

论限制被动股东表决权^{*}

[美]多萝西·隆德 著^{**}

陈 双 徐 佳 译^{***}

摘要:投资者持续涌向被动投资工具,将对公司治理、股东乃至整体经济产生不良影响。首先,被动基金缺乏经济激励来确保其庞大投资组合中的每家公司都运营良好。其次,被动基金面临严重的集体行动问题。最后,被动基金不能基于投资而直接获得公司的业绩信息,因此干预公司治理的成本极高。基于以上原因,本文建议对被动基金在股东大会上的表决权进行限制,降低被动基金在公司治理方面的影响力,从而发挥知情投资者对管理层的约束作用。

关键词:被动投资 治理扭曲 机构投资者
代理人成本 限制表决权

美国投资者已开始接受学术界数十年来一直主张的现实:被动追踪指数的投资策略优于投资个股或主动基金。但我们有理由认为,被动投资的兴

^{*} *The Case Against Passive Shareholder Voting*, Journal of Corporation Law, Vol. 43, No. 3, 2017.

^{**} 南加州大学古尔德法学院助理教授。

^{***} 译者均系西南政法大学经济法学院2018级硕士研究生。

起将对公司治理、股东乃至整体经济产生有害影响。首先,被动基金并不主动寻求取得超越市场的表现,而是试图复制指数表现,因此,它们缺乏经济激励来确保其庞大投资组合中的每家公司都运营良好。其次,被动基金面临严重的集体行动问题:改善公司业绩的投资将使追踪该指数的基金同等受益,但只有主动基金承担成本。最后,对于被动基金而言,干预公司治理的成本是极高的,因为被动基金不能基于投资而直接获得公司的业绩信息,因此,必须投入额外的成本来识别表现不佳的公司并评估其他投资者提出的干预措施。这些支出将使被动基金最吸引投资者的成本优势不复存在。

基于以上原因,许多被动基金更倾向于将公司业绩留给市场这只无形之手来调整。即使有基金愿意进行干预,它也会理性地选择低成本、“一刀切”的治理方式,而这种治理方式可能并不利于公司利益的最大化。这个问题的影响可能是极大的:随着投资者持续涌向被动投资工具,无论是通过股东投票还是激进型对冲基金发起的投票,主导被动基金市场的机构投资者都将越来越多地影响甚至主导股东干预的结果,从而对经济造成广泛的损害。因此,本文建议立法者对被动基金在股东大会上的表决权进行限制,从而降低被动基金在公司治理方面的影响力,更有利于发挥知情投资者对管理层的约束作用。

一、引言

过去几年,数百万投资者舍弃了积极管理的共同基金(主动基金),转而投资被动管理的基金(被动基金)。仅2016年一年,投资者就从主动基金中撤出了3400亿美元(约占其总额的4%),同时向被动基金投资了5330亿美元(增长率达9%)。^[1] 投资者这种史无前例的转变行为引

[1] See *Morningstar Direct Asset Flows Commentary: United States*, Morningstar (Jan. 11, 2017), <https://corporate.morningstar.com/us/documents/assetflows/assetflowsjan2017.pdf> (分析了美国的资产流向)[以下简称 Morningstar Direct Assets].

发了一系列新闻报道,甚至有些文章称指数基金“正在吞噬世界”〔2〕

被动投资的兴起对投资者来说是个好消息,因为这意味着其能够以更低的成本进行更多元化的投资,但这对公司治理则不那么有利。与基于个股表现来择股的主动基金不同,被动基金[包括指数基金和交易型开放式指数基金(ETF)]自动跟踪市场指数。因此,本文认为,被动基金的增长有可能扭曲和抑制“企业影响力市场”〔3〕

企业影响力市场的参与者,通常是机构投资者和激进型对冲基金,〔4〕他们利用大额持股所带来的影响力来约束管理层。尽管这些投资者缺乏参与公司管理工作的完美动机,〔5〕但他们的存在构成了对管

〔2〕 See, e. g., Sarah Krouse et al., *Meet the New Corporate Power Brokers: Passive Investors*, WALL ST. J. (Oct. 24, 2016), <https://www.wsj.com/articles/the-new-corporate-power-brokers-passive-investors1477320101>; Tom McGinty et al., *Index Funds are Taking Over the S&P 500*, WALL ST. J. (Oct. 17, 2016), <http://www.wsj.com/graphics/index-funds-taking-over-sp-500>; Jason Zweig, *Are Index Funds Eating the World?*, WALL ST. J. (Aug. 26, 2016), <https://blogs.wsj.com/moneybeat/2016/08/26/are-index-funds-eating-the-world/>; John Authers & Chris Newlands, *Exchange Traded Funds: Taking over the Markets*, Fin. Times (Dec. 5, 2016), <https://www.ft.com/content/a54e75d4-b7f9-11e6-ba85-95d1533d9a62>; Nicole Bullock & Dan McCrum, *Rapid Rise of ETFs Sparks Growing Pains*, Fin. Times (Dec. 5, 2016), <https://www.ft.com/content/cf69b382-bade-11e6-8b45-b8b8-dd5d080>.

〔3〕 Brian R. Cheffins & John Armour, *The Past Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 J. Corp. L. 51, 61-73 (2011) (探讨了“the market for corporate influence”的词源)。

〔4〕 尽管对冲基金也是机构投资者,但由于其事前投资策略,本文将激进型对冲基金单独归为一类。见本文注〔16〕。

〔5〕 关于对冲基金激进主义者的短视性以及共同基金面临的集体行动问题,已有许多文章著述。See, e. g., Leo E. Strine, Jr., *Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, 114 COLUM. L. REV. 449, 458-459 (2014) [以下简称 Strine Jr., *Can We Do Better?*] (认为短视的投资者掌握话语权将损害公司的长期价值); Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 Stan. L. Rev. 1255, 1290-1292 (2008) (认为激进投资者追求短期利益的做法可能会损害长期股东的利益); Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863, 887 (2013) (讨论机构投资者面临的集体行动问题); Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, U. Pa. L. Legal Scholarship Repository 1, 13 (2015) (文章阐明了机构投资者受到激励缺失的困扰,导致他们在公司治理方面相对被动)。

理解怠的制衡,因为识别表现不佳的公司是他们投资策略的一部分,因此他们有动力约束任性的管理层。因为他们将识别表现不佳的公司视为投资策略的一部分,并乐于约束任性的管理层。

被动基金则不同,他们只追求与市场指数的表现相匹配,因此,缺乏经济激励来确保其投资组合中的每家公司都运营良好。首先,被动基金往往拥有非常庞大的投资组合,因此,投资于改善某单个公司的治理不可能达到提升基金整体收益的效果。其次,被动基金面临严重的集体行动问题,因为治理方面的投资对于所有追踪该指数的基金都是同等有利的,但成本却只有主动基金承担。最后,被动基金干预公司治理的成本是极高的,与主动基金不同,它无法基于投资而得到公司的具体业绩信息。因此,审慎的干预措施要求被动基金追加资金来另外获取公司的具体信息并提升治理能力。这些支出将使被动基金最吸引投资者的成本优势不复存在。

因此,资产持续流入被动基金,将加剧代理人成本问题,因为基金经理不太可能与投资组合公司进行深度“对话”或约束管理层,他们通常会采取低成本的投票策略,如遵循投票顾问的建议,或支持任何符合预设条件的股东提案。在良好治理的标准还未达成共识的前提下,我们有理由认为,这种盲目的、“一刀切”的治理方式的泛滥,将使许多公司的境况变得更糟糕。

此外,被动投资的兴起有可能扭曲对冲基金激进主义。激进型对冲基金日益被大型机构投资者所掣肘,这些投资者有权利阻止不符合股东长期利益的活动,并推动其认为的有益干预。然而,被动基金不太可能成为激进主义的“基石”,这意味着其不仅不会支持某些有益干预,反而可能会大力支持某些有害干预。

目前,大多数共同基金的资产都投资于主动基金,这一定程度上能够减轻我们对于治理扭曲问题的担忧。^[6] 但被动投资正呈快速增长趋势,一些标普 500 指数公司的被动基金占股已经超过 20%。此外,主导被动基金市场的三大机构投资者(先锋、黑石、道富)已经在公司治理问题上拥有相当大的话语权。这三大机构投资者(“三巨头”)

[6] McGinty et al., *supra* note 2.

合计是美国 88% 的上市公司的最大股东。^[7] 换句话说,倾向于被动投资策略的机构投资者已经开始排挤主动投资者。

当同一机构的被动基金和主动基金存在投资重叠时,被动基金就可以免费获取主动基金得到的信息。但与被动基金相比,主动基金投资的公司数量较少,因此并非一定会出现投资重叠。此外,随着资金持续从主动基金中流出,重叠的投资标的将会更少,能靠主动基金经理得到的信息也就更少。

被动基金持股可能会出现问题的另一个理由在于:有效治理需要知情投资者的参与,且其需求量可能大于保持股票市场定价效率所需要的量。如果一些主动基金通过观察市场,进而识别出表现不佳的股票,并用这些信息来影响交易决策,那么股票价格将随公司价值波动。^[8] 但少数的知情投资者无法控制治理结果,被动基金一旦持股达到 51%,即使全部知情投资者都反对,他们也能够单方面决定股东提案、代理权竞争和对冲基金激进主义的成功与否。即使不能绝对控制投票结果,被动基金仍可以对公司行为产生重大影响。^[9] 这意味着,治理扭曲的出现会远早于股市定价无效。

目前的法律研究关注的是随着被动投资、机构多元化投资的兴起而产生的另一问题,即在一些垄断行业中,当机构投资者在处于竞争关系的公司中同时拥有大量股份时,可能会引发反竞争行为。^[10] 理论上,高度多元化的投资机构的经理可能会向投资组合公司的管理层施

[7] See Eric A. Posner et al., *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, 81 Antitrust L. J. 669, 673 (2017).

[8] See generally Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383 (1970).

[9] See Anabtawi & Stout, *supra* note 5, pp. 1270 - 1271 (讨论了公司少数的小股东是如何影响公司决策的)。

[10] See Posner et al., *supra* note 7; Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 Harv. L. Rev. 1267, 1291 - 92 (2016); Eric Posner & E. Glen Weyl, *Mutual Funds' Dark Side*, Slate (Apr. 16, 2015), <http://www.slate.com/articles/news-and-politics/view-from-chicago/2015/04/mutual-fundsmake-air-travel-more-expensivejinstitutional-investorsreduce.html>. But see Edward B. Rock & Daniel L. Rubinfeld, *Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance*, N. Y. U. Law & Econ. Research Paper Series, Working Paper No. 17 - 05, 2017.

压,要求避免激烈的价格竞争,因为这会损害该机构其他的横向投资。^[11]

本文提供了另一种思路:问题并不在于基金经理会诱使公司避免竞争,而在于他们不会尽力推动管理层实现股东利益最大化。在寡头垄断行业中,当股东对管理层的约束缺失时,管理层通常会采取“默契合谋”这种阻力最小的方式进行管理。^[12] 在竞争更激烈的行业中,可能还会导致如高管薪酬过高、生产力和增长率下降以及收购效率低下等其他问题。^[13] 因此,被动投资的兴起带来的问题可能比目前研究所关注的范围要大得多,因为其不仅涉及寡头垄断行业中的公司,还涉及所有被动股权高度集中的公司,而被动股权在美国资本市场中占比巨大且呈持续增长趋势。

在将被动投资和治理扭曲联系起来时,本文有三大创新点。首先,将饱受争议的机构投资者定位为企业影响力市场的重要参与者。本文阐明了支持主动管理策略的机构投资者与采取被动投资方式的机构投资者之间的差异,并通过分析共同基金激进主义来支撑这一观点。其次,解决了一个困扰许多公司法学者的难题,即尽管被动基金的“买入并持有”投资策略理应使他们对投资组合公司的长期健康发展有所关注,但他们却并未基于股东身份认真参与治理。为此,本文提出了一个理论来解释阻碍被动基金深入参与治理的激励缺失问题,然后论证了被动投资的兴起可能会加剧代理人成本问题,并造成数十亿美元的社会福利损失。最后,文章提出了一个立法建议:限制真正的被动基金在股东大会上的表决权。通过弱化被动投资者在治理中的作用,这一规

[11] See Posner et al., *supra* note 7.

[12] See José Azar et al., *Anti - Competitive Effects of Common Ownership*, J. Fin. (forthcoming 2018) (manuscript at 4), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2427345> [以下简称 Azar et al., *Anti - Competitive Effects*] (“不明确要求或激励投资组合公司之间进行更激烈的竞争,可能会使管理者安于现状,从而在导致竞争减少的同时又保持住高利润率”); Michelle Bertrand & Sendhil Mullainathan, *Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences*, 111 J. Pol. Econ. 1043 (2003).

[13] See, e. g., Bertrand & Mullainathan, *supra* note 12; Randall Merck et al., *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* 45 J. Fin. 31 (1990).

则不仅可以降低扭曲的风险,而且可以保持作为约束力量的知情投资者的话语权。此外,这种限制还有令人信服的法律依据。由于被动基金缺乏治理的专业知识和公司经营相关知识,因此,审慎的投票策略只会增加成本,而不会提高投资组合的回报,而草率的投票又可能损害投资者和其他股东的利益,特别是在被动基金持有股份规模和影响力还在不断增长的情况下。换言之,无论哪种方式,被动基金都有可能违反其为投资者谋求利益最大化的信义义务。因此,限制被动基金表决权,将对投资者和基金经理都更为有利。

本文结构如下:第一部分(本部分)为引言。第二部分阐述了机构投资者股份持有额的增长及其在代理人成本问题中的影响。第三部分详细介绍了被动投资的戏剧性的、前所未有的增长,并分析了被动基金面临的激励(缺失)问题,以及偏好被动投资策略的机构投资者结构如何导致激励(缺失)问题。本文认为,被动投资的兴起将增加代理人成本并扭曲公司治理,主要表现在降低知情投资者干预治理的频率和效率,以及增加无效干预或有害干预的可能性。有证据表明,被动投资已经开始影响那些被动基金所有权集中的公司的治理,并表明这些扭曲在未来会变得更加严重。第四部分提出了几项限制被动基金表决权的立法建议,并解释了激励主动基金在公司治理中发挥积极作用不如限制被动基金表决权有效的原因。第五部分得出结论。

二、代理人成本、机构投资者和公司影响力市场

从20世纪30年代,阿道夫·伯利(Adolph Berle)和加德纳·米恩斯(Gardiner Means)首次提出所有权和控制权分离会带来代理人问题以来,控制代理人成本一直是公司法研究的重点问题。^[14] 他们认为,集体行动问题导致分散的股东不能实现对公司管理层的最佳监管,因

[14] See Adolf A. Berle, JR. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1932.

此,安于现状的管理层往往只会做到基本保证股东利益的同时为自己保持留存收益。^[15]然而,这早已不是伯利和米恩斯所处的股权分散的时代了,现在的很多投资者都集中到了大型投资机构。^[16]1980~1996年,大型机构投资者在美国公司中的持股比例从30%以下增加到50%以上,几乎翻了1倍。^[17]截至2010年,机构投资者持有的股份在美国股市的占比约为80%。^[18]而共同基金正是这一增长的最大驱动力:1980年,他们拥有700亿美元的资产,到2009年,这一数字已上升至

[15] 同前注[14]。

[16] “机构投资者”根据不同的结构和目标分为不同的类型。第一类是营利性资产管理公司,其中一些是上市公司,如黑石。Rock, *supra* note 5, p. 6. 第二类是“共同”(mutual)和非营利性管理公司,包括先锋,该管理公司为先锋基金所有,因此间接归先锋的投资者所有。Id., p. 7. 第三类是公职人员养老基金,如加州公务员退休基金(CalPERS),其董事会由政治家任命或直接由选民选举产生。不出所料,这些基金通常受到政治因素的影响较大。第四类是与工会相关的基金,包括美国劳工联合会—产业工会联合会(AFL—CIO),它们通常致力于推动与劳工有关的议程。Id. 本文重点关注第一类和第二类投资者,这些投资者是机构投资增长的主要驱动力。对冲基金也属于机构投资者,是私人组织的投资工具,公众无法广泛接触到,因此它们大多不受证券监管。典型的对冲基金经理具有获得正回报的强烈动机,因为他的薪酬主要取决于业绩。See Alon Bray et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. Fin. 1729, 1735 (2008). 对冲基金也称为“激进主义者”,因为它们既可以事先发现有问题的公司,然后进行战略干预,又可以像共同基金和养老基金那样,采取事后治理的方式。但由于其事前投资策略,本文将激进型对冲基金排除在机构投资者之外。

[17] See Paul A. Gompers & Andrew Metrick, *Institutional Investors and Equity Prices*, 116 Q. J. Econ. 229 (2001).

[18] See Posner et al., *supra* note 7, p. 7; see also Marshall E. Blume & Donald B. Keim, *Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships*, Table 6 (Aug. 21, 2012) (未出版的手稿), <http://ssrn.com/abstract=2147757>. 尽管在过去的四十年中,散户持股的比例急剧上升(约有50%的美国家庭持有股票,比1977年增加了30%),但这些股票持有率的增长主要来自共同基金,而非个人。See Gilson & Gordon, *supra* note 5, p. 884.

7.2 万亿美元。^[19]

提高股东集中度曾被认为是解决代理人成本问题的最佳方案。^[20]理论上,在一家公司拥有大量股权的投资者应该有强烈的动机去监督和约束管理层,因为其能够分享监管所带来的收益。此外,由于持有大量股份,机构投资者应该不太可能将“退出”作为一种约束工具,因为大量抛售股票会导致股价下跌并给公司造成更大损失。因此,学术界一致认为,大型机构投资者会越来越多地利用其“话语权”来约束管理层。^[21]但机构投资者实际上并未这样做。^[22]代理投票数据似乎证实了机构投资者采取的是被动治理方式。例如,2007~2009年的代理期间,共同基金的提案仅占全部股东提案的4.5%,且仅有0.9%涉及公

[19] 联邦退休政策的变化是机构投资增长的原因之一。See generally *id.*, p. 879; Rock, *supra* note 5, p. 5. 1974年,在大量养老金计划资金不足的消息曝光后,国会颁布了《雇员退休收入保障法》(ERISA),要求退休计划用独立资产池支持所有承诺收益的养老金。See I. R. C. § 411(a)(2)(A), (b)(1) (2006) (规定了固定收益养老金计划的最低要求); Employee Retirement Income and Security Act of 1974 § 203, 29 U. S. C. § 1053 (2006) (same); *id.* § § 301-308 (提供了最低资金标准)。按照这些规定,企业将资产转入养老金和退休账户,进而投入资本市场, *supra* note 5, pp. 879-880. 现代投资组合理论通过增加投资者对高度分散化投资工具的需求,促进了机构投资的增长。根据马科维茨的均值-方差投资效率理论(现代投资组合理论的前身),分散化提高了风险调整后的收益,投资组合越大,分散化程度越高。此外,由于成熟的二级市场效率很高,因此,增加其价值的研究成本高昂,其固定成本最好分散在大型投资组合中。这些观点对发行共同基金和指数基金的机构投资者来说是一个福音。See *id.*

[20] See Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Colum. L. Rev. 795, 795-853 (1992); Bernard Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. Rev. 811 (1991) [以下简称 Black, *Agents Watching Agents*]; Ronald Gilson & Renier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 Stan. L. Rev. 863 (1991); Bernard Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Mich. L. Rev. 520, 575-591 (1990) [以下简称 Black, *Shareholder Passivity Reexamined*].

[21] See *id.*; John Coffee, Jr., *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Colum. L. Rev. 1277 (1977) (讨论了资产变现与行使话语权之间的权衡)。

[22] See Rock, *supra* note 5; William W. Bratton & J. A. McCahery, *Introduction to Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity*, Economics and Regulation 1-38 (2015); Gilson & Gordon, *supra* note 5; Strine Jr., *Can We Do Better?*, *supra* note 5, p. 481.

司治理或业绩问题。^[23] 此外,最近一项研究表明,机构投资者很少支持其他股东的提案,但对管理层的提案几乎都表示赞成,反对票的占比仅1/10。^[24] 事实上,过去10年中,对冲基金激进主义势头的猛进也表明机构投资者的治理工作并不到位。若机构投资者约束管理层的效果达到最佳,那这些旨在使公司价值持续增长的积极干预措施就不会取得如此普遍的成功。^[25]

机构投资者对治理的消极态度有两大原因。第一点,也是最重要的一点,共同基金的行业结构导致了一个新的集体行动困境:投资于公

[23] See Gilson & Gordon, *supra* note 5, p. 887.

[24] See Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 *Bus. & Pol.* 298, 319-320 (2017). 关于机构投资者投票存在的问题已有许多著述,包括它仅仅是在一定程度上提升了第三方投票顾问的话语权。See, e. g., Leo E. Strine, Jr., *Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance*, 33 *J. Corp. L.* 1 (2007); Leo E. Strine, Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 *Bus. Law.* 1 (2010) [以下简称 *Jr., One Fundamental Corporate Governance Question*]; David F. Larcker et al., *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, 58 *J. L. & Econ.* 173, 173-204 (2015) [以下简称 *Larcker et al., Outsourcing Shareholder Voting*].

[25] See C. N. V. Krishnan et al., *The Second Wave of Hedge Fund Activism; The Importance of Reputation, Clout, and Expertise*, 40 *J. Corp. Fin.* 296 (2016); Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 *Colum. L. Rev.* 1085 (2013); Nickolay Gantchev, *The Costs of Shareholder Activism; Evidence From a Sequential Decision Model*, 107 *J. Fin. Econ.* 610, 625 *tbl. 8, tbl. 4A* (2013) [文章称,在19个月的竞争期间,“原始”股东平均(中位数)回报率约为39%(33%),而经市场调整的年平均(中位数)收益率约为4%]; Alon Bray et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 *J. Fin.* 1729, 1750 *tbl. ii* (2008) [文章称,在竞争活动期间,原始目标股东的平均回报率(中位数)为42%(18%),而经市场调整的年平均(中位数)回报率为21%(4%)]; April Klein & Emanuel Zur, *Entrepreneurial Shareholder Activism; Hedge Funds and Other Private Investors*, 64 *J. Fin.* 187, 188, 226 (2009) (报告称,在上市后的1年里,经市场调整的目标股东的平均收益率约为22%)。

司治理的基金需要承担成本,而治理收益却要与竞争对手共享。^[26]且因为共同基金在业绩方面存在竞争关系,因此,那些投资于公司治理的基金的表现还会弱于竞争对手。第二点,某些干预要求基金构建复杂的监管体系,从而进一步增加了治理干预的成本。^[27]

但是,尽管存在这些激励问题和成本问题,本文认为,机构投资者在降低代理人成本方面仍然发挥着至关重要的作用,而这一作用却一直被低估。首先,主动基金面临的集体行动困境被夸大了。主动基金不需要在竞争对手投资的公司中保持同等的投资比例,因此,它可以通过增加某支股票的权重并投资于治理来提高其相对业绩。^[28]当然,其他基金肯定会分享一些干预收益,但对于那些在其投资组合中占比较大的投资(或者更确切地说,该投资在其投资组合中的占比大于其竞争对手),主动基金始终都会有强大的经济动力去利用其“话语权”来约束管理层。通过投票问题我们可以看到,当前的研究还未充分了解机构投资者话语权的作用机制及成本。主动基金可以通过投资获得投资组合公司业绩不佳的信息,并通过多种方式利用这些信息。除了投票之外,基金经理还可以利用其他三种成本低且有效的约束工具:一是

[26] See Lucian Bebchuk et al., *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. Econ. Persp. 89 (2017) [以下简称 Bebchuk et al., *Agency Problems*]; Gilson & Gordon, supra note 5, p. 887; Rock, supra note 5, p. 13; Jill Fisch, *Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?*, 55 Ohio ST. L. J. 1009 (1994).

[27] Mark Roe, *Strong Managers, Weak Owners* (1996); Mark Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. 10 (1991); Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, supra note 20; Black, *Agents Watching Agents*, supra note 20. 自撰写这些文章以来,某些监管限制已经放松。其中最受关注的是,美国证券交易委员会在1992年对代理规则进行了改革,允许投资机构与其他机构进行沟通,而不必担心因不当征求代理而承担责任。See *Regulation of Communication Among Shareholders*, 57 Fed. Reg. 48,276 (Oct. 16, 1992) (codified at 17 C. F. R. pts. 240, 249). 然而,监管的难度仍然很大。See generally Marcel Kahan & Edward Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. Rev. 1021 (2007) (描述了对机构投资者激进主义的监管障碍)。

[28] 的确,改善股权占比较高的公司的治理,将有助于该基金在争夺投资者资产的“锦标赛”中取胜,这是一场“赢家通吃”的竞赛,因为表现最佳的基金将在随后几个季度获得更多的投资。See Keith C. Brown et al., *Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry*, 51 J. Fin. 85 (1996).

向管理层表达不满;二是以出售部分股票作为威胁;三是向对冲基金透露信息或以其他方式支持对冲基金。有证据表明,机构投资者通常能有效地使用这些工具。

至于第一种工具,机构投资者越来越倾向于与管理层进行沟通或者“对话”,而不是积极参与投票,尽管投资者以外的人难以衡量和判断,但投资者自己非常清楚,前者显然比后者更为有效。^[29]最近的一项研究报告向更多人普及了这种机构投资者主导的幕后干预。^[30]在这项研究中,大多数机构投资者表示,他们只在非正式沟通失败后才会使用代理机制,这就可以解释代理投票率低迷的原因。^[31]另一项研究显示,基金分析师会定期在路演现场、会议室、投资者办公室及公司总部等地与管理层面谈。^[32]已经有证据表明,这种非正式沟通是非常有效的。在1998年进行的一项研究中,研究人员评估了1992~1996年美国教师退休基金会(TIAA-CREF)与45家公司关于治理问题的通

[29] See Joseph McCahery et al., *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preference of Institutional Investors*, 71 J. Fin. 2905, 2095 (2016); Matthew J. Mallow & Jasmine Sethi, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk - Strine Debates*, 12 N. Y. U. J. L. & Bus. 386, 386 (2016); Susanne Craig, *The Giant of Shareholders Quietly Stirring*, N. Y. Times (May 19, 2013), <http://www.nytimes.com/2013/05/19/business/blackrock-a-shareholding-giant-is-quietly-stirring.html>. 相比之下,股东提案的通过率非常低, see Stuart Gillan & Laura Starks, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*, 57 J. Fin. Econ. 275, 286 (2000); Stuart Gillan & Laura Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 19 J. Applied Corp. Fin. 55, 61-62 (2007), 同时,代理权竞争的成本十分高昂, see Gantchev, *supra* note 25, p. 9.

[30] See McCahery et al., *supra* note 29 [“在我们的调查中,143名受访者(大多数是关注长期利益的大型机构投资者)表示,话语权是非常重要的,尤其是在幕后“对话”的时候。例如,63%的受访者表示,在过去5年中,他们曾与管理层进行过直接讨论,45%的受访者曾在管理层不在场的情况下与公司董事会进行过私下讨论。”]。

[31] *Id.*

[32] See David Soloman & Eugene Soltes, *What Are We Meeting for? The Consequences of Private Meetings with Investors* 58 J. Law. & Econ. 325, 331 (2016) [调查发现,97%的上市公司首席执行官(CEO)会与投资者私下会面,2010年的一项调查显示,首席执行官和首席财务官(CFO)平均每年与投资者会面的时间分别为17日和26日]。

信内容。^[33] 研究发现,尽管该基金的正式提案只有一个获得通过,但实际上这45家公司中98%的公司都与其达成了共识。这表明,该基金通常能够在不诉诸代理权竞争的情况下实现其想要的治理改革。其他评估基金干预成功率的研究也支持了该结论。^[34] 此外,2016年对投资者“对话”情况进行披露的标普500指数公司中,近半数也披露了这种“对话”对其治理和实践的改变。^[35]

也有证据表明,机构投资者能够且也正在以“威胁退出”作为约束工具。^[36] 一项关于机构投资者“对话”的研究报告称,基金通常在与管理层的“对话”中以退出作为威胁,而这种威胁在促使投资者达成其想要的改革时,成功率能达到40%。^[37]

最后一点,机构投资者越来越倾向于与其他投资者合作来影响管理层。^[38] 最重要的形式就是与激进型对冲基金合作。这些基金会大量购买表现不佳的公司股权,通过改善治理来提高股东回报。^[39] 其干预范围很广,不仅包括实行股票回购或分红等较小的策略改变,还包括迫使公司出售资产或撤换董事会等重大改革。基于机构投资者高度集中的股权和允许管理者从干预中获利的薪酬结构,激进型对冲基金有强烈的动

[33] See Willard T. Carleton et al., *The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations; Evidence from TIAA – CREF*, 53 J. Fin. 1335 (1998).

[34] See Elroy Dimson et al., *Active Ownership*, 28 Rev. Fin. Stud. (2015); Marco Becht et al., *Returns to Shareholder Activism; Evidence From a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, 22 Rev. Fin. Stud. 3093 (2010); Michael Smith, *Shareholder Activism by Institutional Investors; Evidence from Calpers*, 51 J. Fin. 227 (1996).

[35] See *Four Takeaways from Proxy Season 2015*, EY (June 2015), [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-four-takeaways-from-proxy-season-2015/\\$File/EY-fourtakeaways-from-proxy-season-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-four-takeaways-from-proxy-season-2015/$File/EY-fourtakeaways-from-proxy-season-2015.pdf).

[36] 尽管随着投资者持股比例的增加,其退出的成本越来越高,但退出也并非不可能——市场分析显示,机构投资者通常会减持表现不佳公司的股份。See Strine Jr., *Can We Do Better?*, *supra* note 5, p. 479 n. 87.

[37] See McCahery et al., *supra* note 29.

[38] 这种沟通在1999年成为可能,当时美国证券交易委员会通过了14a-12规则,允许投资者与股东进行沟通,且不限沟通人数。See 17 C. F. R. § 240.14a-12 (1999); Thomas W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism; An Empirical Analysis*, 32 J. Corp. L. 681, 687-88 (2007).

[39] See Kahan & Rock, *supra* note 27, p. 1045.

机来提升他们所投资公司的价值。^[40] 正因如此,激进型对冲基金是应该作为一种有利于规范公司治理的力量而受到欢迎,还是应该作为“门口的野蛮人”而遭到抵制,一直存在广泛争议。包括特拉华州最高法院首席大法官在内的反对派认为,激进型对冲基金推动的策略偏向于自己的短期利益,而未充分衡量这些策略是否会减少长期投资、导致高杠杆和外部性风险。^[41] 该主张也导致对激进型对冲基金的监管审查越来越严格。^[42]

尽管学术界和监管机构持质疑态度,但经验表明,积极干预确实带

[40] See Bebchuk et al., *Agency Problems*, supra note 26.

[41] See Strine Jr., *Can We Do Better?*, supra note 5, pp. 458 – 459 (认为短视的投资者掌握话语权将损害公司的长期价值); Anabtawi & Stout, supra note 5, pp. 1290 – 1292 (2008) (认为激进投资者追求短期利益可能会损害长期股东的利益); Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 Ucla L. Rev. 561, 579 (2006) (文章称,主动基金频繁交易改变其头寸,以寻求从短期价格波动中获利,而不考虑公司的长期利益); Stephen M. Bainbridge, *Responses: Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1735, 1751 (2006) (认为激进投资者最有可能利用甚至滥用股东权利的增加为自己谋利); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. Pa. L. Rev. 653, 726 – 727 (2010) (认为“规范市场管理是亟须解决的问题”,并将2008年的金融危机与股东过分关注股价短期上涨联系起来); Martin Lipton, *Twenty – Five Years After Takeover Bids in the Target’s Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War*, 60 Bus. Law. 1369, 1377 (2005) (认为激进型股东不考虑公司或整体股东的长期利益)。See generally Strine Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question*, supra note 24, p. 1 (阐释了在大多数股东都是短期持股的情况下,很难确保公司价值的长期增长)。

[42] 最近,美国证券交易委员会将内幕交易诉讼的重点放在了对冲基金上。See Kevin S. Haeberle & M. Todd Henderson, *Information – Dissemination Law: The Regulation of How Market – Moving Information is Revealed*, 101 Cornell L. Rev. 1373, 1386 (2016)。此外,美国证券交易委员会最近采用了FD监管规定,公司高管和董事普遍认为这不利于加强管理层和股东之间沟通。See Regulation FD, 17 C. F. R. § 243. 100 (b) (2) (ii) (2011); Stephen M. Bainbridge, *Constraints on Shareholder Activism in the United States and Slovenia* 16 (May 17, 2000) (未出版的手稿), <https://ssrn.com/abstract=228780> (认为FD监管规定将会阻碍管理层和大股东之间的沟通)。最近,美国证券交易委员会被要求缩短13D披露的“窗口期”,并扩大受益股权的定义,以应对衍生品交易引起的头寸变化。See Gilson & Gordon, supra note 5, pp. 914 – 915; Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 39 (2012)。这些提议一旦实施,将大幅降低积极股东的回报,因为在消息传出并推高目标公司股价之前,他们的股份增持量将大量减少。See Gilson & Gordon, supra note 5, pp. 914 – 915; Bebchuk & Jackson, Jr., p. 39.

来了公司价值的提升、创新的增长和公司业绩的提高。^[43] 这可能是因为那些愿意承担高额干预成本的股东也正是干预的实质受益者,可能是因为公司本身的管理确实太糟糕,也可能是因为机构投资者的参与已成为对冲基金激进主义的“基石”。^[44]

主动投资者应当一开始就知道,机构投资者的支持对于其行动的成功至关重要。当投资者想要采取某项行动时,很少会通过购买足够多的股票来控制投票结果。2015年,主动投资者或该群体的持股比例中位数低于7%,在市值超过200亿美元的公司的持股比例更是连3%都不到。^[45] 因此,要想赢得代理权(或许更好的办法是,与管理层达成有利的和解,避免可能高达1000万美元的代理权竞争费用),^[46] 激进型对冲基金必须获得大型机构投资者的支持。^[47] 因此,激进型对冲基金在选定目标公司前通常会对其投资者进行严格的分析。如果该基金判定存在太多不友好的机构型股东,则不太可能进行干预。^[48] 如果该

[43] See supra note 25 and accompanying text; Gantchev et al., *Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism* (Dec. 2017) (未出版的手稿), <https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=2356544> [以下简称 Gantchev et al., *Governance Under the Gun*]; Bray et al., *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Industry Concentration*, 28 Rev. Fin. Stud. 2723, 2728–2731 (2015).

[44] See Gilson & Gordon, supra note 5 (描述了对冲基金激进主义者与机构投资者之间的“互益”关系。在这种关系中,如果激进主义者构建并试图推动治理改革,其只有在得到成熟机构投资者广泛支持的情况下,才能获得成功)。

[45] 2016 *U. S. Shareholder Activism Review and Analysis: Activists Face Headwinds in 2016*, Sullivan & Cromwell (Nov. 28, 2016), [https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SCPublication_2016_U. S. _Shareholder_Activism_Review_and_Analysis.pdf](https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SCPublication_2016_U.S._Shareholder_Activism_Review_and_Analysis.pdf) [hereinafter 2016 *U. S. Shareholder Activism Review*].

[46] See Gantchev, supra note 25, p. 9.

[47] See Gilson & Gordon, supra note 5, pp. 897–900.

[48] 实证研究显示,激进对冲基金的目标通常是机构持股比例较高的公司,这也与现有理论相吻合,即若激进型对冲基金能较为容易地获得投票支持,它们更有可能对公司进行干预。See John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Columbia Law & Econ., Working Paper, No. 521, 2015. 最近的一项研究同样表明,“激进主义友好型”机构投资者的存在增加了公司成为对冲基金激进主义目标的可能性;反之则可能性降低。See Simi Kedia et al., *Institutional Investors and Hedge Fund Activism* (Nov. 2016) (未出版的手稿), <https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?dbname=AFA201-8&paperid=342>.

对冲基金选择进行干预,通常它会先作出 13D 公告来提醒市场,再向大型机构投资者说明具体情况。^[49] 在公告公布前后,该对冲基金还可能招募其他小型对冲基金,这被称为“狼群行为”(wolf - packing)。^[50] 最终,该对冲基金会明白,获得一个或多个机构投资者的支持是至关重要的。^[51] 这样做不仅有助于该对冲基金获得投票支持,而且还能向其他投资者发出可信赖信号,增加他们参与积极干预活动的可能性。^[52] 然而,一旦作出 13D 公告,管理层则就会开始试图说服机构投资者,使其相信该对冲基金的计划存在短视性或其他问题。事实上,这种游说甚至可能发生在干预之前,因为有证据表明,管理层认为加强与大股东的沟通是防御对冲基金激进主义的重要手段。^[53]

[49] See 17 C. F. R. § 240.13d - 1(a) (2012) (要求任何收购目标公司 5% 以上股份的人,均需在收购股份达到 5% 后的 10 日内,向美国证券交易委员会提交 13D 公告)。就像最近的一个例子,激进型对冲基金 Jana Partners 在对 Agrium 管理层进行干预之前,评估了来自大型机构投资者的潜在支持情况。See David Gelles & Michael J. De la Merced, *New Alliances in the Battle for Corporate Control*, N. Y. Times (Mar. 18, 2014), <http://dealbook.nytimes.com/2014/03/18/new-alliances-in-battle-for-corporate-control/?r=0>; Coffee Jr. & Palia, *supra* note 48; Mario Becht et al., *supra* note 34 (建议股东激进主义主要通过目标管理层和其他机构的私下干预来进行)。

[50] See Susan Pulliam et al., *Activist Investors Often Leak Their Plans to a Favored Few: Strategically Placed Tips Help Build Alliances for Campaigns at Target Companies*, Wall ST. J. (Mar. 26, 2014), <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304888404579381250791474792>; Coffee Jr. & Palia, *supra* note 48; Briggs, *supra* note 38, pp. 686 - 694.

[51] 例如,激进型对冲基金 ValueAct 以不到 1% 的股份成功地获得了微软董事会的席位,因为微软意识到其他大型机构都支持该基金。See Gelles & De la Merced, *supra* note 49.

[52] Ian Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism 2* (NBER, Working Paper No. 22707, 2016), <http://www.nber.org/papers/w22707> [以下简称 Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants*].

[53] See *Board the Swinging Pendulum Governance in the Age of Shareholder Empowerment*, PWC (Oct. 15, 2016), <http://www.lexissecuritiesmosaic.com/gateway/sec/speech/assets-pwc-2016-annual-corporatedirectors-survey.pdf> [以下简称 *The Swinging Pendulum*] [文章指出:“近五分之四的董事表示,他们的董事会采取了积极的措施,为实际或潜在的激进主义做好准备。约有一半董事称,他们的董事会定期与公司最大的投资者沟通,并使用股票监测服务定期更新公司所有权的变化情况。还有一些董事称,他们的董事会修改了高管薪酬计划、改变了董事会的组成(分别为 21% 和 16%)。”]。

因此,尽管机构投资者不太可能自己采取激进主义立场,但他们在推动对冲基金激进主义方面发挥了重要作用。机构投资者有时也会主动寻求积极干预,如将其投资组合中表现不佳的公司名单透露给对冲基金以寻求该基金的干预。^[54] 基于这些原因,管理层明白,当机构投资者产生不满时,就确实存在撤换管理层的风险,而对这种合作关系的极大威胁足以促使管理层专注于实现股东财富最大化。^[55]

机构投资者还能约束激进型对冲基金:基于表决权,他们能够阻止其认为不利于公司长期健康发展的干预措施。因此,激进型对冲基金已经开始调整他们的策略来优先满足机构投资者的需求。多年来,激进型对冲基金一直致力于推动商业策略转变、资产负债表变动、资产剥离或公司出售。^[56] 代理权竞争的最新趋势是将重点放在共同基金所关注的董事会治理问题上,而不再是原来的资产负债表问题。^[57] 故现在需要更多的研究来确认,机构投资者是否应对这种转变负责以及这些变化是否能使股东受益。不过基于现有的一些证据,我们至少能看出,激进型对冲基金的干预措施通常可以提升企业价值的原因之一在于机构投资者,因为机构投资者不会支持那些不符合其长期利益的改革。

总而言之,尽管机构投资者的激励机制并不完善,但可以确定的是,能够从投资组合公司的长期健康发展中获益的大型专业投资者的存在,已成为公司治理的一项重要保障。

[54] 激进型基金 Pershing Square Capital 创始人比尔·艾克曼表示:“大型机构会定期与我们接洽,因为若这些机构对它们投资的公司业绩感到失望,就会来询问我们是否有兴趣推动其变革。”他还称,机构投资者甚至已经有一个(非正式的)术语来描述这种现象:“R. F. A.”(积极主义者诉求)。See Gelles & De la Merced, *supra* note 49.

[55] See Gantchev et al., *Governance under the Gun*, *supra* note 43 (研究发现,同一行业中公司的管理者把他们行业中的激进主义视为一种威胁,并会采取切实的政策改革来应对这种威胁); *The Swinging Pendulum*, *supra* note 53, p. 15 (注意到有 4/5 的董事表示,他们的董事会采取了积极的措施,包括改变薪酬计划、识别战略漏洞以及调整董事会薪酬,以避免成为激进主义的目标)。

[56] *S&C 2016 U. S. Shareholder Activism*, *supra* note 45.

[57] Fichtner et al., *supra* note 24, pp. 298 - 299.

三、被动投资的威胁

我们正在进入被动投资兴起所带来的新投资时代,这再次改变了企业的格局。资金集中在被动基金中将使代理问题更加严峻,因为股东将控制权让渡给了没有经济动力监督管理层或实现良好治理的投资者。

本文这部分首先介绍了投资于被动基金的资产急剧增加的现状,然后描述了被动基金面临激励不足的问题,并对被动投资有可能扭曲公司治理并加剧上市公司代理人成本问题的理论进行了论证。

(一) 被动投资的增长

被动基金不是基于证券的业绩来选择投资目标,而是自动选择并加权以匹配市场指数。被动基金包括指数基金和交易型开放式指数基金(ETFs),两者都寻求复制市场指数的同时最小化费率。虽然基金经理可能会根据设立基金时预设的组合投资的理念进行初步判断,然后决定追踪指数的方式,但被动基金主要还是自动进行交易的。因此,被动基金的收费通常要比主动基金低得多。^[58]

被动基金已经存在了一段时间了,现代指数基金是在 20 世纪 70 年代中期由先锋集团创始人约翰·博格(John Bogle)引入的。^[59] 四十

[58] 截至 2015 年年底,美国被动型股票指数基金的资产加权平均费率仅为 0.12%,而主动型为 0.79%。See Patricia Oey, *Average Fund Costs Continued to Decline in 2015, But Investors Are Not Necessarily Paying Less*, Morningstar (Apr. 26, 2016), <http://corporate.morningstar.com/ResearchArticle.aspx?documentId=750768>.

[59] See Zweig, *supra* note 2 (介绍了指数基金的历史)。20 世纪 30 年代,存在一种与现代指数共同基金非常相似的信托产品:固定信托。它拥有可赎回的股票和固定的投资组合。但不知什么原因,到了 20 世纪 40 年代,它们就不那么受欢迎了。See John Morley, *Collective Branding and the Origins of Investment Fund Regulation, 1936-1942*, 6 VA. L. & Bus. Rev. 341 (2012) (探讨投资基金的起源)。

多年来,学者一直在宣传它们对投资者的好处。^[60] 针对被动基金与主动基金的比较研究也表明,大多数主动基金并不能持续创造比市场指数(如标普 500 指数)更高的收益。^[61] 即使有更高的收益,高出的部分也往往会被更高的管理费所抵消。^[62] 但直到近几年,投资者才开始真正地接受被动投资。2008 ~ 2015 年,投资者卖出了价值 8000 亿美元的主动基金,转而买入了约 10,000 亿美元的被动基金。^[63] 仅 2016 年 1 年,投资者就从主动基金中撤资 3400 亿美元,同时向被动基金投资了 5330 亿美元,增长率约为 9%。^[64] 现在被动基金管理的资产已达 4 万亿美元,在美国共同基金市场的占比从 1995 年的 4% 上升至现在的 34%。^[65] 在过去 10 年间,被动基金所持股份在美国股市总市值中的

[60] 1976 年,约翰·朗本(John Langbein)和理查德·波斯纳(Richard Posner)首次提出指数投资方法,他们认为“受托人的理性策略应是购买共同基金或持有市场组合(市场基金)的其他投资工具”。它们(市场基金)似乎是具有决定性优势的;在任何给定的风险/回报水平上,都达到了最大化分散,投资成本降到了最低。See John H. Langbein & Richard A. Posner, *Market Funds and Trust – Investment Law*, AM. B. Found. Res. J. 1, 19, 30 (1976).

[61] See William F. Sharpe, *Mutual Fund Performance*, 39 J. Bus. 119, 137 (1966) (研究发现,风险调整后,股票共同基金样本表现逊于道琼斯工业平均指数); Michael C. Jensen, *Risk, The Pricing of Capital Assets, and The Evaluation of Investment Portfolios*, 42 J. Bus. 167, 239 (1969) (研究发现,风险调整后,共同基金的净回报率低于市场整体水平); Martin J. Gruber, *Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Funds*, 52 J. Fin. 783, 787 (1996) (研究发现,主动基金的年回报率比相应的市场指数低 65 个基点); Russ Wermers, *Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock – Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses*, 55 J. Fin. 1655 (2000) (发现主动基金持有的股票表现优于市场,但净回报率比市场指数低 1%); Javier Gil – Bazo & Pablo Ruiz – Verdfi, *The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry*, 64 J. Fin. 2153 (2009) (根据不同的管控情况,主动基金的回报率比市场指数低 21 ~ 71 个基点不等)。

[62] Id. Jeff Schwartz, *Reconceptualizing Investment Management Regulation*, 16 Geo. Mason L. Rev. 521, 550 – 551 (2009) (“如果加上主动基金较高的管理费用,那么其平均表现就会低于被动管理的证券指数。这为主动基金将跑赢市场的观点留下了待证空间。此外,普通投资者很难挑选出始终高于平均水平的投资标的。投资于一只主动管理的共同基金,相当于在一个非常拥挤的马场押注其中一匹马……有研究表明,在 15 年的时间里,84% 的主动管理型共同基金的回报率未能超过市场回报率。”)。

[63] Fichtner et al., *supra* note 24, pp. 298 – 299.

[64] See Morningstar Direct Assets, *supra* note 1.

[65] Id., p. 6.

占比翻了两番,超过了8%,相当于标普500指数市值的12%^[66](见图1^[67])。

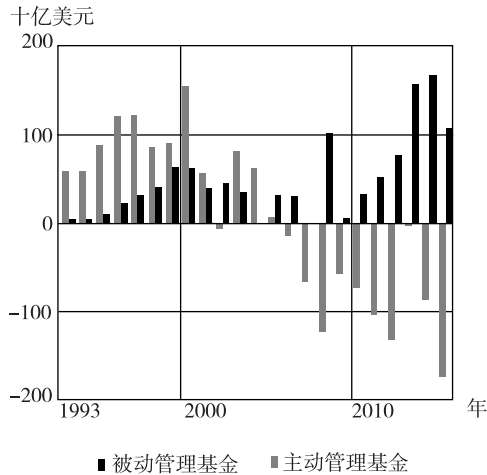


图1 美国股票市场和ETF的净流动

这种快速增长呈持续增长趋势。^[68] 主动基金的平均表现持续低于市场指数,这使被动基金更具吸引力。^[69] 而且由于全球经济增长率预计将持续处于低位,低费率的被动基金也将继续保持其竞争优势。^[70] 因此,安永会计师事务所预测未来几年ETF行业的年增长率将

[66] Ian Appel et al. , *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 J. Fin. Econ. 111 (2016) [以下简称 Appel et al. , *Passive Investors*].

[67] *Why Passive Investing is Overruling Active*, in *Five Charts*, Wall ST. J. , <http://www.wsj.com/graphics/passive-investing-five-charts/>, visited Mar. 12, 2018.

[68] See Madison Marriage, *Large Investors Pull \$350bn From Active Equity Funds*, Fin. Times (Dec. 10, 2016), <https://www.ft.com/content/4418502e-be2e-11e6-8b45-b8b81dd5d080> (描述了主动基金行业黯淡的前景)。

[69] Fichtner et al. , *supra* note 24, pp. 302-304.

[70] See Sarah Krouse, *Investors Leave Active Funds Despite Fee Cuts*, Wall ST. J. (Jan. 6, 2017), <http://www.wsj.com/articles/active-funds-fee-cutting-doesnt-stem-investor-exodus-1483376271>.

保持在 15% ~ 30%。^[71] 而普华永道则认为会有更大幅度的增长,他们预计截至 2020 年,投资于 ETF 的资产能持续每年翻番。^[72]

对共同基金管理费的监管审查也推动了被动基金的增长。2016 年 4 月,劳工部(DOL)发布了一项最终规则,扩大了 1974 年《雇员退休金保障法》(ERISA)中对“投资顾问信义义务”的定义。^[73] 该规则于 2017 年 6 月 9 日生效,要求投资顾问在就 401(k) 条款养老计划或个人退休账户(IRA)提出建议时,应承担信义义务。^[74] 同样地,在 2016 年 6 月,美国证券交易委员会的合规检查办公室宣布,证交会审查员将仔细审查投资顾问在向其客户提供有关股票类别的建议时,是否与客户存在利益冲突。^[75] 该公告明确表示,当存在更便宜的股票类别时,若投资顾问建议客户购买了价格更高的股票,则违反了信义义务。^[76] 劳工部和证交会日益严格的审查,加上与共同基金管理费有关

[71] See *EY Global ETF Survey: 2015 and Beyond*, EY (2015), [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-etf-survey-2015-and-beyond/\\$FILE/ey-etf-survey-2015and-beyond.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-etf-survey-2015-and-beyond/$FILE/ey-etf-survey-2015and-beyond.pdf).

[72] See Judith Evans & Jonathan Eley, *Democratising Finance: How Passive Funds Changed Investing*, *Fin. Times* (2015), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b3c0c960-a56c-11e4-bf11-00144feab7de.html>.

[73] See Definition of the Term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule – Retirement Investment Advice, 81 Fed. Reg. 20946, 20945 (Apr. 8, 2016) (codified at 29 C. F. R. pts. 2509, 2510, 2550).

[74] See Tara Siegel Bernard, *Obama’s Fiduciary Rule, after a Delay, Will Go Into Effect*, *N. Y. Times* (May 23, 2017), https://www.nytimes.com/2017/05/23/business/obamas-fiduciary-rule-after-a-delay-will-go-into-effect.html?_r=0. 该规定原计划于 2017 年 4 月 10 日开始分阶段实施,但实际上却被推迟到 2017 年 6 月 9 日,并要求在 2019 年 7 月 1 日前全面实施该规定。但许多观察人士怀疑这次推迟可能会无限期延长。See, e. g., Ashlea Abeling, *Will DOL Gut Fiduciary Rule By Latest July 1, 2019 Extension?*, *Forbes* (Aug. 9, 2017), <https://www.forbes.com/sites/ashleaabeling/2017/08/09/will-dol-gut-fiduciary-rule-by-latest-july-1-2019extension/#2779d4365840>.

[75] See Office of Compliance Inspections and Examinations, *OCIE’s 2016 Share Class Initiative*, SEC (July 13, 2016), <https://www.sec.gov/ocie/announcement/ocie-risk-alert-2016-share-class-initiative.pdf>.

[76] *Id.*

诉讼的增加,^[77]使投资顾问开始将个人退休账户近 70,000 亿美元的资金从主动基金转移到被动基金。^[78]

对于被动基金的快速发展,机构投资者是最大的受益者。这是因为被动基金行业非常集中,仅“三巨头”就持有 ETF 市场 70% 的份额。^[79]虽然指数基金市场份额的数据不会公开,但据最新估算,先锋已经占据了指数基金市场 75% 的份额。^[80]随着被动投资的增长,“三巨头”已成为公司治理的重要参与者。2015 年,“三巨头”合计构成了标普 500 近 90% 的上市公司的最大股东,比 2000 年增加了 25%。^[81]即使扩大范围至全美的上市公司,它们也至少能构成 40% 的公司的最大股东。^[82]2016 年,仅先锋集团的一位被动基金经理就控制了标普 500 中 468 家公司超过 5% 的股份,10 年前这个数字仅为 3%。^[83]

尽管被动基金需求的增长是基于良性原因,但据一些金融评论员预测,资金日益集中在被动投资者手中可能会对市场产生不利影响。

[77] 在过去 10 年里,随着雇员退休计划中主动管理不当的现象越来越普遍,许多律师依据《雇员退休收入保障法》提起了针对管理费的诉讼。See *Rosen v. Prudential Retirement Ins & Annuity Co. et al.*, 2016 WL 74924320 (D. Conn. 2016) (原告辩称,雇主选择成本较高的主动基金,而不是被动基金,违反了《雇员退休法》); *Taylor v. United Techs. Corp.*, 2009 WL 535779, at *10 (D. Conn. Mar. 3, 2009), *aff'd*, 354 F. App'x 525 (2d Cir. 2009) 尽管有专业证据支持积极管理基金表现不如消极管理的指数基金,被原告认为带有收入共享安排的共同基金集中出现违反了《雇员退休收入保障法》的规定,法院否定了这一观点。这种责任风险促使一些公司将其退休金账户从积极管理基金转向指数基金。See, e. g., Anne Tergesen & Jason Zweig, *The Dying Business of Picking Stocks*, Wall ST. J. (Oct. 17, 2016) 描述了伊利诺伊州投资委员会在日益增长的责任风险下如何投票决定将其 40 亿美元的职工 401(k) 计划转为完全指数投资。

[78] John Waggoner, *DOL Rule Silver Lining? It May Trigger a Shift of \$1 Trillion to ETFs*, Invest. News (Apr. 3, 2016), <http://www.investmentnews.com/article/20160403/FREE/304039997/dol-rule-silver-lining-itmay-trigger-a-shift-of-1-trillion-to-etfs>.

[79] Fichtner et al., *supra* note 24, pp. 303 - 304.

[80] *Id.*

[81] Posner et al., *supra* note 7, p. 7.

[82] Fichtner et al., *supra* note 24, p. 315.

[83] See Dennis K. Berman & Jamie Heller, *Wall Street's "Do-Nothing" Investing Revolution*, Wall ST. J. (Oct. 17, 2016), <http://graphics.wsj.com/passivists/>.

一方面,被动投资可能使投资者的“羊群效应”增强,并导致更多的市场关联波动,从而加剧金融市场的顺周期性问题的。^[84] 另一方面,普遍的被动投资可能会降低股票市场定价效率,因为对于某些公司,如标普500上市公司,其股票拥有相对稳定的市场;而未列入指数的公司可能会因为潜在买家更少,导致股票价值被低估。^[85] 甚至连博格尔也承认:“如果只追求指数的投资不受任何限制,那么市场就会陷入混乱。也就是说,如果不能买卖,则意味着没有流动性,也就不存在市场了。”^[86] 但他又补充,只有被动基金的股票市场份额占比达90%时,才会有如此荒谬的市场影响。^[87]

现有研究主要关注的是机构投资者的兴起带来的另一个问题,即机构投资者同时拥有存在竞争关系的公司的大量股权可能会引发反竞争行为。实证研究表明,该问题至少引起了美国两个机构投资者集中的行业股价的上升。^[88] 艾里克·波斯纳(Eric Posner)、菲奥纳·莫顿

[84] See Andrew Haldane, Exec. Dir. Fin. Stability & Bank of Eng., *The Age of Asset Management?* (Apr. 4, 2014), <https://www.bis.org/review/r140507d.pdf>.

[85] See Russ Wermers & Tong Yao, *Active vs. Passive Investing and the Efficiency of Individual Stock Prices* (May 2010) (unpublished manuscript), https://finance.unimannheim.de/fileadmin/files/areafinance/files/Paper_FinanceSeminar/Wermers.pdf; Inigo Fraser – Jenkins et al., *The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing is Worse than Marxism*, Bernstein (Aug. 23, 2016), <https://www.scribd.com/document/323564709/Bernstein-Passive-Investing-Serfdom-Aug-2016>; but see Miles Johnson, *Why Active Fund Managers Should Cheer Therise of ETFs*, Fin. Times (Dec. 5, 2016), <https://www.ft.com/content/dfld95ec-bac4-11e6-8b45-b8b81dd5d080> (主动基金应将被动基金的兴起视为利用那些因未列入指数而被低估价值的股票的机会)。

[86] Zweig, *supra* note 2.

[87] *Id.*

[88] José Azar et al., *Anti-Competitive Effects*, *supra* note 12; José Azar et al., *Ultimate Ownership and Bank Competition* (July 2016) (未出版的手稿), <https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=2710252>. 某些行业股价上涨的情况与笔者的理论并不矛盾;的确,阿扎尔等人的理论认为,投资者缺乏对竞争的需求可能会同时带来竞争减少和持续高收益的结果。See Azar et al., *Anticompetitive Effects*, *supra* note 12, pp. 4-5. 然而,我认为竞争的减少只是问题的一个方面,缺乏投资者的约束准则也可能导致代理成本上升,且这些有害影响不只存在某些机构投资者集中的行业,而是会波及整个市场。

(Fiona Morton)和E. 格伦·韦尔(E. Glen Weyl)以及艾纳·艾尔豪格(Einer Elhauge)声称,机构投资者可能会因其在竞争对手公司中的利益而迫使双方管理层避免激烈的价格竞争。^[89]

下文提供了另一种思路,问题的关键或许不在于机构投资者以避免激烈竞争为目的向管理层施压,而在于这些不断增加的被动基金股权对管理层的监管和约束的缺失。当这些被动投资者对公司进行干预时,他们采取的是非审慎的自动化治理方式,这不太可能实现公司的最佳利益。若这种趋势持续下去,被动投资所带来的绝不仅仅是反竞争行为的问题,因为其不仅涉及寡头垄断行业中的公司,还涉及所有被动股权高度集中的公司,而被动股权在美国资本市场中占比巨大且还在持续增长。

(二) 被动投资与公司治理

被动基金的目标是复制市场指数的表现,故其不会轻易退出。因此,人们可能会误认为被动基金与公司那些长期投资者的动机是一致的。^[90]但事实上,被动基金面临着严重的集体行动和代理人成本问题,这使他们不太可能审慎地参与公司治理。

由于被动基金仅寻求与市场指数的业绩相匹配而非超越它,故被动基金缺乏经济激励来确保其投资组合中的每家公司都运营良好。^[91]首先,被动基金投资组合高度多元化,因此与主动基金相比,其需要管理更多的公司。例如,一支标普500指数基金(当前热销的被动基金之一)的投资组合通常由500家公司组成,是主动基金平均投资公司量的

[89] Posner et al., *supra* note 7; Elhauge, *supra* note 10.

[90] See, e. g., Strine Jr., *Can We Do Better?*, *supra* note 5, p. 478. 表述如下:正是因为指数基金不会出售其在标的指数中持有的股票,所以这些基金更喜欢投资治理状况良好的公司,因为这种良好的治理能为股东创造最持久的财富。指数基金投资者不会从泡沫破裂中受益,因此,其比主动基金的投资者更为关注公司的前景。主动基金的交易频率相对较高,这让人很难相信其经理的交易决策是基于对公司长期资金流情况的真实评估,而非对市场走向的推测。

[91] 他们的指数化策略表现在,被动基金可能会拒绝溢价购买其股票的要约,只要这只股票属于该基金正在追踪的指数,即使该交易是有利的,他们也会拒绝。这是因为报价和市价之间的价格差,以及交易之间的时间差,都会干扰基金追踪指数的能力。See *Some Tender Offer Quirks*, *Kirkland & Ellis M&A Update* (Oct. 9, 2009), <https://www.kirkland.com/files/MAUpdate/100909.pdf>.

5 倍以上。^[92] 这意味着任何改善组合中单个公司治理的投资对于该基金的整体表现都影响甚微。^[93]

此外,被动基金面临严重的集体行动问题,因为有效的治理干预将提高所有跟踪该指数的基金表现。与主动基金不同,后者可以根据公司预期收益来调整投资组合的权重,并通过投资公司治理来与其他基金竞争,而被动基金是按各公司股票在市场指数中的权重来同等配置其持股比例。因此,投资于治理的被动基金将在同等程度上改善所有与其具有竞争关系的被动基金的业绩,甚至还包括主动基金,因为他们会顺势加仓从而获取更大的利益。换句话说,任何治理投资都会在加重被动基金成本的同时使竞争对手受益。因此,除非治理干预不需要成本,否则肯定会影响被动基金的相对表现。但实际上,被动基金的审慎干预成本是极为高昂的。因为这些基金通常不了解其投资公司的内部信息,包括该公司的人事、经营现状以及其他的特殊状况。^[94] 由于其自动化的交易策略,被动基金不会对所投资公司的基本面进行调查。^[95] 这导致被动基金需要为其主动、知情的干预额外付出成本,这些成本包括识别表现不佳的公司、找出他们表现不佳的原因,并确定最

[92] See David M. Smith & Hany Shawky, *Optimal Number of Stock Holdings in Mutual Fund Portfolios Based on Market Performance*, 40 *Fin. Rev.* 481, tbl. 2 (2005) (2002 年,共同基金投资组合中的公司平均数量为 92 家)。

[93] 此前的研究认为“中立”股东是指进行衍生品交易的股东,他们否定与其股票头寸相关的所有经济风险的存在。See Frank Partnoy, *U. S. Hedge Fund Activism*, in Jenniyer G. Hiu & Ramdull S. Thomas eds. *Research Handbook on Shareholder Power* 13 - 14 (2015); Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 *Bus. Law*, 1011 (2006). 这篇文章扩展了中立股东的概念,认为进行高度多元化投资的被动基金经理也属于中立股东,因为他们缺乏动机通过投资来改善投资组合内公司的业绩。

[94] See Freidrich A. Hayek, *The Use of Knowledge in Society*, 35 *Am. Econ. Rev.* 519, 522 (1945). 对于那些为了复制指数表现而对公司进行抽样调查的指数基金来说,情况就不太一样了。如果一家公司的表现开始低于行业水平,那么这些基金可能就需要重新调整其投资组合。但即便是在这种情况下,这些基金也没有动力去找出基金表现不佳的原因,更不用说投入资源去试图改善公司业绩。

[95] 先锋强调,这些基金之所以能够收取较低的费用,是因为它们不需要花费资源调查每家公司的情况或与基金经理会面。See Frank Partnoy, *Are Index Funds Evil?*, *The Atlantic* (Sept. 2017), <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2017/09/are-index-fundsevil/534183/> [以下简称 Partnoy, *Are Index Funds Evil*].

有效的干预方式。^[96] 这种低成本交易策略还意味着该基金不得不花费额外的资源,来评估股东提案和其他投资者提出的治理干预措施。承担这些费用的被动基金,则需要向客户收取更高的管理费,而这可能会导致价格敏感型投资者流向其竞争对手。^[97]

总之,被动投资加剧了间接融资带来的代理人成本和集体行动问题——尽管投资者也渴望良好的治理,但比起为此支付相关费用,他们更愿意“搭便车”。被动基金经理也是一样,因为这种治理投资会降低基金的竞争力。因此,与主动基金不同,被动基金缺乏经济激励来监督管理层或投资治理干预。或者,正如博格尔所言,一直以来,指数基金经理都理性地认为,他们应该将公司的业绩交给市场这只“看不见的手”来决定。^[98]

因此,由于资金越来越多地从主动基金流向被动基金,企业影响力市场可能会经历两次巨大变动。首先,缺乏动力来监督约束管理层或改善治理的股东会越来越多;其次,公司会面临被动基金投票弊大于利的风险。因为被动基金经理很有可能会坚持采用低成本、非审慎的治理方式,如自动赞成任何符合其预设条件的股东提案。一旦存在激烈的利益冲突,被动基金往往会选择妥协。最重要的是,他们会特别乐于跟随管理层投票,因为这是获取养老金固定缴款计划资产的重要手段,

[96] 此外,由于“三巨头”在许多上市公司持有大量股份,当他们干预公司业绩时,就有违反1934年《证券交易法》第13(d)条款的风险。该条款规定,持股在5%以上的投资经理必须遵守广泛的信息披露要求。并且只要投资经理怠于行使“控制权”(包括提名董事和进行代理权竞争),他们就会受到13G公告中更具限制性的披露约束。See John Morley, *Too Big to Be Active: Large Investment Managers, Conflicts of Interest, and the High Costs of Corporate Control* (研究报告)(作者存档)。这条规则可能导致投资量巨大的投资经理避免采取任何可能被视为寻求影响力的行动。

[97] See generally Yang Sun, *The Effect of Index Fund Competition on Money Management Fees* (Apr. 15, 2014) (未出版的手稿), <https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=2432361>; Lisa Beilfuss, *Readers React: Low Fees Are Driving Us Into Passive Funds*, Wall ST. J. (Oct. 24, 2016), <http://tabbforum.com/channels/fixed-income/news/readers-react-low-fees-are-driving-us-into-passive-funds>. 指出价格敏感型投资者对此表示异议, Erik Sirri & Peter Tufano, *Costly Search and Mutual Fund Flows*, 53 J. Fin. 1589 (1998).

[98] Krouse et al., *supra* note 2.

这是一个投资于指数基金的庞大且还在不断增长的资金池。^[99]

此外,由被动基金股权所带来的治理扭曲很可能出现在股市低效定价现象之前。因为相比股市有效定价而言,企业影响力市场的有效运行需要更多主动参与量。即使只有少数投资者根据与公司相关的信息主动进行交易,股票价格也会产生相应变化。但他们无法轻易影响公司治理结果,这意味着被动投资的兴起将很快导致治理效率低下。^[100] 例如,某被动基金持有 Y 公司 51% 的股份,并且该基金的内部准则规定,该基金应赞成所有提高董事会独立性的提案。此时有一位股东提议,通过分离首席执行官与董事长这两个职位来提高董事会的独立性。而被动基金并不了解该公司的内部信息,因此无法判断这个有争议的提案是否能真正提高股东价值。然而,即使其他所有的积极股东都反对该提案,它还是会因被动基金严格遵守其投票规则而被通过。^[101] 又如,假设某被动基金持有 X 公司 51% 的股份。该公司的知情投资者已经确定 X 公司表现不佳并且可以通过干预提高公司业绩,但除非大多数股东都支持,否则管理层会成功地阻止干预。我们进一

[99] 2015 年,401(k) 计划管理的资产总额为 4.7 万亿美元,其中 60% 为共同基金所持有。See Sean Collins et al., *The Economics of Providing 401(k) Plans: Services, Fees, and Expenses*, ICI Res. Persp. (July 2016), http://www.ici.org/pdf/per_22-04.pdf; see also Simon C. Y. Wong, *How Conflicts of Interest Thwart Institutional Investor Stewardship*, Butterworths J. int'l Banking & Fin. L. 481 (2011). 在某些情况下,管理层会利用其作为委托人的权力作出决策。举个例子,1990 年,在 Fidelity 撤回对于宾夕法尼亚州《反收购法》的反对意见后,该法的坚定支持者 Armstrong World Industries 就将其 1.8 亿美元的员工储蓄计划从 Vanguard 先锋转而委托给了 Fidelity。See Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, supra note 20, p. 602.

[100] Zweig, supra note 2.

[101] 在公司治理中,是否应将首席执行官和董事长职位分离是一个备受争议的问题。近年来,尽管没有证据能够证明分离的积极作用,但目前更倾向于选择分离。See David F. Larcker & Brian Tayan, *Chairman and CEO: The Controversy Over Board Leadership Structure*, Stan Bus. : Stan. Closer Look Series (June 24, 2016), <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-58-independent-chair.pdf>. 事实上,这两个职位的分离能提高公司业绩或治理质量的说法是没有依据的。最近的一项研究发现,若是迫于股东压力而选择分离,往往会导致公司市值与未来经营业绩的下降,参见 Aiyesha Dey et al., *CEO And Board Chair Roles: To Split or Not to Split?*, 17 J. Corp. Fin. 1595 (2011) (对未来经营业绩进行了分析)。

步假设,若被动基金投票规则未对某类干预进行规定,那么,被动基金经理很可能会放弃表决权或者直接跟随管理层投票,而不是花费资源去判断干预是否有益,这意味着即使所有知情股东都赞成干预,该提案也不会被通过。

被动基金有两大行业特征可以解决部分问题。首先,被动基金也许可以通过“搭便车”的方式从投资重叠的主动基金那里获取信息。截至2016年6月,先锋和贝莱德各自管理的权益资产中有19%投资于主动基金,道富也有3%。^[102] 当一个机构的主动基金和被动基金之间存在投资重叠时,就有可能进行有益的信息共享,从而增加被动基金知情投票的可能性。^[103] 例如,2016年贝莱德的被动基金根据主动基金经理的建议,改变了一个广受关注的兼并项目的投票决定。这是专业服务提供商 Towers Watson 和 Willis Group 之间标的额达180亿美元的兼并案。Towers Watson 的投资者不愿意接受以下约定:合并后公司现金与股票的组合价值是低于交易公布当日 Towers Watson 的股票价值的。但实际上,这笔交易将增加 Towers Watson 的收入并降低其成本,这意味着股东从该交易中最终是获益的。^[104] 美国机构股东服务公司(以下简称 ISS)和 Glass Lewis 都因该提案的短视性而表示不赞同,^[105] 贝莱德的被动基金团队最开始也这样认为。但该机构的主动基金经理支持该交易并最终说服了他们。^[106] 贝莱德的转变使该兼并提案最终被通过。信息共享确实可以降低产生不良后果的风险,但主动基金投资的

[102] See Fichtner et al., *supra* note 24, p. 304 tbl. 1.

[103] 有证据表明,有益的信息共享通常发生在大型机构投资者之间,参见 Michelle Lowry & Peter Iliev, *Are Mutual Funds Active Voters?*, 28 *Rev. Fin. Stud.* 446 (2015) [研究表明,尽管25%的共同基金盲目地遵循了美国机构股东服务公司(ISS)的建议,但规模较大的共同基金和那些较大基金家族中的基金会主动参与投票的积极性更高,理论上是因为这些大型基金能够将研究成本和收益分散到各种基金中]。

[104] See Paul J. Davies, *Towers Watson – Willis Merger: Battle to Save a Dubious Deal*, *Wall ST. J.* (Nov. 19, 2015), <http://www.wsj.com/articles/towers-watson-willis-merger-battle-to-save-a-dubious-deal1447950545>.

[105] See *Critics React to Contentious Towers Watson Merger*, *Chief Inv. Officer* (Dec. 15, 2015), <http://www.ai-cio.com/news/critics-react-to-contentious-towers-watson-merger/>.

[106] See Krouse et al., *supra* note 2.

公司远少于被动基金,因此,他们之间并不一定会存在投资重叠。此外,随着资金继续从主动基金流出,他们开始裁减投资分析师,^[107]这意味着不仅产生的信息会减少,有益的溢出效应也会降低。此外,包括先锋在内的一些机构正逐步将主动管理事务外包给第三方,这意味着免费获取主动基金的信息将更加困难。^[108]由于没有主动基金经理的指导,被动投资的兴起可能会使机构投资者在公司中越来越被动。

被动基金行业的另一个复杂特征是,与其他许多大型机构投资者一样,被动投资机构通常会将投票表决和治理的工作交给公司治理的专业团队。^[109]理论上,一支人手充足且能审慎地指导被动基金投票并参与治理的团队,可以避免产生本文所讨论的许多问题。本文接下来将介绍“三巨头”治理团队的结构及其具体工作,并据此认为前述理论

[107] “三巨头”已经开始裁减投资分析师:尽管流入道富(State Street)银行和贝莱德所管理的被动基金的资金再创纪录,但他们最近公布的裁员人数却达历年之最。See Sarah Krouse, *BlackRock to Cut About 400 Jobs*, Wall ST. J. (Mar. 30, 2016), <http://www.wsj.com/articles/blackrock-to-cut-about-400-jobs-1459370775> (报道称贝莱德计划裁员约400人,占其员工总数的3%,这是迄今为止规模最大的一轮裁员); Ross Kerber, *Update 1 - State Street Net Income Flat, Plans Job Cuts*, Reuters (Oct. 23, 2015), <http://www.reuters.com/article/statestreet-results-idUSLNI2N17320151023> (报道称,道富银行计划在全球范围内裁员600人); Deirdre Fernandes, *State Street Corp. Eyes 7000 Layoffs by 2020*, Bost. Globe (Mar. 29, 2016), https://www.bostonglobe.com/business/2016/03/29/state-street-official-pegs-staff-reductionworkers/89HmTzw98F6AvUCVy_A9A41/story.html (报道称,道富银行在投资者会议上宣布计划在未来3年内裁减7000名员工使其“成为一家技术驱动型公司而非依赖人工交易的公司”)。

[108] See Hortense Bioy & Alex Bryan, *Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship*, Morningstar (Dec. 2017), <https://corporatel.morningstar.com/ResearchLibrary/article/839413/passive-fund-providers-take-an-activeapproach-to-investment-stewardship.full-report/> (介绍了评估资产管理经理管理工作的方法)。

[109] See Charles M. Nathan, *The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting*, Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg. (Apr. 6, 2010), <https://corpgov.law.harvard.edu/2010/04/06/the-parallel-universes-of-institutional-investing-and-institutionalvoting/> [以下简称 Nathan, *The Parallel Universes*] (注意,许多较大的投资经理都有专人负责投资组合中所有公司的投票事宜,而且这些员工“通常完全独立于投资组合经理,向投资经理的总法律顾问或高级合规官报告,而不是向投资部报告”)。

并不成立。此外也有证据表明,被动投资的兴起可能已经扭曲了股东投票的结果以及对冲基金活动的本质。

1. 被动性、投票与“对话”

“三巨头”宣称他们的治理团队积极参与了公司治理,但该说法是经不起推敲的。^[110] 因为其治理团队的薪酬不与基金业绩挂钩,^[111] 而且他们的人手也不足:先锋只雇用了15名员工来负责全球约13,000家公司的实地“对话”和投票表决,黑石只雇用了大约20名员工参与约14,000家公司的治理工作,而道富更是只有不到10人来参与近9000家公司的治理。^[112] 换句话说,先锋治理团队的每个成员都要负责制定近1000家公司的治理决策,而先锋甚至可能是其中某些公司的最大股东。

鉴于治理团队所需要监督的公司数量是如此庞大,即使不考虑投票策略,投票本身也是一项十分艰巨的任务。^[113] 所以对于这种规模的团队,他们就更不可能去制作公司治理报告、发布和评估公司治理规则、认真研究并审慎进行代理投票以及会见管理层和董事会。因此,调

[110] 例如,贝莱德解释称,其“对话”主要是通过与所投资公司的董事会和管理层进行接触,“致力于保护和提升其代表客户投资的公司的经济价值”。See BlackRock, *Global Corporate Governance and Engagement Principles*, SEC (2014), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/890393/000119312515334865/d25691dex_99corpgov.htm. 先锋集团同样强调,它采取了积极的参与方式,“确保(其投资组合中的)公司在公司治理事务方面的策略和实践,有利于为投资者创造长期价值”。Vanguard, *Vanguard's Approach to Corporate Governance*, Harv. L. Sch.: Program on Corp. Governance (Sep. 2, 2016), <https://pcg.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2016/09/2-Vanguards-approach-to-corporate-governance--Vanguard.pdf> [以下简称 Vanguard, Approach to Corporate Governance]; see also *Global Proxy Voting and Engagement Principles*, ST. Street Global Advisors 2 (Mar. 3, 2016), <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2016/Global-Proxy-Voting-and-Engagement-Principles-20160301.pdf> [以下简称 Global Proxy Voting].

[111] Rock, *supra* note 5, p. 10.

[112] See Krouse et al., *supra* note 2. 与之相对的是激进型对冲基金 Pershing Square Capital Management。该公司安排了一个8人的投资团队以及几名外聘员工来共同管理其投资组合中的12家公司。Id.

[113] See Strine Jr., *Can We Do Better?*, *supra* note 5, p. 475 (称投资组合规模较大的机构投资者每年须参加数千次投票)。

研团队并不会采用主动的投票策略,而是通过发布并严格遵守投票规则的方式参与投票。^[114] 他们甚至还将投票决策事务直接外包给投票顾问机构:贝莱德称其治理团队主要依靠 ISS 和 Glass Lewis 两大投票顾问来参与日常事务投票,只有在投票顾问指出存在问题时,才亲自进行分析。^[115] 道富和先锋同样也委托 ISS 和 Glass Lewis 这两大公司来代理投票并研究其中的相关问题。^[116]

尽管实践中还没有普遍认可的最佳治理方法,但“三巨头”却不约而同地采用了几乎一模一样的投票规则:明确表明支持董事独立;承认公司长期业绩与高管薪酬之间的关联性;质疑反收购条款和公司的重大性变革,如兼并、重组或调整资本结构。^[117] 美国证券交易委员会的规定指明了投票规则的可选议题。2003 年,证券交易委员会宣布投资经理对代理投票负有信义义务以维护投资者利益,也为共同基金投票规则议题选择的适当性提供了指导:

在投票规则中可以披露的问题包括但不限于:公司治理问题,包括公司注册、兼并、重组以及分层董事会、“毒丸计划”、绝对多数决等反收购措施;资本结构的调整问题,包括增资、减资、发行优先股、实施股票期权及其他调整管理层薪酬的计划;企业社会责任的相关问题。^[118]

[114] See Bioy & Bryan, *supra* note 108.

[115] Craig, *supra* note 29.

[116] Global Proxy Voting, *supra* note 110, p. 3; Eleanor Bloxham, *Shareholder Research Firms Are Not the Enemy*, *Fortune* (Mar. 19, 2014), <http://fortune.com/2014/03/19/shareholder-research-firms-are-not-theenemy/>. 可能有人会认为:虽然这种委托是有益的,但投票顾问采取的是“一刀切”的投票策略,其本身与投资组合公司没有利益关联,如果作出与投票规则不符的决策,只会损害该规则的价值。See Charles M. Nathan, *Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?*, *Harv. L. Sch. F. Corp. Gov. & Fin. Reg.* (Mar. 23, 2011), <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/03/23/proxy-advisory-business-apotheosis-or-apogee/> [以下简称 Nathan, *Proxy Advisory Business*]; Robert M. Krasne, *Proxy - Voting Concern*, *Pensions & Inv.* (May 31, 2004), <http://www.pionline.com/article/20040531/PRINTSUB/405310706/1026/TOC>.

[117] *Id.* BlackRock, *supra* note 110; Vanguard, *Approach to Corporate Governance*, *supra* note 110.

[118] See *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 68 Fed. Reg. 6564, 6567 (Feb. 7, 2003) (codified at 17 C. F. R. pts. 239, 249, 270, 274).

对于以上问题,“三巨头”通常会遵循 ISS 和 Glass Lewis 等投票顾问的建议,即采取“一刀切”的投票策略。^[119] 而且由于“三巨头”严格遵循其投票表决指南,故即使在跨基金的投票表决中,它们也表现出高度的一致性。2015 年,贝莱德参与投票表决的每 10 万个股东提案中只有 18 个提案出现了基金之间投票结果不一致的情况。^[120] 同样,先锋进行表决的 10 万个提案中也只有 6 个出现了投票结果不一致的情况。^[121] 道富的内部分歧也不多,在 10 万个提案中只有 195 个不一致。^[122] 相比之下,Fidelity(被动基金仅占其权益资产的 16%)的 10 万个提交表决的提案中,有 3144 个存在内部分歧。^[123] 这种较高度度的不一致可能是因为,像 Fidelity 这种以主动投资为主的机构,更倾向于让主动基金经理自行做投票决策,而不同的基金经理对有争议的提案或基于不同投资者的需求而产生投票分歧是很正常的。^[124] 这也可以表明,被动基金采用的集中投票策略可能不符合所有投资者的最佳利益。

鉴于其不断增长的市场份额和一致的偏好,“三巨头”可能正在主导投票结果。首个也是唯一针对该问题的研究表明,被动基金股权的增加提高了“三巨头”认可的治理提案被实施的可能性,这些提案包括

[119] See Nathan, *Proxy Advisory Business*, *supra* note 116 (“参与过机构股东投票的每个人都应该知道或者应当知道,投票顾问的投票建议是基于缺乏灵活性的、‘一刀切’的投票策略和简单分析模型作出的,这种简单模型是基于某些标准和来自现有数据的、容易获得的信息,而无法进行任何具体研究或有意义的判断”)。

[120] Fichtner et al., *supra* note 24, pp. 316 – 317.

[121] *Id.*

[122] *Id.*

[123] *Id.*

[124] 贝莱德是“三巨头”中唯一一家允许其主动基金与其他机构投不同票的公司,但“这种情况很少发生”。See Bioy & Bryan, *supra* note 108, p. 26. 尽管主动投资组合经理可以提供信息,但先锋和道富仍不允许任何投票分歧。*Id.*, pp. 42, 46. “同时,指数投资组合经理对投资组合的投票没有话语权。” *Id.*, p. 14.

提高董事会独立性,取消“毒丸计划”和其他反收购措施,^[125]以及取消双层股权结构。^[126]

我们应该警惕这种趋势。数十年的学术研究仍未就何为善治达成共识,目前的结论是良好的治理内生于特定的公司,我们有理由认为,在不同的公司中实施“一刀切”的治理策略将使所有公司的处境变得更糟。例如,最近的一项研究发现,据统计,基于代理咨询公司的建议

[125] 有人可能会辩称,被动基金从战略上消除收购防御,是希望这种来自外部的收购威胁能够约束管理层,从而免去股东监督的必要性。但这种思路是有问题的。首先,敌意收购的成本是非常高昂的,“只有收购目标的管理极为不善时,典型的溢价50%的收购才算基本合理”。See Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, supra note 20, p. 522. 敌意收购还面临着很大的法律风险,最明显的是将违反各州的反收购法规。See Guhan Subramanian et al., *Is Delaware's Antitakeover Statute Unconstitutional?: Evidence from 1988 - 2008*, 65 Bus. Law 685 (2010). 鉴于收购的成本和监管问题,大型上市公司不太可能成为敌意收购的目标。最后,控制收购往往比纠正问题更为必要:对于拥有称职的管理者(他们能够从密切监管中受益)的公司来说,收购是一种得不偿失的选择,会在带来交易成本的同时造成公司的巨大混乱。See Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, supra note 20, p. 522.

[126] Appel et al., *Passive Investors*, supra note 66, pp. 4 - 5. 同一项研究表明,尽管被动基金资产占比较高的机构几乎总是跟随管理层投票,但其跟随频率其实是略低于主动基金资产占比较高的基金的。但这一结果并不当然证明被动基金是主动的投票者——相反,这正印证了该理论:即使跟随管理层投票是更好的选择,被动基金还是会遵循其投票指导规则或听从投票顾问的建议。研究还发现,被动股权的增加与公司资产回报率的小幅上升有关。Id., p. 6. 作者认为,这表明是被动基金股权带来了这些有益的变化,但也有其他解释。例如,被动基金股权越集中的公司,主动基金股权往往也越集中。See K. J. Martijn Cremers & Quinn Curtis, *Do Mutual Investors Get What They Pay For? Securities Law and Closet Index Funds*, 11 VA. L. Bus. Rev. 31 (2016) (表明实际上,许多高费用的主动基金持有的投资组合与市场指数基本重叠); see also Audra Boone & Joshua White, *The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production*, 117 J. Fin. Econ. 508 (2015) (发现机构股权在罗素 1000 指数和罗素 2000 指数分界点上的巨大差异是由被动股权和主动股权的差异造成的); See Alan Crane et al., *The Effect of Institutional Ownership on Pay out Policy: Evidence from Index Thresholds*, 29 Rev. Fin. Studies 1377 (2016). 尽管 Cremers 和 Curtis 将“隐形的指数追踪”(除了少数重大投资,主动基金主要采取追踪指数的投资策略)定义为一种欺骗性行为,但本文表明,它也可能带来好处。如果该基金经理愿意参与投资组合公司的管理,以指数为参照来决定应加大哪些公司的权重,那么,所有投资者都将从这项投资中受益。总之,主动基金也可能青睐于指数上市公司,这可能会起到促进公司业绩提高的作用。但随着投资者继续将资产从主动基金转入被动基金,这种作用可能会减弱。

而作出的薪酬调整,对股票价格产生了负面影响。^[127] 另一项研究也发现,实施 ISS 建议的股票期权交易计划同样对股票价格产生了负面影响。^[128]

但投票表决只是参与治理的一部分。如上所述,机构投资者认为“对话”才是影响和约束管理层最重要、最有效的方式,但也是最耗费资源的方式。那么,“三巨头”的“对话”工作质量究竟如何呢?“对话”本身是很难评估的,但先锋和贝莱德每年都会披露其与管理层的会议次数:2015年,贝莱德公布了其在全球范围内进行的1421次“对话”。^[129] 其中1/3是针对美国公司的,且仅有13%是“全面性的”“对话”(相比于“适度的”或“基础性的”)。^[130] 同样,先锋披露了其在全球范围内与管理层、董事进行了800次“对话”(道富未公布“对话”数据^[131])。

这些“对话”次数看起来很多,但我们更应注意到的是,其投资组合中的绝大多数公司(以先锋为例,至少有12,200家公司)都被忽视了。这种“对话”力度远远比不上偏好主动投资策略的机构投资者。例如,在2015年,Fidelity International 这家采取主动投资策略的小型机

[127] See generally Larcker et al., *Outsourcing Shareholder Voting*, supra note 24. 其他研究也得出了类似的结果。See Pay Governance LLC, *Do Proxy Advisors Say On Pay Voting Policies Improve TSR?*, Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg. (Apr. 20, 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/20/do-proxy-advisors-say-on-pay-voting-policies-improve-tsr/>.

[128] See David Larcker et al., *Proxy Advisory Firms and Stock Option Exchanges: The Case of ISS*, Rock Ctr. for Corp. Governance, Working Paper No. 100, 2011, <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/proxy-advisory-firms-stock-option-exchanges-case-institutional>.

[129] See *Investment Stewardship Report: Voting and Engagement Quarterly Statistics*, Blackrock (2016), <https://www.blackrock.com/corporate/en-br/literature/fact-sheet/blk-voting-engagement-annual-figures-q2-2015-ql-2016.pdf>.

[130] Id.

[131] *Our Engagement Efforts and Proxy Voting: An Update*, Vanguard (June 30, 2016), <https://about.vanguard.com/vanguard-proxy-voting/update-on-voting/index.html>. 先锋解释说,其指数基金之所以能够收取较低的费用,是因为基金经理无须承担与公司会面的成本。事实上,先锋的代表人称,指数基金经理从未与企业就其业务问题进行过会面,因为这样做将要求该基金提交新的监管文件,并改变其投资准则。See Partnoy, *Are Index Funds Evil*, supra note 95.

构投资者(不要与未公布其年度“对话”情况的 Fidelity Investments 混淆^[132]),披露了其公司治理团队和调研团队进行的 1001 次“对话”。^[133]但这个数字并不包括其分析师及其他员工对 16,000 多家公司进行的随访和日常例会,因为这些本来就是他们的“日常业务”。^[134]T. Rowe Price 是一家仅有 8.9% 资金投在被动基金的大型机构投资者,它也表示,大多数会议都是“由投资组合经理推动,并由行业分析师提供专业支持”,而“对话”只是分析师在正常投资过程中对尽职调查工作的一个补充。^[135]

换言之,主动基金分析师才是与管理层开展非正式会议、进行沟通的主要驱动者,而非公司治理团队的成员。因此,被动投资的兴起不仅可能影响代理投票的结果,还可能影响投资者与管理层举行非正式会议的频率及效率,^[136]而这些会议也许正是发挥机构投资者影响力最重要的途径。^[137]当这种情况发生时,机构投资者与公司管理层私下沟通达成的协议将会减少,那么,就只能通过成本高昂的代理权竞争来发挥其影响力了。

[132] 富达国际管理着 2900 亿美元的资产。See *About Us*, Fidelity Int'l, <https://www.fidelityinternational.com/global/about/default.page?> visited Mar. 12, 2018.

[133] See *Governance and Engagement Report*, Fidelity int'l (2015), <http://www.fidelityilf.com/assets/pdf/governance-engagement-report.pdf>. 相比之下,先锋集团管理着 4 万亿美元资产,贝莱德管理着 5 万亿美元资产。Sarah Krouse, *Vanguard Reaches \$4 Trillion for First Time*, Wall ST. J. (Feb. 10, 2017), <https://www.wsj.com/articles/vanguardreaches-4-trillion-for-first-time-1486745349>.

[134] Id.

[135] *Building on Our Values*, T. Rowe Price (2014), <https://www.troweprice.com/usis/content/dam/trowecorp/Pdfs/CSRReport2014.pdf>.

[136] 问题不仅在于“对话”次数太少,而且被动基金进行的“对话”相对而言效果不大,因为被动基金缺乏可信的退出威胁:它们的指数策略往往只要求持有股票,而不论公司业绩。事实上,如果跟踪出现错误,可能会导致被动基金经理在他们想要卖出的情况下反而选择了买入。See Bratton & McCahery, *supra* note 29, p. 16.

[137] 例如, Schwab 的被动指数管理团队拒绝开展“对话”,因为其成本将大大超过收益。See Bioy & Bryan, *supra* 108, p. 15 [总结 Schwab 的观点:“不仅对话本身很难同时满足一致性与灵活性的要求,而且(被动基金)投资者没有从中获得明显的利益来证明这笔支出的合理性”]。正如上文所述,三巨头对该问题的看法不同,尽管他们未能对其庞大投资组合中的绝大多数公司开展有效“对话”。

2. 被动性和对冲基金激进主义

随着机构投资者越来越偏向被动投资,理论上,这些投资者也不太可能成为对冲基金激进主义的基石。^[138]如前文所述,主动基金通常有动力也有能力去评估主动干预措施并识别出有利的措施加以推动,同时阻止不利于其长期投资者利益的干预。

被动基金则不同,即使是最有利的干预,也既不能改善被动基金的相对业绩,又无法实质性地提高投资组合回报。因此,除非不需要成本,否则被动基金经理不太可能支持积极股东。更不用说事实上与积极股东合作的成本十分高昂,其原因在于:首先,由于被动基金缺乏公司及其业绩的相关信息,他们需要投入时间和资源来评估积极股东的提议;其次,支持积极股东会导致基金承担与管理层沟通和发生潜在诉讼的成本;^[139]最后,被动基金经理可能会担心,支持积极股东会危及他与目标公司的关系,并使基金面临失去企业养老基金资产的风险。^[140]不仅如此,这些目标公司也可能是被动基金的客户之一。^[141]由于证券法要求基金披露所有的投票情况,^[142]因此,支持积极股东的投票将不

[138] 此外,主动管理的共同基金的减少,可能会加大对对冲基金激进主义的成本,能识别出有问题的公司并将名单透露给对冲基金的分析师将随之减少。

[139] See Robert C. Pozen, *The Role of Institutional Investors in Curbing Corporate Short-Termism*, 71 *Fin. Analysts J.* 81, 83 (2015).

[140] 正如激进的对冲基金经理威廉·阿克曼(William A. Ackman)在给投资者的一封信中所解释的那样,“企业养老基金资产是投资于指数基金的最大资金池之一。指数基金经理无论是把自己打造成积极股东还是表明其对积极股东的支持,都无益于他们赢得美国公司的业务。事实上,情况可能正好相反。如果某些基金经理选择支持现任管理层,而不积极股东,那么他们获得企业养老金计划投资的可能性,远高于投票反对管理层的指数基金经理”。See Letter from William A. Ackman, *Pershing Square Capital Management, L. P.*, to Shareholders (Jan. 26, 2016), <https://assets.pershingsquareholdings.com/2014/09/Pershing-Square-2015-Annual-Letter-PSI-January-26-2016.pdf>; see also Wong, *supra* note 99; Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, *supra* note 20, p. 602.

[141] See Bebchuk et al., *Agency Problems*, *supra* note 26, p. 19.

[142] See Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies. 已注册的投资管理公司必须披露代理投票策略和投票记录, 68 *Fed. Reg.* 6564, 6565 (Feb. 7, 2003) (codified at 17 *C. F. R.* pts. 239, 249, 270, 274).

可能隐瞒现有的或潜在的客户。^[143] 越来越明显的是,管理层将与机构投资者保持良好的关系作为防御投资者激进主义的主要手段。^[144] 事实上,在机构投资者中建立良好商誉已经成为管理层工作中日益重要的一部分,^[145] 被动基金甚至还为此制定了考评指标,因为支持积极股东对他们没有任何益处。最后,被动基金可能会因担心影响其他投资项目而拒绝支持积极股东。正如 Posner 等人所主张的,在具有竞争关系的公司中同时拥有大量股权的机构投资者会要求管理层避免激烈竞争,以保持其投资组合的高收益。^[146] 有人可能会认为,这样做会促使激进型对冲基金将目标转向这些被要求避免竞争的公司,并煽动其采取更激进的商业策略甚至撤换管理层。但是,最有可能在竞争对手之间进行横向投资的被动机构投资者,不会乐于见到激进投资者的成功,因为激烈的竞争会损害他们其他的投资。在这种情况下,被动基金可能会以短视性为由来反对干预。出于以上原因,被动基金通常不会考

[143] 一些实证研究发现,商业关系会影响投资经理的投票决策。See Dragana Cvijanovid et al., *Ties that Bind: How Business Connections Affect Mutual Fund Activism*, 71 J. Fin. 2933 (2016) (研究发现,与公司有业务关系的共同基金家族,在公司内部力量均力敌的情况下,更有可能投票支持管理层); Rasha Ashraf et al., *Do Pension - Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation*, 47 J. Fin. & Quantitative Analysis 567 (2009) (研究发现,在所有公司中,与公司业务往来更为密切的共同基金家族,在高管薪酬问题上往往更倾向于支持公司经理)。

[144] 华尔街公司正在组建专业团队,就如何加强与大型机构投资者的关系为管理层提供建议,以抵御激进主义。See Sonali Basak & Beth Jinks, *It's Getting Harder to Keep the Barbarian at the Gate and It's This Guy's Job*, Bloomberg Mkts (Feb. 1, 2017), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-01/lazard-s-jim-rossman-studies-shareholding-to-help-fight-activists>; see also *The Swinging Pendulum*, supra note 53; *The Effect of Shareholder Activism on Corporate Strategy*, Nyse (2016), https://www.nyse.com/publicdocs/ShareholderEngagement-SurveyReport_2016.pdf.

[145] Id.

[146] See Elhauge, supra note 10; Posner et al., supra note 7.

虑积极股东的任何提议。^[147] 即便被动基金确实支持了激进型对冲基金,那也可能是基于某些特殊因素甚至是政治原因。

很明显,被动基金越来越能够决定积极干预行动的成败,但无论是积极干预的支持方还是反对方,都不乐见这种局面。因为对于认为积极干预会损害公司及其长期股东利益的一方,他们会担心被动基金将会以与利益无关的理由支持积极干预。相对应,认为激进型对冲基金能约束管理层的一方,则会担心被动基金往往会选择跟随管理层投票,或直接什么都不做,而非尝试积极股东提出的干预措施。

由此引发的问题不仅是被动基金不大可能支持对冲基金激进主义,更令人担忧的是,激进型对冲基金可能会调整他们的干预措施来迎合最不知情的投资者。

有证据表明,被动投资的兴起已经影响到激进型对冲基金的行为策略。目前,只有沃顿商学院的一个研究团队对这个问题进行了实证分析。在两项研究中,他们通过对比在罗素 1000(Russell 1000)指数和罗素 2000(Russell 2000)指数分界点附近的公司来研究被动基金股权的影响。^[148] 第一项研究发现,被动基金持有的股权越多,对冲基金激进主义就越少,反对积极股东提案的投票也更多。^[149] 尽管事实上,被动基金持有股权的增多也与取消反收购防御措施有关。^[150] 在第二项研究中,这个团队使用了最新的数据集来研究这个问题,他们再次发

[147] 平均而言,与主动基金中资产占比更高的机构相比,“三巨头”不太可能支持与其有意见分歧的董事会候选人。2015年,先锋集团所有有关董事会候选人的提案中,其支持有意见分歧的候选人的投票仅占比为16%;贝莱德占比为36%;道富占比为28%。相比之下,富达有一半投票支持有意见分歧的候选人。T. Rowe Price,63%。See Steve Wolosky et al., *Shareholder Activism: Investing in a Stronger Corporate America*, Olshan (2015), <https://www.olshanlaw.com/assets/htmldocuments/Shareholder%20Activism%20-%20Investing/o2Oin%20a%20Stronger/o2OCorporate%20America>. PDF.

[148] Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants*, supra note 52, p. 2; Appel et al., *Passive Investors*, supra note 66. 指数基金一般是采用市值加权,因此,公司市值越大,其在指数中的权重越大。因此,位于罗素1000指数底部的公司几乎没有被动基金股权,而位于罗素2000指数顶部的公司拥有更多的被动基金股权。由于这两组公司的规模相似,并且具有一定的行业代表性,因此,该方法可以找出被动股权增加所带来的变化。

[149] Appel et al., *Passive Investors*, supra note 66.

[150] Id. p. 114.

现,与被动基金持股较少的公司相比,持股较多的公司较少成为激进主义行动的目标(尽管该结果从统计学上看没有什么意义)。^[151]但他们同时发现,在被动基金股权集中程度较高的公司,积极股东所采取的行为类型发生了较大变化:谋求董事会代表席位的行为有所增多,而寻求增派红利等政策变动的行为有所减少。^[152]该研究还发现,被动基金持股比例越高,代理权竞争就越多,并且最后通常是积极股东赢得一个董事会席位达成和解。^[153]

当然,这只是第一个针对该问题的实证研究,^[154]现在就断言被动投资的兴起究竟会如何影响对冲基金激进主义还为时尚早。有理论主张被动投资将改变激进主义的行动策略,但也许这种改变弊大于利,这些研究为该理论提供了一些初步证据。研究人员将研究结果解释为,当被动股权增加时,积极股东更有可能采取激进的策略,并任命新董事进入董事会。如果这是真的,那么,无论是被动基金所面临的激励不足问题,还是被动投资机构可能不会花太多时间来评估积极干预措施,都让人感到担忧。但令人费解的是,被动基金本身不太可能在代理权竞争中支持与其有意见分歧的董事。^[155]

[151] Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants*, supra note 52.

[152] Id.

[153] Id. 2016年,大型上市公司作为被动基金股权集中程度较高的公司,其积极干预明显减少。Andrew Birsting, 2016 *Shareholder Activism Review*, Factset (Feb. 1, 2017), https://insight.factset.com/hubfs/Resources/Research%20Desk/Market%20Insight/FactSet%27s%202016%20Year-End%20Activism%20Review_2.1.17.pdf (这里注意到,2015年有32起针对市值超过100亿美元的美国公司的干预行动,而2016年只有17起)。相比之下,针对市值低于10亿美元的小公司的积极干预大幅增长。Id. 该数据可能表明,对冲基金正回归传统做法,将重点放在规模较小的公司上,因为持有大型公司的股份成本较高。See Coffee Jr. & Palia, supra note 48, p. 554. 这也可能表明,对冲基金意识到,当公司拥有高度集中的被动投资者时,他们行动的后果就难以预料。

[154] 此外,本研究中使用的辅助变量(罗素1000/2000指数分界点),也可能有多种设置方式。See, e.g., Boone & White, supra note 126, 这就降低了作者结论的可信度,即被动投资的增加也许不是造成这些影响的原因。Cf. Samuel Bazzi & Michael A. Clemens, *Blunt Instruments: Avoiding Common Pitfalls in Identifying the Causes of Economic Growth*, 5 Am. Econ. J. 152 (2013).

[155] See Ryan Bubb & Emiliano Catan, *The Party Structure of Mutual Funds* (Feb. 14, 2018) (未出版的手稿), <https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstractid=3124039>; Wolosky et al., supra note 147.

另一种可能的解释是,激进型对冲基金意识到,被动基金可能不太支持干预资产负债表的行动。因此,对于对冲基金而言,更好的策略是将重点放在董事会改组问题上,这是一项更具侵入性、成本更高的尝试,但通常而言,由于它符合该机构的投票规则,从而更有可能获得被动基金的支持。另一种理论是,当管理层难以开展“对话”也难以取得公司最大股东的支持时,一场代价高昂的代理权竞争的威胁更有可能促使管理层与激进主义者达成和解。^[156]

总而言之,尽管还需要更多的时间和研究来确定被动投资的兴起究竟会带来怎样的影响,但可以确定的是,它至少会破坏机构投资者与激进型对冲基金之间的互益关系。

四、立法建议

资产从知情的投资者流向被动基金,可能会对市场、股东甚至整体经济产生负面影响。虽然本文没有对这种损害进行精确量化,但有证据表明这种损害将是极大的。最近一项研究发现,“投资分散”(distracted)的机构投资者持股与股价的大幅下跌有关。^[157] 具体而言,有机构投资者持股的公司,若该投资者的投资组合中的其他部分遭受外部冲击(因此分心),则该公司更有可能开展多样化的、破坏价值的收购,其收购价格比平均公告收益率低 33%,比交易完成 36 个月后的价格低 9.5%。^[158] 这些公司对于表现不佳的首席执行官,通常是给愿意留下的(opportunistically - timed)他们一些限制部分红利的股票期权,而不是将其解雇。而正常情况下,没有被收购过的公司,其业绩平

[156] 对与激进投资者达成和解持怀疑态度, see John C. Coffee Jr., *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, European Corp. Governance Inst. (ECGI), Working Paper No. 373, 2017, <https://ssrn.com/abstract=3058319>.

[157] Elisabeth Kempf et al., *Distracted Shareholders and Corporate Actions*, 30 Rev. Fin. Stud 1160(2017).

[158] Id., pp. 1662, 1680.

均每月比同行低 15 个基点。^[159]

量化收购收益的研究也表明,减少对管理层的约束会导致社会福利的巨大损失。据迈克尔·詹森(Michael Jensen)估计,在 20 世纪 80 年代,为时四年半的收购能为股东带来 400 亿美元的回报,这还不包括为了阻止收购而主动采取的行动所带来的收益。^[160]从那时起,公司影响力市场逐渐开始超过公司控制权市场,成为约束管理层的主要机制,而这一重要力量的削弱,将导致相应规模的股东损失。^[161]当然,被动基金也不会对管理层完全不加约束——有的被动基金可能还是会选择通过投票来表达不满。但如前所述,其“一刀切”的治理模式也会损害股东利益。例如,最近一项研究发现,就平均风险调整回报率而言,调整薪酬时遵循投票顾问建议的公司比未参考投票顾问建议的公司低 0.44%。^[162]

因此,我们担心被动投资的兴起将导致重大的经济损失。^[163]故立

[159] Id., p. 1690.

[160] Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, 4 *Midland Corp. Fin. J.* 1, 4 (1986).

[161] See, e. g., Robert Thompson, *The Limits of Hedge Fund Activism* (Mar. 2007) (未出版的手稿)(存档于范德堡大学)(描述了 20 世纪 80 年代末,在防御措施日益普遍化的情况下,收购活动是如何衰退的。于是,人们将注意力转向了机构投资者,以应对所有权和控制权分离带来的代理成本问题)。

[162] See Larcker et al., *Outsourcing Shareholder Voting*, *supra* note 24.

[163] 最近的研究发现,短期主义与“准指数”投资者在进行多元化投资时,坚持被动买入并持有策略的基金股权之间存在联系。具体而言,准指数股权占比较高的集中行业的公司,即使其盈利能力和市场估值都很高,投资水平也会远低于同行。See German Gutierrez & Thomas Philippon, *Investment – less Growth: An Empirical Investigation*, Nber, Working Paper No. 22897, 2016, <https://www.frbatlanta.org/-/media/Documents/research/seminars/2017/philippon-030817.pdf>. 麦肯锡全球研究所的一个试图量化短期思维成本的团队观察到,自 2001 年以来,关注长期的投资水平、收益质量和增长的公司,其表现一直优于同行;具有长期思维的公司,其平均收入比同行高出 47%,利润增长高出 36%。此外,这项研究还发现,该类公司创造了可观的社会福利:从 2001 年到 2015 年,它们比同行平均多提供了约 1.2 万个工作岗位。该作者计算出,如果所有公司的表现都与那些具有长远眼光的公司一样好,美国的 GDP 将增加 1 万亿美元,并再创造至少 500 万个就业岗位。该研究还假设,如果企业继续关注短期业绩,到 2025 年,美国经济将再错失 3 万亿美元的 GDP 和就业增长的机会。See Dominic Barton et al., *Measuring the Economic Impact of Short – Termism*, McKinsey Global Inst., Discussion Paper, 2017, http://www.fcltglobal.org/docs/default-source/default-document-library/20170206_mgishorttermism.vfinal-public.pdfsvrns=0.

法者面临一个艰巨的问题,即当企业影响力市场失去了关键的主动参与者,当最不知情的一方拥有了最大的话语权,那该怎么办?

政府干预是必要的,因为市场扭曲是严重的集体行动问题造成的,这种市场失灵正说明了监管的必要性。此外,关心治理的投资者掌握的信息并不全面:尽管投资者能够知悉基金以往的投票记录,但这些信息并不能揭示多少与投票质量或与基金其他治理工作效果有关的信息。而且,被动基金有加剧基金与投资者之间信息不对称的动机,因为宣传基金在治理中的积极作用将有助于其取悦投资者,并吸引更多投资。^[164]

当然,市场本身迟早也能自我修正。当被动投资的危害成为现实时,被动基金投资者会是最大的受害者。届时,投资于多个市场领域的主动基金将因其更高的业绩而开始吸引这些投资者。但投资者充分纠正市场扭曲是需要时间的,除非不佳的业绩表现已成为常态,否则他们不会进行纠正。如果这听起来难以置信,那么我们可以回想一下,学术界从40年前就开始鼓吹被动投资工具,但直到最近10年,这些工具才得到投资者的青睐。^[165]因此,如果不采取监管行动,可能会有数百万的投资者在未来多年内遭受社会福利损失。

出于以上原因,明智的立法者应当通过干预来减少被动基金对治理的影响。这种干预将优于禁止或劝阻投资者选择低成本和多元化的投资工具。因为从投资者的角度来看,被动基金通常优于主动基金,并且最近的监管改革已经认同了这一观点。^[166]但未来的改革也不应忽视积极投资者对股东甚至是整体经济的积极作用。

监管机构应限制真正的被动基金参与治理,特别是限制其股东选举权。下文对此提出了若干立法建议,以减少被动基金对公司治

[164] See Bioy & Bryan, *supra* note 108, p. 3 (“随着各方利益群体施加的压力越来越大,资产管理公司别无选择,只能提高他们对所投资公司的参与度,并作出更多旨在推动良好变革的承诺。”) *Id.*, p. 10

[165] See, e. g., Langbein & Posner, *supra* note 60.

[166] See, e. g., *Definition of the Term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule – Retirement Investment Advice*, 81 Fed. Reg. 20,946, 20,946 (Apr. 8, 2016) (codified at 29 C. F. R. pts. 2509, 2510, and 2550).

理的影响,并说明了这些限制优于激励机构投资者审慎参与治理的理由。

(一) 反思被动基金表决权

被动投资的兴起所带来的治理问题主要是,被动基金在治理中具有相当大的影响力,但它们却缺乏激励去利用其影响力实现企业价值的最大化。鉴于任何对投票的投资成本都可能高于收益,而被动基金竟然会参与所有事项的投票,这着实让人惊讶。

这是因为大多数投资基金经理都误以为,根据美国证券交易委员会的规定,他们必须要进行投票。这种误解的存在还不算太久。自1940年《投资公司法》颁布以来,尽管对共同基金和养老基金的监管日益严格,但多年来无论是联邦还是地方各州,对他们的投票和治理行为的监管都较为宽松。^[167]然而,到了20世纪70年代,随着机构股权的增长,新的治理格局逐渐形成,SEC开始主张(非正式地),投资基金应负有根据其受益人最佳利益投票的信义义务。^[168]

2003年1月23日,美国证券交易委员会通过了一项规定,要求投资基金顾问披露他们在公司选举中的投票结果、投票策略和程序,从而强化了这一观点。美国证交会正式通过的规定表述如下:“共同基金的投资顾问作为受托人,对该基金负有……诚信义务。这一信义义务延伸至……与基金的证券组合有关的代理投票事项上。”^[169]这一规定被普遍解读为要求共同基金应就其投资组合中持有的所有股份行使表决权。因此,包括“三巨头”在内的大型资产管理公司通常都会这

[167] See Alan R. Palmiter, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 23 *Cardozo L. Rev.* 1419, 1461-1462 (2002).

[168] *Id.*, 援引来自证交会的一份有关企业责任的员工报告,该报告解释道:“信义原则适用于投资管理的各个方面,包括投票。在代为行使股东选举权时,受托人有义务以增进受益人利益为目的进行投票。”See Letter from Alan D. Lebowitz, *Deputy Assistant Sec’y, Dep’t of Labor, to Helmuth Fandl, Chairman of Ret. Bd., Avon Prods., Inc., Dep’t of Labor Interpretive Letter on Avon Products, Inc. Employees’ Retirement Plan*, 1988 WL 897696, at *2 (Feb. 23, 1988) (“通常,股票类资产管理计划的信义义务包括进行代理投票。”)。

[169] *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 68 *Fed. Reg.* 6564, 6565 (Feb. 7, 2003) (codified at 17 C. F. R. pts. 239, 249, 270, 274).

么做。

但该法从未明文规定投资顾问应对其所有投资公司的所有事项进行投票。最近,劳工部(DOL)在解释《美国雇员退休收入保障法案》(ERISA)规定的信义标准能否适用于股东选举权时,明确消除了上述误解:

《美国雇员退休收入保障法案》第404条第a款第1项(A)(B)部分所述的信义义务,要求在代理投票时……负责责任的受托人应只考虑与该投资的经济利益有关的因素,而不必考虑其他不相关的因素……若经合理的计算,确定投票的成本(必要时包括研究如何投票的成本)可能大于投票所带来的预期经济效益,或者进行投票会违反其他限制性规定时,则受托人不当参与投票。^[170] 美国证交会也称:“我们并不认为,投票顾问未能对其所有代理事项进行投票,必然导致其违反信义义务。有时候,不参与投票反而才符合投资者的最大利益,比如当投票顾问认为代理投票的成本将大于客户预期收益时。”^[171]

总之,机构投资者需要衡量具体的投票成本(包括分析成本、投票本身的成本以及可能损害股东利益的风险成本)和该投票能带来的潜在收益,而不是机械地要求投票顾问对所有事项进行投票。如果投资者认为投票的成本大于收益,那么,此时其信义义务应当是不参加投票。^[172] 目前,何为治理的最佳实践尚未达成共识,因此还没有一套放之四海皆准的投票方法,除非被动基金经理的决策是基于同一投资机构的主动基金经理提供的信息而作出的,否则,盲目地选择投票很可能

[170] See *Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights... Proxy Voting Policies or Guidelines*, Gov't Pub. Off. (emphasis added), <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2011-title29-vol9/pdf/CFR-2011-title29-vol9-sec2509-08-2.pdf>, visited Mar. 12, 2018. 该解释还称:“受托人的信义义务要求他们必须对可能影响投资的经济价值的事项进行代理投票。然而,受托人在决定是否以及如何行使包括表决权在内的股东权利时,也需要考虑成本。这些费用包括但不限于拟订代理决议、提供代理投票服务以及分析某一问题对投资回报净影响。受托人必须考虑各种可能因素,以确定……代理人的投票……是否会对投资回报产生影响,及其收益是否能大于行使此类权利的成本。”Id.

[171] *Proxy Voting by Investment Advisers*, 68 Fed. Reg. 6585, 6587 (Feb. 7, 2003) (codified at 17 C. F. R. pt. 275) (emphasis added).

[172] See Nathan, *The Parallel Universes*, supra note 109.

导致其违反对投资者的信义义务。

或许美国证券交易委员会只需再次强调,当成本大于收益时,被动基金经理的投票将导致其违反对投资者的信义义务。若被动基金知道他们可能会因为不知情的投票而承担责任,也许他们会更多地选择弃权。

然而,我们可能还需要采取更多的措施来阻止被动基金投票。这是因为,虽然投票可能不符合投资者的最佳利益,但机构也可能因行使选举权而获得其他好处。机构选择定期投票有两大原因:首先,如果某机构能被视为主动的管理者,这将有助于其吸引资金和客户,尤其是规模庞大且资产规模还在持续增长的养老基金或其他重视治理的公司。^[173]事实上,“三巨头”通常也会在其宣传资料、演讲^[174]、专栏^[175]中鼓吹他们在治理方面的专业性,这就表明,他们认为治理专家的形象有助于其赢得客户,而投票则是证明其主动参与治理的成本最低也最直接的方式。^[176]此外,放弃投票还存在一个很大的问题,即市场可能将某基金不投票的决定视为其表现不佳的信号,尤其是当其他基金都在强调他们的治理能力时。换句话说,除非所有被动基金集体放弃表

[173] CalPERS,美国最大的养老基金(管理着3000亿美元的资产)在其投资策略中曾明确表示,“CalPERS希望……CalPERS资本的外部管理者将CalPERS原则纳入投资决策,包括代理投票……” See *Total Fund Investment Policy*, Calpers, <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/about-investment-office/policies>, visited Mar. 12, 2018.

[174] See, e. g., F. William McNabb III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg. (June 24, 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/24/getting-to-know-you-the-case-for-significant-shareholder-engagement/>. 我们是长期股东。借用沃伦·巴菲特(Warren Buffet)的一句话:如果可以,我们希望能永久持有。无论你达到季度盈利目标,还是没能达到;无论我们看好你还是不看好;无论别人是在大量买入还是抛售,我们都会一直持有你的股票,这正是我们如此关注良好治理的原因。

[175] See F. William McNabb III, *Proxy Votes Certainly Matter to Index Funds*, Wall ST. J. (July 5, 2017), <https://www.wsj.com/articles/proxy-votes-certainly-matter-to-index-funds-1499289400>; Vanguard, *The Ultimate Long Term Investors*, Seeking Alpha (Aug. 2, 2017), <https://seekingalpha.com/article/4089524-ultimate-long-term-investors>.

[176] See Bioy & Bryan, *supra* note 108, p. 11 (“投票是股东对公司负责的最直接的工具……”)。

决权,否则任何一家机构都不太可能主动这么做。其次,有些机构可能会将其关键决策者的角色视为一种强大的工具,来帮助它赢得其他客户,即它们的投资标的公司。如果公司管理层成为该机构的客户,那么无论是基于它能决定 401K 计划的投向,还是委托该机构进行了其他投资,该机构都会有强烈的动机在股东选举中偏向管理层。

因此,在没有法律干预的情况下,“三巨头”不太可能主动放弃投票。接下来本文将提出几条立法建议来限制被动基金在股东选举中的表决权。^[177]

1. 禁止真正的被动基金行使表决权

最简单的方法是禁止真正的被动基金投票。^[178]换句话说,当涉及投票问题时,法律便把被动基金经理视为衍生品持有人。

这样的建议是有法律依据的:被动基金吸引投资者的基础是其跟踪指数的能力。严格来说,主动且知情的投票将只会增加投资者的成本,而没有相应的好处,因此可能会导致基金违反《美国雇员退休收入保障法案》中规定的信义务。同样地,盲目的、自动的投票方式也可能损害投资者利益。因此,这条限制被动基金进行不知情投票的规定,对各方都是有益的。

该规定首先假定,任何以追踪指数为投资策略的基金都是“被动基金”。如果一个被动基金表明其投资策略包含与投资组合公司进行“对话”(包括动态跟踪和基本面分析),且其对治理的投资高于某一阈值(基于该基金的规模),那么就可以推翻这一假定,赋予该基金投票资格。如果有被动基金可以证明其能够获得同一机构的主动基金收集

[177] 罗纳德·吉尔森(Ronald Gilson)和柯蒂斯·米尔豪普特(Curtis Milhaupt)也提出了类似的建议,来限制对国内企业的股权进行大量收购的主权财富基金的表决权。See generally Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantism*, 60 Stan. L. Rev. 1345 (2008).

[178] 为减轻执行负担,该规则规定,为达到法定人数要求或董事选举的目的,限制性流通股股票将不计算在分母中。此外,该规则并不会使股票因此贬值,因为表决权股的持有人依然享有表决权,只是会限制被动机构的该项权利。最后,该规则也允许少数例外,以降低其被滥用的风险。例如,当公司行为有可能会损害被动投资者利益时,应就该事项授予被动基金表决权。

的投资信息,它也可以被赋予相应事项的表决权。^[179] 为了取得投票资格,被动基金必须证明,主动基金与其在某些公司有相当份额的投资存在重叠,并且主动基金也符合获得表决权的要求(例如,符合动态跟踪、基本面分析和投资治理的相关标准)。最后,被动基金如果承诺在任何情况下都会遵循“镜像投票”规则,即完全跟随其他股东投票,就可以保留其表决权。

该规则几乎没有执行成本,因为它只会减轻被动基金的义务,而非增设新的义务。此外,被动基金经理也不太可能反对该规则,因为该规则能将他们从繁重且不利于其投资者的治理义务中解放出来。^[180]

此外,被动基金可以通过增加对治理的投资来争取其不愿放弃的表决权。因此,该规则将推动对投资者有利的“基金差异化”,并使基金市场更加透明:关心治理的投资者可以选择一只具有表决权的基金,并支付更高的费用来支持其治理事务。而其他只想要稳定回报的投资者,可以选择投资真正的被动基金,这样则不用担心会为成本高昂且可能造成其经济损害的投票埋单。

当然,这一规定的主要意义在于削弱不知情投资者在治理方面的话语权,进而降低市场扭曲的风险。同时还能使每位主动投资者增加相应比例的表决权,来保持知情投资者的影响力。^[181] 尽管表决权只是机构投资者的投资工具之一,但表决权的增加将扩大主动基金在幕后

[179] 许多被动基金都可以符合这种例外条件,因为它们往往与主动基金属于同一机构。但如果投资重叠程度随着被动投资的增加而下降,这一规定将大大减少被动基金的不知情表决权。此外,这一例外可能会产生有益效果,促使机构保留与被动基金存在投资重叠的主动基金。

[180] “三巨头”曾公开反对日益普遍化的双层股权结构,这一事实降低了上述观点的可信度。“三巨头”甚至还通过各种游说活动阻止双层股权公司上市,否则它们将因指数投资策略而被迫购买无表决权或低表决权的股权。See Alexandra Scaggs, *Investor Group to Exchanges; Stop Dual Class Listings*, Wall ST. J. (Oct. 11, 2012), https://www.wsj.com/articles/SBI000087239639044374920457805043_1073959840 (讨论公司发行不平等表决权的股票所引发的争议)。但这种反对意见主要来自“三巨头”的领导人,且其目的是保留影响力,而非追求被动基金投资策略的最优化。

[181] 公司内部人士也将受益于表决权的增加,同时也可能会加剧代理成本问题。然而,除了少数股东提案会得到支持,“三巨头”一般都会投票支持管理层。因此,在大多数情况下,限制被动基金投票更有可能减少管理层对治理的影响。

“对话”中的影响力。它还能使那些致力于公司长期健康发展的投资者,成为决定积极干预行动成败的主导者。

2. 转移被动基金的表决权

第二项建议是不完全取消被动基金的表决权,而是明确规定,将“非常规”事务的表决权转移给被动基金的投资者,这种现象被称为“转移投票”。^[182]这意味着基金的表决权将由两类投资者控制:机构投资者(如加州公务员退休基金^[183])和散户股东。前一类投资者(特别是当他们还通过其他的投资持有该公司股票时)相对可能更加专业、参与度更高,并且能够在知情的基础上行使表决权。而由于集体行动问题,后一类投资者不太可能参与投票,这就起到了与第一项建议相同的作用,即能够降低不知情投票发生的概率。^[184]

转移表决权在法律中也确有先例可循:有些投资工具(如员工持股计划)也赋予计划的参与者部分表决权。^[185]此外,共同基金也已经就其本身的治理工作建立了投票机制,因此,其仅须按照同样的方式为投资组合中的公司进行代理投票。

然而,由于被动基金涉及组合投资,将数百家公司的表决权移交给投资者,不仅对基金来说是沉重的负担,对投资者来说也是如此,把范围限定在“非常规”事项上将有助于减轻这种负担。纽约证券交易所(NYSE)为这种“非常规”的区分提供了一个参考。其规定,代理人不能就非常规事项为股东投票,其中包括关于董事选举、解散董事会、取

[182] See, e. g., Richard M. Buxbaum, *Institutional Owners and Corporate Managers: A Comparative Perspective*, 57 Brook. L. Rev. 1, 47 - 52 (1991) (建议“转移表决权”以允许养老基金的受益人来决定基金的投票策略); Jennifer S. Taub, *Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights*, 34 J. Corp. L. 843, 888 - 889 (2009) (提到选择性的转移投票可能有利于解决共同基金作为中间人的被动性问题)。

[183] See Ananth N. Madhavan, *Exchange - Traded Funds and the New Dynamics of Investing*, Oxford Univ. Press, 2016, p. 16 (注意到, 65%的ETF股东是机构投资者)。

[184] See *Press Release, SEC, Ensuring the Proxy Process* (Feb. 19, 2015), <https://www.sec.gov/news/statement/021915-psclaa.html> (注意到, 自2009年以来, 散户股东在代理权征集中的参与度一直在持续降低, 2013年7月1日至2014年6月30日的答复率还不到13%)。

[185] See 26 U. S. C. S. § 409(e)(2) (approved 1/10/2018).

消绝对多数投票规则、取消某些反收购措施的提案。^[186] 那么,转移投票规则同样也可以将非常规事项的表决权转移给投资者。

该规则还有另一个好处,由于被动基金会将实施成本转嫁给投资者,因此,这一规则将使被动基金的管理费更高,此时其对于投资者的吸引力可能就会稍弱于主动基金。通过这种方式,该规则可以在一定程度上改善“搭便车”问题,并阻止资金从主动基金流向被动基金。

3. 默认转移表决权

最后一个建议是,在非常规事务上默认将机构的表决权转移给投资者,但投资者也有权选择将表决权重新委托给该基金。^[187] 该规则的主要好处是,它将促进被动基金之间治理活动的竞争和差异化。某些被动基金可能会致力于动态跟踪和基本面分析,以便以治理专家的形象推广自己,从而吸引投资者并争取他们的选票。此外,对于同时拥有被动基金和主动基金的机构,如果主动基金能帮助它获得更多的表决权,那么,其价值就更容易被投资机构所肯定。被动基金还可以通过发展在某个领域的治理专长来吸引投资者和选票。尽管投资于治理的被动基金收费可能会高于真正的被动基金,但关心良好治理的投资者更有可能接受这种高收费。这看似不合情理,但社会责任型投资基金不就因此取得了初步成功吗? 该类基金正是根据特定的标准(如对环保的承诺)来选择目标公司,从而吸引了众多投资者。^[188]

对于那些意在进行低成本、多样化投资的投资者而言,他们可以选择采取被动治理方式的被动基金。选择这类基金的投资者很可能会严格遵循默认的投票规则或者直接放弃投票。^[189] 换句话说,这条规则也

[186] See N. Y. S. E. Manual Rule 452 (CCH) ¶ 2452 (2013). *NYSE Information Memo 12-4, Application of Rule 452 to Certain Types of Corporate Governance Proxy Proposals*, Nyse Regulation, <http://www.lexissecuritiesmosaic.com/gateway/nyse/info-memos/12-4.pdf>.

[187] 该规则在起草时应防止基金通过在股票购买协议中附加格式条款使表决权重新回到基金经理手中。例如,该规则可以要求投资者对于表决权的委托必须是主动作出的。

[188] See *Does Socially Responsible Investing Make Financial Sense?*, Wall ST. J. (Feb. 28, 2016), <http://www.wsj.com/articles/does-socially-responsible-investing-make-financial-sense-1456715888> (讨论了社会责任投资日益普遍化)。

[189] See Ian Ayres, *Menus Matter*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 4-5 (2006) (描述了“默认铁律”)。

能在较大程度上阻止不知情投资者投票。

这些易操作而低成本的规则中的任何一条,都将减少被动基金就治理问题进行不知情投票的可能性,从而保持主动和知情投资者的话语权和影响力。不仅如此,通过限制被动基金的治理活动,这些规则还将增加主动基金所能提供市场回报的可视性,从而提高市场透明度,使投资者能够区分具有治理专长的基金和仅提供低成本、市场回报稳定的基金。同时也能提高主动基金对关心治理的投资者的吸引力,并使被动基金更难“搭便车”。^[190]

乍一看,这些规则似乎与我们的股东民主制度背道而驰。传统上,普通股股东不仅拥有资产收益权,还拥有与其股权份额相对应的表决权。但股东民主并不是宪法规定的表决权这种政治民主。表决权通常是一股一权。换句话说,持股越多,表决权也就越多。最近一个多世纪以来,公司法开始允许公司不采取一股一票的投票规则,甚至允许他们直接剥夺某类股票的表决权。^[191] 股东选举中的表决权既不是为了提

[190] 对不知情和缺乏激励的股东的表决权进行限制还有另一个重要好处。特拉华州法院愈发尊重由大多数无利害关系股东表决通过的公司决策。例如,在 *Corwin v. KKR Financial Holdings* 一案中,特拉华州最高法院认为,如果获得股东的支持,本应经更严格的 *Revlon* 规则审查的交易可以按照商业判断规则进行审查。125 A. 3d 304 (Del. 2015)。这一决定在某种程度上是合理的,因为上市公司由经验丰富的机构投资者持有,并且投票结果与其实际经济利益攸关。但由于以上讨论过的原因,被动基金投票代理问题颇多,削弱了法院尊重其投票结果的理由。

[191] 目前,各州的法律对于公司表决权分配的规定都相对灵活:几乎所有州的公司法都规定,普通股采用一股一票的默认规则,但允许公司的规定与法律规定不一致。See Stephen Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority Over Shareholder Voting Rights* 5, UCLA Sch. of Law Research, Paper No. 07 - 16, 2007, <https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=985707> [hereinafter Bainbridge, *SEC Authority*]; Del. Code Ann. tit. 8, § 151 (1953) [允许公司发行多类股,并享有公司章程或董事会授予的(若章程赋予董事会该权力)的权利、权力和优先权]。许多公司通过采用法院一般都会支持的双层资本结构,来规避一股一票规则。事实上,对股东表决权的限制与公司形式本身一样久远。在 19 世纪中期,在制定公司法之前,得到立法机关许可的公司章程就已经开始采用不同的投票结构。有些人支持一股一票的规则,而另一些人则主张限制大股东的表决权,如规定单个股东所能拥有的表决权上限。Bainbridge, *SEC Authority*, p. 4. 到 20 世纪初,绝大多数美国公司将一股一票作为默认规则,但同时也允许公司与法律规定不一致。Id., p. 5. 如今这种限制优先股表决权的规则被广泛适用。Id. 此外,公司开始发行无表决权的普通股,1927 ~ 1932 年,至少有 288 家公司发行无表决权或有限表决权股票(几乎占此类发行总数的一半)。Id., p. 7.

高参与度,也不是为了维护公民利益。它最初是作为对剩余索取者的一种保护而产生的,且这种保护已被证明是有效的,因为它将表决权分配给那些最有动力利用其投票来最大化公司价值的人,^[192]即投票只需对公司有利即可。因此,通过剥夺不知情股东的表决权来提高公司业绩的建议也就有了理论支撑。^[193]

但是,这些建议如何才能上升为法律呢?通过美国证券交易委员会显然是一个备选方案,因为监管代理流程是该机构的一项核心职能。然而,其在1990年对实质性表决权进行的唯一一次干预,被华盛顿特区巡回法院判决无效。^[194]20世纪80年代,企业逐渐开始认识到双层股权结构对于防御敌意收购的作用,美国证券交易委员会随即出台了“19 C-4规则”,有效地禁止了上市公司通过发行证券或其他方式来剥夺、限制或差别化减少现有股东的表决权,^[195]规则内容主要是在全国性证券交易所和证券协会的上市标准中增加了新的条件。^[196]

美国证券交易委员会辩称,它有权根据《证券交易法》(Securities Exchange Act)第19条c款制定该规则。该条款允许美国证券交易委员会在符合《证券交易法》立法目的的前提下修改交易规则,而美国证券交易委员会认为,该法第14条a款就体现出其保护股东民主的立法意图,但华盛顿特区巡回法院驳回了这一观点,认定该条款并未赋予美国证券交易委员会监管股东实质性表决权的权力,其职能应仅限于对代理权征集以及代理投票披露程序的监管。^[197]

最高法院没有对这一判决进行复审,但此前曾明确表示对公司表

[192] See, e. g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 63, 67 (1991).

[193] 其他人在法官选举的背景下也提出了类似的观点:大多数表决权人都不知情,要求他们掌握治理的专业知识可能会导致分工效率低下。See Richard A. Posner, *Judicial Autonomy in a Political Environment*, 38 *Aruz. ST. L. J.* 1, 5 (2006); Dmitry Bam, *Voter Ignorance and Judicial Elections*, 102 *Ky. L. J.* 553 (2013); Charles Gardner Geyh, *Why Judicial Elections Stink*, 64 *OHIO ST. L. J.* 43, 52 (2003) (讨论了法官选举中的投票)。

[194] See *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D. C. Cir. 1990).

[195] Bainbridge, *SEC Authority*, *supra* note 191, p. 8.

[196] *Id.*, p. 9.

[197] *Bus. Roundtable*, 905 F.2d, p. 408.

决权的实质内容的监管属于国家权力。在 CTS 公司诉动力公司(CTS Corp. v. Dynamics Corp)一案中,法院解释道:“没有任何公司法原则和惯例能比国家对国内公司的监管权(包括界定股东表决权)更具权威性。”^[198]因此,在国会没有明确表达其意见的情况下,最高法院不太可能支持联邦机构制定一项限制股东表决权实质内容的规定。

但实际上,《证券交易法》倾向于保护股东民主是旨在防止“公司被少数人控制”。^[199] 当公司表决权的平等分配可能使少数机构取得控制权,从而带来市场扭曲并有可能造成大规模的经济损害时,联邦政府应适时介入。而且进行干预可能也是政府唯一的选择,因为企业不太可能主动修改公司章程来限制多数股东投票,并且如果政府不干预,可能会导致大型机构投资者将投资转移到其他国家。

(二)激励有益投资治理的困境

目前,在考虑如何解决代理成本问题时,监管机构和学者提出了旨在激励大型机构投资者对其投资负责的改革方案。例如,证券交易委员会认为,让共同基金承担代理投票披露义务是合理的,因为,此类规定将“鼓励基金更多地参与其投资组合公司的治理”。^[200] 但这些规则实际上并没有达到预期的效果——相反,披露义务似乎只是增加了共同基金就所持股权行使表决权的压力,而在任何情况下都保持知情投票是十分困难的。^[201] 这些规定也未能解决阻碍共同基金投资治理的集体行动问题。因此,未来任何旨在鼓励机构投资者参与治理的改革,都需要考虑该问题。另外,还可以参照股东派生诉讼这种解决公司内

[198] CTS Corp. v. Dynamics Corp. of Am., 481 U. S. 69, 89 (1987); see also Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U. S. 462, 477-480 (1977) (明确公司内部事务由地方各州监管)。

[199] SEC v. Transamerica Corp., 163 F. 2d 511, 518 (3d Cir. 1947), cert. denied, 332 U. S. 847 (1948) (讨论《证券交易法》第 14 条 a 项背后的法理)。

[200] *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 68 Fed. Reg. 6564, 6566 (Feb. 7, 2003) (codified at 17 C. F. R pts. 239, 240, 270, 274)。

[201] See Strine Jr., *Can We Do Better?*, supra note 5, pp. 483-490 (该研究注意到,“现行制度中涉及过多的投票,以至于机构投资者群体无法对每个提案都进行审慎的投票,并且我们有理由怀疑甚至连投票顾问公司也无法聘请足够多的合格分析师,就每一票提供一份经过深入研究的建议”)。

部代理问题的传统方式进行改革。股东派生诉讼是通过允许股东代表公司提起诉讼,来减少管理层与股东之间的冲突。^[202] 典型的是针对公司董事违反其信义义务的诉讼:由于不能指望董事让公司对他们自己提起诉讼,因此允许股东代位取得诉权,代表公司提起诉讼。若诉讼结果有利于该公司及其股东,则原告股东有权请求公司对该诉讼的律师费和其他相关费用予以补偿,^[203] 这就减少了其他股东“搭便车”的问题。^[204]

就像提起有益派生诉讼的股东一样,投资于公司治理的基金也会为所有股东带来其渴望得到但又不愿承担成本的利益。因此,规定为投资于治理并带来利益的股东提供费用补偿,将有助于吸引更多的机构投资者参与治理。但目前,我国的监管体系却反而是通过审查管理费,来处罚投资于跟踪和治理的主动基金。这些政策的出发点是好的,因为有充足的证据表明,有些基金利用投资者的不知情来收取不适当的高额费用。^[205] 但这可能会带来滥用监管权等问题,而允许干预治理者收回相关费用的规定,将有效降低这种风险。它还将提高具有治理专长的基金的竞争力,从而阻止这些基金的投资外流。

该规则可以将可得到补偿的治理干预限定为让公司实际受益的干预政策。并且这种受益应通过干预后股价的持续(至少1年)上涨来证明。干预人可以报销干预所产生的费用,但仅限于进行干预前一个月内产生的研究费用,以及与管理层会面、参与投票或发起代理权竞争的费用,且这些费用加起来不能超过公司从中获得的收益。尽管这条规则一定程度上能够起到激励治理干预的作用,但作用效果有限。因为干预通常需要持续且专门针对公司的动态跟踪和多年累积的治理专业知识,所以,这条规则只能帮助基金收回一小部分成本。另外,由于干预成本和长期的收益都难以量化,所以,该规则还有可能会引发成本

[202] See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 U. Chi. L. Rev. 1, 10 (1991).

[203] See Ralph C. Ferrara et al., *Attorneys' Fees and Incentive Awards*, Shareholder Derivative Litigation: Beseiging the Board § 14.06 (2005).

[204] See Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Handbook of Law and Economics* 897 n. 192 (2007).

[205] See William Birdthistle, *Empire of the Fund: The Way We Save Now* (2016).

高昂的诉讼。

可能有人 would 认为,把干预中获得的一部分利益作为奖励而不是成本报销,可以解决一些问题。例如,美国证券交易委员会的举报者计划为:“如果美国证券交易委员会根据举报者主动提供的信息,成功执行了100万美元以上的制裁执法行动,那么举报者将得到相应奖金。”^[206] 奖金额度是所追回资金的10%~30%。^[207] 如果一个股东(或多个股东)能够从治理干预中获得哪怕10%的奖励,这都将极大地提高其投资治理的积极性。但法律一般会避免基于收益来衡量法律后果,因为很多收益难以量化,因果关系也很难确定。而对后者的判断尤为不易,因为在这种情况下,激进型投资者可能会选择对标同行业的一个公司来进行干预,也可能只是以干预作为威胁来影响管理层决策。^[208] 此外,对于“利益”的定义可能会影响干预类型的选择,从而再次带来治理扭曲的风险。因此,一项激励投资者积极参与治理的规定,其成本可能大于收益。^[209]

[206] *Office of the Whistleblower*, SEC, <https://www.sec.gov/whistleblower>, visited Mar. 12, 2018.

[207] *Id.*

[208] 民法法中的一个例子说明了因果关系是难以确定的。多年来,法院一直难以解释《公平住房修正案》(Fair Housing Amendments Act)和《美国残疾人法》(Americans with Disabilities Act)中的诉讼成本转嫁条款,这些条款允许法院判定“胜诉方”有权请求相对方支付合理的律师费。2001年,最高法院判决认为,主要以原告是否为结果的“催化剂”来判断因果关系是不恰当的。See *Buckhannon Bd. & Care Home, Inc. v. W. Va. Dep't of Health & Human Res.*, 532 U. S. 598 (2001). 相反,只有在原告基于法定权利获得判决或法院下达的和解协议的情况下,法院才能支持转嫁诉讼费。*Id.* 在这样的判决中,法院强调难以确定被告改变其行为的主观动机——催化剂的判断方法“显然不能作为现行实践中的通用准则”。*Id.*, 609. 允许原告从治理干预中收回部分利益的法律,也会有类似的实践困境。

[209] 另一个可能的解决方案是,规范向被动基金提供建议的投票顾问。事实上,国会正在考虑是否要求对投票顾问进行更严格的监管。比如,要求他们:向证交会登记;聘用行政监察专员受理有关投票信息准确性的投诉;披露潜在的利益冲突;披露形成代理建议、分析的程序和方法;这本质上是为公司提供一个机会,在代理咨询公司正式提供建议之前,对其建议进行预审查和评述。See *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016*, H. R. 5311, 114th Cong. (2016). 但这一规定将显著增加第三方代理咨询服务的成本,而没有解决真正的问题:第三方投票顾问的建议缺乏任何经济激励。事实上,国会将很难制定出一项能够解决这一问题的规则。

结 论

在过去的 20 年里,企业影响力市场已经成为约束管理层的重要力量。然而,被动投资的兴起有可能抑制和扭曲该市场、增加代理成本并损害股东福利。尽管目前主动型投资正在改善扭曲的风险,但随着资产迅速流入被动基金,可能很快就会打破这暂时的平衡。因此,立法者应该考虑是否有必要依法进行干预。

目前看来,限制被动基金参与投票的规定将以最低成本带来最大收益。尽管投票只是机构投资者用来约束管理层的工具之一,但被动投资的兴起将使其变得愈发重要。主动基金分析师是与管理层、董事会会面的主要驱动者;但随着其数量的减少,机构投资者进行“对话”的频率和效率也会降低。因此,像现在这样通过幕后沟通就能解决的分歧会更少,而更多的分歧将通过昂贵的代理权竞争来解决。

该规定将通过限制被动基金的表决权,来降低因被动投资兴起而导致的治理扭曲风险。同时,它还能保留知情投资者的话语权作为一种约束力量,避免所有权和控制权分离所导致的代理问题。

(编辑:赵宇)