

机构投资者

肖 鹏

“稳定性”功能质疑

〔摘要〕 在当前中国股市大环境下,机构投资者培育和股市稳定无内在必然联系,相反,机构投资者甚至是股市波动的始作恶者。当前,应着重解决基础性的制度建设,实现投资结构的逐渐优化。

〔关键词〕 机构投资者;股市稳定;质疑

股票市场上的投资群体,主要分为机构投资者和个人投资者两大类。不同的投资者结构,是决定股票市场功能和效率的重要因素。从国外股票市场的经验来看,机构投资者是股票市场的主力军,是市场稳定的中坚力量。而我国的股票市场,却是以中小投资者为主导的投资者格局。个人投资者无论在开户数还是在持股数量方面,都占有绝对优势。最近,新任证监会主席指出:要用三年左右时间,以超常规方式使机构投资者成为中国股市的主导力量。一时间,培育机构投资者成为热点话题。但是,笔者却有疑问:在目前中国股市大环境约束下,机构投资者能真正发挥其“稳定性”功能吗?

一、机构投资者与个人投资者的比较分析

从理论上讲,机构投资者是相对于个人投资者而言的,是指那些以其所能利用的资金,在证券市场进行各类证券投资的专业性投资法人机构。

一般而言,以散户为主的市场结构,由于个人缺乏对市场进行全面分析和判断的能力,倾向于进行短期投资,增加了市场交易活动和价格的不稳定性,容易造成市场资源配置的偏移。而机构投资者由于资金实力雄厚,投资管理先进,投资服务全面,能够进行专业化投资,以使其客户的长期回报稳定提高;尤其是能够进行各种各样的组合投资,以规避和分散风险,保证收益最大化;并且它们能筹集并调动长期资金,从而可以增加对各种证券的有效需求;同时,作为专业投资者,机构投资者会对上市公司的会计和审计提出更高的标准,要求信息披露更及时、更有价值;机构投资者还通过持有公司的大量股份能够对公司的管理施加影响,从而促进公司效率的提高;在股市剧烈波动时,机构投资者可以通过反向操作,在保证自身利益最大化的同时,平抑股市波动。

二、机构投资者“稳定性”功能质疑

但是,从国外股市的发展成长过程来看,机构投资者发挥股票市场“稳定性”功能,是以存在一个高度发达的股票市场,机构投资者众多且投资行为理性化为前提的;在股票市场发展的初期,市场的流通市值不大,法规不健全,且交易工具不完备的情况下,股市的剧烈波动在很大程度上却是由机构投资者造成的。这在中国股市尤其如此。

1. 机构投资者的投资目的仍然是最大限度地获取投资收益,而非稳定股市。机构投资者并非最终投资者,它作为一个利益主体,其进行证券投资的目的是为了受益者利益(这是对开放式基金而言。若是封闭式基金,则每年面临一定的分红压力)。只有较好地维护受益者的利益,才能吸引更多的“人”加入,才能扩大投资规模和提高自身的利益。像美国的互助基金,必须在很短的时间内达到一定的业绩标准,否则,就会面临大量偿付的风险。因此,这些基金会积极地交易它所持有的有价证券,以尽可能取得优秀的经营业绩。这样,从机构投资者的投资目的看,它必定紧随市场行情的变化,不断调整投资方向、投资规模和投资结构。这就决定了机构投资者的证券投资同样有周期短、结构多变的特点。

2. 目前沪、深股市仅有“做多”机制,而无“做空”机制,也使得机构投资者的投资行为具有短期炒作特点。现阶段,我国的股市可以说是一种“单边市场”,既不允许先卖后买的融券(卖空)行为,也没有股指期货、期权等金融衍生品工具。投资者若想参与这个市场,只能由最初买进股票开始,而最终实现利润,也只能由卖出股票结束。由于机构投资者每年要完成一定的盈利目标和分红任务,决定了机构投资者每年必定会联合大做一把,造就一波行情。但由于目前仅有“做

多“机制,而无“做空”机制,这样,机构投资者在建仓时为了吸足廉价筹码,必定会借助利空消息、传闻等大肆打压股价,经过短暂的洗盘和拉升之后,在高位与上市公司或股评机构联合,散布利好传闻,顺利出货,实现利润。由于机构投资者的资金量巨大,其频繁进出股市,势必引起股市的剧烈波动。这在机构投资者的建仓、出货阶段尤为明显。

3.“羊群效应”仍然存在。这在证券投资基金的投资组合上体现得尤为明显。股票市场上的“羊群效应”,一般指散户投资者盲目“跟风炒作”。但在投资基金发展的条件下,也会不可避免地存在“羊群效应”。因为在投资基金市场上,基金管理人之间的竞争也异常激烈,一般的基金管理人也会十分关注“领头羊”的动向,一买俱买,一卖俱卖。这种现象从新基金每个季度公布的投资组合上发现。基金资金的这样大规模进出,也势必造成证券市场的大起大落,以2000年年初股市的波动为例。2月17日的股市大跌,机构投资者中的主力——基金应负首要责任。因为从2月17日的分时走势图可看出,领先跌的都是基金重仓持有的股票。3月14日的转配股将分批上市的消息,使股指大幅下挫。3月15日经多方努力,市场开始向好,但3月16日股指却又大跌5%,大盘再次迷失方向。3月16日股市走坏的唯一理由就是台湾大选临近,但这一问题为何早不反映,而在临近周末和大选时才反映?这就是一批主力机构借机打压,故意在市场制造紧张气氛,以达到建仓的目的。从这两次股市的剧烈波动中看,机构投资者不但未起到稳定股市的作用,反而成了股市动荡的罪魁祸首。

三、培育机构投资者和稳定股市的几点看法

总的来说,证券投资的机构化趋势是一个全球现象。就我国而言,当前机构投资者“稳定性”功能失效,在很大程度上与我国股市的指导思想、基础性制度不健全、不完善有关。培育机构投资者这项任务不能一蹴而就。目前我们所要做的应是加快证券市场法制化、规范化建设,提高证券市场的基础——上市公司的质量,推出新的避险性交易工具——股指期货、期权等,为培育机构投资者提供良好的市场环境。具体而言,应从以下几方面入手:

1. 加快法制建设,强化监督管理,真正做到有法可依,有法必依。这是股市稳定的坚强基石。我国股市起步较晚,发展历史较短,在党的“十五大”之后,股市在国民经济中的地位才得以明确,但由于前几年试点过程中,监管部门监管的指导思想不明确,经验不

足,因而股市中不规范的规定需逐步加以清理、规范和解决。

2. 提高上市公司的持续发展能力,这是培育机构投资者的关键市场条件。我国目前交易主体散户为主的局面的形成,也与我国正处于经济体制转轨过程有关。随着个人金融资产的多样化,会促进机构投资者的发展。但在培育机构投资者的同时,还要解决的一个更重要的问题,就是上市公司有没有持续投资的价值,有没有较强的持续发展能力,使股东们能有一个比较理想的长期回报率。这是市场健全发展的基础,也是培育机构投资者的重要市场条件。如果没这个条件,机构投资者再多也只能使市场风险加大,也只是众多投资者之间的“零和博弈”,形成很大的经济泡沫,使证券市场的风险扩散为整个经济系统的风险。

3. 适时推出股指期货、期权等金融衍生品工具。这是大规模培育机构投资者的必备配套措施。一国股市的发达完善与否不仅要看其市场规模、上市公司质量,还要看其在交易品种创新和金融衍生品方面的成就。股指期货最重要的功能就是回避股市的系统性风险。对于系统性风险较高的我国股市而言(据研究,我国股市的系统性风险高达60%以上,远高于美国26.8%、英国34.5%、法国32.7%、加拿大20.0%的水平)若不及时推出避险性的交易工具,培育机构投资者也只能是一句空话。另外,适时推出股指期货交易,也为日后外资进入A股市场和A、B股市场合并的有效监管积累经验。

总之,在我国证券市场发展的初级阶段,不能把稳定证券市场的期望寄托于机构投资者上,更不能以为有了机构投资者,也就消除了投机,自动平抑市场波动。机构投资者并不具有天然稳定证券市场的作用,其稳定市场的作用是建立在广大投资者成熟、机构投资者众多和证券市场发达的基础之上的。机构投资者的培育也非短期可完成。“超常规”培育机构投资者的提法是值得商榷的。在我国股市的规范化、市场化的改革进程中,一定要把握好各项措施配套推进的顺序。更为重要的是在我们社会主义国家,要做好与国民经济兴旺发达关系极大的股市工作,就必须掌握唯物辩证法,从中国当前的实际出发,制订实事求是的方政策和实事求是的工作方法,力戒单纯的业务技术观点,力戒教条主义和经济主义。

作者单位 厦门大学财金金融系

责任编辑 邱世扬 校对 小奇