

# 机构投资者：一项社会学考察

杨典<sup>1,2</sup> 孙子涵<sup>1</sup>

(1.中国社会科学院大学 社会与民族学院 北京 102488; 2.中国社会科学院 社会学所 北京 100732)

**摘要:**作为现代资本市场体系的重要力量,机构投资者一直备受关注。在当前金融化的大背景下,梳理中国机构投资者的发展状况和本土特色,阐明其发展的社会学机制,无论对中国资本市场的稳健发展还是我国整体国际竞争力的提升都是一个重要且具有现实意义的议题。基于对美国等西方国家机构投资者产生和发展进程的梳理,结合中国金融市场的发展现状,从金融社会学角度出发,可以发现机构投资者崛起的经济与社会影响。中国机构投资者具有本土特色并存在三大问题,应从强化信托义务、提升上市公司质量、加强混合所有制改革、完善内外监管机制四方面大力发展机构投资者。

**关键词:**机构投资者;投资者结构;金融社会学;差序格局

**中图分类号:** C91; F8 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002-462X(2022)08-0029-18

## 一、引论

我国自1998年大力发展机构投资者(institutional investors)<sup>①</sup>以来,机构投资者发展迅速,在资本市场发挥着日益重要的影响,“机构投资者持股”在资本市场格外受到青睐<sup>[1]</sup>。目前来看,国内外学者对于机构投资者的研究往往从经济学理论视角出发,聚焦于分析机构投资者对公司绩效、盈余管理、股权结构的影响<sup>[2]</sup>,忽略了影响机构投资者发展的社会、文化机制及机构投资者影

响股市运作的社会机制和更广泛的政治社会影响。必须看到,作为资本市场的重要力量之一,机构投资者的队伍在不断壮大、规模在不断扩张,其内部治理也随着中国资本市场的发展进一步改善,在维持证券市场稳定、提高企业绩效、优化股权结构等方面发挥着日益重要的作用,但仍存在很多不足和缺陷。由于分业经营的限制,机构投资者大多集中在证券市场,其规模和结构远远无法满足目前中国证券市场的发展和需要。正因为如此,相关部门领导反复强调发展机构投资者的重要性和紧迫性,比如中国银保监会主席郭树清在2020年陆家嘴论坛上强调“要增加新的机构投资者,批设更多银行理财子公司和保险资产管理公司,允许境外专业机构发起设立控股理财公司。”

机构投资者是否真的维持了金融市场的稳定,至今仍存有争议<sup>[3]</sup>。具体而言,机构投资者在金融市场稳定发展方面,究竟扮演了什么样的角色?发挥了什么样的作用?存在哪些社会机制?目前还存在哪些不足?应该朝什么方向发展?基于中国金融市场发展现状及对美国较为成熟、健全的机构投资者产生、发展进程的梳理,本研究将从金融社会学角度分析中国机构投资者发展的社会机制和本土特色,并试图对以上问题作出回答。

<sup>①</sup> 虽然机构投资者在资本市场上是一个常用的名词,但对这一名词理论上的界定却非常之少。一种观点认为专门投资于证券业并积极管理这种投资的金融中介机构,它把产业基金、风险投资基金以及大陆法系国家的银行都排除在外;另一种观点认为大的投资者即可以定义为机构投资者,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。在我国,机构投资者一般指在金融市场从事证券投资的法人机构,主要有保险公司、养老基金、投资基金、资产管理公司、证券公司、银行等。

基金项目:中国社会科学院创新工程重大项目“国家治理体系和治理能力现代化研究”(2019ZDGH014)

作者简介:杨典,中国社会科学院大学社会与民族学院教授、中国社会科学院社会学所研究员;孙子涵,中国社会科学院大学社会与民族学院博士研究生。

## 二、机构投资者的崛起:从“经理人资本主义”到“股东资本主义”

“经理人资本主义”(managerial capitalism)是一种新型的资本主义经济组织形式和占有关系形态,它是资本主义股份公司股票持有高度分散化的产物<sup>[4]</sup>。从20世纪初开始,美国资本主义进入大公司时代,公司规模、产业化程度不断提高,与此同时,公司的所有权与控制权逐渐分离,公司的股权结构呈现出高度分散化的态势。以福特汽车为例,福特汽车成立于1903年,由福特家族完全控股,在1956年福特汽车发行第一批普通股后,福特家族的持股比例便不断下降,这种下降产生了非常严重的后果,家族股东对福特公司的控制力被大大削弱。公司股权的分散导致公司控制权普遍由所有者之手向最小所有权及最大管理自主性的职业经理人手中转移,公司经理摇身一变成为公司的实际控制者,主导着公司的日常经营与发展方向,因此我们把该时期称为“经理人资本主义”。“经理人资本主义”下的组织创新从某种程度上来说可以理解为更好地利用新兴信息和通信技术的手段,以及对“基于‘福特主义’大规模生产原则的老化工业经济的僵化和浪费”的反应<sup>[5]</sup>。这一时期的机构投资者还处于发展的“幼年期”,规模尚未成型,在资本市场中的投资种类以信用等级较高的政府与地方债券为主,投资风格较为审慎,持有的公司股份较少,无法对职业经理人的决策形成实质影响。

在“经理人资本主义”时期,公司所有者表达对经理不满的方式是撤回投资或卖出股票,偶尔在股东大会中表示的不满也只能稍微弱化管理层的权威<sup>[6]</sup>。“经理人革命”(managerial revolution)使公司职业经理人牢牢地掌握了众多大型上市公司,股权分散于成千上万的小股东手中,这一现象极大地削弱了股东监管企业的能力。而这些公司往往与普通人关系紧密,公司经理的一个决定,就可能影响众多人的日常生活,但他们的决定却似乎不对任何人负责。

1980年前后,这一情况得到了根本转变,美国企业迎来了一系列巨大变化,这些制度性和组织性

的变化总结为一句话便是:企业管理越来越多地按照“股东价值最大化原则”来进行<sup>[7]</sup>。此时,随着退休基金、保险基金、共同基金等机构投资者在许多大型企业中控股比例的不提高,股票分散化的态势得以改变,一系列新的经营规则呼之欲出,为了同工业资本主义时期的“经理人资本主义”相区别,我们称这种新型资本主义为“股东资本主义”(shareholder capitalism)<sup>[8]</sup>。

随着机构投资者规模的不断壮大和金融化程度的不断加深,机构投资者趁机将实体经济外的巨额闲置资本揽入怀中,尤其在第二次世界大战之后,美国各州相继修改法律,支持机构投资者购买股票。1963年,美国22个州颁布了《模仿谨慎人投资法案》(*the Model Prudent Man Investment Act*),全面放宽了对机构投资者投资范围的限制,自此之后,机构投资者开始大量地进行股票交易,不断买进大型上市公司的股票。公司的控制权也随着机构投资者持股比例的集中上升实现了“两极反转”,即公司的所有权与控制权由相互分离重新向相互统一转变。在“经理人资本主义”时期,公司股东对公司管理者与经营者表达不满最为直接的方式是卖出手中的股票,即“用脚投票”,而这一举措在“股东资本主义”时期则较为困难,一个重要原因是机构投资者手中的巨量股票很难在金融市场中被“接盘”,当机构投资者无法出售账户中的股份并对公司的高级管理层不满时,常常是保留大部分持股量,寻求改善公司业绩,如果没有达到预期效果,就游说董事长反对管理层,甚至寻求新的管理层。由于机构投资者对“股东价值最大化”的推崇,一系列旨在提高公司效率的公司重组广泛发生于该时期。比较著名的有:特纳广播公司与时代·华纳公司的合并、大通·曼哈顿公司与化学银行集团的合并以及AT&T与ITT的一分为二等,这些公司的合并重组有的带领公司走向了新生,有的则像沉了的“泰坦尼克号”一样继续滑入深渊。这一切表象的背后是投资者影响的扩大和对经理抵抗的上升,公司股东与经理人角色发生了根本而深刻的转变,机构投资者不但拥有了公司的所有权与控制权,且逐渐学会将自身的经济主张转变为政治

主张,即利用股东大会、董事会等权力工具对公司管理层有效施压,迫使其制定并执行最有利于股东利益或提高公司股价的经营策略,最终达致股东利益的最大化。

由于机构投资者是以法人而非个人身份投资于股票市场,这就使大公司的股东身份发生了非个人化的转变,随着公司股票逐渐向机构投资者手中集中和机构法人持股比例的不断上升,大公司的股东主体亦由大量的个人股东转变为少数机

构法人股东。一方面,法人取代个人而成为持股主体,大大拓宽了股份公司的筹资来源,推动了生产和资本的集中,加快了企业的扩张步伐。另一方面,机构股东的崛起,改变了资本所有者在公司控制上的弱势地位,实现了所有权与控制权的重新统一,克服了企业行为的短期化倾向。可以说,机构投资者主导了从经理人掌权、不受监督制约的“经理人资本主义”向由投资者控制、监督经理层的“股东资本主义”这一历史转变。

表 1 经理人资本主义与股东资本主义的主要差异

	经理人资本主义	股东资本主义
时期	20 世纪 30 年代至 20 世纪 80 年代	20 世纪 80 年代至今
所有权与控制权的关系	分离	统一
股权结构	分散	集中
持股稳定性	波动	稳定
股东大会	有	有
董事会	有	有
外部董事比例	低	高
主导者	职业经理人	机构投资者
股东身份	个人股东为主	法人股东为主
主导资本类型	工业资本	金融资本

### 三、美国机构投资者的发展历程:从 J.P. 摩根到现代机构投资者

#### (一) 资本逐利: 机构投资者的引入与 J.P. 摩根的发展

19 世纪初期,美国投资市场混乱、无序<sup>[9]</sup>。与之相对比,大洋彼端的欧洲国家如英国、荷兰、西班牙等已经通过工业革命完成了原始的资本积累,剩余资本正在迫切寻找新大陆,以实现自身的快速增值。与此同时,美国正处于快速上升期,国家建设需要巨额资本,正是基于这种情况,欧洲国家的资本蜂拥而至,迅速填补了美国的资本缺口。1822 年,荷兰成立了首只专门用于投资外国政府债券的信托基金,这些基金大部分流入了美国,投资当地的工业建设并获得了丰厚收益。随后,1868 年英国同样成立了海外殖民地政府信托基

金对美国进行重点投资<sup>[10]</sup>,此举一方面加速了美国资本的流入,扩展了企业融资渠道,促进了当地的工业建设;另一方面,也标志着美国机构投资者的初步引入,资本开始逐渐规范化与专业化。

必须看到,此时的机构投资者仍不算是真正意义上的机构投资者,其规模较小,投资的更多是各种收益稳定的债券,更像是相对于个人投资者而言的规模较大的有组织的个人投资者的集合。但不可否认的是,其宽松的监管环境、充足的外来资本、快速发展的金融知识体系以及南北战争后对工业建设的极度渴望都为后来机构投资者的专业化发展提供了肥沃的土壤,进一步推动了美国机构投资者的制度完善。

在美国国家快速发展、资本全面扩张的过程中,都离不开一家金融寡头的身影——J.P. 摩根,其前身是 1838 年美国商人乔治·皮博迪在英国

伦敦设立的私人银行,1864年皮博迪的合伙人朱尼厄斯·摩根正式接管公司并更名为J.S.摩根,朱尼厄斯之子皮尔庞特·摩根在1861年在纽约华尔街建立了J.S.摩根的分支并起名为J.P.摩根<sup>[11]</sup>。摩根公司的发展历程也是美国金融、工业、科技发展的缩影,金融资本主导下的大公司时代从此缓缓拉开了帷幕。摩根家族在诞生初期主要是帮助各国政府在欧洲发行债券以筹集资金,在美国南北战争期间,皮尔庞特曾帮助美国政府销售了2亿美元的债券,极大地缓解了美国政府的经济压力。南北战争结束后,美国铁路行业陷入无序竞争的状态,各路资本纷沓而至,竞相购买铁路运营权,甚至出现在原有铁路旁再铺一条铁路低价售卖的恶性竞争事件,最终导致铁路行业产业过剩、标准不一、结构失调、成本回收周期过长等,众多铁路公司濒临破产,海外投资者大量撤离。皮尔庞特以金融家的方式将众多铁路公司并购重组,进行财务重组,同时进行配套的管理重组,即替换该公司管理层,挑选并任命优秀的经理人,此举实现了铁路资源的重新优化配置,挽救了深陷危机的美国铁路业,这一重组模式后来被称为“摩根式重组”。经此一役,摩根公司取得了重组后铁路公司的控制权,掌握了美国绝大多数的铁路系统。采用近乎同样的手法,1901年,摩根公司全资收购了卡内基钢铁公司,并牵头出资合并成立了美国钢铁公司(US. Steel),随后这家公司的钢铁产量曾一度占到美国钢铁产量的65%。此时的摩根公司已然成为世界上最大的金融机构,两次横向的并购重组形成了对整个行业的垄断,虽然整合了产业资源,优化了分配效率,但也相应提高了产品价格,引发了一轮并购重组浪潮。此后,美国各行业也在并购重组中不断壮大,蓬勃发展,股市欣欣向荣。1907年,监管宽松的股市经过多年的疯涨早已酝酿了巨大的泡沫,美国经济终于出现了裂痕,并引发了严重的金融危机,三大信托机构破产,恐慌情绪的蔓延导致投资者疯狂挤兑信托公司,整个金融市场的流动性遭到了严重破坏,股市一泻千里。摩根财团再一次临危受命,充当了美联储的角色,先是以自有资金购买受挤兑的金融公司的股票,随后使用罗斯福政府

的2500万美元的政府基金联合其他银行与机构,共同出资保证市场流动性,最终成功挽救了美国股市,帮助美国度过了此次严重的金融危机。后来学者对这场金融保卫战中皮尔庞特·摩根的表现评价为“他几乎一手保住了纽约股市”<sup>[12]</sup>。从铁路公司、钢铁公司的并购重组到帮助美国度过金融危机,J.P.摩根在此中既承担了美联储中央银行的职能,及时向市场注入资金,恢复市场流动性,又发挥了机构投资者稳定金融市场、提高公司治理效率的功能。在后来颁布的《格拉斯-斯蒂格尔法》规定商业银行和投资银行的业务要分开的要求下,摩根公司被拆分成摩根银行和摩根士丹利银行。在摩根公司的影响下,众多机构投资者如雨后春笋般不断涌现,他们以摩根公司的发展蓝图,对摩根公司进行模仿与借鉴,实现了自身的快速发展。

#### (二) 疯狂扩张: 机构投资者的趋同式发展

“新制度主义理论”认为,组织结构和行为趋同主要有三种机制:强制性趋同(coercive isomorphism)、模仿性趋同(mimetic isomorphism)和规范性趋同(normative isomorphism)<sup>[13]</sup>。其中,强制性趋同主要是来自组织所依赖的其他组织向它所施加的正式或非正式的压力,以及它所处社会中的文化期待对它的压力。迈耶和罗文指出,在理性化的国家和其他大型理性组织将它们的支配力扩展到更多社会生活领域时,组织结构就会越来越体现为被国家制度化与合法化了的规则<sup>[14]</sup>。模仿性趋同是指当组织内部的目标、结构、发展方向不甚清晰时,组织就会以其他组织为模板进行制度模仿。然而,当各个组织相互学习经营经验,或者希望尽量降低市场或资源风险时,就存在竞争性模仿压力<sup>[7]</sup>。组织在规范性趋同的过程中,某些规范性因素会迫使组织采纳某种组织创新<sup>[13]</sup>,规范性趋同来源于专业化,组织更倾向于任命具有特定技能水平与制度环境培养下的专业员工、经理人等。机构投资者在经历了19世纪初的引入之后,也是在政府压力以及社会文化期待下,通过三种趋同机制将组织目标、组织结构彼此间互相扩散传播,最终实现了自身的制度完善与结构优化。

美国机构投资者的趋同式发展可以分为两个

阶段,第一个阶段是在模仿性趋同与规范性趋同机制共同作用下,机构投资者之间进行制度交换与制度模仿,一方面美国本土机构投资者通过自身经验的积累开展各种业务,逐步建立自己的组织制度;另一方面借鉴外国机构投资者(例如英国)在美国投资市场上形成和发展的经验来调整自身的制度模式。

在第一个阶段之初,资本刚刚进入美国,整座新大陆“遍地是黄金”,资本在各行各业中都获利颇丰,这种情况一直持续到19世纪中期,各种产业资本发展饱和,随便投资一个行业就能赚钱的时代一去不复返,金融投资变得日益复杂化,投资前需要对行业的基本面进行专业细致的研究,以及较长时间的学习、实践与探索。显然个人投资者无力做到这些,在这一过程中规范性趋同机制发挥了重要作用,机构投资者被迫进行组织创新,雇佣专业的研究人员运用专业的投资技术进行投资,促进了专业性投资技术与社会资本相结合以及专业投资人员与投资机构相结合的转变。

美国机构投资者的产生最初源于信托业务,即委托人基于信任将资产委托于受托人进行管理并获得收益的过程,美国第一家专业信托公司“美国信托公司”成立于1853年的纽约。之后,信托机构不断发展,保险公司也利用盈余资金进行投资,同时投资银行与商业银行也涉猎证券自营业务,为自有资金寻找证券投资机会。在各种金融机构都逐渐转变投资方向与投资种类的过程中,模仿性趋同机制在其中扮演了重要角色,各个机构投资者开始向前文介绍的J.P.摩根以及其他外国机构投资者学习,不断拓展投资范围,提升投资专业度。不过商业银行90%以上的业务还是集中在资金借贷上,证券业务部门的规模较小,而投资基金、人寿保险公司等非银行金融机构规模相对更小,所占市场份额非常有限,不管从数量上还是规模上比起商业银行都显得相形见绌,其本质上仍然是依附于实体经济并为实体经济发展提供必要的、有限的催化剂,同时在实体经济的利润中分得一杯羹。这种尴尬的局面在第一阶段后期明显改善,通过规范性趋同与模仿性趋同机制的共同作用,美国机构投资者的投资能力不断增强,

抗风险水平显著提升,专业化程度也有了质的飞跃,机构投资者的数量和规模迅速扩张。可以看到,这种扩张带来了双重影响。一方面,机构投资者利用规模优势节省了资金、人力和物力资源,提高了资本配置的效率,加速了资金流动,大大避免了资金错配问题,满足了社会化大生产和商品经济发展的要求,促进了美国产业和经济的迅速发展。另一方面,机构投资者之间的互相竞争与合作,促进了机构投资者的制度完善,而更先进的制度安排意味着更高的效率和更好的财报表现。但与此同时,我们也要看到,机构投资业务既没有信托法约束,也没有投资公司法约束,经营比较混乱,其背后早已蕴藏着巨大的危机,尤其是经营证券的盲目扩张带来了更大的风险。

第二阶段是在政府压力下的强制性趋同,美国政府通过法律法规限制,运用联邦政府权力,迫使机构投资者采用某种制度安排。1929年大萧条之后,为了快速恢复公众信心和稳定金融体系,美国政府做出了分离两种银行(商业银行与投资银行)业务的制度安排。商业银行体量大,规模大,此前就对其他机构投资者的发展形成了一定的挑战,联邦政府于1933年正式颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法》,意图通过建立银行业与证券业的防火墙来增强银行业的抗风险能力,从而稳定金融运行。由于商业银行的业务受到了限制,其他非银行机构投资者的竞争压力得到缓解,获得了进一步的发展空间,在此背景下,机构投资者的相对规模不断扩大,呈现出一种快速增长的状态,投资对象和领域得到了极大的扩张,机构投资者在公开资本市场上的支配性力量也得到加强,同时私募市场机构投资者投资活动开始活跃起来,逐渐在证券交易中占有一席之地。与此同时,美国政府颁布了一系列法律法规,例如1933年颁布的《证券法》、1934年颁布的《证券交易法》以及1940年颁布的《投资公司法》和《投资顾问法》等,对机构投资者的投资领域、投资界限、组织架构做了进一步的规范。随着各项法规的颁布,美国机构投资者受到的法律约束更多,行为也更加规范,开始步入一个有序发展时期,从而进入了政府管制下的高速规范发展阶段,美国政府通过制造监管和法

律的不确定性、模糊性等间接方法影响了组织行为和组织结构<sup>[15]</sup> 我们称之为“强制性趋同”。

### (三) 强强联合: 机构投资者并购浪潮迭起

随着一系列法律法规的颁布以及机构投资者之间的制度模仿与规范发展,机构投资者发展迅速,制度逐渐成熟。此时,阻碍机构投资者规模扩大的还有一个关键性因素,即整个货币体系受到布雷顿森林体系的制约,总的货币量与黄金挂钩,货币供给不足,无法满足机构投资者的资本需求,机构投资者的发展再次陷入滞涨状态。1971年8月15日,尼克松政府宣布布雷顿森林体系结束,布雷顿森林体系的瓦解使得美元脱离黄金,导致货币币值的波动不再受到黄金价值以及黄金产量的制约,世界货币体系开始进入不受物质生产增长约束的时代,这也意味着压在机构投资者身上的资本短缺大山被推翻,全球开始步入金融化时代。在此期间,金融产品的规模与种类迅速扩张,政府、企业、家庭与个人等行动主体全面金融化,金融市场运作的地理界限消失,朝着全球化不断迈进,金融资本逐渐符号化与虚拟化,不稳定性与风险性也与日俱增<sup>[16]</sup>。金融资本的虚拟化导致脱离物质生产的货币交易大量增加,虚拟经济急

剧膨胀引起产业资本家向金融资本家复归,严格的金融管制激发了以绕开金融管制为目的的金融创新频繁出现,以放松管制为主要特征的金融自由化不断发展等。这一方面为美国机构投资者进一步发展提供了源源不断的资金,另一方面也为机构投资者的扩张提供了更多的契机,机构投资者的投资领域、投资工具、投资方式日益专业化。当然,美国的金融自由化并不意味着对机构投资者一味地放松管制,事实上,联邦政府针对金融投资中的某些环节还加强了监督和管理,为机构投资者的规范化发展提供了保障。此刻,各种机构投资者宛如“拴着缰的野马”,开始了政府规范下的高速发展历程。通常我们使用金融中介比率(机构投资者参与资金供求者之间的交易资产额与全部资产交易总额的比值)衡量一个国家的机构投资者发展水平,它反映出一个国家机构投资者的垄断程度,若一个国家的金融中介比率较高,则表明该国的机构化程度较高,反之则说明该国机构投资者的融资水平较差。从图1不难看出,自20世纪80年代之后,北美及欧洲主要国家的机构化程度迅速攀升,美国机构投资者参与的资金交易已经占到整个国家资金交易总额的一半。

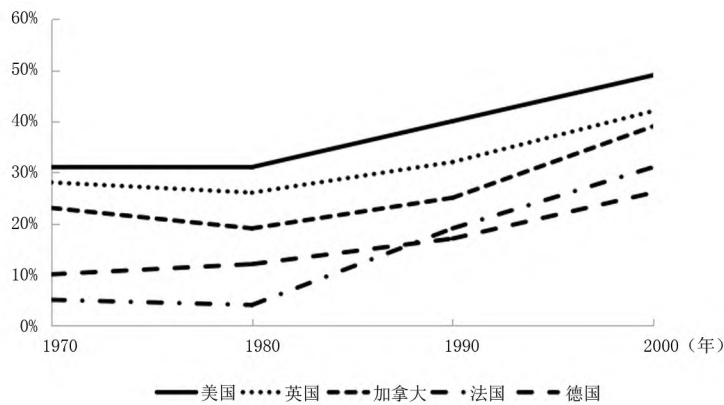


图1 各国机构投资者金融中介比率(%)

数据来源: National flow-of-fund balance sheet data

进入21世纪后,美国机构投资者普遍呈现出大大超出以往增长速度的高速增长势头,尤其是共同基金、养老基金、保险公司等机构投资者发展尤为迅速,金融资产几乎每年以接近两位数的百

分比增长,增长速度惊人。以共同基金为例(见下页图2),美国共同基金的净资产总额从1990年的0.57万亿美元增长到2000年的5.12万亿美元,年均增长率为24.5%,即使将时间周期拉长至

30年,其净资产增长额也翻了42倍,年均增长率达到了13.3%。此外,还有一个值得关注的数字,即共同基金在美国公司股权中所占的比重,它反映出共同基金对企业的控制度,其所占的比重越高,对公司的控制权越高,越能决定公司的发展方向与经营策略,从而在资本市场中发挥更大的作用。从最新的2020年数据可以看出,共同基

金在美国公司股权中所占的比重已经达到30%,如若再将保险基金、信托基金、养老基金等持有的股权一同算上,机构投资者在美国公司中已经掌握了绝对的话语权,这种举足轻重的地位使得机构投资者不仅可以决定某个公司、某个行业的发展,甚至可以主导国家未来的产业布局与发展方向。

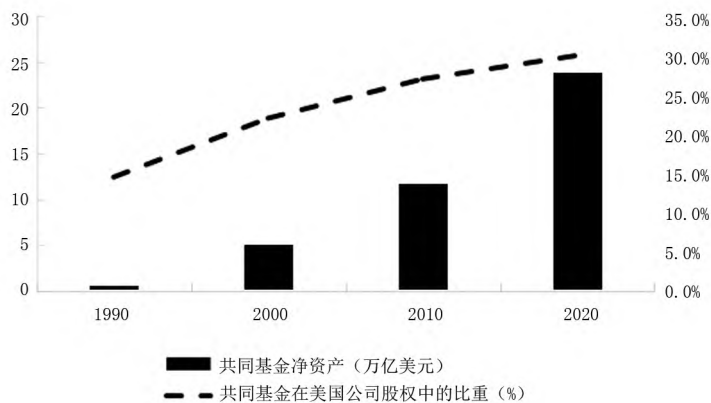


图2 美国共同基金发展概况

数据来源:美国投资公司协会,参见: <https://www.ici.org/>

随着时间的推移,机构投资者发展的速度越来越快,其规模也日渐庞大,机构投资者之间的竞争也逐渐由增量竞争向存量博弈转变,彼此之间竞争加剧,为了在竞争中获得优势,国内外机构投资者认识到,只有强大的资金规模和高水平、全方位、专业化的服务才能在竞争中占据优势。尤其在1999年废除《格拉斯-斯蒂格尔法》后,允许商业银行与经纪公司合并,从消费者和银行的角度来看,这种合并变得势在必行,客户对集成解决方案的需求为提供多种产品提供了机会,以便在不牺牲质量或便利性的情况下发展更强大的客户关系和更好的客户服务需求<sup>[17]</sup>。美国大通银行(Chase)与摩根

银行(J.P. Morgan)的合并掀起了美国金融机构间的并购浪潮,并且逐渐在全球范围内扩散,机构投资者之间开始出现频繁的兼和收购(M&A),形成大规模的竞争与合作。在这一不可阻挡的大势中,中小投资者向机构投资者过渡速度加快,专业化程度、资金国际化和全球化趋势迅速提高,规模增速惊人。机构投资者发展到了为取得长期投资收益而参与公司治理的新阶段。这一阶段,美国机构投资者不仅参与实体经济的利润分享,同时通过积极的公司治理策略,介入公司的经营管理,进一步保障了投资的安全性和收益性,相对于前面几个阶段而言,这一行为具有巨大的正面效应<sup>[18]</sup>。

表2 美国机构投资者三个发展阶段的主要特征

	引入阶段	趋同阶段	并购阶段
时期	19世纪初至20世纪初	20世纪初至20世纪70年代	20世纪70年代至21世纪初
国际金融秩序	金本位制	布雷顿森林体系	美元本位制
金融化程度	金融产品的种类不多,规模较小	金融脱媒显现,机构投资者地位上升	政府、企业、家庭与个人等经济行动主体的全面金融化

#### 四、“投资”与“机构”：投资者的异质性比较

机构投资者的产生是基于金融化背景下劳动的分化与职业的专门化<sup>[19]</sup>，是投资者高度专业化、组织化、制度化的产物，更是金融信托业发展的必然结果。

机构投资者(institutional investor)有两层含义。首先是投资者(investor)，指以取得利息、股息或资本收益为目的，购买并持有价证券，承担证券投资风险并行使证券权利的主体。依据主体性质不同，投资者被分为个人投资者与机构投资者。个人投资者作为最小的投资单元，在古典经济学中常常被描述为具有理性行为和理性选择能力的“经济人”，这种理性就在于以最小的牺牲来满足自己最大的需求，在追求自身利益的过程中，能根据市场的情况、自身的处境、自己利益之所在作出综合的判断，从而实现个人利益的最大化<sup>[20]</sup>。对于“经济人”或“理性人”的假定，都是以经济分析最大化原理为出发点，其含义就是消费者追求效用的最大化，厂商追求利润的最大化<sup>[21]</sup>，投资者则追求回报的最大化。西蒙对“理性人”假设做了进一步修订和完善，提出了“有限理性”理论，并建立了有关过程理性假设的各种模型<sup>[22]</sup>。他认为，人们只能在决策过程中寻求满意解而难以寻求最优解，“行为主体打算做到理性，但现实中却只能有限度地实现理性”<sup>[23]</sup>。然而，个人投资者由于对各类资源尤其是对证券市场的价格发现和价格均衡具有直接作用和决定性意义的内部信息匮乏，往往容易受到市场噪音的影响，在“羊群效应”<sup>①</sup>的影响下做出非理性行为，或仅凭个体经验和感觉进行交易。众多研究表明，机构投资者与个人投资者都普遍存在非理性行为<sup>[24][25]</sup>。但与机构投资者相比，个人投资者非理性程度更严重。这是因为虽然机构投资者的投资决策也是由专业团队中具体的人完成，但机构中的投资者往往有更为丰富的经验、更高的金融知识素养以及更为高效的组织分工，一个交易的达成往往是集体智慧的结晶，作出交易行为的人只是集体决策的参与者，并且交易全程都会受到机构监督和管理的约束。因此，机构投资者并

非个人投资者在规模和数量上的简单累加，而是具有高度专业化和制度化的合理分工的有机组织。

其次是机构性(institutional)，指机构的、制度的。从这一层面来说，机构投资者首先是制度化组织，机构投资者的组织形式、交易行为以及内外部监管等都要受到制度约束。一直以来，学界对于“制度”的定义并不十分明确，约翰·迈耶认为，当某些惯例在社会思想和行动中具有了“类规则”地位时，这些惯例就成为了制度<sup>[14]</sup>。习俗和规则是社会制度的最初形态，个人意识最终也反映了社会制度，他们共享一套相同的社会心理假设。对于恰当的判断并不只是基于个人的认知，而是遵循或多或少贯穿整个社会的认知结构<sup>[13]</sup>。当组织形式和组织行为被行动者采纳，是因为它们被视为理所当然，而不是因为理性选择的过程发现它们最符合完成的技术性需求，这个时候它们就被制度化了<sup>[26]</sup>。前文对美国机构投资者的各个发展阶段的详细介绍阐明了机构投资者的形成本身就是一个制度化的过程，这其中既有经验、习俗、惯例和规则的内在支撑，例如起初对投资范围和投资界限的限定指向等，也有政府在合法性基础上作出的强制性安排，例如颁布《证券法》等规范机构投资者行为的法案；同时个人意识的社会建构也发挥了相当的作用，将自有资金交予机构的个人对机构投资者的期待为其制度化发展提供了普遍脚本。

#### 五、重塑市场、企业与社会：机构投资者崛起的经济与社会影响

##### (一) 对企业的影响

##### 1. 缓解“内部人控制”，保护投资者利益

作为一个有效的监督者或投资者，机构投资者直接参与公司治理所产生的正面成效实际上会成为一种“公共产品”，其利益往往被其他投资者“免费搭便车”而享用。小的股东总是希望在别

<sup>①</sup> “羊群效应”也称“羊群行为”，从众心理，是指在羊群中，头羊带领小羊，小羊跟随头羊一起活动。在资本市场中，常被用来形容投资者受情绪驱动追踪并企图模仿其他投资者的行为。



人的努力之下“免费搭车”。当大部分股东要求控制公司的希望破灭,股东都放弃参与公司治理的权利时,就为经理层的“内部人控制”提供了温床和机会。此时,大的机构投资者就显示出其重要性<sup>[1]</sup>。当机构投资者取得公司控制权之时,企业管理就会越来越多地按照“股东价值最大化原则”(the maximization of shareholder value)来进行,股东的权益得到了更好的保障。

## 2.“股东积极主义”:重塑公司治理和战略

机构投资者对公司管理的态度分为两类:一类是建立证券投资组合,被动投资,更关注企业的短期目标与近期表现,不介入公司治理与公司战略的制定,通常“用脚投票”,当企业盈利能力下降或发生其他可能引发股价下跌的事件时,该类机构投资者会选择卖出手中的股票,转而寻求其他投资标的。另一类是积极参与公司治理的股东积极主义。所谓股东积极主义(shareholder activism)是指机构投资者凭借其所持有的股份,通过征集代理投票权和提出股东议案等形式积极参与公司治理的行为<sup>[27]</sup>。机构投资者通过持有的大量股票将手中的经济权力转化为政治权力,进入公司的董事会,参与制定公司的短期与长期规划,转而“用手表决”。两者最主要的变化是从“被动投资、用脚投票”方式转为“积极投资、参与管理”方式的公司治理活动,执行一种公司治理导向的投资战略<sup>[28]</sup>。

## 3.“脱实向虚”损害实体经济发展

机构投资者在完善公司治理结构、优化企业股权结构方面发挥着重要的正功能。但与此同时,在金融资本主义的时代背景下,机构投资者对虚拟资本的大量投入,进一步放大了各类资产价格的膨胀速度,导致虚拟经济恶性膨胀和机构投资者的进一步扩张,加大了对市场上投资工具的需求,促进了股票、债券、外汇和房地产等资产的价格膨胀。货币需求的产生已经不是来自于物质生产与流通规模的扩张,而是来自资产价格的膨胀。20世纪70年代以来,各类金融衍生工具又极大地加快了各类资产价格的膨胀速度。而布雷顿森林体系崩溃之后,央行的货币创造又可以摆脱生产的限制,从而极大满足了虚拟经济膨胀对

货币的需求,再加上美国在20世纪90年代初以来长期奉行“强势美元政策”,以吸引世界各国的投资持续不断地流向美国,从而把美国的股票、债券和地产价格推高,进一步加剧了虚拟经济的恶性膨胀。

## (二)对金融市场的影响

### 1.完善投资者机构,维护证券市场稳定

从证券市场看,机构投资者的兴起与繁荣进一步改善了市场力量的对比,有利于抑制市场投机活动,可以起到一定的缓和和市场波动的作用。由于大部分散户所持股权相对分散且能力有限,对某些大股东尤其是控股股东的许多暗箱操作无能为力,只能盲目跟风,过度追涨杀跌,导致投机盛行,而“羊群效应”又将投机带来的市场动荡进一步扩大,因此市场常常大起大落。比较而言,机构投资者的资本实力雄厚、规模强大,多采取相对长期的投资策略,这种“相对长期”的持有从一定程度上缓和了市场的短期震荡,有利于证券市场的稳定。

### 2.创新金融工具,提高金融体系效率

机构投资者的产生,丰富了市场上的投资工具,使得投资工具从单一的国债和公债逐步扩展,涵盖了股票、债券、保险、基金等各种工具,为更广泛的投资活动提供了载体,使得投资活动更加便利,也进一步拓展了银行和非银行金融机构的功能。此外,从投资技术上看,也出现了众多新的投资技术,例如对冲交易技术,利用反向投资策略(contrary strategies)通过卖空与杠杆的对冲组合,使得对冲基金在跌市中也能获利。除了金融工具种类增加外,交易类型也有了一定拓展,机构投资者之间通过大宗交易,降低了双方交易成本,加快了交易流程,提高了交易效率,并且不会对股票市场的价格造成冲击。

### 3.与公司高管“合谋”,损害投资者利益

机构投资者本身可能也存在着代理问题,其本身可能与公司间存有其他业务往来,经常会与被监督的经营者保持一种暧昧的合作关系,有时甚至会和公司经理合谋,损害其他股东利益。比如2021年5月的“叶飞事件”,揭开了中国上市公司市值管理中黑暗的一面,显而易见,机构投资者

与部分公司经理人存在一系列互利的安排<sup>[29]</sup>,包括费用、投资额、利润分成等。此外,还有一系列的价格操纵、内幕交易、“市值管理”“老鼠仓”等众多违法违规操作,极大损害了投资者的合法权益,使得机构投资者的形象受损,个人投资者对机构投资者的厌恶情绪上升,加剧了两者的对立。

### (三) 对社会的影响

#### 1. 养老基金入市,完善社会保障体系

养老基金是西方国家专门向社会退休人员、雇员、私人提供社会保障的机构,其资金来源为参加基金者所缴纳的款项<sup>[30]</sup>。基本养老保险作为重要的机构投资者覆盖全国,社会影响力大,民众依赖度高,因此,对养老基金的合理投资,通过基金项目赚取收入并以此来支付未来的退休金,在当前老龄化日益严重的情况下就显得尤为重要。

#### 2. 普及投资文化,推动金融资本主义崛起

机构投资者是金融化和金融资本主义兴起背后的重要推力,可以说,没有机构投资者的大发展,就不会有金融资本主义的崛起。在金融资本主义下,金融理念不但在企业 and 市场领域开始盛行,政府、家庭和个人也越来越具有金融思维,整个社会开始形成一种“金融和投资文化”<sup>[16]</sup>。似乎任何事情都附带价格标签,接受教育是为了积攒人力资本,与人社交是为了积攒社会资本,购置房屋是为了积攒经济资本,生活中的一切似乎都与投资密不可分,金融化的浪潮更是加剧了这一社会文化的转变。

## 六、形同实异:中国机构投资者发展的本土之路

### (一) 制度同形:中国机构投资者的发展历程

与美国机构投资者发展历程相类似,中国机构投资者的发展同样经历了两大阶段:第一个阶段是在国家层面,模仿同形与规范同形机制在其中发挥了重要作用。改革开放之后,中国金融市场开始逐渐有了生机,各地商业银行在当地政府的要求下逐步开始金融借贷业务与信托业务,充分将资金调用起来,于是商业银行成为中国最早的“机构投资者”。但由于当时的“规范真空”,并没有出台相应的法律法规对商业银行的业务与规模进行具体规定与限制,众多商业银行为为了吸纳

资金,开始采用“高息揽存”的方法互相竞争,整个金融市场比较混乱、无序。1990年中国第一家证券交易所——上海证券交易所成立,紧跟其后,深圳证券交易所也于1991年成立,标志着中国金融市场体系的初步形成。此时的证券交易市场仍以散户为主,投机现象严重,市场也缺乏有效监管,基于此,中国政府学习西方的监管方式,于1992年成立了中国证券监督管理委员会,开始对证券市场、期货市场进行监督与管理。与此同时,中国的证券公司、信托公司、商业银行分析美国以及西方的机构投资者的发展历程,着手对机构投资者在中国的发展进行初步探索。通过对国外机构投资者的发展经验与制度模式的分析,中国人民银行开始批准投资基金向市场投放,1992年,第一支人民币投资基金——山东淄博乡镇企业投资基金通过了中国人民银行的批准,拉开了基金向市场供给的序幕。在随后的几年中,投资基金的品种不断增多,投资规模也逐渐扩大,但整体来看,占比仍然较小,也无法对证券市场产生实质影响。此外,由于当时的监管不足,众多投资资金运行不规范,基金管理人的专业水平参差不齐,初始运营的几支基金都未给投资者带来预期回报。机构投资者开始进行制度创新,一方面,学习西方机构投资者的制度模式,对机构投资者自身的股权结构进行优化;另一方面,学习西方先进的投资技术,雇佣金融专业人才作为基金管理人,且偏爱有海外留学、工作经历的技术人员与管理层人员。通过模仿同形与规范同形,中国的机构投资者开始逐步走向正轨,金融知识体系不断完善,自身股权结构不断优化,内部组织结构日趋合理,投资规模不断扩大,治理效率与投资收益不断提高。但与此同时,我们仍要看到,机构投资业务在形成之初缺乏制度的有效监管,既没有公司法制约,也没有证券法约束,机构投资者的发展面临着不确定性与高风险性。

第二阶段是在国内层面上的强制同形。由于证券市场发展时间较短、制度不够完备,市场信息也严重不对称,在当时“初步试点”的背景下,为了规范基金的发展,1997年11月14日国务院证券委员会颁布了《证券投资基金管理暂行办法》,

决定超常规、创造性地培育和发展机构投资者,以推进中国证券市场的发展。1998年12月29日,第八届全国人民代表大会常务委员第六次会议通过《中华人民共和国证券法》,标志着机构投资者法律体系的初步完善,进一步规范了中国机构投资者的投资领域、投资方向与监管要求。此后,随着国务院、证监会颁布的一系列规范机构投资者发展的政策法规,中国机构投资者进入了快速发展时期。政府通过发布法律或行政条文直接对机构投资者进行组织改革与制度规范,引导机构投资者有序发展,体现了中国政府对机构投资者行为强大的影响力。进入21世纪,中国证监会再次提出,要“坚定不移发展壮大机构投资者队

伍”,同时,习近平总书记也反复强调,要“以金融体系结构调整优化为重点,优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系,为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务”。这直接反映了我国机构投资者当前的主要任务,即为实体经济服务,在企业融资中发挥更大作用。可以看到,中国机构投资者距离成熟与完善还有一定的距离,但其规模、效率经过上述两个阶段发展后也有了质的飞跃,为接下来我国机构投资者的进一步发展提供了丰富的经验与肥沃的土壤,拉开了机构投资者在中国高速发展的序幕,中国机构投资者也逐渐进入金融全球化的大舞台,为金融全球化的发展贡献了一份独特的中国力量。

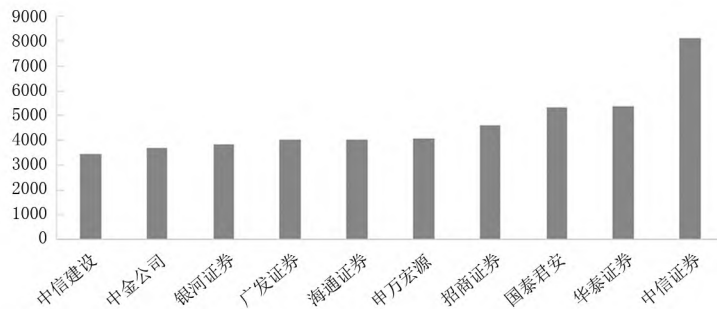


图3 中国十大证券公司总资产

数据来源: 中国证券业协会 <https://www.sac.net.cn/>

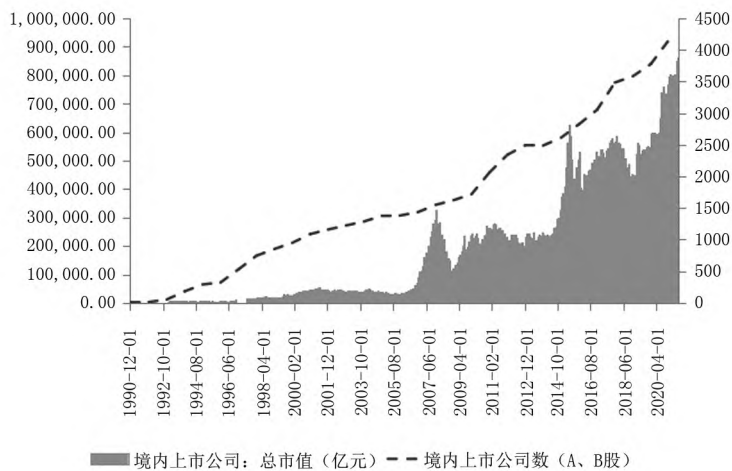


图4 境内上市公司数量与总市值

数据来源: Wind 数据库 <https://www.wind.com.cn/>

## (二) 失衡与优化: 中国 A 股市场的投资者结构

在证券市场建立之初, 我国的投资市场以散户为主, 当时的机构投资者由于投资领域的限制加之机构投资者规模较小无法对投资市场形成实质影响。改革开放 40 多年来, 中国的经济建设取得了举世瞩目的成就, 证券交易市场也迎来了跨越式的发展, 上页图 4 表明, 中国的 A 股市场从最初 10 家上市公司发展到如今(2020 年)的 4154 家, 总市值也从 1000 多亿发展到 80 多万亿, 年平均增长率达到了惊人的 22.3%。

以个人投资者为主的投资者结构最直接的表现是市场投机氛围浓郁, 市场短期波动大, 这是由个人投资者的特点决定的。投资行为具有不确定性与高风险性, 需要收集巨量信息, 对信息进行加工与分析, 剔除模糊或虚假的信息, 从而做出正确的投资行为。而个人投资者信息来源不足, 接收到的信息往往都是二手信息甚至是虚假信息, 容易做出错误判定, 而亏损过后的“追涨杀跌”“过度自信”等非理性行为反过来加剧了市场的波动。此外, 个人投资者热衷于频繁交易, 有研究表明, 市场收益使个人投资者在随后的交易比机构投资者更活跃<sup>[31]</sup>。失衡的投资者结构导致的弊端在当时表现得十分明显, 信息的不对称性、专业水平较差、心理承受能力不足等诸多特点直接导致了个人投资者注定很难在较短时间内从证券市场中赚得高收益。

表 3 A 股市场投资者结构

时间	自然人数量(万人)	非自然人数量(万)
2015	9812.14	28.38
2016	11710.77	32.62
2017	13362.21	36.08
2018	14615.11	35.33
2019	15937.22	38.02
2020	17735.77	41.72

数据来源: 中国结算 <http://www.chinaclear.cn>

反观机构投资者的发展, 经过三十多年的建设与努力, 在证券市场的高速发展下迎来了春天。我国证券市场上投资者队伍迅速扩大, 机构投资

者发展迅猛, 持股比例不断上升, 并在 2015 年超过个人投资者成为资本市场中的决定性力量。截至 2020 年, 机构投资者持有市值占流通市值的比重已经超过 12%, 占自由流通市值<sup>①</sup>的比重已经超过了 28%, 大大优化了个人投资者与机构投资者比例, 投资者结构正日趋合理, 失衡状态逐渐得到改观。机构投资者资金实力雄厚, 信息来源丰富、专业能力强, 在完善公司治理结构、提高公司治理绩效、加强市场监管等方面的优势逐渐显现, 机构投资者规模的扩大对于稳定证券市场的作用愈发明显。值得注意的是, 在 2015 年之前, 共发生过两次股灾, 分别是 2008 年大股灾与 2015 年大股灾, 由于众多个人投资者都是全仓甚至加杠杆, 两次股灾使得个人投资者损失惨重, 而在 2015 年机构投资者取得金融市场绝对的控制权之后, 再未出现过类似的大型股灾, 机构投资者对市场的支撑作用明显, 促进了金融市场的健康有序发展。

在当前机构投资者初步崛起的情况下, 机构投资者持股比例的上升实则是一把双刃剑。一方面, 机构投资者确实起到了稳定金融市场的作用, 自机构投资者持股比例全面占优以来, 整个市场持续性的恐慌性暴跌少有。另一方面, 部分机构投资者行为的“逆化”反而成为市场波动的幕后推手, 所谓行为的“逆化”是指机构投资者非但未能承担起稳定市场的作用, 反而助推了市场的暴涨暴跌。比如, 在 2020 年初市场下跌的前期, 首先是机构投资者大量抛出股票, 引发“抱团股”的瓦解, 随后引发“羊群效应”, 个人投资者纷纷止损离场, 并且所波及的股票大多都是市值较高的“白马股”, 造成了市场的剧烈震荡。当然, 过分指责机构投资者也是不公平的, 在我国金融市场制度不健全、结构失衡、监管宽松、效率低下的现实条件下, 机构投资者的行为逆化有其必然性, 在本质上是对外部环境的一种反应。

① 自由流通市值是指从无限售条件股市值中, 剔除持有比例超过 5% 的三类股东及其一致行动人所持有的股票市值后所得出的市值, 三类股东包括包括: 国有股东、战略投资者以及公司创建者、家族或高管。

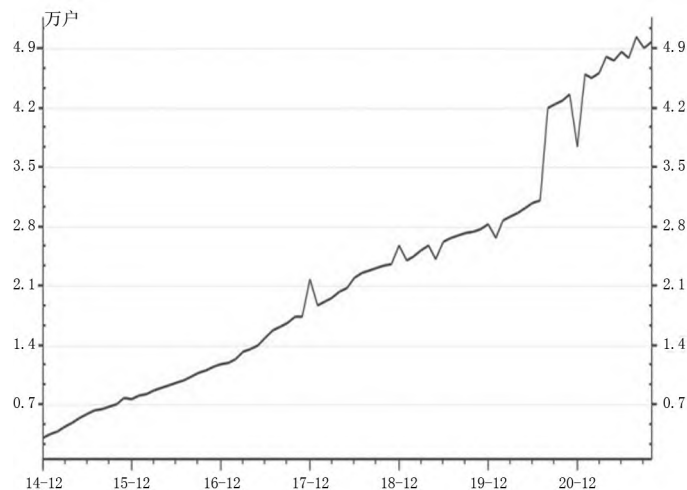


图5 机构投资者开户数量

数据来源: Wind 数据库 <https://www.wind.com.cn/>

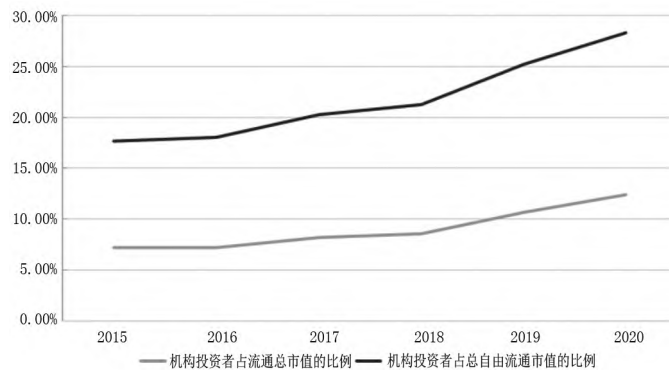


图6 机构投资者持股比例

数据来源: Wind 数据库 <https://www.wind.com.cn/>

### (三) 国家控股: 中国机构投资者的产权特征

机构投资者通过持有其他公司股权,运用专业的投资技术与行业分析经验,对企业的发展经验建言献策,并且在必要时通过股东大会等手段更换管理层,以实现公司的可持续发展。然而,我们在关注机构投资者优化上市公司股权结构的同时,更应看到,机构投资者本身作为一种金融企业,更应把其自身的产权结构和公司治理作为重要关注点。不同的产权结构意味着不同的制度安排。将国内外机构投资者的产权结构进行对比,我们发现两者在产权性质、产权分布上的差异,能够从产权制度的角度对中国机构投资者的行为与发展提供深层解释。本文以中美各自最大的证券

投资公司为例进行分析,中信证券的股权结构中持股比例最高的是香港中央结算(代理人)有限公司,实际上,流通的港股均由中央结算公司管理,看上去是最大股东,其实是无数个机构和散户的总和。中信的实际控制人是第二大股东中国中信有限公司,而该公司是国有独资公司。换言之,中信的实控人是中国政府,对比其他大型机构投资者不难发现,其背后绝大多数是由国家或地方政府实际控制。机构投资者的投资行为、发展走向都与政府的政策倡导密不可分。归根到底,中国的机构投资者是国家控股下制度目标的具体执行者,国家意志时时刻刻投射在机构投资者的行为当中。反观摩根大通,其最大的两个股东分别

为领航集团有限公司(持股比例 7.25%)与贝莱德集团公司(持股比例 6.50%) ,这两家公司都是世界著名的基金管理公司 ,其公司主营业务与摩根大通相差无几 ,股东列表中也少见美国联邦政府与州政府的身影 ,因此 ,美国机构投资者之间更

多的是互相交叉持股。这种股权结构一方面有利于不断学习先进管理经验与投资技术 ,共享最新信息 ;另一方面 ,在两者共同的竞争领域 ,可以利用股东身份通过否定某些公司议案以实现打压其业务发展的目的 ,从而使自己在竞争中处于优势地位。

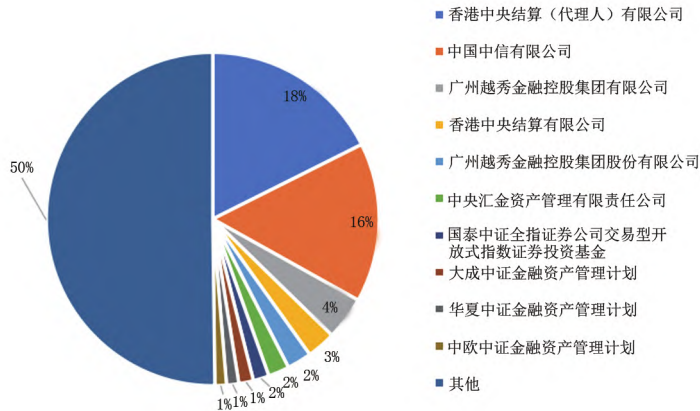


图 7 中信证券股权结构

数据来源: Wind 数据库 ,<https://www.wind.com.cn/>

两家公司除了控股股东的性质不同外 ,其股权结构集中度的差异分布也十分显著。中信证券前十大股东的总持股比例达到了整个公司股权的半数 ,股权集中度相当高 ,大股东与公司利益相关度较大 ,公司的盈亏会对大股东产生较大影响 ,但其优点在于大股东掌握着公司的决策 ,可以大大提高决策效率。而摩根大通的股权结构则十分分散 ,可以有效抑制“大股东控制”问题 ,且基本都为流通股 ,股权分散导致任何一个大股东都无法单独控制决策 ,但同时会导致决策效率下降 ,无法对瞬息万变的市场做出有效调整 ,且一旦股东之间有利益冲突 ,势必会影响公司的稳定运行。整体来看 ,中美两国机构投资者的股权分布处于两种极端 ,极端集中与极端分散 ,其优缺点也十分明显。在我国机构投资者发展的进程中 ,既要保留机构投资者的高效性 ,也要保证机构决策的民主性与专业性 ,那就势必要进行机构投资者股权改革 ,在以国有资本为主体的同时 ,吸纳社会资本 ,理顺政府与市场的关系 ,以更好地发挥市场配置资源的基础性作用。

#### (四) 差序格局: 机构投资者的“投资圈子”

差序格局是我国著名社会学家费孝通先生提出的一个重要理论 ,具体是指在所处的社会关系中 ,以自己为中心像水波纹一样推及开 ,愈推愈远、愈推愈薄且能放能收、能伸能缩的社会格局 ,随自己所处时空的变化会产生不同的圈子<sup>[32]</sup>。在当前语境下 ,中国社会的人际关系在个体层面呈现出以“己”为中心的差序格局 ,在社群层面则呈现出以精英(能人)为中心的圈子特征<sup>[33]</sup>。

在中国机构投资者之间、机构投资者与公司高管之间也同样存在着这样的“差序格局”网络 ,由于机构投资者在中国起步较晚 ,发展历时较短 ,而中国自古以来就是人情社会 ,各个投资机构的经理人之间关系熟络。机构投资者中的基金经理和分析师要么是来自国内外名校的高材生 ,要么是手握顶尖资源的经济精英 ,不管是其丰厚的个人财富、受人尊重的社会地位还是拥有的社会权力与社会声望 ,都符合中国社会“能人”的种种标准。他们在进行行业调研之余又与各类上市公司的高管保持了密切联系 ,彼此之间时常分享行业

动态、投资信息以及投资决策,而信息对于证券市场的价格发现和价格均衡具有直接作用和决定性的意义。机构投资者往往会在个人投资者前率先得到关键信息进行投资布局,获得更大利益或减少损失。机构投资者尤其是头部的机构投资者之间、机构投资者与上市公司的高管之间形成了名副其实的差序格局网络(各种“投资圈子”)。而散户投资者由于被排除各种投资圈子之外,信息的不确定性与滞后性对投资决策的有效性和科学性造成了极大的干扰,因此散户投资者往往成为被“割韭菜”的对象,不但造成投资的巨大损失,也极大影响了广大投资者对股市的信任和信心,这是我国经济持续增长而股市长期低迷的重要原因。具体而言,在我国的A股市场中,一些机构投资者往往凭借其雄厚的资金、丰富的信息来源以及高超的投资技术成为“股市庄家”,以自身行为在一定时期内影响或控制股票价格的变动。机构投资者与同属于其差序格局网络中的公司高管合谋,形成信息垄断,提前获得内幕消息或故意放出假消息,进而操纵股票价格,甚至还会让其他机构投资者入伙,共同推高股票价格,然后“击鼓传花”“交替撤退”,最终获得超额的垄断利润。2021年的“叶飞事件”曝光了中国众多上市公司“市值管理”的内幕,市值管理(market value management)本义是上市公司基于公司市值信号,综合运用多种科学、合规的价值经营方式和手段,以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的一种战略管理行为,而在此次事件中,市值管理却成为了某些机构投资者联合上市公司哄抬股价的代名词,极大地损害了其他投资者的利益,加剧了个人投资者与机构投资者的对立。

此外,中国企业想要开展证券、信托、投资等各类业务,往往需要先取得相应的牌照,而牌照的取得除了依靠其资金实力、技术水平、制度标准外,还要依靠其社会关系网络。机构投资者大多是国企央企,其高层管理人员既是企业负责人又是国家干部,而处于这一社会关系网络的机构投资者在申请相应牌照时,往往与负责审批牌照的政府管理者比较熟(有的机构投资者负责人之前就是负责审批和监管的金融官员),因此在申请

牌照时很大程度上会得到申请便利。同时,这些基金公司、信托公司往往都是国有与私人混合控股并相互之间交叉持股,这也造成了在社会关系的基础上进一步形成新的利益格局。不可否认的是,中国机构投资者中的差序格局网络也有其正面意义,机构投资者信息共享在一定程度上促使更多的公司特质信息被纳入股价当中,提高了市场的有效性,从而对降低股价同步性具有积极作用<sup>[34]</sup>。此外,由于机构投资者之间彼此熟悉,可以通过大宗交易降低证券交易成本,提高交易效率,定价也较为灵活,既可以折价交易,也可以溢价交易,不需要经过场内交易,对市场的价格冲击较小。机构投资者与公司高管对于行业的分析更为细致、专业、科学,彼此之间的信息共享可以解决企业与行业的“信息孤岛”问题,改进企业决策与整个行业的发展进程。

## 七、余论:大力发展机构投资者的战略路径

### (一) 强化信托义务

机构投资者最早源于信托,其中诚信为本是最基本的受托人义务,受托人必须忠诚守信,对于预先约定的为委托人服务的承诺都要一一遵从,还要尽最大努力为其委托人负责,评估委托人的风险承担能力,履行适当性义务,确保投资者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上自主作出决定,对由不可抗力所造成的损失要做出诚实、明确、合理的解释。尤为重要的是,不得利用其受托人的权力及委托人的资产谋取私利,在涉及受益人利益的交易和决策中不能只考虑机构投资者的私人利益,要时刻以委托人利益为上。目前金融市场中存在的“老鼠仓”现象严重损害了机构投资者的形象。所谓“老鼠仓”现象是指部分机构投资者在使用募集资金大量买入之前,先通知其亲朋好友提前买入,随后再使用公有资金拉升,而后个人卖出获利,此举与机构投资者立命之本——信托义务严重背离。这种现象不能仅仅归咎于监管不力,更重要的是部分机构投资者丧失了道德底线,不履行最基本的信托义务。机构投资者的“老鼠仓”行为会牺牲掉很多委托其进行投资的人的利益以及社会公众投

投资者的利益,这显然是一种不公平的交易,会严重损害整个证券市场的信任基础。美国机构投资者近些年来一直奉行这种信托责任原则,所以才得到公众认可,其基金资产超过了GDP的50%。在中国信用制度尚不健全的情况下,机构投资者更应该坚持以诚信为本,坚持委托人利益至上,树立良好的市场信用与投资形象<sup>[35]</sup>。

## (二) 提升上市公司质量

目前来看,A股市场中上市公司整体质量不高,一些公司上市之初就是以融资圈钱为目的,有些公司为了维持公司市值,不惜铤而走险,对公司财务账目进行造假,比如曾经沸沸扬扬的“乐视造假”就是其中之一,这一现象使得每一个市场主体都不得不习惯于投机并从市场的超常波动中实现利润最大化的目标<sup>[36]</sup>。众多空壳公司上市后开始显现其真实面目,利润逐年下降,经营状况变差,为了改变其经营困境,一些上市公司将募集资金再次用于二级市场投资,当然这也少不了内幕交易,利用信息优势,与其他公司或机构投资者联手从事所谓的“战略投资”,这种由募股和再融资获得的资金,通过这种方式又回到了一级市场或二级市场去追逐利润,投机便成为其主要运作方式,这一行为不仅催生了股市泡沫、加剧了市场波动,而且侵害了其他股东的合法权益,“上市公司质量”自然就无从谈起。而绩优公司大多以国企为主,其显著特点是流通股数量不多,流动性与换手率偏低,交易不活跃,股市缺乏长期投资价值,机构投资者自然就缺乏了长期投资的市场基础。

随着互联网行业的高速发展,网民规模稳定增长,网络基础设施日益完善,数字化与信息化环境持续优化,互联网企业得到了长足发展,其中阿里巴巴、腾讯、美团的市值已超万亿,但由于A股市场对公司盈利、股权结构的严格要求,众多互联网公司纷纷去美股及港股上市,造成了高质量公司的流失。中国证监会主席易会满在第十二届陆家嘴论坛中表示“可以预见,在‘后疫情’时期,全球流动性充盈甚至泛滥是大概率事件,各主要金融市场将可能共同面临‘资产荒’的问题,优质上市资源的竞争会更加激烈。”2020年6月12日,证监会发布了《创业板首次公开发行股票注

册管理办法(试行)》(以下简称《创业板首发办法》)根据《创业板首发办法》,无论公司是否盈利,无论是传统类型公司还是红筹架构的公司,只要符合上市要求均可上市,这对于已经在美股港股上市公司的回流无疑是重大利好。创业板、科创板先后试点注册制改革后,包容性明显增强,公司首次公开募集(Initial Public Offering)的速度不断加快,对海外上市企业的吸引力不断增强。另一方面,受中美贸易战的影响,中国企业在美股受到的监管更加严格,融资环境持续恶化,甚至有部分企业受到美国政府的制裁,回归A股的想法愈发强烈。高质量企业的回流上市不仅有利于投资市场的发展,也对目标公司大有裨益。A股市场的估值较高,股价表现的更好,募资总额就更多,公司市值相应也更高。此外,回归A股上市还可以有效避免汇率风险,随着美联储的“大放水”以及美国通货膨胀率不断提高,美元指数波动加剧,如果中资企业能够同时在境外港股市场和境内A股市场上市,则能平衡或规避汇率风险。

## (三) 加强混合所有制改革

目前上市公司普遍存在“一股独大”、股权结构单一问题,解决这一问题的关键性步骤就是要深化推进混合所有制改革,促进国有上市企业监管体系改革创新,形成良性监管与有效制衡的现代企业治理机制。通过混合所有制改革,可以降低成本,提升企业营利性,降低企业的负债率。此外,企业间的并购和重组,可以使企业在某些领域的核心竞争力加强,不仅可以实现非核心资产的退出,也可以并购优质资产,提升产业结构。

与此同时,机构投资者作为一种重要的国企,也要优化自身的股权结构,一方面要继续发挥大股东绝对控股的优势,提高决策效率,充分享受国家控股带来的优势与可利用的资源,增强公司整体实力;另一方面要坚定不移地推进混合所有制改革,吸纳社会资本,充分发挥市场资源的优化配置作用,民主科学决策,减少“以公谋私”行为,保护投资者的合法权益。

## (四) 完善内外监管机制

中国机构投资者发展至今,内幕交易频发,“老鼠仓”“市值管理”等违规操作问题屡见不鲜,



众多机构投资者敢于铤而走险,违反受托人义务甚至违反法律,一个重要的原因就是机构投资者缺乏严格而有效的监管。因此,必须从机构投资者内部与外部共同出发,双管齐下,提高监管的强度与密度,提高投资行业的违法成本,从根源上杜绝违规事件的发生。

中国机构投资者的内部监管主要包括监事会、独立董事以及党内监督的方式。其中,监事会作为对出资人监督的专门力量,应适应新形势、新任务、新要求,采取多种有效措施,着力增强监督的针对性和有效性,强化和落实监督责任。同时,完善独立董事制度,加强对机构投资者的监督,中国证券监督管理委员会在2001年通过的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称《意见》)中指出“各境内上市公司应当按照本指导意见的要求修改公司章程,聘任适当人员担任独立董事,其中至少包括一名会计专业人士(会计专业人士是指具有高级职称或注册会计师资格的人士)。在2006年6月30日前,董事会成员中应当至少包括2名独立董事;在2003年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。”《意见》还对独立董事的作用、任职条件、独立性做了详细的说明,为我国独立董事的发展提供了制度基础。

党内监督是各级党组织和广大党员依据党章和国家法律,对党员和党员干部,特别是各级领导干部的公务活动进行的监督,主要包括党组织的监督和党员相互间的监督。<sup>①</sup>在实践中,监事会与独立董事大多只是根据制度要求下的形式任命,并未对机构投资者的投资行为形成有效的行为监管,出现了“在其位不谋其政”的尴尬局面。党内监督成为守住内部监管的最后一道防线,由于机构投资者的国企性质,机构经理与管理者大多都是党员,而“打铁还需自身硬”充分彰显了对共产党员的高要求,一旦违反监督条例,其受到的处罚力度也更大,基本意味着其政治生涯的终结,严重者在受到党内处分的同时还要被继续追究法律责任

<sup>①</sup> 参见《党内监督》(2008-09-26),<http://epc.people.com.cn>。

任,因此,强化党内监督,可以使机构投资者从源头上预防和治理腐败。

机构投资者的外部监督一般包括法律监督、行业监管和社会监督。其中,法律监督是指对机构投资者起规范作用的相关法律法规,目前已颁布的有《公司法》《证券法》《投资基金法》等,这些法律从不同角度对机构投资者的投资领域、投资行为做了规范性要求,对违法行为的惩罚做了明确标示。但是我们仍要看到,我国金融法律体系距完善还有一定的距离,各个法律法规之间存在衔接性不明确、灵活性与前瞻性不足等问题,因此,需要尽快完善机构投资者法律法规体系,为机构投资者的健康发展提供制度保障。

监督机构投资者的行业主管部门主要有中国证券监督管理委员会、中国银行保险监督管理委员会。证监会与银保监会的职能是依照法律、法规和国务院授权,统一监督管理全国证券期货市场、银行业和保险业市场,维护证券期货市场秩序,依法依规对全国银行业和保险业实行统一监督管理,保障其合法运行,维护证券业、银行业和保险业合法、稳健运行。此外,还要完善社会监督机制,鼓励群众和投资者依法举报机构投资者违法违规现象,同时保护举报者隐私并给予适当奖励。与此同时,建立健全机构投资者市场评价体系,及时披露机构投资者的信用等级、违规记录、收益情况、风险等级、投资者口碑等,促进机构投资者行为的规范性和有效性。

#### 参考文献:

- [1] 杨典《公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析》,《中国社会科学》2013年第1期。
- [2] 李向前《机构投资者、公司治理与资本市场稳定研究》,《南开经济研究》2002年第2期。
- [3] 李争光、赵西卜、曹丰、卢晓璇《机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据》,《审计与经济研究》2019年第5期。
- [4] 何自力《家族资本主义、经理资本主义与机构资本主义——对股份公司所有权与控制权关系演进和变化的分析》,《南开经济研究》2001年第1期。
- [5] William Van Lear & James Sisk, “Financial Crisis and Economic Stability: A Comparison between Finance

- Capitalism and Money Manager Capitalism” *Journal of Economic Issues* ,Vol.44 ,No.3 2010 pp.779-793.
- [6] M. Useem, *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America* ,New York: Basic Books ,1996.
- [7] 杨典 《金融全球化与“股东导向型”公司治理制度的跨国传播——对中国公司治理改革的社会学分析》,《社会》2018年第2期。
- [8] Fligstein R., “Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization. by Michael Useem” ,*American Journal of Sociology* ,Vol.99 ,No.6 ,May.1994 , pp.1666-1668.
- [9] 姚会元、孙玲 《美国机构投资者发展的解析与启示》,《金融经济研究》2006年第4期。
- [10] 徐洪才 《投资基金与金融发展》,北京: 中国金融出版社 1997 年版。
- [11] Leslie Hannah , *J. P. Morgan in London and New York before 1914* ,Cambridge: Cambridge University Press , 2011.
- [12] 罗伯特·布鲁纳、肖恩·卡尔 《完美风暴: 1907 大恐慌和金融危机的根源》,北京: 中信出版社 2009 年版。
- [13] Paul J. DiMaggio & Walter W. Powell, “The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields” *American Sociological Review* ,Vol.48 ,No.2 ,Apr.1983 pp.147-160.
- [14] John W. Meyer & Brian Rowan, “Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony” *American Journal of Sociology* ,Vol. 83 ,No. 2 , Sep.1977 pp.340-363.
- [15] Erin Kelly & Frank Dobbin , “Civil Rights Law at Work: Sex Discrimination and the Rise of Maternity Leave Policies” *American Journal of Sociology* ,Vol. 105 , No.2 ,Sep.1999 pp.455-492.
- [16] 杨典、欧阳璇宇 《金融资本主义的崛起及其影响——对资本主义新形态的社会学分析》,《中国社会科学》2018 年第 12 期。
- [17] Marc J. Epstein, “The determinants and evaluation of merger success” *Business Horizons* ,Vol. 48 ,No. 1 , Jan.2005 pp.37-46.
- [18] 孙玲 《美国机构投资者发展的实证研究》,武汉: 湖北人民出版社 2011 年版。
- [19] Emile Durkheim, *The Division of Labor in Society* ,New York: Free Press ,1893.
- [20] 沈跃春 《西方经济学“经济人”假设及其方法论思考》,《学术界》2010 年第 12 期。
- [21] 李培林 《理性选择理论面临的挑战及其出路》,《社会学研究》2001 年第 6 期。
- [22] Simon H. *Models of Man* ,New York: Wiley ,1957.
- [23] 何大安 《行为经济人有限理性的实现程度》,《中国社会科学》2004 年第 4 期。
- [24] 李志文、余佩琨、杨靖 《机构投资者与个人投资者羊群行为的差异》,《金融研究》2010 年第 11 期。
- [25] 兰俊美、郝旭光、卢苏 《机构投资者与个人投资者非理性行为差异研究》,《经济与管理研究》2019 年第 6 期。
- [26] Gerald F. Davis , Kristina A. Diekmann & Catherine H. Tinsley, “The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form” *American Sociological Review* ,Vol.59 ,No.4 ,Aug.1994 pp.547-570.
- [27] 冯果、李安安 《投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革》,《法律科学》(西北政法大学学报) 2012 年第 2 期。
- [28] 仲继银 《积极投资者的崛起——美国机构投资者为何和如何参与公司治理及其对中国的启示》,《国际经济评论》2000 年第 5 期。
- [29] 江向才 《公司治理与机构投资人持股之研究》,《南开管理评论》2004 年第 1 期。
- [30] 王雪荣、董威 《中国上市公司机构投资者对公司绩效影响的实证分析》,《中国管理科学》2009 年第 2 期。
- [31] Wen-I Chuang & Rauli Susmel, “Who is the more overconfident trader? Individual vs. institutional investors” *Journal of Banking and Finance* ,Vol.35 ,No.7 , Jul.2010 pp.1626-1644.
- [32] 费孝通 《乡土中国》,上海: 上海观察社 1947 年版。
- [33] 尉建文、陆凝峰、韩杨 《差序格局、圈子现象与社群社会资本》,《社会学研究》2021 年第 4 期。
- [34] 郭白滢、周任远 《信息互动、投资决策与股票价格——基于机构投资者信息网络的分析》,《金融研究》2019 年第 10 期。
- [35] 赵锡军 《金融供给侧结构性改革的逻辑与选择》,《财会月刊》2019 年第 16 期。
- [36] 耿志民 《中国机构投资者研究》,北京: 中国人民大学出版社 2002 年版。

[责任编辑: 朱 磊 张斐男]