

第一章 导论

20 世纪 80 年代以来，以养老基金、保险基金、投资基金为主体的机构投资者崛起，引发了国际证券市场投资主体机构化的革新。近年来，关于机构投资者的发展成为我国证券市场的热门话题。

第一节 引言

一、问题的提出

20 世纪 80 年代以来，西方证券市场上以养老基金、保险基金、投资基金为主体的机构投资者获得了迅速的发展，其行为也呈现出由传统的牟取短期差价收益转向进行长期投资，并监督上市公司经营管理的基本趋势，这对公司治理结构逐步完善和证券市场良性发展产生了积极而深远的影响，也可以说是国际证券市场结构和运行机制的深刻革命。

近年来，我国证券市场正在经历从散户为主体的市场结构到以机构投资者为主体的市场结构的历史性转变。在 1998—1999 年间，机构投资者的入市规模约占当时流通市值的 30% 左右。我国机构投资者虽然得到一定程度的发展，但与成熟市场相比仍然相差甚远，以散户为主体的市场结构导致了市场投资者理念的不成熟，市场很难完成资源配置的功能。同时，学术界与管理层形成了一种共识，即以散户为主体的投资者结构的不合理是我国证券市场剧烈波动及低效率的主要原因。有鉴于此，2000 年上半年起，中国证监会将超常规、创造性地培育和发展机构投资者作为推进我国证券市场发展的政策手段。截至 2002 年 11 月，我国机构投资者的人市规模已超过同期流通市值的 50%。我国机构投资者的人市规模情况见表 1-1。

然而，这项政策短期执行的效果却不容乐观。2000 年末，一场由“基金黑幕”引发的讨论使人们对机构投资者稳定证券市场的功能产生质疑，2001 年初，证监会对亿安科技、中科创业等股票的查处更促使人们对机构投资者发展战略产生进一步反思：在中国证券市场上，机构投资者究竟扮演什么角色？应该如何来规范机构投资者的行为？

表 1-1 我国机构投资者入市规模统计

单位：亿元

机构投资者类别	资产规模	可投资比例	入市规模
证券投资基金	1 237.30	投资股票的最高限额为 80%	1 000
券 商	923.22	最高净资产的 80%	740
保险公司	5 612.40	各公司有所不同,一般为 10%—15%	560
社保基金	2 000.00	全国社保基金的最高入市限额为 40%	1 000
其他机构投资者	10 000.00		5 000
合 计	19 772.92		8 300

数据来源：《证券时报》，2002 年 11 月 5 日第 8 版。

由于我国证券市场发展的历史较短，理论研究相对滞后。就机构投资者发展问题的研究大致可分成两类：一类是管理层提出要“超常规发展机构投资者”前后，一些学者从机构投资者能发挥导向作用的角度积极主张大力培育发展机构投资者，如张志柏、余自由发表在《东方经济》上的“证券市场呼唤机构投资者”，杨大楷、彭晓播发表在《上海投资》上的“培育机构投资者 深化资本市场的改革”冯丽娟发表在《金融科学》上的“充分发挥机构投资者在证券市场中的作用”等。其主要是介绍国外机构投资者在市场中的积极作用，以及我国市场中机构投资者的现状，认为在我国发展机构投资者能提高市场稳定性及扩容能力等，并提出如何超常规发展机构投资者的思路。另一类是在“基金黑幕”曝光前后，一部分学者对机构投资者功能产生反思，对前期管理层决策进行质疑，如庄序颖发表在《财经研究》上的“证券市场中机构投资者问题研究”肖鹏发表在《财金贸易》上的“机构投资者‘稳定性’功能质疑”，张剑青、卢丽娟发表于中国财经网的“机构投资者对股市波动的影响分析”等。其主要认为机构投资者的目的是最大限度获取投资收益而非稳定股市，所以应该由市场来安排机构投资者的发展并应对机构投资者行为加以约束。上述理论讨论存在主要的不足是：前者从国外发展机构投资者的成功经验来认定我国也要大力发展机构投资者，缺乏对中国国情的认识和推理依据；后者则从我国机构投资者在市场中暴露出的问题来反驳管理层发展机构投资者的思路，缺乏理论研究的前瞻性。

在理论研究未取得基本共识的同时，我国管理层“超常规发展机构投资者”的决心不变。2002 年以来，先后在制度安排上做出了一系列发展机构投资者的决策。如在发展封闭式基金同时推出开放式基金，2003 年可称为“开放式基金年”；QFII 制度的实施；保险基金与社保基金入市比例提高及人

市方式转变；基金管理公司发起人资格的放宽；包括捐赠基金在内的各类基金会、企业年金资金入市的政策安排；深交所获准发行并交易上市型开放式基金（LOF）等等。预期的还有上交所的交易型开放式指数基金（ETF）等。可见，我国机构投资者的种类逐步呈现多元化，规模不断扩大，影响逐步加大。

然而，与管理层超常规发展机构投资者的初衷相背，我国机构投资者尤其是其主力——证券投资基金与证券公司行为异化，接连曝出“基金黑幕”，其“羊群行为”及市场流动性失败在一定程度上加剧了市场波动，南方系、德隆系等庄股接连跳水加剧了沪深股市大盘的连续大幅下跌。

显然，我国机构投资者这种行为所导致的股市泡沫化与证券市场规范化、市场化、国际化发展的本质要求存在着尖锐的矛盾，实践要求我们加强对机构投资者行为进行研究，为科学的、正确的机构投资者管理决策与制度安排提供系统的全面的理论依据，以实现我国证券市场与机构投资者良性的互动发展。

二、概念界定

研究机构投资者发展问题，必须对机构投资者概念的内涵及外延作出科学、合理的界定。目前，对机构投资者概念的界定主要有两种观点。

一种为描述性的界定，认为机构投资者是指运用自有资金或通过各种金融工具筹集资金进行投资管理的金融机构，既包括共同基金、对冲基金、投资银行和货币市场基金等投资中介机构，又包括社保基金、保险基金等契约性储蓄机构，还包括商业银行等存款机构。并由此推论，不同的机构投资者在资金来源、资产性质、债务特点、委托要求、投资期限、行为方式、目标偏好、持股周期等诸多方面存在差异，对证券市场的稳定作用大不相同，不同性质的机构投资者之间的相互竞争、相互依赖和彼此制衡势必产生市场互补与功能整合作用，进而从整体上促进证券市场效率的不断提高。

另一种为理论性的界定，认为机构投资者是指券商、证券投资基金等投资行为主体的这种描述性界定并不严格和精确。他们认为，从严格的学术意义上讲，机构投资者与一般投资者最根本的差别应该是看投资者是否

耿志民著，《中国机构投资者研究》，中国人民大学出版社 2002 年 11 月版 第 13 页。

广发证券股份有限公司课题组，“机构投资者投资行为研究”，载《上证研究》2004 年第 1 辑，复旦大学出版社 2004 年 4 月版 第 150 页。

拥有某种程度的市场势力 (Market Power)，拥有市场势力的投资者就可以被看作是机构投资者；反之，则是一般投资者。并且指出，与普通商品市场不同，此时的市场势力不仅指对于证券价格的影响力，也包括对于市场中交易主体的信息分布、理念形成等方面的影响力。

根据以上定义，如果一家基金公司没有以上所述的市场势力，则其不能算作机构投资者。反之，如果一个人投资者拥有市场势力，则也可算作机构投资者。换言之，使用 Kyle (1985) 中所引入的市场深度 (Depth of Market) 概念，机构投资者面临的是一个“浅”市场，而一般投资者面临的是一个“深”市场。

本书认为，理论性的界定从市场势力角度来区别机构投资者与一般投资者，研究其投资行为与投资理念及其产生的影响力是有一定的理论依据与理论价值的。但是，从发展机构投资者这一命题出发，这种理论性的界定显然缺乏可操作性。

其一，从投资行为角度分析。机构投资者的投资一般具有长期性、多元化、分散化的特征，当其采用买入并持有策略或逐步建仓策略时，并不一定或并不愿意去对某种证券价格产生决定性的影响。

其二，从投资理念角度分析。机构投资者一般都会根据其资金性质的特点确定其特有的投资理念，并根据其特有的投资理念来决定投资操作。不同机构投资者的不同投资理念并不一定与市场主流投资理念一致，而且市场主流投资理念并不一定完善与成熟；机构投资者特有的投资理念可能是成熟与完善的，但并不一定为主流市场所接受，也并不一定需要主流市场所接受，如社保基金以安全为第一要旨的投资理念等。

其三，从制度安排角度分析。如何通过有效的制度安排来规范与发展机构投资者，包括采用何种推动手段、采用何种金融工具融资、采用何种金融机构运作、采用何种调控方式等等，显然都离不开对机构投资者类型的确定。

描述性的界定的确存在不严格不精确之嫌，但与理论性界定相比，其操作性更强，可以明确何种金融机构属机构投资者。可是，上述描述性界定将证券市场的买方机构与卖方机构混为一谈，这将对规范与发展机构投资者产生不良影响。

本书认为，机构投资者应当是证券市场的买方机构。证券市场的买方机构作为证券的需求者与资金的提供者，它们以长期投资回报为目的，通过研究与选择买入绩优或潜在绩优证券，来达到盈利的目的。它们的资产庞

大、管理严格、研究较为客观严谨，使其在与证券公司（或称投资银行）的交易中及对上市公司的监管上掌握相当程度的主动权。

与之相对应的证券市场卖方机构是指证券公司。它们作为证券市场的中介，在资金需求者（政府及公共机构、企业）与资金提供者（投资基金、社保基金、企业年金、保险基金、私募基金及个人投资者等）之间搭起桥梁，提供信息，促使交易的形成。证券公司的投行部门主要负责公司上市，承销股票与债券，并从事企业并购与重组。证券公司的经纪部门主要负责代理证券买卖双方进行证券交易，并从中收取佣金。证券公司的自营及资产管理部門则以其可自主支配及受契约约定的资金或证券直接参与证券交易活动，赚取差价收益并承担证券交易风险。证券公司的研发部门主要负责跟踪分析市场行情的变化及上市公司经营业绩，并做出相应预测分析，为投资者提供投资建议。研发部门的研究目的主要有两个：一是向本公司自营及资产管理部門提供服务，二是向本公司经纪部门的投资客户提供信息与建议以拓展公司经纪业务。由于资金需求者与资金提供者都是证券公司的客户，证券公司双重利益目标往往会导致利益冲突，从而影响其证券分析的客观性、公正性、时效性，也在一定程度上影响证券公司的市场声誉。

证券市场买卖双方有着不同的分工与特点。卖方机构往往注重市场营销，促进资金的流动，从短期的市场波动和交易佣金中获利。而作为证券市场原动力的买方机构，其研究目的是单一的，即自身的投资利益，因此真正有效的投资理念、投资战略往往是在这类机构投资者中形成。他们的长期投资战略和特有的投资理念有利于证券市场的可持续发展。

正如描述性界定的推论，证券市场的买方机构有着不同的本质差别和不同的投资管理风格，形成不同的市场分工与不同的市场影响力，这种不同性质买方机构的相互竞争与制衡，势必产生市场互补与功能整合作用，也推进了证券市场效率的提高。

因此，本书研究的机构投资者是指描述性界定中的证券市场买方机构。

三、研究框架

本书研究的目标主要有三点：第一，从理论的角度来解释机构投资者产生与发展的原因，试图把握机构投资者发展趋势与特征；第二，从实践的角度来比较分析国内外机构投资者在市场中发挥不同功能的客观现象，试图寻找这些现象背后存在的市场与制度因素；第三，在以上两点的基础上，采用国际比较的研究方法，试图探求我国机构投资者发展的创新思路。

为达到上述研究目标，本书将采用现代经济理论中的信息经济学、产业组织学和新制度经济学作为分析工具。这是因为，信息经济学修正了古典经济学中关于信息经济模型，更符合证券市场不完全、不对称信息的市场特征。产业组织学则是信息经济学在实践中的重要应用领域。本书运用新制度经济学的研究思路与方法，是因为：作为我国机构投资者发展主要背景的经济转轨、证券市场发展等等，实际上都是一场意义深远的制度变迁，而机构投资者在我国的规范发展本身也是市场制度安排的一部分；用新制度经济学来研究机构投资者的发展，能系统地揭示其作为市场主体的行为特征的深层次原因，并能对制度变迁引起的市场运行和主体行为变化作动态的考察。

第二节 本书安排

本书以《机构投资者发展研究》命名，在问题提出、概念界定、研究框架的基础上，大致分为四大部分。

一、机构投资者崛起的理论分析

20世纪80年代以来西方证券市场上以养老基金、保险基金、投资基金为主体的机构投资者的崛起，引发了国际证券市场投资主体机构化的革新。相对于个人投资者而言，机构投资者拥有资金、信息、人力等资源优势，往往能产生更高的投资收益和资源配置效率。本书采用信息经济学与产业组织学的主要原理，试图论证投资主体机构化趋势符合证券市场发展的基本规律。

二、机构投资者功能的研究

从信息经济学和产业组织学观点分析，机构投资者的产生有其内在的必然性，而机构投资者受到市场的青睐和政府的扶持则是由于机构投资者具有稳定证券市场与改善上市公司治理结构的两大主要功能。

在国际上，对机构投资者的交易行为是否起到稳定证券市场的作用一直是一个争议的问题。一种观点认为：相对于个人投资者，机构投资者拥有更强的信息收集与信息分析能力，同时具有专业的投资技巧与投资管理能力，因而机构投资者的大量参与可使得证券市场更加稳定，更具有效率。证券价格更接近其内在价值，使证券市场的波动性降低。另一观点认为：由于

机构投资者的羊群行为、短视行为及流动性压力的影响，其在证券市场的交易行为加剧了证券价格的波动性。本书采用实证分析的方法，试从较为成熟的市场与较为规范的机构投资者、不成熟的市场与不规范的机构投资者以及较长时间段与突发事件等多个层面，探求机构投资者与证券市场发展的关系。

传统英美国家的机构投资者都是被动投资，用脚投票，并不参与公司治理。但 20 世纪 80 年代末开始，大部分机构投资者都放弃了这一华尔街准则，在对公司业绩不满或对公司治理问题有不同意见时，它们不再简单地把股票卖掉，“逃离劣质公司”，而开始积极参与改进公司治理。本书在分析国外机构投资者从消极股东变成积极股东的背景基础上，研究其参与公司治理的路径与绩效，以作为我国机构投资者参与公司治理的借鉴。

三、证券投资基金运营的研究

证券投资基金是机构投资者中最重要的组成部分，也是证券市场发展的重要支柱，因此，证券投资基金运营问题研究成为本书的重点。本书拟从以下四个问题开展讨论。

（一）我国封闭式基金折价问题研究

近几十年来，封闭式基金折价交易现象一直是证券领域的一个难解之谜。许多学者一直致力于该问题的研究，试图找出一个合理的解释。但由于问题本身的复杂性造成分歧颇多，至今尚未形成一个统一的观点。早期的研究基于证券市场有效性假说，从基金的基本层面入手，对基金折价交易现象提出了种种解释，但大量实证研究表明：理性因素对折价交易现象的解释力并不强。近期的研究主要是在行为金融学发展的基础上，以噪声交易、投资者情绪等非理性因素为中心，以期解开封闭式基金“折价之谜”。本书分别运用传统折价理论与投资者情绪论对我国封闭式基金进行实证分析表明：我国基金的折价与基金基本面因素关联不强，而与投资者情绪关系最为密切；不同市场条件下，投资者情绪有不同的有效性和表现力，且投资者情绪仅仅针对封闭式基金本身而言。至于投资者情绪背后的根源，则在于我国封闭式基金制度安排上的缺陷。

（二）我国开放式基金发展研究

国际投资基金的发展史，在某种意义上讲，就是一部从封闭式基金向开放式基金过渡的历史。我国证券投资基金发展正处这一转变阶段。与封闭式基金相比，开放式基金具有一定的制度优势，这种制度优势可以通过信息

经济学的委托代理理论予以解释，同时开放式基金需要一个良好的制度环境。以世界上投资基金最为发达的美国为例，可以总结其经验有三条：一是法律监管体系的完善和金融管制的逐步放松所创造的良好制度环境，二是金融创新的深化和养老基金的扩张所提供的良好的市场环境，三是科学的基金运作机制和强烈的市场竞争意识形成良性的活力源泉。本书在理论分析与案例研究的前提下，剖析了我国开放式基金发展面临的内外因素，从多个层面提出我国开放式基金的发展思路。

（三）我国指数基金发展研究

在基金投资管理中基本上存在两种投资方法即主动性和被动性。主动性投资的核心是积极地管理与调整其投资组合；而被动性投资的核心是以某一指数作为其投资组合管理的基准，又称指数基金。指数基金的兴起与随机漫步理论和混沌理论的盛行密切相关，这两种理论的主要贡献是证明了股市的不可预测性。正是因为股市的不可预测性，高成本运作的主动性投资期望通过证券间转换来获取超额收益是不现实的，尤其是在证券市场有效性不断提高的情况下。指数基金则以其特有的低成本运作，延迟纳税，分散风险等优势得以生存与发展。总结国外，尤其是发达国家指数基金发展的成功经验为四点：一是合适的基准指数选择，二是基金投资管理跟踪策略的选择，三是衍生交易投资策略的选择，四是指数基金品种的创新，如交易型开放式指数基金（ETF）的推出。本书在全面评述指数化投资理论、总结国外指数基金发展的成功经验的基础上，剖析影响我国指数基金发展的各种因素，试从外部条件与内部策略两个层面提出推进我国指数基金发展的思路。

（四）我国证券投资基金业绩评价研究

证券投资基金的业绩一般应包括投资收益率、投资风险和基金经理的投资管理能力三个方面内容，而前两者结合则是基金经理投资管理能力的量化表现。20世纪50年代以来，马柯维茨的现代证券组合理论向人们指明了如何利用投资组合以降低风险以及如何对证券的风险进行度量。此后，资本资产定价理论和套利定价理论的产生向人们进一步揭示了风险与收益之间的关系。建立在资本资产定价模型（CAPM）基础之上结合基金收益与风险因素与市场基准组合加以比较的基金业绩评价方法，有Jenson, Treynor, Sharpe 指标及其发展，如T—M模型、Fama模型、H—M模型等。本书运用上述各评价指标与模型，利用股票、债券收益率数据以及各种不同权重来合成不同的市场组合收益率作为评价基准，对我国基金业绩做出总

体评价；在此基础上，进行分组分析，以期找出源于基金经理超市场能力以外的影响超额收益（或损失）的因素。实证研究表明：只要是采用建立在资本资产定价模型及其发展理论基础上的评价指标和评价模型，其评价结论与市场基准的关系不大；我国基金经理不具有明显的选股能力与择市能力；基金规模与投资风格因素对基金超额收益或损失有一定程度的影响。

四、其他机构投资者运营研究

这里的机构投资者是除证券投资基金之外，包括风险投资基金、保险基金、社保基金、QFII 和 QDII 以及私募基金等。

（一）我国风险投资基金运营研究

风险投资基金主要是在风险企业股权市场运作。国外经验表明：风险投资是高新技术产业化的推动器，具有取代政府投资、培育高新技术企业、优化资源配置的功能。风险投资是一个三位一体的运作流程，即风险资本的提供者——风险投资者、风险资本的运作者——风险投资基金、风险资本的使用者——风险企业，风险投资基金是风险投资运作流程的中心环节。通过对欧美风险投资运作的比较，可以发现风险资本的来源、风险投资基金的组织形式、风险企业认定上的差别将会影响到风险投资运作的效果。本书在总结国外风险投资基金发展的成功经验基础上，剖析影响我国风险投资基金发展及其效率的各种制约因素，试图从多个层面提出我国风险投资基金的发展思路。

（二）我国保险基金投资运营研究

20 世纪 80 年代以来，保险基金的规模与基金运营的证券化呈现上升趋势，保险基金已成为证券市场的机构投资者主力之一。现代保险市场的竞争表明，保险基金投资效率已成为保险公司生存发展的主要影响因素。保险公司资金性质要求其基金投资运营必须以安全性为出发点、流动性为基础、收益性为目标。比较国外保险基金运营管理模式，可以发现不同运营模式各具优势，但众多大保险公司往往采用资产管理公司的运营模式。为保障基金安全，除保险公司建立完善的内控机制外，各国保险监管机构都对保险基金投资运营做出具体的监管要求。本书在比较总结国外保险基金投资运营及监管的基础上，分析我国保险基金投资运营存在的主要问题，试图从多个层面提出强化与规范我国保险基金投资运营的基本思路。

（三）我国社保基金投资运营研究

发达国家与新兴工业化国家社保基金筹集模式普遍呈现出从现收现付

制向基金积累制过渡的改革趋势，并对积累的社保基金进行投资运营。国外社保基金运营模式大致可分为公营与民营两大类，从定性角度分析，两者似乎各具特点，但定量分析显示，民营的效率优于公营。国外社保基金投资运营的监管大致分为严格的限量监管与审慎性监管两大类，研究表明：随着基金管理走向成熟，各方面条件的完善，监管模式有从严格的限量监管向审慎性监管转变的趋势。本书在比较总结国外社保基金投资运营组织形式与监管模式的基础上，重点剖析我国社保基金投资运营面临的内外环境，结合我国证券市场与基金管理的现状，提出我国社保基金运营改革的基本思路。

（四）我国 QFII 与 QDII 投资运营研究

证券市场国际化和资本账户的完全开放是发展中国家改革与发展的长期目标之一。针对我国证券市场对外开放的阶段性特征，国际上比较成功的开放策略就是 QFII。QFII 制度可通过各种条款对引进的境外投资者进行一定限制，以达到减缓开放过程境外资金对本土证券市场的冲击，调解证券市场国际化与资本项目未完全开放的矛盾。本书在分析 QFII 制度可能产生正负效应的基础上，借鉴境外 QFII 投资运营的特征与经验，提出我国 QFII 制度发展与完善的基本设想。本书同时还分析境外 QDII 投资运营的特征与经验，并提出我国 QDII 制度的框架性思路。

（五）我国私募基金投资运营研究

私募基金在海外是一种重要的非公募性质的资产管理形式，也是市场经济向较高层次发展的产物。海外私募基金受到多种法律法规的约束，有其特有的投资策略、组织形式与运作机制，其投资运营已对国际证券市场产生重要影响。本书在总结海外私募基金运营的基础上，重点剖析我国私募基金投资运营中的潜在风险，试从多个层面提出发展我国私募基金的基本思路。

第二章 机构投资者崛起的理论 分析与国外发展轨迹

20 世纪 80 年代以来,西方证券市场上以养老基金、保险基金、投资基金为主体的机构投资者获得了迅猛的发展,其行为也呈现出由传统的牟取短期差价收益转向进行长期投资,并监督企业经营管理的基本趋势,这对公司治理结构改进和证券市场良性发展产生了积极而深远的影响,是国际证券市场结构和运行机制的深刻革命。本章将运用信息经济学和产业组织学原理来探求机构投资者崛起的原因,并分析国外机构投资者发展的历史轨迹。

第一节 机构投资者崛起的理论分析

相对于个人投资者而言,机构投资者拥有资金、信息、人力资源等方面的优势,市场中各类投资信息由专业人员进行搜集、分析和追踪,各种投资组合方案由专业人员进行研究、模拟和调整,投资风险及分散风险的措施由专业人员进行计算、测试、模拟和追踪,投资运行中的各种技术由专业人员进行管理、配置、开发和协调,因而能产生更高的投资收益和资源配置效率,符合证券市场发展的规律。

一、信息经济学分析

现代市场经济条件下,证券市场的投资决策需要在搜集和占有有一定数量的信息基础上进行,信息是指导人们一切行动的依据。人们获得信息的多少、获得信息的准确程度、获得信息的速度、获得信息的方式和成本等,深刻地影响着投资行为和效果。信息经济学是研究信息现象在经济活动中具体规律的经济学,其从微观角度向传统经济学思想提出了挑战,推动了经济学的发展。

(一) 机构投资者产生的信息经济学分析之一:证券市场的信息不完全

古典经济学将一般均衡模型建立在完全信息经济基础上,在完全信息的市场中,每个参加者都了解他所需要掌握的全部信息,消费者知道市场的

全部可能价格及所购买商品的质量等信息，而生产者也了解市场价格的变化和消费者的偏好等信息。反映在证券市场上，证券的需求者，即证券的投资者是理性的，并清楚地知道每一种证券的价格和收益率，从而通过市场竞争最终达到资本配置的均衡时，市场上必定只通行一种统一的价格，或称为市场“出清”。这样，证券市场上各种投资产品的价格差异只反映产品之间本质和性质的差别。在此条件下的市场是有效率的市场，所形成的资源配置必然能够达到帕累托条件。

信息经济学认为，每个市场参加者都有可能成为自由市场中的信息生产者或消费者，而每个市场参加者的活动是分散的、不确定的，因此，市场信息只能以离散的形式而不可能以集中的形式出现，除非这种信息被人们加以整理。然而，从整个市场运行范围来看，即使人们对信息加以整理，他们也不可能从中获得市场的完全信息。因此，不完全信息比完全信息更具有经济现实性。反映在证券市场上，导致信息不完全主要有以下三种原因。

1. 市场分割

由于地域差距，证券市场交易技术的限制或者是投资者金融意识的差别，证券市场处于分割状态中，参与某个市场的投资者不能共享其他市场上的交易信息，无法准确了解同一投资产品或类似品种在其他市场的价格表现与交易状况。因此，由于市场分割所造成的证券市场信息不完全不可避免地会导致分散在各市场中的个人投资者的效率损失。

2. 信息通道受阻

在现实经济中，信息的传播和接收都需要花费成本代价，而由于市场通讯系统的局限和市场参加者释放市场噪声等主客观因素的影响，都将严重阻碍市场信息的交流和有效的传播。于是，技术、经验均处于劣势的众多个人投资者不得不在决策信息失真或不完整的情况下进行投资决策。

3. 单个投资者的信息识别和处理能力相对较差

即使证券市场能提供完全信息，市场也不存在相互分割的问题，单个投资者仍可能因缺乏信息加工和处理方面的能力和经验，而不能据所获得的信息正确地作出投资决策。因此，导致信息不完全的原因有可能来自于投资者自身的缺陷。

因此，面对证券市场的信息不完全，由于单个投资者在时间、专业知识、技术设备等方面明显处于弱势，无法全面了解市场上有怎样的交易价格，也不知道具体哪个融资者需要哪种价格，因而无法实现最理想的金融产品投资组合，而机构投资者的产生将可能部分解决市场信息不完全。

（二）机构投资者产生的信息经济学分析之二：证券市场的信息不对称

在证券市场中，投资者不仅关心金融产品的收益，且对金融产品的品质，即风险性尤为重视。然而，在金融产品的经营风险、违约风险等品质信息问题上，交易双方往往处于不对称信息状态，这通常由以下三种原因造成。

1. 交易地位不同

在几乎所有的产品交易中，产品提供者总要比产品购买者占据有利地位，这是因为产品提供者自身在加工产品过程中，对产品所含的价值了如指掌，而买者却难以掌握这一点。正因如此，证券市场上融资者对自己提供产品的信用状况了解得更全面、真实和准确，而投资者对金融产品风险的认识相对片面、模糊，信息不对称的情况不可避免。

2. 社会分工和专业化发展

社会分工的发展、专业化程度的提高，使社会成员之间的信息差别日益扩大，这种日益扩大的信息差别意味着市场参加者愈来愈处于市场信息的非对称分布之中，特别在证券市场活动中，非对称信息严重地影响着投资决策的方案选择及决策结果。

3. 信用欺诈

由于金融交易双方在交易中占据不同的地位，因而产品提供者，如融资者就可能利用这一便利，故意隐瞒金融产品的真实信息，提供虚假的质量信息。信用欺诈的存在会使信息不对称情况进一步恶化。

因此，为充分扭转投资者在证券市场交易双方信息不对称中的不利地位，一方面，应建立和完善信息披露制度、社会评信制度等规则；另一方面，应加强信息组合和信息联合，增强投资者的抗风险意识和能力。于是产生了拥有强大信息识别处理能力的机构投资者。

由此可见，从信息经济学角度看，机构投资者的产生是解决证券市场信息不完全、不对称的需要。

二、产业组织学分析

信息经济学一个重要的应用领域是产业组织理论，产业组织学的重心在于追求最有利于资源合理分配的市场秩序。现代产业组织学的理念形成于哈佛大学的梅森（Mason）和贝恩（Bain）等人提出的市场结构（Structure）—组织行为（Conduct）—经济绩效（Performance）理论，其基本涵义是市场结构决定组织（含企业）在市场中的行为，而组织行为又决定市场

运行在各方面的绩效，三者关系决定市场结构是首先需要研究的问题。所谓结构是指构成市场的卖者之间、买者之间及卖者和买者集团之间等诸多关系的因素及其特征。在证券市场上，投资者结构对市场运行效率起到重要的决定作用。机构投资者的产生理由可以用产业组织理论中的规模经济效应来解释。

（一）规模经济的含义

所谓规模经济（Scale Economy），一般认为是指随着生产和经营规模的扩大而收益不断递增的现象，通常又被称为规模的“收益递增规律”。按照权威性的拉夫经济学辞典的解释，规模经济指的是：对于某一产品（无论是单一产品或复合产品），如果在某些产量范围内平均成本是下降或上升的话，就认为存在着规模经济或规模不经济。具体表现为“长期平均成本曲线”向下倾斜，从这种意义上说，长期平均成本曲线就是规模曲线，长期平均成本曲线上的最低点就是“最小最佳规模（MOS）”。上述规模经济的概念不仅适用于生产领域，也同样适用于投资领域。但是，在具体应用时要有所区别，证券市场中的规模经济是随着投资规模的扩大，长期平均成本递减，收益不断递增。

（二）规模经济的成因和效益

企业规模经济形成的具体原因包括：规模较大的企业可大量采购原材料和大量销售产品，从而降低单位采购销售费用；同时大企业可在更大范围内实现产品生产的标准化和通用化；以及大企业更有实力进行技术和产品开发，从事多角化经营，提高经营收益。机构投资者产生的规模经济效益则主要由于其可降低交易成本和分散风险。

1. 节约交易成本

科斯认为，交易成本（Transaction Cost）或称交易费用，是获得准确的市场信息所需要付出的费用，以及谈判和经常性契约的费用，表现为信息成本和管理成本。证券市场上投资者的交易成本很大一部分表现为投资者为获得最佳交易机会和最有利益地位进行市场调查，搜集有关金融产品的价格（收益）和质量（风险）等方面信息所支付的时间和费用，即是一种信息搜寻成本。由于信息具有不可分割的特征，无论信息产量是多少，产出的信息都是相同的，而且不管使用信息多少次或信息被不同的人在不同时期如何使用，如果信息的传递没有发生损失，这些信息也都是相同的。因此，在获取相同信息的情况下，机构投资者由于运作的资金规模大，每单位分摊信息成本降低，能直接节约信息成本。此外，信息的不可分割性，使得信息成本

与信息的使用无关，只与信息的生产 and 项目有关，因而机构投资者凭借具有畅通的信息渠道和专业化的交易技术能获得更多信息，从而增强了机构投资者处理不确定性的能力，提高了信息选取分析的有效性，能间接节约信息成本。证券市场上的交易成本还体现为投资管理成本，机构投资者实行的是巨额资金投资的专业化管理运作，其单位投资的费用明显小于单个投资者所形成的总费用。

2. 分散投资风险

证券市场投资风险是指未来收益的不确定性，可分为对所有证券产生影响的系统风险和只对个别或某些证券产生影响的非系统风险。现代投资组合理论的创始人马柯维茨指出，由于各种证券受风险影响而产生的价格变动的幅度和方向不尽相同，因此可通过投资组合分散非系统风险。据美国专家研究，做到起码的风险分散至少需要持有 10 种以上的股票，也就是说至少要有 10 万美元的投资。个人投资者常常由于资金过少而无法进行投资组合，而机构投资者凭借其实力和技术可以从事组合投资，从而分散投资风险。

由此可见，从产业组织学角度看，机构投资者的产生是为了节约交易成本、分散风险，机构投资者在证券市场中所占份额的增加有助于提高市场的有效性，从而可提高市场资源配置的效率。

第二节 国外机构投资者的发展轨迹

20 世纪 60 年代以来，全球主要证券市场的投资主体结构中机构投资者的比重不断增加，带来了资本所有权的日益集中，并且证券市场成熟化程度越高，投资机构化的发展趋势就越显著。证券市场的这一重要变化是一系列因素综合作用的必然结果。

一、机构投资者已成为证券市场的主导力量

(一) 国外机构投资者种类

国外机构投资者主要是一些金融机构，但在日本和德国，公司也是一类非常重要的机构投资者。

美国证券市场上最重要的机构投资者是养老基金（包括私人养老基金和公共养老基金），往下是人寿保险基金、财产保险基金、共同基金（也叫互助基金 包括开放式基金、封闭式基金）信托基金、对冲基金、商业银行信托

部、投资银行(如摩根·斯坦利、美林证券、高盛)、大学基金会(如哈佛大学基金会大约有 30 多亿美元)、慈善基金会、一些大公司(如 AT&T、IBM)也设有专门负责证券投资的部门等。

日本企业的治理结构的一大特点是主办银行参与企业的决策,也就是主办银行往往持有企业的股份。除了主办银行外,日本证券市场上的机构投资者主要还有证券公司、其他金融机构、实业公司。

德国是实行全能银行制的国家,因此德国的商业银行是可以投资股票的。但是,德国最主要的机构是私人公司,往下是创业家族、商业银行、投资银行、投资基金。

英国的情况与美国相似,养老基金、保险基金、投资基金、一些基金会都是重要的机构投资者。但英国的投资银行叫做商人银行,它也是一种重要的机构投资者。

(二) 机构投资者的规模庞大

据经济合作与发展组织(OECD)金融事务部的统计,在 1981 年经合组织国家机构投资者的资产总额才 3.2 万亿美元,而从表 2-1 看出,1995 年七国集团国家机构投资者资产总额骤增至 20.6 万亿美元,其中美国机构投资者拥有的资产总额高达 11.8 万亿美元,而同期全球股市总市值仅为 18 万亿美元,主要工业国家的外汇储备仅为 7 000 亿美元。从表 2-2 看出,机构投资者资产总额占 GDP 总值的比重迅速提高,1981 年主要发达国家的该数值仅为 38%,而 1995 年这一比重已增至 106.5%,机构投资者的扩张速度远高于各国经济的增长率。

表 2-1 主要工业国家机构投资者的资产

单位:10 亿元

类别	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1990—1995 年均增长(%)
保险公司	4 548.9	5 089.0	5 314.3	6 047.2	6 688.0	7 484.8	13.0
养老基金	3 348.0	3 706.2	3 908.4	4 319.8	4 478.5	5 233.3	11.0
投资公司	2 297.7	2 625.8	2 931.0	3 639.6	3 713.6	4 632.6	20.0
其他形式的机构	2 202.5	2 419.4	2 533.0	2 798.0	3 137.0	3 310.5	10.0
所有投资者	12 397.0	13 840.4	14 686.6	16 804.6	18 217.0	20 641.4	13.0

资料来源:IMF,《国际资本市场:发展、前景和主要政策问题》,中国金融出版社,1999 年版,第 184 页。

引自郝继伦,《中国股票市场发展分析》,中国经济出版社 2000 年版,第 215 页。

表 2-2 西方七国机构投资者资产占 GDP 的比重 单位:%

	1980	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995
美国	59.3	88.1	127.4	139.6	145.7	155.2	153.5	170.8
英国	64.1	115.3	114.5	126.2	115.3	163.8	149.6	162.3
日本	23.1	50.3	81.7	79.3	78.1	81.4	84.9	77.4
德国	20.3	37.1	36.5	38.3	33.8	38.3	44.2	46.1
法国	23.4	46.1	52.9	60.1	58.3	69.7	72.5	75.3
加拿大	35.2	52.6	58.6	64.2	66.9	76.9	80.9	87.9
意大利	6.2	10.6	13.3	15.3	12.5	17.7	19.6	20.6

资料来源:OECD Institutional Invests — Statistics Yearbook, 1997。

在国外,机构投资者在证券市场中一般占有主导地位,它们持有的证券一般占证券总额的大半部分。例如在国债市场中,1995年机构投资者持有的国债占国债余额的比例,加拿大为98.43%,美国为90%,日本为70%。美国证券市场上个人投资者很多,2000年初美国居民48%的资金都投入了股票或投资基金(1983年这一数字是19%)。但是,在这些投资者中有46%只拥有投资基金,39%的人既拥有股票也拥有投资基金,只有15%的人仅投资于股票而没有投资于投资基金。1989年美国机构投资者持有的股票占上市股票总值的49.3%,1996年即达52.6%。在美国股票市场上,个人直接持有的股票占股票总市值的20%,个人通过投资基金持有的股票占股票总市值的27%,机构直接持有的股票占股票总市值的28%,机构通过投资基金持有的股票占股票总市值的25%,从而仅投资基金持有的股票就占股票总市值的55%左右。1997年英国机构投资者持有的股票占上市股票总值的79.5%。日本的机构投资者持股比率增长很快,1960年为40.9%,1984年为64.4%,1989年为72.0%,1997年即增加到81.0%(如表2-3和表2-4所示)。德国的银行是全能银行,可以持有工商企业的股票,银行持股在1984年为7.6%,1988年为8.1%。如果加上银行监管的投资基金的持股,则同期银行持股达10.3%和11.6%,银行等机构投资者持股比率增加的趋势比较明显。

表 2-3 1997年东京证券交易所股权结构

股东类型	持股市值(%)	持股数(%)
政府	0.2	0.5
机构	67.4	65.1