

Aordo Investment Review 4

奥尔多

投资评论

第4辑

北京奥尔多投资咨询中心 主编



中国财政经济出版社

奥尔多投资评论 第4辑

Aordo Investment Review 4

北京奥尔多投资咨询中心 主编

Edited by Aordo Center for Study of
Investment Order

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

奥尔多投资评论. 第4辑/北京奥尔多投资咨询中心主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.4

ISBN 7-5005-8999-9

I. 奥… II. 北… III. 金融-监督管理-研究 IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 025160 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 32 印张 532 000 字

2006 年 6 月第 1 版 2006 年 6 月涿州第 1 次印刷

印数: 1—3 000 定价: 48.50 元

ISBN 7-5005-8999-9/F·7834

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

北京奥尔多投资咨询中心（原名北京奥尔多投资研究中心）是一家注册成立于1999年的民办社会科学研究机构。奥尔多致力于行为与秩序的基础研究，注重挖掘中国文化传统的理论资源，形成具有独特视角的投资者参与理论框架；致力于对投资过程中各类投资者的行为进行持续的考察，积累投资者行为数据，对中国各类投资者行为与中国投资秩序生成演变进行持续的监测与分析，提供有助于深入理解投资决策过程的理念与信息。

(<http://www.aordo.org>)

《奥尔多投资评论》为北京奥尔多投资咨询中心主办的从行为与秩序视角讨论经济问题的系列出版物。刊载从行为与秩序视角展开经济问题讨论的各类文章，包括论文、评论、分析报告、案例研究、述评、译文、书评等，字数不限，欢迎赐稿。来稿请通过电子邮件寄至：aordo@aordo.org。

责任编辑：翁晓红
装帧设计：海 东

主 编：

北京奥尔多投资咨询中心

编辑委员会：

陈彦斌 陈浪南 陈 凌 金朝武 李 涛 陆 磊 马 骏
裴兰英 齐天翔 瞿 强 沈艺峰 唐寿宁 王晋斌 王志芳
吴卫星 吴联生 肖争艳 徐龙炳 杨宜音 赵晓力 张勇卫
张 杰 周业安

本辑执行主编：李 涛 陈彦斌 唐寿宁

目录

投资者与投资秩序	李 涛 (1)
参与、不确定性与投资秩序的生成和演化	
——解读投资者动机和预期的另一个视角	
..... 唐寿宁 杨宜音 齐天翔 刘 勤 (6)	
投资者自治有多大意义?	
..... Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler (26)	
雇员、养老金和新经济秩序	
..... Jeffrey N. Gordon (51)	
管制投资者而不是发行者: 一项基于市场的提议	
..... Stephen Choi (87)	
行为金融和投资者治理	
..... Lawrence A. Cunningham (140)	
经济转型中的员工持股: 联合航空公司的案例	
..... Jeffrey N. Gordon (204)	
共同基金与机构投资: 在社会保障系统中建立	
个人账户的最有效途径是什么?	
Estelle James Gary Ferrier	
..... James Smalhout Dimitri Vittas (244)	
结构性养老金改革的政治经济学	
..... Estelle James Sarah Brooks (295)	



德国股权基金经理的投资行为——对调查数据的探索性分析

..... Torsten Arnsward (331)

机构投资者与证券市场：谁带动谁？ Dimitri Vittas (386)

为什么中国上市公司的内部职工持股计划不成功？ 王晋斌 (403)

中国机构投资者投资行为研究 徐龙炳 陆 蓉 (437)

如何认识机构投资者？ 唐寿宁 (495)



Contents

Investors and Investment Order	Li Tao (1)
Participation, Uncertainty and the Evolution of Investment Order; Another Framework to Interpret Investor's Motive and Expectance <i>Tang Shouning Yang Yiyin</i>	Qi Tianxiang Liu Qin (6)
How Much Is Investor Autonomy Worth?	Shlomo Benartzi Richard H. Thaler (26)
Employees, Pensons and the New Economic Order	Jeffrey N. Gordon (51)
Regulating Investors Not Issuers; A Market - Based Proposal	Stephen Choi (87)
Behavioral Finance and Investor Governance	Lawrence A. Cunningham (140)
Employee Stock Ownership in Economic Transitions; The Case of United Airlines	Jeffrey N. Gordon (204)
Mutual Funds and Institutional Investments; What is the Most Efficient Way to Set Up Individual Accounts in A Social Security System? <i>Estelle James, Gary Ferrier</i>	James Smalhout Dimitri Vittas (244)
The Political Economy of Structural Pension Reform	Estelle James Sarah Brooks (295)



Investment Behaviour of German Equity Fund Managers An Exploratory Analysis of Survey Data	<i>Torsten Arnswald</i> (331)
Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?	<i>Dimitri Vittas</i> (386)
Why the ESOPs is Not Successful in China's Listed Companies?	<i>Wang Jinbin</i> (403)
A Study on the Behavior of China's Institutional Investors	<i>Xu Longbing Lu Rong</i> (437)
A New Institutional Investor in China?	<i>Tang Shouning</i> (495)



投资者与投资秩序

□ 李 涛

20多年来的渐进式改革,使得中国在经济得到较快增长的同时,其社会经济矛盾和问题不断积累,社会分化不断加剧,社会各利益群体之间的冲突正在变得越来越激烈。这些矛盾与冲突自然也体现在金融领域中,甚至可以说金融领域更为集中地体现了这些冲突。中国所处的这样一个重要阶段表明,今后最为需要关注的核心是程序的公正以及各类利益群体的特殊利益诉求如何得到恰当的安排,秩序与行为问题将受到前所未有的关注。中国的财经问题需要更为宽广的视角,需要秩序与行为的解释框架。奥尔多中心把投资理解为一个过程,或者说,是从过程的角度来理解投资,因此,决定投资过程的程序与规则,以及在这一过程中各类利益相关者的参与,具有关键性的意义。对投资秩序和行为的理解,可以从多个角度展开。

一方面,就微观个体而言,中国的改革塑造了千千万万具有独立利益的个体投资者。他们从自身的动机出发,通过对储蓄、债券、股票、保险、基金等金融产品的选择来参与到社会经济生活中来。传统的经济金融理论认为这是投资者应对风险和不确定性的表现。这一观点没有看到金融乃至整个经济体系的不确定性正是在投资者应对风险和不确定性中相互碰撞、相互协调所形成的。风险本身就是投资者参与和选择的结果,选择和参与的背后是投资者通过行动(或不行动)来表明自己的投资意见,实现自己的投资权利,进而参与到整个投资秩序的形成过程中。投资者之间的互动推动了投资秩序的演进和发展。我们的这一视角可以称为秩序与行为理论。《奥尔多投资评论》第1辑《风险、不确定性与秩序》初步探讨了投资者面对的风险、不确定性与秩序等基本概念,并尝试搭建了秩序与行为的理论框架。



另一方面，就宏观体系而论，中国的改革推动了金融系统模式的演化，从传统的投资者没有风险感受的政府主导型金融系统向着市场经济要求的投资者完全感受风险的中介主导型金融系统的转型。投资者自主决策能力的提高，进而投资者自由参与程度的提高，必然要求他们感受风险的程度相应提高。这种投资者行为的演变对于分离投资与风险的政府主导型金融系统构成了颠覆，而计划经济下政府的过分管制以及投资者对政府的习惯性预期都限制了市场化改革对金融系统模式演变的作用。考察两个端点，投资者和现有金融系统的充分互动是金融系统选择的必由之途。《奥尔多投资评论》第2辑《金融系统演变考》在秩序与行为的框架下详细研究了金融系统模式的选择与演变。

然而，一个不可避免的问题是：投资者个体行为与宏观金融系统之间，进而扩展到整个投资秩序内部的互动究竟是通过什么渠道进行的？回答这个问题，我们必须回到机构投资者这一联系二者的桥梁上来。投资者从自身的动机和感受出发，选择投资行为；具有相同动机和感受的投资者必然会形成特定的投资者群体（尽管投资者可能没有意识到这一点），这些群体进一步演化为投资机构；投资者群体和投资机构通过选择、创新金融产品，一方面满足或带动了投资者行为的发展，另一方面也适应或促进了金融系统的演化。推广开来，组织化的投资者之间的互动决定了投资秩序的演化。这种建构性的关系形成了我们理解的秩序与行为的核心。“对于投资秩序，重要的是保持投资者个人对于投资者群体的最终决定，并保持每一个投资者群体具有对于投资秩序的最终影响力。”^①组织化的机构投资者不仅给投资秩序的演化带来了难以预料的非设计性，同时也可能出现机构投资者利用组织化的力量主导投资秩序的演化的可预期的设计性。这种复杂关系又蕴含在投资者的行为选择中。本辑收录的文章，体现了在研究机构投资者行为方面的最新理论进展，同时又是前两辑在理解和运用秩序与行为理论方面的一个延伸。

首先，在本辑里所要展开的机构投资者与投资秩序的讨论，是以投资者行为为核心概念的。机构投资者是投资行为过程中组织化的投资者群体，而投资秩序则是投资者行为演化的产物。正是由于投资者行为是理解机构投资者与投资秩序的理论出发点，我们必须首先回到对投资者行为的基础分析上来。《参

^① 见本辑收录的文章：《参与、不确定性与投资秩序的生成和演化——解读投资者动机和预期的另一个视角》。



与、不确定性与投资秩序的生成和演化——解读投资者动机和预期的另一个视角》一文，从投资的过程属性出发，梳理了个体投资者、投资者群体和机构投资者、投资秩序三者的关系，系统地阐述了我们的投资秩序和行为的理论观点。不同于现有主流理论把投资行为看成是投资者在给定约束条件下最大化效用的最优解，我们认为，投资行为在本质上是投资者对投资决策的一种参与。这种参与是服从于投资者的动机和预期的。具有相同或相近的投资动机和预期的投资者聚集成一个个投资者群体进而金融组织机构，而金融组织机构代表的投资者群体在其内部、群体之间，以及与既定的金融产品、金融机构、金融监管构成的规则的互动过程中，通过对金融产品的选择和再选择形成了动态演化的投资秩序。以这一理论为出发点，许多看似互不相关的问题都可以统一纳入到秩序和行为的分析框架内，成为这一理论在不同领域的鲜活运用。

其次，与投资者动机、感受最直接相关的研究是个体和机构投资者行为分析。行为反映了参与动机和参与感受，因而有关研究可以为我们的理论提供第一手的实证检验。考察个体投资者行为，《投资者自治有多大意义？》一文，从质疑投资者自主选择金融产品能够增进效用的角度批评了主流理论。作者发现，投资者主观效用并未随着选择的增多而相应提高，这可以被投资者自主选择的组合与其风险态度之间的不匹配所解释。而投资者的偏好可能受到可选择对象排序的影响，可能是混乱的。虽然作者的目的最后还是落脚在解决最大化投资者效用的问题上，但是作者关于投资者偏好混乱的发现是我们关于系统不确定性进而个人感受到的风险的非设计性的一个有力证据。考察机构投资者行为，《德国股权基金经理的投资行为——对调查数据的探索性分析》在系统考察德国股权基金经理投资行为的基础上，归纳出基金经理严重依赖外部信息、寻求超额回报、注重市场信号等共同特征，并将他们进一步细分为具有不同投资风格的三类来分别考察。值得强调的是，作者发现基金经理在进行决策时非常依靠外部分析师、媒体以及同僚的选择，这种决策中的“相邻效应”反映了社会互动对机构投资者行为的影响，证实了我们对于互动形成投资秩序的理论猜想。

第三，与微观的投资者动机、感受与机构投资者行为的研究相对应，机构投资者行为与宏观资本市场之间的关系自然是我们关注的另一个问题。《机构投资者与证券市场：谁带动谁？》一文，区分了不同形态的机构投资者与证券市场在发展中的关系，指出私人养老基金和保险公司可以带动证券市场的发展。



展，而共同基金的发展需要证券市场的带动。出现这一差别的根本原因在于前两者的发展更强调的是和政府监管部门的互动，而后者的发展则依赖特定金融工具的繁荣。因此我们可以从机构投资者与政府的互动、与投资工具的互动来理解这一问题。考虑到投资者之间的互动，《管制投资者而不是发行者：一项基于市场的提议》建议政府管制的方向应该从证券市场上的发行者转向投资者。对证券市场发行者的管制限制了投资者的选择，忽视了投资者与发行人以外的其他市场参与者之间的互动，因而没有把管制建立在投资者真正拥有的信息水平上。政府根据投资者掌握的有关信息水平来直接管制投资者，将会更好地发挥市场的力量，实现投资者真正期望的保护。从行为金融理论与法学理论的融合出发，《行为金融和投资者治理》总结了行为决策理论对资本市场有效市场假说的扬弃，在此基础上分析了大量影响市场管制和公司治理的法律规则和政策，如投资者教育、市场管制、公司金融、诉讼等投资者治理的多个领域，从而建立起了投资者与资本市场互动的一个法律通道。

第四，养老金作为当今世界上最重要的机构投资者，对它的改革和管理的考察也是我们拓展秩序与行为理论框架的一个重要组成部分。《结构性养老金改革的政治经济学》研究了从公共管理、现收现付、规定受益的制度向规定缴费、基金型、私人管理的支柱制度转换的结构性改革的政治经济学，包括政治经济力量如何影响结构性改革的趋势、如何影响公共—私人的混合、如何克服利益集团的抵制等问题。作者发现历史因素、制度因素、文化因素以及决策者个性等因素都为这些问题提供了答案，这也给我们的投资者参与分析框架增添了新的视角。《经济转型中的员工持股：联合航空公司的案例》，肯定了与员工的养老金计划相连的员工持股是一种管理经济变化的长期形式。员工持股的价值在于，通过给员工提供长期的公司治理权，可以使员工与企业形成更好的激励同盟，并有助于在动荡经济环境中员工合约的重新协商。这又把机构投资者行为和公司治理结构结合在一起。《雇员、养老金和新经济秩序》则观察到了美国1980~1995年间的新经济秩序造成了公司利润以及股票价格增长率与工资之间的显著差异的现象，从养老金合约设计的角度提出了可能的解决方案。其出发点还是参与养老金计划的雇员的投资动机，而作者设计的“养老金股票保险”计划正是在满足投资者参与动机条件下，调整风险暴露程度和收益分布的一个尝试。《共同基金与机构投资：在社会保障系统中建立个人账户的最有效途径是什么？》则以美国共同基金和机构基金及智利个人账户系统为例，



考察了构建基金型社会保障支柱的三种方案在规模经济、营销成本、雇员选择权等三方面的优劣，包括投资于零售市场的个人账户、集中型基金，投资于受限制的机构市场的个人账户，指出最后一种方案能够实现最好的一个平衡，这同样是从投资者不同动机出发设计机构投资者可提供产品的一个应用。因此，以上两篇文章都可以看作是投资者动机决定机构投资者产品选择的实证证据。

最后，从基础理论的层面来看，秩序与行为理论应该是不受地域限制的。作为世界上最重要的转型经济国家和发展中国家，中国的案例更是我们不能忽视的。《为什么中国上市公司的内部职工持股计划不成功？》一文采用金融政治经济学框架探讨了职工持股计划在中国失败的原因。从不对称信息条件下机制设计问题的理论出发，作者从企业绩效、财富转移、利益协调三个方面来总结了上市公司内部持股计划失败的原因，强调了当事人激励不相容、参与者权利不充分、合约协商机制欠缺等因素的作用，而根本原因还是在于参与这一计划的职工动机的演化与最初政府设计的职工参与动机相背离。这可能也给投资者动机演化的复杂性提供了一个佐证。《中国机构投资者投资行为研究》以中国为例，从机构投资者的特征、机构投资者的投资手法、机构投资者的市场份额、证券投资基金投资行为的经验数据等方面，从总体上刻画了机构投资者的投资行为，为我们加深对中国机构投资者行为的理解提供了宝贵的参考资料，同时也可以作为我们今后研究相关问题的一个素材。

值得一提的是，本辑关于机构投资者行为的研究，同样延续了北京奥尔多投资咨询中心一贯的理论追求，即从投资者的动机和感受出发来探讨投资秩序与行为问题。我们始终认为：效率不是决定秩序好坏和行为优劣的标准，因为投资者参与的目的并不是为了达到某种效率；能够全面、充分、彻底地实现投资者动机，获得投资者期望的体验，这才是和谐的秩序和理想的行为。因此，对机构投资者行为的理解，应该从投资者参与动机和感受出发，在互动演化中联系个体投资者和投资秩序的视角下进行。



参与、不确定性与投资秩序 的生成和演化

——解读投资者动机和预期的 另一个视角^①

□ 唐寿宁 杨宜音 齐天翔 刘 勤

现有主流经济理论基本上把投资者动机和预期理解为投资者实现其效用最大化的计算过程,认为投资者能够对自己的风险作出估算,并通过选择不同金融产品来进行自身的风险管理,从而达到其风险与收益的最优对应。主流理论对于整个金融活动的解释也是在这一基点上展开的。这一解释把风险视为既定的、可计算的,投资者可以通过对风险的估算进行风险管理。可是,如果投资者实际上无法对风险作出估算,那么,又如何来理解投资者的动机和预期呢?在这样一种无知(即无法计算风险)的状态下,仍然以投资者的理性计算作为讨论金融活动的出发点,将是缺乏理论解释力的。

因此,需要重新理解投资者的动机和预期。我们认为,投资者的动机和预期表明投资者对于投资形成的参与,投资者的投资其实质不在于对既定风险的一种应对,而在于投资者通过其对金融产品的选择而参与到风险形成过程中,通过参与风险形成的决定而实现其管理风险的目标。实际上,在这一过程中,

^① 本文是《中国投资者动机和预期调查数据分析》课题组的一项理论研究成果。成立这个课题组的目的在于对中国人民银行居民储户问卷(季度)调查制度所积累的自1995年以来的数据进行深入系统的加工整理。这个课题组由中国人民银行统计司与北京奥尔多投资咨询中心联合组成,课题组成员为:王小奕、杜金富、李跃、徐洁勤、唐寿宁、杨宜音、齐天翔、刘勤。本项理论研究由唐寿宁、杨宜音、齐天翔和刘勤承担,旨在为数据处理提供一个基本分析框架。王晋斌、周业安参加本文的部分讨论会并提出修改意见。



投资者选择金融产品所形成的储蓄-投资,代表着投资者拥有一份参与投资形成决策的权利,重要的也在于投资者保有参与风险形成的权利。无数投资者所形成的储蓄-投资,构成决定投资形成从而风险形成的权利结构,这一权利结构就是投资秩序。投资者通过储蓄-投资实际上参与到决定风险形态的投资秩序的形成过程中,进而构成了一个参与储蓄-投资的无数投资者在其间互动的复杂系统。投资者是这个系统运转的基本决定力量,投资者动机和预期决定着参与投资决策的各类投资者群体的形成及其利益特征,从而决定着金融产品的创新设计、金融机构的风格,并最终决定着投资秩序的形成与演变。

通过投资者动机和预期,重要的是读出投资者对于风险形成过程的参与,读出投资者作为无数投资者中的一员对于投资秩序形成的参与。而且,只有当我们从这一角度来理解投资者的投资行为时,我们才能真正理解投资者在应对自身风险时所作出的种种日常金融选择。也就是说,从参与投资秩序形成的角度来理解投资者动机和预期,可以包容对投资者应对自身风险的理解。而如果仅仅直观地从投资者应对其风险的方面来理解其动机和预期,则只能观察到机械的、被动的一面,进而不可避免地造成误解。



若干前提性讨论

(一) 风险与不确定性——关于理性的不同理解

投资者的动机与预期的产生,毫无例外是针对着未来可能发生的变化的,如果未来与现在没有差异,就不需要有应对的准备。因而,讨论到投资者的动机与预期时,就不可避免地要讨论涉及未来变化的风险与不确定性这两个概念。

现有主流理论集中于讨论风险的管理。金融实务中的风险管理集中于可计量的风险,发展为一套技术高度复杂的金融工程,与此相对应,围绕风险概念所进行的理论讨论也主要是技术层面的,基本上不关注最终决定风险形成的秩序演化。这些讨论虽然也关注风险的制度背景,但却是以既定的制度为前提的,制度在这里是外生的,并不构成对风险的决定关系。这一点可以说集中体现在学者们现在已不再对风险概念与不确定性概念的区分感兴趣。在实际讨论