

发展证券投资咨询业 提高资本市场运行质量

上海第二工业大学经济管理学院 王婉薇 童建良 王忠彬

[摘要] 本文结合我国资本市场发展的趋势,针对我国证券投资咨询业面临的挑战,论述了发展证券投资咨询业,促进我国资本市场运行质量提高的问题,并提出了发展证券投资咨询业的对策。

[关键词] 证券投资,证券投资咨询,资本市场

我国的资本市场已经走过十多年的历程,它日益成为给各类企业发展提供筹集资本金的重要渠道。1992年以来,我国工商企业已从股市筹集资金7700亿元。据统计,截止到2003年12月底,沪深两个市场共拥有上市公司(A、B股)1287家(资料来源:新闻晚报2004.1.30),通过股票市场累计筹资达10000亿元。沪深两市的总市值从1991年的109亿元增加到2003年底的42457.71亿元,从市值规模上看已经跃居亚洲第三。这一时期,我国的GDP从1991年的21万亿元,增加到2002年的1024万亿元,以证券市场总市值占GDP比重衡量的证券化率从0.51%提高到37.43%。全国证券公司数量达125家,证券营业部2800家,资产总额6660亿元,从业人员逾12万人^[1]。事实已证明我国以往间接融资占垄断地位的局面已不存在,数以千万计的投资者进入这个直接融资的市场。笔者以为积极发展证券投资咨询业服务,是如何发挥资本市场的资源优化配置作用,促进我国资本市场运行质量提高的必然选择;证券投资咨询服务业则要在机构组织创新、人员素质等方面不断求得发展。

一、现阶段我国投资者对证券投资咨询服务的需求迫切提升

自我国投融资体制改革以来,宏观储蓄分流状况和居民收入资本化的趋势是促使资本市场形成和壮大的重要条件,投资主体结构发生明显变化,企业和个人的投资比重上升,2002年集体和个人经济投资增长接近15%;政府投资的比重与改革前比有较大下降;同时2003年全国证券市场筹资1357.75亿元,同比增长41.17%。可见整个经济结构发生着深刻变化,国民收入分配格局的改变使得社会经济部门掌握的储蓄资金比重向个人与企业倾斜,而宏观储蓄是转化为投资,特别是证券投资的重要来源。

值得关注的是:我国证券市场还是一个“不完全资本市场”,即这个市场还没有充分发挥其融资功能、发现价格功能、资源配置功能、分散风险功能。投资者面对的资本市场体系还有某些制度缺陷、市场信息不对称,给其投资行为造成的非理性也就难以避免。但从追求盈利目标考虑,各类投资者们急需证券投资咨询服务,即需要提供证券、期货市场评论、预测、投资分析或建议、财务顾问、资产管理顾问等直接或间接的有偿咨询服务以减少风险或控制风险,这种迫切的需求具有客观性,主要表现在:

1. 从投资者类别分析,个人投资者居多,据有关资料反映截止到2003年底,我国证券市场投资者开户数为7025.41万户,比1991年约增长190倍,其中个人开户数约占99%以上;个人投资者大量涌入则说明居民收入增长后金融投资意识的加强,特别是1997年以后我国连续七次降低银行存款利率,促使了居民储蓄分流,最终表现为“居民收入资本化趋势”形成,即居民收入中追求资本收益的资本性支出比重逐渐上升。这种

起因相关营销背后的思想,是发现与公司产品和服务相吻合的社会因素,然后以互利的方式把他们联系起来。因此,在激烈竞争的市场上,企业可能会借助于承担社会责任,作为营销方式,进行产品推广创新。

值得注意的是,如果某一厂商采用起因相关营销方式,那么相关厂商必定会对此做出反应,否则将会丧失市场份额。假设在原来均衡市场基础上,某一厂商突然增加社会责任行为以此作为公司营销策略的一部分,那么另一厂商也必然会采用相同的营销策略,即参与社会活动。寡头市场结构博弈分析思想告诉我们,由于几个厂商都参与社会活动,有时社会活动的重复会造成社会资源浪费。此外,在多数行业中,都存在一些领头企业和跟随企业,跟随企业的产量、价格决策都是视领头企业而定的,博弈分析表明领头企业因此能获得“先行一步优势”。同样地在社会责任行为中,由于领头企业知道自己如果参与社会活动,承担责任,那么它就会给跟随企业设置一个新的竞争壁垒。考虑领头企业承担的平均社会成本(由于规模、实力大)将少于跟随企业,因此通过这一策略,领头企业可进一步扩大市场份额,拉开它与跟随企业的距离,这可以用来解释大公司为什么更热衷于承担社会责任,因为这样将有助于巩固其市场领导地位。

[参考文献]

- [1] 斯蒂芬·P·罗宾斯著:《管理学》第四版[M], 中国出版社, 1997年版。
- [2] 张维迎著:《博弈论与信息经济学》[M], 上海人民出版社, 1996年版。
- [3] 恒方著:《亡羊补牢的索克斯法案》[N], 21世纪经济报道, 2002.8.12, P39版。
- [4] 张维迎著:《法律制度的信誉基础》[J], 经济研究 2002(1)。
- [5] 林毅夫:2002年11月4日复旦大学复旦汇丰经济论坛(第七期)上的讲演。

事实既说明资本市场发育不成熟,又表明机构投资者在市场资源配置作用还有待更好发挥,为此2003年,证券市场的管理层提出“超常规发展机构投资者”的思路是有其引导性的。

2. 个人与企业作为投资主体,在证券市场的交易活动中他们的投资决策遇到最为困难的是:“市场信息的不对称”,面对数以千计的股票及其背后的上市公司怎么才能把资金集中到有效益的经济部门?怎么才会有较好的收益回报?不能光凭主观决定,这是需要运用专门知识、专门技术来操作的。单就上市公司基本面分析就涉及了公司信息披露、公司的治理结构、公司的股权结构和股东的权利体现等一系列的问题,所以对证券投资咨询服务的需求自然产生了。

3. 随着企业经营自主权的逐步扩大,投资活动更多地选择了资本市场,企业经营者对资本运营理念的接受,其经营内容与方式不只是一是实物资产的投资,还包括金融性投资。从公司的投融资活动而言,资产重组和收购兼并也成为企业发展的途径之一,这方面在上市公司表现尤突出,据有关统计,截止到2001年10月,共有247家上市公司委托了130多家公司进行理财业务,涉及金额超过了200亿元^[2]。企业大额投资的决策要求更高,对专业的证券投资咨询服务需要更为迫切。

二、规范的证券投资咨询是提高我国资本市场运行质量的保证

国务院2004年1月31日发表了“关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”,提出大力发展资本市场是一项重要的战略任务,对我国实现本世纪头20年国民经济翻两番的战略目标具有重要意义。由此可见,发展我国的证券投资咨询服务业,对于现阶段的资本市场运行质量的提高是有现实意义的。因为通过专业的证券投资咨询服务,能够培养投资人的理性投资概念,逐步建立长期投资理念;通过专业的证券投资咨询服务,能够揭示上市公司财务信息披露中隐含的问题,有助于投资者进行正确的决策;通过专业的证券投资咨询服务,能够为企业做企业购并、项目融资、风险投资等新型业务,优化社会资源的合理配置。但是要真正体现这种积极作用,需要的是规范的证券投资咨询服务,规范的证券投资咨询服务是提高我国资本市场运行质量的重要保证。传统的证券投资分析是由单个的证券分析师具体操作的,难免会带有其个人的观察分析特点,其行为也会受到“道德风险”、“不确定性”的影响,他们本身处于证券市场信息传递中的优势地位,一旦产生误导其后果也是可想而知的。因此在资本市场的信息披露系统中对证券投资咨询人员的行为约束要靠制度保证,要求其提出的观点是客观的,有充分依据的。1998年我国专门出台了相关的法规成为证券市场信息披露系统的制度保证,以及证监会字[2001]207号《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》等文件的出台是规范证券投资咨询服务的依据。

从经济学理论角度考虑,任何合约的交易都是在既有交易环境中进行,所谓交易环境包括了一群人的偏好函数、一个确定的知识结构及可交易的权利结构。证券市场的运行需要其参与者了解金融投资中技术知识和制度性的知识,掌握金融投资的相关信息,但同时每个参与者的行为又都是有限理性,需要通过证券投资咨询服务来减少因市场信息不对称造成的决策失误。证券投资咨询机构集中了一批具备较高理论素养的、对证券、期货价格有研究的、对上市公司的情况有专门研究的人才,他们定期或不定期发表一些观点供投资人参考,从而节约了投资人自己收集、整理、分析信息的成本,提高了决策效率,不仅可以消除“信息不对称”,减少由于信息不对称造成的不公平交易。因此应大力并规范发展证券投资咨询机构,大力发展顾问理财即设立投资顾问群体,发挥投资咨询的作用,为投资者提供一个公平、合理、透明的投资环境。

笔者以为:从提高我国资本市场运行质量考虑,规范的证券投资咨询应该包含以下几点要求,即:证券投资咨询机构是有资质的、证券投资咨询人员是有专业素养的、证券投资咨询的意见是有公信力的,要做到这些,需要大力发展我国证券投资咨询业。

三、发展我国证券投资咨询业的对策

如前所述,庞大的投资者对证券投资咨询服务有迫切需求,而我国的证券投资咨询业却显得很弱小,存在很大的缺口。表现在:人员素质不高,机构繁多没有形成合力,服务范围单一,没有各自的经营特色。于是近年来外资金融咨询机构却抓住了机会,抢滩进入我国资本市场^[3],以投资咨询机构形式迅速向我国金融市场推进。

现在的问题是加入WTO后,我国的证券投资咨询业面对挑战应该怎么发展。笔者以为:只有通过证券投资咨询机构组织创新,规范证券投资咨询人员行为,建立必要的信息披露机制,才能真正形成我国的证券投资咨询业本身的核心竞争力。具体包括下列几方面:

1. 建立健全证券投资咨询业的行业管理组织。由证券投资咨询业的行业管理组织进行咨询机构和人员的资格认证与审批;确立行业行为规范,通过制度合约形式来形成必要的治理结构,约束专业咨询人员的职业操守,树立良好的咨询公司形象;加强咨询机构之间的合作交流,推进证券投资咨询服务水平提高。

2. 进行证券投资咨询机构组织创新。以我国证券投资咨询业的发展看,它已经从证券市场的尝试阶段的以股评为主,转化为目前证券市场规范发展阶段的投资咨询,即为特定的投资对象服务为主。为了适应这种转变,证券投资咨询公司内部要实行知识型管理,学习国外的运作经验并结合我国的国情,建立科学的咨询程序,采用现代咨询、诊断以及决策方法,提高咨询质量,赢得客户信任。

3. 注重证券投资咨询机构的队伍建设。证券投资咨询本身是证券投资专业人员在深入调研的基础上,

进化计算在选股决策中的应用研究

浙江大学管理学院 楼迎军 杨义群

[摘要] 本文提出一个决策组合模型,以股票投资组合作为研究的对象,首先以遗传规划导出较准确的预测函数,其次在可能的股票排列组合中采用遗传算法进行染色体的随机数产生、选择、交换、突变等工作,根据获利的 Fitness 评估决定染色体的存活机率,找出较佳的组合。最后以三十个交易日和两只股票为例,发现得到的组合的确比一般的单一股票买卖的获利要高。

[关键词] 多目标决策,遗传规划,遗传算法,投资组合

投资者通常以技术分析或基本面分析的方法去预测将来股票市场可能的走势,但这种方法存在着信息不足和过于主观化的缺点,一旦判断失误,很容易造成投资决策的失误。事实上,投资者的投资决策主要解决两个问题:一、选股;二、决定买卖基点,预测将要投资的股票的涨跌,再根据买卖基点决定何时交易。但最终所得到的解(获利)即使可以达到投资者满意的程度,但是也不能断定这就是一个最优解。本文试图将选股及买卖基准点一起考虑,以多目标决策模型提供有获利的决策方案进行投资,除了资金规模无法控制外,不做其他的限制,使得这种方法更具有现实意义。

一、多目标决策与遗传算法

多目标决策问题的定义为:满足约束条件的决策变量使目标向量函数最优,即寻找决策变量 $X^* = (x_1^*, x_2^*, \dots, x_n^*)^T$,使向量函数 $f(x)$ 最优,最优的标准一般取函数极小化。其数学描述如下:

$$\begin{aligned} \text{Min } f(x) &= (f_1(x), f_2(x), \dots, f_n(x)) \\ \text{s. t. } &g_i(x) < 0, i = 1, 2, \dots, m \end{aligned} \quad (1)$$

此项中的 m 为约束条件的数目。其中决策向量 $X = (x_1, x_2, \dots, x_n)$,由约束条件确定的决策向量的取值范围称为“可行区域”(Ω)。 $f_k(x)$ ($1 \leq k \leq n$) 为各子目标向量函数, k 为子目标的数目。

遗传算法 (Genetic Algorithm) 在演算的过程中需先对欲解决的问题做编码,以基因 (0, 1) 组合而成一个个体(即演化论中的染色体),在每一代所有染色体的集合就称群体,在遗传算法中,群体大小通常是固定的。编码之后针对问题计算目标函数的适应值,然后进行复制、交配及突变等工作,再根据适应值的高低选择可以存活的子代继续演化,直到达到最优化。遗传算法是由 Holland 和 Goldberg 发明的,并且已经在经济学 (Palmer, 1994) 和财政学 (Allen, 1993) 中得到了应用。

二、研究方法

本文利用遗传规划 (Genetic Programming, GP)、多目标决策和遗传算法的优点来解决传统投资方法在实际环境中的缺陷,并给出一个具有客观性的股票走势及获利排列的决策空间,预测和决定所选的股票及买卖基准点,使得短期投资可得最满意的报酬率。

(一) 遗传规划

遗传规划 (Genetic Programming, GP) 是进化算法的一种,它是在 GA 的基础上发展而成,其实质在于用非定长的层次结构反映求解问题特征,依照遗传算法的思想来设计遗传因子。本文利用遗传规划所拥有大小、形状及结构具有高度弹性的树状结构,可以训练出可用的预测函数做每只股票涨跌幅的函数,以自动化的方式产生解答。树形结构中以变量、某特定常数、算术运算函数、数学函数及其他所需的函数所组成,见图 1 所示。与其他的优化技术相比,GP 具有智能搜索、隐含的并行性以及全局最优性等特点,这使得它特别适

通过细致的宏观分析、行业和区域以及上市公司的财务分析作出的投资策略建议、理财建议。因此要注重建立和培养咨询专家团队,定期组织专业人员培训,不断提高证券投资咨询人员的政策水平,业务素质。

4. 建立必要的信息披露制度,为证券投资咨询机构提供专门的信息传递途径。咨询研究的基础是信息,作为沟通投资者的桥梁,证券投资咨询机构应该掌握有关证券市场的各种信息,才能够作出较为正确的判断。如果证券投资咨询机构得到的信息途径与一般投资者是同步的,其咨询价值将会下降的。按照国外做法证券投资咨询机构有其特定的信息渠道,但是又有严格的行为规范,限制其利用信息操作。在我国证券市场公开信息披露机制完善过程中也要给证券投资咨询机构专门的信息传递途径。

随着我国经济持续健康增长,国民收入日益提高,投资者进行证券投资的可能性与选择性加强,证券市场可供投资的品种工具逐步增加,专业化证券投资咨询业有着广阔的发展前景,我国证券投资咨询业一定会在与外资咨询机构的竞争中争的一席之地并得到发展,为提高我国的资本市场运行质量发挥积极作用。

[参考文献]

- [1]《经济蓝皮书春季号中国经济前景分析——2003年春季报告》,刘国光、王洛林、李京文主编,社会科学文献出版社,2003年5月
- [2]《关于券商委托理财投资管理问题的思考》,徐晓芳,证券业,2002年第5期
- [3]《境外咨询业大举抢滩》,云淮,文汇报《经济观察》,2002年8月11日