

研究报告

RESEARCH REPORT

机构投资者发展战略研究

课题研究员 何基报 王霞



深圳证券交易所综合研究所

2006.07.28 深证综研字第 0144 号

内 容 提 要

本文主要对国际资本市场上机构投资者的发展历史、现状和经验进行总结，以此为我国如何进一步发展机构投资者提供参考。

一、本研究的主要结论

1. 机构投资者的界定。一般来说机构投资者可以定义为一种特殊的金融机构，代表小投资者的利益，将他们的储蓄集中在一起管理，为了特定目标，在可接受的风险范围和规定的时间内，追求投资收益的最大化。机构投资者有广义和狭义之分。从全球来看，机构投资者主要包括共同基金或投资基金、(人寿)保险公司、养老基金、证券公司等等，其中前三个为主要的机构投资者。

2. 近年来，机构投资者发展迅速。美国、英国等七国集团中，机构投资者的资产规模已经超过 GDP，在 1990-1998 年的平均增长速度远远超过 GDP。在机构投资者的资产中，美国占 50%以上，美国的退休资产在 2005 年已经超过了美国的 GDP，共同基金资产占同期 GDP 的 71%。截止到 2003 年底，OECD 国家机构投资者管理的资产已经超过了 45 万亿美元，是同期 OECD 国家 GDP 的 150%。从 1990 年到 2004 年，OECD 国家机构投资者管理的资产增长了近 3 倍，而投资公司的资产增长近 4 倍。在主要的工业化国家中，保险公司、养老基金和投资公司（共同基金）三大机构投资者的资产都快速增长，1990-2004 年间，增长最快的是投资公司，其次依次为保险公司和养老基金。

3. 机构投资者的发展可以追溯到重商主义时代。美国和英国是机构投资者发展历史比较长的两个国家。在近代，以美国为代表的发达国家的机构投资者发展引领了全球机构投资者的发展。美国机构投资者发展经历了 1929 年以前的无监管和无秩序期、1929-1970 年的规范发展期、1970 年以后的快速发展期。20 世纪 80 年代后，拉美国家开始了机构投资者发展的历程。亚洲国家中除了日本外，机构投资者的发展还比较落后。

4. 从供给角度来看，机构投资者的迅速发展是在全球以银行为主导的金融体系不能满足金融市场发展需要的背景下，因适应了金融体系完善功能的需要而发展起来的。从需求角度来考虑，美国等发达国家战后“婴儿潮”逐渐步入老龄化、

人口出生率下降等因素，促进了养老保障制度的改革，由此引发了通过机构进行储蓄的增加，因而促进了机构投资者的发展。

5. 从制度层面来说，以美国为代表，1929-1970 年间关于证券市场的一系列立法、各种市场制度的引入为机构投资者营造了一个长期健康发展的生态环境，竞争性的市场化机制和市场化的监管构成了机构投资者发展的动力机制，而放松管制、养老保障制度的改革又成了机构投资者迅速发展的加速器。经济的发展、财富的增加、技术进步和金融创新对机构投资者的发展也起到了推动作用。

6. 在发展机构投资者的方式上，发达国家往往通过着力于建立和完善公平竞争的金融生态环境，来促进机构投资者的发展，而不是采取具体干预的方式来促进某一类投资者的发展。市场需求是机构投资者发展的主要动力。

7. 放松管制、让市场在公平的规则体系下自由发展等制度安排在机构投资者的发展中起到了至关重要的作用。然而由于制度包含了软约束，各国在吸取发达国家的经验中，往往是针对性结合本国的国情。允许市场进行各种创新、卖空机制的引入、金融衍生工具的使用是机构投资者实现其投资管理、分散风险、扩大服务、促进金融系统功能完善进而获得快速发展的重要法宝。

8. 国际上对机构投资者的监管重心逐渐由结构化向审慎化转变。发达国家对基金经理的监管有日益强化趋势。

二、发展机构投资者的建议

1. 在如何发展机构投资者问题上，为避免存在片面性和误区，要重视：（1）机构投资者发挥正面作用的必要条件和环境等；（2）弄清楚机构投资者发展与资本市场发展之间的内在逻辑顺序；（3）资本市场的生态体系存在的问题比较严重，加快生态体系的建设更为迫切。在这方面，我们应该吸取拉美国家的教训。

2. 发展机构投资者，应该从资本市场乃至金融市场功能的完善和拓展、效率的提高、服务于经济建设大局出发，而不是为发展机构投资者而发展机构投资者。

3. 从资本市场整体功能的角度出发，加快营造适合机构投资者发展乃至资本市场良性发展的生态系统。（1）完善生态系统的游戏规则。考虑到未来企业年金、养老金等机构投资者的加入，应该尽早制定规范这类主体投资行为的法律规章，更为重要的是加快制定投资者保护法；（2）在对生态系统中各主体功能明确界定的基础上，以竞争性的市场机制作为生态系统中各主体与其环境相互作用、生态系统保持稳定运行的内在机制；（3）将监管思路从严格限制准入的行政监管转移

到放宽准入限制、借助市场力量和机制，进行严格的持续性监管上来；（4）放松对证券市场的管制，监管者应该将重点放在规则和制度体系的制定、规则体系的公平执行上，而不是将重点放在审批权上；（5）建立证券市场各行为主体的约束机制。为了解决监管者缺乏执法公信力的问题，有必要引入对监管执法的监督机制。允许建立民间维护投资者利益的力量（如投资者保护协会）或投资者权益保护的专门机构；（6）加快建设多层次资本市场体系，扩大资本市场的规模；（7）加快推进股改后上市公司的股权激励制度，以促进上市公司建立稳定的分红政策。

4. 应该坚持全面协调发展机构投资者而非“超常规”发展某一类机构投资者的原则，放松管制，切实放宽机构投资者进入市场的门槛和融资门槛，允许各种投资风格的机构投资者进入市场，促进机构投资者结构的均衡。

5. 在建设生态系统的过程中，应优先考虑尽快推出金融衍生产品，引入卖空机制，为机构投资者有效管理风险创造条件，允许机构投资者进行各种带有混业或交叉性质的产品、服务等创新，拓展机构投资者的业务范围。同时，尽快考虑对引入卖出空机制出现的负面效应和风险制定防范措施。

6. 在放松管制的同时，强化审慎监管和市场化监管，完善机构投资者投资决策的风险控制措施。监管的重点应该放在对投资风险的防范和控制措施的完备化上，制定机构投资者投资决策风险控制的具体措施。

7. 建立机构投资者积极进行产品创新、服务创新、业务创新的激励机制，通过成本补偿等手段鼓励机构投资者积极参与上市公司的治理。

8. 加强软环境的建设，包括完善投资者教育、培育中国的投资文化和整个社会的诚信等。

9. 加速养老保障制度改革。基金业应以不断提高的专业化服务和创新，支持我国社会化养老体制的改革、发展、完善。

关键词：金融机构化 放松监管 市场生态

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、 导言 | 1 |
| 二、 机构投资者的界定和划分 | 2 |
| (一) 机构投资者的界定 | 2 |
| (二) 机构投资者的类型 | 3 |
| 三、 海外机构投资者发展现状 | 6 |
| 四、 国外机构投资者的发展历史简述 | 14 |
| (一) 机构投资者成长的早期情况 | 14 |
| (二) 以美国为代表的成熟市场的机构投资者发展 | 14 |
| (三) 拉美等国家机构投资者的发展简况 | 18 |
| 五、 机构投资者成长的原因分析 | 19 |
| (一) 机构投资者迅速崛起的理论分析 | 19 |
| (二) 机构投资者发展适应了金融体系完善功能的需要 | 22 |
| (三) 人口发展和机构储蓄需求对机构投资者的促进作用 | 26 |
| (四) 财富的增加也促进了对机构投资者的需求 | 29 |
| (五) 完善的法律法规体系是机构投资者发展的前提 | 29 |
| (六) 放松管制和金融自由化对机构投资者发展的推动 | 30 |
| (七) 养老保障制度改革给机构投资者发展带来的机遇 | 33 |
| (八) 技术进步和金融创新对机构投资者发展的推动 | 38 |
| (九) 高投资收益增加了对机构投资者的信任和需求 | 39 |
| 六、 各国发展机构投资者的经验总结 | 41 |
| 七、 我国机构投资者发展的现状和问题 | 46 |
| (一) 机构投资者发展现状 | 46 |
| (二) 存在的机遇与挑战 | 47 |
| 八、 我国应该如何发展机构投资者 | 49 |
| (一) 发展机构投资者策略上要注意的问题 | 49 |
| (二) 发展机构投资者的几点建议 | 52 |
| 参考文献 | 57 |

一、导 言

近三十年来，全球金融市场的一个突出表现就是机构投资者的迅速发展，无论是发达国家还是发展中国家，机构化倾向越来越明显。机构化促进了金融市场由传统商业银行为主导向机构为主导的转变，拓展了金融市场的功能，提高了金融市场的效率和国家竞争力，也促进了经济的持续发展。面对全球资本市场的国际竞争，金融功能深化的内在要求，人口老化所带来的养老保障需求，发展机构投资者日益成为发展中国家和新兴市场日益迫切的问题。然而，以美国为代表的发达国家机构投资者发展的历程，并不是一帆风顺的，其间经过了 20 世纪 30 年代前的无序发展，30 年代到 70 年代的规范发展，以及 20 世纪 70 年代后养老保障制度改革等外在力量推动的快速发展。20 世纪 80 年代后，拉美国家也纷纷加入到发展机构投资者的行列，以仿效美国养老保障制度改革的方法来促进机构投资者的发展，但并不是很成功。

作为诞生于计划经济向市场经济转轨时期的中国资本市场，无论在制度环境、文化环境和市场基础上，与成熟市场国家相比，存在很大的差异，与其他新兴市场也有所不同。但全球竞争的浪潮、并不因为这些“特殊”情况而对我们有所照顾。我国将来更为严重的人口老龄化和处于“婴儿期”的社会保障制度，对资本市场的发展提出了更为迫切的要求。但我国机构投资者发展的现状并不令人满意，早几年提出的超常规发展机构投资者战略，如今得到的效果并不明显，反而带来很多问题。面对现状和未来，我们该怎么办？我们不可能像美国那样，用近 40 年的时间来完善法律制度，然后再用 30 年的时间来通过养老保障制度的改革来促进机构投资者的发展，我们只能走捷径，如何走捷径？

针对这些问题，本报告对发达国家机构投资者发展的成功经验和失败的教训进行总结，针对我国的情况，结合我国的社会和制度环境提出建设性意见。

本报告的内容为以下几个部分：第一部分为引言；第二部分为机构投资者的界定和本报告所研究的机构投资者的范围；第三部分为国际上机构投资者的现状；第四部分简要总结机构投资者成长的历史；第五部分从理论和实务角度分析机构投资者迅速成长的原因；第六部分总结出国际上发展机构投资者的经验和教

训；第七部分对我国机构投资者发展中存在的问题进行分析；最后一部分为建议。

二、机构投资者的界定和划分

（一）机构投资者的界定

表面看来，机构投资者的含义似乎是显而易见的。那么究竟什么是机构投资者？由于各国资本市场发展的成熟程度不同，市场中的投资者主体也有所不同，导致各国机构投资者所包括的范围有所不同。就目前来说，各国关于机构投资者的界定没有一致性的标准，理论界也缺乏一个被广泛接受的机构投资者定义。

一般来说，“机构”是一个相对于“个人”的概念。关于机构投资者的定义，有几种方法，一种是描述性的定义，一种是列举性的定义。

1. 描述性定义。最广义的机构投资者定义，是对应于个人投资者的，指从众多顾客手中积聚资金，然后将资金投入包括有价证券在内的资产中进行投资经营活动的专业投资者（《证券投资词典》，1993）。这一定义将工商企业和金融中介结构都囊括进来了。目前国内管理层和绝大多数的研究者都使用这样的定义。而实务上，目前在中国证券市场上投资的除了个人投资者之外，还包括国有和非国有企业、海外机构、各事业等，这些都是广义的机构投资者。

美国人 Davis 和 Steil（2001）给出了机构投资者的一般性描述：机构投资者可以定义为一种特殊的金融机构，代表小投资者的利益，将他们的储蓄集中在一起管理，为了特定目标，在可接受的风险范围和规定的时间内，追求投资收益的最大化。Davis 和 Steil（2001）的定义将机构投资者限定在金融机构这一层次，以追求利益最大化为目标，而不是以控股权和支配权为目的。就目前情况来，该定义比较符合当前国际上资本市场的现状。国内学者杨朝军（2005）认为，机构投资者是指用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构，包括公共和私人养老基金、人寿和其他保险公司、共同基金、信托基金、对冲基金以及进行投资交易的商业银行、投资银行和证券公司等组织。

除了广义的定义外，还有狭义的机构投资者定义，仅包括专门投资于证券业并积极管理证券投资组合的金融中介结构（《新帕尔格雷夫货币与金融词典》，1991）。

2. 列举性定义。一般从机构投资者的具体类型出发对其进行界定（OECD，1997；Brancato，2000；Blair，1995；姚兴涛，2000）。美国学者 Blair（1995）认为，机构投资者包括银行和储蓄机构、保险公司、共同基金、养老基金、投资公司、私人信托机构和捐赠的基金组织等。OECD 对机构投资者的统计所包括的类型主要就是非银行金融机构。美国的《Black 法律词典》将机构投资者定义为：大的投资者，例如共同基金、养老基金、保险公司以及用他人的钱进行投资的机构等。

（二）机构投资者的类型

美国的机构投资者包括：养老基金、人寿保险公司、共同基金、其他各种形式的基金、各种投资公司、私人信托机构和捐赠的基金组织等等。共同基金可以分为开放式基金和封闭式基金。

台湾将机构投资者称为机构投资人，分外国机构投资人和国内机构投资人两种，包括国内外之银行、保险公司、基金管理公司、证券商、政府投资机构、政府基金、共同基金、单位信托、投资信托、信托业、学术或慈善机构等。但台湾证券市场上的机构投资者主要为投资信托基金、自营券商和外资法人等。

英国的机构投资者主要包括养老基金、保险公司、单位信托、其他金融机构（包括信托投资公司）等。

澳大利亚的机构投资者主要有养老基金、人寿或其他保险公司、银行和其他中介、各级政府、私人非金融公司等。

日本的机构投资者主要包括：金融机构（银行、投资信托、养老基金、人寿保险、非人寿保险、其他金融机构）、公司企业、证券公司等。

韩国的机构投资者主要包括银行、证券公司、信托投资公司、保险公司、其他金融机构、企业法人、政府和社会团体等。

在周正庆编写的《证券知识读本中》，将个人投资者定义为证券持有人为自然人，而将机构投资者定义为证券持有人为机构。机构投资者类型主要包括：证券公司、保险公司、证券投资基金、社会保险基金、合格的境外机构投资者（QFII）等。而大量的其他法人机构，虽然也持有大量的上市公司股份，不是机构投资者的主体。

从以上各国对机构投资者类型的划分来看，都取广义的机构投资者定义作为划分标准。但从各国的实践来看，主要是金融机构类专业机构投资者（**狭义的机构投资者**）在市场中起主导作用，也是各国学术界、管理层和实务界关注的重点。本报告中的机构投资者是指狭义的机构投资者，主要有以下几种：

（1）证券公司。每一个国家的证券市场都有证券公司。证券公司，一般是由证券主管机关依法批准设立的在证券市场上经营证券业务的金融机构。境外国家和地区的证券公司也有不同的名称，如美国为投资银行、英国为商人银行、我国台湾地区称为证券商，其含义与证券公司基本相同。美国等国家所指的投资银行是人们为区别商业银行而形成的一个理论上的称谓。这种称谓起源于 30 年代大危机之后，美、英等主要国家采取银行业与证券业相分离的金融体制，将以证券业务为核心的投资银行业务和以存贷业务为核心的商业银行业务截然分开。因而产生了现代意义上的投资银行。在实际业务中，投资银行并不称作“XX 投资银行”，而是叫做“XX 证券公司”，或“XX 公司”，例如摩根·斯坦利公司、美林证券公司、野村证券公司、高盛证券公司等等，它们都是投资银行。我国的大证券公司基本上都设有投资银行部门。

经过最近一百年的发展，现代投资银行已经突破了证券发行与承销、证券交易经纪、证券私募发行等传统业务框架，企业并购、项目融资、风险投资、公司理财、投资咨询、资产及基金管理、资产证券化、金融创新等都已成为投资银行的核心业务组成。

（2）（**证券**）投资基金或共同基金。根据《证券知识读本》的定义，投资基金是一种利益共享、风险共担的集合投资方式，即通过公开发售基金份额，集中投资者的资金，由基金管理人管理，由基金托管人托管，以组合投资的方式进行证券投资。国际证监会组织（IOSCO）在总结各国基金的共性后，将（**证券**）投资基金通称为“集合投资计划”（Collective Investment Scheme）。投资基金有广义和狭义之分，广义的投资基金除证券投资基金外，还包括以公募形式募集的投资于其他领域的基金，如房地产投资信托基金（REITs），也包括以私募形式设立的投资基金，如对冲基金和风险资本等。本报告所指的投资基金主要指狭义的投资基金，即证券投资基金。

证券投资基金是间接投资工具，投资者通过购买基金参与证券投资，并成为

基金份额的持有人。证券投资基金的主要特点有：(1) 集合理财，专业管理；(2) 组合投资，分散风险；(3) 利益共享，风险共担；(4) 独立托管，资产安全；(5) 买卖方便，易于变现；(6) 监管严格，信息透明。

证券投资基金的分类有不同的标准：(1) 从基金的运作来看，根据基金份额是否可增加或者减少，可分为开放式基金和封闭式基金；(2) 根据组织形态的不同，证券投资基金分为公司型基金和契约型基金；(3) 根据投资对象的不同，基金可分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金等；(4) 按照投资理念和风格的不同，基金可分为主动型基金和被动型基金等；(5) 按照基金的资金来源和用途的不同，可将基金分为在岸基金和离岸基金；(6) 基金新品种。近年来，市场上又出现了新的品种，如伞型基金、基金中的基金、保本基金、交易所交易基金 (ETF) 和上市开放式基金 (LOF) 等。

3. 养老基金。养老基金是指由发起人和受益人 (**将来受益**) 收集、汇聚并进行投资的基金 (Davis (2000))，它为个人在工作期积累储蓄，作为其退休后的生活保障。由于养老基金是一项相对凝滞的资产，雇员在退休前一般不能支取，也不能做借贷的抵押品，因而养老基金被认为是偏好收益性的投资性较强的稳健型机构投资者。从国际上看，尽管个人养老 (**通常是指个人和人寿保险公司之间的合约**) 也很普遍，但养老基金主要由公司、国有企业、行业、交易集团等雇主发起，可以进行内部或外部的管理。以美国为例，一半以上的养老金方案都投资于共同基金。截止 2004 年底，美国的 12.9 万亿美元的退休资产中，有 3.1 万亿投资于共同基金，占共同基金资产 8.1 万亿的 38%。投资共同基金的养老基金计划主要有两个：一个是雇主发起的确定养老金缴费方案 (Employer-sponsored defined contribution plan)，另一个是个人退休帐户 (Individual Retirement Accounts，缩写为 IRAs)。

4. 人寿保险公司。人寿保险公司是提供在未来某一特定时期内对死亡风险投保的金融机构。它是一种特殊的金融中介机构。美国等国家在允许保险资金进入资本市场时，一般都通过规定其若干投资种类和每一类投资的最高比例上限。随着市场的发展，人寿保险公司也开始逐渐提供长期的养老储蓄、住房贷款等。如今，人寿保险公司的债券也逐渐变得微不足道了，也就是说，它们用现金的形式保障了一种固定收益，越来越多的保单现在是可变的，或者缺乏担保，或者具

有期权特征，比如确保下限的可变收益。在美国，人寿保险公司与养老基金、共同基金共同组成美国的三大主力机构投资者。截止到 2004 年第三季度，美国人寿保险公司的资产已达到 4 万多亿美元，其中持在股票上的资产达到 9600 多亿。

5. 私募基金。私募基金是一种广义的投资基金，是一种以私人方式非公开募集的共同基金，只限于那些愿意在交易中为了高收益而承担短期高风险的富有投资者。通常，管理者在他们所管理的基金中拥有自己的资本。对冲基金就是一种典型的私募基金。在美国，对冲基金可以从事无限制的短期交易和卖空，因此比其他机构借贷的资金更多。著名的私募基金包括巴菲特管理的伯克夏投资基金、索罗斯管理的量子基金、KKR 公司管理的投资基金等。私募基金的投资者不能随时加入也不能随意退出基金，考虑到经济周期和投资的长远性，基金的存续期一般以 5~10 年为限。私募基金没有向外界公布投资对象或者投资收益的义务，所投资的股票既可以是上市公司的，也可以是非上市公司的，并且对每家企业的投资量不像共同基金受 5% 的限制。基金管理人员按所管理的基金量收取固定比例的管理费，数年后，当客户收回本金并赚取了一定比例的收益后，他们一般可按事先约定的比例得到分成的收益。这种制度安排给基金管理人提供足够的激励。正是基于私募基金具有的自愿承担风险、具有较强的杠杆作用和不受“管制”的特性，私募基金能够产生剧烈的市场变化，从而引发其他机构的类似行为（例如，对汇率施加压力）。但类似于对冲基金这样的私募基金在熊市中也容易受到攻击。自 1990 年以来，仅对冲基金每年就以 40% 的速度增长，到 1997 年底已经达到了 900 亿美元。

三、海外机构投资者发展现状

在全球范围内，机构投资者发展的时间虽然不长，但增长速度较快，主要体现在以下几方面：

1. 资产规模增长迅速。资产规模是衡量机构投资者成长的一个有效指标，机构投资者的规模相对于 GDP 的增长，比起银行来说，要快得多。表 1 列出了 1970-1998 年间部分国家家庭持有的机构投资者债权在 GDP 中所占的比例。从表中看，英国和美国是机构化的先锋，家庭持有机构资产占 GDP 的比在 1998 年超

过了 170%。对整个七国集团而言,这一比率从 1970 年的 23% 增长到 108%,而在盎格鲁-撒克逊国家,则从 39% 增长到 159%。欧洲和日本的增长也很明显,从 11% 增长到了 69%。其实,机构资产在 1990-1998 年的 8 年间增长相当迅速。七国集团平均增长率从 1990 年的 57% 增长到 108%,8 年时间的增长与前 20 年增长基本持平。美国则从 79% 增长到 174%,超过了前 20 年的增长(前 20 年从 41% 增长到 79%)。

表 1 家庭持有的机构资产在 GDP 中所占的比例

| | 1970 年 | 1980 年 | 1990 年 | 1995 年 | 1997 年 | 1998 年 | 1970—1998 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| 英国 | 0.42 | 0.37 | 1.02 | 1.62 | 1.85 | 1.99 | 1.57 |
| 美国 | 0.41 | 0.47 | 0.79 | 1.22 | 1.52 | 1.74 | 1.33 |
| 德国 | 0.12 | 0.20 | 0.33 | 0.51 | 0.64 | 0.71 | 0.59 |
| 日本 | 0.15 | 0.21 | 0.58 | 0.74 | 0.73 | 0.76 | 0.61 |
| 加拿大 | 0.32 | 0.32 | 0.52 | 0.78 | 0.95 | 1.05 | 0.73 |
| 法国 | 0.07 | 0.12 | 0.52 | 0.78 | 0.95 | 1.09 | 1.02 |
| 意大利 | 0.07 | 0.06 | 0.15 | 0.14 | 0.16 | 0.20 | 0.13 |
| 七国集团 | 0.23 | 0.25 | 0.56 | 0.83 | 0.97 | 1.08 | 0.85 |
| 盎格鲁-撒克逊国家 | 0.39 | 0.39 | 0.78 | 1.21 | 1.44 | 1.59 | 1.21 |
| 欧洲和日本 | 0.11 | 0.15 | 0.40 | 0.54 | 0.62 | 0.69 | 0.59 |

资料来源: Davis & Steil (2001)。

表 2 OECD 国家机构投资者管理的资产

| | 1990 | 1995 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|-----------------------------------|----------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
| | <i>(In trillions of U.S. dollars)</i> | | | | | | |
| Institutional investors | 13.8 | 23.5 | 39.0 | 39.4 | 36.2 | 46.8 | ... |
| Insurance companies | 4.9 | 9.1 | 10.1 | 11.5 | 10.2 | 13.5 | 14.5 |
| Pension funds | 3.8 | 6.7 | 13.5 | 12.7 | 11.4 | 15.0 | 15.3 |
| Investment companies ¹ | 2.6 | 5.5 | 11.9 | 11.7 | 11.3 | 14.0 | 16.2 |
| Hedge funds | 0.03 | 0.10 | 0.41 | 0.56 | 0.59 | 0.80 | 0.93 |
| Other institutional investors | 2.4 | 2.2 | 3.1 | 3.0 | 2.7 | 3.4 | ... |
| | <i>(In percent of GDP)²</i> | | | | | | |
| Institutional investors | 77.6 | 97.8 | 152.1 | 155.3 | 136.4 | 157.2 | ... |
| Insurance companies | 27.8 | 37.8 | 39.4 | 45.3 | 38.4 | 45.4 | 44.0 |
| Pension funds | 21.2 | 27.8 | 52.6 | 50.1 | 42.9 | 50.4 | 46.4 |
| Investment companies ¹ | 14.8 | 22.7 | 46.3 | 45.9 | 42.7 | 47.2 | 49.0 |
| Hedge funds | 0.1 | 0.4 | 1.6 | 2.2 | 2.2 | 2.7 | 2.8 |
| Other institutional investors | 13.6 | 9.1 | 12.3 | 11.7 | 10.1 | 11.5 | ... |

Sources: International Financial Services, London; OECD; and IMF staff estimates.

Note: The data may reflect some double-counting of assets, such as those owned by defined contribution pension funds and managed by investment companies.

¹Investment companies include closed-end and managed investment companies, mutual funds, and unit investment trusts.

²Total GDP of OECD countries.

除了资产相对于 GDP 的比例呈现出快速增长外,机构投资者资产自身的相对成长速度也较快。从表 2 知,1990 年到 2004 年,OECD 国家机构投资者管理的资产增长了近 3 倍,而投资公司的资产增长近 4 倍。表 3 列出了 1990-1998 年

间部分工业化国家机构投资者的资产增长情况。与这些国家同期的 GDP 增长相比, 机构投资者的资产增长速度要快得多。在机构投资者中, 共同基金的发展速度最快。七国集团的机构资产在 1990-1998 年的平均增长速度为 8%~13%。表 4 列出了 1990-2004 年间主要工业化国家中, 保险公司、养老基金和投资公司三大机构资产的增长情况。1990-2004 年间, 美国三大机构资产的增长率分别为 181.7%、169.7%、574.5%, 其中以共同基金为主的投资公司增长了近 6 倍。日本三大机构的增长幅度为: 97.7%、134.8%、70.5%, 增长速度比美国慢。英国三大机构的增长速度也较快, 其中保险公司和投资公司增长近 3 倍, 养老基金由于资产规模大, 使相对增长幅度变小。德国和意大利两个国家中, 投资公司资产的增长速度较快。意大利和荷兰两个国家中, 保险公司的资产增长速度也较快。总的说来, 三大机构中投资公司(共同基金)资产的增长速度最快, 其次依次为保险公司和养老基金。

表 3 1990-1998 年间机构投资者资产平均年增长百分比(以国内货币计算)

| | 保险公司 | 养老基金 | 共同基金 |
|-----|------|------|------|
| 英国 | 16 | 11 | 18 |
| 美国 | 9 | 14 | 20 |
| 德国 | 9 | 5 | 15 |
| 日本 | 5 | 9 | -2 |
| 加拿大 | 7 | 11 | 31 |
| 法国 | 19* | 0* | 8 |
| 意大利 | 9* | 3* | 40 |

资料来源: Davis & Steil (2001)。

*表示仅为 1990-1995 年。

表 4 主要工业化国家机构投资者资产 1990-2004 年增长比

| | 保险公司 | 养老基金 | 投资公司 |
|-----|---------|---------|---------|
| 英国 | 267.61% | 174.93% | 296.06% |
| 美国 | 181.71% | 169.65% | 574.50% |
| 德国 | 152.22% | 206.43% | 526.84% |
| 日本 | 97.73% | 134.81% | 70.49% |
| 法国 | 111.24% | — | 151.47% |
| 意大利 | 374.39% | 39.49% | 275.53% |
| 荷兰 | 404.80% | 238.53% | 227.41% |

英国为 1990-2003 年间的比。

德国除投资公司外, 保险公司和养老基金的时间区间为 1990-2003 年。

法国为 1995-2004 年间的比,

而保险公司和养老基金只有加总数据, 表中的数据就是加总数据。

意大利为 1995-2004 年间的比。

2. 机构投资者的规模大。按照 1998 年的汇率，通过简单的数据求和，可以得到机构资产价值的估计，如表 5 所示。

表 5 机构投资者资产价值估计（1998 年）

| | 人寿保险 | | 养老基金 | | 共同基金 | | 总计 | |
|------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| | (10 亿美元) | GDP 的 % | (10 亿美元) | GDP 的 % | (10 亿美元) | GDP 的 % | (10 亿美元) | GDP 的 % |
| 英国 | 1294 | 93 | 1163 | 83 | 284 | 20 | 2742 | 197 |
| 美国 | 2770 | 33 | 7110 | 84 | 5087 | 60 | 14967 | 176 |
| 德国 | 531 | 24.00 | 72 | 3 | 195 | 9 | 798 | 35 |
| 日本 | 1666 | 39 | 688 | 16 | 372 | 9 | 2727 | 63 |
| 加拿大 | 141 | 24 | 277 | 47 | 197 | 34 | 615 | 105 |
| 法国 | 658 | 43 | 91 | 6 | 624 | 41 | 1373 | 90 |
| 意大利 | 151 | 12 | 77 | 6 | 436 | 35 | 664 | 54 |
| 七国集团 | 7212 | | 9479 | | 7195 | | 23886 | |

资料来源：Davis & Steil（2001）。

表 6 主要工业国家机构投资者资产（单位：10 亿美元）

| 年份 | 保险公司 | | 养老基金 | | 投资公司 | |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1990 年 | 2004 年 | 1990 年 | 2004 年 | 1990 年 | 2004 年 |
| 英国 | 472.3 | 1736.2 | 532.5 | 1464.0 | 124.4 | 492.7 |
| 美国 | 1884.9 | 5310.0 | 2427.3 | 6545.0 | 1154.6 | 7787.8 |
| 德国 | 400.2 | 1009.4 | 150.9 | 462.4 | 188.9 | 1184.1 |
| 日本 | 1503.5 | 2972.8 | 371.4 | 872.1 | 331.7 | 565.5 |
| 法国 | 642.2 | 1356.6 | | | 703.5 | 1769.1 |
| 意大利 | 107.4 | 509.5 | 39.0 | 54.4 | 261.1 | 980.5 |
| 荷兰 | 83.4 | 421.0 | 207.9 | 703.8 | 32.1 | 105.1 |

英国 2004 年的数据没有, 代之以 2003 年的数据。
 德国除投资公司外, 保险公司和养老基金没有 2004 年的数据, 代之以 2003 年的数据。
 法国没有 1990 年的数据, 以 1995 年的数据代替, 而保险公司和养老基金只有加总数据, 表中的数据就是加总数据。
 意大利没有 1990 年的数据, 代之以 1995 年的数据

从表中可以看出，机构资产的总量很大。英国、美国的资产总量基本上是 GDP 的两倍。七国集团在 1998 年的养老基金总值为 9.5 万亿美元，共同基金为 7.2 万亿美元，人寿保险为 7.2 万亿美元，机构总资产为 23.9 万亿美元，超过 1998 年七国 GDP 的总和 19.8 万亿美元。在 23.9 万亿美元的机构总资产中，美国的总资产就有 15 万亿美元。从表 5 也可以看出，截止到 2003 年底，OECD 国家的机构投资者管理的资产已经超过了 45 万亿美元，是同期 OECD 国家 GDP 的 150%。

3. 全球共同基金的增长一支独秀，美国占了半壁江山。ICI对1998-2005年间全球41个国家和地区的共同基金资产和数量进行了统计，结果见下表所示。截止到2005年底，全球41个国家和地区的共同基金总资产为17.77万亿美元，比1998年增长了85%，年均增长超过10%。1998~2005年间，美国的共同基金资产一直超过全球41个国家和地区共同基金总资产的50%，年平均为55%。近年来，随着其他国家的共同基金的发展，该比例有所下降，在2004年、2005年均均为50%。可见，美国共同基金的规模占全球的半壁江山。但美国共同基金的平均规模较大，其数量仅占全球41个国家和地区共同基金的15%。除了美国所在的美洲国家外，欧洲国家、亚太地区和非洲国家的共同基金增长速度也较快，1998~2005年间的增长幅度均超过100%。相比之下，欧洲共同基金占全球的份额比亚太地区和非洲国家要大得多，平均为30%，其中在2002年后有增加的趋势。在欧洲国家中，英国的共同基金所占的份额很小，仅为10%，而法国、意大利、西班牙、德国、卢森堡等所占的比重较大。

表7 世界范围内共同基金净值统计

| 年代 | 总计 | 美洲国家 | 欧洲国家 | 亚太地区 | 非洲 | 美国 | 英国 |
|---------------|----------|---------|---------|---------|-------|---------|--------|
| 共同基金资产（10亿美元） | | | | | | | |
| 1998 | 9594.55 | 5867.19 | 2743.23 | 971.98 | 12.16 | 5525.21 | 277.55 |
| 1999 | 11762.35 | 7264.67 | 3203.4 | 1276.24 | 18.24 | 6846.34 | 375.2 |
| 2000 | 11871.03 | 7424.11 | 3296.02 | 1133.98 | 16.92 | 6964.63 | 361.01 |
| 2001 | 11654.87 | 7433.11 | 3167.97 | 1039.24 | 14.56 | 6974.91 | 316.7 |
| 2002 | 11324.13 | 6776.29 | 3463 | 1063.86 | 20.98 | 6390.36 | 288.89 |
| 2003 | 14048.31 | 7969.54 | 4682.84 | 1361.47 | 34.46 | 7414.4 | 396.52 |
| 2004 | 16164.79 | 8792.45 | 5640.45 | 1677.89 | 54 | 8106.94 | 492.73 |
| 2005 | 17771.37 | 9764.27 | 6002.25 | 1939.25 | 65.59 | 8905.17 | 547.1 |
| 共同基金数量 | | | | | | | |
| 1998 | 50266 | 10376 | 20107 | 19592 | 191 | 7314 | 1576 |
| 1999 | 52746 | 11499 | 22095 | 18892 | 260 | 7791 | 1618 |
| 2000 | 51692 | 12676 | 25524 | 13158 | 334 | 8155 | 1766 |
| 2001 | 52849 | 13449 | 26821 | 12153 | 426 | 8305 | 1749 |
| 2002 | 54110 | 13884 | 28972 | 10794 | 460 | 8244 | 1787 |
| 2003 | 54569 | 13921 | 28541 | 11641 | 466 | 8126 | 1692 |
| 2004 | 55524 | 14064 | 29306 | 11617 | 537 | 8041 | 1710 |
| 2005 | 56863 | 13766 | 30053 | 12427 | 617 | 7977 | 1680 |

4. 养老基金投入到共同基金中的比例在逐渐增加。就全球的总量来说,近年来出现养老基金投资于共同基金的数量和比例增加的趋势。由于拉美国家在20世纪90年代才进行了养老保障制度的改革,养老基金的总量较小,而且拉美国家普遍对养老基金的投资范围实行严格限制。而亚洲国家养老保障制度改革也比较晚。这种趋势在拉美和亚洲国家体现得不明显,主要体现在美国。美国个人通过401(K)计划、固定缴费计划等持有共同基金。截止到2004年底,共同基金的持有者中,63%是通过固定缴费计划帐户(或同时以其他计划)来持有共同基金的,个人持有共同基金份额中的23%是以雇主发起的退休计划帐户持有的。在2005年底,共同基金的份额中,3.4万亿(占14.3万亿总退休资产的24%,剩下的10.9万亿资产由养老基金、保险公司、银行和经纪公司来管理)是养老基金,占共同基金总资产的40%左右。1991~2005年间,共同基金所拥有的养老基金从3220亿美元增加到34440亿美元,增长了9.7倍。

图1 1991-2005年间美国共同基金中的退休资产和 IRAs (单位:10亿美元)

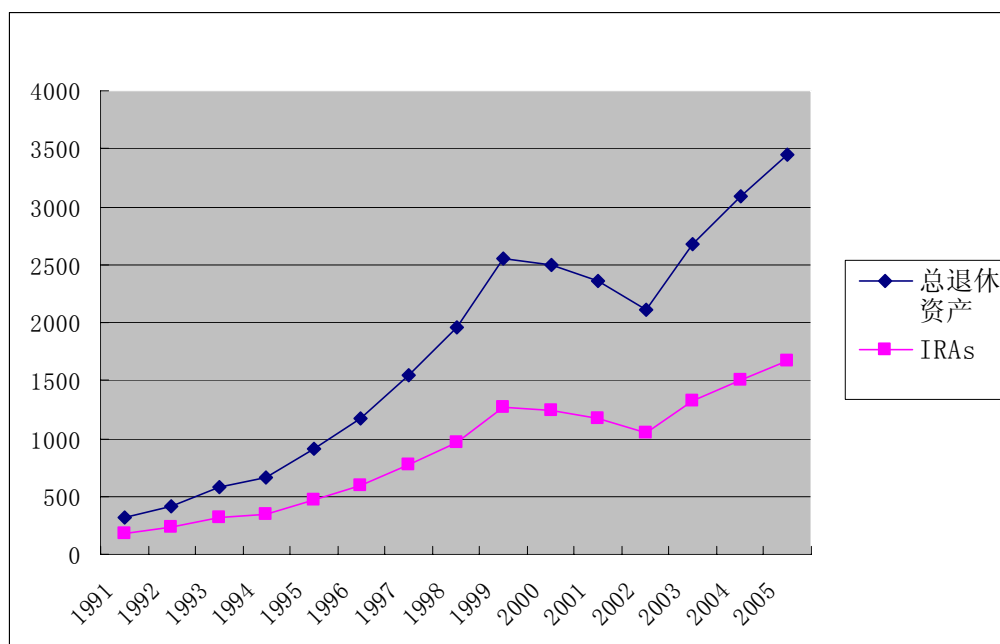
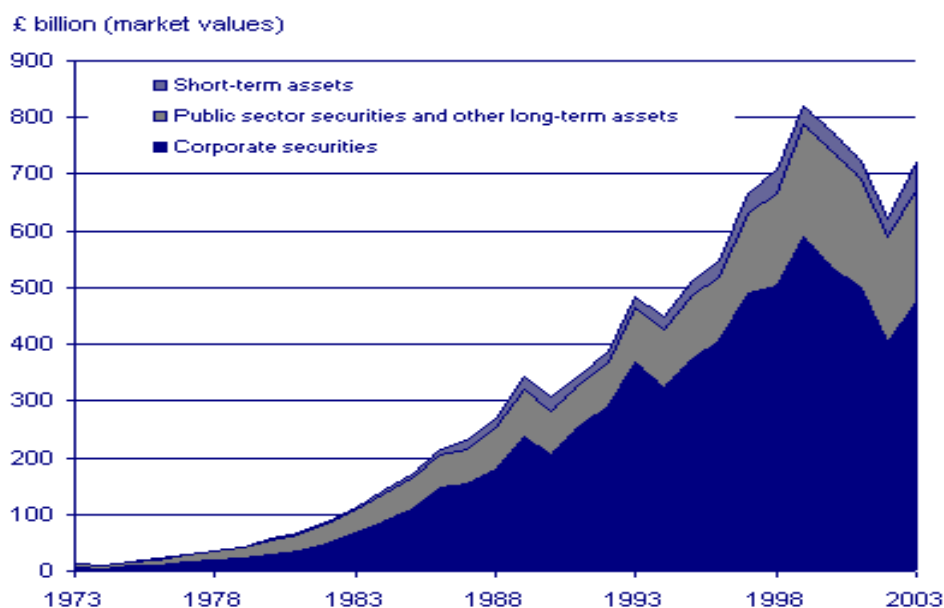


图 2 英国自我管理的养老基金资产持有情况（单位：10 亿英镑）



相对于美国，英国的共同基金规模不及美国的十分之一，也远远小于养老基金的规模，其拥有的养老基金数量和份额也很小。英国的养老金投资在公司证券上的比例较大，图 2 列出了英国养老基金在资产分配上的情况。

（5）美、英两国在全球养老基金中所占的比重较大，美国养老基金的增长速度较快，基金规模全球第一。从表 6 可以看出，美国和英国的养老基金和共同基金在工业化国家所占的比重较大。

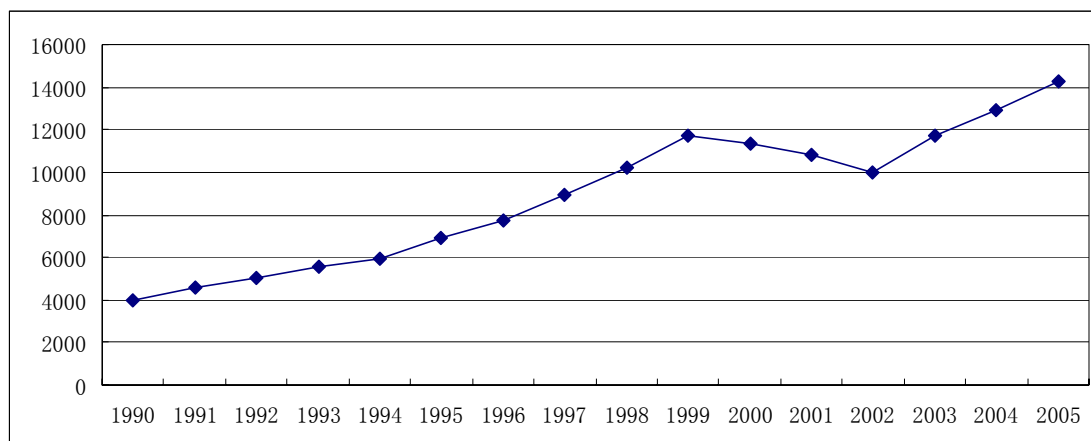
美国的养老基金。美国养老基金的增长速度和规模均超过了 GDP。1975~1985 年间，退休资产的年均增长速度为 16.8%，1986~1990 年间为 11.1%，1991~1995 年间为 10.3%，1996~2001 年间为 8.7%。2001~2005 年间为 7.19%，超过了同期美国的 GDP 增长速度 5.31%。美国 ICI (Investment company institute) 2006 年的年表明，截止到 2005 年底，美国退休市场的资产达到 14.3 万亿美元，超过美国家庭金融资产的三分之一，而同期美国的 GDP 为 12.49 万亿美元。在退休市场的资产中，由个人退休帐户 (IRAs) 和雇员主发起的确定缴费 (DC) 计划分别有 3.67 万亿的资产。而在 DC 计划中，401 (k) 计划拥有的资产就有的 2.4 万亿美元。

表 8 1990-2005 年美国退休市场发展状况

| 1990-2005 年美国退休市场发展状况 (单位:10 亿美元) | | | | | | | |
|-----------------------------------|-------------------|------|---------|-------|-------|------|-------|
| 年份 | IRAs | DCPs | SLGERFs | PDBPs | FDBPs | 年金 | 总和 |
| 1990 | 636 | 891 | 810 | 923 | 340 | 389 | 3989 |
| 1991 | 776 | 1060 | 894 | 1074 | 382 | 420 | 4606 |
| 1992 | 873 | 1161 | 974 | 1099 | 426 | 470 | 5003 |
| 1993 | 993 | 1320 | 1067 | 1213 | 468 | 519 | 5580 |
| 1994 | 1056 | 1407 | 1105 | 1305 | 512 | 523 | 5906 |
| 1995 | 1288 | 1713 | 1325 | 1492 | 541 | 570 | 6929 |
| 1996 | 1467 | 1953 | 1506 | 1613 | 606 | 605 | 7750 |
| 1997 | 1728 | 2335 | 1774 | 1783 | 659 | 628 | 8907 |
| 1998 | 2150 | 2621 | 1996 | 1928 | 716 | 778 | 10189 |
| 1999 | 2651 | 2978 | 2282 | 2117 | 774 | 878 | 11681 |
| 2000 | 2629 | 2921 | 2166 | 1951 | 797 | 891 | 11355 |
| 2001 | 2619 | 2655 | 2012 | 1723 | 860 | 977 | 10845 |
| 2002 | 2533 | 2334 | 1777 | 1446 | 894 | 980 | 9964 |
| 2003 | 2991 | 2865 | 2017 | 1717 | 959 | 1109 | 11746 |
| 2004 | 3336 ^e | 3228 | 2120 | 1846 | 1024 | 1208 | 12902 |
| 2005 | 3667 ^e | 3667 | 2800 | 1800 | 1100 | 1400 | 14300 |

注：IRAs—个人退休帐户，DCPs—确定缴费计划，SLGERFs—州和地方政府雇员退休计划，PDBPs—雇主发起的私人固定收益养老基金，FDBPs—联邦政府限定收益计划和联邦雇员节约储蓄计划。

图 3 1990-2005 年美国退休市场资产增长曲线(单位:10 亿美元)



英国的养老基金。根据英国统计局的统计数据，我们英国保险公司、自我管理的养老金、投资信托和财产信托的总资产，见表 9。从表中可以看出，英国养老金的份额比保险公司和投资信托的份额均要大，是它们总和的两倍多。但英国保险公司、自我管理的养老金、投资信托和财产信托的资产增长速度在 1998 年后比美国要慢得多，1998~2004 年间仅分别增长 28.67%、13.31%、66.70%。

表 9 1998-2004 年英国机构总资产状况 (单位: 10 亿英镑)

| 年份 | 保险公司 | 自我管理的养老金 | 投资信托和财产信托 |
|------|--------|----------|-----------|
| 1998 | 110.49 | 706.63 | 172.14 |
| 1999 | 114.49 | 820.95 | 221.9 |
| 2000 | 105.77 | 776.24 | 235.49 |
| 2001 | 112.34 | 722.39 | 215.31 |
| 2002 | 121.88 | 620.45 | 202.76 |
| 2003 | 116.55 | 719.64 | 262.03 |
| 2004 | 142.17 | 800.69 | 286.96 |

四、国外机构投资者的发展历史简述

(一) 机构投资者成长的早期情况

机构投资者的早期发展可以追溯到重商主义时代,地理大发现和金矿的发现促进了贸易的发展,出现了专门从事商业的商人阶层,随后出现了以商业精英为代表的重商主义学派,该学派认为国家财富的增长主要来源于对海外的商业盈余上。因此,增加对殖民地的开发是当时占主流地位的重商主义学派的一项长期主张。1868 年在英国诞生的世界上第一只投资基金——海外和殖民地政府信托基金(The Foreign and Colonial Government Trust),专项投资于英国政府为开发海外殖民地而发行的公债,是世界上最早的非银行机构投资者。1924 年 3 月,美国波士顿成立麻萨诸塞投资者信托基金(The Massachusetts Investors Trust)。这相当于美国最早的共同基金。

应该说美国和英国是机构投资者发展历史比较长的两个国家,两国资本市场的发展时间也较长,成熟程度相对较高。机构投资者在全球的发展历史,主要体现在这两个国家。

(二) 以美国为代表的成熟市场的机构投资者发展

根据各时期的发展速度、监管制度和行为特征, Davis (2002 年) 将美国机构投资者的发展分为四个阶段:

(1) 在 1929 年以前均为起步阶段,其发展速度非常有限。美国机构投资者很早就开始了在股票市场的投资活动,只不过早期持股比例较低,没有引起人

们足够重视。1900年美国各类机构投资者所持有股份占股票市场总量的比例(定义为总体持股率)仅为6.7%，1912年上升到8.1%，1929年进一步上升到9.6% (Kotz, 1978)。从1900年到1929年的29年时间里，机构投资者的总体持股率每年增长0.09%。在这一时期，美国诞生了机构投资者发展历史上的第一只基金，即前文提到的麻萨诸塞投资者信托基金。该基金的出现解决了困扰中小投资者由于资金量小而难以在资本市场投资的难题。在此之前，广大中等收入人群的投资渠道比较狭窄，只能局限于以银行储蓄和独立购买股票等有限方式投资理财，股票市场的大量投资成为少数极为富有人群的专利。然而，1929年发生的股灾暴露出了机构投资者行业发展的许多问题，20世纪30年代的大萧条、第二次世界大战的爆发也使机构投资者行业特别是基金行业遭受严重打击。

(2) 20世纪30年代至70年代为规范中的发展时期，该阶段各种法律法规颁布和出台。1929年灾难性的股市崩盘，在一定程度上引发了美国20世纪30年代的持续性大萧条。机构投资者行业也不能幸免，广大投资者承受的损失巨大，投资者信心严重不足。尽管有多方面的原因，但银行体系由于缺乏监管出现的信用膨胀所造成的投资过热，对20世纪30年代的经济危机(包括金融行业危机)起着推波助澜的作用。另外20世纪30年代前的证券市场，投机盛行，被会员控制的交易所从本质上来说是一个私人俱乐部，为交易所的会员牟取暴利，而不是包括公众投资者的利益。在当时缺乏有效监管的情况下，交易所的会员们勾结起来，不择手段地操纵股票，伴随着美国经济的增长，股市的不断飙升使人们已经忘记了什么叫做风险。危机爆发后，如何加强对包括机构投资者行业在内的整个金融业的监管，保护投资者利益，以重树投资者信心，成为摆在当时美国政府面前的迫切任务。在这样的背景下，自20世纪30年代开始，美国政府颁布了一系列法律法规用以监管证券市场和机构投资者的行为。主要的法律有：

①1933年的《银行法》(即《格拉斯——斯蒂格尔法》)。该法律直接规定了商业银行和投资银行分业经营的原则。对商业银行从此证券投资的证券种类、投资额度、信用业务范围进行了限定(如以自有资金投资证券的量不能超过自由资本和盈余总额的10%等)，禁止挪用一般客户存款进行证券投资等。

②1933年的《证券法》，明确了证券发行的注册制度和向投资者提供充分、准确、及时的信息披露制度等。

③1934 年的《证券交易法》，建立了美国证券市场监管的框架。在机构投资者方面，规定了共同基金的经纪人包括承销商和其他销售人员必须接受美国证监会的监管，并且受制于国家证券经销商协会（NASD）。

④1940 年的《投资公司法》和《投资顾问法》，是监管机构投资者行为的一部重要法律，尤其是对投资公司和投资顾问的基本架构和运营要求作出了规定。例如，规定了投资公司总资产的 75%以上用于证券投资，且对一家公司股票的投资资金不能超过总资产的 5%，持股不能集中（否则接受三重征税）等；对共同基金的投资行为进行了规范，要求其分散投资等；建立了投资顾问的行为规范等。

⑤1956 年的《银行持股公司法》，对银行的投资行为进行了规范，例如禁止银行从事工商业活动，对其持股和投资额度进行了限定。

这些旨在限制机构投资者在 1929 年前具有的无限自由度的法律体系，构成了美国机构投资者长远健康稳健发展的基础。虽然经济萧条和二战对机构投资者的影响很大，但自二战后，机构投资者的发展速度较快。1951 年至 1958 年的 8 年间，机构投资者的总体持股率平均每年上升 1.8375%，达到了 22.7%，到 1974 年已经增长到 33.3%（Kotz（1978））。

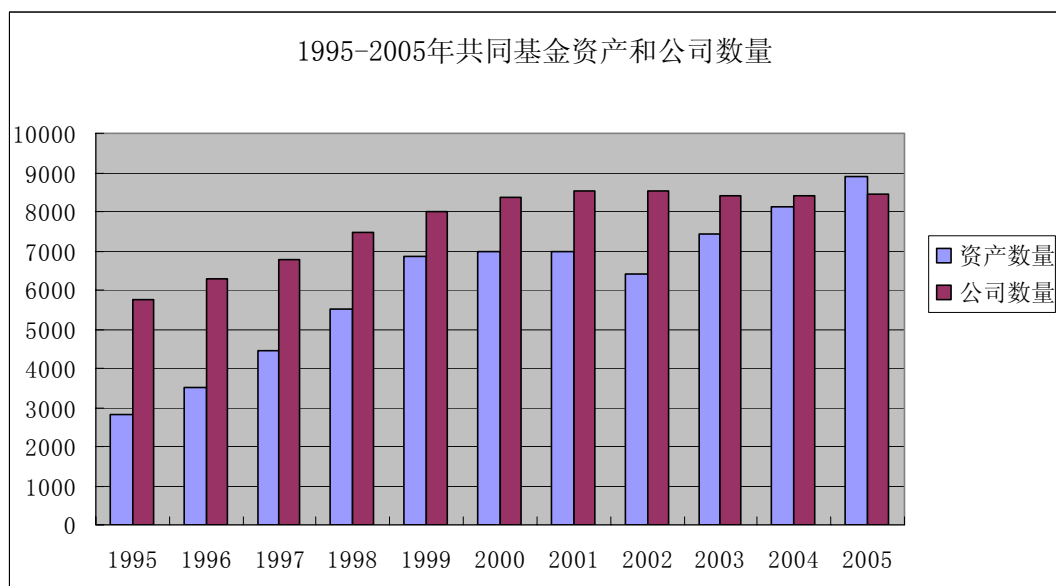
（3）20 世纪 70 年代以后的快速发展期。机构投资者的真正快速发展，在于近 30 年。由于人口出生率下降和预期寿命的增加、战后“婴儿潮”逐渐步入老年期等因素，如何建立社会保障体系成为美国政府的突出问题。美国政府为此在 1974 年颁布了《联邦雇员退休收入保障法》，在税收优惠政策下各相关的职工退休金和养老金方案逐步完善，尤其是 1996 年以来，美国政府颁布了引进多种新类型 IRAs 的法律。经济的增长以及在 2001 年颁布的税收救济调和法案（EGTRRA），大幅度增加了进入 IRAs 的 50 岁以上投资者的数量。在证券市场，基金品种日益增多，金融创新不断。这些促进了美国长期储蓄的增加，再加上机构投资者的固有优势和美国 20 世纪 90 年代以来证券市场的表现，通过机构投资进行储蓄的方式逐渐增加起来，这自然增加了机构投资者的需求，促进了机构投资者的发展。在这一阶段，促进机构投资者发展的其他因素还有：进一步的放松管制、美国经济的增长、技术进步导致的成本减少等。在这一阶段，养老基金获得了快速的发展，而退休金计划的实施和养老基金的发展也促进了其他机构尤其

是共同基金的快速发展。美国的共同基金也是增长迅速的行业之一。1970 年美国共同基金的规模只有 476 亿美元，到 1980 年其规模已经上升到 1348 亿美元，10 年间增长 2.84 倍。2000 年共同基金规模进一步上升到 69647 亿美元，是 1980 年的 51.67 倍。到 2005 年底，美国的共同基金资产已经达到 8.9 万亿美元，占同期 GDP 的 71%，远远超过其他基金的资产（而封闭式基金只有 2760 亿美元，ETF 有 296 亿美元，投资信托有 410 亿美元）。表 10 列出了 1995~2005 年间，共同基金的资产和数量增长状况。

表 10 1995—2005 年各种投资基金资产和数量

| 年代 | 资产总量(单位:10 亿美元) | | | | | 公司数量(个数) | | | | |
|------|-----------------|-------|-----|-------|------|----------|-------|-----|-------|-------|
| | 共同基金 | 封闭式基金 | ETF | UNITs | 总计 | 共同基金 | 封闭式基金 | ETF | UNITs | 总计 |
| 1995 | 2811 | 143 | 1 | 73 | 3028 | 5761 | 500 | 2 | 12979 | 19242 |
| 1996 | 3526 | 147 | 2 | 72 | 3747 | 6293 | 498 | 19 | 11764 | 18574 |
| 1997 | 4468 | 152 | 7 | 85 | 4712 | 6778 | 488 | 19 | 11593 | 18878 |
| 1998 | 5525 | 156 | 16 | 94 | 5791 | 7489 | 493 | 29 | 10966 | 18977 |
| 1999 | 6846 | 147 | 34 | 92 | 7119 | 8004 | 512 | 30 | 10414 | 18960 |
| 2000 | 6965 | 143 | 66 | 74 | 7248 | 8371 | 482 | 80 | 10072 | 19005 |
| 2001 | 6975 | 141 | 83 | 49 | 7248 | 8519 | 493 | 102 | 9295 | 18409 |
| 2002 | 6390 | 159 | 102 | 36 | 6687 | 8513 | 545 | 113 | 8303 | 17474 |
| 2003 | 7414 | 214 | 151 | 36 | 7815 | 8428 | 586 | 119 | 7233 | 16366 |
| 2004 | 8107 | 254 | 226 | 37 | 8624 | 8420 | 619 | 151 | 6485 | 15675 |
| 2005 | 8905 | 276 | 296 | 41 | 9518 | 8454 | 634 | 201 | 6019 | 15308 |

图 4 1995—2005 年美国共同基金资产和公司数量



除共同基金外，封闭式基金、ETF 等都获得了快速增长。1995~2005 年间，封闭式基金从 1430 亿美元增长到 2760 亿美元，增长了 1 倍。而 ETF 的增长速度则更快，资产量从 10 亿美元增加到 297 亿美元，增加了 275 倍，公司数从 2 家增加到 201 家，增加了 100 倍。

（三）拉美等国家机构投资者的发展简况

拉美国家机构投资者的发展很不一致。在一些国家，于 20 世纪 70 年代中期兴起的共同基金后来经历了由于不利的市场状况而导致的衰退。在养老基金方面，巴西和墨西哥在 20 世纪 70 年代就存在由雇主发起的养老金计划，但大部分拉美国家的养老金计划在 1981 年智利的强制性养老保障制度改革后才步入快速发展期的，而其他一些国家的养老基金的发展也借助于 20 世纪 90 年代私有化的变革。在保险公司方面，保险市场的渗透力较弱，保险费用占 GDP 的比不到 2%。随着私人养老保障制度的确立，这些传统上经营非寿险的保险行业日益重要起来，对那些实行强制的固定缴费（DC）养老金计划的国家，保险公司在年金市场和伤残险的提供方面担当了重要的关键性角色。同时，它们也利用私人退休金计划发展的趋势，提供其他的寿险产品。

1998 年底，10 个最大的拉美国家的机构资产有 3000 亿美元，几乎一半的资产由养老基金持有（1360 亿美元），共同基金持有 1480 亿美元，保险公司持有 350 亿美元。拉美国家机构投资者持有的资产只占世界上所有机构投资者拥有资产的很小一部分。作为比较，1998 年 OECD 国家中机构投资者持有的资产约为 30 万亿美元，其中一半以上是由美国的机构投资者持有。因此，从全球来看，拉美国家中，机构投资者持有的资产只有 OECD 国家的 1%。从资产占 GDP 的比例来看，拉美国家的比例小于 10%，而同期 OECD 国家的比例超过 100%。

表 11 拉美国家机构资产（单位：10 亿美元）及其占 GDP 比例

| 国家 | 养老金 | | 保险公司 | | 共同基金 | | 总计 | |
|-------|--------|---------|-------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 总资产 | 占 GDP 比 | 总资产 | 占 GDP 比 | 总资产 | 占 GDP 比 | 总资产 | 占 GDP 比 |
| 阿根廷 | 11.53 | 3.30 | 4.55 | 1.30 | 7.19 | 2.10 | 22.46 | 6.40 |
| 玻利维亚 | 0.33 | 3.90 | 0.04 | 0.50 | 0.24 | 2.80 | 0.62 | 7.20 |
| 巴西 | 78.31 | 10.20 | 9.43 | 1.20 | 121.70 | 15.90 | 182.03 | 23.70 |
| 智利 | 31.34 | 40.30 | 10.48 | 13.50 | 3.57 | 4.60 | 44.45 | 57.20 |
| 哥伦比亚 | 2.12 | 2.10 | 1.53 | 1.50 | 0.34 | 0.30 | 3.99 | 4.00 |
| 萨尔瓦多 | 0.05 | 0.40 | 0.10 | 0.80 | 0.00 | 0.00 | 0.15 | 1.30 |
| 墨西哥 | 10.59 | 2.70 | 6.73 | 1.70 | 14.00 | 3.60 | 31.33 | 8.00 |
| 秘鲁 | 1.70 | 2.50 | 0.41 | 0.60 | 0.36 | 0.50 | 2.35 | 3.50 |
| 乌拉圭 | 0.37 | 1.30 | 0.22 | 0.80 | 0.20 | 0.70 | 0.79 | 2.80 |
| 委内瑞拉 | 0.00 | 0.00 | 1.22 | 1.40 | 0.10 | 0.10 | 1.32 | 1.50 |
| 总(平均) | 136.34 | 7.20 | 34.72 | 1.80 | 147.71 | 7.80 | 289.49 | 15.30 |

在拉美国家中，巴西机构投资者持有的总资产占整个拉美国家的 60% 以上，而养老金占了近 50%，保险公司占近 30%，共同基金超过了 80%。这种比例情况如同美国在 OECD 国家中的情况。从国家行业的比重来看，智利具有最发达的养老金和保险行业，机构总资产占 GDP 的比重在 57%。

五、机构投资者成长的原因分析

（一）机构投资者迅速崛起的理论分析

为什么机构投资者能够迅速崛起，这是人们普遍关心的问题。许多学者也作了相关的理论分析和实证研究。Davis 和 Steil（2001）从机构投资者成长的供求关系角度进行了分析。贝政新和冯恂等（2005）从信息经济学和产业组织经济学的角度进行了理论剖析。万俊毅（2006）从分工和专业化、制度变迁、委托代理等角度进行了分析。本节在综合这些学者研究的基础上，从经济学理论角度简要分析机构投资者崛起的原因。

1. 基于分工和交易成本角度的分析。最早对分工进行深入研究的经济学家是亚当·斯密。随后经过李嘉图、巴巴基（Babbage）、沃尔克（Walker）和杨格

(Young)的进一步发展,分工理论日见完善。20世纪50年代数学上处理角点解问题的新方法出现后,一批经济学家(如杨小凯)将古典经济学中关于分工和专业化核心思想变成了决策均衡问题,使分工和专业化理论上升到一个新的高度。分工和专业化的经济理论表明:市场总量和分工水平两者不仅相互依赖,而且会产生良性互动,促进彼此的发展,但分工带来的好处并不能无限扩大,受到许多方面的制约(如目前理论界认为的三种:市场范围、交易费用、范围经济损失)。由于这些因素的制约,分工与专业化演进服从成本与收益的比较规律,只有分工演进的收益大于分工演进的成本时,进一步的分工演进才会发生。

机构投资者的诞生和成长可以用分工理论来解释:分工促进了包括金融市场在内的各种市场的发展,以及因生产效率提高而导致的人们财富的增加,后者又促进了包括金融市场在内的各种市场的进一步分工。随着金融市场的不断发展,例如规模扩大、产品创新层出不穷、市场结构日益复杂等,原来仅仅靠基本知识就能够达到目标的投资或交易,现在变得越来越难以实现,即完成一项交易的费用急剧增加,导致个人仍然按照以前的方式交易,将使收益的增加小于成本的增加。在这种情况下,如果存在某种新的分工,使按照这种分工产生的收益增加大于成本的增加,那么这种分工将会继续存在下去。专业化的机构投资者就是由于其适应社会分工的需求、产生的收益(包括专业化管理投资的收益、投资信息和技能的共享效应、投资对象扩大蕴涵的规模经济和范围经济效应等)超过了其存在的成本(包括投资知识和技能积累的学习成本、组织的运行成本、信息处理成本和市场交易成本等),而从原来一体化的市场中分离出来的。

如果机构投资者行业的进一步分工带来的收益增加超过成本增加,那么这种分工将会继续演进。就国际上成熟国家的经验来看,机构投资者行业的进一步分工和专业化,确实带来了收益的增加,主要包括降低交易成本、提供信息、风险管理等。为了进一步促进经济效率,人们可以发挥主观能动性,制定相关的经济政策、制度,完善相关规则体系来促进进一步的分工,但这种方式要符合经济活动的秩序和内在规律,即分工带来的效益增加和效率提高是基于市场竞争的基础之上的,像拉美等国家那种基于风险控制角度上的强制分工可能带来效率的损失和资源配置的低效率。

2. 基于制度经济学的分析。前文的分工演进假定经济或社会系统的外生变

量保持不变，经济系统中决策人是理性的，且以财富最大化为目标。而事实上，分工演进所处的制度是一个变量，好的制度能够为人类提供分配机制和风险共担机制，减少人类活动中的不确定性、降低交易成本、提供资源的配置效率。然而任何一项制度都由正式约束、非正式约束和制度的实施机制三部分组成，这三部分相互促进、相互制约，共同决定着一项制度的含义及其绩效。与其他要素不同，制度具有以下几个特征：①与劳动、资本和技术等之间存在一定程度的替代性相比，制度与其他要素之间不存在可替代性，因而制度短缺或制度不均衡容易成为一国或地区经济与社会发展的瓶颈障碍；②制度具有难移植性。意识形态刚性导致的非正式约束（习俗、文化传统及心智模式等）和制度的实施机制很难移植，致使制度在整体上难以移植；③非正式约束最不具有可比性，即使是解决同一问题的多种正式制度之间也难有可比性，很难说一项制度优于另一项制度；④针对某一特殊问题的不同地区之间的多种制度可能功能趋同；⑤制度变迁符合成本与收益的比较原则；⑥制度变迁具有路径依赖。

机构投资者的制度是一系列具体制度安排的集合，包括市场准入制度、组织制度、相机治理制度、交易制度和证券市场中的相关制度等，具有一般制度的内涵、特征及其功效。它通过一系列的规则来界定各类机构投资者的投资选择自由度，规范他们之间的竞争关系。由于制度的不可替代性，制度安排在机构投资者的发展中起到了至关重要的作用，是这些制度演进的结果，而制度演进带来了机构投资者功效的进一步发挥。这些促使各国按照诱致性制度变迁的路径，竞相完善相关制度，以达到快速发展机构投资者而又抑制其负面效应的目的。各国在完善快速发展机构投资者的制度过程中，都注重积极学习、引进他国的先进制度，导致关于发展机构投资者的正式规则（即法律、法规条文）之间日趋相同。然而，由于制度的非正式约束和实施机制在各国之间有所差异和制度的路径依赖性，再加上不同制度功能的趋同性，各国按照制度变迁的成本和收益比较原则，都针对性地保留和新设置一些具有本国特色的制度安排。

（3）基于产业经济学的分析。根据产业经济学理论，经济组织充分利用规模经济和范围经济能带来巨大的效用增加。机构投资者作为金融中介，能够聚集众多社会投资人的委托资金，从而与社会投资人相比，能够使投资活动的长期平均成本下降，因而投资收益能够递增，出现规模经济效应。不仅如此，作为股东，

机构投资者拥有股份增加使机构参与公司治理的单位成本下降，这也出现规模经济效应。另一方面，作为中介的机构投资者，虽然管理着不同的资产，但使用相同的人、财、物等要素。随着机构投资者聚集的资金增加，由于使用共同的生产要素导致成本下降，因而出现范围经济效应。与社会投资人相比，机构投资者的范围经济和规模经济效应使其在金融市场中具有明显的竞争优势。

以上是从经济理论角度进行的分析。从各国机构投资者发展的历史和金融市场的实践来看，机构投资者的出现和发展是由于其能够更好地履行金融市场的功能，而人口发展以及与之相关联的储蓄方式造成了对机构投资者的需求。

（二）机构投资者发展适应了金融体系完善功能的需要

全球金融体系发展经历了三个阶段，分别是银行主导阶段、市场主导阶段、证券化阶段。在银行主导阶段，银行在经济中扮演着统治者的角色。大多数金融机构通过银行来运营，而非金融公司的外部融资是以不可交易的银行贷款的形式获得的，银行会在必要时监督借款人的绩效并加以惩戒。目前，大部分新兴的市场经济处于银行主导阶段；在市场主导阶段，银行参与来自于其他机构的竞争，这些机构也提供储蓄媒介和融资产品。虽然银行是非金融机构的主要外部融资来源，但资本市场也开始发展，主要为政府提供债券融资，以及发行一定量的新股。银行传统意义上的指导作用下降，传统的银行贷款比重下降。家庭可以直接或通过机构投资者持有证券。而在金融创新方面，其他金融市场参与者起到了先导性作用，与传统的银行产品形成了竞争。交易和承销收入在收入结构中的比重逐渐增加，来自投资银行和机构投资者的竞争冲击又意味着交叉补助的减少。目前欧洲、日本和一些新兴的市场（例如智利），可能已经达到了这一阶段；在证券化阶段，金融市场（以评级机构、投资银行和机构投资者的形式）代替银行，承担了大部分收集和分配储蓄、监督和管理业务，金融资产在机构投资者的负债表中不断增加。新的金融产品得以发展，新的交易方式出现，不同风险的定价和交易分离，新的专业技能和机构投资者出现在金融市场。从银行的角度来看，这意味着交易、保险、咨询和资产管理活动占据了中心位置，而传统的银行业务失去了价值。美国、英国和加拿大可能已经发展到这个阶段、欧洲货币联盟将加快欧洲大陆的证券化进程。

从长远来说，以证券化为主导的金融市场功能最为全面，也是各国金融市场演进的必由之路。从目前情况看，机构投资者能够提供比银行和直接持有证券更有效的服务，机构投资者的发展使金融场所具有的如下功能得到了加强：

(1) 清算和结算支付功能。机构投资者的发展促进了交易清算和结算支付功能的便利，甚至影响了交易系统和结算系统。例如随着机构投资者管理资产数量的增加，机构投资者的交易和委托量也将增加。在这种情况下，机构投资者交易信息的泄露将导致机构投资者的交易效率降低，甚至出现巨大损失。针对机构投资者对完成大宗交易且能够隐蔽交易信息的需求，市场上出现了新的交易系统和平台，这些系统能够将更多的委托执行过程内部化，并使机构之间，机构与经纪商—券商之间可以直接相互交易。从而减少信息泄露的程度。更进一步地，满足机构投资者投资组合管理需求的交易方式和集合竞价交易系统¹也出现了，这些交易系统能够处理三维或更多维的杂的突发委托，使大量的市场参与者可以在交易实际完成前不向市场暴露任何信息的情况下，采用“经验法”来匹配委托。另一方面，机构投资者的发展促进了各证券交易所和交易设备提供商之间为改进交易效率的竞争。

(2) 提供了一种从单个家庭聚集基金的机制，有助于促进形成大规模不可分割企业以及为了分散化而采取的公司内部股票的拆细。聚集资金是机构投资者的基本特征，即在一定的规模经济条件下，他们比家庭更容易进行投资。这里的规模经济体现在，收集信息和专业研究等专业资产管理成本被多个家庭所分担，使每个家庭负担的成本显著下降。相对于个人来说，机构更容易对公司施加影响，而实际上许多国家缺乏对股东法律保护阻碍了家庭直接进行股票投资。而机构投资将许多个人投资者的资金聚集成大额资产，然后投资大额和不可分割资产。相对于个人投资者来说，机构投资者由于采取一整套专业化的投资管理和风险控制程序，更加娴熟的资产配置和证券选择技巧，具有较少的信息不对称性，采取比家庭更加多元化和更偏好股权的投资²，因而比个人投资者更容易投资。另外，机构投资者的发展促进了证券市场和权益的证券化。

¹ 例如，由太平洋交易所运营的 OptiMark，利用交易者对各种价格组合的“满意度”水平作为他们的委托规范的第三维。由道富公司拥有、波士顿证券交易所运营的确 Bond Connect 系统，可以进行多个证券的“组合价值投资”交易。

² 机构投资者投资组合的范围比个人要宽得多。在大部分情况下，比家庭持有更大比例的不确定性资产。例如，1998 年，英国的养老基金持有的股权占了投资组合的 68%（包括外国的股权），美国的情况是 64%。而同期个人股权投资分别是 15% 和 23%。

(3) 提供了在不同时期、不同地域和不同企业间转移经济资源的方法。机构投资者的发展为家庭最优分配资金和最有效利用提供了途径,促进退休金储蓄和公司融资。更重要的是,为急剧膨胀的养老基金对资源转移的需求提供了途径。例如,截止到 2005 年底,美国的共同基金为 14.3 万亿美元的退休资产提供了转移 3.4 万亿美元的途径(持有 3.4 万亿美元的养老基金)。机构投资者全球组合投资的幅度增长非常明显,促进了养老基金等经济资源的空间转移。表 12 是 OECD 国家全球投资组合的变化。从中可以看出,由 20 世纪 70 年代银行为主导的资本全球流动转变为证券占了 OECD 成员国流进和流出资本的 75% 以上。另外,可以从国际证券交易委员会(FIBV)会员国(所)中,外国投资者对上市公司持股比例的变化得到验证:持股比例从 1997 年的 19.6% 上升到 1999 年的 22.6%。

表 12 全球资本流动

| 份额% | 1975-1979 | | 1995 | |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 流出 OECD 成员国 | 流入 OECD 成员国 | 流出 OECD 成员国 | 流入 OECD 成员国 |
| 银行业 | 49.5 | 72 | 9.2 | 5.4 |
| 股票 | 5.1 | 3.2 | 35 | 35.7 |
| 债券 | 9.8 | 13.3 | 41.7 | 48.2 |
| 直接投资 | 35.6 | 11.5 | 14.2 | 10.7 |

资料来源: Davis & Steil (2001)。

(4) 提供了不确定性管理以及风险控制的方法。机构投资者使家庭和公司能够聚集和分担风险。管理风险的方法主要有三种:对冲、分散化和保险。机构投资者在他们的投资组合中尤其擅长使用衍生产品和其他的风险控制方式,引进和发展了许多相关的创新技术来满足金融机构的需求。同时将用于实际投资的运营资本(员工、工厂和设备等)从承受金融风险的风险资本中分离出来,有利于产品的专业化。

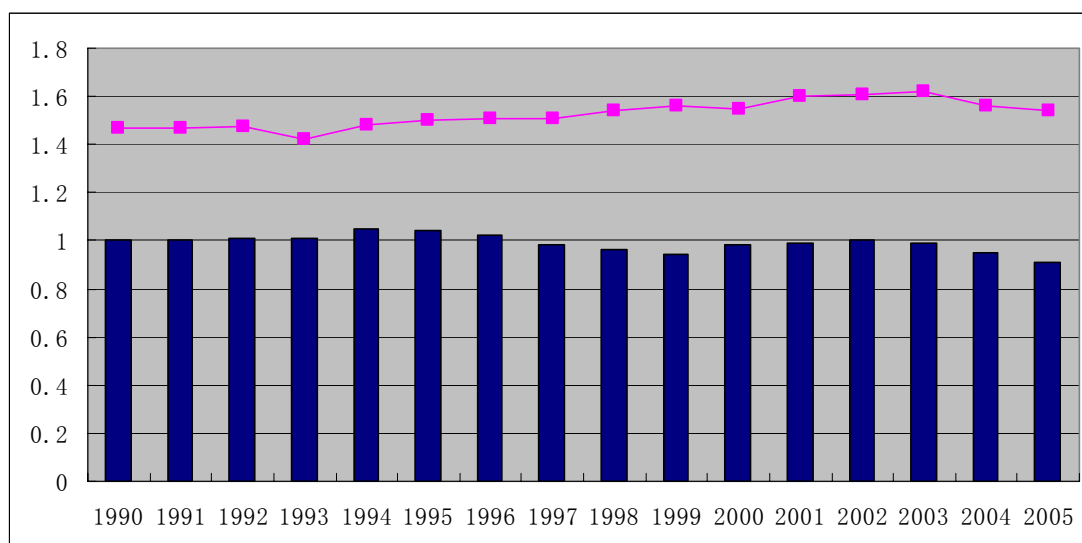
(5) 提供了价格信息,有助于协调不同经济部门的分散决策。机构投资者具有信息优势,向市场和家庭提供了有价值的信息服务,有利于他们的投资决策。

(6) 提供了处理激励问题的方法,尤其是机构投资者的发展促进了公司治理,从公司治理中的消极行为逐渐转向积极行为,从而更好地保护了股东的利益。这主要体现在机构投资者具有一定的规模并能够行使选举权,在处理公司治理问题上比单个的投资者更具有比较优势。例如,近十几年来,从 20 世纪 90 年代初

期迫使世界级大公司如 IBM、通用和西屋电器等更换最高首脑，到新世纪揭发世界通信等大公司的丑闻，机构投资者在公司治理领域颇有建树，日益成为该领域的一支重要力量。

(7)为家庭投资者提供广泛选择权和流动性保障，直接减少交易成本。机构投资者通过专营某些资产，在成本收益的基础上，为家庭提供符合其投资偏好的投资组合选择便利。而开放式基金为家庭提供了方便的按比例赎回机制，从而提供流动性保险。除此以外，机构由于能够聚集风险（如**保险公司的**情形），具有资本的支持（对**保险公司和养老金**而言），再加上运用流动性强、品质好的金融工具进行投资（对**货币市场基金**而言），从而为个人提供了某种程度的保险。历史上，中等家庭是通过个人直接持有证券来进行分散化投资，从而导致特别高的交易成本。但这种分散化程度是不充分的，不能够有效地降低风险。以美国为例，尽管佣金费用相对较低，但据 20 世纪 90 年代的早期数据推测：根据所持有规模的大小，具有 7 年持有期的费用年增长率为 1.2%~9.8%。对于 10 万美元的投资者来说，每年会导致 150~200 个佣金基点。在七国集团的其他国家这个数据会更高。而机构投资者则通过分散化投资来降低成本，例如在 1998 年，美国养老基金公司的管理费为 25 个基点，指数共同基金公司是 15 个基点，积极管理的共同基金公司为 100 个基点。随着机构投资者的发展和相互竞争的加剧，机构投资者可以协商更低的佣金成本和托管费用来增强这种优势。美国家庭投资股票共同基金的费用一直处于下降通道中，从 1980 年的 2.32% 下降到 2005 年的 1.13%，债券基金的费用也有同样的下降趋势。在美国，具有低费用（包括**销售费用和正在进行中的费用**）的共同基金很受欢迎。1990-2005 年间，投资者实际持有的股票基金费率比所有股票基金的费率要低，见图 5，其中的柱状图代表股票基金实际持有人按资产加权的平均实际费率，而点状曲线代表的是所有股票基金的简单加权平均费率。1990、1995、2000、2005 年，在所有股票基金的简单加权平均费率以下的股票基金资产占股票基金总资产的比例分别为 85%、84%、85%、89%。

图 5 1990~2005 年间股票基金持有人实际费率与平均费率



注：图中的柱状图代表股票基金实际持有人按资产加权的平均实际费率，而点状曲线代表的是所有股票基金的简单加权平均费率。

(三) 人口发展和机构储蓄需求对机构投资者的促进作用

人口发展导致的养老保障改革及其引发的对机构储蓄的需求大大增强了对机构投资的需求。(1) 就全球范围来说，两个因素导致了人口的老龄化。一是世界范围内的预期寿命的增加，另一个是出生率的下降。对于前者，在 1970-2000 年间，英、美等七国集团的平均寿命从 72 岁增加到 78 岁，而日本的平均寿命为 81 岁。根据世界银行为七国集团的预测，预期寿命将在 2030 年达到 83.3 (男) 和 90 (女)。根据英国的最新资料，英国 65 岁以后的男性平均寿命从 1950 年的 12 岁增加到目前的 19 岁，到 2050 年将增加到 21.7 岁。

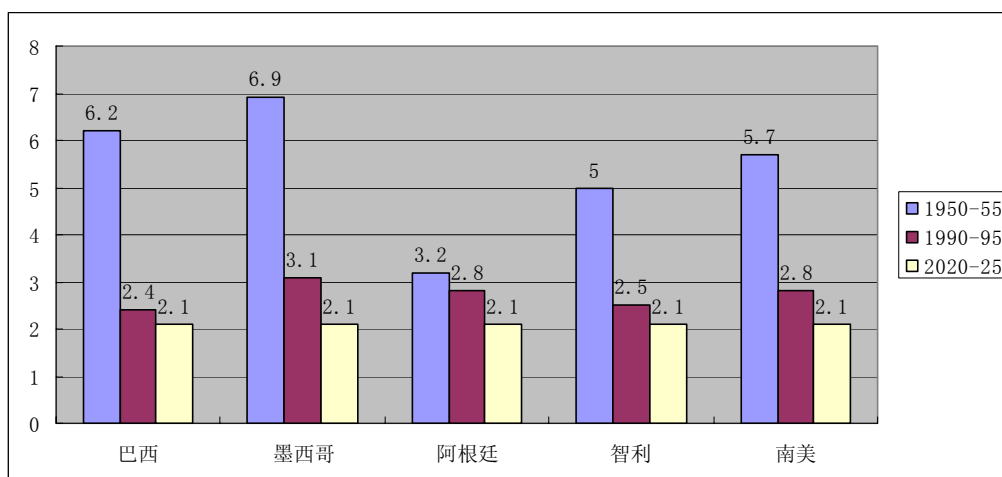
在人口出生率方面，近 30 年来，以新增加婴儿数占同期人口比例衡量的全世界人口出生率呈下降趋势，从 1950-1955 年的 3.59% 降至 1987 年的 15%。发达地区的出生率一直维持在很低的水平，几乎每 5 年下降 0.1%。全世界范围内的生育率从 1950-1955 年的 5.0 下降到 1990-1995 年的 3.0，估计到 2020-2025 年将进一步下降到 2.4。表 13 是英、美等七国的出生率。除美国以外，其他国家自 1970 年以来的出生率有所下降，2000 年德国、意大利和日本的生育率都特别低，2004 年日本的人口出生率仅增长 0.05%。只有美国 2.1 的生育率本身 (不包括移民) 能够满足人口稳定的要求。根据英国政府精算部门 2002 年开展的一项调查

研究，2022年后英国的人口出生率将增加到1.75%，但生育率必须维持在2.07才能维持英国人口的稳定。在欧盟，20世纪70年代出生的人比60年代少17%，而80年代又低了25%。在拉美国家，生育率下降最大的是巴西，从1950-1955年间的6.2下降到1990-1995年的2.4，墨西哥则从6.9下降到3.1。

表 13 七国集团生育率（每个妇女生育的孩子数量）

| | 1970-1975年 | 1980-1985年 | 1990-1995年 | 2000年 |
|-----|------------|------------|------------|-------|
| 英国 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| 美国 | 1.8 | 1.8 | 2 | 2.1 |
| 德国 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.4 |
| 日本 | 1.9 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| 加拿大 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.6 |
| 法国 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| 意大利 | 2.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

图 6 部分拉美国家生育率



以上两个因素带来了人口老龄化的出现，并且将进一步加剧。据估计，全世界65岁以上老龄人口占人口的比例从1960年的9.2%上升到1995年的10.5%，按照既有趋势，到2025年将达到15.2%。对上述七国来说，老年抚养率（65岁以上人口占总人口百分比）在1990年为21%，到2010年将变为25%，到2030年将增加到40%。目前日本有20%的人超过了65岁，而14以下的儿童则不足14%。英国政府精算部门2002年开展的一项调查研究表明，英国的老年抚养率将从27%增加到2050年的48%左右。

(2)人口老龄化带来了养老基金的强大压力。根据 OECD 的 Roseveare et al. (1996) 的预测, 1990-2040 年, 意大利、日本和德国的养老支出将增加至 GDP 的 7% 或更多, 日本将占到 15%。在意大利和德国, 如果政策不变, 养老金支付到 2040 年最高将达到 GDP 的 15%, 美国和加拿大将低于 10%。英国的养老金支付已经从 20 世纪 70 年代占 GDP 的 8.1% 增加到 2002-2003 年度的 9.5%, 如果继续维持现有的趋势, 那么英国的养老金支付将不会出现问题。Roseveare et al. (1996) 计算了到 2070 年为止, 七国集团未来养老金体系的社会保障折现债务 (表 14)。

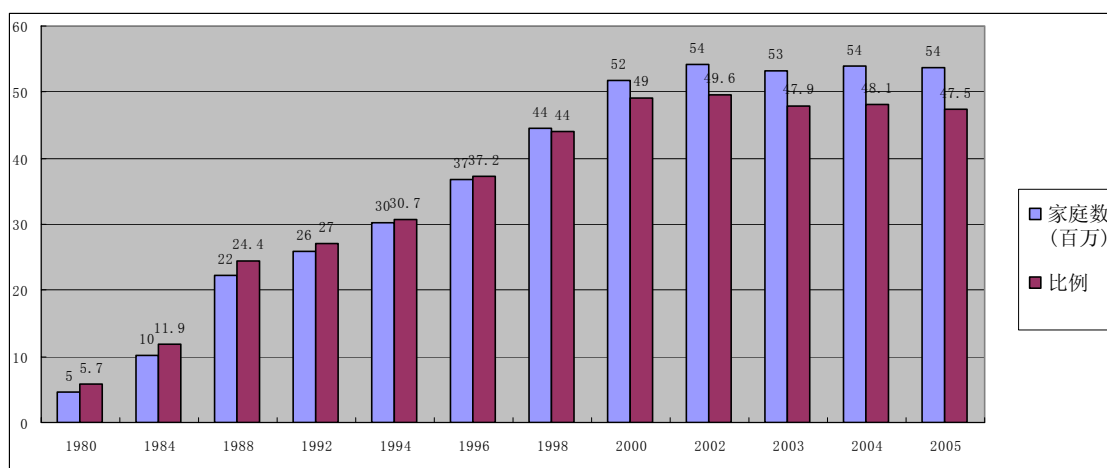
表 14 养老金负债的现值占 1994 年 GDP 的百分比 (OECD 估计值)

| | 养老金支付款 | 缴费 | 负债 |
|-----|--------|-----|------|
| 英国 | 142 | 118 | -24 |
| 美国 | 348 | 286 | -62 |
| 德国 | 299 | 192 | -70 |
| 日本 | 204 | 97 | -101 |
| 加拿大 | 318 | 216 | -102 |
| 法国 | 401 | 341 | -60 |
| 意大利 | 163 | 134 | -23 |

资料来源: Roseveare et al. (1996)。

以上仅仅是对欧美发达国家的统计。对于广大的发展中国家来说, 人口老龄化问题更为严重, 而发展中国家的养老保障制度改革却比较落后, 在南美国家中, 由于通货并不稳定, 而现收现付系统的养老保障制度并没有和通货膨胀联系起来, 导致参加养老金计划的人员承担高额的成本。在阿根廷, 1998 年养老基金的缺口已经达到 60% 左右。在 20 世纪年代才开始进行养老保障制度改革的拉美国家, 其改革的效果还没有显现出来。因此, 从全球范围来看, 人口老化速度加快, 给养老基金增加了巨大的压力, 但许多国家的养老保障制度改革并没有获得充分成功或者刚刚起步。

图 7 美国家庭拥有共用基金的数量变化（1980-2005 年）



（四）财富的增加也促进了对机构投资者的需求

根据 Davis 和 Steil (2001) 对 1970-1998 年间英、美等七国家庭资产和负债的统计, 发现家庭负债表中无论资产还是负债, 相对于 GDP 而言都在增长, 净金融财富也得以提高。从全球范围看, 财富积累也一直在增加。随着财富的增加, 家庭希望以长期、高收益、高风险的投资形式不断增加资产持有量。由于即使家庭以他们投资组合中很少的量来投资, 那么市场的流动性就能充分提供。由此, 家庭的投资不需要考虑流动性的影响。而机构投资者在金融服务中的优势, 尤其是提供传统银行所不能提供的在长期投资中分散风险的功能, 进一步促进了人们对安全投资需求的增加, 进而也提高了经纪业、基金管理业以及咨询业的重要性。

（五）完善的法律法规体系是机构投资者发展的前提

众所周知, 1929 年以前美国机构投资者在资本市场上兴风作浪, 联手操纵股价, 一定程度上阻碍了美国资本市场的发展, 同时其自身也没有获得发展。1929 年的股市崩盘和随后的经济危机, 美国制定了一系列规范 (机构) 投资者行为的法律, 如 1933 年的《银行法》、1933 年的《证券法》、1934 年的《证券交易法》、1940 年的《投资公司法》和《投资顾问法》、1956 年的《银行持股公司法》, 还有许多其他重要的法律法规 (如美国保险公司就受各州的法律管辖等)。与此形成对比是 20 世纪 90 年代拉美国家的养老保障制度改革。由于法律体系的不完

善，尤其是投资人保护法的不健全，导致养老保障制度改革对资本市场和机构投资者推动作用并不理想。

（六）放松管制和金融自由化对机构投资者发展的推动

严格的金融监管产生于 1929-1933 年的全球经济大危机之后。在当时的特定背景下，金融管制对维护市场信心、保护经济安全以及促进金融机构的发展，起到了至关重要的作用。但是，随着经济的发展，监管的弊端也日益显现出来：监管成本日渐提高；造成金融市场配置资源的效率大大降低；削弱了本国金融业的国际竞争力。在认识到了管制对于金融业发展的阻碍之后，1983 年，美国取消了利率管制。美国 20 世纪 90 年代在金融业的放松管制迈出了半个多世纪以来最大的两个步骤——取消了对金融机构在市场准入上受地理和产品两方面的限制。1994 年国会通过了《瑞格尔—尼尔法案》。这一法案正式结束了关于跨州经营和设立分支机构的所有限制。为了推倒隔离着证券和银行业的格拉斯—斯蒂格尔墙，有关利益集团和政治家们用了 25 年的时间，经过了 12 次的努力，耗费了数亿美元（The Economist, 30/10/1999）方才促成了《1999 年金融现代化法》又称格拉姆—里奇—布里雷法案（以下简称 GLB 法案）的通过。GLB 法案废除了格拉斯—斯蒂格尔法案中最核心的两个条款，即禁止国民银行和州成员银行设立以经营证券业务为主的附属机构和禁止国民银行和州成员银行与证券经营机构拥有共同的管理人员、工作人员和董事的规定（Section 20 & 32, Banking Act of 1933）。这意味着，美国结束了金融分业经营制度，开创了金融发展的新纪元。在英国，1986 年的大爆炸式金融改革不仅取消了股票和债券交易的固定费率制度，而且引进了新的证券交易方式、取消了经纪商（broker）与特殊交易商（jobber）区别。此外，伦敦证券交易所还允许国外公司 100% 拥有其会员的股权。

孕育了多年并于 1986 年通过的欧盟《单一市场法案》在 1992 年正式生效，从而消除了欧盟国家之间在人力、货物、服务和资本跨境流动上的障碍。而 1989 年通过的《银行业协调指引之二》大大解放了金融和贸易的跨境服务。它规定了金融机构的银行业务执照可在所有欧盟国家通用，终止了对跨境设立分支机构的银行的额外资本要求，协调了不同国家对最低资本水平的要求，同时还限制了母国监管者对金融机构设立分支机构和产品交叉的限制的权力。更重要的是，它将

全能银行确定为一个欧盟的标准,任何国家如果不遵守这种标准将会使其本国的银行面临着不利的竞争地位。此外,旨在建立统一证券市场的一系列有关证券机构的规定也相继出台。由于欧洲一些主要国家在传统上对金融机构并无产品上的限制,因而从理论上讲,跨境服务的障碍的清除实际上基本消除了欧盟国家金融机构在该地区范围内的市场准入的所有限制。

日本在 20 世纪 90 年代也进行了旨在放松管制的金融改革,通过修订了《证券交易法》和《银行法》在内的相关法律规定,放松了对外国公司在日本证券市场上的业务限制,并取消了有关银行、证券分业的规定。

总体来说,放松监管的重要内容包括(参见 Edey 和 Hviding (1995)): (1) 放弃利率控制或者固定汇率联盟; (2) 放弃对信用扩张的直接控制; (2) 取消对设立外国机构的限制; (3) 货币、债券和股票市场的发展和完善; (4) 取消分割金融市场的限制; (5) 放松对金融服务费用和佣金的限制。

表 15 放松监管的途径

| | 1960 年 | 1980 年 | 1987 年 | 1990 年 | 1995 年 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 英国 | IEC | IC | | | |
| 美国 | I | I | I | | |
| 德国 | I | | | | |
| 日本 | IEC | IC | IC | IC | |
| 加拿大 | I | | | | |
| 法国 | IEC | IEC | IE | | |
| 意大利 | IEC | EC | EC | E | |

I=利率控制, E=外汇管制, C=对信用扩张的直接控制

放松管制的目的不是放松所有的监管,而是将监管重心从结构化向审慎化的转变。监管放松的主要动机是: (1) 促进竞争(因此可以减少金融服务的成本); (2) 便利私人部门的信用途径; (3) 改进金融价格确定和资金配置的效率; (4) 来自竞争监管当局的清除市场垄断的压力; (5) 保持国内市场和机构竞争力的愿望; (6) 增强灵活性和对客户的反应能力; (7) 促进金融创新; (8) 维持一个现有市场,以增加政府债券的销售; (9) 保持体系的稳定,防范过度风险投机。

放松金融管制,大大推动了美国的国家金融业的发展,也带来了机构投资者的大发展。主要包括如下几个方面:

(1) 监管当局放松监管的目标是完善金融市场的功能,而这一目标却由于放松管制促进了机构投资者的大力发展而达到。

(2) 促进了金融机构的大型化和全能化趋势，使金融界涌现出一批超级巨无霸，并伴随着金融寡头的复兴和金融超级市场的诞生，进一步促进了金融市场的机构化趋势，同时使机构获得规模经济和范围经济。在美国的资产超过两千亿美元的有 6 家银行，其中前三家最大银行控制了美国全部银行资产的 48%。

(3) 促进了金融服务业中机构投资者的发展。放松金融管制向金融服务业提出了提供全球化金融服务的要求。国际贸易的发展需要金融机构提供结算和融资服务的需求，国际投资（包括直接投资和证券投资）也为金融机构的多样化融资服务和咨询业务提供了巨大的施展空间。

(4) 为机构投资者通过全球化和分散投资配置资源、降低风险提供了途径。汇丰银行近几十年来大力扩展其在美国、欧洲和中东的市场，除了因应全球化经济发展的趋势外，一个重要原因也是降低风险（包括经济的和政治的）。其始于 1986 年并于 1992 年的米德兰银行收购案就是一个例证。它通过这次扩张将业务中心西移，将公司总部从香港迁至英国并在伦敦证券交易所上市，其中一个不言的背景恐怕与香港回归及此前充满变数的中英谈判不无关系。而 1997 年亚洲金融危机中汇丰银行受到较小的影响也应是其资产已经较大幅度地全球化的结果（Au et al（2000）、Wu（2000））。

(5) 放松监管使通过全球化投资获取高风险的投资收益成为一个重要途径。许多发达国家的大型金融机构（如欧洲的大型保险公司和资产管理公司、美国的大型投资银行）近年来大力发展在新兴市场的业务，已经并将更大地分享新兴市场高速成长的成果。比如，从 1990 年到九十年代中期，资本市场上流入发展中国家的 FDI（国际直接投资）占全球的比重从 15% 增长到 40%；证券投资的比重则更是由 2% 增长到 30%（BIS Review 96/1998, World Bank, 1997）。这一过程中受益最多的除发展中国家外，还有为国际资本流动提供服务的跨国金融机构。

(6) 促进机构投资者的创新。全球范围内加速进行的金融管制放松，一方面使得金融机构之间的竞争加剧，从而激励了金融机构通过产品创新来增强竞争力和保持原有的市场地位或占有新的市场；另一方面，管制放松的使金融创新的空间被巨幅放大。创新促进了消费者对多样化的金融资产如单位化的保险合同、共同投资基金等等的需求，这反过来又进一步促进了金融创新的加强。又如，金融服务业不仅在创新手段上（包括产品设计和交易能力）大大提高、成本大大降

低,而且更重要的是,金融服务的方式上发生了巨大的变化——出现了电子金融。

(7) 促进了机构投资者的竞争加剧与产业集中。金融管制的放松和技术进步使市场的边界和壁垒逐步消失、竞争更加激烈。而竞争的结果已经并将继续呈现出一种金融产业内逐步集中,并以美国金融机构和美国模式为主导的一种局面。同时,来自国外的竞争者与当地机构在本土的竞争加剧,以及本国机构在国际竞争市场参与竞争的机会增强。从《财富》杂志 2000 年全球 500 强中金融类机构来看:在证券类机构中,所有进入 500 强的 5 家证券机构,销售收入最高的前 4 名均为美国公司;而进入 500 强的多元化经营的金融服务机构 6 家全部都是美国公司;在资产管理方面也是如此;只有保险类机构美国不占统治地位 (Fortune, 24 July 2000)。即便是在日本这样一个巨大的金融市场上,虽然国内有众多资产和资本规模庞大、营业收入颇丰的金融机构,其证券发行和收购与兼并业务中仍然是以美国公司(如花旗集团、美林公司等)为主。

与此同时,处在严格管制下的中国金融机构,还不得不靠财政注资来为其化解风险。这样下去,不仅会阻碍中国金融业的发展,也会影响中国经济的发展。

(七) 养老保障制度改革给机构投资者发展带来的机遇

从发达国家尤其是美国的经验来看,我们应当明确一个历史事实:现代金融市场变革的重要推动力来自于养老保障制度的变革。养老保障制度的变革、创新是现代金融市场不断发展、完善的重要推动力。发达国家尤其美国的养老基金制度改革是机构投资者得以发展的重要推动力,而其他国际和地区的养老保障制度改革将给机构投资者的发展带来机遇。

1. 养老保障制度的目标。养老保障制度的具体设计在各国家之间是存在差异的,但其目标主要有两个:一是通过某种形式的养老保障供给平台向那些状况不好的人重新分配资源,以减少退休时的贫困。在大部分发达国家,这是通过现收现付方式来实施的,资金来源于税收和社会保障缴款;二是通过建立某种程度的养老补充供给,保证大多数人在退休的时候能得到合理程度的收入替补,但所要达到的目标和实现方式在各国家不同³。

³许多欧洲大陆国家强制规定平均每个有收入者的替补率为 70%,美国和澳大利亚的强制替补率较低为 40-50%。虽然大部分国家运用现收现付方式完成收入替补目标,但瑞士和澳大利亚通过施行养老金补充存款来达到同样的目标,丹麦和荷兰已经通过工会代表工人与资方代表达成的协议,建立了准补充和基金型收入相关(earning-related)制度来达到同样的目标。

2. 美国的养老保障制度及其带来的机构投资者变化。美国的养老保障制度在全球最为发达，研究美国养老保障制度改革对机构投资者的推动作用，对我国有重要借鉴作用。

(1) 美国的养老保障制度改革。美国的养老保障制度建设起始于 20 世纪 30 年代，1935 年美国通过的《劳动保障法》为养老保障制度发展奠定了基础。20 世纪 50 年代以来，美国进行了一系列的养老保障制度改革，颁布了一系列的法律，主要包括：1948 年 4 月，美国劳工关系局发布法令，宣布公司雇员有权通过工会组织要求雇主提供养老保障，建立养老基金；1974 年颁布了《联邦雇员退休收入保障法》，形成了传统的个人退休金帐户（IRAs）计划；在 1978 推出了《税收法案》，出现了 SEP 个人退休金帐户；1986 年出现了税务改革法，出现了 SAR—SEP 个人退休金帐户；1996 年颁布了《小企业工作保护法》，出现了简单个人退休金帐户（Simple IRAs）；1997 年又颁布了《纳税人救济法案》，出现了 Roth 个人退休金帐户(Roth IRAs)。2001 年通过的《经济增长与减税调和法案》将 401(k) 计划的特点与 Roth 个人退休金帐户的特点相结合，鼓励雇员以税后收入进行储蓄。近来，美国又创造了一个新的概念和养老金工具(KSOP)，它是将 401(k) 计划与 ESOPs 计划结合在一起。

(2) 美国养老保障制度改革对资本市场和机构投资者发展的推动。美国养老保障制度的改革，带来了一系列的变化，主要体现在四个方面：一是公司雇员（通过工会组织）获得了对养老基金合约的谈判权；二是养老基金从最初的单纯的“收益固定型计划”转向了“收益固定型计划”与“投资配置型计划”并存的格局。“投资配置型”养老金计划是指规定受益人定期向养老金账户不断追加投入的义务，但不承诺最终的收益。这一变化不但在相当程度上影响了证券市场的投资理念、投资风格、投资组织形式，而且在相当程度上保证了资金不断地、定期地注入美国证券市场，对美国证券市场提供了强有力的稳定机制；三是投资决策模式出现分散化、平民化趋势。在原有的单纯“收益固定型”养老基金计划模式下，美国养老基金的投资决策高度集中在数千名投资管理者的手中。在“投资配置型”养老基金计划模式下，美国有超过 3500 万养老金持有人要直接参与投资决策，他们直接代表着数千万美国家庭以及接近一半以上美国人口的投资计划。“投资配置型”养老基金计划从根本上变革了美国证券市场上的投资决策模式，对美国

证券市场上的制度性变革起到极大的推动作用。这一变化对美国基金市场的高速扩展给予了最为有力的推动,使美国基金市场在 20 世纪 70 年代后以前所未有的形式、速度、广度和深度发展起来;四是养老基金合约对股票投资比重的规定不断放宽。过去 50 年间,美国养老基金经历了一个从基本上禁止投资股票到允许投资股票且投资比重不断提高的过程。美国养老基金持有股票的资金数额以平均大大超过股市升值速度的速率增长,公营部门养老基金的股票投资比重已超过 50%,其余大体在 30%—40%之间。现在,美国养老基金已成为美国股票市场上最主要且最稳定的资金来源之一。下表列出了 1991-2005 年间投资于共同基金的退休资产情况。从表中可看出,退休计划占共同基金总资产的比重现已从 1992 年的 25% 上升到 2005 年底的 38.7%。共同基金拥有美国退休计划资产总规模从 1999 年的 16% 上升到 2005 年的 24.1%。今后一段时间内,退休市场仍将在美国共同基金业发展中发挥重要作用。

表 16 投资于共同基金的退休资产情况(1991-2005 年)(十万亿美元)

| 年份 | 总计 | 雇主发起的 退休金计划 | IRAs |
|------|------|----------------|-------|
| 1991 | 321 | \$135 | \$186 |
| 1992 | 418 | 184 | 235 |
| 1993 | 581 | 263 | 318 |
| 1994 | 664 | 319 | 345 |
| 1995 | 913 | 444 | 469 |
| 1996 | 1170 | 581 | 588 |
| 1997 | 1540 | 771 | 769 |
| 1998 | 1947 | 980 | 966 |
| 1999 | 2533 | 1276 | 1257 |
| 2000 | 2475 | 1249 | 1227 |
| 2001 | 2337 | 1181 | 1155 |
| 2002 | 2077 | 1047 | 1029 |
| 2003 | 2565 | 1356 | 1300 |
| 2004 | 3053 | 1566 | 1487 |
| 2005 | 3444 | 1776 | 1668 |

3. 全球范围内的养老保障制度改革及其对机构投资者发展的影响。从全球范围看,养老保障制度改革不可避免,将为机构投资者的发展提供更广阔的空间。

20 世纪 70 年代以来,无论是发达国家还是发展中国家,先后都走上养老保障制度改革的道路。在 20 世纪 70 年代的改革中,英国形成了三支柱养老体系的

雏形，但大部分国家还是起步阶段。在 20 世纪 80 年代属于养老保障制度的发展时期。英国的撒切尔政府进行了广泛的私有化改革，而美国也大幅度削减社会福利开支。随后，比利时、法国、荷兰等欧洲国家开始了养老保障制度改革，都相应地鼓励私营养老计划的发展。同时一些发展中国家也开始了改革，智利于 1981 年对原国家管理的现收现付制度进行彻底的改革，建立了私营帐户养老保障制度。进入 20 世纪 90 年代，发达国家开始跨越新自由主义盲目削减福利的政策，推行积极的福利政策，养老保障制度改革进入了一个新的时期。这一时期改革的核心内容是：进行渐进改革以完善原有的现收现付的国家养老保障计划，主要是提高退休年龄，增强养老保障计划的融资能力和支付能力，同时积极发展其他支柱，特别是积累制的养老金计划。在英、美等国，国家养老保障制度的规模被限制在“基本保障”的水平上，同时，私营养老保障制度获得了长足发展。在瑞典、丹麦等北欧国家，确定收益的积累制养老金计划得到了加强和发展。在德、法等欧洲大陆国家，职业养老金计划的作用也开始受到重视。此外，瑞典、意大利、波兰、拉脱维亚、蒙古和吉尔吉斯斯坦等六个国家于 20 世纪 90 年代中后期引入了一个新模式——名义账户制度。同时，在国际货币基金组织、世界银行等国际组织的推动下，发展中国家养老保障制度改革也呈现新的景象。拉美国家纷纷效仿智利的经验，20 世纪 90 年代开始了养老保障制度的私有化改革。苏联和东欧在巨变后，一方面大幅度削减原有的国家养老保障计划，另一方面开始发展其他支柱的养老保障计划。东南亚国家以新加坡为榜样，建立并不断完善中央公积金制度。不过在南亚、西亚和非洲却出现了一个新的趋势——由养老公积金制度向确定收益型现收现付制转换，例如印度和坦桑尼亚。

然而，刚进入 21 世纪，国际养老保障制度改革的风向似乎又发生了改变。在美国，随着小布什坐上总统宝座，新保守主义又占据上风，大规模的减税和削减福利的措施相继出台。在欧洲，随着经济增长停滞不前和失业率高居不下，德国、法国、意大利等国都不得不采取社会保障改革措施，在一定程度上削减了社会福利待遇。在拉丁美洲，随着巴西、阿根廷、委内瑞拉等国的左翼政府上台，强调公平特别是消除贫困再次成为政府的政策重点。这些国家开始反思私营养老保障制度的缺陷，并正寻求采取措施解决由此而来的贫富差距扩大、部分老年人贫困化等问题。

从上文中可以看出，至少到目前为止，国际养老保障制度改革的方向还是不确定的，或者说，根本不存在所谓的养老保障制度改革的国际趋势。但是，随着人口老龄化的加重，以及现收现付制度的缺陷，各国的养老保障制度将面临很多问题，即使是美国这样的市场也出现“2034”养老保险大限的问题（如果不进行改革，到2016年将收不抵支，2034年无法提供保证的保障水平）。另一方面，各国政府的公共支出将越来越大，见表17。如何解决养老保障是摆在各国面前的重要问题。然而，由于养老保障制度改革与经济发展状况紧密相联，受一国的人口状况制约。而各国的政治文化差异对制度模式的选择产生重要影响，同时执政者的政治主张会对养老保障制度改革产生最直接的影响。此外，各国养老保障制度改革还受其他一些因素影响。这些都影响着一国养老保障制度的改革。

在21世纪，面对各国出现的养老保障制度问题，各国在寻找、构筑适应本国经济发展的改革方案。美国布什总统从2001年起着手养老保障制度改革，计划在任期内实现改革方案。该方案的总体思路是通过建立个人账户并将其账户个人资产投资股市来解决养老保障资金问题。这种方式将带来对专业资产管理的需求，因而促进机构投资者的进一步发展。目前，通过这种方式将由政府承担风险转变为与广大的投资者共担，很可能是未来的一种趋势，因此，全球机构投资者的发展空间将更大。

表17 长期公共支出占GDP的国际比较

| | 2009年或者最近 | 2050年 |
|------|------------|-------|
| 澳大利亚 | 14.2 | 13.6 |
| 比利时 | 8.8 | 13.0 |
| 丹麦 | 5.5 | 7.8 |
| 芬兰 | 12.3 | 15.2 |
| 法国 | 12.9 | 14.5 |
| 德国 | 10.9 | 13.8 |
| 希腊 | 12.3 | 22.6 |
| 爱尔兰 | 4.1 (2008) | 7.7 |
| 意大利 | 13.6 | 14.4 |
| 卢森堡 | 7.5 (2008) | 9.3 |
| 荷兰 | 5.2 (2008) | 8.3 |
| 西班牙 | 8.0 | 13.0 |
| 瑞典 | 8.6 (2008) | 9.4 |
| 英国 | 6.8 (2008) | 7.7 |

资料:欧盟委员会(2005): EMU中的欧洲公共金融经济, 欧洲经济 n⁰3/2005

（八）技术进步和金融创新对机构投资者发展的推动

以计算机技术、通讯技术包括网路技术为代表的信息技术的飞速发展，使得金融机构的管理成本和交易成本大幅度下降，而且跨国经营的风险控制也更容易实现。事实上恐怕没有任何行业能够比金融业更受惠于信息技术的发展。随着产品的不断创新，金融产品的差异已不似当年一样明确，而技术进步特别是互联网技术的发展使得市场壁垒大大降低，金融机构相互进入对方的经营领域而提供更广泛的金融服务（如银行支付与存贷款、证券经纪、投资管理与保险销售等等）几乎不用增加任何成本。同时，互联网技术和交易系统的进步，使得交易成本大幅度下降，交易效率大幅度提高，同时也出现了专门从事电子化中介服务的公司，如 e-banks 或 online banks、E*Trade、E*Loan 等等。近来 E*Trade 公司和成功地将自己由传统型机构转化为网上经纪商的嘉信公司（Charles Schwab）对证券经纪业务的革命性改造，使得他们的交易成本在三年内就下降了 90%（Arthur Anderson, 2000a）。另一方面，从美国来看，信息技术革命的主要得益者和推动者就是 NASDAQ 市场，而由于 NASDAQ 股价的飙升，美国机构投资者持有的股票市值大幅度上升，共同基金等机构也获得了较大的收益，进一步吸引了养老基金投资共同基金的比例和资金量，从而机构投资者的力量得到进一步壮大。

金融创新推动了机构投资者的发展，同时机构投资者也推动了金融市场的创新。首先，机构投资者规避风险的需要增加了对衍生品的需求。例如，固定收益养老基金的豁免战略提出了对固定存续期证券以及指数期权和期货的需求，英国养老基金引入最低资金规定，增加了衍生产品在防范短缺风险中的应用。欧盟国家 61% 的养老基金公司和保险公司直接通过外部基金管理者使用衍生工具，其中 75% 是为了有目的的资产配置，50% 是为了规避现金风险（李季、王宇（2002））；其次，机构投资者不断进行产品创新，20 世纪 90 年代以来，英国养老基金业推出了一系列创新品种，主要包括：个人股票计划（PEP）和个人储蓄帐户（ISA）、伞型基金与分割资本投资信托（SPLITS）、风险投资信托 VCT 等。而美国的共同基金则推出了一揽子股票转托凭证（XXDR）、资产证券化产品、REITS、对冲基金等等；第三，交易组合手段的创新不断涌现。例如投资保险或豁免技术（Contingent immunization）、各种对冲技术、限制投资国外证券的拉美国家养

老基金管理者发明的类似于投资国外证券的组合技术等等。

以美国的共同基金为例。在美国养老保障制度的革命性变化中，美国共同基金市场通过创新提供丰富多样的基金产品，满足了养老基金多样化的投资需求，为养老基金的资金源源不断地注入证券市场提供了顺畅的通道，同时也由此为自身的发展获得了前所未有的广阔空间。在服务创新方面，首先，基金业不仅改进了原有的服务设施，而且还提供了新的服务类型，例如提供 24 小时电话查询，按键电话查询、改进帐户报告和信息传送等服务项目，个人电脑业务等。多种多样的服务保证了基金业成功进入美国的退休市场；其次，充分的信息披露和信息提供方便了投资者的决策；第三，拓宽销售渠道，提供更便宜的买卖和选择渠道。在美国基金销售中一些贴现经纪商推出极富创意的“共同基金超级市场”，允许投资者从这种超市购买一系列分属不同基金家族的不同基金，并且可以获得一张综合帐单。投资者不必付销售费用，而由基金公司对贴现经纪商销售基金给予补偿。共同基金超级市场深受投资者的喜爱。在产品方面不断创新是美国共同基金业的突出特点之一。共同基金投资者的投资需求以及喜好取决于他们各自的年龄、金融资历的深浅、承担风险的能力以及其他金融资产的性质和数量。为了满足这些需求，基金业开发了各种类型的基金产品。近 25 年来颇受欢迎的新基金有：①货币市场基金；②为美国投资者提供加入全球证券市场机会的国际基金；③指数基金。

正是这种不断的创新，使共同基金适合个人退休帐户、固定供款计划和个人储蓄等具有长期投资目的的退休计划，尤其特别适合个人帐户储蓄计划，因为它们为由自己决定投资决策的雇员们提供了各种各样的选择和服务，并且对他们的投资决策承担责任。仅一个共同基金发起人就提供种类繁多的基金品种，并且具有各种范围和回报特色。

（九）高投资收益增加了对机构投资者的信任和需求

以美国的共同基金为例。共同基金向投资者的收益分配主要分两个部分，一个是红利，一个是资本收益。1996-2005 年的 10 年间，共同基金共分配 2.69 万亿美元给基金持有人，资本收益为 1.30 万亿美元，红利为 1.40 万亿美元。在分配的收益中，51.9%分配给税收优惠帐户，而 39.6%分配给收税家庭。图 8 列出

了1996-2005年间美国共同基金的收益分配。与此相对应的是，大量的新增资金进入共同基金，1996-2004年的9年间，共有3.7万亿（包括9790亿的红利资金重新投资基金）新增资金进入共同基金。2005年就有1360亿美元进入股票基金。投资者对共同基金需求的增加也反映在2005年国外股票市场相对于美国股票市场的杰出表现（图9）。美国股票指数的收益在5%到7.5%之间，而世界指数的收益（剔除美国股票）为15%，新兴股票市场指数的收益接近35%。

图8 1996-2005年间美国共同基金的收益分配

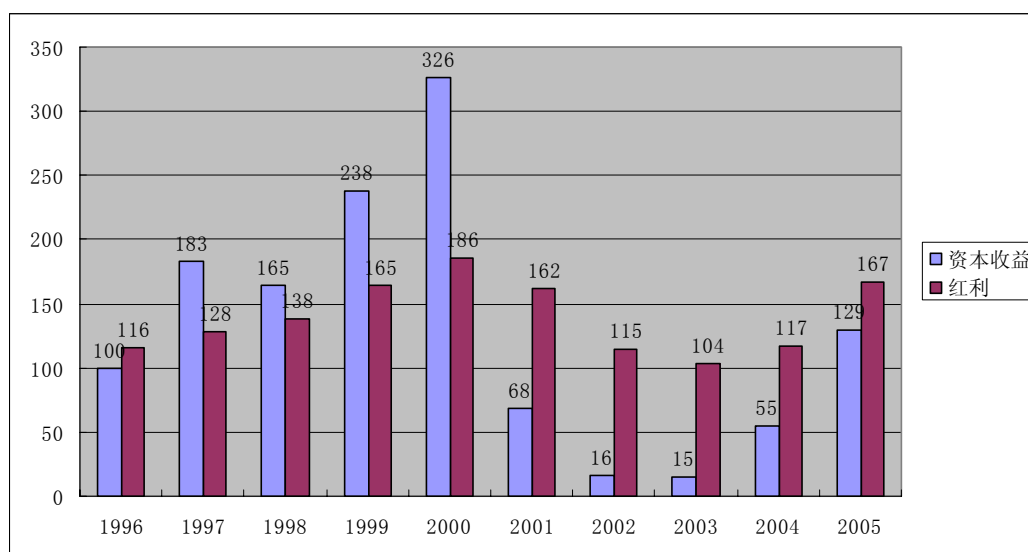


图9 2000-2005年间股票市场表现和资金流入



六、各国发展机构投资者的经验总结

(一) 市场需求是机构投资者发展的主要动力。在西方发达国家，作为最典型的机构投资者——证券投资基金，其始祖是 1868 年诞生于英国的“海外和殖民地政府信托”。18 世纪末英国由于经历了一场深刻的产业革命而出现资金过剩，使得许多人将资金投资于海外以谋取更高的资金报酬，但国际投资知识的缺乏以及投资国证券市场风险的不时爆发，致使这些投资者中有相当一部分遭受到比较大的损失，这样就产生了由政府出面组建基金的市场需求，在此背景下推出的基金受到投资者的青睐也就顺理成章。紧随其后发行的几家基金，如 1873 年苏格兰人创立的“苏格兰美洲信托”、1924 年美国波士顿马萨诸塞金融服务公司设立的“马萨诸塞州投资信托公司”等，都是基于市场需要的原因而发展起来的。随后，市场关于分散风险、资源配置的需求进一步推动了机构投资者的发展。在近 30 年，全球机构投资者的快速发展中，养老基金的改革推动了对以共同基金为主的机构投资者的市场需求。由此不难看出，机构投资者发展的动力来源于市场投资者的需要，是一种市场的自发行为。

(二) 在发展机构投资者的方式上，发达国家往往通过着力于建立和完善公平竞争的市場化的金融生态环境，来促进机构投资者的发展，而不是采取具体干预的方式来促进某一类投资者的发展。发展机构投资者不是发达国家的直接目标和原旨，机构投资者是在发达国家建立和完善金融体系甚至社会经济体系这一目标过程中发展起来的中间产物。无论是美国还是英国，建立和完善金融体系的目标是完善金融体系的功能，提高金融体系的效率，使其更好地为本国大多数人的利益服务。因此，为达到以上目标，这些国家在完善金融体系时，着力于整个生态系统及其内部生态演化的公平规则和制度的建设，很少对系统中具体的成员进行干涉，而是让它们在公平的规则和市场机制下自由公平地竞争。美国 1929-1950 年对机构投资者的一系列立法，日本和英国在“金融大爆炸”后的立法、英美等国家建立适合机构投资者发展的各种交易制度和风险规避的金融工具等等都是完善金融生态环境的举措。

(三) 放松管制、让市场在公平的规则体系下自由发展等制度安排在机构投资者的发展中起到了至关重要的作用。由于制度包含了软约束, 各国在吸取美国等发达国家的经验中, 往往是针对性结合本国的国情。机构投资者的制度是一系列具体制度安排的集合。它通过一系列的规则来界定各类机构投资者的投资选择自由度, 规范他们之间的竞争关系。美国等发达国家在 20 世纪 70 年代以来的放松管制、立法和各种制度建设为机构投资者的发展奠定了长期健康发展的基础, 释放了机构投资者发展的能量。一方面促进了机构投资者业务范围的拓广和业务创新, 促进了机构投资者的规模扩张和跨国投资, 在增强竞争的过程中促进了机构投资者的整合等等。各国在完善发展机构投资者的制度过程中, 都注重积极学习、引进他国的先进制度。然而, 由于制度的非正式约束和实施机制在各国之间有所差异和制度的路径依赖性, 再加上不同制度功能的趋同性, 各国按照制度变迁的成本和收益比较原则, 都针对性保留和新设置一些具有本国特色的制度安排。将欧洲国家、美国、日本、拉美国家和亚洲国家中发展机构投资者的制度进行比较, 尤其是养老保障制度进行比较后发现, 虽然在许多大的方面相同, 但到具体设计方案时没有一个是完全相同的, 或多或少都融入了本国的习俗、文化、传统等, 即本国的国情。

反观我国证券市场, 机构投资者的产生和发展在相当程度上都是政府出于自己的某种需要而推动的, 是一种明显的政府行为。这种需要主要来自两个方面: 一方面是与证券市场迅速扩容相适应, 期望机构投资者扩容带来市场资金的迅速增加。如深、沪两个交易所分别于 1991 年、1993 年作出允许机构投资者入市决定, 1999 年准许三类企业进入证券市场等, 都是基于上述原因。另外, 认为行情低迷、需要市场资金进入也一直是管理层发展证券投资基金的原始动力。早在 1994 年 7 月, 针对市场情况, 管理层作出的三大政策中最核心的就是: “发展共同投资基金, 培育机构投资者, 试办中外合作的基金管理公司, 逐步吸引外国基金投入国内 A 股市场”。在当时市场条件并不成熟的情况下, 管理层出台这类措施, 很明显地表明了其希望借此刺激市场的意图。另一方面, 希望机构投资者能够达到稳定和规范证券市场发展的要求, 且这种意图在有关的法规中都有非常明确的表述, 如 1997 年 11 月颁布的《证券投资基金管理暂行办法》规定, 证券投资基金“促进证券市场的健康、稳定发展”是其宗旨之一。为达到稳定和规

范市场发展的目的，管理层对机构投资者提供了比较优厚的政策待遇，其最主要表现在新股申购方面，如在 2000 年 5 月 18 日前新股发行时可以单独向基金配售，其后基金可以作为战略投资者或一般法人投资者申请预约配售等。

国外机构投资者的产生本质上是金融创新的产物，而且其发展也进一步推动了金融创新的发展，两者形成了一种良性互动的关系。而在我国，机构投资者的的发展基本上是由政策推动，缺乏相应的生存空间，以致于“超常规发展机构投资者”成了揠苗助长的产物。首先，国外机构投资者不仅有规模足够大的国内市场供其运作，而且在投资组合理论扩展到国际范围的背景下，可以不断将其他国家市场特别是一些有发展潜力的新兴市场纳入其投资组合，从而可以在相当程度上规避单个国家证券市场的风险。如在英国资产管理业中，对国外投资占其总比例的 20%。反观我国的机构投资者，其能够投资的范围基本局限于国内，我国资本市场情形发展的势头即股票市场发展迅速而债券市场发展相对缓慢使其运作空间十分有限。

（四）国际上对机构投资者的监管重心逐渐从结构化向审慎化转变。在放松监管的同时，强化审慎监管⁴。在机构投资者的监管中，对投资基金的监管主要在于信息披露和自我监督；对养老基金的监管主要在于保护养老基金持有人的利益；对人寿保险公司的监管还包括对投资范围和投资组合的限制，以控制其破产风险。

为了控制风险，OECD 国家对养老基金和人寿保险公司的投资范围都有限制，其目的在于限制养老基金计划持有人与计划管理人之间的利益冲突。除日本以外，其他国家的养老基金计划自我投资（Self-investment）比例限制在 25% 以内（芬兰为 25%，丹麦为 0）。多数国家对投资于单个证券或项目的比例也设定限制，一般在 10% 左右（意大利在 15%）。有养老金计划的国家中，超过一半对投资资产类型设定限制，最主要的是对投资股票和国外证券进行限制，28 个国家中的 18 个对投资股票进行了适当限制，从比利时的 65% 到墨西哥的 0%。美国、英国、日本等 10 个国家对投资股票没有限制。对投资股票设限的国家，对养老金投资于其他财产、房地产、抵押贷款等都有所限制。OECD 国家基本上对养老金投资于债券和国内存款不设定限制。但奥地利、墨西哥分别设定投资政府

⁴对机构投资人要求其按照谨慎人原则进行投资决策和资产配置，即指资产将按照一种谨慎的投资者所认同的方式进行投资。

债券不低于 35%、51% 的最低限制。在对外国证券的投资上, 美国、英国、澳大利亚、奥地利 (50%)、加拿大 (30%)、葡萄牙 (15%)、意大利 (5%)、新西兰、挪威、爱尔兰、荷兰、芬兰 (95%)、韩国 (20%)、斯洛伐克 (15%) 瑞士 (25%) 等 15 个国家允许养老基金投资于 OECD 国家以外的外国市场, 而在 2003 年前仅有 10 个国家。其他的国家不允许养老金投资于非 OECD 国家(例如捷克、德国、冰岛等)。部分国家对投资于 OECD 其他的成员国家也有限制, 如奥地利、比利时和墨西哥等。美国、英国、日本、澳大利亚、新西兰等发达国家一般对投资组合不进行定性的监管, 基本上是实行审慎性监管。

表 18 部分 OECD 国家养老金计划投资国内资产限制

| 国家 | 股票 | 房地产 | 债券 | 投资基金 | 贷款 | 银行贷款 | |
|------------------|-----------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------|---------------------|-----|
| 澳大利亚 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | |
| 奥地利 | 50% | 20% | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 10% | |
| 比利时 | 10%(非上市) | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | |
| 加拿大 | 无限制 | 资源类: 15%; 资源类和房 地产: 25% | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | |
| 捷克 | 25%(非上市) | 10% | 无限制 | 25% | 0% | 10% | |
| 丹麦 ¹ | 70% | 无限制 (金边) | 无限制 (金边) | 无限制(仅有 金边债券) | 无限制 (金边) | 无限制 | |
| 芬兰 | 50%(上市); 10%(非上市) | 40% | 无限制 | 债券型: 无限 制; 股票型: 50% | 抵押贷款: 70%; 其他: 10% | 无限制 | |
| 德国 | Kassen 养老金 | 35%(上市) 10%(非上市) | 25% | 50% | 股票 35%; 对 冲基金 5% | 抵押: 50%; 其他: 50% | 50% |
| | 一般 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 |
| 匈牙利 ² | 50%(MPF); 60%(VPF) | MPF: REITs 为 10%, 其他 5%; VPF: 10% | 企业和市政 债: 30%; 金 融机构无限 制; 抵押 25% | 50% | MPF: 无限制; VPF: 5% | 无限制 | |
| 冰岛 | 50%(上市); 10%(非上市) | 0% | 金融机 构 50%; 市政 债: 50% | 封闭式: 按持 股票分类 50%(上市); 10%(非上市) | 无限制 | 无限制 | |
| 爱尔兰 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | |
| 意大利 | 无限制 | 不允许 直接投资 | 无限制 | 封闭式 20% | 无限制 | 无限制 | |
| 日本 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | |
| 韩国 | 10%(非上市) | 15% | | | | | |
| 卢森堡 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | |

| | | | | | | | |
|-----------------|------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------------------|
| 墨西哥 | | 0% | 0% | 政府和 AAA 债无限制； AA 债：35%； A 债：5% | 0% | 0% | 25 万本币和 2.5 万美元 外币 |
| 荷兰 | | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 |
| 新西兰 | | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 |
| 挪威 | | 35% | 无限制 | 30% | 30% | 1(不安全贷款) | 无限制 |
| 波兰 | OPF ³ | 主要市场上 市和国家投 资基金：40% 次级市场上 市或非上市： 10% | 0% | 40%（抵押）； 40%（市政）； 20%（企业） | 封闭式 10%； 开放式 15% | 等同于借贷 者投资于股 票的数量 | 20% |
| | EPF | 无限制 | 0% | 5% | 无限制 | 等同于借贷 者投资于股 票的数量 | 无限制 |
| 葡萄牙 | | 55%，但非上 市或非 OECD 股票和债券 为 15% | 50%（抵押、 会员贷款、房 地产和财产 投资信托等） | 无限制，但非 上市或非 OECD 股票和 债券为 15% | 非调和基金 5% | 50%（抵押、 会员贷款、房 地产和财产 投资信托等） | 无限制 |
| 斯洛伐克 | | 25% | 10% | 无限制 | 20% | 0% | 无限制 |
| 西班牙 | | 无限制； 30%（无监管 的市场上市） | 抵押贷款联 合限 20% | 无限制，对无 监管市场上 市债券 30% | 无限制 | 房地产 20%； 会员不允许 贷款 | 无限制 |
| 瑞典 ⁴ | | FSR:0%； IR: -25%（报 价），-10%（非 报价） | FSR:4/5 或 2/3 | FSR:无限制； IR:州发行的 无限制，其他 为 75%或 10% | FSR:0%； IR: 与原持有资 产按同类加 总后不能超 过一定量 | FSR 无限制； IR:州发行的 无限制，其他 为 75%或 25% 或 10% | FSR:0%； IR: 75% |
| 瑞士 | | 国内:30%； 国外 25%； 总和 50% | 国内：50%； 国外：5% | 无限制 | | 抵押：75% | 无限制 |
| 土耳其 | | 76% | 0 | 无限制 | 10% | 10%（计划会 员或其他） | 10% |
| 英国 | | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无雇主相关 的贷款 | 无限制 |
| 美国 | | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无限制 | 无雇主相关 的贷款 无限制 | 无限制 |

注：希腊没有养老基金。

¹丹麦：金边（gilt-edged）是指效用等级为金边，即最高等级。

²MPF 表示强制性养老基金；VPF 表示自愿性养老基金。

³波兰：OPF 代表开放式养老基金，EPF 是雇员养老基金（封闭式）；NIF 代表国家投资基金。

⁴瑞典：FSR 代表针对于友好社会团体的投资规则，IR 代表保险公司的投资规则。

资料来源：OECD（2004）。

(五) 允许市场进行各种创新、卖空机制的引入、金融衍生工具的使用是机构投资者投资管理、分散风险、扩大服务、促进金融系统功能完善进而获得快速发展的重要法宝。如果没有市场创新的自由,机构投资者就不可能创造出各种投资产品和分散风险的投资技术,也不可能进行各种形式的服务创新。允许卖空以及各种金融衍生工具的使用,使机构投资者资产配置、风险分散的能力大大加强,也增强了对个人投资者的吸引力。

(六) 发达国家对基金经理的监管有日益强化的趋势。发达国家对基金管理人或资产管理人的监管都比较严格,美国的基金经理必须在证监会的监管之下,必须在证监会注册,回答一系列问题。而且目前具有逐渐加强的趋势。不久前,美国证监会初步通过了对冲基金的监管建议,将迫使对冲基金顾问必须在美国证监会登记注册,同时基金顾问将被要求回答类似于共同基金使用的标准问题清单,向证监会提供他们的一些基本信息。此前,约有 6000 家对冲基金在不受任何监管的条件下进行投资,而且投资范围也不受任何限制。

七、我国机构投资者发展的现状和问题

(一) 机构投资者发展现状

自我国证券市场成立以来,机构投资者在数量和规模上获得了较快的发展。目前,我国的机构投资者主要包括:证券投资基金、QFII、保险资金、社保基金、企业年金等主要的各类机构投资者。

在证券投资基金方面,一是基金投资范围得到拓展,基金投资于权证、短期融资券和银行存款等问题已有明确规定。基金销售渠道进一步拓宽,实现了运用沪、深证券交易所的交易网络系统开展基金的申购、赎回业务。截至 2005 年 11 月 28 日,基金管理公司数量达到 52 家(其中中外合资基金管理公司 20 家),证券投资基金资产总规模达 5008.2 亿份。企业年金入市工作已进入实质性操作阶段。二是商业银行设立基金管理公司试点工作已见成效。经国务院批准,中国工商银行、中国建设银行以及交通银行参股设立基金管理公司的试点工作已经展开,目前三家基金管理公司均已获批成立,三家首只基金募集规模达到 150 亿份。

在 QFII 方面，QFII 试点工作稳步推进。QFII 机构已经达到 35 家，2005 年有 32 家，批准外汇投资额度 54.95 亿美元。截至 2005 年 10 月底，QFII 共持有证券资产 285 亿人民币，占总资产 90%。其中，持有股票 169 亿，占总资产的 53%；持有基金 44 亿，占总资产的 14%。为进一步吸引 QFII 投资于国内资本市场，证监会已经与外管局就 QFII 审批体制、降低境外长期资金投资境内市场的锁定期等事项达成一致意见。

在其他机构投资者方面，截止 2005 年底，全国社会保障基金资产总额达 2117.9 亿（比年初增加 406.4 亿），持有股票资产市值 205.2 亿元，入市规模较 2004 年增长了 65%。保险公司持有国债 3788 亿元，金融债 1785 亿元，企业债 1208 亿元，证券投资基金 1099 亿元。保险资金已间接入市 1060 亿元，比 2004 年增长了 57%，直接入市金额已达 135.7 亿元。

（二）存在的机遇与挑战

未来的成长空间仍然很大。惠誉评级 2006 年 1 月份发布最新报告指出，截至 2005 年底，社保基金和企业年金的资产分别约达 2000 亿元人民币和 1000 亿元人民币。至 2010 年，两者均有望达到一万亿元人民币。考虑到这些资产中将有一部分委托基金管理公司管理，可以想象基金管理公司的增长潜力非常巨大。另外，境外投资者加入将促进中国内地基金管理业的发展。

我国保险业的发展将呈现出五大趋势，分别是保险需求全面化、多元化；保险发展科学化、集约化；保险经营国际化、综合化；保险创新自主化，深度化；保险业监管的系统化、专业化。“十一五”时期，我国保险业将培育一批具有国际竞争力和自主创新能力的大型保险集团和专业性的保险公司。中国保监会副主席李克穆说：“在成熟证券市场上，保险资金加上养老基金的资金占比，通常能达到 30%—40%，目前我国这个比例还很小，还处于初始阶段。在经济合作与发展组织国家，保险资产占金融资产的比重一般在 20%—30%之间，而我国大约是百分之三点几。”保险机构未来的发展空间仍然很大。

在挑战方面，主要有以下几点：

1. 机构投资者被过多过早地赋予了重任。这主要体现在：（1）被赋予了稳定市场、繁荣市场的重任。虽然理论上来说，机构投资者没有稳定市场和繁荣市

场的任务和义务，但在我国却事实上被赋予了这些责任。这种稳定主要体现在稳定市场的价格波动，而在市场繁荣方面，主要体现在促进市场的交易活跃；（2）改善公司治理。机构投资者被认为有助于解决中小投资者对公司监督的激励问题，实施对管理层的有效监督，提高投资项目的经济效益，从而促进公司治理的完善。美国机构投资者在 20 世纪 80 年代奉行积极的机构投资者战略，在公司治理方面起到了积极的作用。但在此之前的近 80 年的发展历程中，机构投资者在公司治理方面的作用并不明显；（3）完善金融市场的功能。美国机构投资者的发展历程表明，机构投资者确实完善了金融市场的功能。从理论上讲，在一个适宜的制度背景下，机构投资者也确实具有这样的功能。然而我国机构投资者的发展刚刚起步，所涉及的外部环境和制度措施很不完善，指望机构投资者在短时间内促进金融市场功能的完善是不现实的。

2. 机构投资者充分发展所面临的生态环境并不乐观。在法律方面，虽然我国修订了《公司法》、《证券法》，制定了《投资基金法》等法律，法律法规体系建设取得了很大进步。但总的说来，我国的法律基本上是成文法系，与普通法相比缺乏灵活性，有一定的滞后性，对机构投资者的发展是一种不利约束。另外，我国的法制建设仍有待完善。例如在对机构投资者违法行为（如**市场操纵**）的执法效率较低；在制度方面，对机构投资者发展采取的是逐步放开和推进的策略，进程的快慢直接影响到机构投资者所起的作用和效能发挥，而多数情况下，制度建设不但具有路径依赖，同时制度之间需要相互作用才能发挥制度的应有效果。美国机构投资者在 100 多年的发展历程中，规范机构投资者的法律体系基本上是在 1933-1940 年期间完成的，而 20 世纪 70 年代的放松金融管制基本也是遵循一次性发挥制度的最大优势为原则；与刚性的正式制度相比，我国制度的软约束大大落后，尤其表现在没有形成诚信的投资文化，社会诚信建设远远落后。目前，虽然证监会牵头的鼓励合规资金入市小组加强了与国务院税收专题工作小组的沟通协调，提出了加快制定促进机构投资者发展税收政策的建议。但环境的改善不可一蹴而就。

3. 市场机制及其实施方面不能满足机构投资者发展的内在需求。在市场机制的设计方面，虽然这几年计划色彩大大减少，市场原则相对增多，但与机构投资者发展所要求的市场机制相比，还远远不够。例如，我国尚未建立卖空机制，

使机构投资者的功能发挥大打折扣；在保证市场机制的监管方面，监管目标和功能错位，监管的公平性不能保证，执法缺乏公信力，既是发展者又是监管者，难以使市场主体相信：监管者能做到保证市场的公平、公正和公开。

4. 市场的基础并不牢靠，市场结构并不合理。首先，上市公司质量问题；其次，机构投资者结构不均衡，基金比例失效，没有均衡发展机构投资者。

5. 面对 WTO 和全球经济一体化下的竞争加剧，没有足够的经验积累。

八、我国应该如何发展机构投资者

（一）发展机构投资者策略上要注意的问题

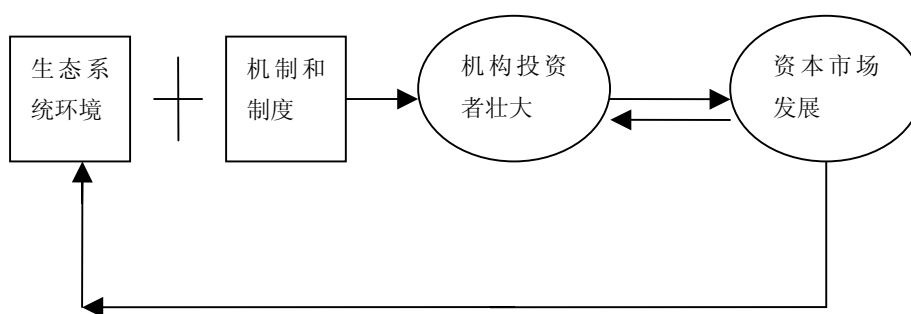
在如何发展机构投资者问题上，为避免存在片面性和误区，应注意以下几点：

1. 在机构投资者发展问题上，要避免片面强调机构投资者对证券市场的正面作用，而没有注意或重视机构投资者发挥正面作用的必要条件和环境。美国证券市场的发展和机构投资者的发展壮大，给我们带来的感觉是机构投资者起到了重要的作用，并被“十大基金”在联合声明中认为是不证自明的公理。事实上，机构投资者作为理性经济人，不是对大盘或个股负责的，而是对机构投资者的投资人、委托人负责的。这就是说机构投资者作为微观的市场参与者，并无承担宏观意义上的稳定市场的职责。在美国机构投资者发展的历史上，正是机构投资者的呼风唤雨，在一定程度上促成了 1929 年的股灾，也正是机构投资者的行为促成了 1987 年的股市崩溃。1929 年的股灾促成了美国旨在于促进市场公平、公正和竞争的立法进程，这一进程构成了机构投资者自身和促进证券市场良性发展的生态基础和必要条件。我国的许多人只看到了结果，而没有深入分析机构投资者发挥作用的背后基础和环境因素。

2. 明确机构投资者发展与资本市场发展之间的内在逻辑顺序。如果将资本市场当作一个系统，在不考虑外界因素的情况下，那么机构投资者与其资本市场之间的关系为下图所示。机构投资者对资本市场发展必须以适合其生存的生态环境和促使其发挥作用的机制和制度为前提条件，而机构投资者和资本市场的良性发展反过来也促进了生态环境的进一步改进和完善，促进机制和制度的进一步完善。如果机制和制度的形成是由市场决定或者即使由政府决定，那

么在机构具有足够的谈判能力的情况下，虽然先发展机构投资者还是先发展市场最终可以达到同样的效果，但先发展机构投资者所遇到的不确定性大，成本也高。这是因为，当先发展机构投资者遇到阻力时，机构投资者有足够力量要求政府改进生态环境和进行制度建设，这就造成了机构投资者由于先发展带来的沉没成本。因此，合理的次序是先进行生态环境建设，或者至少保证在发展机构投资者时，生态环境起到支持而不是阻碍作用。

图10 机构投资者与资本市场发展关系图



然而我国的情况却不一样，由于政府是制度和机制的供给者和垄断者，机构投资者没有谈判的能力。因此，我国发展机构投资者的路径更应该是政府完善生态系统，然后再促进机构投资者的壮大。但事实上，我国基本上走的是非均衡而片面地扩大机构投资者道路，在生态体系建设方面没有多大进展。

3. 我国资本市场的生态体系存在的问题比较严重，加强生态体系的建设显得更为迫切。在这方面，我们应该吸取拉美国家的教训。资本市场的生态系统可以理解为由资本市场体系中的各主体及其生存环境所组成的相互作用的动态复合体。好的生态系统应该是一个有效率的、稳定和自我维护的良性循环系统。在生物生态体系中，各物种的属性和功能是相对明确的，而在资本市场的生态系统中，各主体中的属性和功能有时不明确。因此首先要对各主体的功能和属性进行界定，在此基础上，生态系统中的各主体按照游戏规则和竞争性的市场机制，在履行各自功能的同时相互作用、相互竞争。

如果以这种生态系统为标准，那么我国资本市场中，各主体一方面存在功能和属性不清的问题，另一方面各主体没有能够履行好各自的功能。例如，监管者作为监管主体一方面存在监管不到位（该执法的没有执法，执法缺乏公信力），另一方面存在监管越位现象（例如对机构投资者、在发行上市、制度创新等方面）；

作为生产者之一的上市公司，一方面质量存在问题，另一方面公司治理质量较差，关联交易多而分红少，坑害投资者利益的情况较多；中介机构也存在严重的职业道德和内部治理问题；机构投资者存在结构不均衡和违规现象严重，发展空间和自由度不足的问题。

而在维持生态系统内部稳定运转的机制设计上，我国还没有形成完全有效的竞争性的市场机制，计划机制往往在最后关头代替了市场机制，寻租行为和垄断行为取代了竞争行为。各种行政力量的干预、执法中的不彻底和推诿现象严重使生态系统的稳定运行没有保证。

从理论上来说，机构投资者没有自动完善生态系统的义务和动力，在中国目前的体制下，也没有完善生态系统的权力，政府也不可能将这些权力下放。但生态体系建设不仅包括了机构投资者的发展，而且良好的生态系统是后者长远发展的基础，也是资本市场长远发展的基础。因此，无论从全球竞争角度还是未来发展角度，资本市场生态体系的建设更为重要。

拉美⁵国家的教训告诉我们：没有一个好的生态环境作为基础，仅靠机构投资者推动资本市场的发展最终将走入困境。20世纪80年代的债务危机，使拉美国家的经济蒙受重大损失。进入20世纪90年代后，拉美国家进行了一系列以自由化、私有化和国际化为特征的经济改革，而改革的重中之重是大力推进资本市场的发展。但从实际情况看，拉美资本市场的改革并不理想，股票市值占GDP的比重始终不足50%，而上市公司数量非但没有增加，还呈现逐年下降的趋势。巴西股市在1990年还有579家上市公司，但到了2002年仅剩412家，10年萎缩了30%，阿根廷市场2002年的上市公司数量仅相当于1990年的64%，墨西哥更是从390家上市公司逐年减少到169家，还不足10年前的50%。不仅如此，由于本国市场的流动性差，大量优质企业寻求境外上市，资本市场被边缘化。交易量急剧减少，境内外同时上市的企业，境内交易额仅为境外的一半，而仅在境内上市企业的交易额就更少，还不足两地同时上市企业境内交易额的一半。

在这种情况下，尽管政府也在努力推进资本市场的机构化改革，但仅靠共同基金的力量是难以挽救日渐边缘化的资本市场，尤其是投资人保护法的不健全，在很大程度上阻碍了机构投资者的作用发挥。认识到这一点，拉美各国政府正在

⁵ 本段文字摘自杜丽虹（2005）。

加强法制建设。2001年秘鲁资本市场法中引入了资产管理者的信托责任，加强了对中小股东的保护。墨西哥证券交易所也开始解决投资人保护的法律问题。但在公司法、破产法不健全的情况下，上述国家的法制建设过程仍然举步维艰。而养老金等尽管被鼓励入市，但由于国内的财政赤字和经济危机冲击，一时间也难以发挥作用，机构投资者发展面临困境。

（二）发展机构投资者的几点建议

1. 发展机构投资者，要从资本市场乃至金融市场功能的完善和拓展、效率的提高、服务于经济建设的大局出发，而不是为发展机构投资者而发展机构投资者。机构投资者的发展应该服务于资本市场的整体利益。从发达国家的经验看，机构投资者发展壮大的重要原因是在一个竞争的体系中，在技术进步的推动下，机构投资者比其他安排能够更好地实现金融体系的功能，适应了竞争的市场经济中金融系统进化的需要。在此过程中，政府或监管者往往是从整个金融系统功能完善和效率提高（而不是单单从机构投资者）的角度出发来立法、制定相关的政策和实施监管，促进市场在公平基础上的竞争，关于机构投资者发展的相关策略和专门法律很少，即使有也是紧紧服务于金融系统建设的大目标。我国国内关于机构投资者发展方面，似乎出现了为发展机构投资者而发展的倾向，部分研究报告过多地站在机构投资者而不是整个资本市场的角度考虑问题，提出了一些不切实际的需求。机构投资者是一把双刃剑，具有两面性。一方面，机构投资者的投资理念、市场行为能对其他投资者形成正面的示范效应；另一方面，在一定情况下，机构投资者也可能带来巨大危害，成为市场秩序的破坏者。因此，机构投资者的发展，一定要服从于整个金融体系的发展目标。

2. 从资本市场整体功能的角度出发，加快营造适合机构投资者发展乃至资本市场良性发展的生态系统。正如前文指出的，机构投资者的发展以及对资本市场乃至金融体系的促进作用，需要合适的环境和制度基础，需要给他们发挥作用的机制、平台、空间。我们不可能向美国那样，用近40年的时间来完善法律制度，然后再用30年的时间来通过养老保障制度的改革来促进机构投资者的发展，我们只能加快步伐。建议从以下几个方面加强加快生态系统的建设：

（1）完善生态系统的游戏规则。这里的规则体系主要包括规范各主体行为

的各种法律规章和行业间的自律性规则。在机构投资者发展方面，考虑到未来企业年金、养老金等机构投资者的加入，应该尽早制定规范这类主体投资行为的法律规章，更为紧要的是加快制定投资者保护法。

(2) 在对生态系统中各主体功能明确界定的基础上，以竞争性的市场机制作为生态系统中各主体与其环境相互作用、生态系统保持稳定运行的内在机制。

(3) 监管者应该将监管思路从严格限制准入的行政监管转移到放宽准入限制、借助市场力量和机制进行严格的持续性监管上来。在建立市场监管体系的过程中，要建立鼓励社会力量进行举报等机制，将企图违法违规的个人或企业置于媒体和人民的汪洋大海之中。

以发行上市为例，证监会严把上市关，把那些质量“好”的企业筛选到市场上，似乎这些“好”的企业上市后出现的问题少。证监会通过这种方式把好发行上市关而一定程度上却疏于对上市后企业的持续性监管。无论是理论上还是实践上，或者成熟市场的经验都表明，发审时是好的企业上市后不一定好，审核的只是表面的门槛和静态的东西。上市之后，企业的指标就处于动态的变化中。因此，将重点放在对上市后企业的监管上才是重中之重。由于监管资源有限，不可能有足够的力量保证企业的好坏，只能全力通过促进企业信息披露的准确、真实、完整、及时，并发动市场力量对内幕交易等进行监督。

(4) 放松对证券市场的管制，监管者应该将重点放在规则和制度体系的制定和公平执行上，而不是将重点放在审批上。将市场发展的任务逐渐交给市场，包括逐渐下放市场的业务、产品和服务等创新权、允许市场引入卖空机制。对机构投资者来说，允许机构投资者的各种创新和扩大服务范围，放松各种合规资金准入门槛。

(5) 建立证券市场各行为主体的约束机制，以保证市场的公平、公正和公开。根据监管理论，监管当局的行为并不必然始终代表公众（特别是其中的**政治弱势群体**）利益，因此有必要对监管者实施监督。为了解决监管者缺乏执法公信力的问题，有必要引入对监管执法的监督机制。国内部分学者指出，应该将证监会纳入人大的直接监督范围，由人大对其执法情况进行定期检查。即使不设立专门的监督监管者的机构，但也必须要求监管者增强监管透明度，让公众通过公开信息直接监督监管者，同时强化国家审计机关、监察机关和民意机关对监管当局

的监督。

投资者权益保护在我国证券市场中历来没有受到真正的重视,在我国证券市场中,不但非流通股股东侵害流通股股东利益的现象严重,而二级市场中的庄家操纵和内幕交易行为也给广大的个人投资者带来严重的损害。美国在1970年出台了投资者保护条例,在1970年12月成立了证券投资者保险公司,用于国内所有交易所会员因破产而导致的清算。至今,证券投资保险公司已成功的清算了200多家证券公司。韩国的证券业协会也下设投资者保护中心。在我国,有必要允许建立民间维护投资者权益的力量(如**投资者保护协会**)或投资者权益保护的专门机构,负责投资者教育、培训,调查并确定投资者的投诉,同时参与投资者与会员的纠纷,对上市公司是否损害(个人)投资者利益的行为进行监督并维护投资者利益等。这是保护弱势群体个人投资者的迫切需要。

(6) 加快建设多层次资本市场体系,扩大资本市场的规模。产品品种丰富也是良好的资本市场生态系统的内在需求,资本市场上既要有精品店,又要有百货商场。不同的投资者有不同的投资偏好和需求,有的是短线交易的需要,也有的是长期投资的需要。在美国,上市公司有好几万家,虽然好的只有1000家左右,但剩下的上市公司仍然在交易,而且分布在不同层次上,就是因为这些股票满足了不同投资者的需求。

(7) 加快推进股改后上市公司的股权激励制度,以促进上市公司建立稳定的分红政策。建立上市公司高级管理人员及核心业务人员的财产定期申报制度。这些人员本质上是公众人士,因此,必须公开他们的财产状况,以及他们的亲属关系等主要社会关系,以防止利益转移。

3. 应该坚持全面协调发展机构投资者而非“超常规”发展某一类机构投资者的原则,放松管制,切实放宽机构投资者进入市场的门槛和融资门槛,允许各种投资风格的机构投资者进入市场,形成机构投资者结构的均衡(例如,允许合规的民间金融机构和私募基金进入市场,加快企业年金、养老基金等长期机构投资者进入资本市场,以改变目前机构投资者都是国企性质的状况,以便于国内外的机构之间在资产管理、服务、投资和产品创新等方面充分竞争)。近10年超常规发展带来的结果是投资者结构失衡,基金单极扩大。

4. 在建设生态系统的过程中,应优先考虑尽快推出金融衍生产品,引入卖

空机制，为机构投资者有效管理风险创造条件，允许机构投资者进行各种带有混业或交叉性质的产品、服务创新，拓展机构投资者的业务范围。同时，尽快考虑对引入卖出空机制出现的负面效应和风险制定防范措施。

5. 在放松管制的同时，强化审慎监管和市场化监管，完善机构投资者投资决策的风险控制措施。对机构投资者的监管应该从严格的准入和结构化监管转向以审慎监管为原则。监管的重点应该放在对投资风险的防范和控制措施的完备化上，建立机构投资者投资决策风险控制的具体措施。为此，要加紧制定关于各机构投资者（如企业年金、各民间金融机构等）投资行为的规则体系。我国证券投资基金的实际投资操作者是基金经理，出现委托—代理问题可能比较大，容易出现老鼠仓或者内部人控制等问题。因此，有必要对基金经理、机构投资者中的操盘者制定严格的信息披露制度和防火墙机制。同时要大力发展基金经理市场，通过基金经理之间的竞争降低基金经理的搜寻成本，提高基金管理人的专业水准。

6. 建立机构投资者积极进行产品创新、服务创新、业务创新的激励机制，通过成本补偿等手段鼓励机构投资者积极参与上市公司的治理。美国等国家促使放松监管的原因并不仅仅是监管当局的一种主观心理转变，机构想绕过国内证券市场的想法给监管者很大的压力，导致了对费用和佣金结构的监管放松。因此机构在促进放松监管方面起到了重要作用。

7. 加强软环境的建设，包括完善投资者教育、培育中国的投资文化和整个社会的诚信等。正如前文所述，制度包括正式制度和非正式制度。正式制度可以从发达国家移植过来，而非正式制度与一国的政治、文化和社会及历史有关。非正式制度约束对制度实施的效果影响很大。我国的非正式制度约束对按照市场化原则建设资本市场不是十分有利。因此，在软环境建设方面，我们任重而道远。

8. 加速养老保障制度改革。从发达市场国家的历史经验，我们可以看到基金业的发展与养老基金体制的发展遵循的是一条相互依存、共生共荣的道路。一个国家的社会化与不断完善的养老体制，对基金业繁荣壮大具有重要影响。而基金业的专业化发展，又为社会化的养老体制的不断变革提供了技术上和制度上的支持和保障。相对于美国、欧洲、拉美等国家，我国还没有进入工业化阶段，但人口老龄化问题已非常严重（“未富先老”）。目前，我国养老保障制度基础不稳固，“缺项”问题日益突出，社会保障制度覆盖率过低且缺乏可持续发展能力，

农村社会保障制度更严重。这些预示着社会保障制度改革是一条躲不过的坎，是我国未来社会发展的一个重大问题。在这个问题上不能拖，应该大胆探索，尽早大胆改革。基金业应以不断提高的专业化服务和创新，支持我国社会化养老体制的改革、发展、完善。

9. 加强联合监管。机构投资者的发展、金融业的创新（如货币基金、资产证券化、债券衍生产品等）必然要涉及到联合监管问题。虽然人行、银监会、证监会、保监会建立了监管联席会议制度，但监管的联合仍需要加强。尤其在金融创新方面，由于会涉及到传统监管领域的空白或边缘地带，此时会出现监管主体不明确的情况。有些金融创新或者业务开展与好几个金融子市场有关，而机构投资者为了分散风险，会在几个金融子市场甚至海外市场配置资产。因此，国内各金融子市场必须加强联合监管，并加强与国外金融监管机构的合作。

参 考 文 献

1. Au, S., Hung, M., Wu, Q., 2000, *Case Study:HSBC*, Judge Institute of Management Studies。
2. Blair, M.M., 1995, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for Twenty-First Century*, Brookings Institution Press。
3. Brancato, C., et al, 2000, The Institutional Investor's Goals for Corporate Law in the Twenty-First Century, *Delaware Journal of Corporate Law*, 25, 35~69。
4. David M. Kotz, 1978, *Bank Control of Large Corporations in the United States*, University of California Press。
5. Davis, E.P., 2000, Pension funds, financial intermediation and the new financial landscape. Working paper No. PI-2010. London: The Pensions Institute, Birkbeck College.
6. Davis, E.P. and B.Steil , 2001, *Institutional Investors*, Cambridge, Mass.MIT Press。
7. Edey, M., and K. Hviding, 1995, An assessment of financial reform in OECD countries, Economics Department Working Paper No.154, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development。
8. Harichadra, K. and S.M.Thangavelu, 2004, *Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries*, working paper, National University of Singapore。
- 9.OECD, 2004, Survey of Investment Regulation of Pension Funds OECD, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development。
10. OECD, 1997, *Institutional Investors statistical yearbook*, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development。
11. OECD, 2000, *Institutional Investors in Latin America*, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development。
12. OECD, 2001, *Institutional Investors statistical yearbook*, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development。
13. Global Financial Stability Report, September 2005: Chapter 3: Aspects of Global Asset Allocation (PDF) , www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2005/02/pdf/chp3.pdf。

14. Roseveare, D., W.Leibfrit Z, D.Fore, and E. Wurzel, 1996, Aging population,pension systems and government budgets:simulation for 20 OECD countries, Economics Department Working Paper No.168, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
15. *The Economist*, London, 30 Oct 1999, Jan-Jul 2000。
16. Wu, Q., 2000, *Regulation and Reregulation*, The Judge Institute of Management Sudiies。
17. 万俊毅, 2006:《机构投资者:理论、实践与政策》,中国经济出版社,2006年。
18. 周正庆, 2006:《证券知识读本》,中国金融出版社,2006年。
19. 陈佳贵,王延中, 2004:《中国社会保障发展报告》,社会科学文献出版社,2004年。
20. 耿志民, 2002:《中国机构投资者研究》,中国人民大学出版社,2002年。
21. 李维安,武立东, 2002:《公司治理教程》,上海人民出版社,2002年。
22. 姚兴涛, 2000:机构投资者发展的动力,《国际金融报》,2000年7月6日。
23. 杨朝军等, 2005:机构投资者对证券市场的需求分析,上海证券交易所第十四期联合研究报告,2005年8月。
24. 贝政新,冯恂, 2005:《机构投资者发展研究》,复旦大学出版社,2005年1月。
25. 吴敬琏, 2006:《比较》,中信出版社,2006年5月。
26. 李季,王宇, 2002:《机构投资者:新金融景观》,东北财经大学出版社2002年。
27. 杜丽虹,姜味军, 2005:《机构投资人生态模型研究》,工作报告,2005年。
28. <http://ceps.sourceforge.net>。
29. <http://www.ici.org>。
30. <http://www.bis.org>。
31. <http://www.worldank.org>。
32. <http://www.fortune.com>。
33. <http://www.statistics.gov.uk/statbase/TSDintro.asp>。

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
