

指数基金和公司治理： 让股东成为股东^{*}

[美]马塞尔·卡汉 爱德华·B. 罗克^{**} 著
梁爽 陈翔宇 何演译^{***}

摘要：由贝莱德(BlackRock)、先锋领航(Vanguard)以及道富(State Street)“三巨头”管理的指数共同基金和交易所交易基金(Exchange Traded Fund,ETF)已成为上市公司的最大投资者,时常在公司选举事务中投下决定性的一票,这一情况引来

* Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders*, Boston University Law Review, Vol. 100, 2020, p. 1753. 本文系国家社科基金青年项目“合规机制的公司法普适性规则研究”(项目编号:17CFX071)的阶段性成果。本文的中文翻译及出版已得到版权方授权。

** 纽约大学法学院教授。
我们感谢格伦·布拉姆、瑞恩·布布、埃米利亚诺·卡坦、拉里·坎宁安、杰夫·戈登、肖恩·格里菲斯、马特·马洛、伯纳德·沙夫曼、霍尔格·斯帕曼以及美国法律和经济协会研讨会、会议的参加者以及以色列法律和经济协会、杜兰公司和证券法圆桌会议、纽约大学公司治理和金融研究所圆桌会议、斯坦福大学法学院所给予的有帮助意义的评论。

*** 梁爽,华东政法大学国际金融法律学院教授;陈翔宇,华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生;何演,华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生。

了争议。有评论人士称，指数基金缺乏确保其投资组合中的公司运营良好的财务激励，因此不应允许指数基金在公司选举事务中投票，同时他们提议对指数基金实施特别规定。

本文中，我们对指数基金运营的激励措施与信息结构作了系统的分析。我们得出的结论是：总体而言，“三巨头”拥有最强的直接财务激励去获取信息。这些激励来自他们大规模持有某一特定公司的股份比例以及他们广泛持有不同公司的股份。投资规模提高了投资顾问投票决定的重要性以及投票结果提升公司价值时顾问获取额外费用的数量。“三巨头”广泛的持股又反过来使他们能把在一家公司获取的相关知识应用到他们在其他公司的投票中。然而，与主动型基金的顾问不同，指数基金的顾问缺乏获取信息的间接的、基于资金流的激励，而且他们从分析师为投资决策而收集的溢出知识 (spillover knowledge) 中获益也较少。

指数基金顾问与主动型基金顾问之间的收益率差异，影响了他们在股东参与的三个核心方式——激烈的代理权争夺 (high profile proxy contests)、全市场治理标准 (market - wide governance standards) 以及对公司治理和业绩监督 (company - specific governance and performance monitoring)——中的角色。由于积极股东和董事会之间激烈的竞争往往对公司价值有重大影响，“三巨头”有强烈而直接的激励去获取信息并明智地进行投票。在全市场治理方面，相较于其他投资者，“三巨头”因其范围经济，在标准制定方面更有优势，而分析师获取的溢出知识通常并不重要。虽然“三巨头”在监督公司治理方面占据相当有利的地位，但业务模式依赖于选股的对冲基金和主动型基金的顾问将有更大的激励和更具针对性的专业知识来监督、解决特定公司的业绩问题。总体而言，我们的分析表明，不同类型的投资者发挥着重要的、往往是互补的作用，如果指数基金被剥夺了投票权或受到特殊规定的限制，公司治理体系将会更加糟糕。

由贝莱德、先锋领航以及道富（“三巨头”）管理的指数共同基金和ETFs已成为上市公司的最大投资者，并受到过多的关注。他们做得太少了么？太多了么？或者是适当么？他们的激励是否与他们对其负有

信义务的投资者的利益充分一致? 指数基金是否应该受限于更积极、更单一化股东的利益,例如激进的对冲基金或主动管理的共同基金? 这些问题是当前公司治理辩论的核心。

长期以来,指数基金一直是金融学者的宠儿,^[1]它为投资者提供了以低成本实现多元化投资组合的好处。指数基金通常比主动型基金有更高的收益,这是因为他们不需要聘请分析师,因此较主动管理型基金而言收取更低的费用。^[2]而且事实证明,投资者往往很难跑赢大盘。^[3]支持指数投资的学术研究表明,先锋领航构建起提供低成本指数基金的庞大业务,^[4]随着当下众多基金家族推出指数基金或ETF,这类工具在投资公司的份额越来越大,^[5]并开始在市场流行起来。截至2020年10月,“三巨头”管理的大部分股票都在指数基金和其他使用指数策略的资产池中。^[6]

[1] See generally Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street: the Best Investment Advice for the New Century* 373-86 (rev. ed. 1999) (提倡以指数作为投资策略)。

[2] See Inv. Co. Inst., 2018 Investment Company Fact Book 126 (58th ed. 2018) (表明指数基金与主动型股票基金的平均费用比率分别为9个和78个基点)。

[3] See John C. Bogle, *THE Little Book of Common Sense Investing* 115-16 (10th anniversary ed. 2017)。

[4] See Leslie P. Norton, Jack Bogle, *Vanguard Founder and Legendary Index Fund Inventor*, Dies at 89, *Barron's* (Jan. 17, 2019, 10:37 AM), <https://www.barrons.com/articles/jack-bogle-legendary-index-fund-inventor-dies-at-89-51547679373> [<https://perma.cc/4UTG-7BHV>]。

[5] *Id.* (指数基金占股票基金资产的比例从20世纪90年代的4%上升到2018年的27%)。

[6] See Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk & 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, 304 (2017)。正如 John Bogle 指出,尽管相对权重有很大的不同,基本所有的公司都同时管理共同基金和养老基金,管理养老基金的公司实际上已经与管理共同基金的公司合并。John C. Bogle, *Reflections on Toward Common Sense and Common Ground?*, 33 *J. Corp. L.* 31, 32 (2007)。根据 Bogle 的说法,截至2007年左右,“道富监督的美国股票中只有4%由共同基金持有,相比之下,先锋领航的比例高达97%”。*Id.*

但是,指数基金突出的地位也带来了争议。^[7] 根据一些评论人士的说法,指数基金是被动的无所作为和一无所知的“吃白食的人”,^[8] 缺乏确保其投资组合中的公司运营良好的财务激励,^[9] 是管理层的盲目支持者。^[10] 在他们看来,指数基金实力的增强对公司治理有着“不祥”的影响。^[11] 据此推理,Dorothy Lund, Todd Henderson 以及 Dick Weil 等评论人士建议,不应允许指数基金对其投资组合中的公司事务进行投票。^[12] Lucian Bebchuk 和 Scott Hirst 随之指出,相较于持有同样股份的

[7] 尽管一直有批评人士认为指数基金是资本主义的终结,但最近这种批评变得更加尖锐。See, e. g., Luke Kawa, *Bernstein: Passive Investing Is Worse for Society Than Marxism*, Bloomberg (Aug. 23, 2016, 2:23 PM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-23/bernstein-passive-investing-isworse-for-society-than-marxism>.

[8] Dick Weil, *Opinion, Passive Investors, Don't Vote*, Wall Street J., Mar. 9, 2018, at A15.

[9] Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. Corp. L. 493, 500 (2018) (“共同基金的行业结构产生了新的集体行动问题:投资治理的基金将承担成本,但将与有竞争关系的基金一同分享收益”).

[10] Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029, 2037 (2019) [hereinafter Bebchuk & Hirst, *Index Funds*]; M. Todd Henderson & Dorothy Shapiro Lund, *Opinion, Index Funds Are Great for Investors, Risky for Corporate Governance*, Wall Street J., June 23, 2017, at A15 (讨论基金对管理层投反对票的潜在利益冲突); Jordan Wathen, *A Billionaire's Warning on Index Funds*, Cnn Business (Mar. 31, 2015, 1:18 PM), <http://money.cnn.com/2015/03/31/investing/investing-index-funds-warning/index.html> [<https://perma.cc/4KL8-HA5C>] [“看先锋领航的投票,你会发现其很少对管理层投出反对票”(citation omitted)].

[11] Dorothy Shapiro Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, Cls Blue Sky Blog (Aug. 2, 2017), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2017/08/02/the-case-againstpassive-shareholder-voting/> [<https://perma.cc/MBM8-DFKX>]. 同样, see Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. Rev. 721, 741 (2019) [hereinafter Bebchuk & Hirst, *The Specter of the Giant Three*] (得出“三巨头”可能会变成“三猛兽”而对管理层更为顺从的结论)以及 John C. Coates, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve 17* (Harv. John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 1001) (对“三巨头”的统治地位将导致“未来10年到20年里,美国1000家最大型公司中的大多数被十几个或更少的人控制”表示忧虑)。

[12] See, e. g., Henderson & Lund, *supra* note 10; Lund, *supra* note 9, at 497; Weil, *supra* note 8.

个人股东而言,指数基金的激励要低得多,他们提出了一系列改革政策以弥补这一缺陷。^[13]

在本文中,我们认为这些批评是对当前公司治理格局和机构投资性质的错误理解。恰当而言,指数基金——尤其是“三巨头”——是有价值的企业“公民”,为其投资组合中的公司治理作出了实质性的积极贡献。

诚然,运营指数基金、负责投票和其他治理决策的投资顾问公司的激励与普通股东不同。^[14] 原因很简单:他们并非共同基金投资组合中所持有股票的所有者。^[15] 将投资顾问与持有相同股份的普通股东进行比较,顾问必然表现不佳,但这是一个范畴谬误,因为这并未考虑上市公司基本经济所有权结构与资本市场结构。

本文首次对运营指数基金的顾问的激励因素和信息结构作了全面的分析。分析结果表明,在所有上市公司的现有股东中,作为在指数基金中持有大部分资产的顾问的“三巨头”实际上拥有获取信息的最佳激励。^[16] 他们的激励比作为指数基金中股票经济所有者的共同基金投资者高出好几个数量级,而且几乎比所有散户和其他大多数机构投资者都要高。

我们从股东参与的三个核心方式——激烈的代理权争夺、全市场治理标准和特定公司参与——考察“三巨头”的激励因素。我们认为,“三巨头”有充足的激励投入大量资源,在数量有限但对股价有重要影响的代理权争夺中作出决定。在制定全市场治理标准的激励方面,在涉及交错董事会和董事会多元化等问题上,“三巨头”受益于大规模的持股数

[13] See Bebchuk & Hirst, *The Specter of the Giant Three*, supra note 11, at 741.

[14] See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1050–51 (2007) [hereinafter Kahan & Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance*]; Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 Geo. L. J. 445, 453–54 (1991).

[15] See John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, 123 Yale L. J. 1228, 1238–40 (2014).

[16] See Fichtner, Heemskerck & Garcia – Bernardo, supra note 6, at 304 (表明指数基金的绝大多数资产由“三巨头”持有)。

量与持股范围。最后,在特定公司的参与上,他们的激励因素是复杂的。公司治理作为“三巨头”进行投资组合公司参与的关注重点,“三巨头”利用作为大股东的影响力和全市场专业能力发挥作用。但在特定公司的业绩问题中,由于缺乏特定公司信息,“三巨头”只能发挥最小作用。一些主动管理型共同基金和激进的对冲基金拥有强大的、有针对性的激励因素,能在业绩问题上发挥带头作用,并且在业绩问题没有得到解决的情况下,有发起“三巨头”重点关注的代理权争夺的基本能力。总体而言,我们得出的结论是:不同类型的投资者发挥着重要的、往往互补的作用,如果指数基金被剥夺投票权或受到特殊规定的限制,公司治理将会更糟。

在后文中,我们将继续对上述问题展开分析。第一部分,我们回顾了当前的公司治理格局、投资顾问的结构以及由此产生的投资顾问治理激励问题。在第二部分中,我们探讨了投资顾问从范围经济、溢出知识以及短期投资视野畸形中所获得的优势。在第三部分,我们研究了与投资顾问相关的冲突,包括由资产管理者争夺公司业务而引起的长期公认的冲突,以及同一顾问管理的主动型基金和指数基金之间的相对不受重视的冲突。最后,我们将对本文作出简要总结。

一、厘清投资顾问的结构及激励因素

几十年来机构投资者的崛起与近期激进对冲基金的出现已经改变了公司治理。大多数上市公司由大量分散的小股东拥有的日子已一去不复返。如今,机构投资者在大多数公司持有大量但并非控制性的股份。^[17]

因而,当今公司治理格局更为复杂。在具体分析前,值得一提的是,最大的机构投资者持有大量公司的股份,每年投票的数量也非常多。例如,2019年,贝莱德在世界范围内的16,124场决议中投出155,131票,

[17] Id. at 301-02.

其中在美国的 3896 场决议中投出 31,570 票。^[18] 尽管多数的投票对于公司价值而言没有显著影响,但仍有一小部分能影响公司价值,此外,个别非实质性投票的集体影响可能是实质性的。

在持股和投票的联系中,机构投资者参与公司治理的方式可分为三类。第一类是数量稀少但可能影响公司价值、引起公众注意的激烈的代理权争夺,如特里安(Trian)努力让纳尔逊·佩尔茨(Nelson Peltz)进入宝洁公司董事会等。^[19] 这些代理权争夺说明了激进对冲基金发现问题公司并提出解决方案的动态演变,当主动型基金和管理层无法解决问题时,由传统机构投资者有效地决定结果。^[20] 具有潜在重大影响的争夺事件数量是难以确定的,因为许多代理权争夺在投票前就已结束,其中有一些甚至在最终尘埃落定前是需要机构投资者关注的。例如,在 2018 年针对罗素 3000 指数公司发起的 34 起代理权争夺中,有 24 起在进入股东会前就已被解决或被撤回。^[21] 然而,即使包括所有已被解决的争夺事件,第一类股东参与的数量仍是有限的。

-
- [18] Blackrock, 2019 Investment Stewardship Annual Report 24 (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf> [<https://perma.cc/F7N6-CDKJ>].
- [19] See Thomas Heath, *P&G Announces It Narrowly Wins Proxy Fight Against Activist Peltz*, Wash. Post (Oct. 10, 2017, 3:55 PM), https://www.washingtonpost.com/business/capitalbusiness/pandg-announces-it-narrowly-wins-proxy-fight-against-activistpeltz/2017/10/10/0ee01bb0-add1-11e7-a908-a3470754bbb9_story.html.
- [20] 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, 896 (2013).
- [21] Matteo Tonello, *Shareholder Voting in the United States: Trends and Statistics on the 2015-2018 Proxy Season*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance (Nov. 26, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/26/shareholder-voting-in-the-united-states-trendsand-statistics-on-the-2015-2018-proxy-season/> [<https://perma.cc/PW3W-DQVK>]; see also Sullivan & Cromwell LLP, *Review and Analysis of 2018 U. S. Shareholder Activism* 32 (2019), <https://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-SandC-MnA-2018-USShareholder-Activism-Analysis.pdf> [<https://perma.cc/3W5W-MEKY>] (表明不局限于罗素 3000 指数的公司,发生代理权争夺的公司在 2018 年有 17 家,2017 年有 17 家,2016 年有 15 家,2015 年有 26 家,2014 年有 14 家)。

第二类参与方式涉及全市场的治理标准，例如交错董事会、“毒丸”、多数投票和董事会多元化。更改特定公司治理规定的提案通常由个人股东根据 SEC 规则第 14a-8 条提出，^[22]但是，决议是否通过的的决定性因素在于大型机构投资者的代理投票准则以及两家重要代理顾问机构——Institutional Shareholder Services (ISS) 和 Glass Lewis——的投票建议。

第三类参与方式涉及特定公司的治理和业绩监督。这种参与方式包括参加投资顾问代表时常与投资组合公司的管理层讨论特定公司治理问题的会议、解决特定公司业绩问题的会议以及在根本问题没有得到充分解决时进行投票。众所周知，如果对对冲基金或主动管理的共同基金参与公司业绩问题，但对公司的回应不满意，则此类参与方式将升级为第一类大型投资顾问最终投出决定性一票的代理权争夺。

在理解大型指数基金在公司治理中的激励因素时，有必要探讨这些激励多大程度上使指数基金适合参与公司治理。在本文第一部分的余下内容为此分析提供背景介绍后，我们将在第二部分进行更为详细的探讨。第一部分的 A 部分将探讨指数基金和投资顾问之间的关系，并对合适的对象——指数基金的投资顾问而非基金本身——进行分析，而 B 部分将分析指数基金顾问以投票和其他参与方式提高公司价值的激励因素。

在后文的讨论中，我们同意指数基金批评者关于指数基金顾问未能很好地识别特定公司的业绩问题的意见，我们与这些批评人士的核心争议，与指数基金顾问的动机有关。他们希望每年在少数可能产生重大影响的投票中明智地投票，制定针对整个市场治理标准进行投票的指导方针，并针对具体公司的治理缺陷进行投票。针对上述问题，我们认为指数基金顾问的激励优于其他大多数机构投资者。

(一) 基金和顾问之间的关系

当前，人们将指数基金和主动管理型基金放在一起进行讨论，^[23]从根本上具有误导性。在公司治理中，基金并非主要参与者。因此，与其

[22] See 17 C. F. R. § 240.14a-8 (2020) (对决议作出规制)。

[23] See, e. g., sources cited supra notes 10-11.

区分基金类型,倒不如对投资顾问进行区分。由于投资顾问通常同时管理主动型基金和指数基金,许多顾问处于主动型基金和指数基金的区间之中,而不是区间的端点。

基金是有董事会的独立法律实体。^[24] 然而,董事会的作用是维持和监督基金的“管理”,而不是管理基金,后者是由外部投资顾问进行的。^[25] 投资顾问和投资顾问雇佣的投资组合经理代表基金做出投资决定,无论这种决定是主动抑或参照指数做出。^[26] 一个投资顾问通常管理多个采用不同的策略、拥有不同投资者群体的基金。此外,一些顾问还为养老基金、保险公司、捐赠基金和高净值人士等其他客户管理资产。^[27]

投资顾问时常与基金家族相关。^[28] 因此,富达集团(FMR)是大多数富达基金的投资顾问,而先锋领航集团(VGI)是大多数先锋基金的投资顾问,而富达反向基金、先锋大市值基金和先锋500指数基金则是共

[24] Morley, *supra* note 15, at 1232.

[25] *Id.* at 1252.

[26] See generally *Frequently Asked Questions About Mutual Fund Directors*, Inv. Company Inst., <https://www.ici.org/pubs/faqs/ci.faq-ftnd-gov-idx> [<https://perma.cc/Y9EW-YU5P>] (2020年9月23日访问)。

[27] See John D. Morley, *Too Big To Be Activist*, 92 S. Cal. L. Rev. 1407, 1439-40, 1449-51 (2019).

[28] Funds in the same fund family generally have identical board members. See, e.g., *Our Leaders, Vanguard*, <https://about.vanguard.com/who-we-are/our-leaders/> [<https://perma.cc/3Q48-R5DG>] (2020年9月23日访问)(指出先锋大市值基金与先锋500指数基金的董事会构成相同)。

同基金的范例^[29]

在主动管理型基金中，由投资顾问指派的个别投资组合经理通常对基金投资决策有很大的自由裁量权。但即使是主动型基金，大多数投票

[29] 投资顾问必须定期在持仓报告中披露他们投资的美国股票证券并表明是否拥有这些证券的投票权。17 C. F. R. § § 240.13a-1, 13f-1 (2020)。但是，与单一基金不同，投资顾问并不披露他们如何对自己拥有投票权的股票进行投票。See *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Securities Act Release No. 8188, 68 Fed. Reg. 6564, 6565 (proposed Feb. 7, 2003) (codified at 17 C. F. R. pts. 239, 249, 270, 274)。Fmr 与 Vgi 提交的持仓报告将汇总这些公司提供顾问服务的所有基金的持股以及其他持股。See, e. g., Fmr Llc, Form 13F Information Table (Form 13F) (May 14, 2020); Vanguard Grp. Inc., Form 13F Information Table (Form 13F) (May 15, 2020)。有时候，投资公司会发起由不同顾问提供服务的基金，如先锋大市值基金的顾问是 Primecap Management Co.，富达指数基金的顾问是 Geode 资本管理。See Jackie Cook & Tom Lauricella, *Proxy Voting Adds Some Spice to PlainVanilla Index Investing*, Morningstar (Dec. 3, 2019), <https://www.morningstar.com/articles/957393/proxy-voting-adds-some-spice-to-plain-vanilla-index-investing>; *Vanguard Primecap Fund Investor Shares (VPMCX)*, Vanguard, <https://investor.vanguard.com/mutual-funds/profile/VPMCX> [<https://perma.cc/RAB3-C4VH?type=image>] (2020年9月23日访问)。在这种情况下，基金的持股可能包括在发起人(如先锋大市值基金)或基金顾问的(如富达指数基金)中的持仓报告中。See C. Scott Hemphill & Marcel Kahan, *The Strategies of Anticompetitive Common Ownership*, 129 Yale L. J. 1392, 1452 n. 167 (2020)。同样，投票的初始责任有时由发起人承担，有时则由基金顾问承担。这种信息并不总是被直接披露，但往往可以从被披露的投资组合持股与投票中推断出来。因此，尽管先锋大市值基金的持股并未包括在先锋领航的持股报告中，但最近它如先锋领航的其他基金而非 Primecap 的其他基金一般进行投票。See Thomas Franck, *Vanguard to Surrender Some of Its Corporate Voting Power to External Fund Managers*, Cnbc (Apr. 25, 2019, 2:26 PM), <https://www.cnbc.com/2019/04/25/vanguard-to-give-upsome-of-its-voting-power-to-external-fund-managers.html> [<https://perma.cc/6UMMHKK7>]。相比之下，由 Geode 提供顾问服务的富达指数基金的投票方式往往与其他富达基金不同，这表明富达的代理组并未在法律上或事实上为这些基金做出投票决定。See Roben Farzad, *Fidelity's Divided Loyalties*, Bloomberg Businessweek (Oct. 16, 2006, 12:00 AM), <http://www.businessweek.com/stories/2006-10-15/fidelitys-divided-loyalties>; *Proxy Voting*, Fidelity, <https://www.fidelity.com/aboutfidelity/proxy-voting-overview> [<https://perma.cc/C373-C246>] (2020年9月23日访问)。

决定也是在投资顾问层面做出的。^[30] 对于小型顾问而言,投票决定可能由决定投资策略的投资组合经理做出;许多更小规模的顾问有遵循代理顾问的投票建议或要求代理顾问根据投资顾问提供的指导提出投票建议的原则。^[31] 相反,大型投资顾问通常将投票权集中在内部管理或代理投票小组。^[32] 虽然代理投票小组做了大多数投票决定,但他们有时会从投资组合经理或股票分析师(与代理投票小组的成员一样,也是投资顾问的雇员)处获得建议。^[33] 此外,投资组合经理基于他们管理的基金所持有股份进行投票的方式有时可以与代理投票小组基于同一家族其他基金所持有股份进行的投票方式不同。^[34]

总而言之,投资顾问在投票中起着核心作用。在指数基金所持股份的投票方面,由于指数基金的投资组合经理通常对如何投票没有强烈的看法,投资顾问这一角色尤为突出。因此,投票决定将由顾问的代理投票小组做出,但偶尔获取该顾问管理的主动型基金分析师或投资组合经理的建议。

(二) 激励因素

理解激励因素对于投资顾问的影响,则需要了解其所管理的基金的总体策略。主动型基金是试图挑选能为基金持有人带来高于平均收益

[30] See Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, *Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 3 Harv. Bus. L. Rev 35, 61 - 62 (2013) (发现同一基金家族的基金通常以相同的方式进行投票)。

[31] See *Id.* at 52 - 53.

[32] See, e. g., Glenn Booraem, *Vanguard, What We Do. How We Do It. Why It Matters*. 2 - 3 (2019), <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-andcommentary/what-howwhy.pdf> [<https://perma.cc/2NDK-VKV7>].

[33] See *Id.* at 11 (“在对投票进行评估时,投资管理团队可能会考虑许多利益相关者的信息,其中包括公司管理层和董事会、股东团体以及各种研究与数据资源”。

[34] 从基金披露的投票信息中可以看到,在不同基金家族及不同的项目中他们这么做的程度有所差异。See Choi, Fisch & Kahan, *supra* note 30, at 48; Ryan Bubb & Emiliano Catan, *The Party Structure of Mutual Funds* 6 - 7 (Mar. 8, 2019) (unpublished manuscript), <https://ssrn.com/abstract-3124039> [<https://perma.cc/3J6C-697E>] (“基金投票通常委托给投资顾问而非基金家族,这二者通常是不同的”)。

的股票基金。^[35] 相比之下，指数基金的资产是根据预先确定的标准，如追踪标准普尔 500 指数等指数业绩的市场价值加权投资组合进行投资的。^[36] 指数基金以费用、误差跟踪及客户服务而非选股技巧作为竞争手段，不选择个股的指数基金不需要聘请分析师，因此费用相对于主动型基金而言要低得多。^[37]

投资顾问提供服务的费用由基金支付，这笔费用通常是基金管理资产额 (AUM) 的一定比例。如果基金的 AUM 数量增加，则顾问可以从两方面受益：一方面，投资顾问按比例获取的费用因投资组合价值的提高而增加；另一方面，如果基金因卓越的业绩吸引了更多投资，费用也可能因此增加。

由于指数基金的运营费用较主动型基金要低，因此，指数基金的费用也相对较低。先锋领航所管理的一只标准普尔 500 指数基金每年只向个人投资者收取 4 个基点的费用，^[38] 相比之下，富达旗下的反向基金，一只有 1220 亿美元 AUM 的主动型共同基金收取的费用为 85 个基点。^[39]

更高的费用和因主动型基金而流入的潜在额外收益的收入结构为管理主动型基金和指数基金的投资顾问创造了复杂的激励因素。假设一位顾问管理着一只收费 85 个基点的主动型基金和一只每年收费 4 个基点的指数基金，则顾问每年所获费用如下：

$$\text{费用} = 0.0085 \times \text{AUM}(\text{主动型}) + 0.0004 \times \text{AUM}(\text{指数型})$$

[35] See Index Funds vs. Actively Managed Funds, Vanguard, <https://investor.vanguard.com/index-funds/index-vs-active> [<https://perma.cc/7E5D-YWVF>] (2020 年 9 月 23 日访问)(描述指数基金和主动型基金的差异)。

[36] Id.

[37] See Alicia Adamczyk, *Index Funds Are More Popular Than Ever – Here’s Why They’re a Smart Investment*, CNBC: Make It (Sep. 19, 2019, 11:43 AM), <https://www.cnn.com/2019/09/19/why-index-funds-are-a-smart-investment.html> [<https://perma.cc/SNB4-WWNX>].

[38] Press Release, Vanguard, *World’s Largest Stock and Bond Funds Lower Expense Ratios* (Apr. 28, 2017), <https://pressroom.vanguard.com/news/Press-Release-Vanguard-Expense-Ratio-April-2017.html> [<https://perma.cc/2QPL-RSU4>].

[39] Fidelity Inv., Fidelity Contrafund (FCNTX) 1 (2020), <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/fundfactsheet/316071109> [<https://perma.cc/Q8FP-5HST>].

这个简单的例子表明,主动型基金的 AUM 比指数基金给顾问带来的收入更高。当然,运营主动型基金也需要更高的成本。但鉴于许多成本是固定的,主动型基金每一美元投资的边际利润很可能也比指数基金要高得多。

此外,指数基金本质上是商品,标准普尔 500 指数基金与另一只指数基金之间仅有费用之差,^[40]而指数基金之间的竞争也压低了管理指数基金的费用和利润。那么,投资顾问为何要运行指数基金呢?有以下几个原因:首先,顾问可能仍会从运行指数基金中获取微薄的利润。其次,将指数基金作为基金产品平台的一部分或许会因顾问管理的主动型基金而增加利润。以最近推出零费用指数基金的富达为例,^[41]虽然该基金可能会从证券借贷中获得收益,但我们猜测单独运营该基金将无利可图。^[42]但是,由于投资者在共同基金家族内的基金之间转移投资相较于在不同家族的基金之间转移投资要更为容易,因此富达可能会通过将寻找指数基金的投资者留于内部或吸引新投资者投资指数基金而受益,而这些投资者也期望在将来投资于富达其他收费较高的主动型基金或从富达处购买其他的服务。^[43]

[40] 然而,一些指数基金可以收取更高的费用,因为他们提供对机构投资者而言十分重要的更大的流动性。例如,由于提供了更大的流动性,贝莱德的机构指数基金历来收取约 35 个基点的费用。See Blackrock, Summary Prospectus 2 (2020), <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/summary-prospectus/sumpro-brindexfunds-intnatindexfund-inv-us.pdf> [<https://perma.cc/7X4Q-VHJU>].

[41] Ryan Vlastelica, *Fidelity Announces Zero - Fee Funds, in a Big Milestone for the Industry*, Marketwatch (Aug. 1, 2018, 5:23 PM), <https://www.marketwatch.com/story/fund-fees-hit-milestone-as-fidelity-announces-products-charging-0-2018-08-01> [<https://perma.cc/GE53-3EJM>] (这些零费用基金被视为“本质上免费持有”).

[42] 处于零利润边缘而经济规模庞大的先锋领航,其标准普尔 500 指数基金的收费低至 4 个基点。Press Release, *supra* note 38. 然而,先锋领航证券借贷的净收入都为了股东利益流至该基金而非保留在 VGI。Andrew S. Clarke, *Vanguard, Securities Lending: Key Considerations* 6 (2016), <https://personal.vanguard.com/pdf/ISGSL.pdf> [<https://perma.cc/6K4X-4G6F>]. 我们没有足够的信息确定富达所保存的证券贷款净收入与先锋领航对其指数基金收取的费用相比如何。

[43] 同样,投资者的偏好和留住投资者的愿望或许可以解释为什么作为指数投资先驱的先锋领航会发起一些主动型基金。

最后,主动型投资组合经理会因为同一家族中的大型指数基金,获得与投资组合公司互动的更高权力。例如,贝莱德所拥有的3.9万亿美元的指数资产,可能为服务其1.6万亿美元的主动管理型投资组合的投资组合经理打开大门。^[44]当这些投资组合经理提出问题、提出建议、表达观点、反对公司行动或请求与管理层进行一对一会谈时,这些额外获得的权力将十分重要。

投资顾问在基金整体策略配置上存在的显著差异也很重要。除“三巨头”外,大多数顾问的AUM在指数基金中所占比例相对较小,而这些资产在顾问总费用收入中所占比例甚至更小。例如,在主要为主动型基金提供顾问服务的普信集团公司所管理的5640亿美元的资产中,仅有约310亿美元投资于指数基金。^[45]

相比之下,“三巨头”却通过指数基金管理大量资产。道富几乎所有的股票资产以及先锋领航和贝莱德80%的股票资产都是指数基金。^[46]然而,先锋领航和贝莱德在一些重要方面也存在差异。首先,先锋领航旗下的主动型基金所收取的管理费用相对较低。^[47]其次,如Primecap管理公司为先锋大市值基金提供顾问服务并收取部分基金运营费用,先锋领航旗下基金家族的大多数主动型股票基金都由外部顾问管理或与外部顾问共同管理。^[48]因此,先锋领航的大部分费用收入很可能来自指数基金。最后,先锋领航集团作为收取管理费用的法律实体由先锋领航旗下各共同基金的股东所有,本身并不意味着盈利。^[49]相比之下,贝莱德的主动型基金在费用、管理结构和风格方面与其他主动型

[44] Blackrock, Inc., *Annual Report (Form 10-K)* 4 (Feb. 28, 2019).

[45] T. Rowe Price Grp. Inc., *Annual Report (Form 10-K)* 25 (Feb. 16, 2018); T. Rowe Price Equity Index 500 Fund, T. Rowe Price, <https://www.troweprice.com/personal-investing/tools/fundresearch/PREIX#content-portfolio> [<https://perma.cc/M894-TPEW>] (2020年9月23日访问)。

[46] Fichtner, Heemskerck & Garcia-Bernardo, *supra* note 6, at 304.

[47] 例如,先锋领航的大市值基金费用率仅为0.38%。Vanguard Primecap Fund Investor Shares (VPMCX), Vanguard, <https://investor.vanguard.com/mutual-funds/profile/VPMCX> [<https://perma.cc/DQ3Z-3GPF?type=image>] (2020年1月31日访问)。

[48] *Id.*

[49] See Clarke, *supra* note 42, at 6.

基金相似,其本身便是一家期望从投资顾问业务中盈利的独立所有的上市公司。^[50]

在分析整体状况后,我们将更为详细地研究基金管理费用如何为投资顾问的知情投票提供财务激励。我们首先分析了绝对回报的激励因素(“直接激励”),即 AUM 价值提高直接使顾问费用增加。其次,我们研究了基金净流量资金回报的影响(“间接”或“基于资金流的激励”)。最后,我们对声誉激励进行分析。

1. 直接激励

与其他共同基金的顾问相似,指数基金的顾问直接受益于基金所投资的投资组合公司。顾问费用取决于基金资产的价值,^[51]伴随基金资产的增加,顾问费用也相应增加。

诚然,以百分比计算,指数基金的顾问管理费用很低,通常远低于主动型管理基金。根据美国投资公司协会的数据,2017 年股票指数基金的平均资产加权费用为 9 个基点(基金资产的 0.09%),^[52]而主动型基金对应的平均费用是 78 个基点。^[53]

然而,因股票指数基金主要顾问管理的资产规模非常庞大,低廉的费用也能因投票产生比其他大多数股东更大的激励。以先锋领航为例,虽然其旗下五大基金的年度平均费用比例仅为 0.064%,^[54]但截至 2019 年第一季度末,其管理的投资组合的股票总价值高达 2.5 万亿美元。^[55]

在参与公司投票与管理的背景下,投资组合规模之所以重要,有以下两个原因:首先,顾问在某家公司的投资金额,决定了投资组合公司股价上涨所带来的收入增加的基数。因此,可以从特里安在 2017 年发起

[50] See History, Blackrock, <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/blackrockhistory> [<https://perma.cc/7529-3NME>] (2020 年 9 月 23 日访问)。

[51] See Inv. Co. Inst., *supra* note 2, at 118.

[52] *Id.* at 126.

[53] *Id.*

[54] 基金费用的数据由 Ryan Bubb 和 Emiliano Catan 提供,如有需要,可以提供。

[55] Vanguard Grp. Inc., Form 13F Summary Page (Form 13F) (May 15, 2019).

的宝洁公司代理权争夺战中看先锋领航的激励。^[56] 先锋领航持有价值约 170 亿美元的约 1.85 亿股宝洁公司的股票。^[57] 倘若投票结果导致宝洁公司的股价上涨 1%，那么先锋领航在宝洁公司的持仓价值将增加 1.7 亿美元，按 0.064% 的费率计算，先锋领航的年度费用也将随之增加约 108,800 美元。^[58] 假如先锋领航在投资者撤资以前还能再获得 10 年费用，那么其所获得的额外费用将达到约 110 万美元，相当于持有 1.1 亿美元宝洁公司股份的个人股东所获得的收益。

但是，由于先锋领航所管理的股票数量约为持有 1.1 亿美元宝洁公司股份的个人股东的 150 倍，其投票也更有可能会决定最终的结果，因此先锋领航有着比个人股东投出使公司增值的一票更大的金钱激励。简单而言，假设投票决定最终结果的可能性与投出的票数成正比（这个假设可能大大低估了大型基金投票决定结果的相对可能性），先锋领航将获得相当于持股数量为先锋领航约 1/12 股份的个人股东的直接财务激励，^[59] 意味着先锋领航有相当于向宝洁公司投资 13 亿美元的个人股东进行知情投票的财务激励。^[60]

[56] See David Benoit, *Peltz Seeks P&G Board Seat – Consumer – Products Titan Would Be Largest Company Ever To Face a Proxy Fight*, Wall Street J., July 17, 2017, at A15.

[57] Vanguard Grp. Inc., Form 13F Information Table (Form 13F) (Feb. 14, 2018) (披露 2017 年年末持有 185,434,627 股宝洁公司股票); *The Procter & Gamble Company (PG)*, YAHOO! FIN., <https://finance.yahoo.com/quote/PG/history?period1=1512086400&period2=1517356800&interval=1d&filter=history&frequency=1d> [<https://perma.cc/Q8SU-SLT3>] (2020 年 9 月 23 日访问).

[58] 事实上，自 Peltz 于 2018 年 3 月 1 日加入董事会始至 2019 年 6 月 19 日，宝洁公司的股价从 78.70 美元上涨到 110.42 美元，增幅超过 40%。See *The Procter Gamble Company (PG)*, supra note 57.

[59] 以 PV 作为先锋领航投票决定结果的可能性并将先锋领航的标准立场视为 1。因此，先锋领航从信息获取中取得的收益是 $PV \times 0.64\% \times PV \times B$ ，其中 B 是假设先锋领航在 10 年内获得 0.064% 的额外费用及贴现率视为 0% 时投票结果对公司价值的百分比效益。相对于先锋领航而言持股比例为 1/SI 的个人投资者，其收益为 $PV/SI \times 1 \times PV/SI \times B$ 。当 $0.64\% = 1/SI^2$ 时，个人投资者将获得与先锋领航等值的收益，即近似结果为 $SI = 12$ 。

[60] 相比之下，当 Triam 在发起宝洁公司的代理权争夺战时，其拥有 35 亿美元的股份。Michael Flaherty, *Triam Takes \$3.5 Billion Stake in Procter & Gamble*, Reuters (Feb. 14, 2017, 4:51 PM), <https://www.reuters.com/article/us-procter-gamble-stake-triam-fundidUSKBN15T2WR> [<https://perma.cc/673B-RH2U>].

值得注意的是,宝洁是美国最大的公司之一^[61]的这一事实仅影响先锋领航的激励金额,而不会影响到先锋领航与其他股东之间的相对激励。如果先锋领航希望在未来10年内从股价上涨中赚取0.064%的费用且如果投票决定最终结果的可能性与票数成比例,无论公司的规模及所持股份的美元价值如何,它的财务激励将相当于拥有1/12股权的个人股东。^[62]由于先锋领航持有大量的投资组合,其激励也大于几乎所有的个人股东。

大部分股票指数基金的资产由“三巨头”提供咨询服务的基金所持有。^[63]但是,上述同样的逻辑也适用于主要管理指数基金但规模小于“三巨头”的投资顾问公司。以专注于指数基金的小型投资顾问公司嘉信理财为例,截至2017年12月31日,嘉信理财持有价值约12亿美元的宝洁公司股票,并收取约0.04%的管理费用。^[64]与先前假设相同,嘉信理财的财务激励将相当于持有嘉信理财1/16股份数量或持有价值约7400万美元宝洁公司股份的个人投资者。即使是规模较小的指数基金的投资顾问,获得的财务激励也远远大于大多数个人股东,我们由此强

[61] 宝洁公司在2019年《财富》500强中排名第45位。*Fortune 500*, *Fortune*, <https://fortune.com/fortune500/2019/search/> (2020年9月23日访问)。

[62] 即使先锋领航只希望在两年时间内从增加的股票价值中赚取0.064%的费用,其财务激励也相当于持有其1/28股份的个人股东。

[63] Fichtner, Heemskerck & Garcia – Bernardo, *supra* note 6, at 304 (“令人震惊的是,这三家公司合计占ETF市场71%的份额,而其他ETF提供者的市场份额都低于3.3%。虽然有关指数共同基金市场份额的数据尚未公开,但显而易见先锋领航可能至少占据75%的市场份额,在这一领域占据着主导地位”。

[64] See *Index Funds and ETFs*, Charles Schwab, <https://www.schwab.com/schwabindex-funds-etfs> [<https://perma.cc/ZKQ3-SVUQ>] (2020年9月23日访问)(上市的指数基金费用从0.02%到0.06%不等);如表2(显示持有12,850,000股的股份)。所有权数量是按年底每股91.88美元的市价换算的。See *The Proctor and Gamble Company (PG)*, *supra* note 57.

烈反对以下观点：指数基金的财务激励微不足道，因而应当失去投票权。^[65]

当然，与持有同等数量的宝洁公司股份的个人股东相比，先锋领航获得的财务激励要低得多。^[66] 贝布楚克 (Bebchuk) 和赫斯特 (Hirst) 将这种差异归因于他们所称的“指数基金管理的代理成本理论”^[67] 并提倡一系列改革政策。^[68]

我们认为，Bebchuk 和 Hirst 的分析并未抓住问题的重点。指数基金（或其他类型共同基金）的顾问的激励之所以不同于真正的所有者，是因为他们并非他们所提供顾问服务的投资组合中的股票的所有者。^[69] 从经济角度而言，所有者是共同基金的投资者。

因此，先锋领航的财务激励应当与先锋领航所管理的股票的实际经济所有者（先锋领航共同基金的真实投资者）而非持有相同数量股份的个人股东相比较。换句话说，考虑到潜在的经济所有权结构，实际的经济所有者（先锋基金的投资者）通过先锋领航持有而不是直接持有股份是否会增加与上市公司相关的代理成本、集体行动成本和“搭便车”成本？鉴于先锋领航与其他指数基金的顾问的激励要比其投资者高出几

[65] See, e. g., Lund, *supra* note 9, at 511 (“由于被动型基金仅追求业绩与市场指数相当而非超越，基金缺乏确保其投资组合中的公司运行良好的财务激励……对公司治理作出投入的被动型基金也将同等程度地提升对所有竞争对手的业绩。此外，在治理上花费精力也会使主动型基金受益。事实上，由于可以在了解到相关干预后增持目标公司股份，主动型基金能够从被动型基金的治理投入中获得更大收益。换言之，任何对公司治理的投资都在提高被动型基金成本的同时使作为竞争对手的基金受益。因此，除非没有成本，否则定会损害被动型基金的相对业绩。”）。

[66] See Kahan & Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance*, *supra* note 14, at 1050 – 54（检验共同基金的激励因素）。

[67] Bebchuk & Hirst, *Index Funds*, *supra* note 10, at 2043 – 75.

[68] See *Id.* at 2116 – 40. 或许具有讽刺意味的是，先锋领航激励不高的一个原因在于费用的低廉。倘若先锋领航收取与主动型基金相同的费用，如果持有 10 年，其动力将仅为与之持有同等股份的个人投资者的 1/12。先锋领航收取较低费用有利于其投资者，而非反映代理成本。

[69] See Rock, *supra* note 14, at 469（“机构投资者是中介机构：投资和投票决定由受益人以外的其他人做出”）。

个数量级,答案显然是否定的。^[70]

以指数基金顾问的激励因素为视角,像先锋领航一般的指数基金降低了因所有权分散而引起的代理总成本,而非增加这些成本。这些成本的进一步降低并非易事。^[71]

个人股东或许并非适当的比较群体。众所周知,个人股东的激励很少。^[72] 因此,比较先锋领航与主动管理型基金顾问的财务激励或许更为恰当。

在直接激励方面,指数基金与主动管理型基金有三处区别。首先,主动型基金一般收取较高的年费。如前文所述,2017年主动型基金的平均费用为78个基点,而指数基金的费用为9个基点。^[73] 更高的费用会相应产生更强的激励,促使顾问进行知情投票。

其次,主动型基金的投资组合往往更为集中。与投资范围广泛的指数基金相比,主动型基金投资的公司更少,但后者最大的投资在净资产中所占的比例往往高于指数基金相应的投资。例如,截至2017年12月31日,最大的主动型基金,富达反向基金的前十大持股占其总资产的

[70] 在一篇有趣的文章中,肖恩·格里菲斯(Sean Griffith)认为共同基金不应该在如公司治理等投资者缺乏共同利益或足够信息的问题上行使投票权。See Sean J. Griffith, *Opt - In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, 98 Texas L. Rev. 983, 990 (2020). 我们认可格里菲斯认为投资者在缺乏收益最大化的共同目标问题进行投票与其他投票有概念性差异的观点。然而,如后文讨论的原因,我们不赞同他所阐述的投资顾问相对于其他股东而言在治理问题上缺乏信息的观点。

[71] 因此,我们认为,贝布楚克和赫斯特所提出的多个降低指数基金管理代理成本的建议不太可能奏效。See Bebchuk & Hirst, *Index Funds*, supra note 10, at 2119 - 27. 尤其是使私人参与透明化将提高参与的成本并可能降低参与的效用。See Id. at 2123 - 27. 为基金收取管理费用提供便利是不需要的,因为基金实际上可以为了提供管理服务与顾问签订合同。See Id. at 2120. 由于外部组织的激励比当前顾问的激励更少(无论如何,尤其是ISS和格拉斯·刘易斯,这样做的外部机构已经存在),让外部机构代表顾问调查将使激励问题恶化。See Id. at 2120 - 21. 即使并非基金投资者所愿,强制性管理费用似乎也不是解决基金投资者和顾问之间产生的代理成本的有效方法。See Id. at 2121.

[72] See Matt Egan, *Just 27% of Investors Bother to Vote*, CNN Money: The Buzz (June 12, 2014, 8:30 AM), <https://buzz.money.cnn.com/2014/06/12/shareholders-dont-vote/> [<https://perma.cc/6F97-NTT6>].

[73] See supra note 53 及相关内容。

38.1%^[74]而先锋标准普尔 500 指数基金的前十大持股仅占20.9%。^[75]

然而,从单一基金投资组合中的股票集中度来看,投资顾问的集中度是被夸大的。表 1 展示了富达反向基金投资最多的 6 家公司中反向基金、先锋标准普尔 500 指数基金以及 FMR(富达非指数基金的顾问)的投资占各自实体国内股票持有总量的百分比。虽然反向基金在六家公司的持股比例远远大于先锋标准普尔 500 指数基金,但后者却与 FMR 的持股比例相近。^[76]因此,像富达一样,管理多个采用不同策略的主动型基金的大型顾问所管理的主动型基金的持股集中度或许远不如单一主动型基金。

表 1 富达反向基金—最大控股(截至 2017 年 12 月 31 日)

单位:%

公司	反向基金	先锋标准普尔 500 指数基金	FMR
字母表	6.7	2.7	3.7
亚马逊	5.1	2.0	2.4
苹果	3.2	3.8	2.4
伯克希尔·哈撒韦	5.2	1.7	1.4
脸书	7.2	1.8	2.5
微软	3.1	2.9	1.9
总计	30.5	14.9	14.3

最后,如果投资组合中股票价值增加,主动型基金的顾问和指数基金的顾问赚取较高费用的年份可能有所差异,这取决于投资者持有基金的时间。例如,如果所有的基金投资者在一年后都撤资,那么基金只在一年内获得较高的费用;如果他们在十年后撤资,他们将在十年内获得更高费用。

[74] See *Fidelity Contrafund*, Annual Report (Form N – CSR) (Feb. 26, 2018).

[75] See *Vanguard Index Funds*, Annual Report (Form N – CSR) (Feb. 28, 2018).

[76] See *Fidelity Contrafund*, supra note 74; Fmr Llc, Form 13F Information Table (Form 13F) (Feb. 12, 2018); *Vanguard Index Funds*, supra note 75.

基金投资者的投资期限取决于投资者的流动性需求以及他们在投资工具之间转移资产的喜好。我们无法辨别指数基金投资者与主动型基金投资者的流动性需求存在系统性差异的特殊原因,但我们有理由相信,前者转移投资的倾向更低。具体而言,由于指数基金不会试图识别可能更优的股票,指数基金的投资者自身可能也不太愿意找出胜于其他基金的基金,基于此,指数基金顾问比主动型基金顾问获得年费的预期时间要长。

为估算出不同投资顾问的直接激励,我们研究了在宝洁公司中管理股份最多的投资顾问。对于每一位顾问,我们将其所持股票的美元价值乘以该顾问旗下5家最大基金的平均费用从而计算出费用。同时,我们保守地预计,指数基金和主动型基金在赚取佣金的年数上并无差别,且投票决定最终结果的可能性与顾问的持股比例成正比。

表2呈现了相对于先锋领航而言,每位顾问知情投票的直接激励。^[77]如表2所示,“三巨头”的相对激励在行业中遥遥领先。

此外,“三巨头”的激励也优于公共养老基金。我们高度保守地假设指数基金预期获得管理费用的期限是10年,公共养老基金与持有相同股份数量的个人所有者的激励相当,那么最大的公共养老基金的激励远远低于贝莱德、先锋领航或道富,而其他大多数公共养老基金的激励要低得多。

表2 2017年宝洁公司最大股东

	股东	股份/千股	相对激励
顾问	先锋领航集团	185,434	1.000
	贝莱德	164,446	1.970
	道富	114,721	0.850
	资本世界投资公司	35,132	0.350
	北方信托	34,388	0.250
	梅隆银行	28,288	0.300
	晶洞	27,189	0.014

[77] 表2基于2017年12月31日提交给SEC的持仓报告制作。

续表

	股东	股份/千股	相对激励
顾问	富达	22,463	0.100
	州立农场	20,546	0.080
	高盛集团	16,001	0.090
	雅克曼	15,163	0.100
	嘉信理财	12,850	0.003
	威灵顿	8212	0.009
	普信集团公司	7067	0.015
	富兰克林资源	6110	0.013
	瑞士信贷	4984	0.017
公共养老基金	纽约州共同退休基金	7233	0.240
	加利福尼亚州养老金协会	6652	0.200
	加利福尼亚州教师退休基金	4798	0.100
	纽约州教师互助协会	4260	0.080
	新泽西州共同养老基金	2189	0.020

当然,宝洁仅是其中一家公司,但宝洁公司的股权结构具有一定的代表性。由于“三巨头”和富达是迄今为止最大的机构投资顾问,^[78]他们也同样是大多数公司的最大股东。^[79]

正如前述分析,在共同基金顾问中,影响顾问直接激励的最重要因素是持股规模,而先锋领航、道富及贝莱德作为指数基金最著名、最大型的顾问,他们从知情投票中获益也最多。就他们提供的主动管理而言,他们所获得的本已经相当可观的财务激励甚至更高。因此,由于贝莱德是在先锋领航、道富及贝莱德之间收费相对较高的主动型基金顾问,其

[78] See Fichtner, Heemskerk & Garcia – Bernardo, supra note 6, at 304.

[79] See Miguel Ant6n, Florian Ederer, Mireia Gin6 & Martin C. Schmalz, *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives* 41 (European Corp. Governance Inst., Fin. Working Paper No. 511, 2018), <http://papers.ssrn.com/abstract-2802332> [<https://perma.cc/26YF-55N6>].

相对的激励也更高。

除“三巨头”以外的指数基金顾问,如管理富达指数基金的晶洞(Geode)^[80]或嘉信理财,他们的激励显然比“三巨头”要低。尽管如此,他们的激励仍大于许多规模较小的主动型基金顾问、多数公共养老基金以及几乎所有的个人投资者。

指数基金的批评者进而提出了为何指数基金的激励较低的论点。该观点认为,由于匹配指数并提供股东服务的不同指数基金所提供的产品几乎相同,基金将通过低廉的费用吸引投资者。然而,指数基金并不会因为知情投票而获得更大的竞争优势,因为即使投票增加了投资组合价值,其他与之竞争的指数基金的投资组合价值也相应增加。对知情投票进行投入的指数基金将承担成本,而其他的指数基金却可以“搭便车”。^[81]因此,指数基金不愿为了获取信息投入成本,因为他们并不会因为知情投票而获得竞争优势,反而会因对信息投入不得不收取更高费用而处于竞争劣势地位。^[82]

上述观点的前提是正确的,但并未得出正确的结论。指数基金顾问之所以有激励进行知情投票,是因为投票可能会提高他们从AUM中获取的费用,而非因为他们的行为会获得竞争优势。依据我们的分析,顾问并不需要因知情投票投入而提高费率,因为他们的收益源于知情投票给投资组合带来更高价值时产生的额外费用。

具体来说,在Trian掀起的宝洁公司代理权争夺战中,公司股价已从纳尔逊·佩尔茨于2018年3月1日加入宝洁董事会以来的每股78.70美元上涨至2019年6月19日的110.42美元,涨幅达到40%。^[83]先锋领航的持仓价值也由此增加了59亿美元,每年约为先锋领航贡献了377

[80] See *supra* note 29.

[81] See Bebhuk & Hirst, *Index Funds*, *supra* note 10, at 2055 - 57, 2118; Lund, *supra* note 9, at 513 - 14.

[82] See Bebhuk & Hirst, *Index Funds*, *supra* note 10, at 2057 (“与参照同一指数的其他指数基金进行的竞争使得指数基金经理完全没有额外的激励在其投资组合中任何一家公司的治理上花费精力”); Lund, *supra* note 9, at 500 (“由于共同基金之间相互竞争的基础是相对业绩,即基金相对于同行而言的业绩,那些花费精力在公司治理和管理的基金将发现自己不如竞争对手一般受欢迎”).

[83] See *supra* note 58.

万美元(计算率为0.064%)。^[84] 获得这种收益的可能性为顾问投入必要的资源以在 Trian 和宝洁董事会的相反论点之间做出明智的决定提供了重要的经济激励。

此为曼瑟·奥尔森所说的“小人物‘剥削’大人物”的一个例子。^[85] 大型指数基金顾问凭借其庞大的规模,有进行知情投票的独立激励,因而也减少了其他股东受益而不承担任何成本这一理性冷漠和“搭便车”的经典问题的影响,大型顾问与股东利益大体一致的事实也使他们非常适合在公司治理纠纷中扮演决策者的角色。

2. 间接激励:对资金流的影响

(1) 主动管理型基金

基金业绩可能影响基金的净流量,因此对主动型基金的顾问来说也很重要。净流量在增加 AUM 时,也相应地增加了管理费用。主动型基金做出知情投票的间接激励,或者说基于资金流的激励,时常被视为主动型基金与指数基金之间的巨大区别。^[86]

在基于资金流的激励的问题上,区分投资顾问的整体激励(有时通过集中的代理投票小组实施)和负责管理特定基金的个别投资组合经理的激励十分重要。如上所述,代理投票小组和投资组合经理都可以对投票进行投入,而投入的程度因顾问、基金及问题而异。^[87]

[84] Vanguard Grp. Inc., *Form 13F Information Table (Form 13F)* (May 15, 2018).

[85] Mancur Olson, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups* 29 (2d ed. 1971) (emphasis omitted) (footnote omitted). For further discussion, see Rock, *supra* note 14, at 461–62.

[86] See, e. g., Lund, *supra* note 9, at 497.

[87] See *supra* Section I. A.

实证表明,基金的资金流受相对业绩而非绝对业绩影响,^[88]这意味着,投资组合经理并不会为了吸引未来的资金流,而提升某只相对于有竞争关系的基金持股数量较低的上市公司的股票价值。例如,如果一只股票的基准权重是0.21%,而基金在投资组合中的权重是0.23%,仅有0.02%的超额权重会对该基金的相对业绩有所贡献。因此,即使基金增持,也只会给提高基金相对业绩带来微弱的激励。此外,因为任何单一基金持有的投资组合公司的股份通常比投资顾问少得多,即使基金公司偏重某只股票,投资组合经理也不太可能出于投票目的对信息获取进行投入。

投资顾问在投资组合公司中持有的股份比单一基金要多。但是,正如我们所看到的,顾问的投资组合比单一基金的投资组合更接近于市场,因此降低了基于资金流激励的相对重要性。^[89]为了解顾问投资组合与市场投资组合的激励程度,我们从主动型基金的最大顾问之一,普信集团公司所提交的持仓报告中,随机选择了20只国内股票,将其在普信集团公司投资组合中的权重与先锋领航提交的持仓报告中的权重进行比较。^[90]这20只股票中,普信集团在15只股票中的权重低于先锋领航,而在其他5只股票中,普信集团公司相对于先锋领航的权重分别为11%、31%、88%、201%和413%。

[88] 这篇具有开创性意义的文章是 Richard A. Ippolito, *Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry*, 35 J. L. & Econ. 45 (1992)。其他具有重要贡献的文章包括 Brad M. Barber, Xing Huang & Terrance Odean, *Which Factors Matter to Investors? Evidence from Mutual Fund Flows*, 29 Rev. Fin. Stud. 2600, 2620 (2016) (估算每1%的Alpha投资收益将增加0.474%净流量); Jonathan B. Berk & Richard C. Green, *Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets*, 112 J. Pol. Econ. 1269, 1274 - 80 (2004); Judith Chevalier & Glenn Ellison, *Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives*, 105 J. Pol. Econ. 1167, 1173 - 82 (1997); Andrea Frazzini & Owen A. Lamont, *Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross Section of Stock Returns*, 88 J. Frn. Econ. 299, 304 - 08 (2008); and Berk A. Sensoy, *Performance Evaluation and Self - Designated Benchmark Indexes in the Mutual Fund Industry*, 92 J. Fin. Econ. 25, 33 - 35 (2009)。

[89] See supra Table 1.

[90] T. Rowe Price Assocs. Inc., *Form 13F Information Table (Form 13F)* (Feb. 14, 2018); Vanguard Grp. Inc., supra note 57.

Jonathan Lewellen 与 Katharina Lewellen 最近的文章研究了由同一顾问管理的所有基金的业绩对净流量的影响，^[91] 该研究预估顾问业绩净流量的敏感性为 1.39%。^[92] 也就是说，如果业绩超出基准 1%，基金家族将获得若干年净流入资产的 1.39%。基于此，如果顾问对一只股票的增持幅度小于 256%，则有低于直接激励的积极的基于资金流激励；如果顾问增持比例超过 256%，基于资金流的激励则超过直接激励。^[93]

对于持股高度集中的共同基金的顾问而言，基于资金流的激励往往主导着直接激励的发生。这些顾问是存在的，但大多数是小顾问。Jonathan Lewellen 与 Katharina Lewellen 发现，AUM 末端 25% 的机构（不包括“三巨头”和另外两家主要管理指数基金的顾问公司）对某家公司的投资组合中平均价值权重为 4.05%，而基准权重为 0.32%。^[94] 这些机构因增持 1166% 而产生基于资金流的激励，比直接激励超出 28%，但由于这些机构的 AUM 规模非常小（平均为 10 亿美元），总体激励仍然非常低。^[95]

相比之下，前 1/4 的大型机构（平均 AUM 为 3876 亿美元）对某家公司的投资仅为 0.67%，而基准权重为 0.43%，他们的增持率仅为 56%。^[96] 对于这些机构来说，直接激励是基于资金流的激励的两倍之多，他们的整体激励令位于末端 25% 的机构相形见绌。

(2) 指数基金

依据传统观点，^[97] 我们目前为止的讨论假定指数基金经理没有提

[91] Jonathan Lewellen & Katharina Lewellen, *Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentives to Be Engaged* 6–8 (Mar. 2020) (unpublished manuscript) (on file with the Boston University Law Review).

[92] *Id.* at 2.

[93] 将一只股票的基金权重视为市场权重的 $x\%$ 并将市场权重标准化为 1。那么，股价每上涨 1%，投资组合价值直接增加 $x\% \times 1\%$ ；股票价格每上涨 1%，投资组合价值就会通过资金流入增加 $(x\% - 100\%) \times 1.39\%$ 。当 $x\% = 356\%$ 时投资组合价值的增长是相等的，意味着该基金增持了 256%。

[94] Lewellen & Lewellen, *supra* note 91, at 16.

[95] *Id.*

[96] *Id.*

[97] See *supra* note 82 and accompanying text.

高相对业绩以获得净流量的激励。然而,在最近的一篇文章中,伊尔·菲施、阿萨夫·哈姆达尼和史蒂文·大卫杜夫·所罗门(FHDS)主张,指数基金有着与主动型基金类似的基于资金流的激励。^[98]正如主动型基金可以通过相对于指数基金而言优异的业绩产生资金流,指数基金也可以。^[99]因此,FHDS认为,指数基金可以通过改善投资组合公司的治理提高与主动型基金相对的业绩。^[100]

然而,对于指数基金而言,基金业绩与资金流动之间的关系非常脆弱。首先,尽管实证表明相对业绩影响基金的资金流,但这并非线性关系。Erik Sirri 和 Peter Tufano 发现,只有前 1/5 的基金的资金流与业绩显著相关;对于末端 1/5 的基金而言,上述的关系并不显著。^[101]由于指数基金相对于上述研究的基准基金而言不太可能成为业绩最好的前 1/5,此研究表明,指数基金的资金流对业绩并不敏感。

其次,如前文所述,只有基金相对于竞争对手而言在市价提高的投资组合公司中是增持的,基金相对业绩才会提升。但相对于主动型基金而言,指数基金“增持”某只股票的程度有内在上限。表面上看,总体上主动型基金可能会比指数基金对某些股份减持 20% 或 33%,而指数基金比主动型基金增持 25% 或 50%。但是,正如我们所分析的那样,增持 25% 或 50% 对总体激励并没有太大贡献。此外,指数基金是高度多元化的,基金因为增持某个或少数投资组合中的公司股份而获得优异业绩对基金的相对业绩而言几乎没有贡献。

最后,指数基金增持的程度可能完全不受控制。指数基金增持的公司可能并不会提升价值,而能让指数基金提升价值的公司可能并不会被增持。

[98] Jill Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, 168 U. Pa. L. Rev. 17, 32 (2019). Bernard Black made a similar point in 1992. Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 Ucla L. Rev. 811, 879 – 81 (1992) (注意指数基金与主动型基金、非股权投资之间的竞争)。

[99] Fisch, Hamdani & Davidoff Solomon, *supra* note 98, at 32.

[100] *Id.* at 37.

[101] Erik R. Sirri & Peter Tufano, *Costly Search and Mutual Fund Flows*, 53 J. Fin. 1589, 1600 – 05, 1618 (1998) (发现资金流的影响仅在业绩排名前 1/5 的基金中)。

即使如 FHDS 所建议那般，指数基金可能会试图提高其相对业绩，^[102] 但这是复杂的。要确定指数基金是否要相对于主动管理型基金而言对公司增持，顾问必须收集所有此类主动管理型基金对该公司持股的信息，这便需要对每季度发布一次且滞后 45 天的数据进行汇总。^[103] 若要使这一方法有效，主动型基金必须在指数基金努力取得成果、公司股价上涨的同时保持减持的状态。

我们怀疑，指数基金顾问的管理团队甚至对相对于主动型基金而言指数基金整体上是增持还是减持并不知情。我们并未有任何证据表明指数基金的顾问会根据持股情况来安排投票或参与公司治理。然而却有证据可以表明，他们的投票时常受到公开发布的、对无论是增持还是减持的所有公司来说都适用的政策的制约。^[104] 因此，在指数基金基于资金流的激励问题上，我们认可这种激励是无关紧要的传统观点。

3. 声誉激励

贝莱德、先锋领航与道富这些最大的指数基金发起人同时也是美国最大的资产管理公司。^[105] 2016 年，他们的 AUM 总额超过了 10 万亿美元。^[106] 作为受监管的规模巨大的金融机构，他们备受关注，也有着被投资者、监管者和政客视为负责任的行动者和正义力量的强烈的声誉利益。

贝莱德的首席执行官拉里·芬克每年写给投资组合公司首席执行官的信已然成为了解这家大型投资者想法的窗口。2017 年 1 月的信聚焦于贝莱德对公司的参与：

贝莱德以长期股东的身份加入公司。鉴于我们许多客户

[102] Fisch, Hamdani & Davidoff Solomon, *supra* note 98, at 37 – 43.

[103] See 17 C. F. R. § 240.13f – 1 (a) (2020) (要求某些投资经理在每个季度结束后 45 天内向 SEC 提交持仓报告)。虽然持仓报告每季度发布一次，但由于其收集的是与指数基金没有可比策略的基金的持股信息，对此问题的解决可能没有用处。

[104] See, e. g., Vanguard, Proxy Voting Guidelines for U. S. Portfolio Companies (2019) [hereinafter Vanguard, Proxy Voting Guidelines], <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxyvoting-guidelines.pdf> [https://perma.cc/B4LX-C6TL] (未有重要性区分)。

[105] See Fichtner, Heemskerck & Garcia – Bernardo, *supra* note 6, at 304.

[106] *Id.* at 305.

持有的股票都与指数挂钩,只要这些证券仍在其中,我们便不能出售,我们的客户将是绝对的长期投资者。作为代表这些客户的受托人,贝莱德特别重视公司治理并通过投票参与其中,我们通过投票参与到可能影响公司长期价值的事务。随着指数投资的持续增长,主动型基金经理对ETFs的运用、表达意见和参与公司治理对保护投资者长远利益变得更加重要。

当我们力求通过参与公司治理为客户创造长远价值时,我们的目标不是微观管理公司运营。相反,我们首先会确保董事会肩负起创造长远价值的责任。然而,长远策略不应与无限耐心相混淆。当贝莱德在持续参与公司治理的情况下仍未看到进展,或公司对我们保护客户长远经济利益所作出的努力反馈不足时,我们将毫不犹豫地行使权利,投票反对现任董事或不合理的高管薪酬。^[107]

在2018年1月一封名为“使命感”的信中,Fink似乎与贝莱德立场一致,呼吁企业对环境、社会和治理问题(ESG)予以更多关注:

作为受托人,贝莱德致力于参与公司治理,以实现可持续、长期增长的客户目标。

.....

公司要想长期蓬勃发展,除财务上的业绩体现外,如何为社会作出积极贡献也不可或缺。公司必须让包括股东、员工、客户及其他所有利益相关者受益。

如果没有使命感,无论是公众还是封闭公司都将无法充分发挥潜力。一家没有使命感的公司,将最终会失去关键利益相关者的支持;将屈服于收益分配的短期压力,并在此过程中牺牲为了员工发展、创新和长期利益增长进行必要的资本投入;

[107] Larry Fink, *Larry Fink's 2017 Letter to CEOs*, Blackrock (2017), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2017-larry-fink-ceo-letter> [<https://perma.cc/9AE8-3E63>].

将持续地参与到那些目标明确但短视而狭隘的激烈的竞争中；最后，这家公司将为依靠收益退休、购房或接受高等教育的投资者提供低于平均水平的回报。^[108]

这些信件的受众并不局限于贝莱德投资组合中公司的首席执行官。作为最大的机构投资者，贝莱德面临政治风险。鉴于历史上人们对美国经济权力集中的怀疑，^[109] 贝莱德的首席执行官肯定对监管的前景感到担忧。因此，避免监管的最佳方式是让相关受众将自己视作负责任的管理者。芬克 (Fink) 强调创造长远价值进一步推动了这一目标的实现。而他近期强调企业宗旨和企业对社会作出积极贡献从而使所有利益相关者受益也同样可以理解为是对大部分选民感到被忽视的担忧的回应。

此外，芬克的信件或许还具备市场营销功能。在基金参照同一指数而几乎无法辨别的世界中，贝莱德可能会因吸引有意对社会责任进行投资的投资者而获得额外的财富。例如，一个正受到学生激进分子要求进行更具环保意识和可持续发展投资的压力的大学投资委员会可能会被吸引。^[110] 将自身打造成具有环保意识的指数基金，或将有助于贝莱德吸引这些委员会进行投资。

从声誉角度来看，这些大型资产管理公司的规模还意味着大幅提高治理能力是合理的。2018年，芬克宣布在接下来的三年里，贝莱德将把原已是业内最大型的投资管理团队的规模扩大一倍。^[111] 规模的扩大巩固了贝莱德的管理团队作为行业领导者的地位，这种做法也很容易被证明是为控制政治风险作出努力或进行市场营销。

[108] Larry Fink, *Larry Fink's 2018 Letter to CEOs: A Sense of Purpose*, Blackrock (2018) (citation omitted), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-finkceo-letter> <https://perma.cc/5J3R-3GEA>].

[109] 关于这是如何影响公司治理的，See Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance* 26-49 (1994)。

[110] See, e.g., Kathryn Stamm, *Cornell to Effectively Divest from Fossil Fuels, Trustees Vote*, *Cornell Daily Sun* (May 22, 2020), <https://cornellsun.com/2020/05/22/cornell-todivest-from-fossil-fuels-trustees-vote/> [<https://perma.cc/P3KQ-JDFE>] (讨论康奈尔大学的受托人如何在学生抗议后投票脱离化石燃料投资)。

[111] Fink, *supra* note 108.

贝莱德是“真诚地”努力成为负责任的投资者还是仅仅希望被视为负责任的投资者是无关紧要的。无论是在政治还是市场压力之下,维持或构建起负责任管理的声誉的需求都为其获取信息提供巨大激励,尤其是在激烈的代理权竞争投票中。在贝莱德、先锋领航与道富的支持下,杜邦公司击退了特里安的代理权挑战并导致股价下跌6.8%的情况或许引起了部分质疑。^[112] 对于杜邦公司来说,特里安最终实现与陶氏化学公司合并且随后解体公司的目标,而杜邦公司也恢复了股价。^[113] 无论“三巨头”的诚意有多大,他们都具有避免因备受瞩目的投票而导致股价在短期和长期内大幅下跌的声誉激励。此外,避免监管审查、产生正面的媒体报道、迎合部分公众投资的意愿并不等同于提高收益。基于此,投资顾问的声誉激励在某种程度上与基金持有人的利益一致,并在某种程度上独立于这种利益。

二、范围经济、溢出知识和短期投资视野

在这一部分中,我们将激励因素置于投资顾问获取信息与参与公司治理的大背景下分析。我们提出三个论点:第一,投资顾问时常在与多个投资组合公司投票相关的信息中享受范围经济。第二,投资顾问或许可以受益于交易目的所获的信息产生的溢出知识,而这些知识对投票目的也有帮助。^[114] 第三,投资顾问的投票可能会因短期投资视野而扭曲。

[112] Tom Hals, *DuPont Wins Board Proxy Fight Against Activist Investor Peltz*, Reuters (Mar. 13, 2015, 8:57 AM), <https://www.reuters.com/article/us-dupont-trian/dupont-winsboard-proxy-fight-against-activist-investor-peltz-idUskbnony1J120150513> [<https://perma.cc/N9D3-QRHD>] (“DuPont 获得了先锋领航集团、道富全球和贝莱德机构信托三大股东的支持……Trián 赢得了大多数非指数机构的支持,如果这三只指数基金中有一只投了不同的票,她就会胜出……”).

[113] Michelle Celarier, *Dupont - Dow Merger Pays Off for Steady Hedgies*, N. Y. Post (Dec. 12, 2015, 1:58 AM), <https://nypost.com/2015/12/12/dupont-dow-merger-pays-off-forsteady-hedgies/> [<https://perma.cc/NB34-DXWN>].

[114] See Lund, *supra* note 9, at 501 (指出主动型基金会形成与公司业绩有关的信息,这是投资的衍生品).

(一) 范围经济

投资顾问进行知情投票所需的信息可分为两类：特定公司信息和特定问题信息。特定公司信息与特定公司的投票相关，但与另一家公司的投票无关。相比之下，特定问题信息与多家公司某一问题的投票有关，而与同一公司对另一问题的投票无关。例如，如果 X 被提名进入 A、B、C 三家公司的董事会，与 X 有关的信息是特定问题信息，而与 A 公司董事会有关的信息是特定公司信息。

对于股东投票的大多数事项，特定公司信息和特定问题信息至少有一定联系。然而，这些信息类型的重要程度因事项而异。在某些问题中，如公司合并，特定公司信息可能占主导地位；在其他如取消交错董事会等问题上，特定问题信息则可能更重要。^[115]

特定公司信息和特定问题信息的区别与确定投资顾问获取信息的激励程度相关。获取特定公司信息的激励主要源于股东在单个公司的持股，而获取特定问题信息的激励则源于股东在所有必须就该问题进行投票的公司中的持股。^[116]

AUM 包括多家公司股票的投资顾问将从与特定问题信息相关的范围经济中获益。这些经济效益或许可以解释为什么一些投资顾问对许多经常出现的问题制定了详细的投票准则。^[117] 由于投资顾问时常对这些问题进行投票，他们已经研究了与投票有关的特定问题信息。如果这些特定问题信息足够清晰，那么他们就不会考虑额外的特定公司信息。^[118]

投资顾问在多大程度上有获得特定问题信息的激励取决于顾问的投资规模以及主动型与指数型基金的组合。尽管所有的共同基金家族都能从特定问题信息所产生的范围经济中获益，投资组合分布较广的基

[115] 我们并非说交错董事会对所有公司一定是好的或坏的，只是说它对某些类型的公司可能是好的或坏的，因此，唯一与特定公司信息相关的是公司的类型。

[116] See Jie (Jack) He, Jiekun Huang & Shan Zhao, *Internalizing Governance Externalities: The Role Institutional Cross – Ownership*, 134 J. Fin. Econ. 400, 403 – 16 (2019) (经证据表明交叉持股激励机构投资者发挥更积极的监督作用)。

[117] 这些准则远比满足必要的法律义务更为具体。See, e. g., Rock, *supra* note 14, at 489 – 90.

[118] See, e. g., Vanguard, *Proxy Voting Guidelines*, *supra* note 104, at 4, 16 (例如，先锋领航将投票反对过分的董事，并支持取消交错式董事会)。

金家族也会获益更多。因为专注于指数基金的投资顾问倾向于持有最分散的投资组合,他们往往从范围经济中受益最多。

(二) 溢出知识

影响投资顾问获得特定信息的第二个重要因素,是顾问在投资决策过程中获得的信息是否与其投票决定相关并会被纳入决定考虑。当然,管理指数基金不会产生与投票决定相关的重要信息,因为投资是由基金试图匹配的指数机械地决定的。^[119] 相比之下,选股者会建议主动型基金对公司进行调查以做出投资决策。^[120] 主动型基金顾问的投票小组,或许能够以很少的额外费用获得作为投资活动附带产品的由选股者获悉的信息。^[121]

这种来自投资活动的溢出知识可以在投票时协助主动型基金顾问进行投票。^[122] 这种溢出知识的重要性取决于投票的特定问题。也许最明显的情况是对拟议的合并事务进行投票,此时选股者可能会对合并公司的基本价值、监管风险或竞争者提供更好的条件的可能性进行评估。相比之下,在其他问题上,选股者获得的特定公司信息可能不那么重要。如对薪酬事务进行投票,可能主要取决于特定问题信息(如提供激励的最佳结构)或未被选股者重点关注的特定公司信息(如薪酬方案的细节)。

来自选股者的溢出信息对许多投票并不重要,这一点也反映在许多主动型基金的顾问遵循 ISS 和 Glass Lewis 等代理顾问的建议的事实上。代理顾问会向其客户提供投票信息和建议。^[123] 重要的是,代理顾问不

[119] Index Funds, Investor. Gov, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/mutual-funds-and-exchange-traded-4> [<https://perma.cc/S49V-BTDL>] (2020年9月23日访问)。

[120] Id.

[121] 即使选股者掌握了相关信息,只有将这些信息告知投票决定的负责人,才会影响基金投票。在有单独投票小组的顾问中,这种沟通不会发生在投票对价格没有实质性影响的情况下。

[122] Lund, *supra* note 9, at 510-20 (讨论管理主动型基金与被动型基金的知识要求差异)。

[123] Christie Hayne & Marshall Vance, *Proxy Advisers: What Is the Proper Role?*, Fin. Mgmt. (Nov. 19, 2019), <https://www.fin-magazine.com/news/2019/nov/role-of-proxy-advisers-201922438.html> [<https://perma.cc/ARS7-EKBS>].

雇用选股者，所以他们的建议不包含溢出知识。但是，许多主动型基金的投资顾问很少偏离代理顾问提供的投票建议，^[124] 这表明溢出知识可能与许多投票无关。^[125]

即使在溢出知识很重要的问题上，有几个因素也可以减轻指数基金顾问的运营障碍。首先，指数基金顾问的顾问（advisers to index fund advisers）可以获得一些溢出知识。贝莱德公司作为领先的指数基金顾问，也积极管理着大量的资产。因此，贝莱德能取得其选股者产生的溢出知识。^[126] 先锋领航也同样销售大量的主动型基金，然而，先锋领航的基金要么由外部顾问（如 Primecap）专门管理，要么由先锋领航的量化股票小组管理或共同管理。^[127] 因此，尽管先锋领航的规模小于贝莱德，但它可以利用其内部量化股票小组或与先锋领航有关联的外部顾问所产生的溢出知识。^[128] 另外，即使是没有大量主动型股票基金的顾问也可

[124] See Choi, Fisch & Kahan, *supra* note 30, at 50 – 68.

[125] 值得注意的是，尽管“三巨头”也可能使用代理顾问提供的信息，但它们都没有严格遵循顾问的建议。Id. At 55 – 63. 相反，他们的投票是基于自己的内部分析。See Bubb & Catan, *supra* note 34, at 3 – 4 (讨论“三巨头”偏离代理顾问的建议的倾向)。代理顾问对主动型基金顾问的影响比对“三巨头”的影响更大，这与我们的判断是一致的，即顾问的规模会激励其对如何投票进行独立的评估。See *supra* Section I. B. 1; see also Choi, Fisch & Kahan, *supra* note 30, at 61 – 63 (“将大型基金与代理顾问的投票决定进行比较”)。

[126] 可以肯定的是，贝莱德可能会在其指数化投资组合中持有一些公司的股票，而在其主动管理的投资组合中并没有这些公司的股票。然而，贝莱德主动管理业务的范围非常广泛。此外，作为其投资活动的一部分，选股者不仅获得其持有股票的公司的特定信息，还获得其决定不持有股票的公司的信息。

[127] 总体而言，由该小组管理和联合管理的所有基金的国内股票约占先锋领航国内股票资产的 7%。Charles Boccadoro, *Vanguard's Quantitative Equity Group, Seeking Alpha* (Nov. 2, 2016, 12:37 PM), <https://seekingalpha.com/article/4018236-vanguards-quantitative-equity-group> [<https://perma.cc/9DL6-7YZN>] [与负责人约翰·阿美利克斯(John Ameriks)讨论量化股票小组的问题]。

[128] 为富达的指数基金提供咨询的 Geode 公司，与一个主动型基金有类似的关系，也有主动管理业务。See *Geode Capital Management*, <https://www.geodecapital.com> [<https://perma.cc/73R9-YUCS>] (2020 年 6 月 30 日访问)。

以从报纸文章或行业接触中获得溢出知识。^[129]

其次,在有争议的公司合并投票、董事选举等备受瞩目的事务中,大量特定公司信息和分析将在委托书和其他竞选材料中公开披露,这减少了选股者的信息优势。

最后,指数基金顾问或许能够通过不同类型的溢出知识来弥补他们从选股者那里获得的有限的溢出信息。由于指数基金倾向于持有高度多样化的投资组合,指数基金顾问可能在以往投票中获得对当前投票有重要意义的信息。^[130] 例如,先锋领航如果已经在此前的选举事务中遇到了积极的挑战者,就可能在当前的事务投票中部分考虑之前的评估,而投资组合比较集中的顾问就不太可能获得这种信息。

(三) 短期投资视野带来的投票扭曲

股价是否反映基本价值、是什么原因导致偏差以及发现偏差的难易程度都是重要争议点。^[131] 一个著名的评论家赞同有效市场假说,认为股价准确地反映了关于公司基本价值的所有公开信息,并且在没有非公

[129] 事实上,当特定公司信息特别有价值时,主动型基金的顾问有动力通过正式和非正式渠道与指数基金顾问分享他们认为与投票相关的信息。See, e. g., Barry B. Burr, *Pension Funds Divided on Dell Deal*, *Pensions & Inv.* (July 22, 2013, 1:00 AM), <http://www.pionline.com/article/20130722/PRINT/307229983/pension-funds-divided-on-dell-deal> (“一些机构投资者反对戴尔公司的 LBO 项目”); Alex Sherman, *Dell's VMware Deal May Hinge on How the Companies Split Up Value from Dell's Tracking Stock*, *Cnbc* (Mar. 23, 2018, 3:47 PM), <https://www.cnbc.com/2018/03/23/dell-vmware-deal-may-hinge-on-how-they-split-dells-tracking-stock.html> [<https://perma.cc/8S2A-5A6S>] (“T. Rowe Price 公开宣布反对戴尔与 VMware 的合并”).

[130] 这种溢出知识在概念上与上一节中讨论的范围经济不同。范围经济出现在投资顾问因为知道某些信息与多个投票相关而在获取这些信息方面投入更多的情况下。溢出知识的产生是因为投资顾问(或选股者)碰巧为不同的投票或目的获得了信息,而这些信息现在与当前的投票有关。

[131] See, e. g., Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 851-53 (1992); Burton G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, 17 J. Econ. Persp. 59, 59-61 (2003) (“讨论股票价格变动的可预测性”).

开信息的情况下,公司不可能获得更高估值。^[132] 对于这个观点,有人并不同意,甚至还有些人强烈地反对。^[133]

可以肯定的是,即使市场不是完全有效的,公司长期价值的变化最终依然会反映在股价或股利上。然而,在低效的市场中,从这种变化中受益可能不是变化发生或宣布时的股东,而是在变化对价值产生明显影响后成为股东的人。因此,股东的交易期限,即股东在出售股票之前预期持有的时间长短很重要。

共同基金在出售公司股票之前持有的时间由 3 个因素决定:非自愿投资组合变化(公司合并和类似事件)、自愿投资组合变化和共同基金股东的净赎回。这些因素对主动型基金和指数基金的影响不同,虽然这两种基金都受到非自愿投资组合变化和净赎回的影响,但在自愿投资组合变化方面有所区别。指数基金仅在基础指数的构成发生变化时(例如,当公司进入或退出标准普尔 500 指数时)才会做出准自愿投资组合变化。^[134] 相比之下,主动型基金会根据选股者的评估变化自愿改变投资组合。因此,从历史和本质上看,指数基金的投资组合周转率远低于主动型基金。^[135] 国内股票型基金的平均周转率(股票买卖中数量的较小者除以股票投资组合平均价值)^[136] 为 63%。^[137] 相比之下,先锋 500

[132] See, e. g., Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383, 416 (1970) (“检验有效市场模型的理论 and 实证文献,并得出该模型有效的结论”).

[133] See, e. g., Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 Nw. U. L. Rev. 135, 140 – 43 (2002) (讨论反对市场效率的证据). See generally JU Stin Fox, *The Myth of the Rational Market* (2009).

[134] See Index Funds, *supra* note 119.

[135] See Inv. Co. Inst., *supra* note 2, at 124.

[136] James Chen, *Portfolio Turnover*, Investopedia (Aug. 7, 2019), <http://www.investopedia.com/terms/p/porfolioturnover.asp> [<http://perma.cc/NS35-HXN5>].

[137] Stephan A. Abraham, *Turnover Ratios and Fund Quality*, Investopedia (July 11, 2020), <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/09/mutual-fund-turnover-rate.asp> [<https://perma.cc/9Y4M-C4XL>].

指数基金的平均周转率为 3.9%。^[138] 对于没有净流量的基金而言,这些周转率意味着指数基金的平均持有期为 28.5 年,主动型基金的平均持有期为 2.9 年。^[139]

因此,从理论上说,指数基金应该期望长期持有投资组合公司的股票。只要指数基金长期持有股票,那么股票市场是否有效对其投票来说就无关紧要。无论市场变化是否立即反映在股价上,指数基金都应该根据对公司基本价值的影响来投票。

主动型基金则不同。主动型基金存在的理由,在于公司基本价值和股价之间的可察觉的偏差。这种偏差常见,且足以保证运作一个需要利用这些偏差的基金。^[140] 原则上,偏差可以由股价未能反映基本价值的某些因素,或者是股价纳入某些与基本价值无关的因素造成的。最好的投资基础是在涉及股票基本价值的一些正向因素没有被纳入或者一些无关因素压低了股价时购买股票,因为错误的定价将很快被纠正,现在购买股票是值得的。^[141]

选股者认为一只股票的价值被低估了,而且这种低估将在一定时间范围内得到纠正,这种评估可能正确,也可能不正确。但是,对于实现我们的目的来说,他们是否正确并不重要,重要的是选股者相信什么。因此,选股者在给出他们对投票的看法时,如果他们认为投票对基本价值的影响不会在他们卖出股票时反映在股价中,那么他们就会倾向于不重视投票对不相关因素的影响,反之则相悖。就选股者对投票的影响而

[138] Vanguard 500 Index Fund Admiral Shares <https://investor.vanguard.com/mutual-funds/profile/portfolio/vfiax> [<https://perma.cc/6Y22-UT6Z?type=image>] (最后更新日期为 2020 年 8 月 31 日)。

[139] 持有期限的计算方法是将 1 除以周转率。

[140] Pam Krueger, *Active vs. Passive Investing: What's the Difference?*, Investopedia (Sept. 5, 2020), <https://www.investopedia.com/news/active-vs-passive-investing/> [<https://perma.cc/9BQE-M3U8>].

[141] 我们认为短期投资视野会导致投票扭曲的观点适用于大多数主动管理型共同基金。相比之下,激进型对冲基金与大多数主动管理型共同基金不同,它们不会试图利用市场的低效率,而是试图通过主动干预来创造价值。换句话说,拒绝有效市场假说并不是激进型对冲基金基因的一部分。虽然激进型对冲基金经理的交易视野有限,而且他们可能不认同有效市场假说,但我们并没有理由假设他们相信基本价值与股价之间的偏离是普遍而显著的,或者他们的投资倾向于利用这些低效率。

言,主动型基金的短期投资期限以及他们利用市场低效率的倾向可能因此导致投票扭曲。特别是旨在利用市场价格短暂低效的主动型基金,因为这些基金可能在作出投票决定和投票结果公开的时间段内就卖出股票,他们只有非常短的交易期限,他们对投票进行投入的激励也就很小。

选股者产生的投票扭曲是其溢出知识的反面。正如选股者从他们的投资活动中获得溢出知识从而在投票提高股价中获益,选股者也可以因他们相信股价不总是完全反映基本价值而进行引起偏离价值最大化的投票。

(四) 激励因素和溢出知识如何叠加

对于“三巨头”来说,我们现在考虑的是激励因素、范围经济、溢出知识和投票扭曲是如何叠加在他们参与公司治理的三个类别中的。第一类是投票可能会对特定公司的价值产生重大影响,第二类涉及全市场的治理标准,第三类则涉及特定公司的业绩和治理。

1. 市场投票

在少数备受瞩目的选任或合并事务中,管理层和积极分子会制作详细的报告并亲自与每个大股东会面。由于“三巨头”往往在事务有争议的公司持有大量股份,他们对投票结果拥有实质性利益,并且他们的投票很有可能成为关键,^[142]因此,“三巨头”有获取和分析与特定投票问题相关信息的实质性激励。事实上,如果“三巨头”在所涉投资组合公司中持有的股份比主动型基金的顾问更多,那么他们获取此类信息的激励也更大。^[143]

可以肯定的是,主动型基金的顾问往往会从分析师那里获得的溢出知识中受益。^[144]这种溢出知识降低了他们仅为投票目的获取信息的需求。与主动型基金的一些顾问相比,“三巨头”的集中投票小组从分析师那里获得的溢出知识可能更少。^[145]此外,“三巨头”的投票小组可能会从以往涉及相同内容的有争议的投票中获得更多的溢出知识,相比于主动型基金的顾问,他们受到短期投资视野导致的投票扭曲的影响也

[142] See *supra* Section I . B . 1 .

[143] See *supra* Section I . B . 1 .

[144] See *supra* Section II . B .

[145] See *supra* note 46 and accompanying text.

更小。

从某种程度上说,指数型基金的顾问和主动型基金的顾问会参考不同的信息,因此他们可能会从不同的角度处理具有市场影响力的投票。如普信集团公司顾问等主动型基金顾问可能更多地依赖于对投资组合公司有深入了解的投资组合经理,因此更关注积极分子介入前的管理层缺点。“三巨头”可能更多地依赖于特定积极分子的先前记录进行投票,并且可能有更长远的视野。

虽然他们最初的看法可能不同,但顾问也可以从某些途径了解另一类顾问的观点。“三巨头”经营自己的业务的同时也与其他主动型基金顾问有联系;财经媒体、代理顾问公司以及投资者本身也对积极分子以往的记录等提供信息和分析;此外,通过个人或机构的连结,一个顾问的投票组至少会在一定程度上了解其他顾问投票小组的看法。

总而言之,没有证据表明仅一类顾问会更系统地做出更好的投票决定。相反,不同顾问最初的不同观点会相互补充,在共同合作之下可能产生更好的投票结果。

2. 全市场治理标准

在制定全市场治理标准方面,^[146]“三巨头”可能拥有优于主动型基金顾问的激励因素和信息。他们在特定公司中持有更多的股份和他们更广泛的范围经济使他们具有先天优势。

相比之下,从选股者那里获得的特定公司的溢出知识对于这些类型的投票来说无关紧要。这并不是因为他们在这些治理问题上的“一刀切”,相反,由于主动型基金顾问在需要投票的公司中持股很少,而且特定问题信息往往会主导特定公司信息,因此主动型基金顾问通常也不会

[146] 一些人将这些问题称为“公司卫生”。See, e. g., Joseph A. Grundfest & Michael Callahan, *Stanford Law's Joe Grundfest and Mike Callahan Correct Common Misconceptions About Corporate Governance in the Venture Capital Arena*, Stan. L. Sch. : Legal Aggregate Bloc (Feb. 13, 2019), <https://law.stanford.edu/2019/02/13/stanford-laws-joe-grundfest-and-mike-callahan-correct-common-misconceptions-about-corporate-governance-in-the-venture-capital-arena/> [https://perma.cc/3666-UVCZ].

在决定如何投票时费心整合特定公司信息。^[147]

3. 特定公司业绩和治理问题

无论是通过公司参与还是通过投票，主动管理型基金以及激进的对冲基金的顾问在识别和解决特定公司业绩问题方面都可能优于指数基金的顾问。^[148] 主动型基金和激进的对冲基金的顾问可以获得选股者出于投资目的进行的业绩不佳原因的评估，尤其是对于顾问增持的业绩不佳的公司，这些顾问和基金可能有足够的激励与公司管理层或外部董事接触以解决业绩问题或通过投票反映对业绩的担忧。

相比之下，虽然指数基金的顾问可以很容易地识别业绩不佳的公司，但由于内部分析师的稀缺，他们很难准确地指出业绩不佳的原因并提出具体的改善建议。因此，在通常情况下，他们不太可能通过公司参与或投票来解决业绩问题。^[149]

此处似乎出现了反映不同参与者存在不同激励的分工。特定公司业绩问题首先由具有最佳激励和能力的投资者——主动管理型共同基金和激进的对冲基金提出。如果公司拒绝他们提出的改进建议，在有足够威慑力的情况下，积极分子就可以通过代理权争夺的方式迫使公司解决问题。这样一来，第三类问题就变成了第一类问题，“三巨头”也因此参与进来。

相比之下，特定公司治理问题通常由“三巨头”管理小组在其定期参与的会议上处理。如上所述，“三巨头”可能拥有良好的信息结构和激励，除非治理问题已经开始影响业绩，否则主动管理型共同基金和对冲基金往往不感兴趣。

[147] 例如，T. Rowe Price 已经制定了以放之四海而皆准的方式解决许多常见治理问题的代理投票准则。T. Rowe PRICE, *Proxy Voting Guidelines* 4 – 5 (2020), https://www.troweprice.com/content/dam/trowecorp/Pdfs/51326 TRP_ProxyVoting GuideEN PE_0220_HINC.pdf [<https://perma.cc/482U-5DCC>].

[148] 卖方证券分析师的建议影响二级市场股票定价的同时也提供信息帮助鉴别业绩问题。See Anne Heinrichs, Jihwon Park & Eugene F. Soltes, *Who Consumes Firm Disclosures? Evidence from Earnings Conference Calls*, 94 *Acct. Rev.* 205, 207 – 17 (2019).

[149] See Bebchuk & Hirst, *The Specter of the Giant Three*, *supra* note 11, at 731 – 37.

三、冲突

共同基金的投资顾问面临无数的潜在利益冲突。投资顾问和共同基金股东之间、作为公司股东和同一公司的其他股东之间以及由同一顾问管理的基金之间都可能出现冲突。这些冲突大多不是专门针对指数基金顾问的;事实上,有些冲突主要影响主动型基金的顾问。然而,一些冲突可能在“三巨头”中比在小顾问中更普遍。

由于之前的文献已经详细讨论了前两组冲突,我们对这两组冲突仅作简单讨论,^[150]论述的重点将放在第三组冲突上。

(一) 顾问与投资者之间的冲突

顾问与投资者冲突主要是由投资顾问的其他业务运营产生的。许多共同基金的投资顾问都与投资银行或保险公司等金融机构相关联,^[151]其他顾问则管理企业固定收益和固定供款养老金计划。这些顾问或许不愿与潜在的银行客户、保险客户或可能聘请他们管理养老基金的公司对抗。^[152]

我们之前讨论的投资顾问的声誉和市场营销利益^[153]也可能引起冲突。例如,考虑到如气候变化或可持续发展等 ESG 问题,拉里·芬克强调贝莱德对 ESG 问题承诺的著名信函^[154]可能反映了他更加关注 ESG 将提升投资组合公司长期价值的真诚信念,但这也可能是贝莱德试图提升公众形象、营销基金或规避监管的反映。如果顾问出于声誉或市场营销原因选择的立场或进行的投票会降低公司价值,他们的利益将与一些基金投资者相冲突。

在这种冲突的情况下,竞争压力和政治因素都限制了顾问追求与投

[150] See, e. g., Rock, *supra* note 14, at 468 - 76(讨论基金管理中可能出现的冲突)。

[151] Kahan & Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance*, *supra* note 14, at 1054(“20 个最大的共同基金家族中有 9 个与金融机构相关联”)。

[152] *Id.* at 1055.

[153] See *supra* Section I. B. 3.

[154] See *supra* text accompanying note 107.

投资者利益相冲突的目标。在竞争前列的道富对拉里·芬克的信做出了回应,强调后者追求的是“价值而不是价值观”(value not values)。^[155]换句话说,道富试图吸引那些不认同芬克的“价值观”或者不愿意牺牲“价值”的投资者。在政治方面,前参议员菲尔·格兰姆指责大型机构投资者利用投资者的钱来追求他们在立法上未能实现的自由主义目标。^[156]

(二) 股东内部冲突

另一长期公认的冲突来源于选股者希望与其投资组合公司的经理保持友好关系这一事实。^[157] 选股者能从这种关系中受益,因为他们的问题能在公共场合得到解答,且他们可以私下获取可能本身没有法律意义但有助于填补他们未知的公司运营的信息。^[158] 他们利用这种途径来更好地预测股价走势,从而为基金购买者谋取利益。但是,如果他们通过不对管理层投出能提高公司价值的反对票来维持这种关系,就会牺牲广大股东的利益。与主动型基金的顾问相比,较少依赖选股者的指数基金顾问受此类冲突影响较小。

[155] Cyrus Taraporevala, *Index Funds Must Be Activists to Serve Investors*, Fin. Times, July 25, 2018, at 9 (“我们创造的是长期价值,而不是强加价值观”)。But see Douglas Beal Et Al., Bos. *Consulting Grp.*, *Total Societal Impact: a New Lens for Strategy* 3 – 9, 38 (2017) (“主张将 ESG 问题纳入公司战略”)。

[156] Phil Gramm & Mike Solon, *Opinion, Keep Politics Out of the Boardroom*, Wall Street J., July 19, 2018, at A17 (“将政治和社会目标强加于公司的论点往往不过是将强迫公司遵守被国会否决的价值观合理化……”)。

[157] See Jill E. Fisch & Hillary A. Sale, *The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts*, 88 Iowa. Rev. 1035, 1054 – 56 (2003) (“表明证券分析师试图维持其地位或巴结信息来源的冲突”)。

[158] 有证据表明,公司有时会通过在电话会议上回避分析师的问题来报复分析师。Susan Pulliam, *Analysts to Tell Congress That Skepticism Gets Them Abuse*, Wall Street J., Mar. 19, 2002, at C1.

(三) 基金家族的冲突

同一顾问管理的基金之间的冲突构成了第三组冲突。^[159] 例如, A 公司和 B 公司之间拟议合并, 假设投资顾问认为 A 对 B 的报价太低,^[160] 这就产生了潜在的利益冲突。如果这些基金在 A 和 B 中的持有权重相同, 那么价格对他们来说无关紧要; 如果基金在 B 中持股权重较高, 价格对他们来说是反对合并的理由; 如果基金在 A 中的持股权重较高, 价格对他们来说则是支持合并的理由。

第三组冲突产生的更根本的原因在于顾问对主动型基金收取的费用高于指数基金, 管理这两种基金的顾问有牺牲指数基金使主动型基金受益的激励。例如, 亚马逊最近收购了在线药店丸药包装 (PillPack)。^[161] 此次收购导致 CVS、Walgreens 和 Rite Aid 等制药股的股价暴跌。^[162] 假设一个拥有大型指数基金的家族中的一只主动型基金在亚马逊上增持, 而在制药股上减持, 其投资组合经理会希望顾问以指数基金持有的股份对支持收购 PillPack 进行投票。对投资组合的经理来

[159] See Fisch, Hamdani & Davidoff Solomon, *supra* note 98, at 33 – 36; Aneel Keswani, Anh Tran & Paolo Volpin, *Institutional Debt Holder Governance* 28 – 29 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 613/2019, 2020), https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282394 [<https://perma.cc/D3XD-RSCQ>]. 经验表明, 基金家族持有一家公司的债券与该公司的投票表决权更符合债权人利益有关; Ann M. Lipton, *Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, 19 *Transactions* 175, 178 – 83 (2017); Morley, *supra* note 15, at 1261 – 63 (讨论由同一顾问管理的基金之间的冲突)。

[160] 2002 年惠普与康柏的合并便是一例, see Robert F. Bruner & Anna D. Buchanan, *The Merger of Hewlett – Packard and Compaq (A): Strategy and Valuation* 9 – 10 (2004) (“批评人士认为惠普为康柏支付的价格太高, 合并将损害股东价值”), 以及 2007 年 CVS 与 Caremark 的合并, see Caremark Says Shareholders Approve CVS Merger, *N. Y. Times*; Dealbook <https://dealbook.nytimes.com/2007/03/16/caremark-says-shareholders-approved-cvs-deal/> [<https://perma.cc/US3Y-H2KY>] (“CVS 因提供分析师认为过低的报价而受到抨击”)。

[161] See Matt Levine, *Profiting from Disruption Trades*, *Bloomberg* (June 29, 2018, 11:02 AM), <https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-06-29/profitting-from-disruption-trades>.

[162] *Id.*; see also Sharon Terlep & Laura Stevens, *Amazon Shakes Up Pharmacy Business—A \$1 Billion Deal for Website Pill Pack Poses Direct Threat to the Industry*, *Wall Street J.*, June 29, 2018, at B1 (“讨论交易的潜在负面影响”)。

说,收购导致其他股票价格下跌是一个无所谓甚至是使人高兴的问题。当然,指数基金也持有这些公司的股份,而基金的投资者将受到股价下跌的影响。

问题的微妙之处在于:虽然亚马逊收购 PillPack 可能会损害指数基金投资者的利益,但不会影响指数基金相对于其竞争对手的相对业绩,因此不会在指数基金竞争中对资产管理公司造成损害,但这却会提高主动型基金相对于其他主动型基金的相对业绩。从这个角度来看,经营指数基金可以为主动型基金顾问带来“双赢”。这不仅提升了顾问用以增加主动型基金收益和整体费用收入的影响力,而且,即使指数基金的收益减少,指数基金也不会在与其它指数基金的竞争中处于不利地位。^[163]

处理这些冲突有两种基本方法:个案处理或整体处理。例如,当发生此类冲突时,将投票决定权委托给个别基金的经理,这就是先锋领航处理其基金之间潜在利益冲突的方式。例如,在 CVS 与 Caremark 的合

[163] 那么,为什么一个如富达一般的由积极策略主导的基金家族会将指数基金股票的投票权委托给 Geode 这样的独立公司呢?当投资组合公司董事会考虑富达反向投资组合经理的意见时,富达 500 指数基金这只 1500 亿美元指数基金难道不是有力的支持吗?这段历史很有趣。Geode 最初是富达的一部分,用于试验高风险的计算机交易策略。See John Hechinger, *Fidelity Spins Off Geode Investors – Move Could Allay Concerns About Conflicts of Interest*, Wall Street J., Aug. 5, 2003, at D7 (详细介绍了富达对内部投资公司 Geode 的分拆)。这些“试验”引发了人们对富达可能在其基金中做空自己投资者的担忧。Id. 为了缓解这些担忧,Geode 于 2003 年分拆出来。Id. 分拆后,Geode 的首席执行官是富达的资深人士 Jacques Perold,他曾在富达经营 Geode 并负责监督富达 280 亿美元的指数基金。Id. 在被华尔街日报描述为 Geode 首席执行官“政变”的事件中,Geode 带走了指数基金。Id. (“倾向于强调选股的富达表示,它不考虑将‘核心业务’指数化”)。有趣的是,Perold 于 2009 年离开 Geode,重返富达资产管理公司担任总裁。See Erin Kello, *Fido Finally Finds Its Top Asset Management Exec*, The Motu Fundwire.com (May 21, 2009), <http://www.mfwire.com/article.asp?storyID=21616&template=article&bhcep=1> [<https://perma.cc/6DKW-MGNJ>].

并中,先锋领航部分投了赞成票,部分则投了反对票。^[164]此外,也可以将指数基金份额的投票权委托给一家独立公司,如富达和晶洞公司。^[165]对于拥有大型指数基金的顾问来说,先锋领航的方法似乎比富达更好。如前文所述,如果顾问进行明智的投票时会获得很大的直接激励,作为一体的股东就会受益。但是,将投票权委托给另一个实体会降低直接激励。相比之下,实质性冲突虽然真实存在但并不经常出现,因此可以进行个案处理。

(四) 冲突和投票权

当然,共同基金投资顾问并不是唯一面临潜在冲突的股东。公共养老基金面临的政治限制和利益冲突,包括追求目标而非公司价值增长的团体的压力,也可能会使他们的投票产生偏差。^[166]工会附属养老基金可能会推行劳工议程。^[167]作为股东的公司管理者和其他员工或许会通过投票来维持他们的工作保障和改善他们的雇佣条件。控股股东可以通过投票反对稀释控制权(如增发有表决权的股票)或阻碍其有效行使控制权的措施(如选举独立董事),以维持他们因控制权享有的私利。尽管对冲基金经理有实现基金价值最大化的激励,^[168]但他们或许会采用复杂的投资策略,这可能使得对冲基金与公司其他股东对最佳选择产生分歧。^[169]

[164] 在 CVS - Caremark 一事中,500 指数基金在两家公司中都用了全部表决权投票反对 CVS 与 Caremark 的合并,而先锋领航的医疗保健专门基金投了赞成票。Vanguard Index Funds, *Annual Report of Proxy Voting Record (Form N - PX)* (Aug. 22, 2007); Vanguard Specialized Funds, *Annual Report of Proxy Voting Record (Form NPX)* (Aug. 22, 2007); see also Patrick Dennis, Kristopher Gerardi & Carola Schenone, *Common Ownership Does Not Have Anti - Competitive Effects in the Airline Industry* 21 n. 35, (Fed. Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series, Working Paper No. 2019 - 15, 2019), https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfin?abstract_id=3423505 [<https://perma.cc/TJ8A-32MN>] (描述基金家族内部基金投反对票的实例)。

[165] See Hechinger, *supra* note 163.

[166] See Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 Va. L. Rev. 1347, 1416 - 18 (2011).

[167] See Kahan & Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance*, *supra* note 14, at 1060 - 62 (讨论通过基金与工会相联系)。

[168] *Id.* at 1066 - 68 (分析共同基金和对冲基金之间的冲突差异)。

[169] *Id.* at 1072 - 77 (详细说明对冲基金买入与卖出的不同意见)。

潜在利益冲突的普遍存在是又一个某些股东不应当因知情投票激励低于其他股东而被剥夺投票权的原因。具有较大激励进行知情投票的股东之间可能存在利益冲突,从而扭曲了他们投票支持使公司价值最大化的结果的激励。例如,指数基金顾问可能无法获得来自选股者的溢出知识,而能够获得此类溢出知识的主动型基金顾问可能会因为希望保持分析师和管理者之间的良好关系而作出不利于公司利益最大化的决策。

总之,获取信息的激励和利益冲突之间的矛盾是程度问题,而且实际上散户投资者作为唯一没有冲突的股东群体也是获取信息总体激励最低的,因此很难通过调整投票制度来达到更好的结果。虽然我们看到了一些如加强对顾问和投资组合公司之间业务关系披露要求等减少利益冲突的适度措施的存在空间,^[170]但我们怀疑,这类内容更宽泛的方案是否有效。^[171]

四、结论

随着机构投资者的增长,美国公司的治理权力已经从管理者大幅转移到股东。在对冲基金和管理者之间最瞩目的对抗中,最大的机构投资者往往被视作决定者。在确定治理的最佳做法方面,最大的机构投资者与代理顾问公司一并充当标准制定者的角色。

这种新权力的出现吸引了大量的审查者与“偏执狂”。作为“三巨头”的贝莱德、先锋领航和道富都收到了关于他们应该做什么、不应该做什么、应该如何做以及应该聘用多少人的建议。有些人甚至建议将他们

[170] See Bebchuk & Hirst, *The Specter of the Giant Three*, supra note 11, at 737–41 (提出这样的要求)。

[171] 例如,贝布楚克(Bebchuk)和赫斯特(Hirst)还提议禁止投资经理为雇主管理401(k)计划。Id. at 726。但是,401(k)计划的资产本质上是投资于共同基金,而投资顾问将因此有兴趣继续吸引401(k)计划参与者投资。

拆分或迫使他们在放弃商业模式和承诺完全被动治理之间做出选择。^[172]

但必须有人来决定关键的公司治理问题。公司投票是非常不完美的;这涉及严重的集体行动问题,低等到中等程度的利益冲突是普遍存在的。大多数上市公司很少存在其股份足以获取信息,但又不会有严重利益冲突的个人股东。

一般来说,投资顾问,尤其是主要管理指数基金的投资顾问,都并非完美的投票者。但在公司投票的语境中,完美并不是现实的目标。相反,问题在于,一些股东是优于还是劣于另一些股东,以及他们的决定能否在一定程度上且完全可靠地根据监管或私人秩序保证有所变化。

我们认为这样的情况并不存在。指数基金顾问,特别是管理大部分指数基金资产的“三巨头”,与主动型基金顾问相比有优有劣。最可能发生利益冲突的小股东是最不愿意获取信息的股东之一。与大型共同基金相比,公共养老基金顾问的激励通常较小,并且有着不同类型的利益冲突。

没有哪一类公司的投票者可以完全依靠知情投票来实现公司价值的最大化,不同的机构有不同的优势,他们之间是互补的;尤其是指数基金的顾问,他们往往持有公司的大量股份,也因此具有相应的直接激励来获取信息,他们从范围经济中受益并有长期交易视野。此外,主动型基金的大型顾问更容易获得溢出知识,而规模较小的投资顾问以及对冲基金也可能具有显著的基于资金流的激励因素。他们都可以在公司治理中发挥宝贵的作用。基于此,我们不是试图通过剥夺一些股东的投票权或对指数基金实施特殊的规则来调整这个复杂的体系,而是倾向于让股东回归股东的角色。

(编辑:宋 澜)

[172] 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, 708 (2017) (建议将指数基金在寡头垄断行业的持股比例限制在1%以内,或者选择完全被动——不进行任何投票和不参加任何高管会议)。