

## 被动投资者有改善公司治理的 激励吗?

缪若冰\*

**摘要:**无论是好公司还是坏公司,也无论它们向市场发出什么样的信号,美国的被动投资者交易型开放式指数基金[(ETF)与指数基金]都会进行资产配置。因此,有关被动投资者是否具有改善公司治理激励的问题,在理论层面一直存在争议。有学者认为,被动投资者没有改善公司治理的激励,应限制被动投资者的投票。本文通过搭建激励分析—实践验证—理论意义的分析框架,鲜明地认为市场的制度环境、竞争以及行为的可实施性,塑造了被动投资者改善公司治理的激励。

**关键词:**被动投资者 公司治理 行为激励

### 一、被动投资者改善公司治理的激励与行为

被动投资者具有改善公司治理的激励,其依据是:首先,被动投资基金的投资标的虽然被锁定,但投资者并未锁定,基金发起人的“商业决策是在竞

---

\* 重庆大学法学院讲师。

争激烈的市场环境下做出的”。正如组织社会学分析的那样,制度环境是指具有自身合法性以及要求的环境,“制度化的过程即这样一个不断采纳制度环境强加于组织之上的形式和做法的过程”。〔1〕制度环境产生的压力以及要求,会促使被动投资者通过差异化的竞争行为将投资者留在基金。其次,被动投资者的竞争对手不仅包括其他被动基金,也包括主动基金,竞争形式不仅基于基金的资产规模,也基于投资收益,是“在成本和绩效两个维度上展开”。最后,被动投资者确实可以采取一系列行动以改善公司治理,如通过发布适用于大部分公司治理的“最佳实践”,支持高质量的审计报告,增加对董事的监管,提升专业审计委员会能力,与其他投资机构合作等方式,促进公司治理的改善。概言之,激烈的市场竞争,参与公司治理的可行性,决定了被动投资者有足够的激励改善公司治理。

为了验证前述激励是否转化为具体行为,文章随后考察了被动投资者在公司治理实践中的表现。作者发现,被动投资者越来越注重投票权的行使,并重视按照规定披露对所持公司的投票情况。〔2〕同时,在投票决策中,被动投资者采用了包括设立专门的投票人、建立投资管理监督委员会、聘任代理投票顾问公司等形式,来实现负责任的投票。除此之外,被动投资者在公司治理中增加了与目标公司管理层的交流,实施非公开行动,与其他机构共同合作,投身于公司治理的监管与政策的制定等。

同时,文章对被动投资者在公司治理上面临的主要理论争议也进行了回应,具体包括:(1)市场纪律问题。针对有观点认为被动投资者的投资方式及日益增长的规模有损市场纪律的观点,笔者认为,被动投资者的规模虽然一直在增加,但美国股票市场依然由主动投资者控制。并且,两者之间的竞争将促使主动投资者更为积极地获取信息,因而并不会影响市场纪律发挥作用。(2)所有权集中问题。美国被动投资者75%的市场份额是由贝莱德、先锋和道富所有,而它们又是40%的上

---

〔1〕 周雪光:《组织社会学十讲》,社会科学文献出版社2003年版,第74~76页。

〔2〕 See *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 68 Fed. Reg. 6564.

市公司的最大股东,这引发了所有权集中的担忧。<sup>[3]</sup> 作者同意所有权的集中将引发合法性、责任能力等问题,但同时认为,这一集中也会降低所有权与控制权分离所产生的代理成本。并且,其他机构投资者、公司的董事会,也能在公司治理中制衡被动投资者的影响。(3) 利益冲突的问题。被动投资者面临的利益冲突包括所投公司可能是基金(或者同一发起人的其他基金)的客户或者潜在客户,以及基金可能投资了一系列相互竞争的公司。作者认为,被动基金实际上嵌入一系列基金之中,享有规模经济下的协同效应,如果简单地要求区分投票,是对这种结构优势的误读。并且,许多客户本身是交叉进行投资,既投资了发起人的主动投资基金,也投资了被动投资基金。在投票策略上,被动投资基金确实可能面临直接的利益冲突问题,如持有两个待合并公司的股份,收购方案可能更有利于其中一方。文章认为这一问题难以避免,但被动投资者在法律层面的信义义务是针对整个投资组合而言,而非单个公司。

## 二、理论争议中的被动投资者

随着机构投资者的兴起,美国公司治理的核心问题在发生根本性的变革。在 20 世纪初,伯利与米恩斯曾指出,股东持股的碎片化导致了所有权与控制权的分离。在此基础上,失去控制权的股东与公司管理层之间的代理成本问题成为公司治理研究的重点。虽然在早期的 *Dodge v. Ford Motor Co.* 一案中,法院就形成了公司经营应以股东利益为重的司法观点,<sup>[4]</sup> 理论层面也一直呼吁加强股东会中心主义。<sup>[5]</sup>

---

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

[4] See Bainbridge, Stephen M., *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green*, Washington and Lee Law Review, Vol. 50, No. 4, Fall 1993.

[5] See Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Harvard Law Review, Vol. 118, No. 3, Jan. 2005.

但是,实践中的美国公司治理更多的是首席执行官控制,<sup>[6]</sup>而一直为人们所期待,同时不断增强独立性的董事会,始终难以有充足的时间与精力担负起治理中心的责任,因而饱受批评。<sup>[7]</sup>然而,市场并未停止自身的进化,机构投资者的兴起、资金的汇集、持有股份规模的扩大,促使其开始改变美国公司治理的局面。

对于主动投资者特别是其中的对冲基金而言,高业绩要求下的竞争压力、收益的较高分成、资金杠杆的应用、投资标的的集中,都形成了其完善公司治理的动机与激励。有研究指出,在某些投资决策中,对冲基金正是看到公司存在组织治理的问题,通过征集代理权、更换公司董事、出售资产、进行投资并购等活动来对公司施加压力,从而获得更高的投资收益。<sup>[8]</sup>当然,对冲基金的相关行为并非无懈可击。例如,有文献指出,部分对冲基金介入公司后的决策,并未着眼于公司的长期价值,而是注重短期收益。<sup>[9]</sup>

与主动投资者相比,针对被动投资者的批判则更为尖锐。在部分学者看来,被动投资者不会根据差异化的信息匹配投资,而是被动地参与,它们整体规模的增加,对信息作用的有效性以及市场纪律的形成构成了“威胁”。特别是对公司治理而言,被动投资者的规模庞大,但内部能够仔细了解公司经营情况并给出专业意见的配置人员又不成比例得少。被动投资者的这一经营模式和现实中的困难,以及对市场有效性的干扰,一直让其在理论层面受到持续的质疑。

在前述理论争议的背景下,本文最为突出的理论贡献是尝试构建、论证被动投资者有激励去改善公司治理,而推动形成这一激励的正是

---

[6] See George W. Jr. Dent, *Academics in Wonderland: The Team Production and Director Primacy Models of Corporate Governance*, *Houston Law Review* 44, No. 5, Winter 2008.

[7] See Charles M. Elson, *Director Compensation and the Management - Captured Board - The History of a Symptom and a Cure*, *SMU Law Review* 50, No. 1, 1996.

[8] See Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, 2008.

[9] See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, No. 5.

高度竞争的制度环境。作者认为,基金投资者并非固定在基金内部,而是可以在基金表现不好时撤离,这塑造了被动投资基金改善公司治理的激励。并且,本文认为,公司治理并不只限于“投票”,也非外显于激进的公司治理策略,非公开行动、公司治理监管政策的制定等都是完善公司治理整体行为的一部分。

当然,有关被动投资者的激励理论,也存在争议之处。实践中,投资者虽然并未固定在基金内部,投资者的离开也确实会给被动投资基金带来业绩方面的压力,但是这一压力很难证明会直接促使被动投资者产生改善公司治理的激励和行为。换言之,被动投资者确实有争夺基金投资者的激励,但这一激励导致的行为未必投射于改善公司治理这一不确定性较大而又直接产生成本的行为中。正如作者在文章中指出的,基金的服务、成本、业绩都构成了竞争中的要素。

另外,作者承认被动基金面临集体行动的困境,同时认为存在抵销因素,<sup>[10]</sup>但文中的回应略显薄弱。所谓集体行动的困境,是指拥有共同利益的群体,却未必采取一致的行动。正如奥尔森指出的,“认为从理性的和寻求自我利益的行为这一前提可以逻辑地推出集团会从自身利益出发采取行动,这种观念事实上是不正确的”。<sup>[11]</sup>实践中,被动投资基金的规模、精力以及投资模式,反而有较强的激励促使其成为集体行动中的“搭便车者”。以贝莱德管理的被动基金为例,其对应投资的公司数量在全球范围内达到 14,000 多家,但贝莱德只配备了 20 人的团队负责公司治理问题的决策。<sup>[12]</sup>很难想象,仅 20 人的团队有足够的精力去发现、识别、积极地了解公司治理的情况。更具挑战性的是,被动投资者如果选择积极地参与公司治理,将直接增加成本,但对整个基金投资收益的改善却微不足道。换言之,即使被动投资者

---

[10] 作者认为,以下要素会抵销集体行动困境中的消极因素:第一,被动投资基金的管理者运营多支基金,包括被动基金与主动基金,不同的基金之间共享信息,从而降低公司治理改善所需的信息成本;第二,被动基金的管理者本身对持有人承担义务,这将促使其主动地承担管理责任。

[11] [美]曼瑟尔·奥尔森:《集体行动的逻辑》,陈郁、郭宇峰、李崇译,格致出版社·上海人民出版社 2014 年版,第 2 页。

[12] See Dorothy S. Lund, *The Case against Passive Shareholder Voting*, *Journal of Corporation Law* 43, No. 3, Spring 2018.

确有改善公司治理的激励,但这一激励在许多实践的个案中却难以得到证明。

### 三、维护市场的有效性

经过多年的长足发展,我国机构投资者正逐步增长,散户为主的市场格局在逐步打破。实证显示,以散户为主的市场,更容易受到“噪音交易者”的影响,股市易大起大落。<sup>[13]</sup> 相比之下,机构投资者更能增加公司股价中的信息含量,提升市场运作效率。<sup>[14]</sup> 但是,我国的机构投资者也出现了分化,有实证研究认为,部分机构投资者是短期投资者,他们的存在对资产收益的稳定性有较大的影响。<sup>[15]</sup> 同时,也有研究指出,如果超常规地发展机构投资者,在机构投资者信托责任淡薄的背景下,将加剧市场波动。<sup>[16]</sup>

作为发展较为成熟的证券市场,美国已经进入以机构投资者为主的阶段,机构投资者越来越成为公司治理中的主角,它们虽然数量较少,却占据了上市公司中越来越多的份额。<sup>[17]</sup>

从本文的理论建构中可以看到,围绕被动投资者在公司治理中的作用,理论层面存在许多争议,但争议的核心始终着眼于相关的机构能否强化市场的功能。在高效的市场中,市场主体能够公平地传递信息,并将信息转变为行为,从而建立市场秩序。正如哈耶克所言,“理解了

---

[13] 参见朱伟骅、张宗新:《投资者情绪、市场波动与股市泡沫》,载《经济理论与经济管理》2008年第2期。

[14] 参见侯宇、叶冬艳:《机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据》,载《金融研究》2008年第4期。

[15] 参见刘京军、徐浩萍:《机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?》,载《金融研究》2012年第9期。

[16] 参见蔡庆丰、宋友勇:《超常规发展的机构投资者能稳定市场吗?——对我国基金业跨越式发展的反思》,载《经济研究》2010年第1期。

[17] See Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, No. 3, 2017.

信息(或事实知识)传递的作用,也就为理解扩展秩序敞开了大门”。<sup>[18]</sup>然而,当我们寻求市场发挥有效作用时,有三个要素非常关键:一方面,市场本身的力量应足够强大;另一方面,市场必须公平,所有人能够有途径获得同样的信息,从而作出属于自己的判断;最后一方面,信息在市场传递中能够产生激励,并转化为行为。正是在这一视角下,才会出现文章所需要回应的理论争议——被动投资者是否有足够的市场激励完善公司治理,被动投资者是不是市场作用的一部分,被动投资者会不会抑制市场信息传递的效率与价值?学者担忧的正是被动投资者庞大的投资规模和被动的参与方式会从根本上动摇市场的基础性功能,而这也是我们未来需要仔细评估与应对的证券监管与公司治理挑战。

对于我国而言,现阶段尚未进入以机构投资者为中心的制度环境,因而被动投资者在公司治理中的法学讨论较少,更多的讨论集中在经济学与金融学的实证研究中。不过,域外的理论争议对我们有以下启示:(1)美国对包括被动投资者在内的机构投资者,明确了其对投资者具有信义义务,并在此法律框架下要求基金加强信息披露与避免利益冲突;(2)美国证券监管机构明确要求被动投资者披露其在上市公司中的投票情况,以促进被动投资者进行负责任的投票,这是我国可以借鉴与学习的;<sup>[19]</sup>(3)美国证券监管部门允许被动投资者聘任专业的投票咨询机构,将相关的服务进行外包,而我国相关的咨询服务机构尚待在制度与实践层面进一步发展与培育;(4)美国头部的被动投资基金,会在内部建立专门的公司治理决策团队,完善被动投资基金参与公司治理的决策制度,这是积极参与公司治理的一种表现;(5)我国应关注被动投资者规模增加与公司治理之间有效性的实证研究,从我国的实

---

[18] [英]F. A. 哈耶克:《致命的自负》,冯克利、胡晋华等译,中国社会科学出版社 2000 年版,第 100 页。

[19] 以发行指数基金的主体公募基金为例,我国目前对公募基金的信息披露要求,更多集中于规范公募基金的合法合规经营,保障投资者的合法权益,而未延伸到对公司治理的关注,这与我国机构投资者的发展阶段有关。

际情况出发,加强被动投资者参与公司治理的激励考核机制,<sup>[20]</sup>从而进一步维护市场的有效性。

(编辑:邹思思)

---

[20] 证券投资基金业协会2012年曾发布《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》,但该指引更多为自律指引,并且对参与公司治理的规定较为宽泛,更多地关注利益冲突问题。