

被动投资者消极参与公司治理的法律规制

缪若冰

(重庆大学法学院, 重庆 400044)

摘要: 本文探讨了被动投资者消极参与公司治理问题及法律规制路径。研究发现, 我国现行法律规范未区分主动投资者与被动投资者, 统一适用信义义务、信息披露等规定来予以约束, 难以有效调动被动投资者参与公司治理的积极性。随着被动投资者规模的不断扩大, 如其参与公司治理的激励问题无法有效解决, 必将持续弱化市场纪律的作用。建议考虑通过限制被动投资者投票权、对非常规事项进行穿透式表决等方式强化对被动投资者的激励与约束效果, 促使其积极参与公司治理。

关键词: 机构投资者; 被动投资; 公司治理; 投资者表决权; 指数基金

Abstract: This paper explores the passive participation of passive investors in corporate governance and the path of legal regulation. This study finds that the existing main legal norms do not distinguish active investors from passive investors, but use unified fiduciary obligations, information disclosure and other provisions to restrict passive investors, which is difficult to effectively motivate their participation in corporate governance. With the continuous expansion of the scale of passive investors, if the problem of participating in corporate governance is not effectively solved, it will continuously weaken the role of market discipline. At the theoretical level, there are suggestions such as limiting the voting rights of passive investors and penetrating voting on unconventional matters, in order to strengthen passive investors' active participation in corporate governance.

Key words: institutional investors, passive investment, corporate governance, voting rights of investors, index fund

作者简介: 缪若冰, 法学博士, 重庆大学法学院讲师, 研究方向: 证券法、公司法。

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A

一、引言

本文的研究对象是以被动方式投资特定指数或行业的股票, 而非主动选股的机构投资者(以下简称被动投资者或被动投资基金)。机构投资者是指对公司投资的法人机构, 包括公募基金、养老基金、保险基金等。¹在证券市场中, 机构投资者已成为上市公司的主要股东, 并引发了理论层面的激烈争论。上世纪30年代, 伯利与米恩斯曾指出, 大型公司股东持股的分散导致企业控制权逐步转移到公司经营层手中。²公司治理面临的主要问题是股东(委托人)与经理层(代理人)之间的代理成本问题。然而, 机构投资者汇集投资者资金成为上市公司的大股

东, 持有的股份数越来越多, 对公司治理的影响越来越大。³在机构投资者兴起的背景下, 伯利与米恩斯所描述的股份分散的持股格局发生了逆转, 上市公司组织治理问题开始出现根本性变化。⁴

在理论层面, 对机构投资者的讨论主要集中于其是否可以成为公司治理中的积极角色。在美国法下, 对机构投资者的作用存在不同认识, 主流观点认为机构投资者嵌入到了激烈的市场竞争中, 对投资收益的追求促使其完善公司治理, 能够成为公司治理的监督者。⁵然而, 不同类型机构投资者的投资方式并不一致, 笼统地将机构投资者的作用进行一致性的判断并不符合实际, 被动投资者即为其中的典型代表。

被动投资者主要包括ETF与指数基金，此类基金广泛投资指数或行业的一系列股票，投资决策并非基于企业信息。换言之，公司业绩或者治理情况的好坏并不影响被动投资者的投资决策，其遵循的是自动跟踪的被动投资模式。与被动投资者相对的则是以对冲基金为代表的主动投资者⁶，此类投资机构通过主动选股、杠杆融资、选举董事会成员等方式积极地介入到证券投资中，以获取超额收益。⁷与主动投资基金相比，被动投资基金的模式相对简单，通常能以较低费率甚至零费率吸引庞大的投资者，持有的上市公司股份也越来越多。然而，理论上对被动投资基金是否有改善公司治理的激励存在相当大的争议。主流观点认为被动投资者缺乏相关激励，对市场的有效性产生了负面影响。⁸

与域外相同，我国证券市场中机构投资者规模越来越大，持有的上市公司份额越来越高，在公司治理中的作用日益受到关注。但是，我国在许多关于机构投资者的讨论中并未区分主动投资者与被动投资者，而是概括地对机构投资者持肯定态度。应当看到，被动投资基金与主动投资基金在投资方式上存在本质差异，在公司治理上也有截然不同的激励与行为，这一区别需要进行系统性研究，以进一步规范被动投资者在公司治理中的作用。

二、被动投资者在公司治理中的作用

被动投资基金正成为证券市场中越来越重要的参与者。以黑石管理的6万亿美元资产为例，其中被动投资基金的规模达到4万亿美元，覆盖全球85个市场的14000多家上市公司。并且，有机构预测在2024年的美国证券市场，被动投资基金中指数基金的规模将超过主动投资基金，达到10万亿美元。⁹

在理论层面，代表性观点认为被动投资者缺乏改善公司治理的激励，更多是“搭便车者”，主要依据如下：首先，被动投资基金采用的是自动跟踪的投资方式，即无差别地选择某一特定行业或者指数内的股票，并不区分公司治理的优劣。即使公司治理非常糟糕，被动投资者依然会买入。在公司治理由好变坏的情况下，被动投资者亦不会卖出。当然，投资者在选择被动投资基金时，也了解这一基本投资模式，并不会因此苛责。其次，庞大的投资规模及广泛投资的上市公司数量，决

定了被动投资基金对改善公司治理“有心无力”。以黑石为例，黑石的被动投资基金在全球投资的上市公司数量有上万家，但在公司内部只配备了20多人的公司治理团队¹⁰，这一现实使黑石不可能有充足的人手与精力参与大多数上市公司治理的完善。并且，即使某一上市公司治理的状况有所改进，但对被动投资者庞大的投资组合而言，这一成效的收益却微乎其微。相反，积极参与公司治理却一定会增加被动投资者的营运成本。因而，公司治理完善的潜在收益与成本的不匹配，决定了被动投资者缺乏完善公司治理的激励。最后，被动投资基金在许多公司治理问题上存在利益冲突。例如，许多上市公司是被动投资基金管理机构的客户或潜在客户，需要与公司管理层建立良好的关系。¹¹因而，被动投资者通常选择回避参与公司治理。

在公司治理实践中，有许多如被动投资基金一样的股东选择成为公司治理中的“搭便车者”，但被动投资基金的危害相对更大，具体体现为其庞大规模必然广泛地影响市场纪律发生作用，动摇市场的有效性。在芝加哥学派看来，市场是有效的，这意味着信息在市场中能够得到广泛传播，影响参与者的行为，并反映在价格波动上。¹²然而，规模不断增长的被动投资基金却缺乏参与公司治理的激励，导致由它们持有的股票并不会对市场发出的信号作出反应。同时，被动投资者通常是上市公司的长期投资者，除非基金清盘，否则其投资长期锁定，不会退出。在此基础上，被动投资者对公司治理状况的“无动于衷”，意味着其管理的资金对市场反馈的信息无所作为，市场内含的价格机制发生了扭曲，市场纪律的作用及有效性受到破坏。¹³事实上，这一判断在部分市场实践中已得到印证。以IPO为例，通常如果新上市公司的质量一般，在新股发行中可能很快跌破发行价。然而，即使新上市的股票并不是一个很好的投资标的，被动投资者依然会自动追踪并投资。¹⁴并且，以美国市场为例，随着被动投资者规模的日益庞大，被动投资基金已日益成为市场中资金的主要分配者，在新股发行价格形成中的作用越来越重要。因此，在类似IPO的投资场景中，以市场信息为中心的价格机制越来越受到被动投资者的影响，且带来的结果较为负面。¹⁵易言之，规模越来越大的被动投资者的投资方式在整体上导致了

价格扭曲，影响了市场的有效性。¹⁶

当然，也有观点认为被动投资者并非完全缺乏改善公司治理的激励，其依据是被动投资基金的投资标的虽被锁定，但投资者本身是“流动的”，撤离投资的可能性促使被动投资基金有足够的激励改善上市公司的公司治理以留住投资者。¹⁷换言之，虽然被动投资基金在投资方式上是自动跟踪某个行业或指数内的公司，但其本身处在一个竞争激烈的环境中，基金的投资者随时可能撤出投资。因而，在此竞争环境下，被动投资基金有足够的激励完善公司治理，以留住并吸引更多的基金投资者。¹⁸此外，不应简单地认为类似对冲基金采用的激进行动是公司治理的所有表现形式。事实上，被动投资者在多个层次参与了公司治理的完善，如采用非公开行动的方式加强与目标公司董事会及管理层的沟通，参与公司治理监管政策与措施的完善，与其他机构投资者合作等，这些都是整体上完善公司治理的行为。¹⁹

本文提出，虽然从更为扩大化的公司治理概念来讨论被动投资者的作用，能够发现其在改善公司治理的整体架构上有所行动，但是，特定公司的治理完善与股东具体的、直接的、以结果为导向的行动更密切，相关性更强。在公司治理出现问题时，更迫切和必要的是股东的积极介入。然而，被动投资者自动跟踪、分散持股的投资模式，很难让其形成改善公司治理的激励，而庞大的投资规模则决定了被动投资者即使希望改善公司治理，在实践中也缺乏相应的人手与精力。即便被动投资者面临市场竞争的威胁，但促使其参与公司治理带来的收益远远少于引发的成本——毕竟特定公司的治理完善对整个基金的业绩而言微不足道，且参与公司治理带来的结果本身具有较强的不确定性。更重要的是，投资者选择被动投资基金时，已了解被动投资基金的投资方式。由此，在被动投资者规模日益庞大的情形下，以市场价格作为信号引导上市公司完善公司治理的市场机制一定会弱化。总而言之，被动投资基金投资的底层逻辑决定了其缺乏完善公司治理的激励，在公司治理中是消极参与的角色，长期而言将削弱市场机制的有效性。

三、被动投资者参与公司治理的主要法律约束

虽然被动投资者对公司治理的消极参与引发了各方

面争议，但目前各主要资本市场并未将机构投资者区分为主动投资者或被动投资者以适用不同的法律规范。对机构投资者监管的代表性法律规定主要体现在对被动投资基金的主要管理者——投资顾问进行约束。以被动投资基金发展时间最长且最为成熟的美国证券市场为例，该国法律制度下对被动投资者的主要约束包括以下几方面。

(一)信义义务的法律约束

在美国证券市场中，被动投资基金作为共同基金的一种，通常以公司或商事信托的形式运作。以公司形式为例，投资者作为股东加入，由黑石、先锋等投资顾问提供投资建议与管理服务，负责基金的管理、投资决定，并作为代理机构行使被动投资基金的公司治理决策权。虽然以公司形式设立，但被动投资基金与一般公司存在许多不同：第一，被动投资者以公司形式运作，但本质上提供的是金融产品，这意味着被动投资基金的投资者在股东身份之外也是投资顾问服务的消费者；第二，投资者随时可以从基金中撤回出资，而一般公司的股东并不能随意抽回出资。²⁰因而，对于被动投资者，美国法律与监管的重心并未从公司这一实体展开，而是从投资顾问的角度要求其向投资者负责。易言之，公司作为被动投资基金的载体，更多地被视为法律工具，投资者选择加入某一公司，只是因为某一投资顾问在该法律实体中为其提供服务。因而，信义义务的解释、约束主要围绕金融产品消费者与投资顾问之间的关系展开。

投资顾问信义义务的规定主要源于制定法与判例法，前者主要见于《1940年投资顾问法》第206条规定，后者以1963年的SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.案为代表。在1963年的司法判例中，美国联邦最高法院确认投资顾问对投资者负有信义义务，包括忠实义务(duty of loyalty)与注意义务(duty of care)，要求投资顾问服务于客户的最佳利益，不得将自己的利益置于客户利益之上。在前述法律规范与司法判例的基础上，美国证监会在2019年又对投资顾问信义义务的内涵与外延进行了系统梳理，明确了信义义务的内容，主要规范内容包括：第一，投资顾问对客户承担信义义务，包括忠实义务与注意义务，并主要通过《1940年投资顾问法》第206条的反欺诈条款具体执行²¹；第二，忠实义务的主要

内容是投资顾问应避免利益冲突，“不让客户利益服从于自己的利益”，并且全面地向客户披露与投资顾问有关的重大事实；第三，注意义务的主要内容是投资顾问应向客户提供符合其最佳利益的投资建议，争取最佳执行，并监督相关进程。²²

在信义义务角度下，就上市公司的公司治理而言，被动投资基金的投资顾问经常需要解决的是利益冲突问题，并具体表现为被动投资基金投资了同一行业内相互竞争的公司，或某一公司是投资顾问潜在或既有的客户。在信义义务的要求下，针对投资于同一行业竞争对手的情况，投资顾问应争取投资组合的利益最大化，而不要求在每个公司治理决策下的利益最大化，这一规定避免了投资顾问在相反利益考量下的法律困境。同时，针对潜在或既有客户公司治理中的表决事项，投资顾问应满足信义义务的要求，服务于基金持有人的利益而非自己的利益。

(二)公司治理相关的决策披露

美国证监会在2003年制定了两项规则，要求所有根据《1940年投资顾问法》注册的投资顾问以可行的方式，在其网站或以书面形式披露参与公司治理的程序与决策信息，具体要求如下：第一，投资顾问披露有关代理投票权行使的政策及程序；第二，投资顾问在其年度或者半年度报告中，向基金权益持有人以及监管部门披露在公司治理中投票权的行使情况。²³

美国证监会要求投资顾问加强上述信息披露的原因在于：第一，共同基金规模日趋庞大，但参与公司治理投票的信息并不透明；第二，共同基金的董事会代表权益所有人管理基金资产，而投资顾问通常受聘进行资产的具体管理，投资顾问对共同基金负有信义义务，应当做到“最大程度的诚信，以及充分和公平的披露”；第三，在某些情形下，共同基金的权益持有人与投资顾问在代理投票权的行使上存在利益冲突，例如基金投资的某个公司同时也是投资顾问的客户，投资顾问可能在代理投票权的行使上支持公司管理层。在此种情形下，需要加强信息披露以防范道德风险。²⁴

在前述监管规则通过后，几乎所有共同基金的投资顾问均对投票情况进行了披露。以先锋公司为例，其官方网站上专设“基金的投票情况”一栏，披露了各子基

金的投票情况。如先锋公司运营的500指数基金投资了3M公司，针对公司董事会提出的PAMELA J. CRAIG担任董事的议案，先锋参与了投票并选择支持。当然，也存在对议案投出反对票的情形。²⁵要求投资顾问披露参与公司股东会的投票情况，一方面可以促进投资顾问更负责任地进行投票，另一方面可以在有利益冲突的情况下，通过信息披露约束投资顾问的投票决策。

(三)投票决策咨询的市场化安排

在法律上，投资者虽持有共同基金的份额，但并非直接持有上市公司的股份，而是由具体的投资顾问即专业的机构投资者作为代理机构行使公司治理表决权。在传统上，机构投资者遵循的是“华尔街规则”，即要么同意管理层的议案，要么用脚投票——出售股票。但从上世纪80年代中期开始，监管部门开始要求机构投资者进行负责任的表决，如美国劳工部出具意见认为，根据《退休收入保障法案》的规定，凡是管理政府退休保障计划的机构投资者，对其所有需要表决的股票具有信义义务，应满足“审慎人”标准。²⁶此后，美国证监会也加强了对这一问题的审查标准以及信息披露要求。然而，即使有前述监管与法律层面的要求，机构投资者仍然很难具备充足的人力与精力积极参与公司治理。

在美国证券市场，解决机构投资者公司治理决策投票问题的代表性措施之一是设立专业的投票顾问机构。以知名的投票顾问——机构投资者服务公司(Institutional Shareholder Service，以下简称ISS)为例，该机构经营时间长达30年，覆盖全球115个证券市场，有2000家机构投资者客户，积累了既满足监管部门要求，同时实现负责任投票咨询服务的丰富经验。以ISS对我国某上市公司的分红表决咨询为例，ISS的一般建议是同意公司的收入分配，除非股息支付率低于一定的标准且没有合理解释，或公司的财务状况不匹配。易言之，ISS通过持续跟踪及对相关公司治理经验的积累，形成了标准化的判断方法，能够提供专业的投票建议。²⁷但需要注意的是，机构投资者对于是否采用代理投票顾问公司的建议具有最终的决定权。并且许多大型的投资机构并未求助于代理投票顾问公司，而是通过设置投资管理监督委员会或投票员的方式解决这一问题。

综上，美国法下对被动投资者参与公司治理的约束

主要集中于投资顾问的信义义务，要求其在相关的公司治理决策中将投资者的利益置于自身利益之上，以投资者的利益最大化为目标，履行忠实义务与注意义务。同时，强化了投资顾问在公司治理决策方面的信息披露义务，通过市场化安排允许专业机构提供公司治理决策咨询，以提高机构投资者公司治理决策的质量。然而，前述信义义务或信息披露义务难以促使被动投资基金更为主动、负责地参与公司治理完善。实证结果显示，被动投资者在公司治理活动中更易成为“搭便车者”。²⁸虽有制度层面的各项约束，但被动投资者并未改变其决策倾向，如降低在投票决策中对公司管理层的支持。²⁹

四、促进被动投资者积极参与公司治理的建议

当被动投资基金规模较小时，其对市场反馈作用的负面影响尚能在市场整体的作用下得到平衡。然而，被动投资基金因收费低廉、抵御市场风险强等优势而备受青睐，其规模在主要市场已逐步赶上并将超过主动投资者。在此趋势下，完善被动投资者参与公司治理的制度安排，维护市场秩序与市场机制的有效性，已经成为证券法律制度层面亟待解决的课题。

(一)限制消极的被动投资者参与公司治理

当被动投资者怠于参加公司治理时，可以在法律层面采取直接限制公司决策投票权的方式来予以规制。³⁰当然，并非所有被动投资者都是不负责任的公司治理参与者；对于负责任的被动投资基金，监管层面可以为其保留投票权，并提供认证机制。在完成认证后，此类基金可以参与公司治理表决，并向投资者收取更高费用。

通过在公司治理权层面的逆向淘汰激励，法律可以创设对积极、负责任参与公司治理的被动投资基金进行认证的机制，赋予其公司治理表决权；反之，则限制其参与公司治理的权利。在此基础上，法律层面的认证将向市场发出信号，反映被动投资者参与公司治理的表现情况以及因此形成的公司治理权利差异，这将进一步督促、加强以及激励被动投资基金参与公司治理。

限制被动投资者参与公司治理的核心是希望锁定被动投资基金的公司治理投票权，以提升市场有效性，从而更好地发挥市场纪律的作用。当然，这一主张可能在股东平等性方面面临法律障碍，其设置了不同的公司治

理权利，有违股东之间的平等原则。因而在技术层面，可以将限制被动投资者参与公司治理的权利赋予行政规章或交易所规则，作为类似于市场禁入的惩罚性安排，而非在公司法层面进行调整。在此前提下，被动投资者的投票权在组织法层面与其他股东并无差异，而监管部门或交易所则保留了限制其参与公司治理的权利。

(二)穿透式的表决权参与

在制度层面，可以允许被动投资基金的投资者穿透基金对公司的非常规事项行使表决权。以美国证券市场为例，根据纽约交易所的规定，在经纪人与客户(也是上市公司股票的投资者)之间的法律关系中，经纪人不能代替客户就非常规事项投票，包括董事选举与解聘议案、取消多数决议案、反收购条款议案等。纽约交易所之所以对非常规事项作出特别规定，是因为这些事项对公司及经纪人背后的股东而言，属于涉及公司及自身利益的重大事项。因此，对于这些非常规事项，纽约交易所规定经纪人不能代为投票，而是应由股东穿透经纪关系直接投票。³¹借鉴前述规定，可以在法律层面允许投资者穿透基金的法律形式，将非常规事项的表决权赋予基金持有人，以基金持有人直接参与表决的形式推动上市公司治理的完善。

在立法技术上，可以将投资者穿透基金对非常规事项行使投票权设置为默示规则，常规事项表决权则保留在基金层面行使。³²在此基础上，当投资者未明示使用投票权时，对于涉及公司重要事项的非常规事项，公司治理的决策权由基金管理机构行使。当投资者明示自我投票时，由投资者穿透基金行使投票权。³³当然，这一制度安排意味着，自行行使投票权的投资者越多，就表明其对被动投资基金参与公司治理的表现不满，反之则表明了一种信任。

(三)限制被动投资基金的头部集中

美国市场被动投资基金的发展历程表明，被动投资基金会逐步向头部管理机构集中——美国在资产管理上已经形成了三巨头(黑石、先锋以及道富)占据主要市场份额的局面，它们管理着市场上四分之三的被动基金，是市场上40%上市公司的最大股东。³⁴然而，被动投资基金向头部管理机构集中的结果，既引发了公司治理上“有心无力”的消极参与问题，也带来了所有权集中的担忧。³⁵

在被动投资基金集中的情况下，一方面，庞大的基金规模使管理机构缺乏充足的人力、物力参与上市公司治理，削弱了市场机制的作用；另一方面，被动投资基金的集中本身对基金之间的竞争带来负面效应，被动投资基金的管理者缺乏通过积极的公司治理行动扩大竞争优势的动力。因而，监管层面应针对基金发行采取必要措施，主动限制被动投资基金向头部管理机构集中，使被动投资基金有更多的精力与人手参与上市公司治理。并且，不仅要在机构层面限制被动投资基金规模，而且在机构内部，单一基金经理管理的被动投资基金规模也不宜过大。

(四)基金费率监管与专业公司治理团队的建立

当基金费率的定价权交给市场时，被动投资基金存在通过零费率或低费率吸引投资者的情况。当基金管理费为零或极低时，被动投资基金的管理机构将很难有充分的激励参与公司治理，因为这将进一步增加基金的运营成本。在此情况下，被动投资基金的管理机构获得了强有力的自辩理由，基金不具有足以支撑其积极完善公司治理的费用，而参与公司治理所增加的成本将减损投资者收益。针对这一情况，更为合理的措施是在监管层面限制被动投资基金的低费率竞争，以促使其花费必要成本参与上市公司治理的完善。

此外，许多大型投资机构会在公司内部设立专业的公司治理团队或专门的投票专员，以向不同基金提供投票决策建议。虽然此类团队的规模难以有效应对被动投资基金庞大的投资标的，但其设立一方面表明机构投资者有参与公司治理的意愿与团队支持，另一方面就特定的决策事项，被动投资者可以得到机构内部的专业意见，能够在一定程度上解决被动投资者消极参与公司治理的问题。

五、对我国的启示：激励问题的相似性

我国证券市场一直是散户深度参与的市场，历史上指数的大跌曾多次导致市场发行暂停，形成了“市场-政府-群众”的互动结构。³⁶为了改善市场主体结构内在的脆弱性，机构投资者成为证券监管部门着力引入的市场主体。然而，随着我国证券市场的逐步成熟，机构投资者规模也越加庞大，对不同机构投资者行为的差异亟待

仔细甄别。

如前所述，在成熟市场，被动投资者正成为规模最大的机构投资者，其跟随市场被动投资、长期持股的策略无疑有成功之处。从积极意义上看，被动投资者的存在将有助于减少市场波动和资产泡沫，而资产价格波动和泡沫会造成不必要的风险，扭曲投资决策。但是，被动投资者庞大的投资标的数量与规模导致其缺乏参与公司治理的激励，市场纪律的作用随之弱化，不利于证券市场的长期健康发展。

从激励角度来看，我国被动投资者与域外同行存在相似问题，且相对而言更为严重，主要原因在于：第一，我国在法律与监管规则层面并未明确机构投资者(包括被动投资者)参与公司治理的法律义务，未形成强有力的约束机制。在正式法律条文层面，《证券投资基金法》第9条规定了基金管理人在从事基金服务活动时需履行诚实信用、谨慎勤勉的义务，但并未明确将参与公司治理纳入到前述义务的范围之内；在具体监管规则层面，《上市公司治理准则》第7章规定，鼓励包括公募基金在内的机构投资者通过依法行使表决权、质询权、建议权等相关股东权利，合理参与公司治理。同时，鼓励机构投资者公开其参与上市公司治理的目标与原则、表决权行使策略、股东权利行使情况及效果。虽然监管部门明确了对机构投资者参与公司治理的监管导向，但由于缺乏约束机制，难以在实践中为被动投资者参与公司治理提供有效激励，实践中机构投资者通过公开表决权参与公司治理的情况乏善可陈，与域外被动投资者普遍对公司治理表决情况进行公示的情况存在差距。第二，域外被动投资者普遍会在机构内部建立公司治理团队，或求助于专业的机构投资者服务公司，以在一定程度上解决公司治理的参与问题。由于发展时间较短，我国机构投资者尚未普遍建立专业的公司治理团队，市场化解决路径也相对匮乏。从本质上看，我国被动投资者与域外同行采用相同的投资策略，规模也在不断扩大，但法律规定的不明确与不健全导致我国被动投资者相比域外同行，在参与公司治理的问题上受到约束更少，这决定了我国被动投资者消极参与公司治理的问题可能更为严重。

对我国现阶段的证券市场而言，被动投资者长期持股且自动追踪的投资方式，将有助于平缓市场剧烈波

动,防范市场风险,不应限制其规模的进一步发展。在此基础上,针对其缺乏参与公司治理激励的弊端,我国宜设立有明确约束性的法律与监管规则以敦促被动投资者参与公司治理:首先,《证券投资基金法》应细化基金管理人诚实信用、谨慎勤勉义务的内涵,将参与公司治理作为相关义务的具体内容充实到法律规范中,防止基金管理人法律义务的虚化。其次,相关法律及监管规则应明确要求机构投资者建立专门的公司治理团队或顾问团队,鼓励投资服务公司等市场化机构的发展,将负责任的市场参与者与受托者的主体意识贯穿到机构投资者的组织内部结构与管理中。再次,我国应强制性地要求包括被动投资者在内的机构投资者定期(年报或半年报)披露其参与公司治理的情况,且应采取公开披露的方式而非将信息披露对象限于特定基金的份额持有人,以促使市场及监管部门充分了解其参与公司治理的情况;此外,我国可以考虑建立将参与公司治理表现与基金发行挂钩的监管机制,限制投资者投诉较多或参与公司治理能力较弱的机构发行新的被动投资基金,监管部门或交易所同样可以在监管规则层面限制特定被动投资者在一定期间的表决权,以作为市场惩戒措施。最后,我国应提前防范被动投资者头部集中的趋势,防止出现被动投资基金集中以及单一机构公司治理能力不足的困境;并且,监管部门应禁止被动投资基金在费率方面朝底竞争,甚至可以考虑在监管规则层面对被动投资基金的费率提取作出具体要求,明确参与公司治理费用的比例,避免被动投资基金以低费率为理由逃避参与公司治理的义务。

六、结语

“经验证明的问题就在于‘如何认真对待事实’,而不是被事实所淹没。”³⁷人们习惯将主动投资者与被动投资者想象成为一个共同体,认为它们存在激烈的市场竞争,具有改善公司治理的相同激励。事实上,庞大的规模、差异化的投资方式已经让被动投资者与主动投

资者渐行渐远。从这一角度而言,机构投资者的单一概念并未揭示不同类型机构的本质差异及其在公司治理激励上的根本性不同。

本文在理论层面梳理了被动投资者消极参与公司治理的原因——被动投资者自动跟踪的投资模式决定了公司治理的好坏并不会影响其投资决策;被动投资者有限的人力物力难以支持其负责任地参与公司治理决策;现有法律规范仅要求被动投资基金的投资顾问进行信息披露并履行信义义务,缺少有效敦促其积极参与公司治理的制度安排。更为严重的是,作为对市场信号的弱反馈资金,日益庞大的被动投资基金正在动摇市场的有效性,削弱市场纪律的作用。

结合我国实际情况,宜从法律制度层面入手,促进被动投资者积极参与上市公司治理。例如,可以由监管部门或交易所设立相应规则,对参与公司治理薄弱的机构予以限制,包括对公司治理的表决权、发行被动投资基金的数量与规模等;对非常规事项,可以允许基金投资者直接行使投票权;同时,应限制被动投资基金向头部管理机构集中,促进市场竞争,激励被动投资者参与公司治理;通过要求机构投资者设立公司治理团队或投票专员,对潜在的低费率竞争进行限制,激励被动投资者更为主动地参与公司治理决策。

我国的被动投资基金与域外同行具有相同的投资策略以及相似的激励,并且由于发展时间较短,在参与公司治理方面未受到强有力的制度性约束。当然,被动投资基金对当下我国证券市场而言具有平抑市场波动、维护市场稳定的作用。在不限其进一步发展的前提下,应在法律法规层面对诚实信用、谨慎勤勉义务在参与公司治理上的具体内涵予以细化,强化公司治理参与情况的信息披露,建立消极参与的约束性安排。由此,方能在改善我国证券市场主体结构的同时,进一步促进市场长期健康发展。 ■

[基金项目:司法部2019年度国家法治与法学理论研究项目“中国公司法制度建构的影响要素分析”(批准号:19SFB3038)、中央高校基本科研业务费NO.2020CDSKXYFX009资助项目]

注释

1. 参见邓峰.普通公司法[M].北京:中国人民大学出版社,2009:358.

2. 参见[美]阿道夫·A.伯利,加德纳·C.米恩斯.现代公司与私有产

权[M].甘华鸣,罗锐初,蔡如海,译.北京:商务印书馆,2005:9.

3. 以对冲基金为例,它们在许多公司治理的事件中有着不同于

此前投资者的表现。See Bratton W W. Hedge funds and governance targets[J]. Georgetown Law Journal, 2007, 95(5): 1377-1379.

4. See Posner E A, Morgan F M S, Weyl E G. A proposal to limit the anticompetitive power of institutional investors[J]. Antitrust Law Journal, 2017, 81(3): 674.

5. See Gilson R J, Kraakman R. Investment companies as guardian shareholders: the place of the MSIC in the corporate governance debate[J]. Stanford Law Review, 1993, 45: 985-993.

6. 所谓积极投资者,“不是指那些沉湎于频繁买卖证券的人,而是确实对公司管理进行监督、在董事会有一席之地、有时会参与经理的解雇、经常参加制定公司的战略方针—有时甚至直接参与管理公司的投资者。”参见[美]迈克尔·詹森. 企业理论——治理、剩余索取权和组织形式[M]. 童英,译. 上海:上海财经大学出版社, 2008: 62-63.

7. See Brav A, Jiang W, Partnoy F, Thomas R. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance[J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1730-1731.

8. See Lund D S. The case against passive shareholder voting[J]. Journal of Corporation Law, 2018, 43(3): 516-531.

9. See Strampelli G. Are passive index funds active owners: corporate governance consequences of passive investing[J]. San Diego Law Review, 2018, 55(4): 809-810.

10. See Lund D S. The case against passive shareholder voting[J]. Journal of Corporation Law, 2018, 43(3): 516.

11. See Bebchuk L A, Cohen A, Hirst S. The agency problems of institutional investors[J]. Journal of Economic Perspectives, 2017, 31(3): 90.

12. 参见[美]霍华德·马克斯. 投资最重要的事情[M]. 李莉,石继志,译. 北京:中信出版社, 2019: 9-10.

13. See Gutiérrez G, Philippon T. Investmentless growth: an empirical investigation[EB/OL]. [2020-07-30]. <https://muse.jhu.edu/article/688906>.

14. See Fisch J, Hamdani A, Solomon S D. The new titans of Wall Street: a theoretical framework for passive investors[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2019, 168(17): 59.

15. See Fichtner J, Heemskerk E M, Garcia-Bernardo J. Hidden power of the big three? passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk[J]. BUS. & POL., 2017, 19(2): 201.

16. See Coles J L, Heath D, Ringgenberg M C. On index investing[EB/OL]. [2020-07-18]. <https://papers.ssrn.com/abstract=3055324>.

17. 参见吉尔·菲施,阿萨夫·汉达尼,史蒂文·戴维多夫·所罗门. 华尔街新巨人: 被动投资者的一个理论框架[J]. 唐峰,译. 袁康,校. 证券法苑, 2021, (32): 69-70.

18. See Fisch J, Hamdani A, Solomon S D. The new titans of Wall Street: a theoretical framework for passive investors[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2019, 168(17): 27-31.

19. See Fisch J, Hamdani A, Solomon S D. The new titans of Wall Street: a theoretical framework for passive investors[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2019, 168(17): 48-53.

20. See Roiter E D. Disentangling mutual fund governance from corporate governance[J]. Harvard Business Law Review, 2016, 6(1): 3-4.

21. “任何投资顾问不得直接或间接地借助邮件或任何州际商业手段或工具—(1)实施任何计划、计谋或伎俩以欺骗客户或预期客

户。(2)从事任何构成对客户或预期客户进行欺骗或欺诈的交易、做法或业务经营过程。(3)充当其自有账户的委托人,故意向客户出售证券或从客户买入证券,或担任前述客户以外的他人的经纪人,故意为前述客户的账户实施证券买卖,而不在完成此项交易前向前述客户书面披露其身份,并取得前述客户对该项交易的认可……(4)从事欺骗、欺诈或操纵性行为、做法或业务经营过程……”参见中国证券监督管理委员会组织编译. 美国《1940年投资顾问法》及相关证券交易委员会规则与规章[M]. 北京:法律出版社, 2015: 57-59.

22. 参见张子学. 美国证监会全面解读投资顾问信义义务与行为标准及其启示[M]//郭文英. 投资者(2019年8月第7辑). 北京:法律出版社, 2019: 174-183.

23. Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies.

24. 同注23.

25. See Annual Report of Proxy Voting by Vanguard Index Funds[EB/OL]. [2020-07-29]. <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/supporting-files/proxyvote0040.pdf?v=1567017504180>.

26. See Nathan C M, Latham & Watkins LLP. The parallel universes of institutional investing and institutional voting[EB/OL]. [2020-07-30]. <https://corpgov.law.harvard.edu/2010/04/06/the-parallel-universes-of-institutional-investing-and-institutional-voting/>.

27. 当然,投票顾问机构在运作中也存在一定的争议,积极评价如能够降低成本,克服机构投资者的集体行动困境等,而批评观点包括利益冲突、投票建议缺乏透明度,有着僵化的公司治理标准等。详见郭雳,赵轶君. 机构投资者投票顾问的法律规制[J]. 比较法研究, 2019, (1): 157-160.

28. See Fisch J E. Relationship investing: will it happen—will it work[J]. Ohio State Law Journal, 1994, 55(5): 1016-1017.

29. See Cremers K J M, Romano R. Institutional investors and proxy voting on compensation plans: the impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule[J]. American Law and Economics Review, 2011, 13(1): 222-223.

30. See Lund D S. The case against passive shareholder voting[J]. Journal of Corporation Law, 2018, 43(3): 37-38.

31. See Taub J S. Able but not willing: the failure of mutual fund advisers to advocate for shareholders' rights[J]. Journal of Corporation Law, 2009, 34(3): 888-889.

32. [美]多萝西·隆德. 论限制被动股东表决权[J]. 陈双,徐佳,译. 证券法苑, 2021, (32): 57-58.

33. See Lund D S. The case against passive shareholder voting[J]. Journal of Corporation Law, 2018, 43(3): 31.

34. See Fisch J, Hamdani A, Solomon S D. The new titans of Wall Street: a theoretical framework for passive investors[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2019, 168(17): 39-59.

35. 以美国航空公司为例,根据经济测算的结果,大型机构投资者控制了美国几家大型航空公司的多数股票,这一市场格局间接导致了机票价格的成本上涨了3%-10%。See Elhauge E. Horizontal shareholding[J]. Harvard Law Review, 2016, 129(5): 1267.

36. 参见缪若冰. 中国证监会的制度环境及法律影响: 组织社会学的分析[J]. 中外法学, 2020, (1): 219-220.

37. 参见[美]C. 赖特·米尔斯. 社会学的想象力[M]. 李康,译. 北京:北京师范大学出版社, 2017: 185.

(责任编辑:陈起阳)