

机构投资者在公司治理中的力量与局限

——以美国经验为分析视角

楼秋然*

内容摘要：作为证券市场中的一股强大力量，机构投资者愈发受到公司法、证券法的仰仗，被视为减少乃至消灭代理成本的有力武器。在应然的层面，由于其有财力持有大量股份、具有较高的退出成本和较低的合作成本，机构投资者可以有效改善公司治理。然而在实然层面，机构投资者的行动效果不佳，其原因可以被归结为“各种法律障碍”、“短视主义与利益冲突”、“政治压力与薪酬结构”。因此，只有全方位、及时、有成效的法律变革才能发挥机构投资者应有的作用。中国的机构投资者虽然具有与其美国同行不同的治理课题，但他们的行动方向、力量局限却非常相同，有鉴于此，我国未来也需要进行相似、甚至更多的法律变革。

关键词：机构投资者；股东行动主义；公司治理；代理成本；法律变革

中图分类号：D922.29

文献标识码：A

文章编号：2095-7076(2017)01-0107-10

DOI: 10.19563/j.cnki.sdfx.2017.01.009

一、引言

凡公司，必有代理成本；凡公司法，必欲除代理成本而后快。代理成本之于公司法，如同标靶之于杀手。在群龙无首的“分散持股”公司中，代理成本主要源自管理层对股东利益的“离心离德”；在一股独大的“集中持股”公司中，代理成本则主要表现为控股股东掏空公司的行为。起初，（分散持股语境下的）公司法将减少乃至消灭代理成本的希望寄托于市场，尤其是控制权市场。为避免敌意收购的发生、保住高薪厚禄的职位，公司管理层必定戮力齐心，提升业绩、拉高股价。然而，随着20世纪80年代后期敌意收购浪潮的退去、包括控制权市场在内的市场机制的固有缺陷，希望变成了失望。不久之后，激励性薪酬粉墨登场，其用意明确：将管理层薪酬与公司业绩挂钩，使得管理层的个人私利与公司利益紧密联结。可惜，激励性薪酬也加剧了管理层操纵会计报表、过分关注公司短期利益的动机。对激励性薪酬而言，其造成的问题似乎远多于它的回应。如今，作为应对代理成本问题的救命稻草，独立董事愈发受到公司法的仰仗，已然成为好的公司治理的硬指标。这种仰仗并非没有道理：“与公司任一

* 中国政法大学民商经济法学院民商法专业2015级商法学博士研究生，美国哥伦比亚大学联合培养博士研究生。

See Melvin Aron Eisenberg, The Structure of Corporation Law, 89 Colum. L. Rev. 1461, 1497-1499 (1989).

参见罗培新：《公司高官薪酬：制度积弊及法律应对之限度——以美国经验为分析视角》，载《法学》2012年第12期。

See Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1995-2005: Of Shareholder value and Stock Market Prices, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1468 (2007).

利益群体均无明显的金钱利益关系,而是以道德和声望作为主要驱动力的董事会成员”,应该可以肩负起监督、改善公司治理的重任。然而,正如仅仅从事实不能推出规范,应然也不等同于实然。由于信息劣势、“俘获”、“模仿效应”等问题,独立董事并没有施展出预期的魔力。在萨班斯-奥克斯利法案出台之前,就已经由(高水准)独立董事占据董事会多数席位的安然的垮台,更是给迷信独立董事作用的人敲响了警钟。

在命运的安排之下,一股积蓄已久的力量——机构投资者——最终以“股东行动主义”(Shareholder Activism)的方式进入了公司法的视野。机构投资者在诸多方面拥有不同于一般股权投资者的特质(容后详述),按常理应当能够更为积极、有效地介入公司治理事务,降低因“管理权与所有权二分”、“一股独大”所引起的公司代理成本。面对上文提到的有关公司治理的教训,人们也许会期许,“这次千万别再失败了!”对此,有一个坏消息,但也有一个好消息。坏消息是:在现阶段,机构投资者对改善公司治理可能作用不大;好消息是:如果能够进行及时而有成效的法律变革,机构投资者也许值得托付。目前,我国公司法学界还尚未对机构投资者在公司(尤其是上市公司)治理中的力量与局限问题展开充分的研究,然而在美国,该问题早已从至少20年前就已经成为法学(主要是公司法、证券法)研究的热门话题。考虑到这一文献背景以及笔者自身的语言局限,本文将主要从机构投资者与公司治理的美国经验出发,探寻机构投资者对改善公司治理、降低代理成本的作用、局限与对策。下文的结构如下:第二部分将首先展现机构投资者对公司治理的可能“力量”及其实效;第三部分从法律限制、短视主义与投资策略、利益冲突、薪酬结构与政治压力等方面说明机构投资者力量的局限所在;第四部分则会提出相应的法律对策;第五部分将结合我国背景,提出一个十分简短的借鉴建议。

二、应然与突然:一记挥空的拳头

(一)应然

对美国公司法学者来说,研究上市公司治理问题的经典范式是:上市公司的股权分布是高度分散的;上市公司的股东往往持有微量股份,对上市公司治理抱持“理性冷漠”的态度,饱受集体行动、搭便车问题之苦;因此,上市公司中存在严重的代理成本问题。然而,随着异常或者反常现象的出现,范式就进入到了危机阶段,最后产生新的范式。机构投资者便是将上述经典范式推入危机之中的异常现象。与一般的股权投资者(散户)相比,机构投资者具有一些显见的特质:第一,机构投资者的持股数量较大。1950年,美国大约90%的公开发行的股权是由个人投资者享有的;然而,到了2007年,这一数字已经下降到只有25%。还有更直观的数据:截止2008年,美国最大的三个共同基金家族都分别管理着超过1万亿美元资产;而纽约证券交易所内挂牌公司的总市值也不到6万亿美元。虽然机构投资者很少持有某一特定公司的股权比例超过10%,但他们的持股已经远非“微量”,足以在股权高度分散的美国上市公司中掌握话语权。第二,机构投资者之间呈现“熟人社会”的关系。对一般的股权

[美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,法律出版社2012年版,第66页。

参见白斌:《宪法教义学》,北京大学出版社2014年版,第43-48页。

参见[美]乔纳森·R.梅西:《公司治理中的董事会案例研究》,董翔译,载《证券法苑》(2015)第15卷。

See David Kershaw, Company Law in Context: Text and Materials, 2nd edition, Oxford University Press, 2012, pp. 293-294.

以“机构投资者”为主题在中国知网进行文献搜索,无论从发表时间排序,还是文献被引排行来看,机构投资者与公司治理的关系主要为经管类学科所关注。

参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第74页。

See Aulis Aarnio, Essays on the Doctrinal Study of Law, Springer, 2011, pp. 185-191.

See Alan R. Palmiter, Staying Public: Institutional Investors In U. S. Capital Markets, 3 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 245, 256(2009).

See Robert C. Illig, The Promise of Hedge Fund Governance: How Incentive Compensation Can Enhance Institutional Investor Monitoring, 60 Ala. L. Rev. 41, 42(2008).

投资者而言，上市公司中的其他股东处于“匿名”状态，他们之间的关系可谓老死不相往来。及至机构投资者，情况则大为不同。上市公司中的机构投资者由于持股较多，其持股情况往往被各种公司文件披露。另外，随着机构投资者股东服务等组织的出现，机构投资者之间的联系与合作变得更为简便。即便机构投资者之间也存在较大的异质性，几位熟人展开合作的可能性仍然远远大于成千上万陌生人合作的可能性。第三，机构投资者具备不俗的金融市场经验和投资能力。如果说一般的股权投资者使的是“野狐禅”、打的是“野球拳”的话，机构投资者手里的武器至少是“问月刀”与“君子剑”。无论从内部团队的能力还是可供调遣的外部资源来看，以公共养老基金、共同基金、保险公司、投资银行、对冲基金为代表的机构投资者都显然具有明显的技术、人才优势。

这三项显见的特质在应然层面大大颠覆了经典范式的表述：第一，随着机构投资者持股比例的持续上升，美国上市公司的股权分布开始呈现“集中化”的趋势。第二，由于持股较多，机构投资者应该很难对公司治理抱持理性冷漠。对一般的股权投资者而言，由于其出售股权的成本极低，他往往遵循“用脚投票”的策略。然而，对于机构投资者而言，用脚投票会产生高额的退出成本（大量抛售会产生股价的下行压力）；因此，其应该会更多地参与提升公司治理的努力而非单纯的一走了之。第三，由于机构投资者之间呈现出“熟人社会”的关系特征，联络合作的成本也就相应地大大降低。当然，由于机构投资者之间并非完全同质，因此，其也不可避免地遭受集体行动、搭便车问题的困扰。第四，正因为机构投资者与一般的股权投资者之间存在如此重大的不同，机构投资者主导下的上市公司的代理成本应该得到有效遏制、其行动与上市公司市场表现应当会具有显著正相关关系。此种范式的转换可以通过下表进行简要展示：

范式名称	散户范式	机构投资者范式
持股比例	微量	大量
关系	匿名	熟人社会
退出成本	低	高
合作成本	高	低
公司代理成本	高	低

（二）实然

以应然层面的“新范式”为基点，我们似乎可以逻辑地推演出如下结论：由于退出成本较高、合作成本较低，机构投资者应该会想方设法（结构与细节两手都抓）改善公司治理，从而降低上市公司中存在的代理成本。然而，事与愿违，无论从其参与的范围还是效果来看，机构投资者的所谓“行动主义”都颇为令人失望。

第一，大多数机构投资者选择了袖手旁观。股东行动主义虽然口号响亮、颇为吸引人眼球，但轰轰烈烈的外表却无法掩饰参与主体过少的尴尬。现阶段，股东行动主义的支持者拿得出手的、用以支持机构投资者正在积极行动的证据，绝大多数都指向工会基金和公共养老基金，特别是美国加州公共雇员养老基金（以下简称“CalPERS”）。根据一位拥有二十余年立法、学术、公司律师从业经验的美国学者的个人经验，公司董事或者管理层虽然偶尔遭遇机构投资者的强烈阻击，但在绝大多数时间里，他们都完

See John H. Matheson ,Brent A. Olson ,Corporate Cooperation ,Relationship Management ,and the Trialogical Imperative for Corporate Law , 78 Minn. L. Rev. 1443 ,1463(1994).
See Jayne Elizabeth Zanglein ,From Wall Street Walk to Wall Street Talk :The Changing Face of Corporate Governance ,11 DePaul Bus. L.J. 45 ,46-47(2000)； See also Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin ,Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals? ,73 WASH. L. REV. 41 ,51-52 & 51 n.46(1998).

全不受后者的约束。出于各种各样的法律或投资策略问题,绝大多数的机构投资者确实不可能如人们预期的那样参与到公司治理活动中去。

第二,行动大多停留在结构性的公司事物范围内。根据美国公司法权威 Romano 教授的文献,机构投资者进行的股东行动主要集中/局限在四类公司事务之上:董事会结构、管理层薪酬、反收购措施与秘密投票。这种集中/局限是有理由的:上述结构性事务是可以为机构投资者参与投资组合中的其他公司治理活动所“重复使用”的,这种“重复使用”便产生了“规模经济效应”,从而大大降低其进行行动的成本。与此相反,进行其他公司治理活动需要进行特专投资,付出大量沉淀成本。在十分讲求投资回报率的机构投资者眼中,参与非结构性的公司治理事务显然是不划算的。因此,机构投资者更愿意、也更有能力(在特专投资中,他们未必比公司高官有能力)参与结构性的公司事务。

第三,经验证据表明,机构投资者的行动不仅没有对上市公司表现产生“正”效应,甚至产生了显著的“负”效应。虽然偶有实证研究的数据表明股东行动主义与上市公司表现存在正相关,但是绝大多数的实证研究显示,前者对后者几乎没有任何影响。甚至部分实证研究得出了显著负相关的结论。有学者指出,这种认为机构投资者行动效果不佳的论断明显忽略了基于 CalPERS 的实证研究发现的显著正相关。然而,与为数众多的实证研究相比,它只是一个孤证。另外,由于 CalPERS 也主要进行的是结构性公司治理,这种反驳也再次提醒人们注意到上文提及的有关机构投资者参与的两大局限!

这种应然与实然的差距也可以被简要地由下表展示:

股东行动主义	应然	实然
参与主体	多	少
参与事务范围	广	窄
效果	好	一般(甚至差)

三、阻碍与压力:带着镣铐舞蹈

应然与实然的差距完全是反直觉的。即便积极参与的主体甚少、主体介入的公司治理范围甚窄,安插独立董事、废除反收购措施这样的治理努力难道是对公司不利的吗?从实证研究来看,独立董事的数量不仅与上市公司的市场表现之间具有“显著”的负相关,而且拥有最多独立董事的金融机构在经济危机阶段表现得最差。信息劣势是最初显的规范性解读:由于独立董事必须尽可能“超然世外”,也就仅可能掌握少量的有关公司的特别知识;因此,一味追求独立性很可能导致“独特知识”的缺失,而后者是有效率的决策必须具备的。而反收购措施未必一定有损公司利益。根据实证研究,在管理层质量较高的上市公司中,反收购措施的设置反而与公司市场表现具有正相关。如果这样的回答让人满意,那

See David P. Porter, Institutional Investors and Their Role in Corporate Governance: Reflections By a “Recovering” Corporate Governance Lawyer, 59 Case W. Res. L. Rev. 627, 654(2009).

See Roberta Romano, Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, 18 Yale J. on Reg. 174, 187-208(2001).

See Bernard S. Black, The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence, 39 UCLA. Rev. 895, 897(1992).

See Roberta Romano, Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, 18 Yale J. on Reg. 174, 177(2001).

See Jayne Elizabeth Zanglein, From Wall Street Walk to Wall Street Talk: The Changing Face of Corporate Governance, 11 DePaul Bus. L.J. 45, 68-70(2000).

See David A. Skeel, Jr., Shaming in Corporate Law, 149 U. Pa. L. Rev. 1811, 1838(2001).

See Wolf-Georg Ring, Independent Directors: After The Crisis, 14(3) E. B. O. R. 401, 415-417(2013).

See Roberta Romano, Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, 18 Yale J. on Reg. 174, 195-201(2001).

么为什么积极参与的主体如此之少、主体介入的公司治理的范围如此之窄？我们又该做些什么？接下来，本文将详细展示机构投资者目前受到的各种束缚，这将有助于我们理解并解决之前提出的各种问题。

（一）法律障碍

“人是生而自由的，但却无往不在枷锁之中”。机构投资者也不例外。在众多的法律规制之中，与本文主题最相关、最阻碍股东行动主义的三项法律规制为：投资限额；短线交易与内幕交易；投票权征集规则。前两者造成机构投资者缺乏动力进行非结构性公司治理；后者则加重了股东合作的成本，引发集体行动难题。

首先，受不同法规的约束，绝大多数的机构投资者都不持有控制性股权。以共同基金为例，虽然没有法规的直接禁止，共同基金一般不会持有特定公司10%以上的股权。其原因在于：只要共同基金持有某特定公司股权达10%以上（即便股权价值仅占基金资产的千分之一），它便不能以“分散投资者”自居。不能作为分散投资者的结果是，共同基金将失去税收法典赋予的税收优惠，导致“三重征税”的不利后果。

其次，由于证券法对内幕交易以及短线交易的规制，绝大多数机构投资者即便不受上述“投资限额”的规制，也不会选择持有10%以上的股权。根据美国1934年证券交易法第16条的规定，持有公司任何证券10%以上份额者，其在六个月对相关证券进行买卖而获得的收益，归属公司。对极其看重流动性和投资回报的机构投资者来说，持股10%以上不可能成为他们的常规选择。另外，由于美国法院对内幕交易中的“内部人”是根据“是否存在信义义务”加以考量的，这样一来，持股不足10%的机构投资者也显然不愿意过多卷入公司事务，从而被法院界定为承担信义义务的“内部人”。因此，即便没有投资限额的规制，绝大多数机构投资者不可能有意愿进行所谓的特专投资。

再次，所谓的“投票权征集规则”也给机构投资者平添了许多合作成本：（1）任何投票权征集行为都必须提前三天向证券监管部门提交规定材料；（2）材料中的任何遗漏或者错误陈述都将按照反欺诈条款进行惩处；（3）股东之间关于如何投票的任何联络都被视为征集行为；（4）股东可以自担费用将提案写进公司的投票权征集材料之中，但提案受到严格的字数限制；（5）进行征集行动都必须给予股权受益人至少30天的思考时间。这些时间上的延宕、可能的严重的法律责任、花费不菲的行动，都促使大多数机构投资者选择不求有功、但求无过的保守策略。

那么，这是否意味着只要我们对上述法规进行必要的调整，机构投资者就能够活跃起来，最终全方位改善公司治理？答案恐怕是否定的。

（二）短视主义和利益冲突

短视主义构成阻碍机构投资者积极行动的又一障碍。由于激烈的同行竞争、详细的盈利披露要求，绝大多数的机构投资者都是按月、甚至按日计算其投资回报率的。于此同时，不少机构投资者还面临巨大的赎回压力。以广为一般投资者青睐的开放式共同基金为例，由于投资者可以随时要求赎回其投资份额，共同基金便必须保持极强的流动性。这种对投资回报率和流动性的高度敏感，导致机构投资者不愿意持有特定公司股权过高、进行流动性较差的特专投资。近来，不少对冲基金开始积极参与公司治理，然而，这种参与也有短视主义的影子，难以持久，呈现出“见好就收”、“打一枪换一个地方”的特色。

[法]卢梭：《社会契约论》，何兆武译，商务印书馆1980年版，第8页。

See Scheherazade S. Rehman, Can Financial Institutional Investors Legally Safeguard American Shareholders?, 2 N. Y. U. J. L. & Bus. 683, 721-726 (2006).

以下关于美国证券法中内幕交易和短线交易的规定，See generally Marc I. Steinberg, Understanding Securities Law, 5th edition, LexisNexis, 2009, pp. 367-384.

以下关于投票权征集规则的内容，See generally Bernard S. Black, Shareholder Passivity Reexamined, 89 Mich. L. Rev. 520, 536-545 (1990).

比如,有美国学者便指出,对冲基金往往会瞄准在治理结构上存在缺陷、业绩较差的公司,并以资助要约收购取代现有管理层为要挟,迫使相应公司管理层进行结构性调整尤其是增加独立董事。市场往往会对管理层的这些行动提供正反馈,待股价上涨,对冲基金便抛售所有股票套现。由此可见,对短视主义者而言,与其积极参与公司治理(弱项),不如多花功夫研究市场(强项);除非存在短期盈利的机会,否则无需积极行动。

在短视主义之外,利益冲突的存在也让股东行动主义陷入逼仄。尽管今天的机构投资者能量巨大、在证券市场举足轻重,然而其仍然可能与其直接或者潜在的监督对象之间存在严重的利益冲突。这种利益冲突下的利弊权衡,很可能导致其无法实施预期中的积极行动。以公司养老基金为例,该基金的掌管者由设立该基金的公司高管确定,其当然不敢对他们说不;即使是对于其投资组合中的其他公司,由于公司高管皆不愿受监督,基于一种“官官相护”的默契,他们都会适时地点拨自己公司的基金经理不要过分深究。而至于其他的机构投资者,包括商业银行、投资银行等,因为和目标公司管理层之间还存在其他获利丰厚的业务往来,往往也不会主动撕破脸皮。

由此可见,在短视主义和利益冲突的影响下,即使存在较高的退出成本,机构投资者仍然不情愿/没胆量用手投票。那么,是否减少利益冲突、促使机构投资者关注长期利益就可以激活机构投资者?答案恐怕还是否定的。

(三) 政治压力与薪酬结构

与投资组合中的公司几乎没有利益冲突、较少受短视主义影响的公募基金,为什么也没有进行高效率的公司治理行动?

公募基金中的“公共养老基金”的低效率治理主要拜强大的政治压力所赐。这种政治压力主要来源于三个方面:公共养老基金董事会的人员构成;州内利益群体的积极游说;政府对社会性投资的高度关注。从构成来看,公共养老基金董事会主要由具有政治抱负、以获取政治地位晋升为目的的人员组成。这些人员或者由州政府选任、或者依政府职权(如审计师)进入、或者放弃了本可在私人部门获得高薪的机会。正因如此,公共养老基金非常乐于迎合政治需求。最典型的例证便是:公共养老基金总是非常积极地参与废除反收购措施、限制管理层薪酬、增加独立董事等公众喜闻乐见的公司治理事务。主要受公司管理层、工会(雇员)利益群体的游说,政府往往会要求公共养老基金进行一些不触及管理层实质利益、偏袒雇员的治理行动,而这些活动,显然是以股东利益作为代价的。如果意识到这一点,那么公共养老基金的治理活动,不与上市公司表现具有正相关就容易理解了。由于政府往往对公共养老基金提供大量的财政支持,因此,政府也往往会要求机构投资者进行一些符合自己利益的社会投资(中小企业投资、公共设施建设)行动选择。一旦机构投资者以收益风险不相匹配而不愿投资时,政府就会以削减支出作为威胁。于此同时,这些社会投资一般周期较长,即使效益较差也需要经过多年方能显现,然至该时,管理者也大多早已升迁。因此,公共养老基金的董事会成员往往愿意顺从政府的指示。

除公共养老基金面对的政治压力之外,糟糕的薪酬结构则是公募基金的通病。与私募基金的管理者按业绩获取提成不同,公募基金的经理是按照管理资金的大小收取管理费。这种特别的薪酬安排使得公募基金的经理们,更愿意通过打造自己“稳健”、“忠诚”的形象来获取投资者的信赖,从而扩大管理的资金规模。这种“稳健”、“忠诚”更多地是靠稳定、安全的投资回报、较高的流动性建立起来的;

See David P. Porter, Institutional Investors and Their Role in Corporate Governance: Reflections by a “Recovering” Corporate Governance Lawyer, 59 Case W. Res. L. Rev. 627, 672-678(2009).

以下内容若无特别引注, See generally Roberta Romano, Public Pension Fund Activism In Corporate Governance Reconsidered, 93 Colum. L. Rev. 795, 795-853(1993).

See Robert C. Illig, The Promise of Hedge Fund Governance: How Incentive Compensation Can Enhance Institutional Investor Monitoring, 60 Ala. L. Rev. 41, 66-70(2008).

而不是来源于提高持股、降低流动性,在长久的公司治理中“豪赌”而来的。这种对“稳健”、“忠诚”形象的追求,也再次加剧了这类机构投资者积极投身于结构性公司治理的动机:着眼股东利益体现了“忠诚”,不会招惹过多成本、法律责任则体现了“稳健”。

(四)小结

法律障碍、短视主义与利益冲突、政治压力与薪酬结构等因素都在将机构投资者推向更多进行结构性治理,尽力避免需要集中持股、牺牲流动性、可能招致法律责任的特专公司治理。因此,被人们寄予厚望的机构投资者好似带着镣铐舞蹈,难以发挥应有的功效。既然如此,我们该如何解开这些镣铐?

四、松绑与优待:美国的法律对策

病症既已找到,对症下药却也并非易事。本文接下去的论述可能有些“脚痛医脚,头疼医头”的意味,但也确实没有哪剂猛药可以一力破除病灶。值得注意的是,本文在这一部分提出的法律对策是以美国经验为语境的。

(一)消解法律障碍

放松对机构投资者尤其是共同基金的持股限额的管制,是初显的解决问题的方案。然而,如果有关内幕交易与短线交易的法律规定维持不变,即使不限制持股比例,机构投资者仍然不会轻易持股超过10%以上(遑论控制性股权)或者进行有效监督而成为“内部人”。

事实上,早已有美国学者提出了相应的改革方案。方案非常简单:允许公司与机构投资者签订这样的合同,即机构投资者可以进行内幕交易,只要此种信息是由其参与公司治理的活动产生的。这一方案的法理逻辑似乎也很简单:既然内幕交易责任来源于信息获取人对信息源的背信行为,信息源(公司)便具有权利免除该行为的责任。这一方案还得到了伊斯特布鲁克和费希尔的支持(当然,理由不同)。此种关于内幕信息的合意,也许会制造一些不公平(绝对的信息平等理论早就遭到废弃),但却可以带来效率、促进整体社会福利的提升。因此,只要信息是由进行交易者的“辛勤工作”创造出来的,那么其利用该信息进行的交易就应当不被视为内幕交易。如此同时,短线交易作为一种无法反驳的、被拟制的内幕交易也应当顺势进行一定程度的改革,只要机构投资者是利用被豁免的信息进行交易就不受短线交易的管辖。当然,这种针对内幕交易和短线交易提出的改革方案肯定难谓完美。然而,它或许是最不坏的。

至于投票权征集规则,机构投资者完全可以另辟蹊径。美国学者指出,既然传统的投票权征集活动存在高昂的成本,机构投资者应该更多投身于新型的“互联网征集”路径。根据最新的监管法规,投票权征集者可以在互联网上公布征集信息(无字数限制)。于此同时,随着诸如ADR投资者通讯服务公司等中介组织的兴起,向上市公司的其他股东传递征集信息的成本大幅下降(仅为过去的1/10)。也许,随着互联网技术的继续发展,传统的投票权征集规则将不再构成机构投资者合作的阻碍。

(二)破除短视与利益冲突

在破除短视主义方面,最简单的法律对策应该就是“税收优惠”。对持股达到一定比例的股东进行

See Stephen Thuermer, The Insider Trading Compensation Contract as an Inducement to Monitoring by the Institutional Investor, 1 Geo. Mason U. L. Rev. 119, 119-134(1994).

See United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 652(1997).

参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克,丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第286-299页。

See Chiarella v. United States, 445 U.S. 222(1980).

See Randall S. Thomas, The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation, 61 Vand. L. Rev. 299, 303-304(2008).

See Douglas R. Cole, E-Proxy For Sale? Corporate Vote-Buying In The Internet Age, 76 Wash. L. Rev. 793, 813-814(2001).

的“远视”(持股时间达到6个月/1年以上)交易,予以特别的印花税或者所得税优惠。通过此种税收优惠改变机构投资者的成本收益分析模式,有助于提升其考虑投资的长远利益的动机。另一种可能的法律对策是:提升长期持股股东的表决权分量。与传统的一股一票原则不同,这种法律对策使得长期股东获得非比例性的投票权(比如1股1.5票或者1股2票),从而遏制短视股东对公司事务的控制权。这种法律对策存在一种可能的变形:对持股时间不同的股东进行的治理活动提供不同的补贴标准。对于长期股东,法律可以直接或者在达到一个较低的股东支持门槛(比如20%)之后,要求公司承担其行动成本;对于短期股东,则仅在达到较高支持门槛(40%甚至50%以上)后方才给予补贴。这些手段如果可以配套实施,显然可以在很大程度改观短视主义、遏制短视主义者进行的不效率的公司治理活动。

至于绝大多数私募机构投资者面对的利益冲突问题,比如公司养老基金与公司管理层之间的利益冲突,最简单的法律对策就是要求将这些可能造成利益冲突的事项交给独立董事决定。然而,这一对策的成效必定取决于独立董事制度的有效性。因此,法律要做的也就是解决“信息劣势”、“俘获”、“模仿效应”等问题。虽然独立董事制度仍然存在重大而明显的缺陷,但近来的危机也促成了不小的改观。分离首席执行官与董事会主席的职权、对独立董事提出的更高的获取信息的要求、辅助其工作的金融市场“看门人”机制的进一步完善,都预示着更为美好的未来。如果未来的法律变革能够进一步实现学者在30多年前就已经提出的殷切的希望(本文不赘),利益冲突问题可能可以被最大限度地缓解。但,这一切都取决于立法者、司法者的决心以及未来的市场变化。

(三)改善政治压力与激励不足

应对政治压力的最为直接的法律改革措施,就是增强公共养老基金的独立性。这种独立性的要求主要体现在如下几个方面:(1)在养老基金的董事会构成方面,应当减少由政府指派的人员的比例,设置更多的独立董事成员;(2)独立化有关公共养老基金的财政预算。另外需明确限制进行社会投资的资产比例,增加离任管理者的事后惩处等措施,也能够为减少政治压力提供一些助力。

至于公募基金管理者面对的激励不足问题,最有效也是最简单的方法就是引入“激励薪酬”。如果公募基金的管理者也能够像对冲基金的管理者那样,从基金收益中获取20%的提成,他必将进行更为有效的公司治理活动。另外,随着激励的变化、面对获取超高额个人收入的可能性,公募基金董事会成员的个人激励也会随之发生变化。更多的追求收入最大化(而非政治晋升最大化)的金融人才的加入,也会明显改善公共养老基金对政治压力的屈从问题。

(四)小结

冰冻三尺,非一日之寒。机构投资者引领下的股东行动主义若想摆脱如今的困局,也就必须寄希望于及时而有成效的法律变革。投资限额、证券法律责任的宽松化有助于其提升持股比例;更低成本、更为高效的股东联络方式可以降低集体行动的难度;税收、治理补贴、投票规则的法律改革可以促使其关注长远的公司利益;更为独立的组织架构、更具激励效果的薪酬结构将会引诱机构管理者进行更有成效的公司治理活动。这些法律对策可谓相辅相成、缺一不可。任何一个环节的缺失,都可能导致其他变革的无功而返。由此看来,机构投资者行动主义的未来也许光明,但注定曲折。

五、代结语:可能的借鉴

(一)不同的课题,同样的方向

与美国一样,机构投资者在中国证券市场中的能量也在与日剧增,所不同的是,机构投资者在中国面对的是一个与美国截然不同的公司股权结构。与分散持股的美国上市公司不同,中国的上市公司

参见[美]约翰·C.科菲:《看门人机制》,黄辉、王长河等译,法律出版社2011年版。

See Robert J. Haft, Business Decisions By The New Board: Behavioral Science And Corporate Law, 80 Mich. L. Rev. 1, 1-67 (1981).

呈现出“一股独大”的特色。基于不同的股权结构,中国的公司治理问题主要体现为,如何降低乃至消灭因控股股东与少数股东之间的利益分野而造成的代理成本;而这其中最为首要者当属控股股东“掏空”(Tunneling)公司的行为。然而,即便如此,不同的课题却并没有产生不同的方向。一方面,中国的立法者与监管者也同样对机构投资者寄予厚望,希冀其得以改善上市公司存在的重大“结构性事项”。例如,2002年发布的《上市公司治理准则》第11条即规定,“机构投资者应在董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用”。当然,由于控股股东的普遍存在,中国的机构投资者无须过多地关注与“董事选任、经营者激励与监管”对应的“管理层薪酬”、“独立董事比例”等结构性事项。其原因在于:这些事项主要是为解决管理层与股东之间的代理成本问题而设置的,在存在控股股东的语境中,该问题并不突出。另一方面,相较于其美国同行,中国的机构投资者可能更需要关注包括“关联交易”的适当性、公司再融资的对象和对价、股利政策、公司财务状况的真实性和透明度等需要投入精力、时间的特专公司治理事项。其原因在于:相较于美国,中国上市公司的代理成本主要体现为控股股东掏空上市公司的行为,而这些行为又主要通过不公平的关联交易、低于公司价值的融资对价、歧视性的股利政策、伪造、篡改公司账簿等方式实施。因此,作为一种旨在掣肘与防范掏空行为的治理工具,中国的机构投资者理应更多地参与到公司治理的特专事项中去。因此,虽然股权结构、公司治理课题有所不同,只要资本市场的监管法规的目的仍在于通过机构投资者参与公司治理,降低乃至消灭(管理层-股东/控股股东-少数股东)代理成本;只要机构投资者希望通过积极行动提升投资组合的投资回报,中国的机构投资者就必然走上一条和其美国同行相同的道路:更多的特专公司治理努力。

(二)相同的局限,相似的对策

在解决控股股东掏空公司这一问题上,中国机构投资者的表现如何?情况可能并不乐观。虽然,部分实证研究表明,机构投资者的存在与上市公司的业绩之间存在较为显著的正相关关系。然而,为数不少的实证研究却指出,机构投资者在解决掏空行为的问题上成效不大,甚至有时成为控股股东掏空公司的“帮凶”。例如,在专门针对“大股东的隧道挖掘”(即“掏空”)的一份实证研究中,学者得出这样的结论:“但当第二大股东为机构投资者时……不仅没有起到对第一大股东渠道挖掘的抑制作用,而且他们加入了第一大股东的行业,共同实现各自的利益。”再如,从更为具体的语境,即股权分置改革中的分类表决机制出发,学者在进行实证分析之后认为,由于存在明显的利益冲突、短视主义的投机心理,机构投资者根本不能发挥保护少数股东、抑制掏空的功能。再如,针对机构投资者是否具有提升公司财务的真实性与透明度的问题,学者的实证研究指出,由于双重代理问题以及追求获利的投资目标,大部分机构投资者的存在虽然提升了财务的透明度,却反而降低了财务报告的可靠度。最后值得注意的是,由于中国的机构投资者往往青睐公司治理质量本就较好、信息本就较为透明的公司作为投资的对象,支撑机构投资者实效的实证研究往往难以解释这样一个问题:究竟是好的公司治理吸引了机构投资者,还是机构投资者带来了好的公司治理。在解释上述问题的成因时,学者一般将矛头指向机构投资者存在的短视主义的“投机心理”、不愿投入成本参与特专治理的“用脚投票”策略。另外,难以达

根据一项实证研究,我国上市公司控股股东的平均持股比例接近50%, See Sibao Shen & Jing Jia, Will the Independent Director Institution Work in China?, 27 Loy. L. A. Int'l & Comp. L. Rev. 223, 232(2005)。

唐清泉、罗党论、王莉:《大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据》,载《中国会计评论》2005年第3卷第1期。

参见刘颀、刘志远、王健:《股权分置改革、机构投资者与投资者保护》,载《金融研究》2007年第11期。

参见杨海燕、韦德洪、孙健:《机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者投资者的差异》,载《会计研究》2012年第9期。

参见程书强:《机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究》,载《管理世界》2006年第9期。

参见邵颖红、朱哲晗、陈爱军:《我国机构投资者参与公司治理实证分析》,载《现代管理科学》2006年第5期。

到实现治理积极性的持股临界点、社保基金面对的政治、社会压力以及激励脱钩问题等也被纳入了研究的视角。

从更为全面、详细的角度来看,上述成因可以被归类为如下的各种制度约束问题:根据我国《证券法》的规定,只要持有公司股权比例达到5%以上,持有人就受内幕交易、短线交易规则的约束。相比于美国证券法规中“10%”的规定,5%规则更进一步限缩了机构投资者的意愿持股份额。由于一股独大、机构投资者持股比例小、证券市场中散户投机心理严重,机构投资者的持股以及治理行动也呈现出明显的短视主义特征。我国《公司法》及其相关法规都没有就公司承担股东行动的成本、互联网投票权征集问题进行明确规定,这种法律上的缺漏很可能加剧前文提及的集体行动问题。相比于美国,我国的独立董事制度正处于初创期,独立董事制度的作用还非常有限。因此,机构投资者仍然面对着不小的利益冲突。社保基金、养老基金也很可能在投资方向、投资额度等方面受到产业政策等政治要求的影响。至于公募基金的激励不足问题,则可以通过经常见诸报端的“公募人才流失严重”得到一定的证实。

由此可见,中国的机构投资者也面临着与美国同行相同、甚至更严重的力量局限;虽然机构投资者在中国需要完成不同的课题,但一致的方向、相同的问题也将导致与美国十分相似的解决路径。

美国经验与中国现实所教给我们的可能就是这两句话:希望越大,失望越大;在进行及时而有成效的法律改革之前,机构投资者在应对代理成本方面可能作用十分有限。

The Forcer and Limitation of Institutional Investors in Corporate Governance : Lessons from the U. S.

Lou Qiu-ran

Abstract : As an important force in security markets , institutional investors are increasingly relied by corporate and security laws as a weapon to reduce or even eliminate the cost of agency. From a normative perspective , institutional investors could improve the quality of corporate governance due to their ability to hold large portion of shares , high exit cost and low cooperate cost. However , it does not work well in practice. Several reasons , including legal impediments , short-termism and conflict of interests , political pressure and structure of compensation , could account for this failure. Therefore , comprehensive , timely and fruitful legal reform is necessary for them to play their roles. Although faced with different task , Chinese institutional investors are almost the same with their American counterparties in terms of their directions , forces and limitations. Thus , similar reforms should also be done in the field of pertinent Chinese laws.

Keywords : Institutional Investors ; Shareholder Activism ; Corporate Governance ; Cost of Agency ; Legal Reform

(责任编辑 : 刘思萱)

参见王永海、王铁林、李青原:《机构投资者参与公司治理积极性的分析》,载《南开管理评论》2007年第10卷第1期。

参见范海峰、胡玉明、石水平:《机构投资者异质性、公司治理与公司价值——来自中国证券市场的实证证据》,载《证券市场导报》2009年10月号。

据学者统计,上市公司中第二到第五大股东持股中的机构投资者持股比例平均总和仅为4.53%。参见黄郡:《机构投资者持股特征的实证分析》,载《南方金融》2006年第9期。

一些实证研究指出,我国的机构投资者也存在换手率较高的问题,从而体现出短视主义的特征。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。