

机构投资者：稳定市场还是加剧波动

班耀波 齐春宇

摘要：国际上对于机构投资者能否稳定市场，理论和经验研究均没有形成确切的结论。在中国由于股市开始时以散户为主体，经历了多次大起大落，使研究者和管理层认为引进资金重注的机构投资者，就可以稳定住股市。但中国股市二级市场 10 年走势显示，每一波机构入市都带动股指泡沫性上扬，同时作为主力机构的证券公司往往违规操作，基金坐庄操纵行为亦普遍存在，证明中国股市的机构投资者并未发挥稳定市场的作用。其原因在于我国机构投资者的“公有”性质及证券管理层监管不力。因此，应加强市场监管，完善券商和基金管理公司治理结构，同时还应该对超常规发展机构投资者战略进行反思。

关键词：机构投资者 稳定市场 羊群效应 机会主义

我国的股票市场是一个个人投资者占据主要地位的市场，由于个人投资者带有明显的投机色彩，经常快进快出进行短线搏杀，而且个人投资者容易受市场气氛所左右，往往盲目跟风、追涨杀跌，造成我国证券市场的无序波动。国内比较普遍的观点曾经是，机构投资者有稳定市场的作用，由此得出的结论是应该大力发展机构投资者，以减轻股市的波动。但随着“基金黑幕”事件的出现，人们开始对机构投资者稳定市场的观念提出了质疑。

一、国际上关于机构投资者稳定市场的争论及实例

国际经济学界对机构投资者稳定市场的作用存在着很大的分歧。

一种观点认为，机构投资者存在羊群效应和短视行为，因而机构化会增加市场波动程度。

所谓羊群效应，就是指许多投资者在同一时刻进行相同的股票买卖操作。个人投资者同样有羊群效应，但机构投资者有可能比个人投资者更具羊群效应的倾向 (Scharfstein and Stein, 1990; Wermers, 1999)，原因有：(1) 机构投资者相互了解的程度比个人投资者相互了解的程度要深得多，因此机构投资者经常从其他机构投资者的投资决策中来获取信息，作为自己投资决策的参考。(2) 在评价基金经理的业绩的时候，由于缺乏可行的方法来区分基金经理的管理技能和运气，于是典型的评价基金经理工作的方法是与其他基金经理的业绩相比较。为了不落后于同行，基金经理有追随其他基金经理投资决策的动机。(3) 机构投资者大多面临相同的信息，如盈利能力的变化、分析师的投资建议等。尽管个人投资者同样有信息趋同问题，但机构投资者信息趋同的程度要高于个人投资者，因此有可能加剧羊群效应。

羊群效应并不一定必然导致股市的不稳定 (Hirshleifer, et al, 1994)。例如，如果大多数机构投资者对基本面的变化作出迅速反应，这是一种羊群效应，但这种羊群效应加快了股票价格向基础价值回归的速度，提高了股票市场的效率。再例如，如果许多机构投资者对个人投资者的非理性行为进行反向操作，这也是一种羊群效应，但这种羊群效应正好是对冲了个人投资者的非理性行为。上述羊群行为实际上都

是起到稳定股市的作用。这就引出机构投资者会加剧市场波动的第二个原因，即短视行为。

短视行为观点认为，机构投资者面临着较大的竞争压力 (Scharfstein and Stein, 1990)。例如，如果某个基金连续半年或一年落后于指数或其他基金，那么这个基金就不能有效地吸引其他投资者加盟，壮大自己的规模，而且基金经理有被炒鱿鱼的威胁。因此，即使基金发现了一个未来发展潜力巨大的股票，但如果这个股票不能在近期内上涨的话，基金就可能放弃这只股票，转向其他在短期内能够上涨的股票。正是因为这样的短视行为，导致机构投资者不断地改变投资组合，加大市场的波动程度。一种典型的短视行为是“趋势追踪”或者叫做“正反馈交易”，即追随市场热点，卖出表现不佳、亏钱的股票，买入表现强劲、赚钱的股票。

但趋势追踪法也并不意味着必然会加剧股市的波动程度。例如，当价值被低估的股票出现上涨的时候，机构投资者买入这些股票，会促使股票价格快速向其基础价值回归，这种趋势追踪不会导致股市的波动，相反却是股市稳定的力量。只有那些买入被高估的股票、卖出被低估的股票的趋势追踪行为，才会加剧股市的波动。

尽管在理论上羊群效应和正反馈交易并不必然意味着会加剧股市波动，但大家普遍的观点是，这两种行为是导致股市波动的重要因素。一养老基金的管理人曾经一针见血地指出：“机构投资者是羊群动物。我们观察着相同的指标，听着相同的预测。我们就像狸鼠一样，经常在同一时间朝同一方向运动。结果自然就是加剧了价格的波动。”(《Wall Street Journal》，1989-10-17)

与上述机构投资者导致股市波动加剧的观点相反，部分学者 (比如 Hirshleifer et al., 1994) 提出机构投资者是稳定股市的中坚力量。其理由是：

第一，机构投资者是理性投资者，与个人投资者不一样，他们能够在“众人皆醉”的市场气氛中保持清醒的头脑。他们具有比个人投资者更优越的信息资源，并且有着专业的研究人员和基金经理。这些优势使他们能够更准确地评估股票的基础价值。

第二，机构投资者往往是逆向的趋势追踪者或负反馈交易者。他们经常买入急速下跌的股票、卖出快速上涨的股

票。尽管从理论上说,如果个人投资者对信息的反应是不充分的话,趋势追踪也有可能导致市场的稳定,但许多学者认为股市经常出现的是过度反应,因此机构投资者的逆向趋势追踪或负反馈交易导致了股市的稳定。

第三,由于机构投资者持有股票的数量远远大于一般投资者持有股票的数量,因此他们不会很频繁地改变投资组合,否则会引起价格的较大波动,增加交易成本。因此,机构投资者经常采取“买入并持有”的策略。

关于机构投资者与市场稳定的关系,理论的争论没有最终的结果,所以国外学者进行了大量实证研究。大部分实证分析表明:机构化趋势并没有加剧股市的震荡。例如,美国证券交易委员会(SEC)于1971年作了一份名为《机构投资者研究》的研究报告,该报告对60年代末期以来出现的如火如荼的机构化趋势所带来的影响进行了深入研究,研究结果是机构化没有导致股市不稳定性加强。

但也有学者提出了相反的研究结论。例如 Richard W. Sias(1996)对以下两个假说进行了检验:(1)机构投资者喜欢买卖那些波动性较强的股票;(2)某个股票被机构投资者持有的份额越大,股票的波动性越强。检验结果表明第一个假说不成立,当一个股票的波动性增加时,机构投资者倾向于从资产组合中剔除这只股票。对于第二个假说,通过回归检验表明,机构持股份额的上升与波动性的上升有正相关关系,而且前者先行于后者。于是作者得出结论,认为机构投资者确实是引起股价波动加剧的原因之一。

总体而言,理论和经验研究无法确认或否定机构投资者与股市波动性之间具有明确的关系。但研究者发现,在某些突发事件当中,机构投资者确实对股市的波动起到推波助澜的作用。

在1987年10月5日-12月12日期间,世界主要股市的波动程度比“黑色星期一”之前的第3季度提高了4~6倍。在这个过程当中,机构投资者“功不可没”。根据 Brady Task Force 的调查报告,1987年10月19日(即黑色星期一)当天的很大一部分交易量是由少数机构投资者进行的,这些机构都抛出了大量的卖单。例如,当天现货市场和期货市场的总交易量为200亿美元左右,其中一家机构投资者就在现货市场卖出13亿美元的股票,在期货市场则卖出了7亿美元。这些机构的抛售行为引起其他机构的恐慌,导致新的抛售,最终导致股市的暴跌。

近几年纳斯达克市场同样演绎了暴涨到5000点以上,随后回落跌破1400点的大投机。应该说与机构投资者不无关系。有一个统计表明,以市盈率为例,在网络经济高潮的20世纪90年代后期纳斯达克市场市盈率是1000倍,很多Internet公司的市盈率是无限大,因为没有收入,分母为零。即使在目前2000点附近的价位,纳斯达克指数平均市盈率仍高达100倍。在某种狂热和利益驱动下,谁都不能不失控。不能说纳斯达克的大起大落,是美国散户不理智造成的,美国的众多基金经理不都卷入了吗?

日本的股市是机构投资者的天下,许多大银行、大公司互相参股,日经指数在20世纪70、80年代狂涨,给机构投资者带来丰厚的账面利润。指数在1989年到达38900点时,泡沫终于破裂,造成日本经济10年大萧条,现在日经指数仅11500点,相当于1985年时的点位,16年股市成了“春梦一场”。至于台湾、香港股市的几度暴涨急挫,也都是机构投机

所为。

二、国内对机构投资者在股市中作用的争论

虽然国际股市没有任何有说服力的证据,表明机构投资者具有稳定股市的作用,但由于中国股市开始时以散户为主体,经历了多次大起大落,使研究者和管理层认为引进资金量大的机构投资者,就可以稳定住股市。由于管理层、业界人士和研究者对三类企业、券商的期待不高,把稳定市场的任务寄托在基金身上,相应地,争论主要集中在基金的稳定作用上。

证券市场管理层及投资者曾经认为,基金通过自身的研究力量和信息优势,对各类信息进行真伪辨别,他们选择真正有投资价值的股票,并做中长期持有,这就能够起到抑制市场短期波动幅度过大的作用,而且有利于导入理性、成熟的投资理念,引导广大中小投资者理性投资、鼓励投资、遏制投机,促进证券市场规范、稳健、高效地运作。

但1998年新基金登场后,其违规操作就成为业界公开的秘密。《财经》杂志2000年10月号刊登的封面文章《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》,根据第一手交易记录,充分展示了股市中坐庄的手法:对倒、倒仓与券商联手建仓等违规行为,首次提出明确的结论:基金稳定市场是遥不可及的重负。其实在《基金黑幕》一文之前,社会上已经存在对基金的非议,主要的代表者是成思危和王国刚。全国人大常委会副委员长成思危在2000年6月22日的全国人大关于《投资基金法》起草的工作会议上言辞激烈地抨击证券投资基金操作中的违法、违规行为,指出“目前我国证券投资基金有一种不好的倾向,就是几家基金联合操纵几只股票,最后把老百姓给套牢”。同年8月,中国社会科学院金融研究中心投资基金课题组主持人王国刚在其研究报告中对证券投资基金的“稳定股市”、“分散风险”等命题给出了否定的答案。在这些有关投资基金的“负面”评价的基础上,《基金黑幕》一文从定量的角度分析基金的交易行为,自是格外引人注目。10月16日,10家基金管理公司在3大证券报上发表严正声明,称《基金黑幕》一文“颇多不实之辞和偏颇之论”,当月19日,《财经》杂志也发表严正声明,称自己的报道有“正当来源和可靠数据”。2001年3月24日公布的证监会的调查结果显示:10家基金管理公司中,未发现异常行为的有两家,异常交易行为较轻的5家,大成、长盛两公司的异常交易行为数量接近或超过平均水平,博时公司的异常交易行为数量明显突出。这证明了基金确实存在较严重的对倒行为,而对倒行为会使股价脱离基本面从而加剧市场波动。

国内对机构投资者作用的量化研究的文献尚不多见,而且研究深度也有所欠缺。梁宇峰(2000)的研究显示,证券投资基金的交易频率要低于其他投资者,在一定程度上有助于稳定市场,但同时亦存在着明显的羊群效应和短视行为。施东晖(2001)也认为国内投资基金存在较严重的羊群行为,投资理念趋同,投资风格模糊,并且在一定程度上加剧了股价波动。天同证券研究所(2001)的报告从基金持股时间和换手率角度提出,总体上,不能绝对判断证券投资基金对大盘的稳定性作用,投资基金对大盘的稳定功能要一分为二,也就是说,投资基金持有期限较短的个股,波动性由于基金的进驻是增加的,而对于长期持有的个股由于基金的进驻波动性是减弱的,也就是说稳定性有增强的趋势。

三、中国股市机构投资者作用分析

机构投资者在中国的力量还比较单薄,目前的中国股市个人投资者依然占据了市场的主体地位,这与国外形成了鲜明的对比。在中国机构投资者当中,企业、证券经营机构与证券投资基金是其中的3大主力(张亿镭,1998)。

中国股市短短10年中,就有多起大机构私欲膨胀,试图以霸主身份左右市场走势,其引发的冲击波都造成市场极大的震荡。1995年万国证券和中经开在国债期货上的多空对峙,因万国的违规操作最终导致国债期货市场的关闭,留下上百亿的债务链困扰了市场好几年。1998年君安证券出事,引发的市场震荡极大,大盘受到打压急速下挫,绩优股行情从此一蹶不振。至于中科系爆仓引发的强庄股跳水,使莱钢股份、中科创业、哈宝宝“腰斩”,身受其害者肯定苦不堪言。

随着证券法的实施,管理层加大了对操纵股价、恶意炒作等违法违规行为的查处力度。自《证券法》实施至2000年底,证监会对236件证券、期货市场违法违规案件进行了立案调查,经过调查核实,对100个案件作了行政处罚,有88家机构和142个人受到警告、没收违法所得、罚款、暂停或取消从业资格等各种行政处罚,罚没款总额近5亿元,对少数情节严重的,已移送司法机关处理。这也从侧面反映出机构投资者进行证券欺诈和操纵的严重性。

中国股市的无理性波动,实际不是由于个人投资者引起的,而恰恰是那些在股市兴风作浪的“庄家”(这些庄家大部分为机构投资者)所引起,他们利用信息、资金和持股优势,有些甚至与上市公司相互串通,在股市里翻云覆雨。本文从以下三个方面分析,机构投资者并没有显示出稳定市场的作用。

(一)机构入市带动股指泡沫性上扬

中国股市10年中经历了三波资金入市高潮。第一波是20世纪90年代初期以个人投资者为主的早期大投机,沪市曾冲到1500点以上,随后两度回落到400点以下。第二波是1996-1997年以券商君安、申万等为主力发动的绩优股行情,两市出现气势凶猛的上涨,管理层两度干预使市场转入低迷。第三波是在1999年“5.19”行情之前,股市已经持续低迷了一年多时间,此时组建投资基金成为管理层振兴股市的关键,1998年3月新基金开始登场,然后在1998年底1999年初,基金公司扩容,基金集中资金杀入高科技板块,产生了轰轰烈烈的“5.19”行情勃然兴起,接着是网络股的狂飙突进。随着基金对网络股的持续减仓,到2001年底,股市持续大跌。因此,从股市的波动规律来看,可以认为机构资金的入市造成了市场的大起大落。

(二)证券公司的违规操作

券商作为主要的机构投资者之一,非但没有促进市场稳定,自身也常常是主要的违规者。如与其他中介机构、企业共谋,提供虚假信息、操纵股市等,以谋取暴利。券商行为不规范加大了股市波动。

从券商自营业务来看,违规行为非常普遍。表现为:(1)内幕交易。券商投行与经纪业务接触上市公司及其内幕人员的机会相当多,券商自营行为内幕交易非常严重,加之认定内幕交易行为的举证难度大,因此也是最难监管的问题;(2)为逃避监管,借用他人名义、帐户开展自营业务;(3)以自己持有的不同帐户在相同的时间进行价格与数量相近、

方向相反的交易;(4)与其他机构约定,集中资金操纵市场价格;或与其他机构合谋,为他人操纵市场提供支持;(5)通过私下、或利用证券咨询机构及股评人士通过新闻媒介及其他渠道散布自营证券的相关消息,影响投资者的投资决策;(6)组建新的投资机构,将部分自营职能向该机构转移。

券商重大违规事件层出不穷。下面罗列的几个例子是从证监会历年处罚名单中选出来的。1995年2月23日,发生了327国债期货违规事件。事件的主角万国证券公司,称得上是券商中的巨无霸,该公司1994年交易量占上海市场18%,雄居首位。事件发生后万国被合并,国债期货业务被取消,万国总裁被判刑,上交所总裁被免职。1997年,有广发证券公司违规炒作“南油物业”股票;申银万国证券公司违规炒作“陆家嘴”股票;海通证券违规炒作“上海石化”股票。结果这几家公司的自营业务被暂停,国债回购业务受损,几家公司的总裁被免职,银行行长被撤职。1999年,有南方证券巨额资金,操纵“北大车行”股票,2000年有中国信达信托投资公司操纵“陕国投”股价。证券公司的操纵股价大多与券商违规拆借、违规透支、挪用银行资金、挪用客户保证金等行为联系在一起。

2001年全国人大常委会证券法执法小组赴部分城市对《证券法》的执行情况进行了检查,6月28日,成思危副委员长在九届人大22次会议上作了证券法实施情况的报告,指出确有一些证券公司、证券投资服务机构从事违法违规经营。有的证券公司、证券投资咨询服务机构违规参与做庄、操纵股价,严重扰乱交易秩序。也有部分券商存在对客户透支、挪用客户保证金行为。而根据中国证监会成都稽查局调查,成都地区有个别的证券公司参与了中科创业、亿安科技的恶意炒作,有10多家证券营业部为客户提供融资、代客户买卖股票、开立个人账户进行股票自营等。有的证券咨询服务机构打着为客户提供咨询的幌子,代客户操盘或以他人名义直接买卖股票。

(三)基金投资行为与市场波动

从“5.19”行情以来高科技板块的炒作就能明白基金的羊群效应和正反馈交易行为极为明显。综艺股份、上海梅林、中关村、环保股份、风华高科、四川湖山、东方电子等被基金爆炒,然后是2001年的暴跌,与市场公认的一些“恶庄”股跌幅无甚区别。

集中投资、交叉持股显示基金有坐庄操纵股价的现象。交叉持股是指单个基金管理公司下辖的数个基金重仓相同的几只品种。由于各证券投资基金介入同一只股票的时间并不相同,后期介入的投资基金的建仓和拉抬等市场操作会对先期介入的投资基金的收益产生很大的影响,仅以1999年“5.19”行情为例,基金安信和基金裕阳的表现明显强于其他的8只基金,主要原因是这一时期内由华安基金管理公司和博时基金管理公司所管理的第二家证券投资基金——基金安顺和基金裕隆于6月15日投入运作,而且它们的重点建仓对象与基金安信和基金裕阳已有持股基本相同。交叉持股行为增加了筹码的集中度,共同进驻及退出某一只股票显然会造成该股的大起大落。二级市场上拥有巨大资金的投资者往往以虚假交易信息诱骗中小投资者,这在证券投资基金中也是较普遍的操作手法。广大的中小投资者缺乏必要的投资知识,不懂得如何防范证券市场的风险,很多人怀着不正常的致富心理,幻想着一夜暴富的实现,总是容易受

到各种市场上流传的虚假信息诱导而盲目操作,无疑为那些操纵股价者提供了获取暴利并套牢老百姓的机会。基金坐庄,散户寻庄跟庄的博弈,加剧了个股和大盘的波动幅度。

另外,我们从基金持股周转率(基金交易量的二分之一作为基金的单边成交量来计算股票周转率)来看,基金持股周转率只是略低于市场换手率。基金2001年上半年平均的持股周转率为62.85%,而市场组合的周转率为70.78%。2000年市场组合的股票周转率为250.30%,而基金平均为215.76%。可以看出基金持股换手率并没有比大盘低多少。所以,国内的基金并没有采取“买入并持有”的投资策略,而是普遍存在短线炒作的倾向,自然也就不会有稳定市场的作用了。

其实在坐庄盛行的中国股市,即使基金的换手率较大盘低,也是不能作为基金稳定市场的证据的。因为,庄家在吸筹建仓阶段,一般需要数月或更长时间,不会有大手笔买卖;吸筹到了一定比例就锁定筹码,总成交量也不会太大。如果控盘70%以上,拉升时“身轻如燕”,无须很大的交投。只是在上升尾段到出货这一阶段,才需要大量对倒来吸引市场关注。大批强庄股锁定个股流通筹码80%以上,像银广夏、飞乐音响、湘火炬等机构很长时间里都是“死庄”,在突围之前,换手率当然极低,但这完全不能证明机构投资有稳定市场的作用。

2001年大成旗下的基金景宏、景福连踩“地雷”,再次为基金不能稳定市场提供了例证。在银广夏造假风波中,大成基金旗下的基金景宏、景福在银广夏停牌前各持有672万股、485万股。在银广夏复牌后出现16个跌停板,其中在第12个跌停板出现巨量成交,结合第三季度基金季报,基金前10名持股名单,已经找不到银广夏的影子,可以判断景宏在第12个跌停板一度打开期间果断夺路而逃。景宏、景福的损失巨大,同时,其断然抛售行为,也加剧了银广夏股价下跌。银广夏事件暴露之后,各家基金公司都对自己旗下基金重仓持有的股票进行了重新调整。但不幸的是,随后传出基金景福踏响另一只地雷,成了数码测绘的殉葬品。数码测绘连续9个跌停,基金景福又一次蒙受重大损失。不论是银广夏还是数码测绘,景系基金都惯于在相对高位接货,重仓持有。这种操作手法的奥妙让人看不懂,而且显著的增加了个股的上涨和下跌幅度。尽管不能苛求基金管理公司有“火眼金睛”,但诸如“投资失误”之类的解释无论如何难以取信投资人。

四、理论解释:机构投资者为什么不能稳定市场

(一)“公有的”机构投资者存在严重的委托代理问题

按照信息经济学委托—代理关系的道德风险模型,道德风险又可分为隐藏行动的道德风险和隐藏知识的道德风险,相应地前者产生代理人的偷懒问题,后者则产生机会主义行为。代理人利用隐蔽行为或隐蔽知识的信息优势在最大限度地满足自身利益时损害委托人的利益。代理人的机会主义行为,即代理人是为其自身(而非委托人)的利益而努力,往往表现为收益内化,其原因就在于缺乏具备监控功能的信息交流机制,无法逼出代理人的隐藏知识。我们的所谓机构投资者与国外私有性质的机构投资者不同,大多是“公有的”,因而机会主义行为尤其严重。

机构投资者的行为指向并不是股东或全体基金持有者

利益最大化。这与个人投资者有所不同,个人投资者从事后看往往高位追涨,但是,至少在他买进时,他觉得有上涨赚钱的机会,他绝不会在高位买进股票就是为了在低价位卖出赔钱;而机构投资者却有可能明知在高位接进股票会赔钱,却还是这么去做,因为机构投资者中的内部人追求的是经营者自身利益的最大化,他们完全可能与某个股票的原庄家达成某种协议,通过损害机构股东或基金持有者的利益来捞取私人的好处。在现有制度框架下,这种行为很难得到有效的约束,因而内部人的行为总是理性的、为个人利益最大化服务的,而机构却作出了非理性的行为。内部人为了牟取暴利而置企业安危于不顾,以企业的生存和毁灭作为肆意豪赌的筹码,甚至不惜公然违法、违规进行交易,一方面必定会将机构投资者引向毁灭的深渊,另一方面也加剧了股市的动荡。

(二)基金公司治理结构不完善

在《基金黑幕》一文中提到了一个命题——基金“独立性”:一个摇摇欲坠的幻觉。“如果基金发展成为股东或发起人服务时,那基金的独立性就很成问题。”“由于我国的证券投资基金多是由证券公司发起,其独立性较差,不同程度地存在着与其发起人共同建仓的行为。其中,南方管理公司的基金天元和开元的独立性较差,在南京高科、飞乐股份、江苏工艺等重仓股上,与其发起人南方证券存在着共同建仓的行为;博时基金管理公司管理的基金独立性也较差,与第一食品等存在着共同建仓的行为;国泰管理公司、长盛管理公司、华夏管理公司、大成管理公司的独立性相对较差;华安管理公司、嘉实管理公司、鹏华管理公司的独立性较好;富国管理公司的汉兴和汉盛在泰山旅游上存在着高位买入股票,其独立性也较差。”由于我国证券投资基金都是以证券公司为母体,基金与发起人的关系过分密切,公司的决策人员主要来自券商的高层,交易经理大多来自于券商自营盘的操作人员。也就是说,基金管理公司本身的法人治理结构不够健全。令人欣慰的是,目前基金管理公司的治理结构正在逐步完善之中。

(三)制度缺陷及监管不力

券商由于规模有限,又缺少合法的融资渠道,它们往往求助于拆借短期资金,决定了其行为的短期性和违规色彩。过度投机的股市刺激了一些机构不惜以高成本去获取资金,而昂贵的资金价格又迫使它们为寻求高收益而进行短期炒作及坐庄。曾被视为稳定市场重要力量的投资基金也会做庄操纵股价,这是因为做庄的好处是收益可控制,市场风险大大降低。其主要的风险是政策风险和法律风险。如果法律风险小于市场风险,对大资金来说,为取得稳定的高额收益,做庄操纵股价几乎成为必然的选择。在监管方面,管理层对机构投资者的违规和操纵行为采取了双重标准。当市场疲软时,为刺激人气和信心,某些不规范行为会受到一定程度的容忍;而当政府认为市场过热时,又会加大查处力度。权宜措施的频繁使用导致市场参与者对未来预期的混乱,干预的随机性也使得某些政策明显缺乏长远及整体考虑,政出多变的现象与谣言、传闻结合起来使股市经常出现较大幅度的震荡。

五、结论及政策含义

本文通过描述性推理及相关例证,认为中国股市机构投资者非但没有稳定市场,反而增加了股市的波动。需要指出

的是,由于本文不是运用严格的统计和计量方法,结论的可靠性尚需进一步求证。但本文还是能够导出一些有意义的政策含义。一是不应该寄希望于机构投资者的增加,证券市场就自动健康和稳定了。一个健康有序的市场是靠完善的法制和得力的监管来实现的,而不是靠思想觉悟。因此,制订规则、加强稽查,进行有效的市场监管,才能够推动机构投资者发挥稳定市场的作用,否则只能加剧市场风险和泡沫。二是要逐步完善券商和基金管理公司股权结构和治理结构。三是对超常规发展战略投资者策略要进行反思。尽管国家的政策导向一直是大力发展机构投资者,但主要是发展了战略投资者、封闭式基金,将来更应该加速开放式基金、中外合作投资基金、保险基金、社保基金这些更有可能具有稳定性的机构投资者。我们相信,通过内在的制衡机制和外在机制加以控制,可以在一定程度上缓解或避免机构投资者对市场的负面影响。

参考文献:

1. 梁宇峰:《机构投资者是否有助于股市稳定》,载《东方证券研究》,2000(9)。
2. 施东晖:《证券投资基金的交易行为及其市场影响》,下载自国

研信息网。

3. 天同证券研究所:《证券投资基金稳定市场了吗?一个实证研究》,载《天同证券研究》,2001(8)。
4. 张亿儒:《中国股票市场投资者结构分析》,载《东方证券研究》,1998(6)。
5. Hirshleifer, David, Avanidhar Subramanyam, Sheridan Titman, 1994. Security Analysis and Trading Patterns When Some Investors Receive Information Before Others. *Journal of Finance*, 49, 1 665 - 1 697.
6. Lokonishok, J. Sheleifer, 1992. The Impact of Institutional Investors on Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 23 - 43.
7. Marco Ottaviani and Peter Sorensen, 2000. Herd Behavior and Investment: Comment. 下载自 <http://www.london.edu/faculty/mottaviani/HBIC.pdf>.
8. Mark Grinblatt, Sheridan Titman, Russ Wermers, 1995. Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. *The American Economic Review*, Vol. 85, 1 088 - 1 105.
9. Richard W. Sias, 1996. Volatility and the Institutional Investor. *Financial Analysts Journal*, March - April, 13 - 20.
10. Schaeferstein, David S. and Jeremy C. Stein, 1990. Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, Vol. 80, 465 - 479.
11. Wermers, Russ, 1999. Mutual Fund Trading and the Impact on Stock Prices. *Journal of Finance*, 54, 581 - 622.

(作者单位:西安交通大学管理学院博士生 西安 710049)

(责任编辑:N)

(上接第 88 页)而成为价值尺度。商品也可以作为支付手段,更能成为贮藏手段,有些商品的价值稳定性甚至大于货币。商品具有成为货币的条件,是潜在的货币,只是不同的商品其“货币性”不同而已。

“货币就是货币行使的职能。”^②客观上商品具备作为货币所须具备的职能,所以,货币选择最简单的办法就是以商品为货币,以商品中最适于价值表现者为货币,这是商品成为货币的原因。商品首先成为货币体现出这种自然选择的客观合理性,也体现出货币形态与社会经济环境的吻合性,还体现着人们对货币认识的局限性和这种认识由初级到高级的发展变化过程。

然而,以商品作为货币是一定经济发展阶段的产物,是一种权衡,而不是最优选择。相对而言,以商品作为货币具有很多弊端。首先,货币在本质上是一种价值的独立表现形式,以商品为货币是取商品的价值,而其使用价值对于其货币职能来说是没有意义的,是一种累赘和浪费,与货币的独立价值表现形式的本质要求相冲突。商品货币也由于附着其使用价值的具体形态特征而使交易、转移、贮藏相对不便。其次,商品货币是由生产成果的一部分来充当,这部分商品不能发挥其使用价值,也是一种社会财富的浪费。再次,随着经济贸易的发展,任何一种商品都不能成为整个社会财富的对应物,而承担起货币的使命,无限巨大的经济贸易规模终将把商品货币从货币领域中淘汰出局。

从商品货币阶段到信用货币阶段的过渡是一种必然趋势,货币由同时具有价值和使用价值转变为独立的价值表现,是货币内在规律的客观体现,是货币历史中的一次本质性飞跃。信用货币克服了商品货币的诸多弊端,促进了金融的发展,同时也存在着其内在矛盾。例如,货币价值及发行量的确定问题,仍需要人们对价值及货币问题进行深入的探讨。

(二)价值表现是货币的基本职能

价值表现是货币其他职能的逻辑上的前提条件,是货币不可或缺、不可逾越的一项职能。可以说,货币在本质上是

价值的独立表现形式。

(三)交换媒介是货币的首要职能

首先,货币是交换的伴生物,因交换而产生,并随其消亡而消亡。其次,所有货币其他的职能都是交换媒介职能的铺垫,交换媒介职能是其他货币职能的归宿。再次,现实世界对货币的要求主要是交换媒介职能。另外,交换媒介职能为货币所独有,而价值尺度、支付手段、贮藏手段等职能则为货币和商品所兼有,即除货币外商品也可以作为价值尺度、支付手段和贮藏手段,而商品一旦成为交换媒介,就成为货币。综上所述,我们可以把货币定义为作为交换媒介的纯粹的价值表现形式。

注释:

- ①曾康霖:《货币银行学说》,7页,北京,中国金融出版社,1986。
- ②③马歇尔:《货币、信用与商业》,中文版,19、15~16页,北京,商务印书馆,1986。
- ④金德尔伯格:《西欧金融史》,中文版,28页,北京,中国金融出版社,1991。
- ⑤⑥米什金:《货币金融学》,中文版,47、47页,北京,中国人民大学出版社,1998。
- ⑦⑧乔治·考夫曼:《现代金融体系》,中文版,14、26页,北京,经济科学出版社,2001。
- ⑨⑩斯蒂格利茨:《经济学》,中文版,下卷,196~198、198、196页,北京,中国人民大学出版社,1997。
- ⑪⑫⑬⑭⑮《资本论》,中文版,第1卷,85、112、62~63、83、107、70~71页,北京,人民出版社,1972。
- ⑯约翰·穆勒:《政治经济学原理》,中文版,下卷,8页,北京,商务印书馆,1991。
- ⑰门格尔:《国民经济学原理》,中文版,224页,上海,上海人民出版社,2001。
- ⑱凯恩斯:《货币论》,中文版,上卷,5、45页,北京,商务印书馆,1986。
- ⑲李连科:《世界的意义——价值论》,59页,北京,人民出版社,1985。

(作者单位:辽宁大学国际经济学院 沈阳 110036)

(责任编辑:N)