

## 华尔街新巨人:被动投资者的 一个理论框架\*

[美]吉尔·E.菲什 阿萨夫·汉达尼  
史蒂文·戴维多夫·所罗门\*\* 著  
唐 峰译\*\*\* 袁 康校\*\*\*\*

**摘要:**本文创造性地提出被动投资理论框架并分析其对公司治理的影响。被动基金的发起人与其他投资选择的竞争为被动基金发起人参与其投资组合中公司的治理提供了各种激励。此外,主要基金发起人的规模和持有份额所产生的规模经济效果,能够使其更加经济且有效地参与治理。另外,本文探讨了被动投资兴起对公司法和金融监管的总体影响,评估了所有权集中、利益冲突和共同所有权这些问题以及其在多大程度上会冲击和调整对现有法

---

\* Jill E. Fisch, Asaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, 2019, p. 17.

\*\* 吉尔·E.菲什,宾夕法尼亚大学法学院 Saul A. Fox 商法杰出教授;阿萨夫·汉达尼,特拉维夫大学布赫曼法学院和科勒管理学院教授;史蒂文·戴维多夫·所罗门,加州大学伯克利分校法学院教授。

\*\*\* 武汉大学法学院硕士研究生。

\*\*\*\* 武汉大学法学院副教授。

规和实践。

**关键词：**被动投资者 被动基金 主动基金 公司治理 所有权结构

如果指数基金的表现不如主动基金，那么资产将从被动资产流向主动资产。

——比尔·阿克曼（潘兴广场管理公司首席执行官）<sup>[1]</sup>

## 引 言

被动投资者，或更准确地称为管理大部分投资于被动管理基金资产的大型共同基金综合体，是现代资本市场的新势力。<sup>[2]</sup> 由于这些基金产品的成本较低，而且据称再精明的理财经理也无法持续性地“跑赢”市场，<sup>[3]</sup>

---

[1] 潘兴广场资本法律总顾问史蒂夫·弗雷丁(Steve Fraidin)致史蒂文·戴维多夫·所罗门的电子邮件(2018年5月30日)。

[2] 我们从一开始就注意到“被动投资者”一词的潜在歧义。各种基于规则的投资策略都可以称为“被动”，如算法交易，资产所有者可以采用被动投资策略，而无须使用诸如共同基金或交易所交易基金这样的产品。See, e. g. Andrew W. Lo, *What Is an Index?*, 42 *J. Portfolio Mgmt.* 21, 21–22 (2016) (描述了可以称为指数投资的投资策略的广度，并认为指数的关键特征是“透明、可投资和系统化”)。此外，正如 Adriana Robertson 有力表明的那样，将基于指数的策略称为“被动”有点误导，因为指数的创建和选择本身就是管理(主动)投资策略。See Adriana Z. Robertson, *Passive in Name Only: Delegated Management and “Index” Investing*, 36 *Yale J. Reg.* 795, 843 (2019)。在本文中，我们不会广泛解决这些问题，而是会采用“被动投资者”的流行术语，专注于传统指数基金和ETF。

[3] 大众媒体反复报道，主动管理基金整体上跑输了指数基金及其市场基准。See, e. g., Mark Hulbert, *This Is How Many Fund Managers Actually Beat Index Funds*, Marketwatch (May 13, 2017), <https://www.marketwatch.com/story/why-way-fewer-actively-managed-funds-beat-the-sp-than-we-thought-2017-04-24> [<https://perma.cc/MAX4-ALTG>] (报告说，“过去15年间，有92.2%大盘基金落后于简单的标准普尔500指数基金”)。金融文献中的故事更为复杂，迄今为止，有证据表明，从长远来看，主动管理型基金可能比被动型基金具有优势。Infra notes 82; see also Diane Del Guercio & Jonathan Reuter, *Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha*, 69 *J. Fin.* 1673, 1676 (2014) (在共同基金市场的“直接出售部分”中，结果“强有力的支持这一观点……即主动管理基金获得了与指数基金相同的费后阿尔法收益”)。

故而投资指数共同基金和交易所交易基金(ETF)<sup>[4]</sup>(统称为指数基金或被动基金,这些基金不做出基于信息的交易决策)的散户投资者数量不断增加。这种转变将越发将公开交易的股票集中在经营这些指数基金的发起人,尤其是“三巨头”——贝莱德(BlackRock)、先锋(Vanguard)和道富(State Street)手中。<sup>[5]</sup> 尽管指数基金将继续增长到何种程度仍不清楚,但据估计,到2024年它们将占据50%以上的市场。<sup>[6]</sup>

评论者对被动投资者的增长及其对资本市场效率和公司治理的影响表达了担忧甚至警示。<sup>[7]</sup> 然而,现有文献在很大程度上误解或忽略了

---

[4] 交易所交易基金,是一种追踪指数的基金,其可在公共市场进行交易,而非从基金发起人处购买(或出售给基金发起人)。See *What Are ETFs?*, Nasdaq, <https://www.nasdaq.com/etfs/what-are-ETFs.aspx> [ <https://perma.cc/SQ4R-GMMU> ], visited July 16, 2019. 根据1940年《投资公司法》,共同基金和交易所交易基金均被视为投资公司。See Investment Company Act of 1940 § 3, 15 U. S. C. § 80a-3 (2018).

[5] See, e. g., Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerck & Javier Garcia-Bernardo, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 Bus. & Pol. 298, 298, 304 (2017) (解释了贝莱德、先锋和道富在被动基金行业中占据主导地位,并称其为“三巨头”)。

[6] See Trevor Hunnicutt, *Index Funds to Surpass Active Fund Assets in U. S. by 2024*; Moody's, Reuters (Feb. 2, 2017), <https://www.reuters.com/article/us-funds-passive/index-funds-to-surpass-active-fund-assets-in-u-s-by-2024-moodys-idUSKBN15H1PN> [ <https://perma.cc/5R6B-3U7J> ].

[7] See, e. g., Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. Econ. Persp. 89, 90 (2017) (认为指数投资的增加对“全系统的治理产生不利影响”); Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. Corp. L. 493, 495 (2018) (认为被动投资者缺乏足够的动机成为知情股东); Shawn Langlois, Robert Shiller, *Passive Investing Is a “Pseudoscience” and It's Bad for Markets*, Marketwatch (Nov. 15, 2017), <https://www.marketwatch.com/story/robert-shiller-passive-investing-is-a-pseudoscience-and-its-bad-for-markets-2017-11-14> [ <https://perma.cc/HY92-DF8X> ] [ 引用了诺贝尔奖经济学家罗伯特·席勒(Robert Shiller)在访谈中的描述,即指数是“对全美国的商业环境造成了重大损失的‘混乱系统’”]; see also Fiona Scott Morton & Herbert Hovenkamp, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, 127 Yale L. J. 2026, 2026 (2018) (认为最大被动投资者的所有权集中将破坏产品市场竞争); Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton & E. Glen Weyl, *A Proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors*, 81 Antitrust L. J. 669, 669-670 (2017) (相同观点)。

被动基金的制度结构及其运营所处的市场环境，<sup>[8]</sup>因而无法准确反映被动投资者的激励。此外，通过排斥或共谋的主张将被动投资者边缘化，这些文献亦未能理解被动投资兴起对公司法和公司治理的重大意义。

本文对这一欠缺做出回应，给出第一个全面的被动投资理论框架并利用此框架来探究被动基金在公司治理中的作用，探讨该越发重要的作用对公司法的总体影响，包括管理层与股东之间的权力分配、投票的监管以及经济力量的集中（concentration of economic power）。

评论者的批评集中在被动基金的两个关键属性上。其一，被动基金因其投资策略被锁定在其所持有的投资组合公司中，既不能通过交易利用定价错误或其他信息优势，也不遵循华尔街规则（Wall Street Rule）像传统股东一样（特别是主动基金）可以从绩效欠佳的公司退出。<sup>[9]</sup>其二，被动基金与追踪相同指数的其他被动基金竞争，并不是基于投资组合的绩效（因为众多被动基金持有相同的指数），而主要是基于成本。<sup>[10]</sup>由

[8] 我们注意到，自从将本文的初稿发布到 SSRN 以来，学者还发布了其他几篇文章，更深入地探讨了被动投资者的作用和激励。See Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. (2019) (手稿, pp. 1 - 2), <https://ssrn.com/abstract=3282794> (认为指数基金目前在公司监管方面花费的资源不足); John C. Coates, *The Future of Corporate Governance Part 1: The Problem of Twelve 2*, Harvard Pub. Law Working Paper, Paper No. 19 - 07, 2018, <https://ssrn.com/abstract=3247337> (讨论了指数的繁荣和对公众公司控制权集中到少数机构投资者手中的政策回应); Edward B. Rock & Marcel Kahan, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders* 33 - 34, ECGI Working Paper Series in Law, Paper No. 467, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3295098> (分析了指数基金的激励措施和信息结构, 并认为它们与负责任的公司治理保持一致)。

[9] See Anat R. Admati & Paul Pfleiderer, *The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 Rev. Fin. Stud. 2645, 2647 (2009) (详细说明大股东如何通过退出而不是行使投票权来应对业绩不佳的情况)。

[10] See, e. g., Jeff Sommer, *A Price War Has Driven Fund Fees to Zero. They May Be Set to Drop Further.*, N. Y. Times (Apr. 5, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/04/05/business/price-war-fund-fees-zero-negative.html> [<https://perma.cc/W6UM-KNQ6>] (说明了大型指数基金发起人之间的竞争如何降低了投资者的成本)。有文献指出，被动资金也可以在跟踪质量上竞争。See, e. g., Ari I. Weinberg, *Watch an Index Fund's “Tracking Error”*, Wall ST. J. (July 9, 2012), <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303734204577466453629079534> [<https://perma.cc/862Y-KL4D>] (解释了跟踪误差及其在指数基金中的变化方式)。

于公司专项研究(firm-specific research)的成本高昂且被动基金致力于跟踪指数回报,因而被动基金无法利用基于信息的交易来提高其收益。由此,批评者们认为,对被动投资者而言研究和监督其投资组合公司是不合理的。<sup>[11]</sup>

本文质疑这种对被动投资者商业模式的不完整描述并且给出了一个更精细的回答。首先,尽管被动基金一词被广泛使用,但却经常被误解。被动基金是追踪一个指数的基金,但由于指数种类繁多,不同被动基金之间差异巨大。指数的构建和管理不是被动的,而是由被动基金本身或是指数提供者主动提供的一种管理投资形式。其次,尽管大量基金追踪标准普尔500指数(S&P 500)这类热门指数,另一些基金却追踪专门为某个热门指数基金创建的定制指数。<sup>[12]</sup>另外,一些名义上的被动基金赋予经理们一定程度的自由裁量权,以根据特定指数或是偏离该指数选择股票。<sup>[13]</sup>最后,虽然许多被动基金的费用非常低,但是这些费用之间差异很大。<sup>[14]</sup>

本文认为,要理解被动基金,就必须理解其运营所处的制度环境。现有文献分析了被动投资者在独立共同基金层面上的行为及其激励,但却忽略了独立共同基金仅仅是资产池的事实。<sup>[15]</sup>共同基金的行为实际上是由与基金有合同关系的第三方采取的。<sup>[16]</sup>这些第三方(被称为“被动投资者”,以区分其行为与基金本身的行为)是建立基金的基金发起人和制定基金运营决策的关联投资顾问。<sup>[17]</sup>

因此,被动基金的制度环境会因基金运营者的结构和激励的差异

---

[11] See, e. g., Bebchuk, Cohen & Hirst, *supra* note 7, p. 90(认为“指数基金对从事能改善治理和增加价值的管理活动的激励特别低”); Lund, *supra* note 7, p. 495.

[12] See Robertson, *supra* note 2, p. 821. (解释了定制指数的本质)。

[13] See *infra* notes 67-70 and accompanying text.

[14] 例如,富达大型股指基金的费用比率为零。See Sommer, *supra* note 10. 普信(T. Rowe Price)的股票指数500基金的费用比率为21个点。Equity Index 500 Fund, T. Rowe Price, <https://www.troweprice.com/personal-investing/tools/fund-research/PREIX> [<https://perma.cc/AGT2-AED2>], visited August 6, 2019.

[15] See Jill E. Fisch, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, 158 U. PA. L. Rev. 1961, 1968 (2010).

[16] 同上。

[17] 同上。

而大相径庭。以富达为例,除了提供 500 多种共同基金外,基金发起人富达投资(Fidelity Investments)作为私有公司,还设计、管理雇主发起的退休计划、提供经纪服务和其他投资服务。<sup>[18]</sup> 富达管理研究公司(Management & Research Company)是富达共同基金家族的投资顾问。<sup>[19]</sup> 相反,贝莱德共同基金的发起人、上市公司贝莱德(BlackRock, Inc.)的资金则是由贝莱德资本投资顾问有限公司(BlackRock Capital Investment Advisors LLC.)管理。<sup>[20]</sup> 为简单起见,本文将基金发起人和投资顾问统称为发起人,但应注意到它们是拥有不同激励的独立实体。<sup>[21]</sup>

发起人所持激励,而不仅仅是资产池的激励,驱动着基金的行为。最重要的是,发起人通常管理着包含被动基金和主动基金在内的整个基金家族,最大化整个基金家族的收益是发起人商业模式的核心,<sup>[22]</sup> 而该收益又可表述为管理资产和基金费率的乘积。为在被动投资者层面上说明这一点,需强调竞争存在于富达和先锋之间,而非富达大型股指基金(Fidelity's Large Cap Index Fund)和富达麦哲伦基金(Fidelity Magellan Fund)之间。<sup>[23]</sup>

同样,区分共同基金和投资该基金的份额持有人也很重要。尽管

---

[18] See *Fidelity by the Numbers: Corporate Statistics*, Fidelity, <https://www.fidelity.com/about-fidelity/fidelity-by-numbers/corporate-statistics> [ <https://perma.cc/GUQ8-CD2B> ], visited June 11, 2019.

[19] 同上。

[20] 贝莱德顾问公司是贝莱德资本投资顾问有限公司的唯一管理合伙人,也是贝莱德公司的全资子公司。See *BlackRock Investment Management LLC*, Client Brochure, Form ADV Part 2A, at 33 (2019), <https://www.lfg.com/wcs-static/pdf/BlackRock%20Investment%20Management%20LLC.pdf> [ <https://perma.cc/KX5M-MDBE> ].

[21] 基金发起人有时也称为基金综合体或基金家族。

[22] 我们观察到,共同基金发起人业务的其他组成部分也可能影响它们的激励机制和运营决策。例如,评论员认为,当基金的投资顾问“还管理或试图管理该公司的退休计划资产时”,该基金的投资顾问可能会在对投资组合公司的证券进行投票时面临利益冲突。See *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 68 Fed. Reg. 6564, 6565 (Feb. 7, 2003).

[23] 在独立基金投资组合经理层面,激励措施的运作有些不同。由于被动投资者,特别是“三巨头”,经常在基金家族的层级上投票和参与,因此,这些激励措施并非我们的分析重点。

被动基金被锁定在其投资中,但其持有人却没有。像所有共同基金持有人一样,指数基金的投资者可以随时通过出售基金份额并获得其权益的资产净值退出。<sup>[24]</sup> 通过这种退出选择,共同基金可以持续不断地争夺投资者。此外,指数基金并非只与追踪相同指数的其他指数基金争夺投资者。相反,指数基金与其他被动(指数)基金<sup>[25]</sup> 主动管理基金<sup>[26]</sup> 以及其他投资选择都存在竞争,且这种竞争并非完全基于成本。由于共同基金资产流入取决于基金的业绩,<sup>[27]</sup> 因此,若被动基金的表现成本调整的基础上落后于主动管理基金,那么,被动投资者就有流失资产的风险。<sup>[28]</sup>

此外,共同基金持有人通常是整个共同基金家族的客户。投资者通常会在一个基金家族中进行投资,<sup>[29]</sup> 因为这样做具有合并报表和在基金之间转移资产更简便等优势。<sup>[30]</sup> 因此,被动投资者的商业模式可以被理解成为获取更多资产和投资者而竞争。这就解释了为什么富达

---

[24] See, e. g. , John Morley & Quinn Curtis, *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*, 120 Yale L. J. 84, 89 (2010) (解释了共同基金股东以资产净值退出的机制)。

[25] 例如, Adriana Robertson 收集的数据表明, 2017 年美国共同基金追踪了 555 个独立指数。Robertson, *supra* note 2, p. 815.

[26] 有关主动基金与被动基金竞争的证据, see generally Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos & Laura Starks, *Indexing and Active Fund Management: International Evidence*, 120 J. Fin. Econ. 539 (2016).

[27] See, e. g. , Jonathan Lewellen & Katharina Lewellen, *Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentive to Be Engaged 2*, Tuck Sch. of Bus. , Working Paper No. 3265761, 2018, <https://ssrn.com/abstract=3265761> [报告称,“机构基准调整后的季度回报增加 1 个百分点,则预测随后的 10 个季度净流入增加 1.29 个百分点(标准误差为 0.12)”]。

[28] See, e. g. , Susan E. K. Christoffersen, David K. Musto & Russ Wermers, *Investor Flows to Asset Managers: Causes and Consequences*, 6 Ann. Rev. Fin. Econ. 289, 290 (2014) (考察了关于影响资金流入和流出共同基金的因素的经验文献); Lewellen & Lewellen, *supra* note 27, p. 2 (结论为“流入极大地有助于机构的激励”)。

[29] See, e. g. , Edwin J. Elton, Martin J. Gruber & T. Clifton Green, *The Impact of Mutual Fund Family Membership on Investor Risk*, 42 J. FIN. & Quantitative Analysis 257, 257 (2007) (“个人通常将所有共同基金投资都放在一个共同基金家族中。”)。

[30] See, e. g. , Joshua Kennan, *What Is a Mutual Fund Family?*, The Balance (Apr. 26, 2019), <https://www.thebalance.com/what-is-a-mutual-fund-family-358178> [<https://perma.cc/7SP6-73WR>] (说明了在单个基金发起人中进行投资的优势)。

愿意提供 4 只完全不收取管理费的指数基金。<sup>[31]</sup> 即使富达没有从投资免费基金的资产中获得任何直接收益，<sup>[32]</sup> 它也可能需要使用这些基金来吸引随后投资其他富达共同基金的客户。实际上，当富达开始提供零费用基金时，其他主要的主动基金发起人的股票受到了冲击。<sup>[33]</sup>

理解被动投资者的商业模式可得出关乎其激励和行为的综合理论（在第一部分讨论）。首先，与其他基金发起人之间的竞争激励被动投资者特别是大型发起人参与管理，而且被动基金中管理大量资产的基金家族有在成本调整的基础上保持被动基金相对于主动基金吸引力的独特需求。

具体而言，主动基金凭借其投资自由判断获取阿尔法的能力进行竞争——选择特定证券并相对于基准进行增持或减持，并以公司的特定信息为基础进行交易。<sup>[34]</sup> 在极端情况下，确定基金存在特殊问题的主动经理可以通过退出选择执行市场纪律（market discipline）。被动投

[31] 富达最初提供了两种零费用指数基金。See Eric Rosenbaum, *Fidelity's New No-fee Index Funds Bring in \$1 Billion in First Month*, CNBC (Sept. 4, 2018), <https://www.cnbc.com/2018/09/04/fidelity-offers-first-ever-free-index-funds-and-1-billionfollows.html> [<https://perma.cc/8D97-RBSK>]. 随后，它扩大了产品范围，零费用基金增至 4 个。See *We're Raising the Bar on Value*, Fidelity, [https://www.fidelity.com/mutual-funds/investing-ideas/index-funds?imm\\_pid=70000001009773&immid=100611&imm\\_eid=ep35415530159&gclid=CjwKCAiA4t\\_iBRAPeIwAvt-ymCpDfC43wE3RjhNoxvZN-L7XKqa0qhwV\\_QHHsP2TILXW69W-VWlwRoCmp8QAvD\\_BwE&gclsrc=aw.ds](https://www.fidelity.com/mutual-funds/investing-ideas/index-funds?imm_pid=70000001009773&immid=100611&imm_eid=ep35415530159&gclid=CjwKCAiA4t_iBRAPeIwAvt-ymCpDfC43wE3RjhNoxvZN-L7XKqa0qhwV_QHHsP2TILXW69W-VWlwRoCmp8QAvD_BwE&gclsrc=aw.ds) [<https://perma.cc/BWF3-77X4>], visited June 11, 2019.

[32] 基金发起人通过其证券交易佣金和证券借贷，从其管理的基金中获得更多收入。See Sommer, *supra* note 10. 这些收入主要是该基金投资组合中所持有证券的借贷需求的产物。See, e. g., Miles Weiss, *Fidelity Drops Goldman by Bringing Securities Lending In-House*, Bloomberg (May 14, 2019), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-05-14/fidelity-drops-goldman-by-bringing-securities-lending-in-house> [<https://perma.cc/9DZ8-CL6K>] (说明了共同基金发起人可以从做空者需求的借出股票中赚取高额费用)。

[33] See Rosenbaum, *supra* note 31 [“受富达行动影响最大的一些基金公司是主要以主动共同基金著称的公开交易商，如联邦投资者 (Federated investors)、莱格·梅森 (Legg Mason) 和富兰克林资源 (Franklin resources)，它们在富达 8 月初宣布提供免费基金的那一天下跌 5% 以上。”]。

[34] See, e. g., Del Guercio & Reuter, *supra* note 3, p. 1674 (提供了证据表明，当投资者的资金流入对阿尔法产生响应时，主动基金会花费资源来产生阿尔法)。

投资者缺乏选择权,因而面临潜在的“柠檬问题”。<sup>[35]</sup> 如果主动经理出售或减持低质量公司证券导致被动基金被迫占据整个市场,被动基金在成本调整基础上的绩效甚至会不如主动基金。为了保持竞争力,被动投资者可以通过广泛的努力来改善市场的整体绩效并解决公司治理、风险管理、可持续性和网络安全等跨领域问题。

以网络安全为例,将网络安全视为可能严重影响公司绩效的风险的主动基金经理,会增加具备最佳网络安全系统的银行的股票权重,而对网络安全系统落后者的股票予以减持。相反,被迫占据整个行业或市场的被动投资者则必须采取增加全市场范围内对网络安全的关注度等行动,以减少主动基金的相对优势。

更广泛地,被动投资者针对不良绩效公司的治理倡议,如提高董事会质量、利益冲突政策以及结构合理的高管薪酬计划等,均意在避免可能突出主动管理价值的事件。标准普尔 500 指数基金的投资者,像因被迫继续持有安然股票(Enron)并在安然被剔除出标普 500 指数之前损失超 99% 的投资者一样,<sup>[36]</sup> 遭受了一部分主动基金投资者能够避免的重大损失。<sup>[37]</sup> 为了减少此类事件的发生频率,被动投资者有动力通过重点改善公司治理来解决这些问题。

被动投资者的商业模式使其参与具有成本效益。被动基金享有规模经济,从而能以低成本管理大量资产。由于是在基金家族层面进行投

---

[35] 机构投资者非常清楚这一限制,并在与投资者和公司的沟通中经常注意到这一点。See, e. g., Annual Letter to CEOs, Lawrence D. Fink, CEO, BlackRock, A Sense of Purpose (Jan. 12, 2018), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> [<https://perma.cc/NCL5-XR26>] (“但是,在管理我们的指数基金时,只要公司还在相关指数中,贝莱德就不能通过出售公司的证券来表示不赞成。因此,我们参与和投票的责任比以往任何时候都重要。”)。

[36] See Lawrence C. Strauss, *The Enron Verdict: Always Diversify*, *Barron's* (May 8, 2006), <https://www.barrons.com/articles/SB114687148778645481> [<https://perma.cc/5TAS-8AW7>] (请注意,安然倒闭时,标普 500 指数基金投资者遭受的损失)。标准普尔直到 2001 年 11 月下旬才将安然的股票从标准普尔 500 指数中删除,当时该公司的股价低于每股 1 美元。See Luisa Beltran, *Enron Failure May Be Biggest*, *CNN Money* (Nov. 29, 2001), <https://money.cnn.com/2001/11/29/companies/enron/> [<https://perma.cc/QZH6-22SX>]。

[37] See Strauss, *supra* note 36 (指出了尽管一些主动管理的基金在安然崩溃时仍持有其股票,但另一些主动基金则能够减少或清空其头寸并避免重大损失)。

票和参与,被动投资者不仅能够汇总其大量持有的资产规模和所有投资提供的信息,而且能在整个投资组合中分摊获取信息的成本。最后,大型被动投资者作为关键投票者,充分了解信息更易被认为具备正当性。

被动投资理论在现实中得到证实。在本文第二部分中,作者记录了被动基金的新兴参与过程以及被动基金对于特定公司和全市场的公司治理日益增加的影响。本文认为,被动投资者已对激励做出回应,它们在整个系统范围内识别导致公司不良绩效的治理弱点并寻求降低治理风险。作者还记录了被动投资者如何与股东激进主义者进行协调和调解,并且一些初步经验研究表明,协调和调解行动一直在改善公司治理和绩效。<sup>[38]</sup>

在第三部分中,作者考虑了被动投资理论对公司法和金融监管的影响。本文认为,尽管因担忧公司治理就取缔被动基金的建议是被误导的,但被动基金的兴起也引发了某些情况下被现有文献忽视的其他潜在问题。被动投资的增长导致一小部分发起人手中的公开交易股票更加集中,它们可能利用对这些公司的巨大影响力来寻求金钱或非金钱私人控制利益。<sup>[39]</sup> 被动基金发起人也面临着独特的利益冲突问题。本文考虑到了这些问题,但仍然认为尽管发起人关注基金客户和整个经济的利益,目前并没有必要对监管进行调整。

---

[38] See, e. g., Ian R. Appel, Todd A. Gormley & Donald B. Keim, *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 J. Fin. Econ. 111, 114 (2016) (发现被动投资者的所有权增加会导致更多的独立董事、消除收购辩护、更平等的投票权和更好的长期表现,而且减少了被激进主义者针对的可能性); Ian R. Appel, Todd A. Gormley & Donald B. Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, 32 Rev. Fin. Stud. 2720, 2723 (2019) (发现更多的被动所有权与寻求董事职位、争夺代理权、和解和出售公司的更强烈的对冲基金激进主义有关); Andrew Bird & Stephen A. Karolyi, *Do Institutional Investors Demand Public Disclosure?*, 29 Rev. Fin. Stud. 3245, 3245–3248 (2016) (报告机构投资者增加所有权“显著增加了 8-K 申请的信息内容”,并将此结果归因于“相对被动的投资者的披露偏好”); Audra L. Boone & Joshua T. White, *The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production*, 117 J. Fin. Econ. 508, 508 (2015) (证明了被动所有权的增加与“更多的管理披露、分析师的关注度和流动性有关,降低了信息不对称性”。

[39] 有关此问题的扩展分析, see generally Coates, *supra* note 8, pp. 13–14.

## 一、被动投资者激励理论

本部分讨论被动投资者激励理论。第一节中,作者分析了关于早已为现有研究所忽略的制度环境的关键背景;第二节中,作者阐释了被动投资者之间为获客开展的竞争,并且这种竞争不限于费用最小化;第三节中,作者表明基金之间的竞争是被动投资者采取措施在整个系统范围内改善其投资组合中的公司治理的激励。

### (一) 被动基金的制度环境

共同基金或交易所交易基金<sup>[40]</sup>是一个资产池,可能包括股票、债券、现金和其他类型的投资。<sup>[41]</sup>共同基金的价值,通常称为资产净值(NAV),是指基金拥有资产的价值除以流通份额数。<sup>[42]</sup>共同基金没有独立操作或雇员,其运营决策由外部服务提供商做出。<sup>[43]</sup>基金本身也不赚钱,其收取的费用部分用于购买投资顾问和管理支持等服务,其余部分则分配给基金发起人。<sup>[44]</sup>共同基金发起人是一个实体,通常是负责建立和出售共同基金份额的金融服务公司。<sup>[45]</sup>将基金本身的利益与发起人的利益区分开非常重要。<sup>[46]</sup>除先锋外,<sup>[47]</sup>发起人通常是

---

[40] 就本文而言,除非另有说明,否则我们对共同基金的提及也包括交易所交易基金。

[41] See Fisch, *supra* note 15.

[42] See Jill Fisch & Eric Roiter, *A Floating NAV for Money Market Funds: Fix or Fantasy?*, 2012 U. Ill. L. Rev. 1003, 1008.

[43] See Fisch, *supra* note 15.

[44] 共同基金中的股份由基金发起人提供,基金发起人为投资者提供含有不同类型基金的菜单。See generally *Mutual Funds*, U. S. Sec. Exch. Comm'n (Dec. 14, 2010), <https://www.sec.gov/fast-answers/answersmutfundhtm.html> [<https://perma.cc/4AEG-U3C9>].

[45] 大多数基金发起人都是独立基金顾问,但共同基金也由银行、保险公司和经纪公司出售。See *Inv. CO. Inst.*, 2016 Investment Company Fact Book 15 (56th ed. 2016).

[46] See, e. g., John Morley, *Too Big to Be Activist*, 92 S. Cal. L. Rev. 1407, 1417 (2019) (指出“很容易将富达与其各种客户混为一谈,但我们仍应在概念上保持其区别……”)。

[47] 先锋是一个特例。发起人先锋集团由其共同基金所有,因此,发起人按成本为基金提供服务。See *Why Ownership Matters*, Vanguard, <https://about.vanguard.com/what-sets-vanguard-apart/why-ownership-matters/> [<https://perma.cc/3BQ5-C866>], visited June 24, 2019.

贝莱德之类的上市公司<sup>[48]</sup>或是富达投资之类的私人公司。<sup>[49]</sup>无论哪种情况,基金收取的费用减去基金的运营成本即发起人的股东利润,而发起人的目标就是实现利润最大化。

基金向投资者收取年费或费用率,该费用或费用率是按特定基金管理资产(管理中的资产)的百分比计算的。<sup>[50]</sup>行业内,共同基金发起人内部的费用率甚至都存在很大差异。因此,收取高额费用的小型基金可能比管理更多资产但费用很低的基金对发起人更有利可图。基金发起人提供的产品差异很大,但通常都包括被动基金和主动基金。<sup>[51]</sup>先锋一类的发起人专门研究被动管理基金;<sup>[52]</sup>富达<sup>[53]</sup>和普信等类型的发

---

[48] See *Our History*, Blackrock, <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/blackrockhistory> [<https://perma.cc/3WAE-PJGR>], visited June 12, 2019.

[49] See Tim McLaughlin, *How the Owners of Fidelity Get Richer at Everyday Investors' Expense*, Reuters (Oct. 5, 2016), <https://www.reuters.com/investigates/special-report/usa-fidelity-family/> [<https://perma.cc/B7Y2-R4CN>].

[50] 一些基金还收取其他类型的费用,如加载费和 12b-1 费用。See Fisch, *supra* note 15, pp. 1973, 2000. 本文重点关注基金费用比率,该比率反映了投资者的持续成本和基金发起人的持续收入。

[51] 发起人的业务差异很大。一些发起人将其业务限于共同基金,一些发起人从事更广泛的资产管理活动,而其他发起人从事包括商业银行、投资银行等其他业务。例如,德意志银行和高盛提供交易所交易基金。See Asjlynn Loder, *ETFs Provide Some Good News at Deutsche Bank*, Wall ST. J. (Feb. 27, 2017), <https://www.wsj.com/articles/etfs-provide-some-good-news-at-deutsche-bank-1488191402> [<https://perma.cc/AUK3-J6YC>]; Asjlynn Loder, *Goldman's \$3 Billion Drop in the ETF Bucket*, Wall ST. J. (Mar. 2, 2017), <https://www.wsj.com/articles/goldmans-3-billion-drop-in-the-etf-bucket-1488483434> [<https://perma.cc/33A9-DEER>].

[52] 甚至是通常被视为纯粹被动投资者的先锋也提供主动基金和被动基金的混合。例如,截至 2018 年 12 月,先锋提供了 129 个共同基金,根据其网站,其中 80 个是主动管理的基金。See *Vanguard Believes in Active Management*, Vanguard (Dec. 7, 2018), <https://institutional.vanguard.com/VGApp/iip/site/institutional/researchcommentary/article/InvComActiveMgmtInfographic2018> [<https://perma.cc/NR4H-C2RH>]. 主动管理资产约占先锋管理的总资产的 30%,其美元价值超过 1 万亿美元。同上。

[53] 截至 2019 年年初,富达为投资者提供了 200 多个共同基金,其中 27 个为指数基金。See *Why Invest in Fidelity Index Funds?*, Fidelity, <https://www.fidelity.com/mutual-funds/fidelity-funds/why-index-funds> [<https://perma.cc/EHQ3-Q7WQ>], visited June 12, 2019. 富达的指数基金包括国内外股票基金、债券基金和房地产基金。同上。富达客户正将越来越多的资产转移到指数基金。See Tirthankar Chakraborty, *Vanguard vs. Fidelity: Fee War Heats Up*, Nasdaq (Aug. 25, 2017), <https://www.nasdaq.com/article/vanguard-vs-fidelity-fee-war-heats-up-cm837199> [<https://perma.cc/6KAD-DCSF>].

起人则更多地关注主动管理。<sup>[54]</sup> 故而,被动基金的作用及被动基金在基金发起人整体商业模式中的经济意义各不相同。

要理解基金发起人的激励,关键在于理解发起人的竞争策略以及其被动基金和主动基金在获取收益方面的相对作用。基金发起人在各个方面进行竞争,包括提供的基金数量和类型、基金经理的专业知识、网站的用户友好性以及提供的其他产品和服务的类型。

一些发起人主要在成本上竞争。例如,先锋的商业模式依靠努力成为行业低成本领导者而推动,并且先锋的广告宣传平均基金费率远低于行业平均水平。<sup>[55]</sup> 这种竞争策略适用于先锋指数基金及其主动管理基金。<sup>[56]</sup> 然而,收费较高的基金发起人即便吸引的资产规模小得多,也能产生可观的收入。

发起人的运作方式也有所不同。目前全球最大的资产管理公司贝莱德管理着近6 万亿美元资产,其中2/3 是被动基金。<sup>[57]</sup> 然而,贝

---

[54] See Active Management, T. Rowe Price, <https://corporate.troweprice.com/ccw/jsp/pages/active-management/investment-approach.jsp> [<https://perma.cc/G6HT-U77S>], visited June 12, 2019 (描述了普信对“有纪律的、主动的投资管理”的遵循)。然而,即使是普信,也提供几种指数基金。See, e. g., *Mutual Fund Research Tool*, T. Rowe Price, <https://www3.troweprice.com/fb2/mfpathways/pathways.otc?facets=domesticStock,intStock> [<https://perma.cc/EKR4-X9JZ>], visited June 12, 2019 (描述普信股票指数500基金)。

[55] See *Why Ownership Matters*, Vanguard, <https://about.vanguard.com/what-sets-vanguard-apart/why-ownership-matters/> [<https://perma.cc/3BQ5-C866>], visited June 12, 2019 (提到先锋在2018年的平均资产加权费用率为0.10%,行业平均值为0.58%); see also *Owen Walker*, *Vanguard's Campaign to Drive Down Fees Runs out of Road*, *Fin. Times* (Mar. 17, 2018), <https://www.ft.com/content/e35ba836-291f-11e8-b27e-cc62a39d57a0> [<https://perma.cc/2B8H-A3YA>] (指出“先锋”在过去十年中引领着削减费用的方式……)。

[56] See Erin Arvedlund, *Vanguard Crushing the Competition with Largest Fund Inflows So Far in 2019*, *Phila. Inquirer* (May 27, 2019), <https://www.inquirer.com/business/vanguard-jack-boglepassive-active-mutual-fund-etf-20190527.html> [<https://perma.cc/NYV4-N4GE>] (将流入先锋主动管理基金的资金描述为“类似指数的费用”)。

[57] See Chris Flood, *BlackRock's Rivers of Gold from Active Management*, *Fin. Times* (Oct. 14, 2017), <https://www.ft.com/content/f62ed0c2-adal-11e7-beba-5521c713abf4> [<https://perma.cc/8DU2-FDFE>]。

莱德的主动管理产品收取的费用却大致相当于其体量大得多的被动基金产生的费用收入。<sup>[58]</sup> 以主动基金闻名的富达提供四种零费用的被动基金。<sup>[59]</sup> 关键是,每个基金发起人都提供不同的基金选择菜单,即使主要被动投资者也提供追踪不同指数的基金,因此,每个发起人所持投资组合公司整体也有所不同。此外,发起人可以根据商业环境或市场发展情况调整其提供的基金组合。以指数化著称的道富最近宣称,当前的市场环境可能有利于将资产转移到主动管理基金。<sup>[60]</sup> 对于一个特定的基金家族,商业模式既涉及将潜在的资产流失引导至其他基金家族,又要最大限度地从现有客户中获取潜在收益。<sup>[61]</sup> 最后,还需要了解基金家族中资产黏性如何,以确定被动基金资产何时可能有流失至基金家族内的主动基金或其他发起人出售的基金的风险。

发起人的商业决策是在竞争激烈的市场环境下做出的。<sup>[62]</sup> 截至2018年年底,共有846家基金发起人<sup>[63]</sup>竞相向投资者提供超过17,700种不同的共同基金。<sup>[64]</sup> 被动基金本身的资产类别差异非常

---

[58] 参见前注(报道称贝莱德的主动资金在2017年第三季度产生了13.2亿美元,其被动资金产生了13.3亿美元)。

[59] See *Why Invest in Fidelity Index Funds?*, supra note 53.

[60] See Bailey McCann, *Surprising Cry from an Index Firm: "Go Active"*, Wall ST. J. (Apr. 8, 2018), <https://www.wsj.com/articles/suprising-cry-from-an-index-firm-go-active-1523239621> [ <https://perma.cc/63Q2-Q9FU> ].

[61] 对于某些基金发起人而言,廉价指数基金可能是亏损的领导者,旨在吸引投资者将其整个投资组合带入基金家族以吸引对该基金综合体其他更高成本基金选择的投资。See, e. g., Ben Johnson, *Penny - Pinching Index Fund Investors May Pay a Price*, Morningstar (Apr. 14, 2017), <http://www.morningstar.com/articles/802512/pennypinching-index-fund-investors-may-pay-a-price.html> [ <https://perma.cc/3Y7W-SKHC> ] [ “在许多情况下,这些低成本的构成要素简直就是损失的领导者,一加仑便宜牛奶意在吸引消费者进入商店并希望他们在到达柜台前能购买一些奇多(Cheetos)和一包口香糖。” ]。

[62] See generally John C. Coates IV & R. Glenn Hubbard, *Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, 33 J. Corp. L. 151, 153 (2007) (考察了共同基金行业的结构、表现和动态,并表明它们与竞争状况一致)。

[63] See Inv. Co. Inst., 2019 Investment Company Fact Book 43 (59th ed. 2019).

[64] 截至2018年年底,美国共有17,707个共同基金。

大。<sup>[65]</sup>“被动基金”一词通常让人联想到标准普尔 500 指数基金,但当前市场指数的爆炸式增长已经到了指数数量比公开交易股票数量更多的程度。<sup>[66]</sup>许多新指数是某一共同基金发起人为销售新产品而创建的。新指数提供了一种使用高股息或低波动率等自定义标准<sup>[67]</sup>将传统主动投资策略转变为基于规则进行投资的方法。<sup>[68]</sup>尽管大多数被动基金的成本相较于主动基金更低,但并非所有被动基金都是低成本的,也有很多被动基金的费用比标准普尔 500 指数基金高得多。<sup>[69]</sup>指数和指数基础投资策略的激增使得一些评论家认为事实上“没有被动

---

[65] 例如,在 2018 年,纽约证券交易所(NYSE)上市交易“纽约证券交易所皮肯斯石油响应交易所交易基金”(NYSE Pickens Oil Response ETF),该交易所交易基金“反映了传奇石油商和能源投资者 T. 布恩·皮肯斯(T. Boone Pickens)的投资理念”,但仍被归类为指数基金。See, e. g., Tom DiChristopher, *Legendary Oilman T. Boone Pickens Inspires New ETF with the “BOON” Fund*, CNBC (Feb. 28, 2018), <https://www.cnbc.com/2018/02/28/legendary-oilman-t-boone-pickens-inspires-new-etf-with-the-boon-fund.html> [<https://perma.cc/7N98-BQCD>].

[66] See *There Are Now More Indexes Than Stocks*, Bloomberg News (May 12, 2017), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-12/there-are-now-more-indexes-than-stocks> [<https://perma.cc/8XVK-VZ29>].

[67] 其中一些策略被称为被动策略,被称为“要素投资”(factor investing)或“智能贝塔”(smart beta)策略。See Jason Stoneberg & Bradley Smith, *Invesco White Paper Series: The Facts Behind Factor Performance 2* (2019), <https://www.invesco.com/static/us/financial-professional/contentdetail?contentId=634ff6163339f410VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD> [<https://perma.cc/R38W-79LB>] (将要素投资描述为“一种基于规则的方法,它使用要素选择和/或替代权重来试图胜过基准、降低投资组合风险,或者两者兼而有之”;将智能贝塔描述为“基于未按市值加权的指数”)。

[68] See Robertson, *supra* note 2, p. 831. 还有一些基金包含被动成分,但允许一定程度的主动投资。See, e. g., *Fidelity Launches First Two Sustainability - Focused Index Funds*, Fidelity (May 15, 2017), <https://www.fidelity.com/about-fidelity/institutional-investment-management/first-two-sustainability-focused-index-funds> [<https://perma.cc/7JBC-VM2K>] [“每个基金通常至少将其资产的 80% 投资于该指数所包含的证券,以尝试复制其各自指数的表现(扣除费用之前)。”]。

[69] See, e. g., Anora Mahmudova, *Pioneer of Smart - beta Investing Warns Strategy is Being Abused*, Marketwatch (Aug. 11, 2016), <https://www.marketwatch.com/story/the-pioneer-of-smart-beta-investing-is-flashing-warning-signs-2016-08-10> [<https://perma.cc/4UF7-NHAV>] (警告称“智能贝塔基金相对较高的费用会吃掉未来的任何回报”)。

投资之类的东西”<sup>[70]</sup>

## (二) 被动基金竞争

一般认为,基金之间的竞争会激励发起人与投资组合公司进行互动。<sup>[71]</sup>但是,被动基金的批评者认为,由于被动投资者主要在费用和追踪误差上相互竞争,因此他们没有理由主动增加公司价值。<sup>[72]</sup>这种传统观点聚焦于追踪同一指数的被动基金之间的竞争,它假定投资者对追踪特定指数的被动基金的购买偏好是由外部因素决定的,因而追踪该指数的被动基金之间为吸引投资者而竞争完全是基于成本<sup>[73]</sup>和追踪误差。<sup>[74]</sup>

但是,这种观点是不完整的。被动基金,更准确地说是提供这些基金的发起人,不仅要为获得投资者资产而相互竞争,而且要与追踪不同指数的被动基金以及主动基金竞争。此外,这种竞争并不仅仅基于基金费用,同时也凭借其基金业绩。正如下文所讨论的,这种竞争为被动投资者提供了改善其投资组合中公司治理的激励。

尽管金融文献曾提及主动基金和被动基金之间的竞争,<sup>[75]</sup>但并未研究这种竞争的动力或对被动基金激励的影响。然而,基金发起人的激励是利用其基金产品菜单来吸引其他基金发起人的资产和客户。主要提供主动管理型共同基金和对冲基金的发起人追求阿尔法(alpha)收益,即超过被动管理基准投资可得收益的回报。<sup>[76]</sup>发起人通过投资公司专

---

[70] Dani Burger, *Investing in Index Funds Is No Longer Passive*, Bloomberg (Feb. 27, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-27/passive-becomes-the-new-active-as-indexing-rules-everything> [<https://perma.cc/5X6H-D4SB>].

[71] See Lewellen & Lewellen, *supra* note 27, pp. 2-3.

[72] See, e.g., Bebchuk & Hirst, *supra* note 8 (手稿, p. 19) (“与其他指数基金的竞争没有为指数基金经理提供精确的附加激励以使其投资于其任何投资组合公司的管理。”)。

[73] See, e.g., Chakraborty, *supra* note 53 (描述了富达与先锋的标准普尔 500 指数基金之间的竞争性成本削减)。

[74] See, e.g., Weinberg, *supra* note 10 (观察到两个相同的指数基金的收益可能由于追踪误差而不同)。

[75] See generally Cremers et al., *supra* note 26 (发现增加指数基金的存在会减少费用并提高主动基金的阿尔法值)。

[76] See Paolo Guasoni, Gur Huberman & Zhenyu Wang, *Performance Maximization of Actively Managed Funds*, 101 J. Fin. Econ. 574, 575 (2011) (解释了阿尔法并讨论了其在金融服务中的重要性)。

项研究并基于该研究进行交易来实现这一目标。<sup>[77]</sup> 例如,投资组合经理对一家公司进行研究并确定其存在一次大规模欺诈后会减持或出售该公司的股票,并且希望当市场发现其欺诈行为时获益。<sup>[78]</sup> 这项研究会使得主动基金产生更高的成本并收取更多的费用,而投资者愿意支付这些费用是希望这些基金的选股活动产生比基准投资组合更高的净收益回报。<sup>[79]</sup>

如果投资者认为被动基金的回报率不会比主动基金更好,他们会逃向主动基金;反之亦然。的确,近期大量资产流入被动基金的现象部分回应了众多媒体对主动基金的表现不及被动基金的报道。<sup>[80]</sup> 更广泛地,投资者愿意和这类基金发起人投资,即基金发起人能在成本调整的基础上提供最具吸引力的基金产品“菜单”。金融文献一贯认为共同基金资产流动是对其过去业绩的反映,<sup>[81]</sup> 这也说明了共同基金投资

---

[77] See Robert F. Stambaugh, *Skill and Fees in Active Management 1*, Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 26027, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3412701> (“主动基金经理通过识别和交易可能跑赢大盘的股票来超越被动基准投资组合。”)。

[78] 这种典型的例子发生在安然公司倒闭前的几个月。See, e. g., Jen Wiczner, *Hedge Fund Manager Who Spotted Fraud at Enron Calls Tesla “The Anti-Amazon”*, *Fortune* (Sept. 13, 2016), <http://fortune.com/2016/09/13/tesla-amazon-stock-solarcity-jim-chanos/> [<https://perma.cc/QD6S-A83D>] [认为对冲基金经理吉姆·查诺斯(Jim Chanos)在上市之前就确定了安然的欺诈行为,并通过卖空安然股票获利而闻名]。

[79] See, e. g., K. J. Martijn Cremers & Antti Petajisto, *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 3329, 3329 (2009) (证明基金持有与其基准差异最大的共同基金表现往往优于基准净收益)。

[80] See, e. g., Peter Coy, *Index Funds Are King, But Some Indexers Are Passive - Aggressive*, *Bloomberg* (Jan. 24, 2019), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-01-24/index-funds-are-king-but-some-indexers-are-passive-aggressive> [<https://perma.cc/QW83-PQDA>] (“2019年,被动管理的美国股票基金的资产可能会超过主动管理型基金的资产……到8月,在美国‘大型混合’类别基金中,只有17%的主动管理基金在过去20年中击败了被动基金。”)。

[81] See, e. g., Jonathan B. Berk & Jules H. van Binsbergen, *Mutual Funds in Equilibrium*, 9 *Ann. Rev. Fin. Econ.* 147, 148 (2017) (“众所周知,根据基金以往的表现,流入共同基金的资金是高度可预测的……”); C. Wei Li, Ashish Tiwari & Lin Tong, *Investment Decisions under Ambiguity: Evidence from Mutual Fund Investor Behavior*, 63 *Mgmt. Sci.* 2509, 2509 (2017) (描述了“有据可查的基金投资者追逐绩效现象”)。

者追逐业绩的合理性。<sup>[82]</sup> 一些主动管理基金在收取远高于指数基金的费用同时以优秀业绩继续吸引大量新资产流入，证明了这场竞争的持续性。<sup>[83]</sup> 即使近期大量资产流入被动基金，至少有一部分客户仍然认为主动基金会产生更高的净收益回报。

此外，共同基金投资者并未被某个特定共同基金锁定。<sup>[84]</sup> 相反，投资者一直有以公允价值或资产净值退出该基金的选择，<sup>[85]</sup> 而且基金的资产净值不受投资者对基金未来费用预期或绩效预期的影响。<sup>[86]</sup>

基金竞争的另一个方面是所有共同基金投资的很大一部分发生在雇主发起的 401(k) 退休计划框架内。<sup>[87]</sup> 这些计划通常为参与者提供包括被动基金、主动管理基金、稳定价值基金和其他产品在内的投资选择菜单，<sup>[88]</sup> 参与者可用的投资选项由雇主决定。退休投资的两个方面

---

[82] See, e. g., Jonathan B. Berk & Richard C. Green, *Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets*, 112 J. Pol. Econ. 1269, 1270 – 1271 (2004) (为投资者追逐共同基金过去的表现提供了经济学上的解释)。确实，学者已经证明资产流向成功基金的比率增加了，但是由于基金顾问的想法是有限的，因此最终投资者将不再能获得超额收益。See, e. g., David C. Brown & Shaun William Davies, *Moral Hazard in Active Asset Management*, 125 J. Fin. Econ. 311, 313 (2017) (经验证据支持了“真正的主动基金经历规模收益递减”的结论)。

[83] See, e. g., Lee Conrad & Andrew Shilling, *Fund Flows: Who's the Big Winner YTD?*, Fin. Planning (Dec. 13, 2017), <https://www.financial-planning.com/slideshow/mutual-funds-and-etfs-with-the-biggest-net-flows-ytd#slide-1> [<http://perma.cc/L3HU-7FE6>] (记录了 2017 年资金流入量最大的前 20 只基金，其中一些是主动管理且收费较高的基金)。

[84] 因此，有文献记载了通过基金家族和确定性福利计划投资的黏性。See generally Anne M. Tucker, *Locked In: The Competitive Disadvantage of Citizen Shareholders*, 125 Yale L. J. F. 163, 172 – 178 (2015) (考察了退休计划中转换共同基金的结构性障碍)。

[85] See Fisch & Roiter, *supra* note 42, p. 1008 (“共同基金监管的基本组成部分要求共同基金……允许投资者随时以基金份额的资产净值赎回其份额。”)。

[86] See, e. g., Morley & Curtis, *supra* note 24, p. 89 (说明共同基金的“资产净值不受对未来费用或投资组合变化的期望”，甚至预期未来回报的影响)。

[87] See, e. g., 2019 Investment Company Fact Book, *supra* note 63, p. 180 (截至 2018 年年底，8.2 万亿美元的共同基金退休资产占有所有共同基金资产的 46%)。

[88] See, e. g., Brightscope & Inv. Co. Inst., *The Brightscope/ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(K) Plans*, 2014 32 (2016) [报告称，2014 年，普通 401(k) 计划为投资者提供了 21 种投资选择，并将目标日期基金(target date fund)也算作为一个投资选择]。

影响共同基金市场:其一,根据1974年《雇员退休收入保障法》(ERISA)的信托义务,<sup>[89]</sup>雇主可能会倾向于选择至少包含一些低成本选项的计划“菜单”<sup>[90]</sup>但法院一般也会支持包含高成本选项的计划,只要该计划整体上为参与者提供了足够多的选择。<sup>[91]</sup>其二,投资者一般可以在退休计划中的基金之间进行切换而无须缴税。<sup>[92]</sup>

被动基金的发起人为获得投资者而竞争的现实与某些学者的观点形成鲜明对比,即认为竞争几乎不能成为让被动投资者关注投资组合中的公司业绩的理由。本文的分析表明,被动基金发起人与其他被动基金发起人、主动基金发起人二者都存在竞争,并且竞争都在成本和绩效两个维度上展开。因此,主要同主动基金发起人竞争的被动基金发起人有动力采取措施抵消主动基金发起人的比较优势(利用投资酌处权产生超额收益的能力)。在既提供主动基金又提供被动基金时,发起人也有采取措施改善其高成本主动基金选项绩效的激励。正如下文解释的那样,这两个因素都为基金发起人与它们投资组合公司进行互动创造了激励。

在继续行文之前,笔者要对集体行动问题、发起人差异以及基金发起人竞争范围澄清一些看法。

集体行动问题。本文承认被动基金与主动基金的竞争在基金层面存在不对称的集体行动问题。主动基金可通过运用选股技巧以超越基

---

[89] Pub. L. No. 93 - 406, 88 Stat. 829 (codified as amended in scattered sections of 26 and 29 U. S. C.).

[90] See *Tibble v. Edison Int'l*, 135 S. Ct. 1823, 1829 (2015) [认为雇主有持续性义务监测和改善其401(k)计划中的投资选择]。有关《雇员退休收入保障法》规定的雇主义务的概述, see Jill E. Fisch, *Tess Wilkinson - Ryan & Kristin Firth, The Knowledge Gap in Workplace Retirement Investing and the Role of Professional Advisors*, 66 Duke L. J. 633, 643 - 648 (2016)。

[91] 有关401(k)计划的典型结构以及此类计划组成的司法监督, see Jill E. Fisch & Tess Wilkinson - Ryan, *Why Do Retail Investors Make Costly Mistakes? An Experiment on Mutual Fund Choice*, 162 U. Pa. L. Rev. 605, 614 - 619 (2014)。

[92] See, e. g., Kent Thune, *How to Reduce Taxes on Mutual Funds*, *The Balance* (Nov. 27, 2018), <https://www.thebalance.com/how-to-reduce-taxes-on-mutual-funds-2466701> [<https://perma.cc/QBH9-RWCV>] [说明在401(k)计划中出售共同基金不会产生税负]。

准获益,吸引潜在投资者。相比之下,被动基金的全市场行动可能会使跟踪同一指数的所有被动基金受益。然而,所有通过主动基金和被动基金参与公司治理的机构投资者都存在这种集体行动问题,<sup>[93]</sup> 其为改善公司业绩采取的高成本措施会使持有这些公司股份的所有投资者受益。<sup>[94]</sup>

因此,集体行动问题可能会限制被动基金加入高成本参与行动的意愿。一定程度上,某一特定基金的决策受到其最害怕的竞争者(主动基金或被动基金)影响。<sup>[95]</sup> 然而,一些抵消性因素也存在。下文的详细阐述中,被动基金的参与活动因同一基金家族中主动基金的信息优势而得到促进,但同时也确保了这些主动基金以及被动基金的利益。<sup>[96]</sup> 此外,由于规模巨大,“三巨头”在公司治理和全市场行动方面享有可观的规模经济。<sup>[97]</sup> “三巨头”的巨大规模能使其从改善的公司治理中获得巨大收益。<sup>[98]</sup> 治理参与还可能使基金发起人在另一个层面为吸引资产而竞争。<sup>[99]</sup> 最后,或许也是最重要的一点,尽管本文聚

---

[93] See, e. g. , Jill E. Fisch, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 55 OHIO St. L. J. 1009, 1023 – 1024 (1994) (认为由于其竞争对手能够在机构投资者的监督下“搭便车”,所以监督“降低了机构投资者相对于整个市场的回报”)。

[94] 同上。

[95] 被动基金的发起人投入公司治理中的资源越多,就可以更好地对冲基金将资产损失给主动管理基金的风险。但是,如果这类投入导致较高的支出比率,则会损害该基金相对于其他指数基金的头寸。

[96] See *infra* notes 130 – 131 and accompanying text.

[97] See *infra* notes 112 – 116 and accompanying text.

[98] See Lewellen & Lewellen, *supra* note 27, p. 17 (强调了贝莱德投资组合的规模,并指出收益率的小幅变动后总收益有多大)。

[99] 积极的治理可以起到品牌或营销功能的作用。例如,贝莱德因拉里·芬克(Larry Fink)给投资组合公司首席执行官的信引起了公众的广泛关注。See Fink, *supra* note 35; see also Arno Riedl & Paul Smeets, *Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?*, 72 J. Fin. 2505, 2507 (2017) (报道了一些投资者似乎愿意为投资于社会的共同基金支付更高的费用而获得更低的回报); Symposium, *Corporate Governance “Counter – Narratives”*; *On Corporate Purpose and Shareholder Value(s)*, 31 J. App. Corp. Fin. 9, 21 (2019) [引用了罗纳德·吉尔森(Ronald Gilson)关于公司目的在法律上和政治上的挑战的圆桌评论][预测一些投资者将愿意为有环保、社会和治理(ESG)意识的基金支付更高的费用]。

焦于经济性激励,但基金发起人也可以为基金持有人承担受托人角色。<sup>[100]</sup> 发起人的受托职责包括采取合理措施最大化投资资产价值,同时,这些义务更加督促基金以负责任的所有者身份行事。<sup>[101]</sup>

发起人差异。主动基金和被动基金竞争的影响可能因基金发起人而异。一方面,从被动基金中获得更多收入的发起人可能更关注主动基金的比较优势;另一方面,同时持有大量主动基金份额的发起人最能利用好公司专项研究专长和主动型经理的交易机会。在此,作者不讨论独立基金发起人如何平衡这些激励,就本文目的而言,认识到二者均有可能激励发起人的参与行为就足够了。

基金发起人竞争范围。基金发起人之间也在其他方面竞争。如前文所述,共同基金资产的很大一部分是通过雇主发起的退休计划进行投资的。许多基金发起人,包括先锋这类主要被动发起人和富达这类主动发起人,都竞相提供可用作计划投资选项的基金并为管理这些计划而竞争。<sup>[102]</sup> 在这种模式下,指数基金在基金综合体内为投资资金流而竞争,但也使发起人能够通过降低整个计划的平均费用水平竞争计划管理资格。与此同时,一旦资产管理人赢得公司的 401(k) 计划业务,他们提供的计划通常包括低费用指数基金和高费率主动基金,这些基金将在计划内争夺投资资金。<sup>[103]</sup>

### (三) 被动基金与治理

从本质上讲,被动基金必须同时将好公司和坏公司纳入其指数。

---

[100] 有关受托责任作用的探讨, see *infra* Section III. C.

[101] 我们注意到,英国已尝试通过《管理守则》(Stewardship Code)来正式确定机构投资者的管理义务。See generally Iris H - Y Chiu, *Institutional Shareholders as Stewards: Toward a New Conception of Corporate Governance*, 6 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 387 (2012).

[102] See Kent Thune, *The 7 Best Mutual Funds to Hold in a 401k Plan*, Investorplace (Aug. 18, 2017), <https://investorplace.com/2017/08/best-mutual-funds-401k-plan-401k-funds/> [ <https://perma.cc/75W8-8Y6F> ] [ 将先锋、富达和美国基金(American Funds)称为“雇主发起计划业务中的最大参与者” ]。

[103] See, e. g., Clemens Sialm, Laura T. Starks & Hanjiang Zhang, *Defined Contribution Pension Plans: Sticky or Discerning Money?*, 70 J. Fin. 805, 805 (2015). [ 发现“固定缴款(defined contribution or DC)资产与非固定缴款资金流相比,它们更具波动性,并且表现出更高的绩效敏感性,这主要是由于计划发起人对投资选项的调整。” ]

由于没有退出选择，被动基金缺乏主动基金通过投资选择获得超额收益的能力。被动投资者也没有解决运营问题所必需的公司专项信息或专业知识，但是它们却可以通过自主发声并寻求改善公司治理来与主动基金竞争。

例如，被动投资者可以在几乎没有公司专项信息的情况下确认可降低不良绩效风险的治理“最佳实践”，而且用于确定治理改进实践的投资可以部署于广泛的投资组合公司中。<sup>[104]</sup> 虽然作者注意到指数基金通常不会提交股东提案，<sup>[105]</sup> 但相比之下，负责管理纽约市养老基金的纽约市审计长办公室在向养老金中 75 家投资组合公司提交代理参与 (proxy access) 提案过程中产生了最小边际成本。<sup>[106]</sup>

与主动基金不同，被动投资者不能利用发行人错误定价，但可以尝试通过各种方式减少定价错误，如通过支持高质量财务报告等治理倡议直接实现，又或是通过寻求增加对董事会的监督、更高效的专业审计委员会间接做到这一点。好的公司治理还可以减少价格波动。具有较高治理风险的公司可能会因风险实现而经历更频繁的价格变动，而回应公司或全市场发展的价格变动可能会变得更加极端，因为这些发展会因其对公司的影响而导致更大的投资者不确定性 (investor uncertainty)。<sup>[107]</sup> 高质量的公司治理还可能减少内部人自我交易、欺诈、过度自信偏见、

---

[104] 被动投资者也可以针对其认定为表现不佳的公司进行一般性治理改革。加州公务员退休基金 (CalPERS) 是最早的治理者之一，其在参与公司治理初期就采用了该策略。See, e. g., Stephen L. Nesbitt, *Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the "CalPERS Effect"*, 6 *J. Applied Corp. Fin.* 75, 76 (1994).

[105] See, e. g., Bebchuk & Hirst, *supra* note 8 (手稿, p. 48) (“我们对 2008 年至 2017 年提交的近 4000 个股东提案进行审查，未发现有任何‘三巨头’中的任何一个提交的提案。”)。

[106] See Nikita Stewart, *City Comptroller Reaches Deals with 5 Companies on Giving Shareholders Say on Directors*, *N. Y. Times* (Mar. 10, 2015), <https://www.nytimes.com/2015/03/11/nyregion/city-comptroller-reaches-deals-with-5-companies-on-giving-shareholders-say-on-directors.html> [<https://perma.cc/AHL5-8XDX>].

[107] See Merritt B. Fox, Ronald J. Gilson & Darius Palia, *The Core Corporate Governance Puzzle: Contextualizing the Link to Performance*, 99 *B. U. L. Rev.* 1995, 2004 (2019) (指出好的公司治理“可能是有关公司管理质量的信号，这是市场难以直接观察到的特征”)。

董事群体思维等价值降低事件(value - decreasing events)的发生频率。<sup>[108]</sup> 此外,公司的特定问题可能会对一个被动基金投资组合中的其他公司产生溢出效应。<sup>[109]</sup> 一般性治理改进可增加董事会监督和管理层责任感,如年度董事选举和代理参与,从而可能减少不良绩效。因此,与主动基金的竞争可激励被动投资者投资于治理和其他限制主动基金竞争优势的全市场行动。

此外,由于规模庞大,被动投资者(尤其是“三巨头”)一般在投票和解决公司治理等问题的参与行动方面具有比较优势。这个优势具有双重意义:第一,被动投资者享有可显著降低每个公司有效参与成本的规模经济,并且其持有的大量份额还意味着被动投资者可以通过治理和其他增加投资组合公司价值的行动获得更多可见收益。因此,尽管面临收费竞争的压力,参与活动依旧具备合理性。<sup>[110]</sup> 第二,被动投资者的持有份额越大使被动基金成为关键投票者,从而提高了被动基金实施改革或施压以使发行人自行实施改革的能力。

关于第一点,被动投资的低收费模式使被动基金对客户极具吸引力,这也导致被动基金发起人管理的资产数量急剧增加。规模经济使大型发起人能够收取更低费用从而使其基金相对更具吸引力。<sup>[111]</sup> “三

---

[108] See René Otto & Wim Weterings, *D&O Insurance and Corporate Governance: Is D&O Insurance Indicative of the Quality of Corporate Governance in a Company?*, 24 Stan. J. L. Bus. & Fin. 105, 111 (2019) (解释了公司治理在限制管理机构成本和降低机会主义行为风险方面的价值)。

[109] See, e. g., Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 Wash. L. Rev. (2020 年即将出版) (手稿, p. 5), <https://ssrn.com/abstract=3378783> [<https://perma.cc/3YHL-DLEA>] (“如果投资组合中的部分公司将成本通过产生负外部性强加给更广泛的投资组合,就会激励整个投资组合的所有者从源头上减少这些外部性。”)。

[110] See Lewellen & Lewellen, *supra* note 27, p. 17 (观察到“最大的机构投资者,由于其规模,实际上有较强的激励吸引许多激进投资者参与”) (原文强调)。

[111] See, e. g., Stewart L. Brown, *Mutual Fund Advisory Fee Litigation: Some Analytical Clarity*, 16 J. Bus. & Sec. L. 329, 351 (2016) (“规模经济存在,并且在投资组合管理过程中非常重要。”)。

巨头”管理着全市场 3/4 的被动管理基金。<sup>[112]</sup> 由于规模庞大,这些大型基金发起人持有其投资组合公司大量股份,而且相对于主动基金,其受到小股东集体诉讼问题困扰的可能性更低。<sup>[113]</sup> 尽管被动基金总体费用比率很低,但因其规模庞大,被动基金仍然能为发起人创造可观的费用收入,从而使发起人能够投入大量资源用于公司治理。<sup>[114]</sup>

此外,这些资源分布在广泛的投资组合中,就全市场举措而言,每个发行人的治理参与成本可能很低,特别是若基金发起人在整个投资组合中支持特定治理改革的话。被动基金投资组合中的多家公司可能会执行代理参与 (proxy access)、公司间诉讼管辖权选择 (forum - selection bylaws) 或分期分级董事会 (staggered boards) 等治理条款。被动投资者可以很好地评估并判断一般意义上这些条款是否会增加或减少大多数投资组合公司的价值。<sup>[115]</sup> 被动投资者也更可能将治理条款产生的溢出效应内部化。<sup>[116]</sup>

[112] See Reshma Kapadia, *Passive Investors Are the New Shareholder Activists*, Barron's (July 8, 2017), [https://www.barrons.com/articles/passive - investors - are - the - new - shareholder - activists - 1499491673](https://www.barrons.com/articles/passive-investors-are-the-new-shareholder-activists-1499491673) [[https://perma.cc/AU5Q - HW44](https://perma.cc/AU5Q-HW44)]. 值得注意的是,就规模而言,接下来的三家公司,富达、摩根大通 (JP Morgan) 和纽约梅隆银行 (BNY Mellon) 更依赖主动管理。

[113] Cf. Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 Yale L. J. 2053, 2110 - 2112 (1995) (类似地解释了持有大量股权机构投资者积极参与股东诉讼具有合理性)。

[114] See Lewellen & Lewellen, *supra* note 27, p. 4.

[115] See also Rock & Kahan, *supra* note 8, pp. 34 - 35 [指出治理安排往往是“问题特有” (issue - specific) 的,而不是“公司特有” (firm - specific)]。

[116] 一间公司的某些治理变更也可能使其同行受益。See, e. g., Michael D. Guttentag, *An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies*, 32 Fla. St. U. L. Rev. 123, 136 (2004) (描述了与强制性证券披露有关的积极外部性)。有证据表明,大投资者的交叉所有权导致投资组合公司进行更多的披露。See, e. g., Jie (Jack) He, Jiekun Huang & Shan Zhao, *Internalizing Governance Externalities: The Role of Institutional Cross - Ownership*, 134 J. Fin. Econ. 400, 414 (2019) (引用了经验证据以支持“机构交叉所有者在使治理外部性内部化中发挥了积极作用”的前提); Andrea Pawliczek, A. Nicole Skinner & Sarah L. C. Zechman, *Facilitating Tacit Collusion: A New Perspective on Common Ownership and Voluntary Disclosure* 27 (May 8, 2019) (未出版的手稿), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3002075](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3002075) (发现的证据表明,共同所有权与披露增加和共同所有者对其他投资者的可观测溢出效应有关)。

关于第二点,被动投资者可能是关键投票者这一事实促进了其与投资组合公司的接触。股东的支持可以决定股东投票结果,因而管理层有明确激励与股东互动。同时,日益重要的股东投票权使被动投资者不仅可以直接通过投票来施加影响,而且可以通过威胁大量投票反对管理层的立场或政策来间接地施加影响(即使投票不具有法律约束力)。<sup>[117]</sup> 例如,《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)要求发行人应允许股东有机会对高管薪酬进行投票。<sup>[118]</sup> 股东提案的范围已经得到扩大,股东可讨论的话题也更为广泛。<sup>[119]</sup> 对董事选举程序的修改(如代理参与和多数投票)使股东投票对董事选举更加重要。<sup>[120]</sup> 特拉华州公司法的修改增加了股东投票在一系列问题上的法律重要性,包括批准合并和董事薪酬计划结构。<sup>[121]</sup> 在这些事项上的投票权给了被动投资者一个向发行人施压以谋求改变的有力工具,也使机构投资者能够

---

[117] See, e. g., Jill E. Fisch, *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, 102 Minn. L. Rev. 11, 14 (2017) (观察到“近期的监管变化和股东激进主义的兴起使股东的投票权越来越重要”)。

[118] See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951, 15 U. S. C. § 78n-1 (2018).

[119] See, e. g., *Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc.*, 792 F. 3d 323, 327 (3d Cir. 2015) (评估沃尔玛纳入强迫其制定枪支销售标准的股东提案的义务); *Deere & Co.*, SEC No-Action Letter, 2015 WL 586242 (Dec. 3, 2015) [拒绝同意迪尔(Deere)的观点,依据该观点,公司可以排除要求向股东提交公司政治活动年度报告的股东提议]; *Exxon Shareholders Approve Measure on Climate-Change Report*, CNBC (May 31, 2017), <http://www.cnbc.com/2017/05/31/exxon-steps-up-efforts-to-sway-shareholders-on-climate-report-vote.html> [ <https://perma.cc/LC8T-3RK5> ] (报道了要求公司报告“遵守全球气候变化准则对其业务的影响……”的股东提案)。

[120] See, e. g., Stephen J. Choi, Jill E. Fisch, Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Does Majority Voting Improve Board Accountability?*, 83 U. Chi. L. Rev. 1119, 1124-1126 (2016) (描述了上市公司从复数投票改为多数投票)。

[121] See, e. g., *Corwin v. KKR Fin. Holdings, LLC*, 125 A. 3d 304, 306 (Del. 2015) (在获得知情股东投票对合并的批准时,将商业判断规则应用于董事会批准合并的决定); *Cambridge Ret. Sys. v. Bosnjak*, C. A. No. 9178-CB, 2014 Del. Ch. LEXIS 107, at \*27-28 (Del. Ch. June 26, 2014) (在股权激励已经由股东投票批准后采用废弃物审查标准驳回对外部董事股权激励的质疑)。

表达对特定发行人政策以及更一般地对发行人经济绩效的不满。<sup>[122]</sup>

至关重要的是，被动投资者的投票权使其能够以低成本参与治理等活动，而不必诉诸诉讼和股东提案等高成本对抗策略。以投票权影响管理层的能力增加了被动投资者与管理层会面并回应其担忧的可能性。这种影响可能解释了一些评论员的观点，即被动投资者不太可能投票反对管理层。<sup>[123]</sup> 正是由于被动投资者的影响，这类投票通常是不必要的。<sup>[124]</sup> 研究表明，发行人会回应大型投资者的利益并经常修改其投资策略，而非将可预见的失败议题付诸表决。<sup>[125]</sup> 因此，被动投资者可能没有必要投票反对高管薪酬计划或是赞成股东提议。

基金的关键投资者地位不仅能增加其投票筹码，而且可以降低监督成本。公司经理们很重视争取被动投资者的投票，因而更可能与其进行交流和信息共享。<sup>[126]</sup> 类似地，由于被动投资者的支持对于成功开

[122] See, e. g. , Jill Fisch, Darius Palia & Steven Davidoff Solomon, *Is Say on Pay All about Pay? The Impact of Firm Performance*, 8 Harv. Bus. L. Rev. 101, 101 (2018) [记录了薪酬话语权(say - no - pay vote)对薪酬计划特征和发行人整体经济绩效二者的回应]。

[123] See, e. g. , Sean J. Griffith & Dorothy S. Lund, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, 99 B. U. L. Rev. 1151, 1180 (2019) (观察到大型共同基金发起人在代理权争夺中支持异议人士的可能性“比其他投资者和第三方代理顾问要小”)；Alon Brav, Wei Jiang, Tao Li & James Pinnington, *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests* 3, ECGI Working Paper Series in Finance, Paper No. 601, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3101473> (发现被动基金在代理权争夺中投票反对管理层的可能性比主动基金更小)。

[124] See, e. g. , Kapadia, *supra* note 112 [认为对于被动投资者来说，“代理投票(proxy vote)不是他们激进主义的一个好的标尺，而是万不得已才采用的最后标准”]。

[125] See, e. g. , Rob Bauer, Frank Moers & Michael Viehs, *Who Withdraws Shareholder Proposals and Does it Matter? An Analysis of Sponsor Identity and Pay Practices*, 23 Corp. Governance 472, 484 (2015) (记录经理主动地通过改变公司行为与大股东达成和解，而不是将提案付诸表决并输掉)。

[126] See David R. Beatty, *How Activist Investors Are Transforming the Role of Public - company Boards*, McKinsey & Co. (Jan. 2017), <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-activist-investors-are-transforming-the-role-of-public-company-boards> [<https://perma.cc/4CVD-GQQ3>] (“董事会和高管经常按持股比例审查最大股东名单。然后，他们决定制定一项顾问策略，其中可能包括没有任何管理层在场的独立董事拜访。”)。

展激进主义运动是必要的,因此,激进主义者很可能会主动与被动投资者接触以表达想法并争取被动投资者的支持。<sup>[127]</sup> 激进主义者与“三巨头”之间有一条记录良好的信息通道,因为所有人都在交易不良绩效公司的信息。<sup>[128]</sup>

通过充当激进主义的“看门人”,被动基金在对冲基金更聚焦的参与中也发挥了补充作用。罗恩·吉尔森(Ron Gilson)和杰夫·戈登(Jeff Gordon)观察到,对冲基金通常购买不到10%的发行人股票,因此,除非其获得机构投资者(被动基金)的支持,否则就不可能成功开展激进主义运动。<sup>[129]</sup> 作为关键投票者,被动投资者可以通过评估对冲基金的策略并仅在其认为对冲基金可能成功的情况下提供支持来调解激进主义行动。值得注意的是,在这种情况下进行公司专项分析的成本并不过高,因为被动投资者中投资组合公司参与合并、激进主义者运动等类型活动的数量有限。与大多数主动基金发起人不同,被动基金发起人不那么可能因激进主义者的议程注重获取短期收益就先增持然后又退出一个目标公司,故而拥有大量被动份额的发起人可以长期关注并行使其投票权。<sup>[130]</sup>

最后,被动基金发起人会因其产品组合通常包括主动基金和被动基金而在所有行动中得到助益。大多数评论家都忽略了这两类基金的混合状态,主动基金和被动基金因专长不同而产生了高效的交叉补贴。例如,需要评估治理建议的主动基金可以从被动基金的治理专长中受

---

[127] See 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, 900 (2013) (“在进行了首次投资之后,激进主义者进行了一次非公开的运动以引起有利的机构回应。”)。

[128] See Beatty, *supra* note 127 (“激进主义者和传统资产管理者之间的合作正在改变董事会。”)。

[129] Gilson & Gordon, *supra* note 128, p. 897 (“激进投资者构筑并试图改变治理/绩效时,只有在获得能够评估替代策略的机构投资者的广泛支持下,他们才是成功的。”)。

[130] 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, 478 (2014) (“正是因为指数基金没有在目标指数中出售股票,所以这些基金对那些追求根本上的合理策略的公司具有独特的利益,这些策略能为股东创造最持久的财富。”)。

益,因为对于主动基金而言培养这些治理专长的成本可能过于昂贵;被动基金则能从主动投资者生成的与选股信息相关的公司专项信息中获益,原因在于选股信息在具有经济意义的重要股东投票情形(如代理权争夺和合并)中特别有用。正如下文所详述,<sup>[131]</sup>基金发起人通常通过一个集中的治理或管理委员会来协调其主动基金和被动基金的参与和投票活动。许多基金家族均设计有该措施,它旨在增加主动基金和被动基金之间的信息流动。这使同一基金家族中被动基金和主动基金的努力可以互补。

本文的分析并不意味着被动投资者将寻求发现并解决公司的专项运营缺陷。<sup>[132]</sup>作者同意其他评论家的观点,即被动投资者缺乏有效地做到这一点的专长和资源。<sup>[133]</sup>但此特征并非被动投资者独有,其同时也常见于主动共同基金(以及公共养老基金和散户投资者)。<sup>[134]</sup>治理参与和董事会组成、网络安全和风险管理等许多投资组合公司所常见问题上的参与,并不要求基金为其投资组合中的特定公司给出改进的业务策略。同时,这些努力可以提高被动基金投资组合中所有公司的业绩,从而提高全市场回报率并阻碍资本流向主动基金或其他竞争指数基金。

---

[131] See *infra* notes 143 – 149 and accompanying text.

[132] 我们很容易认识到,被动基金缺乏基于基本面分析进行治理参与所必需的研究。See, e. g., Sharon E. Fay, Alliancebernstein, *The Megaphone Effect: Amplifying the Impact of Engagement with Management* 3 (2018), [https://www.alliancebernstein.com/sites/library/Instrumentation/FINAL\\_EQU - 7697 - 0618. pdf](https://www.alliancebernstein.com/sites/library/Instrumentation/FINAL_EQU - 7697 - 0618. pdf) [ <https://perma.cc/56SM - 7S66> ] (观察到“指数基金明显缺乏基于基础研究的参与”)。

[133] 我们也同意贝布丘克(Bebchuk)和赫斯特(Hirst)批评被动投资者未能在单个所有者可能期望的监控水平上进行参与的观点。基于我们确定的原因,除了单个所有者是不适当的基准这一事实之外,这种参与的成本将极大地改变被动投资者的商业模式,并降低其作为客户的投资工具的吸引力。

[134] See, e. g., Fisch, *supra* note 93, p. 1024 (发现了为什么“搭便车”在公司专项监控中合理地减少了机构投资者的支出); Gilson & Gordon, *supra* note 128, p. 889 (“公共基金更有可能是积极主动的,但主要限于治理事务,而不是公司的战略或执行。最多,机构可能会参与“治理激进主义”而不是“绩效激进主义”)。

## 二、实践中的被动投资者

上文阐释了被动投资者理论。本部分中,作者证明了被动投资者的行为与被动投资者理论相一致。第(一)部分研究了治理在共同基金综合体中如何发挥作用。第(二)部分探讨了被动基金与激进主义者之间的关系。第(三)部分研究了被动基金如何通过投票发声影响治理。

### (一) 被动投资者与治理

随着被动投资者不断发展,其参与公司治理也越来越频繁。机构投资者参与公司治理始于几家大型公共养老基金,特别是加州公务员退休基金(CalPERS)。<sup>[135]</sup> 共同基金(被动基金和主动基金)最初并没有加入,并且评论家们对共同基金缺乏激励参与上述行动以改善其投资组合公司的治理给出了多种理由。<sup>[136]</sup>

在美国证券委员会(SEC)于2003年通过一项规则要求共同基金披露其所持投资组合公司股份如何投票后,情况发生了变化。<sup>[137]</sup> 尽管该规则并不严格要求共同基金对报给股东会的每期发行都进行投票,但实际上共同基金对此作出了回应,即共同基金所持几乎所有的股份都参与了投票。<sup>[138]</sup> 例如,贝莱德表示,其所持遍及85个市场的

---

[135] See Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, 61 *Vand. L. Rev.* 315, 316 (2008) (描述了加州公务员退休基金在影响投资组合公司的治理中的领导作用,以及其在利用此策略时有效性的实证研究)。

[136] See, e. g., James Cotter, Alan Palmiter & Randall Thomas, *ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals*, 55 *Vill. L. Rev.* 1, 8-10 (2010) (描述并给出了传统共同基金被动性的原因,包括成本可能超过收益、可能的利益冲突以及法律和法规的限制)。

[137] 参见注册管理投资公司的代理投票政策和代理投票记录的披露, 68 *Fed. Reg.* 6564 (Feb. 7, 2003)。

[138] See, e. g., Proxypulse, 2017 Proxy Season Review 2 (2017), <https://broadridge.com/assets/pdf/broadridge-2017-proxy-season-review.pdf> [ <https://perma.cc/CH3E-7SVX> ] (报告称,机构投资者在2017年代理季中对91%的股份进行了投票)。

17,000家公司的所有股份都会进行投票。<sup>[139]</sup> 这些投票以及投票所依据的任何政策都会向美国证券委员会公开备案并由市场上的其他人追踪,这使共同基金不仅可以在公司层面发声,而且可以向整个市场表达自己的态度。<sup>[140]</sup>

共同基金发起人以不同的方式来组织其投票活动。<sup>[141]</sup> 许多大型基金的发起人通过使用代表整个基金综合体做出投票决定的投票人或治理员来集中投票。<sup>[142]</sup> 某些发起人通过集中治理委员会投票。例如,每个先锋共同基金都将投票权委托给投资管理监督委员会。<sup>[143]</sup> 尽管

[139] Blackrock, Proxy Voting and Shareholder Engagement FAQ 1 – 2 (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-faq-global.pdf> [ <https://perma.cc/5UGW-J8MP> ] [ hereinafter Blackrock, FAQ ] (“我们的目标是在客户已授予我们投票权的所有会议上进行投票,因此,我们每年在超过85个市场中的大约17,000个股东会议上投票。”)。

[140] 参见注册管理投资公司的代理投票政策和代理投票记录的披露,68 Fed. Reg., p. 6567 (“委员会正在通过采用修改、修正案的形式,要求每个基金向委员会提交其代理投票记录,并将该记录提供给其股东。”)。See generally K. J. Martijn Cremers & Roberta Romano, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule*, 13 Am. L. Econ. Rev. 220 (2011)。

[141] See Bonnie Saynay & Henning Stein, *Invesco White Paper Series: Proxy Voting: The Hallmark of Active Ownership* 6 (2017), [https://apinstitutional.invesco.com/ap-public/dam/jcr:c15b0254-7307-4602-acb4-b8543bd21470/Macro\\_20170718\\_ESG%20Proxy%20Voting-the%20hallmark%20of%20active%20ownership-July2017.pdf](https://apinstitutional.invesco.com/ap-public/dam/jcr:c15b0254-7307-4602-acb4-b8543bd21470/Macro_20170718_ESG%20Proxy%20Voting-the%20hallmark%20of%20active%20ownership-July2017.pdf) [ <https://perma.cc/6STP-ZRD6> ] (描述共同基金发起人的不同投票策略); see also Griffith & Lund, *supra* note 123, pp. 1170–1171 (描述了最大的被动投资者的投票做法)。

[142] See, e. g., Strine, *supra* note 131, p. 478 n. 85 (引用文献记录了贝莱德、富达和先锋集中投票权的来源)。But see Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, *Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 3 Harv. Bus. L. Rev. 35, 47–48 (2013) (报告了共同基金家族之间不同程度的集中化)。

[143] 该委员会“由先锋的高级官员组成,没有外部客户职责”。Vanguard, *Proxy Voting Guidelines for U. S. Portfolio Companies* 2 (2019), [https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy\\_voting\\_guidelines.pdf](https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy_voting_guidelines.pdf) [ <https://perma.cc/9WR2-L28M> ] [ hereinafter Vanguard, *Proxy Voting Guidelines* ]; see also, e. g., Hortense Bioy, Jose Garcia-Zarate & Alex Bryan, *Passive Fund Providers and Investment Stewardship*, Harv. Law Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg. (Dec. 21, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/21/passive-fund-providers-and-investment-stewardship/> [ <https://perma.cc/Q7LD-YKXR> ] [ 观察到“先锋、道富环球(SSGA)和法通(LGIM)……公司治理团队拥有表决的最终权力”]。

先锋最近宣布从2019年年底起,其主动基金的投资组合经理将负责就某些影响其管理股份的事项进行投票。<sup>[144]</sup>

或者,个别基金经理可保留投票权。但在这种情况下,基金发起人仍会为其经理提供相应机制以共享信息并协调其投票决定。例如,贝莱德有集中投票机制,但个别基金经理仍保有最终投票权以偏离“贝莱德”观点。<sup>[145]</sup> 普信(T. Rowe Price)设有代理委员会,建议基金如何投票,虽然基金经理仍保有最终投票权,但其必须记录偏离集中建议的原因。<sup>[146]</sup> 景顺(Invesco)使用创新投票平台让基金经理在其投资组合公司中讨论临近的投票并达成共识。<sup>[147]</sup> 即使是总体上采取集中投票的基金,也可能会授予基金经理针对合并或选举竞争等特殊议题的投票权,因为这些情况下公司专项信息非常重要。<sup>[148]</sup> 最后,基金可能会将其投票决定外包。<sup>[149]</sup> 许多小型基金综合体似乎会将投票决定委托给代理投票顾问公司(Institutional Shareholder Service, ISS)一类的代理

---

[144] Dawn Lim & Cara Lombardo, *Vanguard Is Handing over Some of Its Voting Power*, Wall St. J. (Apr. 25, 2019), <https://www.wsj.com/articles/vanguard-is-handing-over-some-of-its-voting-power-11556190120> [<https://perma.cc/T88A-QCEY>][到今年年底……管理先锋主动股票基金(约占先锋管理资产的9%)的公司将能够对收购,董事会提名投票或影响他们所监管股份的股东提议进行投票,但先锋“将继续对其庞大的指数基金持股进行投票……”]。

[145] See Blackrock, *Faq*, *supra* note 140, p. 1(概述了贝莱德如何通过其投资者管理团队对股份进行投票)。

[146] See T. Rowe Price, *Proxy Voting Guidelines 1* (2019), [https://www3.troweprice.com/usis/content/trowecorp/en/utility/policies/\\_jcr\\_content/maincontent/policies\\_row\\_1/para-mid/thiscontent/pdf\\_link/pdffile](https://www3.troweprice.com/usis/content/trowecorp/en/utility/policies/_jcr_content/maincontent/policies_row_1/para-mid/thiscontent/pdf_link/pdffile) [<https://perma.cc/88X8-E9FH>](指出代理投票建议是由代理委员会提出的,但基金管理人最终有权自行决定为其公司投票,因为只要他们“以书面形式向代理委员会记录其理由”)。但是,普信代理委员会的集中建议是有局限的,而且留下了很多问题[包括薪酬话语权问题、主席和首席执行官职位分离以及ESG(环保、社会、治理)问题]需要逐案决定,这其中,投资组合经理作出的公司特有决定起着重要作用,并且最终可能决定以不同的方式对他们的股份进行投票。

[147] Saynay & Stein, *supra* note 142, p. 8(“景顺基金经理门户网站……允许基于共识情报的代理投票,而不是一个人或一个团队推翻其他所有人。这能够让拥有更深刻见解和最新信息的经理们在同事之间共享他们的知识。”)。

[148] See, e. g., Vanguard, *Proxy Voting Guidelines*, *supra* note 144, p. 9.

[149] 例如,富达通过其指数基金将投票外包给次级顾问乔德(Geode)。See Bioy et al., *supra* note 144, p. 4.

机构。<sup>[150]</sup>

集中治理委员会、投票平台和基金经理间的问询是发起人利用所有基金资源做出投票决定的工具。主动基金得益于被动基金的治理专长,而被动型基金也依赖于主动经理的公司专项知识。<sup>[151]</sup> 值得注意的是,基金投票包含治理团队之间以及被动经理和主动经理之间的持续互动。<sup>[152]</sup> 即使基金综合体投资经理可以自由做出基金投票决定,<sup>[153]</sup> 这些机制也会导致投票决定的高度共通性。

另外,基金家族成员似乎并没有步调一致地进行投票表决,特别是在代理交易和合并等特定交易方面。<sup>[154]</sup> 此外,每个基金发起人都有其决定基金综合体投票方式和对公司管理层投反对票频率的政策和做法。<sup>[155]</sup> 有经验证据表明,持有发行人更多股票的基金更可能参与主动投票,<sup>[156]</sup> 并且更可能自己投入资源做出投票决定而非遵循代理投票顾问公司的建议,<sup>[157]</sup> 这表明对表决最具影响力的被动投资者最有可能获悉相关

---

[150] See Choi et al. , *Who Calls the Shots?*, supra note 143, p. 53 (报告称,与代理投票顾问公司的建议保持紧密一致的共同基金投票在共同基金资产中所占的比例相对较小)。

[151] 一些共同基金公司明确依靠其主动经理来确定其被动基金的投票政策。See, e. g. , Saynay & Stein, supra note 142, p. 7 [解释了景顺的被动基金参与回声投票(echo-voting)以“利用主动股权专业知识”]。

[152] 参见前注[151],第8页(解释了景顺的代理投票平台如何“鼓励对任何投票进行内部辩论,使可能拥有更深刻见解和最新信息的管理人员在同事之间共享知识”)。

[153] See, e. g. , Choi et al. , *Who Calls the Shots?*, supra note 143 (记录了基金家族内部投票决定的集中程度)。

[154] See Bioy et al. , supra note 144, exhibit 3 (详细说明了投票制度和实践中各基金综合体之间的差异)。基金发起人甚至无法协调其投票行为,这为质疑认为大型被动投资者之间的共同所有权引发反垄断担忧的学术论文提供了理由。See, e. g. , Morton & Hovenkamp, supra note 7; Posner et al. , supra note 7.

[155] See Bioy, et al. , supra note 144, exhibit 3.

[156] See Peter Iliev & Michelle Lowry, *Are Mutual Funds Active Voters?*, 28 Rev. Fin. Stud. 446, 458 - 60 (2015).

[157] 参见前注[156],第455页(表明较大的基金家族不太可能遵循代理投票顾问公司的投票建议); see also Choi, et al. , *Who Calls the Shots?*, supra note 143, pp. 53 - 54, 61 - 62 (2013) (报告称,大型基金家族不太可能遵循代理投票顾问公司的建议,并确定先锋的投票与代理投票顾问公司的建议之间存在分歧)。

信息。<sup>[158]</sup>

多种数据资料记录了共同基金投票对公司治理和运营决策的影响。<sup>[159]</sup> 大多数人没有区分主动投资者和被动投资者。然而,艾派勒(Appel)、格姆雷(Gormley)和凯姆(Keim)最近基于罗素(Russell)1000和2000指数中股票分配的不连续性分析专门研究了被动所有权的影响。<sup>[160]</sup> 该经验研究检视了三种治理措施并得出结论:被动所有权会对公司治理产生影响。具体地,研究发现,增加的被动所有权与独立董事人数增加、收购防御减少以及一股一票所有权增加有关。<sup>[161]</sup>

但是,被动投资者投票并非在真空中进行,而是越来越多地利用其

---

[158] 这与隆德(Lund)教授的主张相反,即被动投资者坚持“低成本,无思想的治理方法……” See Lund, *supra* note 7, p. 513.

[159] See, e. g., Matthew D. Cain, Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, *How Corporate Governance is Made: The Case of the Golden Leash*, 164 U. Pa. L. Rev. 649, 678-94 (2016) [研究共同基金的投票和参与及其对金皮带薪酬安排(golden leash compensation arrangements)的影响]; Steven Mufson, *Financial Firms Lead Shareholder Rebellion Against ExxonMobil Climate Change Policies*, Wash. Post (May 31, 2017), [https://www.washingtonpost.com/news/energy-environment/wp/2017/05/31/exxonmobil-is-trying-to-fend-off-a-shareholder-rebellion-over-climate-change/?utm\\_term=.9579fd3049f6](https://www.washingtonpost.com/news/energy-environment/wp/2017/05/31/exxonmobil-is-trying-to-fend-off-a-shareholder-rebellion-over-climate-change/?utm_term=.9579fd3049f6) [ <https://perma.cc/LGN5-8MRY> ] [报道了贝莱德和先锋拥有埃克森美孚(ExxonMobil)13%的股份,他们的投票对于通过要求改善气候变化影响的披露情况的股东提案至关重要]。

[160] See Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants*, *supra* note 38. 艾派勒、格姆雷和凯姆对罗素2000/1000指数作为识别方法的使用无处不在,现在至少已用于6项不同的研究中。See Ian Appel, Todd A. Gormley & Donald B. Keim, *Identification Using Russell 1000/2000 Index Assignments: A Discussion of Methodologies 1* (May 20, 2019) (未出版的手稿), <https://ssrn.com/abstract=2641548>. 我们尚不清楚此识别方法(IV,初始化向量)是否正确还是在将要进入或退出该指数的公司之中接受改变,因为每年的指数重新校准是可预测的,并反映在公司绩效中。但是,它们确实提供了一些被动的投资者影响力的初步证据。这一经验证据得到大量轶事证据的支持。

[161] 此外,艾派勒、格姆雷和凯姆发现,被动所有权不仅与观察到的治理差异相关,而且与由资产收益率和托宾Q(Tobin's Q)衡量的绩效的改善相关。See Appel et al., *Passive Investors, Not Passive Owners*, *supra* note 38, p. 114. But see Appel, Gormley & Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, 32 Rev. Fin. Stud. 2720, 2753 [发现“被动所有权与目标公司的现金持有量、股利收益率、杠杆比率、资本支出或研发(R&D)支出、资产回报率,托宾Q或目标前一年的库存回报在数据上并无重大关联”]。

投票权筹码来推动与投资组合公司经理和董事进行意见交流并鼓励变革。<sup>[162]</sup> 被动基金表现出了对管理层投反对票的意愿,这是一种提高被动基金非公开参与有效性的方法。<sup>[163]</sup> 有证据表明,这种意愿加上其大量所有权所提供的筹码,通常足以让管理层做出回应。<sup>[164]</sup>

近年来,共同基金的非公开参与(private engagement)行动急剧增长。<sup>[165]</sup> 共同基金越来越多地通过信函、电话、电子通讯和直接会议与投资组合公司管理人员和董事直接联系。<sup>[166]</sup> 最近一项调查报告称,过去的5年中,有63%的大型机构投资者与管理层进行过直接讨论,45%在管理层外与公司董事会进行过私下讨论。<sup>[167]</sup> 类似地,报告投资者参与行动的标普500指数公司比例从2015年的56%上升至2018年

---

[162] 被动基金也可以通过其指数的构成施加市场压力。例如,富达提供了两种可持续发展指数基金,而投资者将大量资产转移到这些基金中,将激励发行人采取更可持续的商业实践。*Fidelity Launches First Two Sustainability – Focused Index Funds*, Fidelity (May 15, 2017), <https://www.fidelity.com/about-fidelity/institutional-investment-management/first-two-sustainability-focused-index-funds> [<https://perma.cc/B5WV-QTQ6>].

[163] See, e. g., Kapadia, *supra* note 112 (解释说,“当对话无法进行时,似乎越来越愿意采取行动”)。

[164] 同上。

[165] 这种参与有多种形式。See, e. g., State St. Glob. Advisors, *Proxy Voting and Engagement Guidelines 2 (2019)*, <https://www.ssga.com/our-insights/viewpoints/2019-proxy-voting-and-engagement-guidelines-north-america.html> [<https://perma.cc/KK94-CWQD>] [报告了道富全球(SSGA)参与“公司治理,提供对推动我们做出投票决定的原则和做法的见解。我们还积极参与以与最大化股东价值一致的方式解决重大的股东关切以及环境、社会和治理(ESG)问题”]; Sarah Krouse, *At BlackRock, Vanguard and State Street, “Engagement” Has Different Meanings*, Wall St. J. (Jan. 20, 2018), <https://www.wsj.com/articles/at-blackrock-vanguard-and-state-street-engagement-has-different-meanings-1516449600> [<https://perma.cc/38A8-AZ4P>] (注意到,对于不同的被动投资者而言,参与的途径不同)。

[166] 参与当然不仅限于被动投资者,还可以通过主动管理的共同基金和对冲基金来实现。See, e. g., Matthew J. Mallow & Jasmin Sethi, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk – Strine Debate*, 12 N. Y. U. J. L. & Bus. 385, 395 (2016) [报告称,普信(T. Rowe Price)“与全年管理的投资组合中拥有的公司进行了数百次简短、直接的对话,涉及与公司进行的正常尽职调查会议之外的问题”]。

[167] Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. Fin. 2905, 2906 (2016).

7月的77%。<sup>[168]</sup>

特别是大型被动投资者参与行动也有所增加。2017年,贝莱德对其投资组合公司参与1600多次,先锋参与900多次,道富参与600多次。<sup>[169]</sup>除亲自参与之外,道富银行还向其投资组合公司发送了数百封信件。<sup>[170]</sup>贝莱德、先锋和道富都成立了专门的公司治理团队,负责与其投资组合公司的互动。<sup>[171]</sup>例如,贝莱德解释称其治理专家“每年参与公司数千次对话”,而这些会晤都建立在投资者近些年新收集的大量“投资见解”类可得信息之上。<sup>[172]</sup>先锋解释称,2018年6月30日之前的12个月中,其代表着超1.6万亿美元的基金资产进行了参与活动,参与资产量从2014年起增加了63%。<sup>[173]</sup>

与投票一样,同一基金综合体内被动基金和主动基金的混合会在参与上产生互补性。<sup>[174]</sup>主动基金可以识别不良绩效发行人,这些发行人可能成为进行改善治理或其他改进的适当目标。但发起人可以利用被动基金的投票权以最大限度发挥其影响力。即使从发起人的知识和专长中受益的方式不同,主动基金和被动基金在培养发起人知识和专长时共同发挥作用。

---

[168] 2018 *Proxy Season Review*, Ernst & Young (July 2018), [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-cbm-proxy-season-review-2018/\\$FILE/EY-cbm-proxy-season-review-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-cbm-proxy-season-review-2018/$FILE/EY-cbm-proxy-season-review-2018.pdf) [<https://perma.cc/VE7W-MGS8>].

[169] See Krouse, *supra* note 166.

[170] *Id.*

[171] See, e.g., Madison Marriage, BlackRock, Vanguard and State Street Bulk Up Governance Staff, *Fin. Times* (Jan. 28, 2017), <https://www.ft.com/content/657b243c-e492-11e6-9645-c9357a75844a> [<https://perma.cc/CZU-Z8WD>] (观察到,截至2017年1月,贝莱德的治理人员人数增加到31人,先锋有20位治理人员,道富有11位)。

[172] Blackrock, *Exploring Esg: A Practitioner's Perspective 2, 1* (2016), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf> [<https://perma.cc/55KU-RJE4>].

[173] Vanguard, *Investment Stewardship 2018 Annual Report* pp. 7, 8 (2018), <https://global.vanguard.com/documents/investment-stewardship-annual-report-v2.pdf> [<https://perma.cc/P4LD-6MWD>].

[174] See, e.g., Ann M. Lipton, *Shareholder Divorce Court*, 44 *J. Corp. L.* 297, 309 (2019) (“尽管大型资产管理者们持有多个基金的份额,但他们通常会协调其治理和参与政策,这样多个基金就只发出一种声音,从而增大其影响力。”)。

尽管开展了这些活动，一些评论家仍然批评被动投资者治理人员数量有限。<sup>[175]</sup> 本文在此回应三点：其一，随着参与程度的提高，被动投资者正在增大治理人员的规模；<sup>[176]</sup> 其二，分析治理问题所需人员数量明显少于针对公司专项特征进行研究所需的人员数量；其三，这种批评忽视了当今股东生态系统中各个基金综合体相互影响并且依靠代理顾问公司和股东激进主义对冲基金来补充其观点、助力监督和收集信息过程从而大幅降低信息收集和评估成本的情况。

与此相关，发行人和股东也在制定非公开计划促进董事会股东的参与行动，而被动投资者再一次处于这些行动的最前沿。例如，2014年美国主要发行人与包括贝莱德和先锋集团在内的几家大型机构投资者合作，共同创建了“股东—董事交换计划”（shareholder – director exchange program）。<sup>[177]</sup> 类似地，2016年美国主要公司和主要投资者的代表（再次包含贝莱德、道富和先锋）签署了一项协议以支持一系列公司治理常识性原则，并且呼吁发行人和股东进行持续建设性对话。<sup>[178]</sup> 由16家大型资产管理公司（包括先锋和贝莱德在内）组成的“投资者管理小组”（investor stewardship group, ISG）旨在“建立一个管理标准和公司治理的框架”。<sup>[179]</sup>

被动投资者的参与也超出了个体公司层面，其中一种方式是影响代理投票顾问公司和格拉斯·刘易斯（Glass Lewis）等代理顾问公司的

---

[175] See, e. g., Bebchuk, Cohen & Hirst, *supra* note 7, p. 100 (称指数基金将“实际上疏忽的资源”用于治理和管理)；Lund, *supra* note 7, pp. 515 – 516 (认为“三巨头”的治理团体“人员不足”并且“尚未完成任务”)。

[176] See *supra* notes 152 – 154 and accompanying text.

[177] See James Woolery, *Introduction to the SDX Protocol*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (Feb. 5, 2014), <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/02/05/introduction-to-the-sdx-protocol/> [<https://perma.cc/K25P-K989>] ; see also *About SDX*, SDX, <http://www.sdxprotocol.com/about-sdx/> [<https://perma.cc/VQ3B-3MLH>] , visited Oct. 14, 2017.

[178] See Open Letter from Tim Armour et al., *Commonsense Principles 2.0* (Oct. 18, 2018), <https://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2018/10/CSP-2.0-Open-Letter.pdf> [<https://perma.cc/M4QK-MCPT>].

[179] David A. Katz & Laura A. McIntosh, *Common-Sense Capitalism*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (July 28, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/28/common-sense-capitalism/> [<https://perma.cc/7CFC-6ESJ>].

投票政策。这些顾问公司降低了治理方面的信息成本,而这对于管理大型投资组合且注重成本的被动投资者至关重要。顾问公司还通过制定作为投票建议基础的治理政策对公司治理产生重大影响。然而,顾问公司的投票政策在很大程度上受到基金综合体观点的影响。<sup>[180]</sup>

代理投票顾问公司明确地利用其机构客户的观点来制定投票指南。<sup>[181]</sup> 这使投资者可以汇总偏好并克服集体行动问题,并通过影响治理专长更加有限的小型基金综合体,以最大限度利用其观点。基于许多共同基金独立且主动的观点证明,尽管代理投票顾问公司和格拉斯·刘易斯通知共同基金投票信息,但却并没有要求基金投票。相反,研究发现,共同基金越来越多地参与对投票决定的独立分析。<sup>[182]</sup>

最后,即使追踪热门指数的被动投资者也可能影响指数本身的构成,从而对其必须投资的公司有一定程度的控制。<sup>[183]</sup> 例如,“三巨头”在说服某些指数提供商排除双重股票发行人上发挥作用。<sup>[184]</sup> 文献通常假设主要指数的构成是固定且基于规则的,但事实上,指数提供者在纳入标准上有很大的自由裁量权。<sup>[185]</sup> 投资者已经影响并使指数提供

---

[180] See generally David F. Larcker, Allan L. McCall & Brian Tayan, *And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations?*, Stan. Closer Look Series (Stanford Univ., Stanford, Cal.), Feb. 25, 2013, <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf> [ <https://perma.cc/6JCB-W6NL> ] (总结和批评了代理投票顾问公司和格拉斯·刘易斯的政策制定程序)。

[181] See *Policy Formulation Process*, ISS, <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-formulation-application/> [ <https://perma.cc/S3JR-BTMG> ], visited June 2, 2019.

[182] See Iliiev & Lowry, *supra* note 157, p. 466 (发现可以从主动投票中获得更多收益的共同基金常常不同意代理投票顾问公司的建议)。

[183] 我们感谢安德鲁·沃斯坦 (Andrew Verstein) 提请我们注意这一点。

[184] See Joann S. Lublin, *Big Investor Group to Push for End to Dual-Class Shares*, Wall St. J. (Jan. 31, 2017), <https://www.wsj.com/articles/big-investor-group-to-push-for-end-to-dual-class-shares-1485817380> [ <https://perma.cc/9GNW-LPDY> ] (报告了包括贝莱德、道富和先锋在内的集团禁止拥有双重股份的公司在美国交易所上市的努力)。

[185] See Gabriel Rauterberg & Andrew Verstein, *Index Theory: The Law, Promise and Failure of Financial Indices*, 30 Yale J. Reg. 1, 18-19 (2013) (描述了指数提供者行使的广泛解释权)。

者既放弃了原本会排除受欢迎或高收益公司的过滤机制，<sup>[186]</sup>也剔除了投资者认为有问题的公司。<sup>[187]</sup>

## (二) 被动投资者与激进主义者

正如被动投资者理论所预测的那样，被动投资者在调解股东激进主义人士的影响方面起着重要作用。由于被动投资者的潜在影响，激进主义者和发行人在培育战略影响和考虑治理变革时，均越来越关注被动投资者及其重视的问题。激进主义者出于各种原因，购买一家投资组合公司的股份通常不会超过 5% ~ 10%，并且在目标较大的情况下，其购买的股份可能会少得多。<sup>[188]</sup>因此，无论是设计公司出售交易还是获取董事会代表席位，在没有被动投资者支持的情况下，激进主义者都不能实现其目标。拥有大量股份的被动投资者常常决定了激进主义运动的成功与否。例如，在杜邦 (DuPont) 公司特里安 (Trian) 的激进运动中，“三巨头”中没有一家投票支持特里安。据媒体报道，如果“三巨头”中任何一家支持特里安，那一票将改变代理权争夺的结果并让特里安获胜。<sup>[189]</sup>在表决事后分析中，杜邦的顾问认为与被动投资者的互动是杜邦胜利的一个因素。<sup>[190]</sup>

---

[186] 同前注[185]，p. 19(例如，“标准普尔 500 指数增加了获利能力和住所要求，但其选择委员会会对受欢迎的或重要的公司视个案情况放弃这些要求”)。

[187] See, e. g., Emma Boyde, *Index Providers Tweak Rules as Investors Raise Concerns*, *Fin. Times* (Nov. 18, 2011), <https://www.ft.com/content/b02adf58-092e-11e1-8e86-00144feabdc0> [<https://perma.cc/YH5U-W6N8>] (报告称，罗素和标准普尔决定将中国的反向并购公司从美国公司的定义中排除，从而将它们从热门指数中排除)。

[188] See Claire A. Hill, Brian JM Quinn & Steven Davidoff Solomon, *Mergers & Acquisitions: Law, Theory, and Practice* 767 (2d ed. 2019) (“激进主义者通常将其持股比例限制为目标公司的 10%，以避免 34 号法案第 16 条的适用……”)；see also Gilson & Gordon, *supra* note 128, p. 897.

[189] See Stephen Gandel, *DuPont Nearly Lost Its War with Activist Nelson Peltz*, *Fortune* (June 4, 2015), <http://fortune.com/2015/06/04/duPont-nelson-peltz-vote/> [<https://perma.cc/46BB-PXDC>].

[190] See Andrew R. Brownstein, Steven A. Rosenblum, David A. Katz & Sebastian V. Niles, *Winning a Proxy Fight—Lessons from the DuPont - Trian Vote*, *Harv. Law Sch. F. On Coro. Governance & Fin. Reg.* (May 18, 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/05/18/winning-a-proxy-fight-lessons-from-the-dupont-trian-vote/> [<https://perma.cc/L2AK-CJVB>].

关键投票者的角色为被动投资者在公司层面参与管理工作以缓和激进主义者的影响创造了独一无二的机会。由于自身的激励可能不同于激进主义者以及一些主动基金的激励,被动投资者在筛查激进主义方面发挥着至关重要的作用。如果激进主义者能够实施产生短期收益但长期来看对会公司造成损害的变革,被动投资者就会因其分享了有效激进主义在公司内的收益却又无法像主动投资者一样在公司遭受损害之前退出而蒙受损失。<sup>[191]</sup> 这些激励可能会使被动投资者采取更为谨慎的态度,而不像主动基金那样愿意支持某些激进主义者。<sup>[192]</sup>

早期的经验证据表明被动投资者在对冲基金激进主义运动中发挥中介作用。艾派勒、格姆雷和凯姆的一项研究发现,更高的被动投资者所有权与激进主义者的战略选择和特别是与代理权争夺发生率上升有关。<sup>[193]</sup> 该研究还发现,在这种情况下,激进主义者更为成功,且更可能获得董事会代表席位或是影响公司出售交易。<sup>[194]</sup> 这些发现与其他说明被动投资者不愿支持激进主义者的理论工作背道而驰。<sup>[195]</sup>

被动基金还试图规范经理人和对冲基金之间的私人协议。激进主义者代理权争夺越来越多地以董事会同意增加一名或多名激进主义者

---

[191] See, e. g., *In re PLX Tech., Inc. Stockholders Litig.*, No. 9880 – VCL, 2018 WL 5018535, at \*41 (Del. Ch. Oct. 16, 2018) (引用了对特定类型的投资者可能会拥护短期投资策略并安排其事务以从这些策略中获取经济利益的担忧)。

[192] FactSet Sharkrepellent 报告称,在 2016 年和 2017 年,激进主义者对冲基金在异议代理权争夺中的成功率分别为 55% 和 53%。See generally *Sharkrepellent*, <https://www.sharkrepellent.net> [ <https://perma.cc/C3R8-QNGM> ], visited Oct. 25, 2019. 举一个最近的例子,在马卡托(Marcato)与 Deckers Outdoor 的代理权争夺中,贝莱德和先锋这两家公司的 5 个最大股东中的 2 个向管理层投票。格拉斯·刘易斯支持管理层,而代理投票顾问公司支持激进主义者。See Svea Herbst – Bayliss, *Deckers Wins Proxy Contest Against Hedge Fund Marcato*, Reuters (Dec. 14, 2017), <https://www.reuters.com/article/us-deckers-outdoor-marcato/deckers-wins-proxy-contest-against-hedge-fund-marcato> idUSKBN1E82KR [ <https://perma.cc/F69S-TXDX> ]. 尽管被动基金可能会对对冲基金激进主义采取更具个性化的手段,但主动基金可能会系统性地避免激进主义,因为这会抑制其获得阿尔法超额收益的能力。

[193] See Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants*, *supra* note 38, p. 2723.

[194] 参见前注[193],第 2724 页。

[195] See Lund, *supra* note 7.

提名董事的和解形式解决。<sup>[196]</sup> 这些和解通常不涉及股东投票,并且有理由担忧这种和解会降低管理层的责任感。<sup>[197]</sup> 被动基金最近开始反对发行人不寻求长期机构投资者的参与就解决选举竞争的做法。<sup>[198]</sup> 这些结论还表明,被动投资者将能够通过声誉制裁措施限制破坏性对冲基金激进主义。<sup>[199]</sup>

### (三) 政策的作用

被动投资者在政策和监管中的作用越来越大。<sup>[200]</sup> 通过积极参与政策讨论,被动投资者总体上会为投资者发出更多声音。在公司治理以外的其他多个问题上与政策制定者进行互动,被动投资者以此将对其政策考量的理解带给发行人并将投资组合公司的利益带给政策制定者。同时,被动投资者越来越多地涉猎此类事务与本文的被动投资者激励理论相一致。

被动投资者积极参与其投资组合公司的治理是影响监管政策的一个方面。被动投资者定期评论并呼吁更改美国证券交易委员会根据联邦证券法通过的规则。例如,1991年4月机构投资者发布了一份呼吁进

---

[196] See, e. g., Gail Weinstein, Warren S. de Wied & Philip Richter, *Shareholder Activism*; 1H 2018 *Developments and Practice Points*, Harv. Law Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (Oct. 14, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/14/shareholder-activism-1h-2018-developments-and-practice-points/> [ <https://perma.cc/FJ2A-QF2G> ] (注意到了激进主义运动中和解的持续流行,这导致了目标董事会中董事的替换)。

[197] See Jill E. Fisch & Simone M. Sepe, *Shareholder Collaboration*, 98 *Tex. L. Rev.* (2019年即将出版) (手稿, pp. 37-39), <https://ssrn.com/abstract=3227113> (解释了股东合作可能会降低透明度并限制问责制)。

[198] See Kai Haakon Liekefett & Lawrence Elbaum, *Think Twice Before Settling with an Activist*, *Law 360* (Dec. 9, 2016), <https://www.law360.com/articles/869160/think-twice-before-settlings-with-an-activist> [ <https://perma.cc/CUW3-RUQJ> ]。

[199] See Kapadia, *supra* note 112.

[200] See Asaf Eckstein, *The Virtue of Common Ownership in an Era of Corporate Compliance*, 105 *Iowa L. Rev.* (2020年即将出版) (手稿, p. 46), <https://ssrn.com/abstract=3194605> (“共同所有权为机构投资者提供了强大的权力,使它们有特权参与立法和规则制定……”)。

行多项代理制度改革以增加共同基金之间合作的报告。<sup>[201]</sup> 这项受到机构投资者广泛支持的改革由美国证券交易委员会于1992年实施,减轻了投资者交流和集团诉讼的监管负担。<sup>[202]</sup> 机构投资者一直积极参与美国证券交易委员会的其他各项改革以提高股东投票权的有效性。例如,最近机构投资者一直在积极影响并试图阻止规范代理顾问服务的国会提案。<sup>[203]</sup>

被动投资者在制定公共政策中的作用不仅限于证券监管。正如阿萨夫·埃克斯坦(Asaf Eckstein)所记录的那样,被动投资者花费大量资金进行游说,就机构规则的制定发表评论,参加圆桌会议和其他政策讨论以及与立法者的私人会议。<sup>[204]</sup> 埃克斯坦指出,一些被动投资者的高管已在国会作证。<sup>[205]</sup> 被动投资者参加诸如机构投资者委员会(Council for Institutional Investors, CII)之类的贸易团体以发展和支持公司治理最佳实践以及其他政策立场。<sup>[206]</sup> 现在,机构投资者定期对立法表明政策立场并提交法庭之友书(amicus briefs)。<sup>[207]</sup> 机构投资者曾

---

[201] See Alicia McElhane, *Fight for Your Right to Proxy*, Institutional Inv. (Nov. 10, 2017), <https://www.institutionalinvestor.com/article/b15kfxz7qzdrpy/fight-for-your-right-to-proxy> [ <https://perma.cc/C6JH-VNTR> ] (描述了这一报告及其建议)。

[202] See *Regulation of Communications Among Shareholders*, 57 Fed. Reg. 48, 276 (Oct. 22, 1992).

[203] See Letter from the Council of Institutional Inv'rs to the U. S. Senate Comm. on Banking, Hous. & Urban Affairs (Sept. 6, 2016), <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/26/the-regulation-of-proxy-advisory-firms/> [ <https://perma.cc/MSL6-8XTL> ] (分享了对拟议的《公司治理改革和透明度法案》表示担忧)。有关监管代理顾问的风险, see generally Asaf Eckstein, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, 40 Del. J. Corp. L. 77 (2015).

[204] See Eckstein, *supra* note 201 (手稿, pp. 47-48)。

[205] 同上,第48页。

[206] See Associate Members, Council of Institutional Invs., <https://www.cii.org/associate-members> [ <https://perma.cc/5NHD-NX8R> ], visited June 9, 2019 (将贝莱德、先锋和道富作为机构投资者委员会的成员列出)。

[207] See, e. g., Zach Wener-Fligner, *Every US Company Arguing for the Supreme Court to Legalize Same-Sex Marriage*, Quartz (Mar. 10, 2015), <https://qz.com/359424/every-us-company-arguing-for-the-supreme-court-to-legalize-same-sex-marriage/> [ <https://perma.cc/WM24-SJGY> ] (报道称,贝莱德在美国最高法院签署了法庭之友书,为同性伴侣主张婚姻平等)。

积极参与《多德 - 弗兰克法案》的协商和通过以及后续的立法工作。<sup>[208]</sup>最近,机构投资者(包括主要经营被动基金的基金综合体)积极参与了应对气候变化的活动。<sup>[209]</sup>

这项政策工作包括基础广泛的政策倡议和公司专项行动。大型共同基金综合体定期发布政策性信件和消息,其中一些已经开始向发行人发送年度信件来强调其政策关注点。例如,2019年,贝莱德董事长拉里·芬克(Larry Fink)向所有贝莱德投资的上市公司首席执行官发出呼吁,号召采取更具可持续性的商业做法。<sup>[210]</sup>类似地,许多机构投资者也发布公告,呼吁在公司董事会中实现更多性别多元化。<sup>[211]</sup>总而言之,现有资料数据详表了指数基金发起人在参与、治理和范围更广的政策倡议方面重要且不断增长的影响,并且这些活动对其投资组合公司产生了广泛的全市场影响。

### 三、理论的意义

本文前面各部分对被动投资者缺乏参与和获取信息的激励的主张提出质疑。<sup>[212]</sup>恰恰相反,本文提供了被动投资者参与活动增加的证据,并从理论上解释了为什么被动投资者具有主动监督其投资组合公

---

[208] See, e. g. , Dodd - Frank Act, Council of Institutional Invs. , [https://www.cii.org/dodd\\_frank\\_act](https://www.cii.org/dodd_frank_act) [<https://perma.cc/M4GT-JQ36>] (观察到,机构投资者委员会“大力提倡适用于《多德 - 弗兰克法案》的许多内容”)。

[209] See, e. g. , Ken Silverstein, *More Institutional Investors Throw Weight into Fight against Climate Change*, *Forbes* (Dec. 12, 2017), <https://www.forbes.com/sites/kensilverstein/2017/12/12/isthe-financial-and-political-heft-behind-the-climate-fight-enough-to-make-a-difference/#41639a621551> [<https://perma.cc/LMJ5-E49T>].

[210] See Fink, *supra* note 35.

[211] See, e. g. , Brianna Castro, *Raising the Stakes on Board Gender Diversity*, *Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg.* (Jan. 8, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/08/raising-the-stakes-on-board-gender-diversity/> [<https://perma.cc/3AMS-LKHX>] (报告了道富、贝莱德和先锋集团的公告)。对这些倡议中的任何一个是否就是整个社会或是投资组合中的公司所希望的,我们不做评论。

[212] Cf. Lund, *supra* note 7, pp. 494 - 495 (认为主动基金有激励来监控,但被动基金缺乏这样的激励)。

司的激励,同时也提供了这种监督的有效性经验证据。<sup>[213]</sup> 本文对这类文献的批评并不意味着担忧被动投资者的兴起毫无理由。<sup>[214]</sup> 作者在本部分中讨论了一些潜在的问题。第(一)部分考虑了被动投资对市场纪律(market discipline)的影响;第(二)部分探讨了被动投资的兴起将导致有害的经济实力集中问题;第(三)部分中确认了被动投资者引起的明显利益冲突。我们强调,被动投资者的巨大规模和参与行动是一个相对较新的现象。因此,我们的分析是必要的但也是初步的。

### (一) 市场纪律

被动投资引起的一个关注点是其对市场纪律的潜在影响。评论家们都同意被动投资“可能会损害股票市场的有效价格发现……”的看法。<sup>[215]</sup> 之所以出现这种担忧,是因为被动投资者不进行基于信息的交易,也没有购买和出售份额的自由裁量权。

这一问题尤为重要,因为股价反映公司价值的前提不仅驱动着公司控制市场,而且引导着法院和独立董事。<sup>[216]</sup> 交易是市场效率背后的重要机制。知情的投资者会出售价格过高的股票,从而压低价格以反映其基本价值(反之亦然)。<sup>[217]</sup> 然而,由于被动投资者没有投资自

---

[213] 我们对被动投资者参与渠道的描述也与认为被动投资者的共同所有权引发反垄断问题的学术观点不一致。例如,关于这种观点,see Posner et al., *supra* note 7, pp. 669–670.

[214] 我们不主张被动投资者从事社会最优管理。正如其他人所证明的,有时他们没有这样做。See, e. g., Brown & Davies, *supra* note 82, p. 312 (认为来自被动基金的竞争会产生道德风险问题,并减少主动基金经理的工作量)。

[215] See Fichtner et al., *supra* note 5, p. 321.

[216] See Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 *Stan. L. Rev.* 1465, 1563 (2007) (从理论上讲,独立董事将股价视为公司价值的信号)。

[217] 机构投资者的交易与股票价格的信息效率相关。See Ekkehart Boehmer & Eric K. Kelley, *Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 3563, 3564 (2009) (“基于四年的机构交易的独有每日数据,我们将机构交易与更有效的价格联系起来。”); Alex Edmans, *Blockholders and Corporate Governance*, 6 *Ann. Rev. Fin. Econ.* 23, 29 (2014) (注意到,大股东的知情退出可以使股价反映公司价值); see also McCahery et al., *supra* note 168, p. 2912 (调查结果表明,由于对绩效或治理的不满而出售股票的情形非常普遍;49%的受访者出售股票是因为对公司绩效不满,而39%的受访者出售股票则是因为对公司治理不满)。

由裁量权,即使被动投资者认为投资组合中的某些份额定价过高也不能将其出售。随着被动投资者在市场中所占份额越来越大,担忧在于没有足够多的投资者参与信息和价格发现,市场价格的效率将降低。<sup>[218]</sup>

这些担忧在研究中获得了一些间接支持。这些研究表明:第一,纳入指数可能导致不一定反映基本面的股票价格变化;<sup>[219]</sup>第二,随着被动基金买卖组成指数的所有股票以回应资金流入和流出,指数中包含的股票的价格表现出波动;<sup>[220]</sup>第三,被动投资会产生一些暂时的价格扭曲,<sup>[221]</sup>但鲜有证据表明被动投资者对股票信息效率有直接影响。<sup>[222]</sup>

本文的理论表明,即使被动投资急剧增加也不会损害市场效率。

- 
- [218] See, e. g. Steven D. Bleiberg et al. , Epoch Inv. Partners, *The Impact of Passive Investing on Market Efficiency* 5 – 6 (2017) , [http://www.eipny.com/assets/pdfs/The\\_Impact\\_of\\_Passive\\_Investing\\_FINAL.pdf](http://www.eipny.com/assets/pdfs/The_Impact_of_Passive_Investing_FINAL.pdf) [ <https://perma.cc/PDR2-E7DV> ] ( 报告的三项研究结果称,被动投资的增加正在降低市场价格的效率)。
- [219] See, e. g. , Eric Belasco, Michael Finke & David Nanigian, *The Impact of Passive Investing on Corporate Valuations*, 38 *Managerial Fin.* 1067, 1067 – 1068 (2012) ( 注意到,资金流入标准普尔 500 指数基金会影响该指数内公司的估值); Stijn Claessens & Yishay Yafeh, *Comovement of Newly Added Stocks with National Market Indices: Evidence from Around the World*, 17 *Rev. Fin.* 203, 205 (2012) ( 发现“纳入主要股票市场指数与新增股票和其余市场股票之间的联动性增加有关”)。
- [220] See Vladyslav Sushko & Grant Turner, *The Implications of Passive Investing for Securities Markets*, *BIS Q. Rev.* , Mar. 2018, p. 119.
- [221] See, e. g. , Jeffrey L. Coles, Davidson Heath & Matthew C. Ringgenberg, *On Index Investing* ( June 6, 2018 ) ( 未出版的手稿 ), <https://papers.ssrn.com/abstract=3055324> ( 发现指数投资引入不规则波动而影响股票价格,但不会影响长期价格效率或套利者的交易)。
- [222] 例如,一项研究发现,交易型开放式指数基金持有量的增加与公司层级的价格效率降低有关。See Doron Israeli, Charles M. C. Lee & Suhas A. Sridharan, *Is There a Dark Side to Exchange Traded Funds? An Information Perspective*, 22 *Rev. Acct. Stud.* 1048, 1051 (2017). 另一项研究更为积极,发现被动投资者可以更好地整合系统性收益信息。Lawrence R. Glosten, Suresh Nallareddy & Yuan Zou, *ETF Activity and Informational Efficiency of Underlying Securities*, *Mgmt. SCI.* ( 即将出版 ) ( 手稿, p. 1 ), <https://ssrn.com/abstract=2846157>.

随着大量市场份额指数化,从具备信息优势中获取的收益会增加。<sup>[223]</sup>因此,主动交易共同基金和对冲基金可以利用这些收益,<sup>[224]</sup>可收取相对于被动基金费用更高的费用。<sup>[225]</sup>这将增加主动基金获取信息的激励,既使其获得相对于指数基金的交易优势,<sup>[226]</sup>同时也进一步增加了主动基金和被动基金之间的竞争。<sup>[227]</sup>

而且,被动投资者破坏股票信息效率的情况还没有出现。主动投资者仍然主导着美国股票市场。虽然很难准确估计被动投资股票证券

---

[223] See Jason Zweig, *Are Index Funds Eating the World?*, Wall St. J., The Intelligent Investor (Aug. 26, 2016), <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2016/08/26/are-index-funds-eating-the-world/> [ <https://perma.cc/PFA2-U43B> ] (“在每个人都拥有相同信息的市场中,它必须回报付出更多的努力以获取更多信息的人。因此,主动的管理不可能消失。”)。

[224] See Sushko & Turner, *supra* note 221, p. 120 (“更大的单个证券价格异常现象将有望增加从信息充分的分析和主动交易中获得的收益,从而刺激更多的主动投资策略。”); see also Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 Am. Econ. Rev. 393, 405 (1980) (描述了一个模型,该模型表明市场效率取决于购买信息获取收益的可用性)。

[225] 多项研究表明,一些基金经理具有持续超越市场的能力。See, e. g., Malcolm Baker, Lubomir Litov, Jessica A. Wachter & Jeffrey Wurgler, *Can Mutual Fund Managers Pick Stocks? Evidence from Their Trades Prior to Earnings Announcements*, 45 J. Fin. & Quantitative Analysis 1111, 1129-1130 (2010) (发现的证据表明共同基金经理由于能够预测与收益相关的基本面而具有盈利能力); Robert Kosowski, Allan Timmermann, Russ Wermers & Hal White, *Can Mutual Fund “Stars” Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis*, 61 J. Fin. 2551, 2553 (2006) (发现相当一部分共同基金经理选择股票的能力足以支付其成本)。

[226] 我们注意到这种交易机会的出现尚不清楚,部分原因是指数化水平不可能足以产生价格效应。See, e. g., Adam Zoll, *Does the Growth of Passive Investing Make Opportunities for Active Investors?*, Morningstar (Jan. 22, 2014), <http://www.morningstar.com/articles/631398/does-the-growth-of-passive-investing-make-opportun.html> [ <https://perma.cc/PWF8-A5CW> ] [ 引用晨星公司(Morningstar)分析师詹姆斯·熊(James Xiong)的话说,“增加的指数化是否为主动投资者创造了可利用的机会的问题尚无定论”]。

[227] 正如一项研究观察到的那样,相似基金之间的竞争降低了共同基金经理保持优胜绩效的能力。See Gerard Hoberg, Nitin Kumar & Nagpuranand Pabhala, *Mutual Fund Competition, Managerial Skill, and Alpha Persistence*, 31 Rev. Fin. Stud. 1896, 1897 (2018). 因此,如果在一个大量资产被指数化的世界中,主动经理面临的竞争较少,那么,他们应该能够取得优胜业绩并收取更高的费用。同上。

的比例,但是大多数评论者估计这一比例高达 50% ,<sup>[228]</sup> 这意味着仍然有很大一部分市场仍受基于信息的交易策略的影响。此外,经验和理论研究表明,价格发现和价格效率只需要少量的主动交易者就能实现。<sup>[229]</sup> 即使被动投资占据市场的 60% 或 70% ,仍然有足够的交易来进行价格发现。<sup>[230]</sup>

第二个问题是被动投资对首次公开募股(IPO)公司治理决策的影响。现有法律对首次公开募股阶段的公司治理决策有一定的偏见,部分是基于这一前提:这些决策受到市场纪律约束。<sup>[231]</sup> 理论上,首次公开募股投资者可以为发行人的治理结构定价或者可以拒绝投资公司治理不佳的发行人。<sup>[232]</sup> 但是,被动投资的增长可能会降低首次公开募股阶段的市场纪律约束。<sup>[233]</sup>

具体而言,被动投资者无法避免购买将要成为其指数一部分的发

---

[228] See, e. g. , Alicia Adamczyk, *Index Funds Are More Popular Than Ever—Here's Why They're a Smart Investment*, CNBC ( Sept. 19, 2019 ), <https://www.cnbc.com/2019/09/19/why-indexfunds-are-a-smart-investment.html> [ <https://perma.cc/JH87-46Z5> ] (“据投资研究公司晨星公司的数据,美国股票指数基金首次比主动管理型基金更受欢迎。截至 8 月 31 日,这些指数基金持有的资产为 4.27 万亿美元,而主动基金为 4.25 万亿美元。”)。

[229] See Jonathan B. Berk & Jules H. van Binsbergen, *Measuring Skill in the Mutual Fund Industry*, 118 J. Fin. Econ. 1, 18 (2015); Bradford Cornell, *Passive Investing and Market Efficiency*, 26 J. Inv. , Fall 2017, pp. 7-8.

[230] Cf. Zweig, *supra* note 224 (声称,由于被动基金交易如此频繁,即使被动所有权的水平继续上升,主动基金仍将确定市场价格)。

[231] See Michal Barzuza, *Inefficient Tailoring: The Private Ordering Paradox in Corporate Law*, 8 Harv. Bus. L. Rev. 131, 147 (2018) (“然而,首次公开募股阶段的最优性,关于治理条款的选择,取决于资本市场正确评估治理条款的假设。”)。

[232] See, e. g. , Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, 2018 Colum. Bus. L. Rev. 852, 903 (指出“私人订购的支持者”认为投资者没有“被迫接受创始人的投资条款——投资者总可以选择不进行投资,而由双重治理模式产生的代理成本风险是由市场将其定价在首次公开募股股价内的,市场具有评估和定价此类风险的能力。”)。

[233] 评论员质疑这种对首次公开募股过程的描述实际上是不准确的,并建议首次公开募股投资者不得对治理条款进行定价。See John C. Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 90 Calif. L. Rev. 1301, 1308 (2001); Robert Daines & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 J. L. Econ. & Org. 83, 85-86 (2001)。

行人的股票,<sup>[234]</sup>无论其公司治理质量如何。<sup>[235]</sup>因此,被动投资者是被迫购买者。<sup>[236]</sup>此外,由于指数纳入条款是预先确定并公开的,公司可能能够在上市时预测到其股票将成为热门指数的一部分。然后,该公司可以依靠这种“固定”需求以使其具有价值贬损特征的股票上市。<sup>[237]</sup>

在首次公开募股阶段引入的治理条款也可能会限制被动投资者随后投票利用其观点的行动。<sup>[238]</sup>例如,在首次公开募股阶段的双重类别股票在科技公司中变得越来越受欢迎。<sup>[239]</sup>色不拉(SNAP)2017年3

---

[234] 在非美国市场,问题可能更加严重,因为在美国市场,公司更容易纳入主要股指。例如,在英国,来自俄罗斯和印度尼西亚的治理不善的大型公司上市导致其被纳入主要的富时(FTSE)指数。反过来,这导致英国机构投资者推动制定新的上市规则,以管理优质上市公司。See Richard Wachman, *FTSE Makes Room for More Russians*, *Guardian* (Dec. 6, 2011), <https://www.theguardian.com/business/2011/dec/06/ftse-russian-miners-governance-concerns> [<https://perma.cc/F6WK-HK7X>].

[235] 例如,机构投资者委员会(CII)指出,其成员遵循被动投资策略,因此,不能简单地拒绝购买此类公司的股票。See Letter from Jeff Mahoney, Gen. Counsel, Council of Inst. Inv'rs, to Claudia Crowley, CEO & Chief Regulatory Officer, NYSE (Oct. 2, 2012), [https://www.cii.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/2012/10\\_2\\_12\\_cii-letter\\_to\\_nyse\\_dual\\_class\\_stock.pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_2_12_cii-letter_to_nyse_dual_class_stock.pdf) [<https://perma.cc/MSL6-8XTL>].

[236] 但是,我们注意到,大多数指数要求发行人在被纳入指数之前必须公开发售一段时间。Ari I. Weinberg, *Why Index Funds Have a Limited Presence in the IPO Market*, *Wall St. J.* (Sept. 4, 2017), <https://www.wsj.com/articles/why-index-funds-have-a-limited-presence-in-the-ipo-market-1504577040> [<https://perma.cc/ZV2V-MVAK>]. 在这种情况下,指数纳入将无法解决发行人在首次公开募股阶段出售股票的能力。

[237] 同上。

[238] See e. g., Jill E. Fisch, *Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws*, 106 *Calif. L. Rev.* 373, 382-399 (2018) (确定了有效股东与公司对合同的理解不一致的投票的各种限制); see also Scott Hirst, *Frozen Charters*, 34 *Yale J. Reg.* 91, 93 (2017) (解释了首次公开募股阶段采用的投票规则如何限制发行人修改不利章程条款的能力)。

[239] 美国金融业监管局报告称:“在2013年至2015年年末,有98家在美国交易所新上市的公司进行了双重新股发行。” *Supervoters, Stocks and Silicon Valley: What Investors Should Know About Dual Class Voting Structures*, Fin. Industry Reg. Authority (Dec. 1, 2015), <http://www.finra.org/investors/insights/supervoters-stocks-and-silicon-valley-what-investors-should-know-about-dual-class-voting> [<https://perma.cc/7EDT-RP4G>].

月2日进行的首次公开募股不享有投票权的股票，<sup>[240]</sup>是1940年以来在纽约证券交易所(EYSE)上市的首个无投票权首次公开募股。<sup>[241]</sup>一些机构投资者此前曾反对双重股权结构，而色不拉的首次公开募股使反对意见更加高涨。正如道富所解释的那样，即使是更喜欢参与而非对抗的被动投资者，也担心有限的投票权会导致管理层忽略其担忧。<sup>[242]</sup>

在色不拉首次公开募股之后，一些机构投资者通过要求主要指数提供者将双重类别股权结构的公司排除在外，以应对被迫投资具有双重类别结构公司的风险。<sup>[243]</sup>作为回应，最大的两家指数提供者标准普尔(S&P)和富时罗素(FTSE Russell)同意将特定多层结构公司排除在主要指数外。<sup>[244]</sup>第三家主要指数提供者摩根·史丹利资本国际

---

[240] Ken Bertsch, *Snap and the Rise of No - Vote Common Shares*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (May 26, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/26/snap-and-the-rise-of-no-vote-common-shares/> [ <https://perma.cc/JGH9-LDX4> ].

[241] 同上。

[242] See Julie Segal, *State Street Blasts Snap Over Lack of Shareholder Voting Rights*, Institutional Investor (June 23, 2017), <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1505pmgs8zjg5/state-street-blasts-snap-over-lack-of-shareholder-voting-rights> [ <https://perma.cc/5Q3S-DVSB> ].

[243] See Letter from Kenneth A. Bertsch, Exec. Dir., Council of Inst. Investors, to MSCI Equity Index Comm. 6 (Aug. 3, 2017), [https://www.cii.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/8-3-17%20CII%20response%20to%20MSCI%20Consultation.pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/8-3-17%20CII%20response%20to%20MSCI%20Consultation.pdf) [ <https://perma.cc/8G25-JZMM> ] (“机构投资者委员会的成员包括被动指数策略的坚定支持者，而且我们相信，主要指数提供商在防止无投票权和多类别股权结构获得不可阻挡的势头上可发挥关键作用。”)。

[244] See Abe M. Friedman, Bob McCormick, Allie M. Rutherford & Rob Zivnuska, *S&P and FTSE Russell on Exclusion of Companies with Multi - Class Shares*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (Aug. 5, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/05/sp-and-ftse-russell-on-exclusion-of-companies-with-multi-class-shares/> [ <https://perma.cc/LX8J-APEU> ] (描述了指数提供者的新政策，其中包括“部分或完全排除具有多类股份结构的公司”)；see also Chris Dieterich, Maureen Farrell & Sarah Krouse *Stock Indexes Push Back Against Dual - Class Listings*, Wall St. J. (Aug. 2, 2017), <https://www.wsj.com/articles/stock-indexes-push-back-against-dual-class-listings-1501612170> [ <https://perma.cc/79LQ-SS2R> ] (报告了标准普尔的决定，即色不拉和其他双重类别公司将不符合纳入标准普尔500指数的条件)。

(MSCI)在经过18个月咨询期后决定保留其主要指数中的双重类别发行人,但创建了一系列在资格标准上控制投票权的新基准。<sup>[245]</sup>然而,值得注意的是,并非所有被动投资者都支持从主要指数中排除双类别股票的方案。贝莱德担心其被动基金将无法投资高增长科技股票,而主动基金仍可以购买这些股票。<sup>[246]</sup>

目前,许多机构正在寻求一种替代方案,即由证券交易所而非指数提供者对发行人使用双重类别结构施加限制。这将使被动基金摆脱投资于问题双重股权结构发行人的义务,从本质上通过上市要求而非选股来对主动基金施以市场纪律约束并展示被动投资者影响治理行为的能力。<sup>[247]</sup>

## (二)所有权集中

被动投资者增长引起的第二个担忧是所有权集中。正如约翰·科茨(John Coates)所解释的那样,指数化创建了“由少数具有无与伦比权力的个人控制”的组织——大型共同基金发起人。<sup>[248]</sup>“三巨头”是40%的美国上市公司和88%大公司的最大股东。<sup>[249]</sup>科茨警告称这种集中导致大多数投资组合公司的所有权集中在为主要基金发起人工作的少数个人手中,<sup>[250]</sup>从而引发了对合法性、责任能力以及其他上述经

---

[245] Rachel Evans, *MSCI Rejects Calls to Ban Dual – Class Stocks From its Indexes*, Bloomberg (Oct. 30, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-30/msci-rejects-calls-to-ban-dual-class-stocks-from-its-indexes> [ <https://perma.cc/294C-QFG5> ].

[246] Ning Chiu, *BlackRock Wants Equal Voting Rights but Opposes Exclusion from Indexes*, Davis Polk Briefing: Governance (Oct. 23, 2017), <https://www.briefinggovernance.com/2017/10/blackrock-wants-equal-voting-rights-but-opposes-exclusion-from-indexes/> [ <https://perma.cc/EV2F-ETKY> ] (引述了贝莱德的担忧,即排除该指数中的双重类别公司会剥夺基于指数客户的“收益机会”)。

[247] See, e. g., *Dual – Class Stock*, Council of Inst. Inv'rs (2019), [https://www.cii.org/dualclass\\_stock](https://www.cii.org/dualclass_stock) [ <https://perma.cc/6YBC-NSWN> ] (解释了“证券交易所可以通过确保其上市标准禁止双重结构的公司来主动解决这个问题”)。

[248] See Coates, *supra* note 8, p. 3.

[249] See Griffiffiffith & Lund, *supra* note 123, p. 1156.

[250] See Coates, *supra* note 8, p. 14 (“毫不夸张地说,即使这一大趋势开始逐渐消退,在接下来的1000年中,美国最大的1000家公司中的大多数在接下来的10~20年将由十几个人或更少的人控制。”)。

济实力集中有关的其他问题的担忧。

科茨的观察是正确的，因为被动投资增长导致所有权集中度的提高将改变公司治理的本质，但这是否值得关注？本文认为，尽管这种集中可能带来挑战，但也可能带来好处。

拥有大量股权的发起人的崛起有可能减轻现代公司自 20 世纪 30 年代以来就面临的集体诉讼问题。<sup>[251]</sup> 伯利 (Berle) 和米恩斯 (Means) 确定了分散公共所有权下专业经理人控制公司时产生的管理者代理成本 (managerial agency cost)。<sup>[252]</sup> 管理者代理成本已成为公司法近一个世纪的中心关注点。<sup>[253]</sup> 所有权在主要共同基金家族手中重新集中可能降低这些代理成本。<sup>[254]</sup> 本文记录的参与行动和被动投资者所有权增强了对冲基金的激进主义和监督行为的经验研究结果都支持了这一结论。<sup>[255]</sup>

此外，被动投资者的投资期限可能会比主动基金和激进主义者更长。<sup>[256]</sup> 因此，对于那些担忧短期主义会伴随主动共同基金和对冲基金更多监督可能性的人来说，拥有大部分所有权的被动投资者可作为一味珍贵解药。讽刺的是，这种共同基金的再集中和授权可能会部分克

---

[251] 伯利和米恩斯最引人注目地指出了分散小所有权问题以及由此产生的管理权。See generally Adolf A. Berle, JR. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

[252] 同上。

[253] See, e. g., Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for Favoring Long - Term Shareholders*, 124 *Yale L. J.* 1554, 1624 (2015) (“股东将管理者代理成本降至最低的能力是股权分散公司治理中最重要的挑战之一。”)。

[254] See, e. g., Edmans, *supra* note 218, pp. 25 - 33 (回顾了有关大股东参与公司治理并降低代理成本的各种方式的文献)。

[255] See *supra* notes 194 - 196 and accompanying text.

[256] See, e. g., Jeffrey A. Busse, Lin Tong, Qing Tong & Zhe Zhang, *Trading Regularity and Fund Performance*, 32 *Rev. Fin. Stud.* 374, 388 - 390 (2019) Bidisha Chakrabarty, Pamela C. Moulton & Charles Trzcinka, *The Performance of Short - term Institutional Trades*, 52 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 1403, 1406 (2017) (解释了主动基金回应信息而交易更加频繁，并且发现这种交易与业绩相关)；Bidisha Chakrabarty, Pamela C. Moulton & Charles Trzcinka, *The Performance of Short - term Institutional Trades*, 52 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 1403, 1406 (2017) (指出了共同基金经理从事短期交易以“看起来主动”的担忧)。

服一些管理上的固有动机,但这些动机却又导致了对共同基金行业的监管以及具有分散共同基金对投资组合公司的所有权效果的各种要求产生。<sup>[257]</sup>

此外,本文对制度环境的分析表明,主要发起人不太可能充当单一所有者;其利益会因基金的组成、发起人的商业模式及其他业务活动而存在很大差异。<sup>[258]</sup> 因此,尽管主要基金发起人会在大型投资组合公司的监督中发挥更大作用,也没有理由认为基金发起人会投票或以其他方式起到阻碍作用。<sup>[259]</sup>

而且,被动投资者的影响力增加并非在真空中进行。如前文所述,主动管理基金继续在共同基金市场上占据主导地位,并且能够利用由公司专项分析获得的信息并通过行使其投票权和做出交易决策两种方式产生影响。就像被动投资者是对冲基金激进主义的制衡一样,对冲基金也是对被动投资者影响的强大制衡。对冲基金继续在有限数量的投资组合公司中进行集中投资并进行高度实质性的分析,常常会为这些公司带来提升价值的运营见解。<sup>[260]</sup> 实际上,激进主义人士的活动仍在继续增加。截至2019年年初,100多个激进主义者对冲基金在2018年的活动参与水平创下新纪录。<sup>[261]</sup>

最后,抵销被动投资者影响最重要的制衡措施是公司管理的持续影响。在上文中,作者解释了作为关键股东的被动投资者不必诉诸主动策略来影响管理。但是,这种分析并不意味着被动投资者可以控制

---

[257] 关于建立共同基金行业监管是政治压力的结果这一论点,这种政治压力旨在防止可能影响该行业的机构变得太大太强, see Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. Pa. L. Rev. 1469, 1470 – 1471 (1991).

[258] See, e. g., Fichtner et al., *supra* note 5, p. 307 (“涉及股东投票时,这些投资组合可能具有不同的利益。”)。

[259] 的确,即使是那些批评被动所有者的人也观察到他们并不都以相同的方式投票。 See, e. g., Bebchuk & Hirst, *supra* note 8 (手稿, pp. 41 – 42); Griffith & Lund, *supra* note 123, pp. 1179 – 1180.

[260] See Fisch & Sepe, *supra* note 198 (手稿, p. 14).

[261] Martin Lipton, *Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors*, Harv. Law Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (Jan. 25, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/25/dealing-with-activist-hedge-funds-and-other-activist-investors-2/> [ <https://perma.cc/9F9Q-47KQ> ].

特定的商业或运营决策。公司法将公司决策制定的最终控制权交给了董事会,而股东既缺乏法律权力也无制定运营决策的能力。<sup>[262]</sup> 公司董事会既是先行者又拥有对股东提案的否决权,而且法院曾在多个情形下维护过董事会的否决权。<sup>[263]</sup> 在特拉华州和其他地方,成文法和决策法都赋予公司董事会对公司决策的基本控制权,股东权力仅限于针对法律指定的少数问题进行投票表决和通过参与活动施加影响。<sup>[264]</sup> 即使对冲基金激进主义者,通常也寻求董事会代表席位,因为其无力改变作为股东的能力。<sup>[265]</sup> 其他监管制约也限制了基金行使控制权的能力,如《证券交易法》第 13 条(d) [ Securities Exchange Act, Section 13(d) ]。<sup>[266]</sup>

上文的分析假设基金发起人以及代表其作出决定的个人会使用其权力为自身谋福利。但发起人也可能面临利益冲突。<sup>[267]</sup> 下文将讨论这一问题。

### (三) 利益冲突

第三个问题是利益冲突的可能性。与其他机构投资者一样,被动基金由具有各自激励和利益的实体和个人管理的。代表被动投资者作

---

[262] See, e. g. , James D. Cox, *Corporate Law and the Limits of Private Ordering*, 93 Wash. U. L. Rev. 257, 291 (2015) (解释了董事会具有广泛的法定权力,而股东的权力是有限的)。

[263] See, e. g. , *Air Prods. & Chems. , Inc. v. Airgas, Inc.* , 16 A. 3d 48, 55 (Del. Ch. 2011) (支持了董事会拒绝收购要约的权力,尽管广大股东支持收购)。

[264] See, e. g. , Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 557 – 559 (2003) (将排他性董事会权力描述为克服股东集体诉讼问题的关键)。

[265] See Fisch & Sepe, *supra* note 198 (手稿, pp. 16 – 18) (描述了对冲基金提名董事数量的增加和发行人及对冲基金汇总信息的辩护委员会代表机制)。

[266] See, e. g. , Morley, *supra* note 46, pp. 1423 – 1430 [观察到第 13 条(d) 是共同基金无法有效参与激进主义的几个原因之一]。

[267] 正如科茨所展现的那样,控制最大被动基金发起人的少数人可能会利用自己的权力来攫取自己的私人利益(金钱或非金钱的)。共同基金经理进行自我交易的可能性是一个标准的代理问题,尽管是合法的,但其在概念上与公司经理进行自我交易的可能性没有区别,并且诸如独立董事会和信义务等最能减少此类自我交易的标准法律工具能得以适用。But cf. Eric D. Roiter, *Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance*, 6 Harv. Bus. L. Rev. 1, 4 – 5 (2016) (厘清了共同基金治理与标准公司治理之间的区别)。

出决策的共同基金发起人和投资顾问并不拥有其管理的资产,而是“投资他人的钱”。<sup>[268]</sup>

虽然学者总体上分析了与机构投资者相关的代理成本和道德风险问题,但被动投资者却与众不同。一方面,代理成本不太可能影响到投资决策,因为该基金的投资组合构成受到适用指数的限制;<sup>[269]</sup>另一方面,被动基金的规模和投票权赋予其发起人巨大的权力以影响其投资组合公司。担忧在于基金发起人将以使发起人的其他基金或商业活动受益的方式利用这一权力。这样做的动机是与被动基金产生的费用相比这些其他活动对发起人来说更有利可图。作者考虑三个问题:第一,发起人与投资组合公司之间的业务关系引起利益冲突;第二,偏好主动基金而非被动基金的激励;第三,交叉所有权对投票的影响。

第一个问题是发起人与公司管理层之间潜在的业务联系可能会影响被动基金的投票行为。评论家已经发现了公开公司与基金发起人之间由业务关系引起的一些潜在冲突。<sup>[270]</sup>例如,如前所述,先锋和富达为雇主发起的401(k)计划提供广泛的服务。<sup>[271]</sup>这些服务带来了以下风险:先锋和富达会倾向于将基金份额投给管理层而非为基金持有人的最大利益考虑,以期获得管理层的青睐并赢得或保留401(k)计划业务。有文献探讨了基金发起人与其投资组合公司的关系对基金投票决定的潜在影响,而且至少存在证据表明这些关系增加了发起人基金支

---

[268] Bebchuk, Cohen & Hirst, *supra* note 7, p. 93.

[269] 每当分配投资机会时基金发起人和顾问都面临潜在的冲突,因为它们能够偏好一个客户或基金而不是另一个。See, e. g., McLaughlin, *supra* note 49[描述了一个冲突的富达决策,即通过其乔纳生(Johnson)家族拥有私人风险基金向多个首次公开募股前的公司投资,而非通过其共同基金]。

[270] See, e. g., Gerald F. Davis & E. Han Kim, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, 85 J. Fin. Econ. 552, 553 (2007)(研究了共同基金的投票方式,而共同基金的发起人管理上市公司的员工福利计划)。

[271] See, e. g., Greg Iacurci, *Fidelity Pushes Vanguard to Compete on Brand in 401(k) Plans*, *Inv. News* (Jan. 24, 2018), <http://www.investmentnews.com/article/20180124/FREE/180129959/fidelity-pushes-vanguard-to-compete-on-brand-in-401-k-plans> [<https://perma.cc/RLH5-ZVUS>][描述了富达和先锋在争夺管理401(k)计划的收益和此类计划中的投资基金二者上的竞争]。

持管理层的频率。<sup>[272]</sup>

第二个问题是发起人会利用被动投资者所持大量份额带来的权力为同一家族中利润更高的主动基金提供好处。其主动管理基金会产生更高的费用收益,因此,发起人对多个基金的管理会带来风险,即主动经理会导致被动基金采取有利于主动基金利益的方式行事。有文献指出,共同基金发起人可能会偏向某些基金的利益,但尚未对此问题进行充分探讨。<sup>[273]</sup>

由一个基金发起人提供的各个共同基金的利益在不同情形下可能会有所不同。<sup>[274]</sup> 由一个发起人提供的两个基金可能拥有不同比例的竞争公司股份,因此,改善一个公司的治理会降低其竞争对手的优势。发起人的对冲基金持有空头头寸时,被动基金可能在发起人的投资组合公司中做多。无论哪种情况,被动基金都可能投票反对公司的价值提升措施。<sup>[275]</sup>

发起人还可能使用其所持份额提供的访问权限来获取其投资组合公司的信息,然后利用该信息告知发起人其他产品(如主动管理基金或对冲基金)的投资者交易决策以使其受益。例如,发起人可以利用负面信息来做空或减持其在特定公司中的股票,从而使其主动基金的

---

[272] See, e. g., Rasha Ashraf, Narayanan Jayaraman & Harley E. Ryan, Jr., *Do Pension – Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation*, 47 J. Fin. & Quantitative Analysis 567, 587 (2012).

[273] See, e. g., José – Miguel Gaspar, Massimo Massa & Pedro Matos, *Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross – Fund Subsidization*, 61 J. Fin. 73, 74 (2006).

[274] See, e. g., John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, 123 Yale L. J. 1228, 1261 (2014) (称此类冲突“普遍存在”,并观察到“金融经济学家和法律学者因此发现在投资管理公司中同时管理多个基金引起的冲突非常令人震惊”).

[275] 富达将其指数基金的投票权委托给第三方顾问的独特政策是解决此问题的一种方法。See *supra* note 150.

表现超越基准。<sup>[276]</sup>

类似地,被动基金发起人可能会重视其被动基金所持大量份额所提供的进入管理层的机会并为其主动管理基金创造价值。在一定程度上,发起人可以利用这种接触机会使主动经理更好地了解情况进行选股,这样发起人的主动管理基金就能收取更高的费用。有证据表明,基金发起人倾向于偏爱收费较高的对发起人来说更有利可图的基金。<sup>[277]</sup>从理论上讲,若投票将损害主动基金,即使有理由提出反对意见,这种偏爱行为也可能导致共同基金发起人避免将其大量被动基金份额投出以反对或者批评管理层。类似地,如果发起人的主动管理基金持有目标公司的大量股份,那么,被动基金可能会支持只产生短期价值的激进主义者运动,这将与受益人的利益背道而驰。

本文认为,这些可能性并不能推导出基金发起人必须将其被动基金和主动基金的参与和投票决定分开的结论。在本文的框架下,基金发起人以最大化共同利益的方式运营基金通常是基金家族的结构优势而不是错误。基金经理集中多个基金信息优势和众多基金经理的能力可产生规模经济。利用被动基金投票权和主动基金专业知识的能力可产生宝贵的协同作用。确实,将经理们集体管理基金家族的能力描述为利益冲突是一种误导。因为,如前文所述,投资基金业竞争激烈,因此,发起人保有这种行为收益的能力是有限的;相反,基金客户从基金之间的隐性交叉补贴中获得了收益。一个例子就是富达最近采用的零费用共同基金,这种基金只能通过交叉补贴而存在,而这些基金的资产

---

[276] 这种情况的发生程度尚不清楚。但是,我们注意到,贝莱德因2018年1月英国卡里林(Carillion)公司倒闭而受到关注。See Emma Rumney, Ben Martin & Alasdair Pal, *Carillion Collapse Hits Banks and Investors, Boosts Short Sellers*, Reuters (Jan. 15, 2018), <https://uk.reuters.com/article/uk-carillion-restructuring-funds/carillion-collapse-hits-banks-and-investors-boosts-short-sellers-idUKKBNI424D> [<https://perma.cc/NCF3-VU7L>]. 此外,在某种程度上,后一种情况是以基金发起人访问重要的非公开信息的能力为基础。因此,发行人和发起人都强烈的动机避免导致非法内幕交易的行为。

[277] See Gaspar et al., *supra* note 274, p. 74; see also Diane Del Guercio, Egemen Genç, Hai Tran, *Playing Favorites: Conflicts of Interest in Mutual Fund Management*, 128 J. Fin. Econ. 535 (2018) (还发现,管理对冲基金的基金经理所管理的基金的表现要落后于同行共同基金)。

会提供给富达的其他业务运作。

此外,从单独基金的角度分析利益和动机会错误地使基金的利益与客户的利益相混合。如前文所述,客户通常投资于单个基金家族提供的多个基金。在一定程度上,富达客户拥有其零费用大盘基金的份额,如果该基金的运作得到了费用较高的麦哲伦基金的补贴,零费用基金客户就会受益。但是,这些相同的客户也可能拥有麦哲伦基金的份额而从增加的杠杆率中收益,因为该基金投资组合公司的份额与其他富达基金的份额收益会汇集到一起。<sup>[278]</sup> 同样地,许多富达客户也投资富达共同基金,因为富达是雇主 401(k) 计划的管理员,从而能受益于退休服务和共同基金的协调业务运作。

第三个问题是交叉所有权带来的潜在冲突。<sup>[279]</sup> 每个共同基金都可能拥有大量投资组合公司的头寸,而这些公司的商业利益可能会发生冲突。在许多问题上,基金在一个投资组合中的投票,可能会有益于或损害到另一投资组合的利益。那么,基金在做出投票决定时应如何考虑这些利益?

交叉所有权的影响在合并投票的情况下尤其明显。在合并投票中,单个共同基金可以同时拥有收购方和目标公司的股票。当投标人和目标人都是属于指数的上市公司时,被动基金通常会同时持有两者的股份。<sup>[280]</sup> 合并可能在两个合并公司的利益之间造成直接冲突,因为合并条款可能对目标方有利但对收购方不利;反之亦然。或者,合并可

---

[278] 实际上,考虑到交叉补贴的潜力,如果麦哲伦基金可以通过这种杠杆作用收取更高的费用,那么,即使仅投资零费用基金的富达客户也可以从中受益。

[279] See, e. g., Griffith & Lund, *supra* note 123, p. 1157 (描述了一个机构对“交易双方都有利益”是一种“利益冲突”的事实)。

[280] 但是,值得注意的是,这是所有共同基金(不仅是被动基金)所共有的问题,尽管被动投资的兴起增加了交叉所有权的出现频率。See Chris Brooks, Zhong Chen & Yeqin Zeng, *Institutional Cross – Ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions*, 48 J. Corp. Fin. 187, 189 (2018) (发现,在 1984 ~ 2014 年,美国上市公司之间 2604 宗合并的样本中,目标机构所有者平均持有 18% 的收购方股票,而且目标机构持有 21% 的目标股票)。

能会降低整体价值,但会为其中一个合并公司的利益服务。<sup>[281]</sup>

得益于特拉华州判例法的发展,当一项交易已获得独立股东们的知情表决批准后司法审查的水平有所降低,股东投票在合并情形中变得越来越重要。<sup>[282]</sup> 在最近质疑特斯拉与太阳城(Solar City)合并的诉讼中,原告提出由于存在这种交叉所有权,特斯拉和太阳城的最大股东(“三巨头”和其他共同基金的发起人)对特斯拉投票批准合并的目的并不是无私的。<sup>[283]</sup> 原告辩称“与其他不拥有太阳城股票的特斯拉股东不同,投资者具有强大的经济激励利用特斯拉的资本来为太阳城纾困……”<sup>[284]</sup> 这种利益冲突“扭曲了投票权的有效行使”,因此,批准合并的投票应被视为非独立的,应予以排除。<sup>[285]</sup>

除了注意到特拉华州法律一般不会询问非控股股东行使表决权的

---

[281] 一些评论员认为,例如,特斯拉与太阳城合并是价值降低的合并。See Griffith & Lund, *supra* note 123, p. 1153. 惠普(HP)与康柏(Compaq)的合并中,类似的担忧也出现过。实际上,惠普的主要股东沃尔特·休伊特(Walter Hewitt)成功地提出了质疑合并的诉讼。See *Hewlett v. Hewlett - Packard Co.*, No. 19513 - NC, 2002 Del. Ch. LEXIS 35 (Del. Ch. Apr. 30, 2002). 回想起来,惠普与康柏的合并对两家公司而言都是增值的。See, e. g., Alice LaPlante, *Compaq and HP: Ultimately, the Urge to Merge Was Right*, Stan. Graduate Sch. Bus. : Insights (June 1, 2007), <https://www.gsb.stanford.edu/insights/compaq-hp-ultimately-urge-merge-was-right> [<https://perma.cc/CJ5J-SEWT>] (报道了“共识是合并确实是一个好主意”)。

[282] See, e. g., *Corwin v. KKR Fin. Holdings, LLC*, 125 A. 3d 304, 312 - 13 (Del. 2015). 有关特拉华州将这些标准重新定义到更低水平的进一步讨论, see generally Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *The Rise and Fall of Delaware's Takeover Standards*, in Steven Davidoff Solomon & Randall Stuart Thomas eds., *The Corporate Contract in Changing Times: Is the Law Keeping up?* 2019; Zohar Goshen & Sharon Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 N. Y. U. L. Rev. 263 (2019).

[283] 原告反对被告在 23 ~ 24 日驳回第二次修订起诉书的动议摘要。In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig., No. 12711 - VCS, 2018 WL 1560293 (Del. Ch. Mar. 28, 2018) (No. 12711 - VCS), 2017 WL 3316057 [hereinafter *Tesla Motors Plaintiffs' Answer*]. 特斯拉的前 25 名机构股东(共持有特斯拉股票的 45.7%)也拥有太阳城的股份。See In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig., No. 12711 - VCS, 2018 WL 1560293, at \* 10 n. 183 (Del. Ch. Mar. 28, 2018).

[284] *Tesla Motors Plaintiffs' Answer*, *supra* note 284, p. 34.

[285] 同上。p. 35 (引注省略)。

动机，<sup>[286]</sup> 本文并没有解决原告的论点，即在柯温 (Corwin) 标准下共同基金对特斯拉的投票不应被视为无利益。然而，作者并不认为从共同基金客户的角度来看投票反映了一种利益冲突。共同基金的信义义务要求其以对投资者有利的方式进行投票，而不是对投资组合中所持有的每家公司都有利。<sup>[287]</sup> 与普通投资者一样，共同基金的交叉所有权会使投票决定变得复杂。没有一个唯一的正确答案，共同基金像任何投资者一样有权以最大化其投资者利益的任何方式进行投票，而不必考虑该投票是否旨在使投资组合公司的价值最大化。<sup>[288]</sup> 因此，对合并进行投票时理性的投资者可以投票支持会增加整体利益的合并；投资者可以根据其在目标公司和收购公司中的持股量的相对大小进行投票；或者投资者可以基于公司的独立地位考虑最佳公司利益而对每家公司进行投票。

交叉所有权既可以出现在发起人层面，也可以出现在单个基金层面，并且当同一发起人中的不同基金拥有不同的股票时，可能会出现不同的问题。<sup>[289]</sup> 有人可能会认为基金之间的交叉所有权对于集中投票决定的发起人来说尤其成问题，因为在为某一特定基金作出投票决定

---

[286] See, e. g. , Fisch, *Standing Voting Instructions*, supra note 117, pp. 47 – 48 (观察到特拉华州法院已“承认股东行使其表决权自私自利的权利，并且股东无义务以公司的最大利益为目标对其持有的股份进行表决”)。

[287] See, e. g. , *Tanzer v. Int’l Gen. Indus., Inc.*, 379 A. 2d 1121, 1124 (Del. 1977) [quoting William Meade Fletcher et al., *Fletcher Cyclopedic of the Law of Private Corporations* § 2031 (perm. ed., rev. Vol. 1976)] (“在股东大会上，每个股东仅代表自己和自己的利益，在任何情况下均不代表他人的受托人或代表……”)，*overruled by Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983)。

[288] 交叉所有权并不意味着采取明确的投票策略这一事实可能解释了为什么关于交叉所有权对合并的影响的现有证据是混杂的。至少一项研究发现，机构投资者对投标人和目标人的所有权都会影响他们对收购的投票。See Gregor Matvos & Michael Ostrovsky, *Cross – ownership, Returns, and Voting in Mergers*, 89 J. Fin. Econ. 391, 400 (2008) ; see also Brooks et. al. , supra note 281, pp. 197 – 202 (发现具有较高机构交叉所有权的收购方为目标支付的溢价较低，并倾向于使用股票作为支付方式)。相反，一项针对 1984 ~ 2006 年的研究发现，这对投票结果或交易特征没有影响。See Jarrad Harford, Dirk Jenter & Kai Li, *Institutional Cross – holdings and Their Effect on Acquisition Decisions*, 99 J. Fin. Econ. 27, 27 (2011) 。

[289] See generally Ann M. Lipton, *Family Loyalty; Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, 19 Transactions: Tenn. J. Bus. L. 175 (2017) 。

时,基金发起人可能不仅考虑该基金受益人的利益,而是可能考虑该基金家族内其他基金的利益、合并创造的整体利益或盈余,或是整个投资组合中基金持有人的利益。<sup>[290]</sup>

前文对管理多个基金的发起人的分析也解决了这个问题。除合并情形外,基金之间冲突的投票很少,基金发起人可以在限制潜在冲突的同时灵活地利用管理多个基金的优势。适用于合并情形的复杂分析可能解释了为什么即使是一般集中基金投票决定的发起人,也可以为合并投票表决破例。<sup>[291]</sup>

此外,本文的分析表明,对与基金发起人投票决定有关的职责进行的分析更为细微,特别是在合并情形下。由于个体共同基金客户可能在基金家族中持有不同的基金,因而不可能采用一种投票规则为所有基金客户达成价值最大化目标。<sup>[292]</sup> 例如,管理拥有特斯拉和太阳城股份的基金的发起人可能会决定合并对太阳城有利而对特斯拉不利。<sup>[293]</sup> 本文认为,这一决定既不应阻止发起人对支持并购的所有基金的股份进行投票,也不应迫使发起人投票反对合并。<sup>[294]</sup> 发起人以使所有发起人所持资产总价值最大化的方式进行投票,这一方案既可预测也可取。作者注意到,在基金发起人一级对合并进行评估与在发起人一级集中所有投票决定是一致的。而且,虽然作者认为不应对这种集中提出要求,但这是允许的。

---

[290] See Lipton, *supra* note 175, p. 309 (观察到机构投资者越来越多地面临“投资者对其股东能力的偏好与非股东能力偏好之间的冲突”)。

[291] 见前注[143]及相关正文。

[292] 与其他股东一样,共同基金的客户也可能在合并中拥有与其对该基金的所有权无关的权益,包括其他证券头寸、对冲、合并中一家公司的雇员身份等。

[293] 基金发起人还可以合理地确定合并符合特斯拉和太阳城的利益。我们注意到,机构股东服务公司认可了合并,认为特斯拉支付了低价溢价,并认为这是特斯拉成为综合性可持续能源公司的“必要步骤”。Claudia Assis, *SolarCity Jumps After Tesla Merger Receives ISS Endorsement*, Marketwatch (Nov. 4, 2016), <https://www.marketwatch.com/story/solarcity-jumps-after-tesla-merger-receives-iss-endorsement-2016-11-04> [<https://perma.cc/T48A-7YGW>]. 另外,发起人可能已经得出结论,对特斯拉富有创新能力的首席执行官埃隆·马斯克(Elon Musk)支持的合并进行投票是适当的。

[294] 以独立的合理方式对每个基金的股份进行投票,或者使用“镜像”投票与其他股东的投票按比例进行投票也是理性的做法。

## 结 论

至少当前被动投资者是资本市场的“新国王”。被动投资持续增长无疑将改变资本市场，评论家已经在警惕地应对这些变化。本文为被动投资提供了第一个理论框架，可作为进一步研究这种新现象的基础。

本文的分析核心是对被动投资者运作所处制度环境的理论理解。特别地，本文解释了这种制度环境的三个关键特征。其一，尽管指数基金被锁定在投资中，但投资于这些基金的持有人却没有；其二，现有文献分析了被动共同投资者在个人共同基金层面上的行为和激励，但没有认识到基金发起人是基金行为的驱动力且有动机在整个基金选择菜单上实现收益最大化；其三，个人投资者通常是基金发起人的客户，不能仅通过参考其在单个基金中的份额来分析其利益。因此，本文认为，近来对被动投资者及其激励的批评并不完整。

本文认为，由于共同基金发起人面临竞争，提供被动基金的发起人需要以知情方式行使其治理权以提升公司价值。被动投资者必须依靠投票而不是退出选择来做到这一点。本文重视被动投资者在某些参与行动方面的结构优势，尤其是改善公司治理之类的市场活动。本文还解释了被动投资者在调解股东激进主义方面可以发挥的作用。越来越多的证据表明被动投资者的行为方式与此理论相符。

本文进一步分析了上述理论对被动投资增加引起的若干潜在问题的影响，包括对市场纪律的影响、对市场集中的作用以及造成利益冲突的可能性。对制度环境更细微的理解表明，许多目前的这些担忧被夸大了。作者提醒监管者有必要采纳本文的分析，在更充分地了解被动投资者影响和所有权范围之前抵制要求监管回应的呼吁。解决被动投资者对经济成果的影响还为时过早，但本文提供了一个理论框架来分析未来被动投资者的行为以及为解决其异常崛起而提出的任何拟议政策。

(编辑：胡睿超)