



黄红元 主编

上海证券交易所联合研究报告 2013

014036825

F832. 51
233
2013



黄红元 主编

上海证券交易所联合研究报告 2013

F832.51
233
2013



北航

C1725090

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所联合研究报告.2013/黄红元主编.

—上海:上海人民出版社,2014

ISBN 978-7-208-12061-7

I. ①上… II. ①黄… III. ①证券交易所-研究报告-上海市-2013 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 022855 号

责任编辑 刘林心

封面装帧 王小阳

上海证券交易所联合研究报告 2013

黄红元 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 21 插页 4 字数 370,000

2014 年 3 月第 1 版 2014 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-12061-7/F·2213

定价 55.00 元

书 目

上海证券交易所联合研究报告 2013	黄红元 主编	55.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2013	黄红元 主编	58.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2012	黄红元 主编	48.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2012	黄红元 主编	66.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2011	张育军 主编	65.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2011	张育军 主编	72.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2010	张育军 主编	48.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2010	张育军 主编	68.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2009	张育军 主编	70.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2009	张育军 主编	70.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2008	张育军 主编	68.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2008	张育军 主编	68.00 元

以上图书均可在上海人民出版社读者服务部购买到。

邮购地址:上海市绍兴路 54 号上海人民出版社读者服务部

邮 编:200020

联系电话:021-64313303

邮购方法:在定价的基础上加收 15% 的挂号邮寄费;量大者(请先致电联系)可免
邮寄费。

欲了解更多相关图书,请浏览上海人民出版社网页: www.spph.com.cn。

目录

1	长期资金入市研究
120	新股询价制度研究
180	上市公司网络信息披露监管研究
218	高频交易及其在中国市场应用研究
281	从境外金融消费者保护立法看我国投资者保护制度的完善

长期资金入市研究

上海证券交易所、海通证券联合课题组*

内容提要

长期投资者的崛起是全球金融体系近三十年以来最重大的变化之一,其对发达国家的资本市场稳定、资源配置效率和市场环境均产生了较为积极的影响,长期投资者主导资本市场已经成为一种发展趋势。从成熟资本市场的经验来看,机构投资者是长期投资理念的最重要的践行者。然而目前,我国机构投资者发展不均衡,机构投资者引导长期投资理念的功能也尚未体现:保险资金于2004年进入资本市场,投资行为欠缺成熟;基本养老保险基金尚未入市,养老体系有待深入改革;企业年金计划政策激励不足,规模尚小。在这样的背景下,深入研究长期投资者的入市和培育问题,具有重大的现实意义。

一方面,基于投资行为视角,本文展开机构投资者在长期投资与短期投资之间的博弈分析。通过建立机构投资者投资策略与上市公司治理的博弈模型,发现机构投资者的长期投资和理性价值投资对于提供公司治理水平有着积极的作用,且机构投资规模的壮大,有利于激励机构投资者选择长期投资策略。另一方面,基于多维度、跨国家、跨时期视角,从宏观经济、上市公司、资本市场和制度四个层面分析影响一国长期投资者发展的因素,发现经济增长和货币供应增加能够显著促进长期投资者的规模壮大,公司盈利水平和股利收益率与养老金增速之间存在正相关关系,公司未来的高成长性有助于养老金和共同基金吸收更多的资金流入、壮大机构投资者规模,单位风险的收益率(夏普比率)越高,养老金和共同基金等机构投

* 课题主持人:汪异明;课题协调人:廖士光;课题组成员:高道德、李明亮、陈久红、倪玉娟、朱蕾、周洪荣、陈峥嵘、谢海林、余红星、周冠文、石宁、俞晓雯、陈强、刘小静。

投资者发展速度越快,在促进养老金等长期投资者发展方面,债券市场的能够发挥的效能高于股票市场。

通过中外长期投资者的比较研究发现,养老基金是长期资金和长期投资者发展的纽带环节,以养老基金为发展契机、联动共同基金和资本市场形成良性循环,是本文发现问题和解决问题的核心视角。由此,本文首次明确提出“以资本市场为载体、养老基金为核心、保险资金和共同基金为两翼”的长期投资者协同发展战略。围绕长期资金、长期机构投资者和资本市场三个关键词,自上而下提出长期资金和长期投资者入市与培育的政策建议,具体从战略目标、制度建设、长期资金队伍打造、长期投资理念引导等多方面共同施力。

本文的创新之处在于:(1)研究视角的创新,以养老基金为发展契机、联动共同基金和资本市场形成良性循环,是本文发现问题和解决问题的核心视角,并由此提出“以资本市场为载体、养老基金为核心、保险资金和共同基金为两翼”的长期投资者协同发展战略;(2)理论研究的创新,从理论层面研究了机构投资者的行为策略与公司治理的相互关系及博弈行为,深层次地挖掘资本市场运作的内在特征与机理;(3)研究方法的创新,本文以1995年至2011年美国、日本、英国、法国、德国、韩国和中国台湾7个国家和地区为研究对象,从宏观经济、上市公司、资本市场和制度四个层面,运用面板数据多元回归的方法分析影响一国(地区)长期投资者发展的因素,并得出具有说服力的结论。

第一节

引言

一、选题背景与研究意义

机构投资者的崛起是全球金融体系近三十年以来最重大的变化之一,其对发达国家的资本市场稳定、资源配置效率和市场环境均产生了较为积极的影响,机构投资者主导资本市场已经成为一种发展趋势。资本市场强大与否很大程度上决定了一国综合竞争力大小,而机构投资者的规范、强大对于资本市场至为关键。在宏观上,机构投资者能够提高资本市场的广度和深度,提高资本市场资源配置的效率,促进金融体系的竞争,提高银行部门效率;在微观上,机构投资者能够推动公司

治理的改善。因此,如何规范发展机构投资者是我国发展资本市场的一项长期策略。

近几年来,全球金融市场动荡频频,机构投资者的发展问题已成为当前中外资本市场共同关心的重大问题和迫切需要解决的现实问题。在西方发达国家成熟的股市中,大量的机构投资者如退休养老金、保险基金、银行信托基金和投资基金等拥有长期稳定的资金来源,持有股票资产占股票总市值的50%以上。而我国机构投资者发展不均衡,保险资金在2004年才允许进入资本市场,规模较小;养老体系改革还有待深入,尚未成为中国机构投资者的力量之一,可以说机构投资者的功能在我国资本市场上并没有完全体现出来。在这样的背景下,深入研究机构投资者的发展与问题,具有重大的现实意义。

从我国来看,长期资金入市问题是中国证监会新一届管理层洞见当前证券市场深层问题后提出今后应当解决的战略问题。近十多年来,我国资本市场一直致力于培育机构投资者并已见成效,机构投资者队伍从无到有,现已初具规模。但从现实来看,机构投资者群体虽众,但长期投资者却并不多。统计数据显示,机构投资者持股换仓频率是国外成熟市场的好几倍,甚至不低于散户投资者。所以从这些年资本市场发展的现实来看,机构投资者虽然是长期投资者的潜在中坚,但并不等于长期投资者。

2011年12月,时任中国证监会主席郭树清在中国证监会党委中心组(扩大)学习会议上表示,要研究加大鼓励各类长期资金投资股票市场的政策措施,支持证券投资基金、养老基金、社保基金、保险公司等机构投资者协调发展,积极引导风险投资、私募股权投资基金阳光化、规范化运作。新一届中国证监会管理层明确提出培育长期投资者和引导长期投资者入市的战略思路,正是在我国机构投资者初具规模、而市场短线投机气氛太浓并严重影响资本市场发展的背景下提出的。长期投资者的入市和培育问题,将是未来资本市场需要研究的、具有重要现实意义的问题。

国际上,全球金融市场动荡与危机频显,长期投资者队伍有涣散之忧,也迫切需要“培育”。培育长期投资者是一个持久艰巨且关系到资本市场健康与否的重大问题,不仅在新兴资本市场是如此,就是在国外成熟资本市场如果不加以呵护和培育,长期投资者队伍也会萎缩乃至不足。2011年7月,正值经济合作与发展组织(OECD)成立50周年之际,其下的金融市场委员会以“培育长期投资,促进经济增长”为话题开展了特别的金融圆桌会议,就经济发展过程中长期投资对国家经济和资本市场运作的重要作用、长期投资发展过程中遇到的问题以及促进其继续发展

的举措等进行了讨论。

从成熟资本市场 OECD 国家近五十年的发展历史来看,长期投资者为国家基础设施建设提供长期融资的资金,同时作为实业运作的积极股东,促进上市公司管理、社会环境和公共利益进一步优化,推动上市公司的可持续发展。另外,养老金基金作为主要的长期投资者,为公民的养老金和长期储蓄提供较高的收益保证。对资本市场来说,市场的过度震荡极大程度上源于多数投资者的短期投资行为,而资源的优化配置需要市场上具有不同投资观点——长期投资和短期投资的投资者。长期投资者能够对上市资产做出合理估值,从而校正短期投资的误估。

投资者的投资行为除了取决于自主的市场分析与投资策略,还受到制度环境、传统投资观念、市场评价标准等的约束。首先,近利主义、传统投资观念的束缚是阻碍长期投资的重要因素,基金经理们惯于遵循传统投资观念,甚至认为基于传统投资观念的失败胜过背离惯例的成功;其次,“逐日盯市的制度”以及在此基础上制定的审慎规则(如欧盟国家对保险业制定的偿付能力指令 II)使得投资者对市场波动更为敏感,而阻碍其进行长期投资;再者,在供求关系中,基金经理更多地关注于市场评价标准,而是否进行长期投资、是否稳定股票市场、是否促进上市公司发展等责任投资指标并未纳入到投资评价标准中,也没有证据表明这条路行得通,基金经理们难以将责任投资纳入投资过程,而责任投资是长期投资获得可持续性回报的重要条件。因此,导致投资者是否能坚守长期投资理论有着一系列的复杂的制度、自身治理等方面的因素。

从成熟资本市场的经验来看,机构投资者是长期投资理念的最重要的践行者;从我国资本市场的发展实践来看,机构投资者并不等于长期投资者,同样长期投资者也不应仅包括机构投资者。在健康市场环境中,散户投资者也可能被培育为长期投资者。但就目前来看,我国适于长期投资者市场环境还存在一定的问题,要培育长期投资者需要考虑以下几个问题:

第一,我国资本市场投资者结构是否合理?现有机构投资者为什么还不能成为有效的长期投资者?问题症结何在?从国外成熟市场的经验来看,机构投资者应成为长期投资的主力军,除了基金、券商理财、QFII 等以外,社保基金、企业年金、保险基金应成为最重要的长期机构投资者。虽然经过多年发展机构规模大幅增长,但根据 2011 年中期数据显示我国股票市场上一般法人持股占 52%、个人投资者持股占 35%,而机构投资者持股仅占 13%。机构投资者相对规模仍然较小,对市场的影响力仍然有限。发展长期机构投资者除了培育已有的以外,还应适当地引

导养老金、公益基金等长期资金入市,客观上能对证券市场的长期发展和稳定起到重要作用。然而,我国由于受制于滞后的社会保障体系建设及其严格的监管,中央政府单独设立的全国社保基金和企业年金可以投资于股市,但数额更大的地方政府管理的基本养老保险基金尚未实现统一管理,且只能投资于银行存款和国债。

第二,我国资本市场是否存在一些制度并不利于长期投资,是否缺少一些制度来约束短期炒作?在国外成熟的资本市场,其长期投资者也并不是与生俱来就坚持长期,其长期投资习惯的形成也得益于合适的制度安排。

第三,我国资本市场投资标的是否具有长期投资价值?具有长期投资价值标的的资本市场才是长期投资者赖以生存的最重要的因素。

第四,机构投资者自身的治理是否存在问题?机构投资者涉及双重的委托—代理问题,即基金经理和基金管理公司之间、基金管理公司和投资者之间的委托—代理问题。这会导致道德风险的存在,进而可能导致机构投资者偏离长期投资的目标。

本文将对以上四个问题进行深入的研究,剖析我国投资者结构的现状,以及导致现状产生的根源并结合国外成熟资本市场的经验和我国资本市场存在的问题,提出培育长期投资者合理可行的解决方案。

二、概念界定与研究范围

(一) 长期资金主要类型及长期资金入市

从财务角度来说,所谓长期资金就是指能长时间占用的资金,广义的长期资金还可具体分为中期资金和长期资金。一般划分标准是:使用期限在一年以上至五年以内的资金为中期资金;五年以上的资金为长期资金。而从资本市场角度来说,对于长期资金可以有两种理解,一种是持有股票长期不动,另一种是指资金来源不断进来。本文中的长期资金是指后者,即保险资金、共同基金、养老基金等,而拥有长期资金的机构主要包括保险公司、共同基金、各类养老基金等。

如果把美国资本市场看成是一个资本地层,其地质图谱可以这样描绘:最底层为养老基金,投资存续时间最长;第二层是保险基金,持股时间相对稍短;第三层就是共同基金,很大一部分养老金直接投资于共同基金,使得本来由短期资金汇聚的共同基金变成了长期资金;第四层是其他资金。

长期资金已经成为美国资本市场绝对主力。据统计,2011年美国长期资金持有股票资产占美国股票资产比重为44.1%,持有债券类资产占美国债券类资产比重为27.4%。

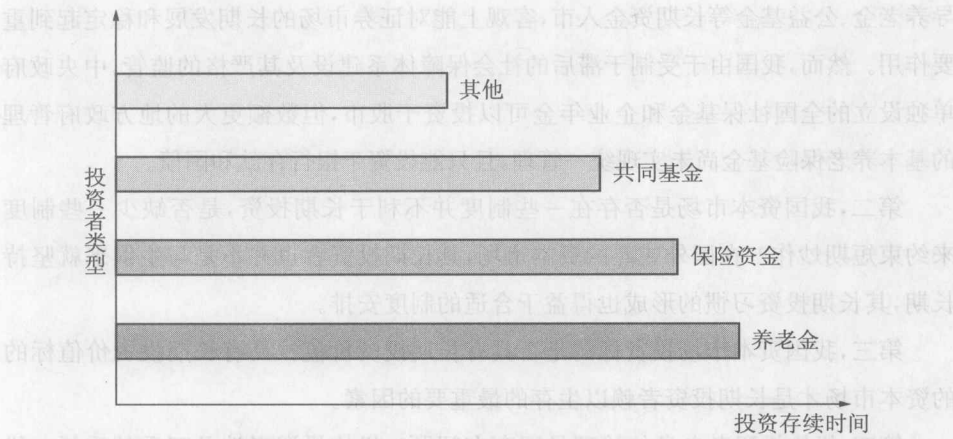


图1 美国各类投资者持股时间比较

表1 中美长期投资者入市比较

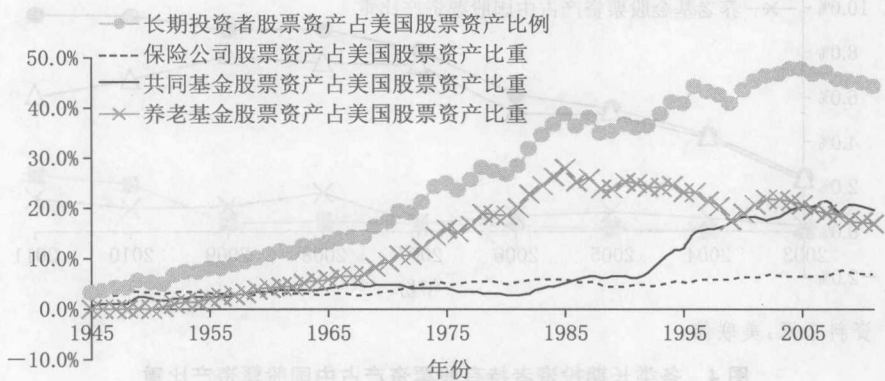
	2011 年美国	2011 年中国	1959 年美国
保险公司			
股票资产占国家股票资产比重	7.4%	2.5%	2.9%
债券资产占国家债券资产比重	11.1%	12.5%	67.3%
共同基金			
股票资产占国家股票资产比重	19.7%	6.2%	3.4%
债券资产占国家债券资产比重	10.0%	2.1%	0.4%
养老基金			
股票资产占国家股票资产比重	17.0%	1.5%	3.6%
债券资产占国家债券资产比重	6.3%	2.9%	8.3%
长期投资者			
股票资产占国家股票资产比重	44.1%	9.6%	9.8%
债券资产占国家债券资产比重	27.4%	16.6%	26.7%

资料来源：美联储。

目前中国长期资金入市水平与美国 20 世纪 50 年代末期相当。2011 年中国长期资金进入股票市场的规模为 2.07 万亿元人民币，占中国股票市场市值的 9.6%，与美国 1959 年的水平比较接近。

美国养老基金加速入市主导了长期投资者的发展，独领风骚 40 年。美国养老基金入市可以分为两个阶段，即高速期和成熟期。第一阶段，美国养老基金进入股票市场始于 1951 年，当年养老基金股票资产占美国股票资产比重仅为 0.2%，而到

1985 年达到 28%，34 年年均增加 0.82 个百分点。第二阶段，1985 年以后，美国养老基金进入股票市场步入相对成熟的阶段，养老基金直接持有股票资产占美国股票资产的比重虽然有所回落，但如果考虑到养老基金间接持有的股票资产，总体相对稳定。2011 年美国养老基金直接和间接持有股票资产占美国股票资产比重为 22.9%，继续保持美国股票市场第一大长期投资者地位。

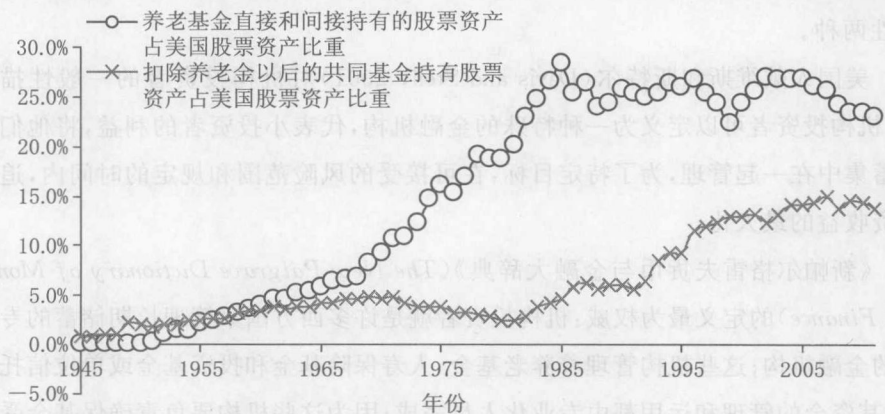


资料来源：美联储。

图2 各类长期投资者持有股票资产占美国股票资产比重

而美国共同基金加速发展始于1992年，当年共同基金股票资产占美国股票资产比重为7.4%，2007年达到高峰，为21.4%，15年年均增加0.93个百分点。

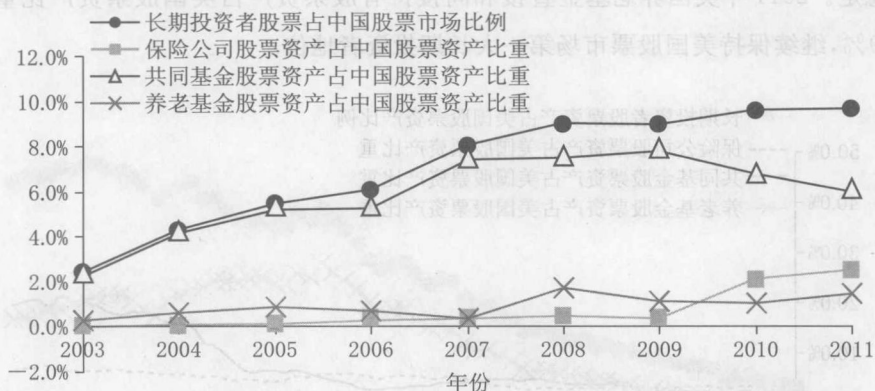
美国养老基金购买共同基金不仅给共同基金提供了稳定的资金来源，而且推动了共同基金快速发展。



资料来源：美联储。

图3 养老基金发展对美国共同基金的影响

中国长期投资者发展路径与美国不同,试图由共同基金引导长期投资者发展。但实际效果来看,这种发展路径面临巨大的压力。特别是最近两年,中国共同基金持有股票资产占中国股票资产比重呈现持续下滑的局面。



资料来源:美联储。

图4 各类长期投资者持有股票资产占中国股票资产比重

(二) 机构投资者及其主要类型

机构投资者(Institutional investors)基于日趋专业化和精细化的社会分工而产生,是投资专业化、组织化和社会化的产物。由于各国资本市场的成熟度不同,且一国资本市场的成长也带来机构投资者相应变化,因此机构投资者所包含的范围在不同国家、不同时期均会有所不同,理论界对机构投资者的界定缺乏一个准确且能被普遍接受的定义。目前,对机构投资者的定义一般分为描述性和列举性两种。

美国人戴维斯和斯特尔(Davis and Steil, 2001)对机构投资者的一般性描述为:机构投资者可以定义为一种特殊的金融机构,代表小投资者的利益,将他们的储蓄集中在一起管理,为了特定目标,在可接受的风险范围和规定的时间内,追求投资收益的最大化。

《新帕尔格雷夫货币与金融大辞典》(The New Palgrave Dictionary of Money and Finance)的定义最为权威:机构投资者就是许多西方国家管理长期储蓄的专业化的金融机构;这些机构管理着养老基金、人寿保险基金和投资基金或单位信托基金,其资金的管理和运用都由专业化人员完成;因为这些机构要负责确保基金受益人获得满意的回报,故他们必须根据每天的情况来考虑如何安排其持有的结构和规模。

布朗卡托的定义,所谓机构投资者,是对应或有别于个人投资者,总体上基于这样的事实而存在,即资金由职业化人员或机构管理,广泛投资于不同领域。管理的资金种类主要包括私人养老金、国家和地方退休金、共同基金、封闭性的投资信托基金、人寿保险公司、财产和意外伤害保险公司、银行管理的非养老基金和慈善研究或捐赠基金。

列举性定义中,美国的《布莱克法律词典》(Black's Law Dictionary)将机构投资者定义为:大的投资者,例如共同基金、养老基金、保险公司以及用他人的钱进行投资的机构等。

(三) 长期资金入市与机构投资者长期投资的关系

长期资金入市对资本市场和机构投资者发展起着牵一发而动全身的效应。首先,长期资金直接入市将为资本市场提供了稳定的资金来源,对资本市场的发展将起着十分重要的作用。其次,养老基金、保险资金通过大规模购买共同基金,有利于共同基金规模扩大,而共同基金直接进入资本市场,从而间接地丰富了资本市场的资金来源,促进资本市场繁荣与稳定。最后,资本市场的快速发展将会促进共同基金、养老金、保险公司等机构投资者的发展。

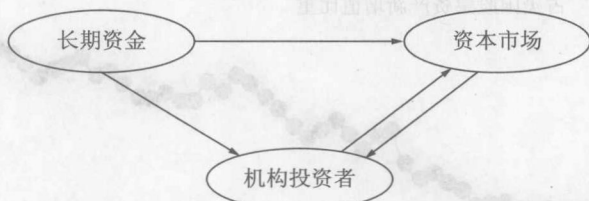


图5 长期资金、资本市场、机构投资者三者之间的关系

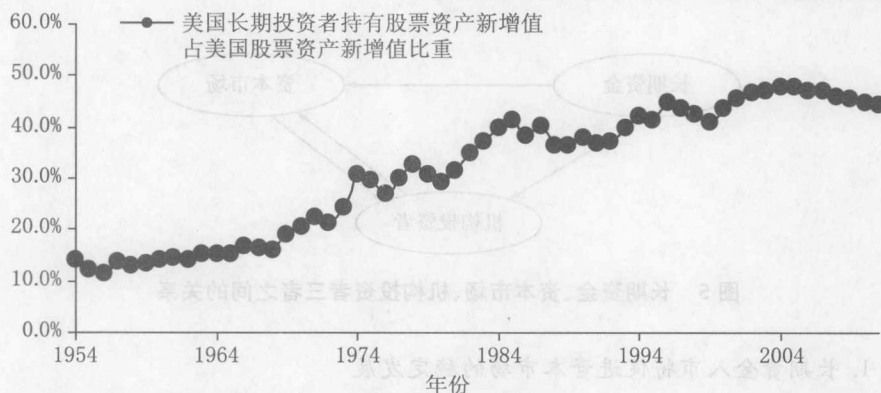
1. 长期资金入市将促进资本市场的稳定发展

养老金具有重要的社会保障功能,因此世界各国在实务中首要把握的是“安全性”原则。但随着全球化经济的不断发展,通胀水平的逐步走高,对于养老基金的“收益性”要求也日益增加,从国际养老金不同阶段运行的特征可以得到体现。养老金入市是实现资产保值、增值的有效形式,主要发达国家长期资金入市都取得了较好的收益率。以美国社会养老基金为例,即使在金融危机爆发的2008年,它仍取得了高达5.1%的年度投资收益率。爱尔兰的国家养老储备基金、新西兰国家养老储备基金、挪威石油储备基金、澳大利亚未来基金平均收益率分别为3.5%、8.06%、5.04%、3%、9.17%,不仅跑赢了通胀,也实现了增值的目标。

养老金等长期资金入市后能够带动资本市场的蓬勃发展,已成为资本市场稳定的基石。从国际长期资金入市经验来看,养老金入市渠道和模式可以概括为直接投资模式、全部委托模式和部分委托模式三种,无论是哪种模式,专业投资机构都是长期资金入市不可或缺的一个核心环节。

美国养老基金入市为美国股票市场稳定发展作出了重要贡献。据统计,1952年至2011年美国养老基金持有股票资产年均增长率为12.5%,而同期美国股票资产年均增长率为8.5%。养老基金等长期资金对股票市场的影响主体体现在以下两个方面:

首先,长期资金入市为股票市场发展提供了十分稳定的资金来源。美国股市在历次危机中都能屹立不倒,并在危机后迅速恢复,主要是有秉持长期价值投资理念的养老基金“撑腰”。实际上,养老资金性质具有“唯有源头活水来”式的长期性和稳定性,其为美国股票注入了源源不断的资金,资金的沉淀性和增量性都很强。自1952年美国养老基金等长期资金加速进入股票市场以来,到2011年为止,60年间美国长期资金持有股票资产新增规模为9.92万亿美元,占同期美国股票资产新增规模的比重为44.4%。



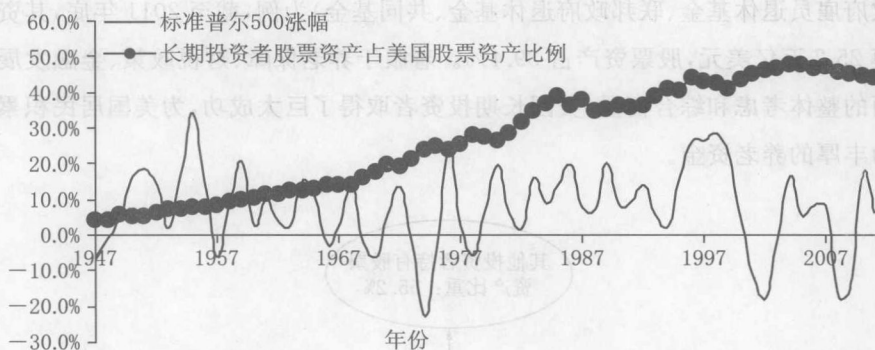
资料来源:美联储。

图6 美国长期资金入市为股票市场提供稳定资金来源

以英国为例,2008年末保险公司和养老基金分列英国股票市场前两大的境内投资者,持股市值占总市值的比例分别为13.4%和12.8%。实际上,私人养老金还是保险公司投资的主要资金来源。以2009年为例,在英国私人养老金高达1.9万亿英镑的总资产中,通过保险公司管理的个人养老金规模就达到0.87万亿英镑。如果考虑到保险投资中的养老资金,则私人养老金就成为英国资本市场上最大的

境内资金供给者。

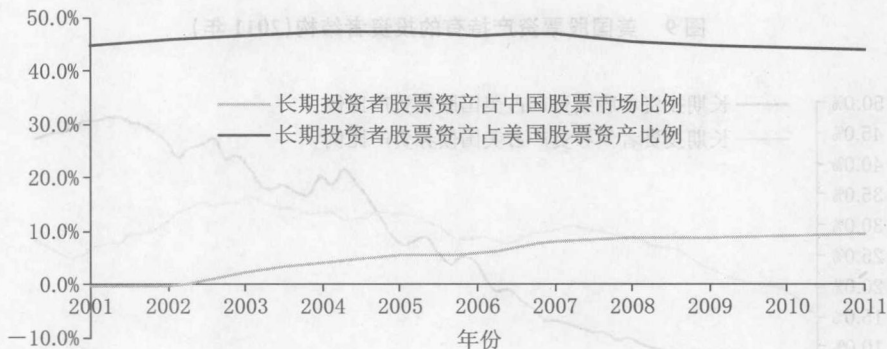
其次,长期资金入市以后具有长期投资理念,对市场波动弹性小。研究表明,股票指数波动不改变美国长期投资者持有股票资产占美国股票资产比重变化趋势。



资料来源:美联储。

图7 美国长期投资者股票资产占美国股票资产比重与股指涨幅

与美国相比,中国长期投资者入市规模总体偏小。2011年中国长期投资者(包括保险公司、全国社保基金、企业年金、共同基金)股票资产规模为2.07万亿元人民币,占同期中国股票市场总值的比重为9.6%。而同期美国长期投资者股票资产占美国股票资产比重为44.1%。



资料来源:美联储。

图8 长期投资者股票资产占股票市场比重

2. 资本市场与机构投资者之间的互动关系

机构投资者培育与资本市场发展之间存在着双向互动的关系。资本市场的发展,会促进共同基金、养老金等机构投资者的发展,而共同基金、养老金等机构投资者的成长会进一步刺激资本市场的发展,并对资本市场的结构、流动性及稳定性起

到积极作用,从而为资本市场服务实体经济打下坚实基础。

首先,资本市场的快速发展极大地带动机构投资者成长。目前养老基金、共同基金、保险公司已经成为了美国股票市场稳定的“铁三角”。

以美国长期投资者(包括财产保险公司、人寿保险公司、私人养老基金、州和地方政府雇员退休基金、联邦政府退休基金、共同基金)为例,截至2011年底,其资产规模25.2万亿美元,股票资产占39.4%。着眼于养老保障、财税政策、金融发展三方面的整体考虑和综合衡量,美国长期投资者取得了巨大成功,为美国居民积累起较为丰厚的养老资金。

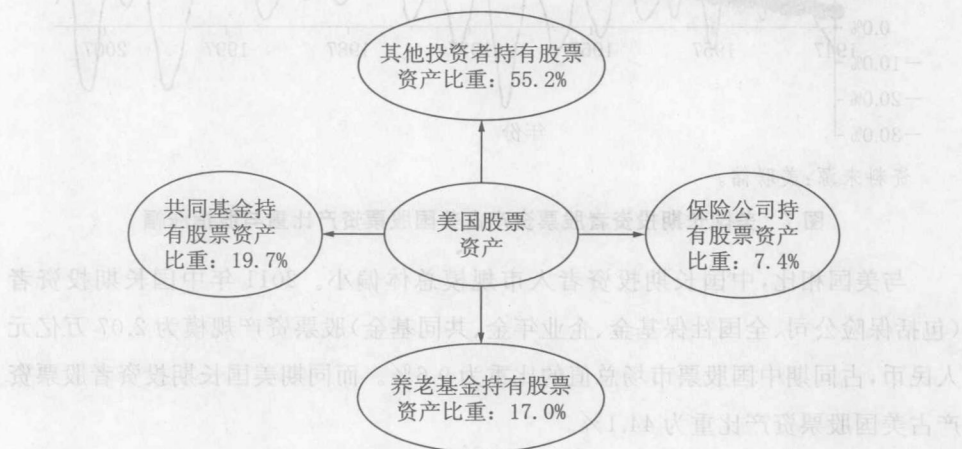


图9 美国股票资产持有的投资者结构(2011年)



资料来源:美联储。

图10 美国长期投资者股票、债券类资产占比

其次,长期投资者已经成为股票市场发展的稳定器。研究表明,当股指下跌,