

[文章编号]1009-3729(2015)06-0085-04

公司治理中机构投资者作用的法律思考

纪号之

(武汉大学法学院,湖北武汉430072)

[摘要] 机构投资者的兴起深刻改变了公司治理的规则和证券市场的制度环境。传统的公司治理难题是如何降低代理成本,以往的解决方式强调内部监督与外部监督的并行,而机构投资者的出现成为降低代理成本、监督管理层的新希望。机构投资者的行为特征使其拥有得天独厚的监督优势。相应的制度设计应该发挥机构投资者的监督作用,破除限制其行动的法律障碍,促使其积极行使股东权利:在机构投资者的治理结构中,应赋予受托人以行使股东权利为内容的忠实和勤勉义务,同时,建立一套合理的成本分担机制,建立完善的委托书征集与股东提案制度,以拓宽机构投资者行使股东权利的途径。

[关键词] 机构投资者;股东积极主义;代理成本

[中图分类号] D922.281.91 **[文献标识码]** A **[DOI]** 10.3969/j.issn.1009-3729.2015.06.016

近年来,资本市场的一个巨大变化是机构投资者的地位得到显著提升。与此相伴随,机构投资者积极主义或者股东积极主义正在深刻改变着公司法的基本规则。我国有学者认为,投资者革命至少在公司治理、公司融资、公司并购方面深刻改变了公司法的制度环境^[1]。美国有学者认为,机构投资者的出现是资本主义发展的第三个阶段^[2]。目前,机构投资者的规模越来越大,以资本市场建立较晚的中国来论,从1998年40亿元到今日2.25万亿美元的规模,从1998年占市场市值的1%到今日占10%的比重变化^[3],无一不体现了这种趋势。2015年8月23日,国务院发布的《基本养老保险基金投资管理办法》第4条明确规定:养老基金投资应当坚持市场化、多元化、专业化的原则,确保资产安全,实现保值增值。^[4]而能否合理规避风险、实现保值增值之目标,取决于投资管理机构的专业运作。机构投资者的兴起深刻改变了公司治理的规则和证券市场的制度环境。以往股东用脚投票的状况越来越被机构投资者的积极行动所改变。因此,本文拟根据代理理论的分析思路,对机构投资者在公司治理中的作用进行探讨,以得出一个可供参考的结论。

一、机构投资者的特征

要想明晰机构投资者对法律制度带来的冲击,首先必须明确机构投资者的独特性。作为近30年崛起的新生事物,相比于个人投资者,机构投资者具有以下四个方面的特征。

一是规模较大。机构投资形成了规模经济,规模经济不但能降低投资者的投资成本,而且还能形成抗衡力量。规模的扩大使得机构投资者相较于个人投资者,其话语分量更大,其对公司的决策影响力也较强。^[5]

二是负有信义义务。机构投资者作为股东时,其处于委托人地位;机构投资者募集资金时,其又处于受托人地位。这种特殊的治理结构导致机构投资者不但要求所投资公司的董事、高管向其承担信义义务,同时也要求其反过来向资金最终所有者——家庭等承担信义义务。

三是长期持股。随着机构投资者的融资能力越来越强、其掌控的资金规模越来越大,其掌控的股份无论是在绝对量上还是在相对量上都非常大。此时,机构投资者想要抛售一部分股票套利,短期之内

[收稿日期]2015-10-20

[作者简介]纪号之(1991—),男,山东省鱼台县人,武汉大学硕士研究生,主要研究方向:民商法学。

绝无实现的可能,如果抛售的股票份额比较大,必然造成股票价格下降,使其自身利益受损。因此,机构投资者倾向于长期持有股票。^[6]

四是专业化运作。机构投资者的决策一般依赖于专业的管理团队。专业的管理团队一方面能有效分析市场信息,解决市场上行为不对称的问题;另一方面能够合理设计投资组合项目,在最大程度上规避风险。

综上,机构投资者存在规模比较大、负有信义义务、长期持股和专业化运作四个特征。正是这些特征促成了其在近年来的迅猛发展,也成为立法者设计法律制度的基础。

二、机构投资者降低代理成本的理论基础——打破流动性与控制力之间的平衡

在公司内部,股票的流动性与控制力之间存在一种平衡关系。伯利等^[7]认为,在现代公司中,股东个人财产的控制权在向经营者转移,股东已由准合伙人的地位转化为仅仅是资本的提供者,股东只能通过股票公开市场中转让股票等方式回收其投入的资本。持有较大比例股份的股东在公司的影响力虽大于小股东,但其流动性不及小股东。如果大股东在短期内买入或者卖出股票,那么其就会丧失对公司的控制力。小股东用脚投票的原理就在于以流动性规避可能出现的风险,相对应的,持有一定比例股份的大股东增减其股份都必须经过相关的程序(如我国《证券法》第86条的规定)。

应该明确的是,任何股东(包括机构投资者)都不能同时保持完全的流动性和绝对的控制力。机构投资者在没有放弃在交易中所拥有的部分灵活性之前,不应该谋求获得对公司经营管理的更大影响。^{[8][15]}如果机构投资者同时保持流动性和影响力或者说控制力,那么会出现不适当的结果。例如,机构投资者获取控制力之后会滥用自己的权利,即便公司业绩变差,也可以抽身离开,不承担责任。这种情况显然应当避免。是做在公司有影响力的股东还是做传统的用脚投票的投资者,是机构投资者所必须面临的抉择。

有观点认为,机构投资者有足够的理由保持冷漠而不积极参与公司监督,一个显著的原因在于机构投资者希望保持流动性而不愿控制公司^[9]。这种观点认为,机构投资者应当保持原有的投资者角色,否则会突破公司治理的基本理念,这未必会改善

公司业绩。反对者认为,支持机构投资者发挥控制力而舍弃流动性的理由有四个方面。一是机构投资者无法短期内将股份转换为现金。二是机构投资者可以在流动性与控制力之间找到平衡。一个机构投资者完全控制一家公司的情况因受到法律限制不可能发生,但是数个机构投资者联合起来在公司形成较大影响力的现象时有发生,这样,一定程度的控制力与一定程度的流动性可以并存。三是机构投资者很可能不需要流动性。养老基金、公共基金等所需要的现金额往往会被新投入的资金所弥补,根本不需要将股票转化为现金。四是历史证据和国际比较研究表明,机构投资者更倾向于选择控制力而不是流动性。例如,20世纪早期,美国银行和保险公司往往持有大额的公司股票,德国和日本的银行也往往是某公司的大股东。^[10]

笔者认为,机构投资者的流动性与控制力之间应该保持一定的平衡,特别应该避免公司的实际控制者不受限制地退出公司。机构投资者原有的投资者属性决定其也应该保有流动性。机构投资者没有理由承担超过一般投资者的责任,至于寄希望于机构投资者稳定股票市场就更加不合理,因此限制其流动性缺乏正当依据。然而,在当代公司治理的发展过程中,为了解决或者缓解代理成本难题,有必要赋予机构投资者足够的影响力,使之可以参与公司的运营决策,这就需要打破流动性与控制力之间的平衡。

三、机构投资者在降低代理成本中的作用

1. 代理成本的传统解决思路

《现代公司与私有财产》一书开创了公司领域的代理理论。该书通过实证分析,发现当时美国的大部分公司的股权分散,即使控制企业的家族也只持有公司很小份额的股份。该书断言,现代公司中的财产已经演化为所有权和控制权,而且,控制权已经越来越脱离于所有权而向前发展并最终掌握在经营者手中,控制者集团处于为自身利益服务的位置,因此,所有者和经营者的利益就不可能相一致。^[7]美国学者詹森等^[11]将企业合同中的一种——股东与管理者之间的合同——称为代理合同。在这种代理关系中,委托人(股东)与代理人(管理者)之间存在一系列复杂的因果关系。代理人的决策与委托人最大化自己利益的目的之间往往存在偏差,委托人为了监督和保证代理人的行为还要付出一定的代

价,这种代理关系产生的成本就是代理成本。代理成本包括委托人的监督支出、代理人的保证支出和剩余损失三种。在当代中国,降低代理成本更加具有现实意义。我国国有企业在实行公司制改造过程中,出现了颇为普遍的内部人控制(经营者控制公司)问题,实践中大量的董事长兼任经理现象更使在公司治理中董事长集决策和执行于一身,或使公司经理登上公司治理的权力顶峰,从而使权力的制衡与监督受到很大的破坏,委托代理成本过高。^[12]这种制度环境下,内部监督机制的完善任重而道远。

控制代理成本的传统思路是强调对控制权市场的外部监控。控制权市场的作用机理是当某一公司经营不善、小股东通过用脚投票表示不满而致股价下跌时,投资者就会趁机并购该公司而通过内部治理机制更换公司管理层。如此,管理层就不得不努力改善公司业绩,以提高股东福利。但2001年安然能源公司的破产和2008年雷曼兄弟投资银行的倒闭,打破了人们寄希望于股票市场外部监督的幻想。直到倒闭之前,两家公司股票的估值都是非常有利的,也因此,公司董事的认股权被广泛行使,安然最后一任总经理通过股权认购获得了2.5亿美元,雷曼总经理获得了3亿美元。为了能让股东重新控制公司而设计的股票市场的外部监督体制,显然没有获得预期的效果。^[13]股票市场之所以能起到监督作用,是因为股价的下跌会降低管理层的声誉,而管理层的声誉则与管理层的经济报酬挂钩。但是当管理层通过股票期权的行使等手段获得的收益远远大于其报酬时,这一监督机制就会失效。此时,机构投资者的作用便凸现出来。

2. 机构投资者所能发挥的作用

在公司治理中,机构投资者投资的建设性作用被定义为关联投资,即投资者更负责地从事对公司经营管理的监督,并将投资长期交给公司经营。关联投资者的出现可以改变以往小股东中出现的集体行动和搭便车现象。^{[8]10}配合委托书征集制度的建立,机构投资者不但可以自己积极行使投票权,而且可将其他股东分散的投票权集中行使,而这些分散的投票权以往根本不能发挥作用。机构投资者改变了用脚投票的状况,积极参与公司治理,采用股东提案的方式,不但可以实现公司盈利目标,而且可以考虑实现社会公益目的。因此,股东提案制度将进一步限制管理层对公司决策的影响力,使股东的意见得到表达。此外,机构投资者利用自身的影响力发布评估报告等,对公司管理层能起到监督作用。机

构投资者在社会上一般具有广泛的影响力,其投资意向、决策都会影响人们对目标公司的看法。目标公司的管理层想要获得经营信誉,必须恪尽职守,努力改善公司业绩。

机构投资者参与公司治理,发挥的作用应该是监督而非直接管理。机构投资者在公司治理中虽可以起到积极作用,但也应恰如其分。管理公司的业务毕竟不是机构投资者的工作,相反,机构投资者应该确保公司处于董事会的良好管理之下。^[14]有学者提出,针对董事无法摆脱管理层的控制从而无法发挥监督作用的现实,解决的方法应该是在董事会中为最大股东保留一个类似于代理人的董事位置。^[15]这种做法似乎是回到了管理层与所有者相重合的原始公司阶段,但是与当代公司治理中强调独立董事的地位和作用的趋势背道而驰。

四、机构投资者积极行动的障碍及法律对策

1. 机构投资者积极行动的障碍

与学者们的设想不同的是,现实状况显示,机构投资者似乎并没有发挥改善公司治理的作用。这一现象的出现存在两种解释:一方面,积极行动的机构投资者所指向的公司往往是表现较差的问题公司^[16];另一方面,也确实存在机构投资者发挥作用的法律和现实障碍。我国有学者指出,现阶段我国机构投资者通过参与股东大会、递交股东提案、征集代理投票权等方式,发挥了监督公司管理层的作用。但是对机构投资者发挥作用的最大掣肘在于我国存在的一股独大的问题。^[17]其实,上市公司一股独大带来的问题是多方面的,其解决依赖于整体制度的进步。

首先,机构投资者肩负着最大化委托人利益的职责。机构投资者的资金来源于委托人,这种责任使得机构投资者的行为迥异于一般股东。机构投资者所进行的投资决策应受受托义务约束,也就是说机构投资者管理资产或执行投资时,必须善意诚实地顾及委托人的利益。机构投资者未必会将公司长远利益作为考虑因素,反而希望在短期内将股票套现,导致出现所谓短期化现象。长期来看,提高公司业绩既能实现投资者的目标,也能实现股东的目标,但从短期来看,二者似乎不可兼得。

其次,机构投资者的积极行动可能要付出超过预期收益的成本。如果机构投资者想要获得行动实效,必须花费两个方面的成本:一是机构投资者需要

获得公司运营的相关信息,仅仅依靠公司自身的披露是远远不够的,必须建立有效的外部监督机制;二是建立监督机制的成本是行动的铺垫,机构投资者一旦发现公司存在问题,无论采取公开批评还是表决权征集活动都必须花费巨大的财力物力。^[18]另外,机构投资者持股数量一般比较大,退出公司并不方便,其行动一般都会造成股票市场的震荡。^[19]

最后,法律障碍的存在导致机构投资者不能发挥预期的作用。在选择公司董事时,发起提议的机构投资者往往被认定为控股股东或者所选举的董事被认为是其代理董事,在证券法的规制下,有着短期利润被没收的危险。美国证券法规定,如果机构投资者联合其他一定数量的股东进行活动,必须向有关部门发出代理权声明,这无疑加大了机构投资者行动的成本。^[10]特别是,在我国委托书征集、股东提案制度等都没有建立起一套合理的体制,机构投资者的作用尚无从发挥。

2. 促使机构投资者积极行动的法律对策

针对机构投资者发挥作用存在的制度和法律障碍,相应的法律改革措施应该遵循如下理念。

首先,使机构投资者承担以行使股东权为内容的信义义务。在我国,与信义义务相类似的规定是公司董事的忠实和勤勉义务。我国《公司法》第148条规定,董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实和勤勉义务。这种信义义务在一般语义上,意味着机构投资者应该本着注意、忠诚的原则最大化委托人的利益。美国《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》,规定了披露其表决权行使的政策及程序。如果共同基金将表决权委托给投资顾问公司代为行使,则可以采用该投资顾问所制订之表决权政策及程序,无需自己拟定。美国劳工部于1974年制定了《雇员退休收入安全法案》,将机构投资者行使投票权作为一项信义义务,并且规定了相关程序和记录要求。我国《上市公司治理准则》第11条规定,机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。然而这种规定只是止于纸面,无法在实践中落实,因此其只能起到提倡性作用。

其次,机构投资者行动所承担的成本应该有一套合理的分担机制。机构投资者的成本如果完全由机构投资者自己来承担,正如前文所述,会导致搭便车行为的出现进而产生越来越多的冷漠投资者。如果这种成本由受益抵减,即行动获得的收益归属于

行动人而不是在全体股东之间分担,也有可能产生不良影响。原因在于,全体股东承担成本,会诱使小额股份的股东为了私人利益采取不利于公司整体的行为。合理的成本分担机制应当与股东行动的主要方式——提案——相结合。对此,罗曼诺^[16]提出了三种解决方法:第一种方法是确定一个投票支持率,支持率低于该比率的提案发起人必须承担提交议案的成本;第二种方法是同比例增减补偿机制,即获得成功的提案将得到全面的成本补偿,不成功提案的成本补偿率与提案获得的票数和成功所需票数之间成正比例关系;第三种方法是让公司股东投票决定代理提案制度安排。第三种方法之所以将股东提案成本的分配安排交由公司自己解决,是因为股东提案制度是公司内部事务,应该由公司自行决定。

最后,建立完善的委托书征集制度和股东提案制度。我国《公司法》第107条规定,股东可以委托代理人出席股东大会,代理人应当向公司提交股东授权委托书,并在授权范围内行使表决权。除此之外,我国关于委托书征集制度的规定散见于行政法规和部门规章中,对机构投资者的引导作用不强。因此,应当明确委托书征集制度的合法性和重要性,建立完善的委托书征集制度,以起到引导机构投资者积极行动的作用。

五、结语

机构投资者的兴起深刻改变了公司治理的规则和证券市场的制度环境。传统的公司治理难题是如何降低代理成本,以往的解决方式强调内部监督与外部监督的并行。然而,公司控制权市场未能成功发挥监督管理层的作用,反而成为管理层牟利的工具。机构投资者的出现成为降低代理成本、监督管理层的新希望。机构投资者的行为特征使其拥有得天独厚的监督优势。相应的制度设计应该发挥机构投资者的监督作用,破除限制其行动的法律障碍,促使其积极行使股东权利。首先,在机构投资者的治理结构中,应赋予受托人以行使股东权利为内容的忠实和勤勉义务;其次,应建立一套合理的成本分担机制;最后,应建立完善的委托书征集与股东提案制度,以拓宽机构投资者行使股东权利的途径。

[参 考 文 献]

- [1] 冯果. 投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革[J]. 法律科学, 2012(2): 113.

- [4] SACHS J D, WARNER A M. Natural resource intensity and economic growth[R]. NBER Working paper, 1995.
- [5] SACHS J D, WARNER A M. Natural resources and economic development: the curse of natural resources[J]. European economic review, 2001(5):827.
- [6] 徐康宁, 韩剑. 中国区域经济的“资源诅咒”效应: 地区差距的另一种解释[J]. 经济学家, 2005(6):96.
- [7] 徐康宁, 王剑. 自然资源丰裕程度与经济发展水平关系的研究[J]. 经济研究, 2006(1):78.
- [8] 胡援成, 肖德勇. 经济发展门槛与自然资源诅咒——基于我国省际层面的面板数据实证研究[J]. 管理世界, 2007(4):15.
- [9] 邵帅, 齐中英. 西部地区的能源开发与经济增长——基于“资源诅咒”假说的实证分析[J]. 经济研究, 2008(4):147.
- [10] 刘红梅, 李国军, 王克强. 中国农业虚拟水“资源诅咒”效应检验: 基于省际面板数据的实证研究[J]. 管理世界, 2009(9):76.
- [11] 邵帅. 煤炭资源开发对中国煤炭城市经济增长的影响——基于资源诅咒学说的经验研究[J]. 财经研究, 2010(3):90.
- [12] RUI Fan, YING Fang, S Y Park. Resource abundance and economic growth in China[J]. China economic review, 2012(3):704.
- [13] 方颖, 纪恒, 赵扬. 中国是否存在“资源诅咒”[J]. 世界经济, 2011(4):144.
- [14] 胡华. 资源诅咒命题在中国各区域成立吗——基于省际面板数据的实证研究[J]. 云南财经大学学报, 2012(3):84.
- [15] 胡华. 资源诅咒命题与中国大陆——基于市级面板数据的回归分析[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2013(3):12.
- [16] 胡华. 资源诅咒命题在中国大陆是否成立——基于省级面板数据的回归分析[J]. 现代财经, 2013(3):24.
- [17] 李伟军, 李智. 知识溢出与资源诅咒假说的门槛效应[J]. 经济科学, 2013(6):44.
- [18] 邵帅, 范美婷, 杨莉莉. 资源产业依赖如何影响经济发展效率——有条件资源诅咒假说的检验及解释[J]. 管理世界, 2013(2):32.

(上接第88页)

- [2] ROBERT Charles Clark. The four stages of capitalism[J]. Harvard law review, 1981(3):564.
- [3] 成思危, 李自然. 中国股市: 回顾与展望[M]. 北京: 科学出版社, 2015:220.
- [4] 中国新闻网. 国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》(全文)[EB/OL]. (2015-08-23)[2015-10-05]. <http://www.chinanews.com/cj/2015/08-23/7483885.shtml>.
- [5] 戴维斯, 斯泰尔. 机构投资者[M]. 唐巧琪, 周为群, 译. 北京: 中国人民大学出版社, 2005:11.
- [6] 耿志民. 中国机构投资者研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002:243.
- [7] 伯利, 米恩斯. 现代公司与私有财产[M]. 甘华鸣, 罗锐韧, 蔡如海, 译. 北京: 商务印书馆, 2006:284-286.
- [8] 布莱尔. 所有权与控制——面向21世纪的公司治理探索[M]. 张荣刚, 译. 北京: 中国社会科学出版社, 1999.
- [9] JOHN C Coffee, Jr. Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor[J]. Columbia law review, 1997(6):1281.
- [10] BLACK S Bernard. Agents watching agents: the promise of institutional investor voice[J]. UCLA law review, 1992(4):874.
- [11] JENSEN Michael, MECKLING William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. The journal of financial economics, 1976(3):305.
- [12] 陈凤霞. 公司经理的代理成本与法律规范[J]. 政法论丛, 2004(2):68.
- [13] 马尼耶. 金融危机背景下的上市公司治理——旨在更好地保护公司利益[M]. 姜影, 译. 北京: 法律出版社, 2014:10.
- [14] 爱泼斯坦, 汉森. 公司治理[M]. 聂佃忠, 张悦, 译. 北京: 北京大学出版社, 2014:134-135.
- [15] RODRIGUES Usha. Let the money do the governing: the case for reuniting ownership and control[J]. Stanford journal of law, business & finance, 2004(9):256.
- [16] ROMANO Roberta. Less is more: Making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance[J]. Yale journal on regulation, 2001(18):184.
- [17] 蔡奕, 于忠泊. 关于推进机构投资者参与上市公司治理的若干法制建议[J]. 金融法苑, 2015(50):85.
- [18] 贝恩布里奇. 理论与实践中的新公司治理模式[M]. 赵渊, 译. 北京: 法律出版社, 2012:179.
- [19] BRIAN R Chaffins, JOHN Armour. The past, present, and future of shareholder activism by hedge funds[J]. Journal of corporation law, 2011(37):62.