

对资本市场机构投资者作用的认识

厦门大学管理学院 石春茂 中南财经政法大学会计学院 王永

【摘要】 本文在分析机构投资者特点的基础上论述了其对资本市场的影响,具体包括改变会计信息的供求状况、完善公司治理结构、降低个人投资风险等。

【关键词】 机构投资者 个人投资者 资本市场

机构投资者的兴起对资本市场的发展有很大的促进作用。目前,我国证券市场机构投资者已达55.7%,并取代个人投资者逐渐成为市场的主导力量。大力发展机构投资者已成为我国证券市场发展的的重要举措,其主要表现在外汇管理局2005年把QFII投资额度增至100亿美元,2006年证监会首要考虑的创新问题就是吸引更多合规资金进入证券市场等。机构投资者进入证券市场在带来场外资金、促进市场发展的同时也对资本市场产生了重大影响。本文试在分析机构投资者特点的基础上论述其对资本市场的影响。

一、机构投资者与个人投资者:投资和投机

投资和投机具有相对性,只存在度的差异。从理论上讲,投资是指在确信股票的价值高于价格时才买进或在确信股票的价值低于价格时才卖出,而投机是指在根本不知道股票的价值低于价格时抱着别人会以更高的价格从手中把股票再买走的心理买入,或在根本不知道股票的价值高于价格时却抱着别人会以更低的价格卖出股票的心理而卖出。从心理层面上看,投机是对市场活动感性的参与,而投资更注重理性选择,高风险的投资为投机,而低风险的投资为投资;从期限上看,长期为投资,短期为投机。但由于人们对投资和投机度的把握上的差异,投资和投机之间存在诸多“灰色地带”,因此必须动态地把握投资和投机这两个概念。

了解投资和投机之间的关系有助于区分机构投资者与个人投资者。我们习惯将投资与机构投资者及投机与个人投资者相对应,然而事实并非如此,机构投资者和个人投资者也存在混沌的临界地带。机构投资者是指拥有大量资金并从事投资活动的法人组织,是非人格化的个人。与个人投资者相比,机构投资者具有以下特点:①具有个人投资者所无法企及的集体优势,超越个人投资者形成1+1>2的效应;②在信息的收集、占有、处理及反馈上具有相对优势;③完整而系统的组织形式为机构投资者的决策科学化提供保证,而个人投资者一般缺乏组织形式上的监控;④投资渠道、投资手段更好、更多。

机构投资者按不同的标准可以有不同的划分。按照政策标准可分为一般机构投资者和战略机构投资者;按投资业务与资本市场的关系可分为金融机构投资者和非金融机构投资者;按发展趋势又可分为现行机构投资者和潜在机构投资

者。我国目前的机构投资者主要包括证券投资基金、券商、社保基金、保险公司、QFII等。

二、机构投资者对会计信息供求状况的影响

斯蒂格勒认为,任何一项经济决策和经济交易都需要信息。传统经济理论认为,社会所面临的根本经济问题,是如何利用有效的资源最大限度地满足社会的各种需求,即资源的最佳配置问题。然而事实上任何资源的配置都取决于决策者所获得信息的完备性和准确性,因此哈耶克教授认为,社会所面临的根本性问题并不是资源的最佳配置问题,而是如何最有效地利用散布于整个社会的经济信息。人们在经济决策中需要获得及时、准确的信息以减少经济活动的不确定性,然而社会广泛存在着非对称信息。阿克勒夫论述了这种现象:交易各方所掌握的信息是有差别的,即信息在交易各方中是非对称分布的。例如,若公司管理层垄断着会计信息,公司提供的财务报告就可能失实,投资者根据不可靠的会计信息所采取的投资决策行为就无法起到优化资源配置的功效。因此,许多制度都包含有强制性的规则,要求经济单位真实全面地披露私有信息。

投资者投资于任何一种金融工具都要收集有关该企业和证券的信息,这对机构投资者或是个人投资者都不例外。其区别在于,收集、加工信息需要花费大量时间和费用且需要投资者具备专门的知识、技能和经验,个人投资者几乎不可能做到而机构投资者却可以。比如,证券投资基金委托基金管理公司进行投资管理,基金管理公司的从业人员大都经过高等教育和专业训练,从事信息加工的成本一定会比非专业的一般投资者要低得多。投资者通过证券投资基金投资于各类金融工具,也使个人投资者需要获取的信息大大减少,从而降低交易成本。

具体来说,机构投资者对会计信息供求的影响主要体现在:①投资者可以向投资公司、基金转让投资程序,或者向财务分析师转让部分乃至全部信息收集和处理过程(威廉·H·比弗,1999),从而减少对会计信息的直接需求。尽管投资公司、基金和财务分析师也需要会计信息,但由于其专业程度较高,他们对会计信息需求的数量与质量以及详细程度均有所不同,而且专业人士的分析可以更多地依赖非会计信息。②并不是每个投资者都需要会计信息。美国斯坦福大学吉尔

森教授和耶鲁大学克拉克曼教授将投资者分为四类:靠大众性公开信息交易者、靠专业性公开信息交易者、靠派生信息交易者、无信息交易者。后三者的存在大大降低了投资者对会计信息的需求。③上海证券交易所的一项联合问卷调查结果显示:大部分个人投资者对披露信息的阅读局限于描述性信息,而对专业性财务报表的阅读程度较低,机构投资者最为关注的年报是三大财务报表,对上市公司披露的信息把握也并不全面;大部分投资者能够基本理解或部分理解上市公司所披露的信息,但完全理解的比例很低;个人投资者做出投资决策的主要依据是上市公司定期提供的财务报告和技术分析,机构投资者则更多依靠的是去公司调研的结果和研究部门的专业性调研报告;个人投资者最关注企业现时的盈利能力,而机构投资者最关注企业的成长性。显然,机构投资者的出现将有助于改变会计信息需求的数量、质量及详细程度,而且更有能力在会计信息供求的博弈过程中占据主导地位,降低信息不对称程度。

三、机构投资者对公司治理结构的影响

由于监督成本很高,使得单个投资者无力或不愿意承担监督公司经营之职,而机构投资者则不然,由于其可使监督成本在部分“终极投资者”之间分摊且具有重复操作的技能优势,从而更有可能介入公司的管理。在经理革命时期,单个投资者除“用脚投票”以外很难直接介入公司管理,但在股东积极性高涨时期,机构投资者却能直接介入公司管理“用手投票”。英、美等国的机构投资者普遍采用外部监控模式,以非银行金融机构投资者为主通过公司控制权市场间接参与对公司的监控。而大陆法系的日、德等国的机构投资者则常采用内部监控模式,主要以银行为主通过长期持股和贷款进入董事会直接参与对公司的监控。

在公司治理方面,机构投资者规模的壮大一方面使上市公司股权过于集中的股权结构一定程度上得以改善,另一方面使机构投资者继续“用脚投票”的成本大大增加,其对企业采取旁观、漠视的态度将有可能导致巨大的损失,这将迫使机构投资者开始通过多种方式积极参与公司治理。例如,对上市公司经营不善或某一重大战略决策提出公开批评,利用机构投资者自身在管理、人才方面的优势和不同企业多重股东身份对公司经营和发展提出具体措施或整合方案,通过直接控股或征集代理投票权的方式改组公司董事会及经营层等。通过这些方式,机构投资者极大地推动了我国上市公司股权结构的完善和治理机制的改进,促进了上市公司治理效

率的提高。

就近期情况看,机构投资者提高了流通股股东的谈判地位,对于解决我国目前证券市场存在的非理性融资和不合理的股利分配政策具有积极作用。我国上市公司普遍存在一种股权融资饥渴症,其结果表现为流通股股东利益受损,而机构投资者通过与上市公司大股东的谈判,并以“用脚投票”的方式形成对大股东的有效威慑,间接地维护了中小股东的利益。由于机构投资者追求稳定的收益,因此会要求上市公司实施合理的股利分配政策,这对解决我国上市公司只注重筹资不重视回报的问题具有积极作用。此外,机构投资者还可以在防止恶意收购、限制CEO权力、实施合理的激励制度等方面有效促进公司提高经营业绩、改善财务状况。

四、机构投资者对个人投资风险的影响

机构投资者是介于个人与市场之间的交易中介,它的介入使众多个人交易为机构交易所替代,使机构内部交易替代了部分市场交易,机构投资者实际上是金融市场的替代品。在现代金融市场中,个人投资者将这些工作交由基金管理人员去完成,可以节约签订、监督和管制契约履行的成本并降低投资风险。

机构投资者一般采用投资组合的方式来消除非系统性风险。这种分散化的投资策略可大大地降低单个行业或企业的非系统性风险。但个人投资者却很难分散其投资风险,他们更为关注的是其所投资行业和非系统性风险而不是股市的系统性风险,其投资收入过分依赖单个或若干个公司的正常运转,当公司经营出现困难时,个人投资者就很难在不同公司股票之间分散投资风险。然而机构投资者却能分散这些风险,它通过规模的聚集可以更广泛地投资于各行业及不同企业,使非系统性风险降低,投资绩效波幅平缓,同时专家或机构操作更易于及时发现、调整和转换风险并更快地在投资活动中运用新的风险规避工具。因此,从个人理财角度看,机构投资者可以降低个人投资风险及实现资金的稳定增值。

主要参考文献

- ①胡振齐.中国机构投资者的构成分析.人民网,2002-01-12
- ②威廉·H·比弗.财务呈现:会计革命.大连:东北财经大学出版社,1999
- ③卢文莹.规范信息披露 重建市场信用.证券时报.上海证券交易所研究中心,2001;5