

论公司治理中的投资者主导型可持续性*

[德]沃夫-格奥尔格·林格(Wolf-Georg Ringe)** 著

薛前强*** 王泱阳**** 译

摘要:目前,向可持续性经济的过渡涉及资本市场的变化。为应对这一挑战,立法者往往试图通过制定行为标准的方式来规制公司在面对环境、社会和公司治理(ESE)问题时的行为。不同于上述方法,本文提出了在资本市场中实现更强可持续性的另一种途径,即扩大对投资者的赋权。这种对市场自身的信任的基础是近年来金融市场中供需双方的发展变化,以及机构投资者向共同所有权的转变。在不同类型的资产管理者或机构投资者之间建立联盟,以及说服其他投资者支持某一特定的倡议,这些需求可以作为一个内在的过滤器。其作用是帮助市场克服追求股东的异质性利益,^①而仅支持那些得到大多数投资者支持的活动。近年来,机构化的投资者平台已成为一种给投资者赋权的力量,其不仅有助于协调投资者的活动,同时利于分担参与成本。环境、社会和公司治理的股东参与是实现未来可持续发展方面的巨大驱动力。本文指出,与以立法机构为主导的规范性和监管方式相比,投资者主导的可持续性更具优势。例如,如果聚焦于投资者主导,则会遵循一种更加灵活和动态的模

* 本文为中央民族大学2022年青年教师科研能力提升计划项目“共同富裕视野下企业慈善行为法律规制研究”(2022QNPY39);中央民族大学2022年研究生课程建设和教育教学改革项目“新时代法学类研究生教育教学多维改革研究”(GRSJYGG013);2022年度中国青少年研究会研究课题立项课题“商事法律视域下青少年权利保障与发展研究”(2022B12);司法部2021年度法治建设与法学理论研究部级科研项目“后疫情时代公司法应急治理法律问题研究”(21SFB4050);国家社会科学基金资助一般项目“创新驱动发展战略下新兴资本市场监管机制的理论与制度构建研究”(17BFX102)。原文发表在《公司治理年鉴》杂志上。

** 德国汉堡大学法学院法律与金融教授。

*** 中央民族大学法学院讲师,法学博士。

**** 中央民族大学经济法学研究生。

① 股东不同的利益获取方式,因股东异质性导致的股东之间利益冲突表现得非常突出,股东的异质性为不同股东之间的利益冲突提供了分析的平台,即股东具有不同的利益获取方式,这种异质性在股东概念形成之初就存在。

式,而不是遵守僵硬的预设标准。此外,投资者青睐的评估不会像笼统的法律标准那样削弱社会福利,不会引发监管套利,同时也不会使公司决策陷入僵局。因此,任何监管活动都应该仅限于发挥促进性和支持性的作用。

关键词: 可持续性 环境、社会与公司治理 气候变化 资本市场 机构投资者 投资者联盟

一、引言

传统观点认为,向更可持续的经济过渡需要将环境、社会和公司治理(Environment, Social and Governance, ESG)标准纳入公司的治理体系和财务体系。一个逐渐被全球广泛认可的共识是,资产管理部门在帮助社会解决生存问题方面发挥重要作用。例如,在面对当前的气候危机问题时,它可以通过持续性地分配资本来影响被投资公司的行为。

为了实现可持续化发展这一目标,目前的讨论通常围绕完善公司组织的法律制度展开。例如,政策制定者和法院都在考虑扩大董事的职责范围,让公司董事对促进 ESG 目标承担法律责任。^① 另一个想法是将高管薪酬与某些可持续性标准挂钩。^② 此外,得到全球广泛支持的第三项建议是推广相应的管理守则,从而促使机构投资者在投资决策中追求 ESG 标准并披露其参与政策(engagement policies)。^③

然而,还存在另一条道路可以实现更良好的资本市场可持续性,即扩大赋予投资者的权利。在过去的几年里,由投资者主导的可持续发展倡议出现了前所未有的激增,其中最突出的证据是 ESG 激进主义者的崛起,即对冲基金和其他专业投资者,他们一直在积极地影响所投资公司的管理层去做出更具可持续性的决策。但更令人惊讶的或许是,被动投资基金、指数基金和交易所交易基金(Exchange Traded Funds, ETF)也加入了这一行列,并且通过独立开展经济活动或支持积极主义投资者的方式

① 在美国,针对公司董事会的诉讼越来越依赖于未行使适当风险监督的 Caremark 义务。欧盟委员会甚至就这一方向的拟议法律变革进行了咨询。关于可持续公司治理的公众咨询参见 https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_en。

② 例如,在德国,上市公司必须采用一种薪酬结构,以“面向公司的可持续和长期发展”(Aktiengesetz § 87a [AktG; Stock Corporation Act])。因此,在采用薪酬激励措施时,还应考虑社会和生态方面。See Jean McGuire et al., *Do Contracts Make Them Care? The Impact of CEO Compensation Design on Corporate Social Performance*, 157 J. Bus. Ethics 375 (2019)。

③ 典型的例子是英国准则,在其最新的 2020 年版本中还包括 ESG 标准。参见财务报告委员会,THE UK STEWARDSHIP CODE 2020, <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>。

推动更多负责任的投资策略。

一些观点对这种由投资者主导的可持续性持怀疑态度,这可能是出于对市场的普遍不信任。自国际金融危机以来,直至目前的疫情流行阶段,^①这种不信任一直主导着舆论。尽管如此,笔者认为,ESG 参与能够很有力地驱使公司治理朝着更加可持续化的未来方向发展。事实上,笔者研究表明,与立法机构处于主导地位的更具规范性的监管方法相比,投资者主导的可持续性有许多优势。^② 例如,更多地关注投资者的举措将遵循更灵活和动态的模式,而不是遵守僵化的预设标准。此外,投资者青睐的评估不会像笼统的法律标准那样削弱社会福利,不会引发监管套利,同时还会避免公司决策陷入僵局。因此,所有监管活动都应该仅限于具有促进和支持作用。

本文论述思路如下:第二节追溯了最近公司治理和财务方面上 ESG 和可持续性的增长趋势,其中着重记录了这一领域中投资者主导型倡议的兴起。第三节讨论了这种股东参与模式的优点,同时论证投资者追求的 ESG 倡议与商业现实相一致,且符合市场的供需逻辑这一观点。这一节还论证了共同所有权的市场趋势为这种参与模式带来巨大的前景。第四节介绍 ESG 参与的主要优势,即它越发依赖于不同类型的机构投资者之间的联盟和团队建设。笔者认为,这些团队建设战略具有双重好处,它不仅给予商业活动更大的支持,也是一种内在的筛选机制,有助于排除个人投资者的特异性利益。第五节和第六节提出一些监管的建议,并总结了上述分析。

二、ESG 投资的兴起

从多方面来看,世界经济转向更可持续发展方向的思想起源于联合国在 2015 年提出的可持续发展目标(Sustainable Development Goals,SDGs),该目标设立了一个将于 2030 年之前实施的宏伟议程。^③ “ESG”一词最早是由联合国全球契约组织在其 2004 年的文件和随后的“Who Care Wins”会议中提出的,该会议聚集了监管机构、资

① 关于质疑的观点,可以参见 Paul G. Mahoney & Julia D. Mahoney, *The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG*, Col. Bus. L. Rev. 840 (2021); Paul Brest, Ronald J. Gilson & Mark A. Wolfson, *How Investors Can (and Can't) Create Social Value*, 44 J. Corp. L. 205 (2018); Jonathan R. Macey, *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, forthcoming, Berkeley Bus. L. J., 2022。

② 然而并不反对任何旨在遏制外部性的额外监管举措,如碳税。

③ UN General Assembly, *Resolution 70/1 adopted on 25 September 2015 – Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, <https://undocs.org/A/RES/70/1>.

产管理公司、机构投资者和其他市场参与者。^① 会议后续的报告中指出,将 ESG 纳入企业和投资者的决策对于投资安全、市场繁荣和增长至关重要。^② 此后不久,联合国与一个由领先的机构投资者组成的国际集团合作,推出了著名的“负责任投资原则”(Principles for Responsible Investment, PRI),该原则促进了 ESG 问题在投资行业的整合。^③

《巴黎协定》^④于 2016 年生效,其内容包括减缓、适应和资助气候变化,在这些要求的推动下,人们越来越认识到,必须在各个层面上采取行动来实现这些雄心勃勃的目标。这些议程得到了基层活动“Fridays For Future”的支持,该倡议在 2018—2019 年期间主导了公共议程。^⑤ 随后新冠疫情引发了全球范围内对自身价值观和目标的根本性反思。^⑥ 在这些趋势的推动下,一种共识逐渐达成,那就是传统的政策工具(如监管、补贴和税收)不足以实现它既定的可持续经济目标。正是在这种背景下,通过公司治理来促进可持续发展这一想法被注入了新的活力——不(仅)针对特定的活动,如碳排放,而是从结构和目标上激励企业和市场参与者本身,从而使市场能够从根本上实现可持续发展。可以肯定的是,鼓励企业实现可持续发展这一想法已经在“企业社会责任”(Corporate Social Responsibility, CSR)的名义下存在一段时间了。早在 20 世纪 50 年代,就有了各种倡议和自治计划。^⑦

全世界的决策层都已抓住了这个想法,并制定了一系列的活动、倡议和政策文

① UN Global Compact, *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World-Recommendations to better integrate environmental, social and governance issues in financial analysis, asset management and securities brokerage* (2004), https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf.

② UN Global Compact, *Conference Report: Investing for Long-Term Value; Integrating environmental, social and governance value drivers in asset management and financial research—A state-of-the-art assessment* (2005), https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/9d9bb80d-625d-49d5-baad8e46a0445b12/WhoCaresWins_2005ConferenceReport.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9d9bb80d-625d-49d5-baad-8e46a0445b12-jkD172p.

③ See <https://www.unpri.org/>.

④ 《巴黎协定》于 2015 年 12 月 12 日由《联合国气候变化框架公约》(United Nations Framework Convention on Climate Change, UNFCCC)各成员方达成的协议,并于 2016 年 11 月 4 日生效。See https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf.

⑤ Greta Thunberg 于 2018 年 8 月发起了第一次“学校罢工”。See David Crouch, *The Swedish 15-year-old Who's Cutting Class to Fight the Climate Crisis*, THE GUARDIAN (Sept. 1, 2018), <https://www.theguardian.com/science/2018/sep/01/swedish-15-year-old-cutting-class-to-fight-the-climate-crisis>.

⑥ See Jean-Xavier Hecker & Hugo Dubourg, *Why COVID-19 Could Prove to Be a Major Turning Point for ESG Investing*, J. P. Morgan (July 1, 2020), <https://www.jpmorgan.com/insights/research/covid-19-esg-investing>.

⑦ 20 世纪 50 年代,经济学家霍华德·鲍文(Howard Bowen)出于对企业权力及其对社会影响的关注,创造了“企业社会责任”一词。

件。例如,在2018年,题为“为可持续增长融资”的行动计划就授权欧盟机构针对金融市场中潜在的不当短期行为进行报告和建议。^① 欧洲证券和市场管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)在一年后做出报告并拟定了一些提案,包括修订非金融风险的披露架构,以及加强对薪酬和参与标准的监管。^② 此外,2020年安永会计师事务所(Ernst & Young, EY)为欧盟委员会进行了关于董事职责和公司治理可持续性的研究,探讨了重新定义有关董事职责的法规目录的必要性,并主张在这一领域进行反思。^③

在做出这些努力的同时,国际投资者团体也参与了更多有关ESG的协议。这里最突出的例子是“三巨头”投资企业,即贝莱德(BlackRock)、先锋(Vanguard)和道富(State Street)全球咨询公司,它们围绕ESG目标采取更多的行动。这三家领军的资产管理公司在影响企业决策方面拥有巨大力量:他们控制着全球80%的指数化资金,这使他们对全球上市公司的治理具有主导力量。^④ 这三家巨头现在共同控制着所有标准普尔500指数公司25%的股份,而且这一份额还在不断增长。^⑤

注重ESG的投资者会以各种方式来利用他们的权力影响投资的公司。部分投资者只关注并投资于ESG评级高的公司(并从评级低的公司撤资),而另一些则投资于没有(或尚未)参与ESG项目的公司,以期鼓励它们在未来努力转型(例如,通过股东决议)。^⑥ 这两种策略都有其优点:前者将提高遵守ESG评级的被投资公司的市场地位,而后者则有望推动公司政策向ESG靠拢。例如,一个由机构投资者组成的大型联盟(参与者包括Amundi、Legal & General等)最近促使大型银行停止为碳密集型

① See European Commission, *Communication to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions—Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM(2018) 97 final, <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

② See ESMA, *Report: Undue short-term pressure on corporations*, ESMA 30-22-762 (Dec. 18, 2019).

③ See EY, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance: Final Report* (July 2020).

④ See John C. Coates IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2019/11/John-Coates.pdf>; David McLaughlin & Annie Massa, *The Hidden Dangers of the Great Index Fund Takeover*, BLOOMBERG BUSINESSWEEK (Jan. 9, 2020), <https://www.bloomberg.com/news/features/2020-01-09/the-hidden-dangers-of-the-greatindex-fund-takeover>.

⑤ See Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029 (2019).

⑥ 每种类型的ESG投资都与不同的财务业绩相关联。See Amir Amel-Zadeh & George Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, 74(3) Financial Analysts Journal 87 (2018). 对于具体目标的经济效益选择,参见Tamas Barko, Martijn Cremers & Luc Renneboog, *Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance*, J. BUS. ETHICS, forthcoming, <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-021-04850-z>.

项目融资,扩大其环保贷款的规模,并确保高管薪酬与净零排放的目标挂钩。^① 在另一个情形中,在 ESG 的“S”方面,道富银行在 2017 年发起一项运动,要求在公司董事会中实现性别多元化,并宣布反对其投资组合中的公司拥有全男性董事会。此后,他们确实履行了自己的承诺,对其投资组合中 476 家没有女性董事的公司中的 400 家投了反对票。^② 这引起了有关公司的巨大反响:到 2018 年年底,这些公司中有 300 多家改组了董事会,增加了至少一名女性董事。^③

2020 年乔治·弗洛伊德被杀事件发生后,“三巨头”也对种族公平做出了承诺,并将这一观念纳入其投票准则。例如,贝莱德公司表示,当它认为董事存在“不够多元化”的情况时,它可能会“投票反对提名和管理委员会的董事”^④。道富也在 2021 年年度 CEO 信函中提出类似声明。^⑤ 贝莱德公司和先锋公司也反对“歧视性立法”,因为该立法将会使某些社会群体更难以投票。^⑥

但是,同样重要的是,“三巨头”之外的很多机构投资者也在逐渐认同 ESG 原则。根据 2021 年的一项调查,49% 的美国机构投资者将 ESG 因素纳入其投资决策,这与 2019 年的 22% 相比有了大幅上升。^⑦ 这个比例在大型基金中更高,达到了 72%。此外,在尚未应用 ESG 标准的受访者中,约有 40% 的受访者正在考虑这样做,这比 2019 年的数据增加了 3 倍多。^⑧ 普华永道 2021 年的一项研究显示了更高的比例:根据他们的数据,有近 80% 的全球基金经理在投资决策中把公司如何管理 ESG 风险和机会作为一个重要因素。^⑨

这一显著的变化表明,市场可能会主动引入 ESG 标准。换句话说,我们可以预

① See Attracta Mooney & Stephen Morris, *Big Banks Urged to Defund Carbon Emitters*, FIN. TIMES (Apr. 19, 2021) at p. 8.

② See Justin Baer, *State Street Votes Against 400 Companies Citing Gender Diversity*, WALL STREET JOURNAL (July 25, 2017), <https://www.wsj.com/articles/state-street-votes-against-400-companies-citing-genderdiversity-1501029490>.

③ 2019 年 7 月,所有构成标准普尔 500 指数的公司中,最后一个全部由男性成员构成董事会的公司,在其董事会中增加了一名女性成员。

④ BlackRock, *BlackRock Investment Stewardship-Engagement Priorities for 2021* (March 2021), at p. 3. Available at <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-stewardship-priorities-final.pdf>.

⑤ See State Street Global Advisors, *CEO's Letter on Our 2021 Proxy Voting Agenda*, SSGA <https://www.ssga.com/us/en/institutional/ic/insights/ceo-letter-2021-proxy-voting-agenda>.

⑥ See David Gelles & Andrew Ross Sorkin, *Hundreds of Companies Unite to Oppose Voting Limits, but Others Abstain*, N. Y. TIMES (Apr. 14, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/04/14/business/ceos-corporate-america-voting-rights.html>.

⑦ See Callan Institute, 2021 ESG SURVEY, <https://www.callan.com/blog-archive/2021-esg-survey/>.

⑧ Ibid.

⑨ See PwC, *Global Investor Survey: The economic realities of ESG* (December 2021).

期,如果这一趋势持续发展,机构投资者最终会运用其强大的力量推动整个市场走向可持续发展,进而形成一种“自我监管”,迫使目标公司将其造成的外部效应内部化。如果这种设想实现,则会削弱监管机构干预措施的必要性。目前,越来越多的学术研究正在研究投资者参与模式可能造成的影响。例如,一些研究展示了 ESG 参与活动是如何增加目标公司的 ESG/CSR 活动及成绩。^① 同行效应似乎特别重要,不同机构投资者之间的合作是成功参与的关键。^② 笔者将在后文再来讨论这个具体问题。

目前阶段还不能确定 ESG 参与的最终影响有多大,具体而言,我们不确定 ESG 参与的影响力是否足以使上市公司达到《巴黎协定》的目标。^③ 本文将在第五节中讨论对机构管理的确切标准,并探讨如何提供相应支持。

三、机构所有者的承诺

在探讨了机构投资者在促进企业可持续发展方面可能发挥的作用之后,本文接下来将评估这个前景是否现实以及如何实现这一前景。笔者依据三个原理,对这个问题总体上持乐观的态度。这三个原理包括对金融业供给侧和需求侧的激励措施,以及最近呈现的共同所有权趋势。

在此之前,不妨先讨论一下反对方的质疑观点。一些著名的学者认为机构投资

① See Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş & Xi Li, *Active ownership*, 28 Rev. Fin. Stud. 3225 (2015); Tamas Barko, Martijn Cremers & Luc Renneboog, *Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance*, J. BUS. ETHICS, forthcoming, <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-021-04850-z>; Andreas G. F. Hoepner et al., *ESG Shareholder Engagement and Downside Risk* (Working Paper 2021), <https://ssrn.com/abstract=2874252>; S. Lakshmi Naaraayanan, Kunal Sachdeva & Varun Sharma, *The Real Effects of Environmental Activist Investing* (Working Paper 2020), <https://ssrn.com/abstract=3483692>.

② See Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş & Xi Li, *Coordinated Engagements*, ECGI Finance Working Paper No. 721/2021, http://ssrn.com/abstract_id=3209072; McCahery, J. A., Sautner, Z., Starks, L., 2016. Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors. J. Financ. 71, 2905–2932.; Cao, J., Liang, H., Zhan, X., 2019. Peer effects of corporate social responsibility. Manag. Sci. 65 (12), 5487–5503.

③ 尤其是,如前所述,机构投资者管理在受控公司中促进可持续发展的机会较小,在这些公司中,控股股东希望通过施加环境外部性来获取利润。世界上大多数公司都受到控制这一事实使这一点意义重大。参见 Alperen Afşin Gözlügöl, *Controlling Shareholders: Missing Link in The Sustainability Debate?*, OXFORD BUS. L. BLOG (July 16, 2021), <https://www.law.ox.ac.uk/business-lawblog/blog/2021/07/controlling-shareholders-missing-link-sustainability-debate>.

者不可能最终引导经济走向可持续发展。^① 这里一个常见的论点是:指数基金经理缺乏足够的动机去发挥更强的管理作用。^② 简单来说,指数基金实际上持有与竞争对手非常相似的公司投资组合中的股票。出于这个原因,任何提高其投资组合价值的投资实则都不会为他们提供相对于竞争对手的更大的优势。相反,任何参与都可能使投资组合公司的经理感到不安,他们可能更愿意将公司的储蓄用于其他基金。^③ 同样地,指数基金的资产管理人的低费率收费制度也意味着他们只能享受到一小部分在被投资公司的所有治理参与所可能带来的收益。如此小的收益无法与为了参与而要付出的成本持平。(即使收益对投资基金的受益人有足够的吸引力)还有人质疑投资者是否真的青睐可持续性金融产品,因为这会涉及利润的损失。^④ 与此相关的是,一些评论家也质疑,市场的价格机制是否能够充分应对类似气候变化这样重大的挑战。^⑤ 考虑到这些观点,过于相信市场投资者能够解决可持续发展问题似乎并不明智。这种怀疑的观点有实证上的支持。例如,已经有证据表明指数基金经理经常会在管理问题上持相当被动的立场,具体体现在公司管理中挑战高管、提出股东提案或主动推动最佳执行标准等问题上。^⑥ 在任何有争议的决策中,基金经理都会自然地站

① 参见 Mahoney & Mahoney, Financial Reporting Council, THE UK STEWARDSHIP CODE 2020, <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>; Brest et al., Financial Reporting Council, THE UK STEWARDSHIP CODE 2020, <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>; Giovanni Strampelli, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' role in Stakeholder Capitalism*, Harv. Bus. L. Rev. Online (2021)。“假设机构投资者可以负责追求普遍利益目标的任务,例如应对气候变化(因此基本上代替国家行事),而这样的任务与其客户的利益是不一致的,这是不切实际的。”

② See Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Power of the Big Three, and Why it Matters*, 102 B. U. L. Rev. (forthcoming Sept. 2022), http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/The_Power_of_the_Big_Three_and_Why_It_Matters.pdf.

③ See Marcel Kahan & Edward Rock, *Hedge funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. Rev. 1021 (2007).

④ See Brest, Gilson & Wolfson, *How Investors Can (and Can't) Create Social Value*, 44 J. Corp. L. 205 (2018).

⑤ See Katharina Pistor, *Green Markets Won't Save Us*, Project Syndicate (Mar. 16, 2021), <https://www.project-syndicate.org/commentary/green-markets-esg-investments-risky-bet-on-climate-change-bykatharina-pistor-2021-03>.

⑥ 参见 Leo E. Strine, Jr., *Fiduciary Blind Spot: The Failure of Institutional Investors to Prevent the Illegitimate Use of Working Americans' Savings for Corporate Political Spending*, 97 Wash. U. L. Rev. 1007 (2020) (强调指数基金在监控管理政治支出方面的被动性); Bebchuk & Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029 (2019) (认为“三巨头”不提交股东提案)。

在现任管理层一边。^① 此外,正如 Bebchuk 和 Hirst 所认为的那样,相对于整体人力体量而言,“三巨头”和其他大型机构投资者只有很小的团队来专门负责参与决策。^② 有人认为,这会排除所有 ESG 所产生的有价值的影响。其他评论家则认为,投资者主导下的 ESG 转型是可能实现的,但前提是只有在打着某种有利于股东的幌子的情况下才能成功。^③ 鉴于这些反对方的批评,支持投资者授权似乎颇具挑战性。尽管如此,近期发展中所涌现出的至少三个现象,使我们对通过投资者推广 ESG 的情况更加乐观。

1. 供给侧:ESG 基金的吸引力

第一个支持 ESG 倾向的观点来自市场的供应方。尤其是当提供 ESG 产品的动机是纯粹的财务原因时,对许多基金经理,尤其是指数基金经理来说,推广可持续性的指数基金是一项特别有利可图的业务,因为这能让他们收取更高的管理费。理解这一点的关键是要明白,最初驱动指数投资的原因与如今的趋势恰恰相反:指数型基金的费用大大低于主动管理型基金,这个卖点是指数型基金成功的主要理由。^④ 但当指数投资成为主流时,它同时成为自己成功的牺牲品:当低费用的指数基金普及时,指数投资的利润率就会缩减并且造成激烈的竞争。在寻找新商机的过程中,专门的 ESG 指数为这种困局提供了一个出口。^⑤ 他们允许基金经理收取更高的管理费以提高收入。不同于对传统的、被动的指数基金收取更高的费用(这可能会阻止投资者),这种替代性市场板块使基金经理可以同时迎合那些对费用敏感的客户和关注环保的客户。^⑥

① See Bebchuk & Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029 (2019); Alon Brav, Wei Jiang, Tao Li & James Pinnington, *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests*, ECGI Finance Working Paper No 601/2019 (Mar. 2019), at 18 – 19 (finding index funds more likely than other funds to vote against hedge fund nominees in contested elections).

② See Bebchuk & Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 Colum. L. Rev. 2029 (2019).

③ See Dorothy Lund & Elizabeth Pollman, *The Corporate Governance Machine*, 121 Colum. L. Rev. 2563 (2021).

④ See Edwin J. Elton, Martin J. Gruber & Christopher R. Blake, *Incentive Fees and Mutual Funds*, 58 J. Fin. 779 (2003); Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, 100 B. U. L. Rev. 1771 (2020).

⑤ 由于内部研究或许可第三方可持续性研究的成本,这些较高的费用部分是必要的。See Harrison Hong, *The Sustainable Investing Proposition*, 2 NBER REPORTER 23 – 26 (2019).

⑥ 在某种程度上,这种策略让人想起所谓的“监管二元论”。See Ronald J. Gilson, Henry Hansmann & Mariana Pargendler, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union*, 63 Stan. L. Rev. 475 (2011).

例如,贝莱德公司的“iShares 全球清洁能源 ETF”是全球最大的 ESG 基金之一。它的基金管理费率是贝莱德普通标准普尔 500 指数 ETF 的 11 倍以上。^① 此外,贝莱德公司的广基指数基金发现,通过突出强调其拥有多种 ESG 相关金融产品能为其自身带来更多好处:将其自身与其他普通的小型指数基金投资专家区别开来可以吸引更多新客户。大型机构投资者能够从规模经济中获益,并且其具有更强的能力去承担引入此类新产品的成本,这也会使他们拥有某些先发优势。

当然,并非所有此类基金和资产管理公司都具有同样的影响力。ESG 基金有不同的种类,并不是所有的基金都同样关心促进被投资公司的可持续发展。即使是那些只采用负面筛选的基金,比如仅仅不投资于烟草公司等领域的基金,也可能被归类为 ESG 基金。并且,大部分 ESG 基金侧重于对基金的营销和对投资者的定位,而不一定关注实质内容和形式。^② 但这些担忧并不影响供给侧的投资者有动机提供 ESG 产品这一观点。监管者必须要解决的问题可能是建立有可比性的标准化制度。

总体来说,供给侧观点可以解释为什么现在许多公司不仅提供 ESG 投资基金,同时为其进行积极宣传这一现象。此外,基金公司还更广泛地支持 ESG 运动,为可持续发展议程进行宣传并提高投资者的相关意识,以此进一步增加需求。按照这个逻辑,存在一个明确的理由支持绿色金融工具的扩张。

2. 需求侧:千禧一代的偏好

从需求侧看,可以发现第二个相关观点。追求购买 ESG 导向的金融产品的投资者数量正在急剧增加。有相当多的证据表明,投资者的偏好正在发生变化,他们在最近几年被 ESG 投资强烈吸引。^③ 有两个关键的因素造成了这种现象:对冲经济下行风险和追求非物质的可持续投资目标。

首先,投资者的最大动机之一是对冲与社会相关的,特别是与气候变化相关的长期风险。尤其是在大型的资深机构投资者看来,气候变化及其相关的风险已被广泛

^① See Christopher Bancroft Burnham, *BlackRock's ESG Strategy Plays Politics with Public Pensions*, BARRON'S (May 28, 2020), <https://www.barrons.com/articles/blackrock-is-playing-politics-with-publicpensions-51590661589>.

^② See Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 Cardozo L. Rev. 1921 (2020); Margaret Giles, *Not All Sustainable Funds Are Equally Sustainable*, Morningstar Briefing (Apr. 14, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1033389/not-all-sustainable-funds-are-equally-sustainable>.

^③ See Samuel M. Hartzmark & Abigail B. Sussman, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, 74 J. Fin. 2789 (2019); Marco Ceccarelli, Stefano Ramelli & Alexander F. Wagner, *Low-carbon Mutual Funds*, ECGI Finance Working Paper N° 659/2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3353239.

当作一个考量风险水平的重要指标。^①从这个角度看,从对具有高气候风险的资产的保费返还制度上也能反映出气候变化被视为金融风险的重要来源。正是由于这个原因,投资者对于对冲这种风险的战略颇有兴趣。^②重要的是,这种战略考虑已超出了气候风险的范围。已经有研究证明——对其他可持续发展和社会导向产品的投资可有效对冲下行风险。^③例如,当一个公司遭受声誉或经济冲击时,公司先前在有关社会责任方面的投资可以保障客户和员工的忠诚度,或者体现本公司相较于竞争对手的独特优势,以此帮助公司承受冲击。^④

对 ESG 产品的强劲需求背后的第二个驱动力是:越来越多的散户投资者的投资理念更倾向于社会价值而不是商业利润,他们想要追求非物质的效用。这种现象最好的例证是,有一套新的价值观在主导所谓的“千禧一代”(在 20 世纪 80 年代和 90 年代出生,21 世纪初成年的人群)的投资取向。^⑤千禧一代的规模及其社会重要性预计将在 2030 年年初达到顶峰。^⑥目前,这一代人正逐步进入其财富积累阶段。在未来的几年里,大量的财富将从“X 一代”(1965 ~ 1980 年出生)的父母传给他们的千禧一代的孩子手中。据一个数据估计,这笔财富将达到 24 万亿美元。^⑦最重要的是,至少从外界看来,这个强大的新生代在价值观上与前几代有明显的不同。^⑧德勤的一项调查显示,有 63% 的千禧一代表示他们认为企业的主要目标应是“改善社会”,而不

① See Philipp Krueger, Zacharias Sautner & Laura Starks, *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, 33 Rev. Fin. Stud. 1067 (2020).

② See Robert F. Engle et al., *Hedging Climate Change News*, 33 Rev. Fin. Stud. 1184 (2020); Stefano Giglio, Bryan Kelly & Johannes Stroebe, *Climate Finance*, 13 Annual Rev. Fin. Econ. 15 (2021).

③ See Karl v. Lins, Henri Servaes & Ane Tamayo, *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*, 72 J. Fin. 1785 (2017); Rui Albuquerque, Yrjö Koskinen & Chendi Zhang, *Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence*, 65 Management Science 4451 (2019).

④ 例如,研究表明,在 2020 年 Covid-19 危机期间,具有高 ESG 表现的公司的股价遭受的损失要小得多。See Rui Albuquerque et al., *Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash*, 9 Rev. Corp. Fin. Stud. 593 (2020); Luboš Pástor & M. Blair Varsitz, *Mutual Fund Performance and Flows During the COVID-19 Crisis*, 10 Rev. Asset Pricing Stud. 791 (2020); Wenzhi Ding et al., *Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic*, 141 J. Fin. Econ. 802 (2021).

⑤ See William Strauss & Neil Howe, *Millennials Rising: The Next Great Generation* (Random House, 2000).

⑥ See Richard Fry, *Millennials Overtake Baby Boomers as America's Largest Generation*, PEW RESEARCH CENTER (Apr. 28, 2020), <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2020/04/28/millennials-overtake-baby-boomers-as-americas-largest-generation/>. (“千禧一代的人口预计将在 2033 年达到峰值,达到 7.49 亿。……人口普查局估计,2015 年 X 一代人口达到 6.56 亿。”)

⑦ 贝莱德首席执行官拉里·芬克称这一趋势是“历史上最大的财富转移”。See Larry Fink, 2019 *Letter to CEOs: Purpose & Profit*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larryfink-ceo-letter>.

⑧ See Gillian Tett, *Millennials may forever change investing*, Fin. Times (May 7, 2021) at 19.

是“创造利润”。^① 他们中的大多数人认为气候变化和环境问题是世界上最值得关注的问题,其重要性甚至超过了全球疫情期间的医疗问题。^② 富达公司最近的一份报告表示,几乎 75% 的“千禧一代”(1980 ~ 2000 年出生)将自己描述为“慈善家”——这个比例比“婴儿潮一代”(1945 ~ 1965 年出生)(35%)和“X 一代”(48%)要高得多。^③

最近的研究表明,那些在日常生活中表现得更有社会责任感、对慈善事业捐赠更多的投资者也会持有更多的具有社会责任的股票基金。这与推动 ESG 投资中的社会性偏好是一致的。^④ 这也反映出千禧一代的投资偏好与前几代人相比有很大的不同。摩根士丹利最近的一项研究报告指出,99% 的千禧一代表示对可持续投资感兴趣,而普通投资者中该比例只占 79%。^⑤ 有资料显示,长期以来,千禧一代普遍对投资回报的兴趣不大,而对其投资所产生的社会价值更为关注。^⑥ 根据富达公司的数据,43% 的千禧一代对有社会影响的企业进行了投资,而这一比例在“婴儿潮一代”和“X 一代”中分别只有 12% 和 22%。^⑦ 同时,Natixis 的一项研究显示,74% 的千禧一代希望他们的投资能“产生积极的社会影响”,这一比例大大高于其他更年长的人群。^⑧ 许多其他研究也都证实了这一趋势。^⑨

由于商业目的偏好正在发生巨大的变化,金融服务部门开始提供针对此类需求侧的产品是很合理的。^⑩ 鉴于此,许多指数基金正在努力从 ESG 的角度重新定义企

① See Larry Fink, 2019 *Letter to CEOs: Purpose & Profit*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larryfink-ceo-letter>.

② See Deloitte, *The Deloitte Global Millennial Survey 2020* (2020), at 9. Available at <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/articles/millennialsurvey.html>.

③ See Fidelity Charitable, *The Future of Philanthropy: The Evolution From Charitable Giving to Charitable Living* (2021), <https://www.fidelitycharitable.org/insights/2021-future-of-philanthropy.html>.

④ See Arno Riedl & Paul Smeets, *Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?*, 72 J. Fin. 2505 (2017).

⑤ See Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, *Sustainable Signals: Individual Investors and The COVID - 19 PANDEMIC* (2021). 他们将此数字部分归因于大流行期间的经济不确定性和市场波动。

⑥ See Michal Barzuza, Quinn Curtis & David H. Webber, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. Cal. L. Rev. 1243 (2020); Amy Bell, *Young Voices Grow Louder in Company Strategies and Values*, FIN. TIMES (May 24, 2021) FTReports 10.

⑦ See Fidelity Charitable, *The Future of Philanthropy: The Evolution From Charitable Giving to Charitable Living* (2021), <https://www.fidelitycharitable.org/insights/2021-future-of-philanthropy.html>.

⑧ “X 一代”为 71%，“婴儿潮一代”为 68%，“沉默一代”为 65%。See Natixis, 2021 *ESG Investor Insight Report*, <https://www.im.natixis.com/us/research/esginvesting-survey-insight-report>.

⑨ See Gillian Tett, *Millennials may forever change investing*, Fin. Times (May 7, 2021) at 19.

⑩ See Richard Henderson, *Funds prepare for future with pitch to millennials*, Fin. Times (July 25, 2019) at 19.

业价值,并提供关注股东回报以外的符合新理念的金融工具和指数基金产品。此外,一些 ESG 激进主义者正在推动基金去使用他们的投票权来提升 ESG 的价值,并为了吸引这批富裕的新生代投资者的注意而广泛地公开报道他们的努力。^① 同样,有证据表明,投资组合公司有强烈的意愿去做有公益价值的“好事”来吸引那些财力雄厚且忠诚的投资者。^②

这一趋势带来的另一个重要的结果是:如果以千禧一代为代表的需求方比前几代人更关心可持续发展目标,或者说,如果投资者越来越倾向于在金融市场上寻求投资的“意义”,那么投资的财务业绩就变得不再重要。最理想的情况当然是两者能同时出现,但问题是,研究还尚未明确 ESG 投资是否能带来更高的长期利润回报。由于上述原因,这个问题在本调查中的重要性较低。尽管 ESG 产品的财务表现可能并不出色,但其以高额管理费取得成功的原因是散户投资者的需求不断增加。这些散户投资者更容易进入金融市场(由于更好的金融知识和对在线投资平台的了解),并且具有非金钱的投资偏好(在财富最大化的意义上)。这就是供给侧观点和需求侧观点的重叠之处。

3. 指数基金和共同所有权

第三个支持投资者主导型可持续发展的论点建立在共同所有权现象上。在过去的几年里,“共同所有权”一词描述的现象是:一些主导当今企业格局的大型多元化机构投资者(如“三巨头”),在许多经济体的绝大多数企业中都持有大量的股份。^③ 虽然这种趋势被批评为具有反竞争效果,^④但它确实有一些积极的意义——它青睐于支

① See Michal Barzuza, Quinn Curtis & David H. Webber, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. Cal. L. Rev. 1243 (2020).

② See Claire Economidou et al., *Does Sustainable Investing Matter to the Market?*, Working Paper (2021), <https://ssrn.com/abstract=3965134>.

③ See Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. Rev. 721 (2019). (“在过去20年里,三巨头持有的标准普尔500指数公司的平均合并股份基本上翻了两番,从1998年的5.2%增长到2017年的20.5%。”)

④ 该观点可参见 José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, 73 J. Fin. 1513 (2018)。相反的观点,参见 Patrick Dennis, Kristopher Gerardi & Carola Schenone, *Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry*, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2019-5, <https://doi.org/10.29338/wp2019-15>。关于这项研究的一个活跃的讨论仍在进行中。更多内容参见 José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *Reply to: Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry* (2018), <https://ssrn.com/abstract=3168095>; José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *Research on the Competitive Consequences of Common Ownership: A Methodological Critique*, 66 Antitrust Bulletin 113 (2021); Mohammad Torshizi & Jennifer Clapp, *Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector*, 66 Antitrust Bulletin 39 (2021); José Azar, Sahil Raina & Martin C. Schmalz, *Ultimate Ownership and Bank Competition*, 51 Fin. Mgmt. 227 (2022)。但也可以参见 Jacob Gramlich, & Serafin J. Grundl, *Estimating the Competitive Effects of Common Ownership* (2017), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294013。

持具有 ESG 价值的政策和倡议。这是因为当基金全面投资于市场各领域的时候,它会减少关注单个被投资公司的业绩,而倾向于关心整个经济体,甚至是世界经济的状况。在此背景下,学者们认为,这种共同所有权的潮流将激励他们提升被投资公司的 ESG 投入,或者至少做出支持这方面规定的决策。^①从这个角度来看,“掌握市场”的基金似乎是将大部分负面外部因素(比如环境破坏和社会差异)内部化的理想渠道。ESG 在这一领域的前景甚至比传统的公司管理的参与更有潜力,因为后者主要依赖于特定公司的分析。^②

这一论点与所谓的“普遍所有者”(universal owner)假说是一致的。该观点认为,股东的参与正在成为可持续发展的有力武器。^③这一点早在目前的 ESG 运动出现之前就已经被认识到了。^④原因有两个:

首先,机构投资者,尤其是像养老基金这样的长期投资者认识到可持续性(包括他们所投资的公司和广泛的社会可持续性)是兑现未来几十年的养老金的前提条件。因此,机构投资者开始认识到:用长期的视角衡量其所投资的公司是有好处的。^⑤

其次,机构持股的范围至关重要。机构投资者被认为是双重意义上的“普遍所有者”。一方面,大型养老基金和指数基金共同代表了许多国家的大多数雇员和储蓄者,特别是那些司法体系有赖于私营部门管理养老金和保险的国家(如英国和美国)。另一方面,这类机构投资者倾向于在本国(和国外)的几乎所有上市公司中都持有少量但重要的股份,以此分散投资风险。这种股东角色的双重“普遍化”意味着机构投

① 参见 Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 Wash. L. Rev. 1 (2020)。(认为“投资者和准投资者的投资策略是与市场相匹配……这种影响市场本身的能力是前所未有的。这种独特性可以解释为什么机构投资者承担了积极主动的管理监督者的角色,并承担了下一节中讨论的许多与气候相关的公司业务”)

② See Michal Barzuza, Quinn Curtis & David H. Webber, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. Cal. L. Rev. 1243 (2020).

③ See Frederick Alexander, *An Honorable Harvest: Universal Owners Must Take Responsibility for Their Portfolios*, 32(2) J. Appl. Corp. Fin. 24 (2020).

④ See Robert Monks & Nell Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance in the 21st Century* (Blackwell Business 1996); Robert A. G. Monks & Nell Minow, *Ownership-Based Governance: Corporate Governance for the New Millennium* (Sept. 1999), <https://ssrn.com/abstract=6148>; James P. Hawley & Andrew T. Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic* (University of Pennsylvania Press, 2000); Stephen Davis, Jon Lukomnik & David Pitt-Watson, *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping THE CORPORATE AGENDA* (Harvard Business School Press, 2006); Simon Deakin & Richard Hobbs, *False Dawn for CSR? Shifts in regulatory policy and the response of the corporate and financial sectors in Britain*, 15 Corporate Governance 68 (2007).

⑤ See Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *ESG and Downside Risks: Implications for Pension Funds*, Wharton Pension Research Council Working Paper No. 2021-10 (2021), https://repository.upenn.edu/prc_papers/708/.

投资者有强烈的动机去阻止公司采取会产生负外部性(把成本转嫁给第三方或整个社会)的战略。因为,无论公司及其投资者的短期利益如何,从长远来看,这些代价将不可避免地由这些机构自己承担。^① 最近,杰弗里·戈登肯定地表明:大型多元化投资者的首要职责应该是解决“系统性”风险,而不是单个公司层面的特质性风险。^② 他创造了“系统性管理”这一术语,指出大多数资产管理公司的业务模式促使他们采取的政策能够减轻整个投资组合的风险,其中最明显的因素包括气候变化、金融稳定和社会稳定。类似地,约翰·科菲教授也表明:共同所有者应该合理地重点关注系统性风险,并忽略个别公司的特质风险。^③ 事实上,这些多元化的投资者正在 ESG 相关问题上积极地对上市公司进行投票和游说,这些行为都遵循着该经济逻辑。^④

事实上,指数投资者很少参与单个公司的活动——他们的激励措施、成本结构和相较同行的基准效应不允许这种昂贵的、公司层面的参与。相反,“三巨头”和其他公司则倾向于推广整个市场的通用标准。他们在“致 CEO 的信函”和公共政策声明中直言不讳地表明了他们的公司治理优先事项,并公开威胁要利用他们的影响力在公司不积极主动的地方推动变革。^⑤ 他们尤其支持关于董事会多样性和扩大股东权利的呼吁,如代理权、年度董事选举和其他有利于股东的治理变革。^⑥ 最近,他们敦促公司公开披露他们的商业模式是如何适应净零碳排放经济的计划。^⑦ 鉴于被动投资者在市场中的份额,获得他们的代理投票往往对投票结果至关重要。一些激进的投资

者认识到了这一点,并开始将公司治理等问题纳入他们的活动中,从而迎合被动投资者这类投票群体。

可以肯定的是,虽然“三巨头”被指责为“洗绿”(green washing,为了营销而声称

① 例如,养老基金的受益人和储蓄者也是对高质量就业感兴趣的雇员,以及希望呼吸无污染空气的个人。

② See Jeffrey N. Gordon, *Systematic Stewardship*, *ECGI Law Working Paper No. 566/2021*, https://privpapers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3782814.

③ See John C. Coffee, Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, *Col. Bus. L. Rev.* 602 (2021).

④ See Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş & Xi Li, *Coordinated Engagements* (ECGI Working Paper January 21, 2021), <https://ssrn.com/abstract=3209072> (11 November 2020). (寻找一个“由长期股东在环境和社会问题上合作影响公司的国际网络”。)

⑤ 贝莱德首席执行官拉里·芬克的年度 CEO 信已成名,并在投资界广为报道。See Andrew Ross Sorkin, *Black Rock Chief Pushes a Big New Climate Goal for the Corporate World*, *New York Times* (Jan. 26, 2021).

⑥ See JP Morgan, *2020 Proxy Season Review*, <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/investment-banking/2020-proxy-season/pdf0.pdf>.

⑦ See Blackrock, *Larry Fink's 2021 Letter to CEOs*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larryfink-ceo-letter>.

推行气候导向政策),^①但现在有证据表明大型机构确实在鼓励他们投资的公司减少碳排放,^②甚至他们的努力已经成功地改变了被投资公司的行为。^③最近的一项研究表明,至少在美国以外的地区,那些公开承诺有负责任投资原则的机构投资者确实有更好的 ESG 表现。^④最近有一些更深入的调查。2020 年的一项研究调查了碳排放对股票回报的影响,其发现在一些资本市场中,存在传统的风险因素无法完全解释的“碳溢价”(carbon premium)现象。^⑤碳溢价在《巴黎协定》通过后的几年里有所增加,这表明投资者对气候问题的认识正对市场发挥着越来越重要的影响,这种气候风险一般隐含在公司层面的资产价格中。^⑥另一项研究表明,社会导向型投资者可以扩大

① See Anna L. Christie, *The Agency Costs of Sustainable Capitalism*, 55 U. C. Davis L. Rev. 875 (2021); Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 Cardozo L. Rev. 1921 (2020). “洗绿”的指控超出了“三巨头”的范围。关于企业洗绿,参见 Ellen Pei-yi Yu, Bac Van Luu & Catherine Huirong Chen, *Greenwashing in Environmental, Social and Governance Disclosures*, 52 Research in Int'l Bus. & Fin. 101192 (2020)。关于对冲企业洗绿,参见 Hao Liang, Lin Sun & Melvyn Teo, *Greenwashing: Evidence from Hedge Funds*, Working Paper (2020), <https://ssrn.com/abstract=3610627>。关于 PRI 签署成员的洗绿行为,参见 Rajna Gibson Brandon, Simon Glossner, Philipp Krueger, Pedro Matos & Tom Steffen, *Do Responsible Investors Invest Responsibly?*, ECGI Finance Working Paper Series No 712/2020, <https://ecgi.global/workingpaper/do-responsible-investors-invest-responsibly>, p. 27–29。

② See Gillian Tett, *Passive Investing goes Active*, Fin. Times (Feb. 2, 2018), at 9.

③ See José Azar, Miguel Duro, Igor Kadach & Gaizka Ormazabal, *The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World*, 142 J. Fin. Econ. 674 (2021) (“我们观察到,在 MSCI 指数成分股中,‘三巨头’所有权与随后的碳排放之间存在强烈而稳健的负相关关系,随着这三家机构公开承诺解决 ESG 问题,这种模式在样本期的后期变得更加强烈”); Alexander Dyck, Karl V. Lins, Lukas Roth & Hannes F. Wagner, *Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence*, 131 J. Fin. Econ. 639 (2019) (“我们发现,更大的机构所有权与更高的企业 E&S 分数相关。这一结果不仅具有统计学意义,而且具有经济意义”); Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 Wash. L. Rev. 1 (2020) (描述了一个机构投资者联盟如何说服荷兰皇家壳牌公司启动一项大规模计划,以减少其首席执行官所定义的“烦琐而繁重的净碳足迹”)。

④ See Gibson Brandon, Simon Glossner, Philipp Krueger, Pedro Matos & Tom Steffen, *Do Responsible Investors Invest Responsibly?*, ECGI Finance Working Paper Series No 712/2020, <https://ecgi.global/workingpaper/do-responsible-investors-invest-responsibly>; Anne LaFarre, *Do Institutional Investors Vote Responsibly?*, TILEC Discussion Paper No 2022–001 (April 2022), <https://ssrn.com/abstract=4042907> (finding that EU institutional investors, unlike their U. S. counterparts, do indeed pursue sustainable agendas); Philipp Krueger, Zacharias Sautner & Laura Starks, *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, 33 Rev. Fin. Stud. 1067 (2020) (发现许多投资者,尤其是长期、大型和以 ESG 为导向的投资者,认为风险管理和参与而不是撤资是应对气候风险的更好方法)。

⑤ See Patrick Bolton & Marcin Kacperczyk, *Do Investors Care about Carbon Risk?*, 142 J. Fin. Econ. 517 (2021) (分析 2005 年至 2017 年间美国企业排放对股票收益横截面的影响); Patrick Bolton & Marcin Kacperczyk, *Global Pricing of Carbon-Transition Risk*, J. Fin., forthcoming; NBER Working Paper No. 28510 (2021), https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28510/w28510.pdf.

⑥ See Darwin Choi, Zhenyu Gao & Wenxi Jiang, *Attention to Global Warming*, 33 Rev. Fin. Stud. 1112 (2020) (发现在高温时期,高排放股票的表现逊于低排放股票); Irene Monasterolo & Luca de Angelis, *Blind to carbon risk? An analysis of stock market reaction to the Paris Agreement*, 170 Ecological Economics 106571 (2020) (显示由高碳排放发行人组成的指数与由低碳排放发行人组成的指数的相关性下降,《巴黎协定》缔结后低碳密集指数的系统性风险显著降低)。

美国环境保护局采取的官方执法活动的影响。^①

当然,“搭便车”效应也存在于一般规则的制定活动中。但有三个因素使其作为一种干预方式,相比逐个纠正个别公司的治理,可以起到更显著的效果。第一,虽然对于特定的投资对象来说,退出是一种理性的策略,但对于整个市场的规则来说并不理性。因此,只能在干预和“搭便车”(但不是退出)之间做出选择。但即使在存在“搭便车”行为的情况下对 ESG 规则的内容施加影响仍会产生积极的回报。布罗卡多、哈特和津加莱斯认为,在竞争性市场中,发声比退出能更有效地推动企业担当起社会责任。换言之,参与胜过撤资。^② 第二,鉴于共同所有者不能轻易退出市场,每个机构都认识到,如果不亲自参与并影响变革,那么他们的自身利益可能会在其他机构的参与过程中受到损害。因此,机构投资者的一个普遍策略是协调游说那些可以使他们的共同福利最大化的法规。第三,投资者群体的协调努力可以抵御政府方面更多的干预性行为。^③ 因此,自我监管标准和 ESG 运动对投资者特别有吸引力。^④

随着近年来大型指数基金的影响力不断增强,它们的角色也从单纯的被动投资者不断变化。最大的被动投资者现在开始响应积极参与管理的呼吁。贝莱德、先锋和道富最近扩大了他们的公司治理团队,并使他们与管理层的互动更加透明。^⑤ 大型的主动和被动基金的投资管理团队都已经显著增加,其中一些基金的管理团队规模在过去 10 年里翻了一倍。^⑥ 2021 年的一项调查发现,85% 的指数基金在行使投票权时更加关注 ESG。^⑦ 这样一来,被动参与和主动参与之间的界限就模糊了,传统上沉

① See Sudipto Dasgupta, Thanh Huynh & Ying Xia, *Joining forces: The Spillover Effects of EPA Enforcement Actions and the Role of Socially Responsible Investors*, CEPR Discussion Paper 16584 (2021), https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=16584.

② See Eleonora Broccardo, Oliver Hart & Luigi Zingales, *Exit vs. Voice*, Working Paper (December 2020), https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/exit_vs_voice_1230.pdf.

③ See John L. Campbell, *Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility*, 32 Acad. of Mgmt. Rev. 946 (2007); David Vogel, *The Private Regulation of Global Corporate Conduct*, 49 Bus. & Soc'y 68 (2010).

④ See Michal Barzuza, Quinn Curtis & David H. Webber, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. Cal. L. Rev. 1243 (2020); Gillian Tett, *Passive Investing Goes Active*, Fin. Times (Feb. 2, 2018) at 9.

⑤ See Madison Marriage, *BlackRock, Vanguard and State Street Bulk up Governance staff*, FIN. TIMES (Jan. 28, 2017), <https://www.ft.com/content/657b243c-e492-11e6-9645-c9357a75844a>.

⑥ See Morrow Sodali, *Institutional Investor Survey 2021*, <https://morrowssodali.com/insights/institutional-investor-survey-2021>.

⑦ Ibid.

默的投资者正越来越多地接受 ESG 激进主义者的活动和策略。^①

四、团队建设

最后一个有利于投资者主导的可持续性的最突出的现象是：不同类型的 ESG 导向的投资者之间会通过合作来支持 ESG 的参与和行动。^② 这种合作模式首先呈现在传统的股东激进主义 (shareholder activism)，后在绿色行动主义 (green activism) 的背景下正变得越来越重要。^③ 董事会中心主义人员有时会把这种趋势称为对董事会的“钳形攻击”^④。但是，我们将在下文中看到，建立联盟已经成为 ESG 激进主义中一个非常有价值的组成部分，特别是通过制度化规范合作平台这一方式。

1. 股东参与的传统合作模式

从历史背景的角度出发，在传统的公司治理中，机构投资者之间合作越发密切的现象已经存在一段时间了。这种趋势被认为是最能激发股东参与的现象之一，因为它旨在改善管理层的问责制、克服传统的“搭便车”问题，并可缓解对股东因过分理性而冷漠的担忧。^⑤ 尽管对冲基金一直以来被指责仅为了追求自己的营利而服务于股

① See Richard J. Grossman & Neil P. Stronski, *New Tactics and ESG Themes Take Shareholder Activism in New Directions*, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP memo (Feb. 3, 2021), <https://www.skadden.com/insights/publications/2021/02/the-informed-board/new-tactics-and-esg-themes>; Gillian Tett, *Passive investing goes active*, *Fin. Times* (Feb. 2, 2018), at 9.

② 先锋集团董事长兼首席执行官威廉·麦克纳布表示：“为了了解全貌，我们还经常与其他投资者接触，包括活动家和股东支持者。”See Vanguard, *An open letter to directors of public companies worldwide* (Aug. 31, 2017), <https://global.vanguard.com/documents/investment-stewardship-mcnabb-letter.pdf>.

③ 针对那些重点关注环境问题的股东提案，参见 Robert Monks, Anthony Miller & Jacqueline Cook, *Shareholder Activism on Environmental Issues: A Study of Proposals at Large US Corporations* (2000–2003), 28 *Nat. Resources F.* 317 (2004); Giovanna Michelon & Michelle Rodrigue, *Demand for CSR: Insights From Shareholder Proposals*, 35 *Soc. & Envtl. Accountability J.* 157 (2015); Erwin Eding & Bert Scholtens, *Corporate Social Responsibility and Shareholder Proposals*, 24 *Corp. Soc. Resp. & Envtl. Mgmt.* 648 (2017); Viju Raghupathi, Jie Ren, Wullianallur Raghupathi, *Identifying Corporate Sustainability Issues by Analyzing Shareholder Resolutions: A Machine-Learning Text Analytics Approach*, 12 *Sustainability* 4753 (2020)。

④ Andrew R. Brownstein, Steven A. Rosenblum & Trevor S. Norwitz, *The ESG/TSR Activist “Pincer Attack”*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (Jan. 26, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/26/the-esg-ts-activist-pincer-attack/>.

⑤ See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Embattled CEOs*, 88 *Tex. L. Rev.* 987 (2010); 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 (2013); Wolf-Georg Ringe, *Shareholder Activism: A Renaissance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law And Governance* 387 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe, eds., 2018). 最近提供证据的参见 Simi Kedia, Laura T. Starks & Xianjue Wang, *Institutional Investors and Hedge Fund Activism*, 10 *Rev. Corp. Fin. Stud.* 1 (2021)。

东的异质性利益,但激进主义的对冲基金凭借其特殊激励结构有望彻底克服此类集体行为问题。^① 正如上文所论述的,这种对冲基金需要较大规模的、传统的被动机构投资者(如养老基金或共同基金)的支持。这些被动机构投资者在实际运作中可以作为一个“审查机制”,即资产管理人只有在确定拟议的行动对整个股东群体有利时才会给予支持。^② 因此,养老基金、基金会和主权财富基金等传统投资者将成为长期价值的维护者。^③ 事实上,许多案例表明,基金管理人比以前更倾向于为长期投资决策投票。^④ 这种影响力也会有助于公司回避一些争议,如支付过高的高管薪酬或进行金额过大的投资。^⑤ 这样一来,激进主义基金和大型机构投资者通过“联合”形成了一个制衡体系,不仅提高了股东激进主义的可信度和合法性,同时也成为一个过滤器,确保基金只支持对股东有价值的活动。^⑥

2. ESG 协作

目前,ESG 激进主义活动中也越来越多地出现这种建立联盟的现象,这对于投资者主导的可持续发展来说是一个很好的迹象。最近一段时间,在 ESG 激进主义方面最突出的事件发生在一个名为“一号发动机”(Engine 1 号)的“关注社会影响的基金”身上,它向石油巨头埃克森美孚公司发起了一项激进主义商业行动。从 2020 年 12 月开始,这个小小的对冲基金向埃克森美孚发起了一场代理权争夺战。埃克森美孚被指未能充分回应不断变化的能源需求和排放标准。在接下来的几个月里,

① 德国社民党前主席弗朗茨·明特弗林(Franz Müntefering)著名地将对冲基金比作蝗虫,蝗虫“落在公司身上,在继续前进之前剥光它们”。See THE ECONOMIST, *Locust, pocus*, May 5, 2005, <https://www.economist.com/special-report/2005/05/05/locust-pocus>.

② See Wolf-Georg Ringe, *Shareholder Activism: A Renaissance*, in The Oxford Handbook of Corporate Law And Governance 387 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe, eds., 2018).

③ See Frank A. J. Wagemans, C. S. A. (Kris) van Koppen & Arthur P. J. Mol, *Engagement on ESG Issues by Dutch Pension Funds: Is it Reaching its Full Potential?*, 8 J. OF Sustainable Fin. & Investment 301 (2018); Natalia Semenova & Lars G. Hassel, *Private Engagement by Nordic Institutional Investors on Environmental, Social, and Governance Risks in Global Companies*, 27 Corp. Gov. : AN Int'L Rev. 144 (2019); Hao Liang & Luc Renneboog, *The Global Sustainability Footprint of Sovereign Wealth Funds*, 36 Oxford Rev. OF Econ. Pol'y 380 (2020).

④ See Laura Starks, Parth Venkat & Qifei Zhu, *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons* (2017), <https://ssrn.com/abstract=3049943>; Ioannis Oikonomou, Chao Yin & Lei Zhao, *Investment horizon and Corporate Social Performance: The Virtuous Circle of Long-term Institutional Ownership and Responsible firm Conduct*, 26 Eur. J. Fin. 14 (2020).

⑤ See Dominik Breiting, *What is Shareholder Activism and How should Businesses Respond?*, World Economic Forum (August 2017), <https://www.weforum.org/agenda/2017/08/shareholder-activism-businessresponse-explainer>.

⑥ See Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015); Alon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes*, 28 Rev. Fin. Stud. 2723 (2015); Ed de Haan, David Larcker & Charles McClure, *Long-term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions*, 24 Rev. Acct. Stud. 1573 (2019).

Engine 1 号不断向埃克森美孚公司施压,它敦促埃克森公司削减资本支出,并着力于加速而不是推迟向清洁能源的过渡。这项活动在 2021 年 5 月 26 日举行的股东大会上达到了高潮。2021 年 5 月 26 日,Engine 1 号成功地说服了其他股东支持三位其提名的董事,这一行为沉重打击了现任管理层。^①

有趣的是,这家对冲基金在市值为 2480 亿美元的公司中只持有 5400 万美元的股份(仅占 0.02%)。其成功的关键就是建立联盟。Engine 1 号在活动之初就与美国第二大养老基金——加州教师退休系统(CalSTRS)建立了伙伴关系。^② 此后不久,英国教会也加入了这两个投资者的行列,并为活动提供了进一步的支持。^③ 在股东投票之前,该团队还成功地说服了其他有影响力的基金来进一步支持该运动,如加州公职人员退休系统(CalPERS)和纽约州共同退休基金。^④ 据报道,埃克森公司的两个最大的股东——黑石和先锋也给 Engine 1 号的四个董事候选人中的至少三个投了赞成票。^⑤ 这一联盟被证明对运动的胜利至关重要,并可能预示着股东激进主义进入了一个新时代。^⑥ 至此,投资者联盟不仅成功地撼动了埃克森美孚公司,还为整个 ESG 运

① See Derek Brower, *ExxonMobil Shareholders Hand Board Seats to Activist Nominees*, FIN. TIMES (May 26, 2021), <https://www.ft.com/content/da6dec6a-6c58-427f-a012-9c1efb71fddf>.

② See Derek Brower, *ExxonMobil Shareholders Hand Board Seats to Activist Nominees*, FIN. TIMES (May 26, 2021), <https://www.ft.com/content/da6dec6a-6c58-427f-a012-9c1efb71fddf>.

③ See Ortenca Aliaj, Derek Brower & Myles McCormick, *Exxon Mobil under Pressure as Church of England Joins Investor Campaign*, Fin. Times (Dec. 10, 2020) <https://www.ft.com/content/c0639fb0-d81f-4ee9-8d58-d8e8da05c454>.

④ See Jennifer Hiller & Svea Herbst-Bayliss, *CalPERS to Back Activist's Four Director Nominees in Exxon board fight*, REUTERS (Apr. 27, 2021), <https://www.reuters.com/business/energy/calpers-back-activists-four-directornominees-exxon-board-fight-2021-04-26/>; Businesswire, *Leading Pension Funds CalPERS, CalSTRS, and New York State Common Support Engine No. 1's Campaign to Reenergize ExxonMobil by Voting the WHITE Proxy Card "FOR ALL" of Engine No. 1's Director Candidates* (Apr. 27, 2021), <https://www.businesswire.com/news/home/20210427005386/en/Leading-Pension-Funds-CalPERS-CalSTRSand-New-York-State-Common-Support-Engine-No.-1-Campaign-to-Reenergize-ExxonMobil-by-Voting-the-WHITE-Proxy-Card-%E2%80%99s-Campaign-to-Reenergize-ExxonMobil-by-Voting-the-WHITE-Proxy-Card-%E2%80%99CFOR-ALL%E2%80%9D-of-Engine-No.-1%E2%80%99s-Director-Candidates>.

⑤ See Alastair Marsh & Saijel Kishan, *Engine No. 1's Exxon Win Provides Boost for ESG Advocates*, Bloomberg (May 27, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-27/engine-no-1-s-exxon-win-signalturning-point-for-esg-investors>; Bernice Napach, *BlackRock and Vanguard Played Key Roles in Exxon's Shareholder Proxy Vote*, THINKADVISOR (May 27, 2021), <https://www.thinkadvisor.com/2021/05/27/blackrockand-vanguard-played-key-roles-in-exxons-shareholder-proxy-vote/>.

⑥ See Matt Phillips, *Exxon's Board Defeat Signals the Rise of Social-Good Activists*, N. Y. TIMES (June 11, 2021).

动带来了重大胜利。^①

其他相关的例子比比皆是。^② 2020 年 1 月,激进主义对冲基金 Elliott 管理公司给美国公用事业公司 Evergy 的董事会发送了一封信。在信中,Elliott 批评该公司缺乏碳减排目标,并称 Evergy 应该成为脱碳系统投资的领导者,这将有助于公司的动力由煤炭向可再生资源过渡。一年后,双方宣布达成协议:Evergy 公司承诺继续着力于可持续发展转型计划,而 Elliott 公司同意支持现任管理层,直到 2022 年的年度股东大会。^③ 同样,其他机构公司的支持也发挥了重要作用,特别是支持该交易的 Bluescape Energy Partners。^④

一向激进的对冲基金儿童投资基金(TCI)近年来也将注意力转向了 ESG。2020 年,该儿童投资基金发起了一个名为“气候发言权”的运动来呼吁股东就气候政策进行投票。^⑤ 他们向七家在美国上市的发行人提交了决议,其中包括穆迪、标普全球、联合太平洋铁路公司、特许通讯公司、谷歌的母公司、加拿大太平洋铁路公司和加拿大国民公司。决议要求这些公司每年披露他们的温室气体排放量,制定一个管理排放的计划,并就该计划举行年度咨询投票。在西班牙机场运营商 Aena 的案例中,TCI 成功促成了世界上第一个“气候发言权”投票的引入。^⑥ 同样地,贝莱德公司也支持推进对气候计划进行咨询性投票,并在一份投票公告中说:“鉴于 Aena 公司的商业模式存在重大风险,加速推动对 Aena 公司的咨询性投票是有利的。”^⑦

2020 年 10 月,消费品公司宝洁(P&G)的股东们在一次关于公司积极防止供应链上的森林砍伐的投票中获得成功。67% 的宝洁公司股东以压倒性的投票赞成绿色世

① 2021 年 10 月,一号发动机现在已经入股汽车制造商通用汽车,但这一次是为了支持该公司向生产更环保的电动汽车迈进。See Press Release, *Engine No. 1 Announces Support for General Motors Co. 's Transformative Electric Vehicle Plan in Advance of Automaker's Investment Day* (Oct. 4, 2021), [https://www.businesswire.com/news/home/20211004005876/en/Engine-No. - 1-Announces-Support-for-GeneralMotors-Co. % E2% 80% 99s-Transformative-Electric-Vehicle-Plan-in-Advance-of-Automaker%E2%80%99sInvestment-Day](https://www.businesswire.com/news/home/20211004005876/en/Engine-No.-1-Announces-Support-for-GeneralMotors-Co.-E2%80%99s-Transformative-Electric-Vehicle-Plan-in-Advance-of-Automaker%E2%80%99sInvestment-Day).

② 更多相关讨论参见 Brownstein, Rosenblum & Norwitz, Andrew R. Brownstein, Steven A. Rosenblum & Trevor S. Norwitz, *The ESG/TSR Activist "Pincer Attack"*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Jan. 26, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/26/the-esg-tsr-activist-pincer-attack/>.

③ See David French, *U. S. Utility Evergy Adds Directors in new Agreement with Activist firm Elliott*, REUTERS (Feb. 26, 2021), <https://www.reuters.com/article/us-evergy-elliott-idUSKBN2AQ294>.

④ Ibid.

⑤ See Tim Human, *TCI goes global with "say on climate" campaign* (Dec. 2, 2020), <https://www.corporatesecretary.com/articles/esg/32358/tci-goes-global-%E2%80%98say-climate%E2%80%99-campaign>.

⑥ See Tim Human, *Aena adopts annual advisory vote on climate plan*, IR MAGAZINE (Nov. 5, 2020), <https://www.irmagazine.com/reporting/aena-adopts-annual-advisory-vote-climate-plan>.

⑦ BlackRock Investment Stewardship Group, *Voting Bulletin: AENA S. M. E. SA*, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-vote-bulletin-aena-oct-2020.pdf>.

纪基金提出的决议,该决议要求公司就供应链端如何以及是否能够消除森林砍伐并保持森林完整性的问题做出报告。^① 这一投票也得到了“三巨头”资产管理公司的大力支持。^② 同样,软件巨头甲骨文公司的管理层也在股东投票中败选,因为有报告称该公司内不同种族和性别的员工薪酬存在差距,该投票也得到了贝莱德、先锋和道富的支持。^③ 另一个略有不同的例子是被广泛报道的对冲基金 Jana Partners 针对 IT 巨头苹果公司发起的运动,该基金要求苹果公司在其设备上提供更多的功能,以便使父母能够更好地管理孩子的屏幕使用时间。Jana Partners 公司寻求了社会活动家和摇滚明星 Sting 的声援。最重要的是,这次活动再次与以 ESG 为导向的养老基金 CalSTRS 合作,这对活动的成功产生了至关重要的作用。^④ 该活动说服苹果公司做出了回应:苹果公司几个月后在其设备上推出了一个新的“屏幕使用时间”功能。^⑤

最新的一个现象是,ESG 运动可能不仅是由激进主义的基金或光环基金发起的,也可能是由被动的资产管理人自己推动的。例如,最近有报道称,纽约州共同退休基金正在与世界上最大的六家银行的股东联系,试图说服他们支持一项迫使银行将其政策与 2050 年的净零目标相统一的计划。^⑥

3. 制度化的平台

不同投资者之间的联盟有时会只因为个别运动而建立,而有时则会自发地制度化。其中最成功的一个例子是,名为“气候行动 100 +”的倡议吸引了 570 多个投资者,管理资产超过了 54 万亿美元。^⑦ 该倡议的目标是让公司参与改善气候变化的治理、减少排放,并加强与气候相关的财务披露。“气候行动 100 +”于 2017 年 12 月一

① See Alistair Gray & Patrick Temple-West, *Investor Rebellion at Procter & Gamble over Environmental Concerns*, FIN. TIMES (Oct. 14, 2020), <https://www.ft.com/content/1dd92502-e95b-4c21-be1c-c18a598acf1a>.

② See Jackie Cook & Lauren Solberg, *Hints of Sea Change in Big Fund Company ESG Proxy Votes*, MORNINGSTAR (May 12, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1039244/hints-of-sea-change-in-big-fund-company-esgproxy-votes>.

③ See Jackie Cook & Lauren Solberg, *The 2021 Proxy Voting Season in 7 Charts*, MORNINGSTAR (Aug. 5, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1052234/the-2021-proxy-voting-season-in-7-charts>.

④ See Robert G. Eccles, *Why an Activist Hedge Fund Cares Whether Apple's Devices Are Bad for Kids*, HARV. BUS. REV. (January 2018), <https://hbr.org/2018/01/why-an-activist-hedge-fund-cares-whether-apples-devices-are-bad-for-kids>.

⑤ See Sarah Perez, *Apple Unveils New Screen Time Controls for Children*, TECHCRUNCH (June 4, 2018), <https://techcrunch.com/2018/06/04/apple-unveils-new-screen-time-controls-for-children/>.

⑥ See Camilla Hodgson, *New York State Pension Fund Urges Bank Shareholders to Back Climate Demands*, FIN. TIMES (Apr. 13, 2022) at p. 8.

⑦ See <https://www.climateaction100.org/about/>.

经启动就立即获得了全世界的关注。它在统一协调活动的同时,也让各个独立的活动和地理区域自身承担一定的领导责任,从而分担了激进主义活动的成本。^① 2020年1月,贝莱德加入了“气候行动100+”,成为该活动签署者中的众多知名组织之一(其他组织包括CalPERS、CalSTRS、富达、摩根大通资产管理,以及纽约市和纽约州的养老基金)。联合国已将“气候行动100+”确定为“应对全球变暖的最有影响的全球倡议”之一。^②

但联盟也并不总是必须有大量的参与者才能产生有意义的影响。2021年4月,两个投资者团体——贝莱德和新加坡主权财富基金淡马锡,决定合作建立名为“脱碳伙伴”的制度化合作关系,并承诺提供6亿美元来推进解决脱碳的方案。^③ 此外,广泛的国际投资者倡导团体代表个人和机构投资者提交股东决议、跟进活动,以此抵御被投资公司管理层所造成的法律问题。这类团体包括As You Sow、Follow This、Majority Action、Shareholder Association for Research and Education、the Shareholder Commons、Share Action和Investor Advocates for Social Justice。^④ 几个机构同时“共同提交”股东决议也呈现出一种日渐增长的趋势。^⑤

用一个例子可以解释平台的运作方式及其与股东激进主义者的互动方式,那就是2021年一些大型石油和天然气公司达成的股东决议。大型石油公司雪佛龙、康菲石油和菲利普斯66的股东们支持以温室气体大幅减排为目标的决议。^⑥ 这些决议是由利益团体Follow This提出的,并获得了大多数股东的批准,比如菲利普斯66中的股东投票要求该公司发布一份报告,说明其游说活动是如何与《巴黎协定》的目标达

① See Ronald J. Gilson, Henry Hansmann & Mariana Pargendler, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union*, 63 Stan. L. Rev. 475 (2011); Anna L. Christie, *The Agency Costs of Sustainable Capitalism*, 55 U. C. Davis L. Rev. 875 (2021).

② See Matteo Tonello, *2021 Proxy Season Preview and Shareholder Voting Trends*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Feb. 11, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/02/11/2021-proxy-season-preview-and-shareholder-voting-trends-2017-2020/>.

③ See Jonathan Shieber, *Temasek and Black Rock form Decarbonization Partners with \$600 million to Create a Zeroemission Economy*, TechCrunch (Apr. 13, 2021), <https://techcrunch.com/2021/04/13/temasek-and-blackrockform-decarbonization-partners-with-600-million-to-create-a-zero-emission-economy/>.

④ See Jackie Cook & Lauren Solberg, *The 2021 Proxy Voting Season in 7 Charts*, Morningstar (Aug. 5, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1052234/the-2021-proxy-voting-season-in-7-charts>.

⑤ See Jackie Cook & Lauren Solberg, *The 2021 Proxy Voting Season in 7 Charts*, Morningstar (Aug. 5, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1052234/the-2021-proxy-voting-season-in-7-charts>.

⑥ See Pinsent Masons, *Institutional Shareholders Push for Climate Change Commitments* (June 18, 2021), <https://www.pinsentmasons.com/out-law/analysis/institutional-shareholders-push-for-climate-changecommitments>.

成一致。最重要的是,这份关于游说决议的投票得到了“气候行动 100 +”的支持。^① 股东代理咨询团体 ISS 也对菲利普斯 66 公司的投票表示支持,它建议股东们投票支持该提案,同时指出该公司关于年度排放量的报告落后于同行。

已经有几项学术研究调查了实践中不同类型的机构投资者之间建立的联盟的演变历程,所有相关研究都证实了这种合作正在明显增加。埃尔罗·伊迪姆森与其共同作者最近的一项研究记录了大量的合作参与案例,这些合作是由一个杰出的国际长期股东网络进行的,他们通过合作在 ESG 问题上影响目标公司。^② 与众不同的是,他们发现投资者倾向于选择一种“两级参与”战略(two-tier engagement strategy):将一个牵头的投资者(引领对话)与几个支持性的投资者(通常是主要的投资者)结合起来。事实证明,这一战略不仅在实现既定的参与目标方面非常有效,同时还可以提高目标绩效。这项研究主要基于联合国 PRI 所提供的合作平台的数据,PRI 是一个全球最大的、领头的网络平台,服务于那些致力于投资负责任的所有权和追求长期可持续回报的投资者。

其他研究人员已经证实了已建立的网络对进一步开展 ESG 活动的重要性。事实上,一些研究已经说明了,“投资者驱动的治理网络”(IGNs)是私人环境治理基础设施的关键组成部分。IGNs 是由投资者领导的联盟或同盟,围绕特定的公共利益或公共问题(如气候)而建立,其中主要的行动者就是投资者。^③ 此类 IGNs 包括碳披露项目(Carbon Disclosure Project, CDP)、企业责任多宗教中心(Interfaith Center on Corporate Responsibility, ICCR)、环境负责任经济体联盟(Coalition for Environmentally Responsible Economies, CERES)、反对种族灭绝投资者联盟、可持续金融市场网络和机构投资者气候变化小组(Institutional Investors Group on Climate Change, IIGCC)。这种目的驱动的网络是未来实现特定的宣传任务而被定制的,其

① See ClimateAction 100 +, *In Historic Votes, Shareholders Demand Strong Climate Action from the U. S. Oil and Gas Industry* (May 12, 2021), <https://www.climateaction100.org/news/in-historic-votes-shareholders-demandstrong-climate-action-from-the-u-s-oil-and-gas-industry/>.

② See Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş & Xi Li, *Coordinated Engagements*, ECGI Finance Working Paper No. 721/2021, http://ssrn.com/abstract_id=3209072.

③ See Michael MacLeod & Jacob Park, *Financial Activism and Global Climate Change: The Rise of InvestorDriven Governance Networks*, 11(2) Global Env'tl. Pol. 54 (2011); Aimei Yang, Nur Uysal & Maureen Taylor, *Unleashing the Power of Networks: Shareholder Activism, Sustainable Development and Corporate Environmental Policy*, 27 Bus. Strategy and The Env't 712 (2018).

严格程度各不相同。一些网络倾向于与传统机构投资者合作,如养老基金和共同基金。^①其他的则更专注于强调联盟在促进股东参与 ESG 问题方面所发挥的作用。^②准确地讲,他们不仅传播与他们的主题有关的信息、提出行动战略和策略,同时他们也给寻求影响公司的个人和机构股东们提供了连接点,以帮助运动实现成本分担。^③另一个新趋势是现有股东联盟之间的合作增加。^④如最近发起的“净零碳排放资产管理倡议”是一个“网络中网络”的模式,将诸如 CERES、PRI 和 IIGCC 等平台聚集在一起,共同承诺推动他们所投资的公司到 2050 年之前将其温室气体净排放量降为零。^⑤在这一倡议的签署者中,包含了“三巨头”和全球许多其他资产管理公司。

4. 评级、指数和代理顾问

然而,合作并不仅仅发生在双边层面。中介机构通过帮助投资者更好地评估其投资组合公司的 ESG 表现的方式,在促进 ESG 参与和投资方面正发挥着越来越突出的作用。正如我们在上面看到的,企业有强烈的意愿通过参与 ESG 活动来做“好事”。然而,为了吸引投资者,他们的做法需要通过外部评级系统被市场所看到。^⑥因此,ESG 评级和 ESG 指数最近在数量、质量、复杂性和种类上都有所增加。^⑦产生这一现象的原因是投资者的需求急剧增加,同时监管压力不断加大。ESG 评级是一个评分体系,目标公司的各项 ESG 表现可以通过这个体系被系统地评估和衡量,进而为该公司打出一个综合的 ESG 分数。与之相对的 ESG 指数是一个可投资指数,通常 ESG 指数汇总中每个公司的 ESG 绩效是基于市值加权计算得来。^⑧关键的是,这两种评价都不包括任何财务业绩指标。

① See Michael MacLeod & Jacob Park, *Financial Activism and Global Climate Change: The Rise of Investor-Driven Governance Networks*, 11(2) Global Envtl. Pol. 54 (2011); Aimei Yang, Nur Uysal & Maureen Taylor, *Unleashing the Power of Networks: Shareholder Activism, Sustainable Development and Corporate Environmental Policy*, 27 Bus. Strategy AND The Env't 712 (2018).

② See Gary J. Cundill, *Palie Smart & Hugh N. Wilson, Non-financial Shareholder Activism: A Process Model for Influencing Corporate Environmental and Social Performance*, 20 Int'l J. Mgmt. Rev. 606 (2018).

③ See Gary J. Cundill, *Palie Smart & Hugh N. Wilson, Non-financial Shareholder Activism: A Process Model for Influencing Corporate Environmental and Social Performance*, 20 Int'l J. Mgmt. Rev. 615 (2018).

④ See David Grayson & Jane Nelson, *Corporate Responsibility Coalitions: The Past, Present, And Future of Alliances For Sustainable Capitalism* (Stanford University Press 2020), <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/9780804787109/html>.

⑤ See <https://www.iigcc.org/>.

⑥ Claire Economidou et al., *Does Sustainable Investing Matter to the Market?*, Working Paper (2021), available at <https://ssrn.com/abstract=3965134>.

⑦ See Michael S. Pagano et al., *Understanding ESG ratings and ESG indexes*, in *Research Handbook of Finance and Sustainability* 339 (Sabri Boubaker, Douglas Cumming & Duc K. Nguyen, eds., 2018).

⑧ 著名的例子包括道琼斯可持续发展指数和富时 4 良好指数。

为投资者更好地了解公司的 ESG 活动提供服务的行业如雨后春笋般出现。现在已经有许多评级机构专门从事根据 ESG 标准来评估公司的服务。目前领先的评估机构包括 MSCI、ESG Research、Sustainalytics、Institutional Shareholder Services (ISS)、RobecoSAM 和 Refinitiv。

然而,近年来这个市场发生了很大的变动。例如,可持续发展投资公司 RobecoSAM 在 2019 年将其 ESG 评级业务出售给了标普全球;Sustainalytics 自 2020 年以来被收购后成为基金公司晨星的一部分。主要的传统评级机构也不想错过这一趋势,标普在 2019 年推出了自己的 ESG 评级部门;穆迪在著名的可持续发展机构 Vigeo Eiris 中掌握了多数股权。同时,惠誉所依赖的 ESG 评分已经融入了公司自身的信用评级;而 ISS 现在是德意志交易所的一部分。

这里存在一个明显的关键词:该行业缺乏统一化标准。由于对“ESG”或“可持续性”没有统一的定义,所以不同的数据提供者、评级机构或指数设计者会基于各自的算法得到不同的结果。一些 ESG 评级机构甚至不披露他们使用什么标准来确定其评级,这会给投资者带来巨大的不确定性。最近的一项研究发现,六个不同供应商的 ESG 评级的相关性平均只有 0.54。^① 与此形成鲜明对比的是,在传统的信用评级中,其相关性为 0.99。同时,Refinitiv 提供的研究记录也展现了历史上 ESG 评级的广泛追溯性变化。^②

一个相关的问题是,评级机构的数据要么来自公司的自我报告,要么来自评估 ESG 报告和公司网站信息的算法。众所周知,以自我报告为来源的评级未必可靠。英国金融服务公司 Hargreaves Lansdown 最近的一项研究中,根据 Refinitiv 的数据从富时 100 指数中排出了五家被认为是最环保和最有社会责任感的公司。结果令人惊讶的是,排名前五位的公司包括了英美烟草公司(为 200 多个品牌香烟供应烟草)、可口可乐公司(以含糖软饮料闻名)和 Glencore(全球矿业公司)。^③

附带说明一下,ESG 评级不能与所谓的第二方意见(Second-Party Opinions, SPO)相混淆。这些意见是指由独立的一方来评估绿色债券或绿色期票的优点。SPO

① See Florian Berg, Julian F. Kölbels & Roberto Rigobon, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, Working Paper 2020, <https://ssrn.com/abstract=3438533>; Elroy Dimson, Paul Marsh & Mike Staunton, *Divergent ESG Ratings*, 47 J. PORTFOLIO MGMT. 75 (发现各机构之间存在广泛分歧的评级,并质疑它们对投资者的效用)。

② See Florian Berg, Kornelia Fabisik & Zacharias Sautner, *Is History Repeating Itself? The (Un)Predictable Past of ESG Ratings*, ECGI Finance Working Paper No. 708/2020, <https://ssrn.com/abstract=3722087>.

③ See Sophie Lund-Yates, *FTSE 100-the 5 highest ESG rated companies* (March 3, 2021), <https://www.hl.co.uk/news/articles/ftse-100-the-5-highest-esg-rated-companies>.

评估的内容是公司利用绿色工具寻求融资的项目是否确实具有可持续性。与 ESG 评级相比, SPO 不一定考虑到公司的全部活动。此外, SPO 证明发行人符合可持续融资的现行标准。从法律的角度来看, 尽管没有任何有约束力的法规, 但至少在这个市场领域, 国际资本市场协会 (International Capital Market Association, ICMA)《绿色债券原则》已经建立了一个事实上的市场标准。^①

最后, 股东代理顾问作为资本市场上—类强有力的参与者, 已经成为一种推动负责任投资的中介机构。股东代理咨询公司是独立的服务提供商, 他们帮助机构投资者执行他们对股东事务的投票决定, 并就如何给他们所持股的公司投票提供建议。这个市场由两家相对较小的股东代理咨询公司主导, 即机构股东服务 (Institutional Shareholder Services, ISS) 和 Glass Lewis, 它们共同控制了 90% 以上的代理咨询市场。在过去, 代理顾问的主导地位和其对公司投票事项的影响力引起了人们的担忧, 与此紧密相连的是人们对资产管理公司盲目、过度依赖的担忧。^②

最近, 学者们的注意力转向了股东代理顾问在促进 ESG 目标方面发挥的作用。^③ 已经出现的情况是, ISS 这种占市场主导地位的代理顾问, 甚至比大多数传统资产管理公司更支持环境和社会决议。^④ 例如, ISS 采取了一项名为“重要温室气体排放者”的新投票政策, 该政策中提到的公司的工业温室气体排放量达到了全部公司的 80% 以上, 因此该政策被认为是推动全球净零排放转型的关键。^⑤ ISS 的指导方针面对这些公司指出, 如果它确定该公司没有采取必要的了解、评估和减轻气候风险的“最低限度措施”来实现公司和社会目标, 它将建议对直接负责的董事会委员会的现任主席

① See International Capital Markets Association (ICMA), Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds (June 2021), <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/theprinciples-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>.

② See The SEC Adopted new Rules Governing Proxy Advisors over those Concerns in 2020; SEC, *Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*, 85 FR 55082, Sept. 3, 2020 (Release No. 34-89372, July 22, 2020).

③ See John G. Matsusaka & Chong Shu, *A Theory of Proxy Advice When Investors Have Social Goals*, USC Paul Rose, *Proxy Advisors and Market Power: A Review of Institutional Investor Research Paper* (Oct. 26, 2020), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3547880; onal Investor Robovoting, Report for the Manhattan Institute (April 2021), <https://ssrn.com/abstract=3851233>.

④ See Kevin Chuah, Isobel Mitchell & Lily Tomson, *Another Link in the Chain: Uncovering the role of proxy advisors in investor voting*, ShareAction Report (2021), https://api.shareaction.org/resources/reports/Another-Link-in-the-Chain_Uncovering-the-role-of-proxy-advisorsin-investor-voting.pdf.

⑤ 这些公司是目前被确定为“气候行动 100 + 焦点小组”一部分的 167 家公司。The list is <https://www.climateaction100.org/whos-involved/companies/>.

投反对票。^① ISS 所认定的“最低限度措施”将得到加强,届时 ISS 将要求公司提供详细的气候风险披露,包括董事会治理、公司战略、风险管理分析和衡量标准和大规模的减排目标。^② 此外,如果董事会内没有明显的种族或民族多样性成员或妇女,他们一般会建议投票反对拟议的董事。^③ 人们还发现,ISS 与第二大代理公司 Glass Lewis 相比,在 ESG 事务上的支持力度更大。^④ 虽然过度依赖股东代理咨询建议的问题还没有得到解决,但他们对投票决定的影响力仍然很大,他们的决定代表着一种对投资者驱动型的负责任投资的额外支持。

五、建 议

现在投资者越来越纯粹地为了自己的利益而推动企业的可持续政策,针对这一结论,笔者提出两大建议以指导立法者和监管者之后的行动。

第一条建议针对这一结论可能产生负面的影响。在投资者主动推动追求实现 ESG 目标的情况下,对公司董事会的管理制度进行额外的修改似乎是不必要的。更糟糕的是,修改董事的职责可能会在投资者主导的可持续性方面产生反作用,例如,公司管理层可能会以保护相关者的利益为幌子,反对机构股东及其努力,从而稳固公司管理层的地位。^⑤ 因此,立法者改革公司董事监管制度的举措应暂缓实施,特别是欧盟委员会。^⑥ 正如最近的一份针对欧盟提案的文件所指出的,这些举措需要结合经

① See Institutional Shareholder Services, *U. S. Proxy Voting Guidelines* 16 (Dec. 13, 2021), <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/US-Voting-Guidelines.pdf>.

② See Marc S. Gerber & Raquel Fox, *Investors Press for Progress on ESG Matters, and SEC Prepares To Join the Fray*, SKADDEN INSIGHTS (Jan. 19, 2022), <https://www.skadden.com/insights/publications/2022/01/2022-insights/corporate/investors-press-for-progress>.

③ See Institutional Shareholder Services, *U. S. Proxy Voting Guidelines* 16 (Dec. 13, 2021), <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/US-Voting-Guidelines.pdf>.

④ See Kevin Chuah, Isobel Mitchell & Lily Tomson, *Another Link in the Chain: Uncovering the role of proxy advisors in investor voting*, ShareAction Report (2021), https://api.shareaction.org/resources/reports/Another-Link-in-the-Chain_Uncovering-the-role-of-proxy-advisors-in-investor-voting.pdf. ISS 建议投资者在 79% 的时间内投票“支持”股东决议,这远高于 Glass Lewis 支持的 53% 的投票率。

⑤ See Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029, 2033 (2019).

⑥ See European Commission, *Public consultation on Sustainable Corporate Governance* (Oct. 26, 2020 – Feb. 8, 2021), https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_en.

济数据和上文提出的“行业自我监管”方法来重新考虑。^① 委员会的倡议和安永会计报告^②也引起了不同学术领域的激烈批评,^③其他的以强制性的方式试图规定可持续性标准的改革行为也受到了类似的批评。^④

作为一个有别于过度追求规定性方法的替代方案,笔者针对结论可能带来的积极影响提出了第二条建议:增大投资者的影响力,即通过“团队合作”模式进行项目的有效过滤和审核后,推动企业自发地追求可持续发展的举措。然而,我们已经看到,团队合作也面临着挑战。例如,著名的“搭便车”问题:成本可能由一小部分坚定而敏锐的投资者承担,而收益则由公司的所有投资者共享。此外,机构投资者之间的竞争和对立使合作变得困难,同时合作也对企业的独立和企业间的信任有着很高的要求。另外,协调工作是昂贵且耗时的,因为它需要克服语言和文化障碍,所以事实上,在来自不同司法管辖区的投资者们之间达成协议可能是困难的。最后,来自监管的障碍依然存在,如果监管系统能起到有效作用的话,那么其作用应该是支持和促进 ESG 参与其中。以下几个工具可以有效地达成这一目标。

1. 促进和明确规范

当前分析指出了在强制规定可持续性目标这种方法之外,监管可以起到促进和准许 ESG 投资的作用。美国劳工部(Department of Labor, DOL)目前提出的规则是一个证明监管可以合理进行的例子。这些规则关注退休计划受托人在美国 ERISA 框架下赞助的退休计划中投资 ESG 基金的能力。^⑤ 在当前的改革之前,特朗普政府

① See Alexander Bassen, Kerstin Lopatta & Wolf-Georg Ringe, *Feedback Statement on the Sustainable Corporate Governance Initiative* (October 2020), https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-yoursay/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594615_en; A summary has featured on the Oxford Business Law Blog at <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/10/ec-corporate-governanceinitiative-series-eu-sustainable-corporate>.

② See EY, *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance: Final Report* (July 2020), <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>.

③ See Mark J. Roe, Holger Spamann, Jesse Fried & Charles Wang, *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, 38 YALE J. ON REG. BULL. 133 (2021); The European Company Law Experts Group, *A Critique of the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance Prepared by Ernst & Young for the European Commission*, OXFORD BUS. L. BLOG (Oct. 14, 2020), <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/10/ec-corporate-governance-initiative-series-critiquetudy-directors>; Marcello Bianchi & Mateja Milič, *European Companies are Short-Term Oriented: The Unconvincing Analysis and Conclusions of the Ernst & Young Study*, OXFORD BUS. L. BLOG (Oct. 13, 2020), <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/10/ec-corporate-governance-initiative-serieuropean-companies-are>.

④ See Dirk A. Zetsche & Linn Anker-Sørensen, *Regulating sustainable finance in the dark*, 23 EUR. BUS. ORG. L. REV. 47 (2022).

⑤ ERISA 代表 1974 年的《雇员退休收入保障法》(Employee Retirement Income Security Act),但这里指的是管理雇员福利计划的整个监管框架。

已经对受托人在其退休计划中使用 ESG 基金的能力造成了一些相当大的监管不确定性。2021 年 10 月,美国 DOL 发布了一项提案,将取消对 ESG 投资规则的一些限制。^① 如果这项提案被采纳,就意味着退休金计划发起人可以更有信心地将 ESG 基金纳入他们的计划。尽管在以前的 ESG 指导文件中,ERISA 计划发起人的受托责任保持一致,但由于不同行政部门不断发布新的指导文件,导致计划发起人方面产生很大的不确定性,这让他们在一定程度上不愿意将 ESG 基金广泛纳入退休计划。^② 这意味着受 ERISA 监管的受托人无法遵循一般的市场惯例。^③ 然而,DOL 的新规则与以前的规则不同,它现在提议将 ESG 基金和其他任何投资基金同等对待。虽然 ERISA 的核心原则中谨慎和忠诚的义务仍然是最重要的,但拟议的法规认识到 ESG 因素在投资选择中是“财务上重要的”,并明确了 ESG 因素的影响在评估特定的投资选择时是一个适当的考虑因素。^④ 在适当的时间范围内,面临在收益和风险相等的投资选择时,将 ESG 考虑作为“决定性因素”的做法也得到了明确。

虽然这些变化看起来是技术性的,但其实它们有可能“改变 ESG 游戏”^⑤,因为它们将使 ERISA 退休金计划的大量资金(重新)向 ESG 市场投入。但重要的是,拟议的规则并没有规范的授权 ESG 投资;它们只是明确了受托人可以依照个人意愿投资于 ESG 产品的立场。一旦这些规则被采纳,在个别事实和情况中 ESG 因素会被当作一个重要因素,不仅受托人可以适当地考虑它们,而且在某些情况下,甚至可能需要对这些因素进行评估。^⑥

① See Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights, 86 Fed. Reg. 57(2021).

② See Melissa Kahn, *The New DOL Proposal May Change the ESG Game*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Dec. 8, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/08/the-new-dolproposal-may-change-the-esg-game/>.

③ See PRI, *Consultation Response-U. S. Department of Labor: Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights* (Dec. 13, 2021), <https://www.unpri.org/download?ac=15663>.

④ DOL, ERISA stands for the Employee Retirement Income Security Act of 1974 but here refers to entire regulatory framework that govern employee benefit plans.

⑤ Melissa Kahn, *The New DOL Proposal May Change the ESG Game*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Dec. 8, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/08/the-new-dolproposal-may-change-the-esg-game/>.

⑥ See Thoms P. DiNapoli, State Comptroller of New York, *Consultation Response: Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights* (Dec. 9, 2021).

2. 披露和标准化

任何自我监管的尝试都面临着信息不对称和缺乏市场标准化的困难。目前,全球范围内存在各种各样的标准和低质量的数据,这使遵守规定非常困难,同时也削弱了投资者的参与效率。这是直接投资和那些依赖评级的投资者都面临的问题。^① 对于在多个司法管辖区运营的公司来说,差异很大的规则和条例可能会引发大量有差异的披露,这会使投资者更难以比较和查明可核实的可靠信息。^② 同时,它们会招致监管套利和“洗绿”。^③ 更糟糕的是,不同的标准最终可能导致逐底竞争。^④ 在更实际的层面上,产品、数据和标准的不透明使最终投资者难以最适当地利用其资金,进而削弱了投资者主导的可持续性模式的力量。^⑤ 因此,机构投资者越发要求采用更加标准化和可比较的报告标准。^⑥

在过去的几年里,世界范围内已经采用了许多 ESG 报告系统,如可持续发展会计准则委员会(Sustainability Accounting Standard Board, SASB)^⑦、全球报告倡议组织(Global Reporting Initiative, GRI)^⑧、世界经济论坛(World Economic Forum, WEF)的可持续资本主义衡量标准^⑨,以及由 20 国集团(Group of 20, G20)金融稳定委员会^⑩建立的气候相关金融信息披露工作组(Task Force on Climate-Related Financial Disclosure, TCFD)^⑪所采用的框架系统。根据最近的一项调查,75% 的投资者推荐

① See Silvia Pavoni, *The search for the Meaning of Green*, Fin. Times (May 24, 2021), FTfm 5.

② See Sara Bernow et al., *More than values: The value-based sustainability reporting that investors want*, McKinsey & Company (Aug. 7, 2019), <https://www.mckinsey.com/businessfunctions/sustainability/our-insights/more-than-values-the-value-based-sustainability-reporting-that-investors-want>.

③ See Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 Cardozo L. Rev. 1921 (2020).

④ See Jean Raby, 负责任的投资应该改善并跑赢市场,而不是成为市场, FIN. NEWS (Jan. 5, 2021), <https://www.fnlondon.com/articles/responsible-investment-should-improve-and-outperform-the-market-not-become-the-market-20210105>.

⑤ 论披露监管在赋能绿色金融转型中的作用, 参见 Tobias Tröger & Sebastian Steuer, *The Role of Disclosure in Green Finance*, ECGI Law Working Paper No. 604/2021, <https://ssrn.com/abstract=3908617>.

⑥ See PwC, *Global Investor Survey: The economic realities of ESG* 5 (December 2021).

⑦ SASB 标准可在以下网址下载:<https://www.sasb.org/standards/download/>.

⑧ Global Reporting Initiative, *Consolidated Set of GRI Sustainability Reporting Standards 2020* (2020), <https://www.globalreporting.org/standards/download-the-standards/>.

⑨ World Economic Forum, *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation* (Sept. 22, 2020), <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>.

⑩ 关于一个概述和全面的讨论, 参见 Virginia Harper Ho, *Modernizing ESG Disclosure*, Working Paper 2021, <https://ssrn.com/abstract=3845145>.

⑪ TCFD, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (June 2017), <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>.

SASB 和 53% 的投资者推荐 TCFD 作为沟通 ESG 信息的最佳标准。^①

目前,各国和各地区的做法差异很大。在美国,“三巨头”资产管理公司和其他公司目前鼓励公司遵循 SASB 报告标准和 TCFD 制度。美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 目前正在考虑采取新规去强制特定 ESG 的披露。^② 2021 年 6 月,众议院通过立法,要求 SEC 发布关于 ESG 披露的新规则。^③ 虽然这项提议在参议院中通过的概率较小,但它仍然会对 SEC 的努力有所促进。2021 年 10 月,SEC 主席加里·冈斯勒宣布就非财务披露政策进行公开咨询。^④ 与之并行的是,财务会计准则委员会 (Financial Accounting Standards Board, FASB) 已经向其工作人员发布了关于将包括气候变化在内的 ESG 事项纳入财务报表的指导意见。^⑤ 与此同时,私营机构也在推行他们各自的计划。例如,纳斯达克已经对其上市标准进行了修改,要求其上市公司从 2022 年起加强对董事会多样性的披露,并要求他们至少有两名“多元化”的董事会成员,如果没有,则必须披露其原因。^⑥

欧盟的制度仍处于新兴阶段。于 2021 年 3 月生效的《可持续金融披露条例》(Sustainable Finance Disclosures Regulation, SFDR) 目前正在欧盟范围内实施。它对包括银行和投资公司在内的金融服务机构提出了与可持续性相关的披露要求。欧盟委员会还公布了一项修订《企业可持续报告指令》(The Corporation Sustainability Reporting Directive, CSRD)^⑦ 的提案,作为其“一揽子”可持续金融计划

① See Morrow Sodali, Institutional Investor Survey 2021, <https://morrrowsodali.com/insights/institutional-investor-survey-2021>.

② 2021 年 3 月,SEC 发布了关于气候变化披露的公众评论请求,并宣布在执法部门成立气候和 ESG 工作组 (more information at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-climate-change-disclosures>). See David A. Katz & Laura A. McIntosh, *SEC Regulation of ESG Disclosures*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (May 28, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/28/sec-regulation-of-esg-disclosures/>; Virginia Harper Ho, *Modernizing ESG Disclosure*, Working Paper 2021, <https://ssrn.com/abstract=3845145>.

③ Corporate Governance Improvement and Investor Protection Act, H. R. 1187.

④ See Gary Gensler, *Testimony Before the United States House of Representatives Committee on Financial Services* (Oct. 5, 2021), <https://www.sec.gov/news/testimony/gensler-2021-10-05>.

⑤ See FASB, FASB Staff Educational Paper: Intersection of Environmental, Social, and Governance Matters with Financial Accounting Standards (Mar. 19, 2021).

⑥ See Nasdaq, *Nasdaq to Advance Diversity through New Proposed Listing Requirements*, (Dec. 1, 2020), <https://www.nasdaq.com/press-release/nasdaq-to-advance-diversity-through-new-proposed-listingrequirements-2020-12-01>. 该提案于 2021 年 2 月进行了修订,并于 2021 年 8 月获得了 SEC 的批准。See Securities and Exchange Commission, Release No. 34-92590 (August 6, 2021), <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2021/34-92590.pdf>.

⑦ European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting (Apr. 21, 2021), COM(2021) 189 final.

的一部分。^① 如果该指令通过,将大大提升并扩展现有的《非财务报告指令》(Non-financial Reporting Directive, NFRD)^②。CSRD 计划的适用范围将会扩大到大多数大型公司和所有在监管市场上市的公司,但上市的微型企业除外。它引入了更详细且严格的报告要求,并要求根据强制性的欧盟可持续性报告标准进行报告。它还将要求公司以机器可读的形式对报告信息进行数字化分类,并将其输入欧洲的统一企业信息平台。

最后,欧盟的《分类法条例》(Taxonomy Regulation)是欧盟制度的一个重要支柱,因为它对投资类型进行了分类和分级,并提供了“绿色”投资活动共同的定义和构成标准。^③ 因此,它有一个明确的目标,即解决洗绿问题。此外,它还要求公司披露其符合环境可持续发展的营业额比例。^④ 《分类法条例》于 2020 年 7 月生效,预计将为投资者创造法律确定性,保护私人投资者免受洗绿之害,帮助公司规划其转型、缓解市场分裂,并最终帮助投资流向最需要的地方。^⑤ 欧盟委员会目前正在通过一些授权法案,以充实《分类法条例》的结构。

在英国,金融行为监管局通过了一项新的上市规则,要求优质上市发行人从 2021 年开始,在“遵守或解释”的基础上,公开其与气候相关的披露是否符合 TCFD 的建议。^⑥ 此外,目前正在审议一项政府提案,该提案将强制要求上市公司、大型私营公司和有限责任合伙企业披露其与气候相关的财务,并必须达到 TCFD 标准。^⑦ 这两种举

① See European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: EU Taxonomy, Corporate Sustainability Reporting, Sustainability Preferences and Fiduciary Duties: Directing finance towards the European Green Deal (Apr. 21, 2021), COM(2021) 188.

② 欧洲议会和理事会于 2014 年 10 月 22 日发布的指令 2014/95/EU 修订了关于某些大型企业和集团披露非财务和多样性信息的指令 2013/34/EU [2014] OJ L330/1。

③ 欧洲议会和理事会于 2020 年 6 月 18 日颁布的 (EU) 2020/852 条例,关于建立促进可持续投资的框架,以及修订条例 (EU) 2019/2088, [2020] OJ L198/13。

④ 参见《分类法条例》第 8 条。

⑤ See European Commission, *What is the EU taxonomy*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en.

⑥ See Financial Conduct Authority, *Proposals to enhance climate-related disclosures by listed issuers and clarification of existing disclosure obligations*, Policy Statement PS20/17 (Dec. 2020), <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps20-17.pdf>.

⑦ See Department for Business, Energy & Industrial Strategy, *Consultation on requiring mandatory climate-related financial disclosures by publicly quoted companies, large private companies and Limited Liability Partnerships (LLPs)* (March 2021), https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/972422/Consultation_on_BEIS_mandatory_climate-related_disclosure_requirements.pdf.

措都建立在政府 2019 年绿色金融战略的基础上^①,并将于 2023 年全面投入使用。

这个简短的概述表明,这样一个存在不同的监管手段、标准和义务的初期局面不利于透明的、追求投资者主导的可持续性全球投资市场的发展。这里需要一个真正的全球标准,使投资和活动具有可比性。在积极的一面,ESG 运动已经引发了多种倡议并建立了披露系统,尽管这些行动的协调性和一致性尚不充分。^② 一个值得称道的举措来自企业报告对话 (Corporate Reporting Dialogue, CRD),它主要是由国际综合报告理事会建立的一个平台,目标是促进国际企业报告系统、标准和相关要求之间的一致性、连贯性和可比性。^③ 同样,国际会计准则委员会 (International Accounting Standard Board, IASB) 最近宣布要为 ESG 报告制定一个宏大的全球标准。^④ 其中的关键是新成立的国际可持续发展标准委员会 (International Sustainability Standards Board, ISSB),它将为公司建立一个单一的、全球性的 ESG 披露系统。^⑤ 无论哪种标准将来在全球发挥主导作用,都需要一个强大的、独立的且最关键的是需要一个可信赖的机构的支持。^⑥

3. 消除合作的障碍

通过上文看到,“团队合作”的概念为 ESG 激进主义的未来发展带来了巨大的希望,即建立联盟使参与的股东拥有了更大的影响力,同时也限制了权力滥用的可能

① See HM Government, *Green Finance Strategy: Transforming Finance for a Greener Future* (July 2019), https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/820284/190716_BEIS_Green_Finance_Strategy_Accessible_Final.pdf.

② See Patrick de Cambourg, *Ensuring the Relevance and Reliability of Non-financial Corporate Information: An Ambition and a Competitive Advantage for a Sustainable Europe* (May 2019), <https://www.responsible-investor.com/reports/multiple-authors-ensuring-the-relevance-and-reliability-of-nonfinancial-co>.

③ See <https://corporatereportingdialogue.com/>.

④ See IFRS, *IFRS Foundation Trustees Announce Next Steps in Response to Broad Demand for Global Sustainability Standards* (Feb. 2, 2021), <https://www.ifrs.org/news-and-events/2021/02/trustees-announcenextsteps-in-response-to-broad-demand-for-global-sustainability-standards/>; IFRS, *IFRS Foundation Trustees Announce Strategic Direction and Further Steps Based on Feedback to Sustainability Reporting Consultation* (Mar. 8, 2021), <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/03/trustees-announce-strategicdirectionbased-on-feedback-to-sustainability-reporting-consultation/>.

⑤ See <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>; Martha Carter et al., *Towards a Global ESG Disclosure Framework*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Jan. 9, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/09/towards-a-global-esg-disclosureframework/>.

⑥ See Paul Brest & Colleen Honigsberg, *Measuring Corporate Virtue—And Vice: Making ESG Metrics Trustworthy*, in *Frontiers in Social Innovation: the Essential Handbook for Creating, Deploying, and Sustaining Creative Solutions to Systemic Problems* 79 (Neil Malhotra, ed., 2022).

性。^① 然而,目前存在一些限制投资者合作可能性的监管障碍。例如,美国的代理征集规则使发起投资者活动的成本非常高。^② 具体而言,在 2019 年,美国 SEC 通过了关于代理顾问和代理的征询意见,这使投资顾问代表客户行使股东投票权变得更加困难且昂贵。^③ 一年后,美国 SEC 通过了与代理顾问有关的新规则和额外指导,这进一步增加了投票过程的成本和复杂性,并强制要求发行人更多地参与代理投票决策。^④ 而最近,对第 14a-8 条的监管改革提高了门槛,使股东在公司股东大会中更难通过股东提案。^⑤ 这种政策的制定受到了严厉的谴责,甚至美国 SEC 内部对此也持批评的态度,因为它阻碍了股东参与,尤其是在 ESG 倡议活动中。^⑥

欧洲和其他司法管辖区关于“一致行动”的规则限制了建立联盟的可能性:在欧盟成员国的披露规定中,各方所持有的股票必须一起计算,并且需要提前披露。^⑦ 在美国,投资者在没有披露的情况下,非正式地就某事项一起行动可能被视为违反了“公平披露”条例。^⑧ 此外,如果协同行动的投资者共同“控制”了公司,他们就可能需要根据欧盟的收购指令对该公司进行强制收购。^⑨ 这些规则长期以来被认为是阻碍股东参与的一大障碍,因为违反这些规则意味着巨大的财务后果。^⑩ 最后,股东激进主义在现有的内幕交易法中存在一些摩擦和法律不确定性,这些问题都有待

① See Paul Brest & Colleen Honigsberg, *Measuring Corporate Virtue—And Vice: Making ESG Metrics Trustworthy*, in *Frontiers in Social Innovation: The Essential Handbook For Creating, Deploying, and Sustaining Creative Solutions to Systemic Problems* 79 (Neil Malhotra, ed., 2022).

② 参见 SEC 条例 14A, 规则 14a1 至 14a7。

③ See *Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers*, Rel. No. IA5325 (Aug. 21, 2019); *Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice*, Rel. No. 34-86721 (Aug. 21, 2019).

④ See *Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*, Rel. No. 34-89372 (July 22, 2020); *Supplement to Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers*, Release No. IA5547 (July 22, 2020).

⑤ See *Procedural Requirements and Resubmission Thresholds under Exchange Act Rule 14a-8*, Rel. No. 34-89964 (Sept. 23, 2020).

⑥ See Allison Herren Lee, *Statement by Commissioner Lee on the Amendments to Rule 14a-8*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Sept. 24, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/09/24/statement-by-commissioner-lee-on-the-amendments-to-rule-14a-8/>.

⑦ See Transparency Directive 2004/109/EC, Articles 9, 10(a).

⑧ See Reg FD, 17 CFR Part 243.

⑨ See Takeover Directive 2004/25/EC, Article 5(1).

⑩ 参见 Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes, The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. Fin. 2905 (2016); ESMA, *Report: Undue short-term pressure on corporations*, ESMA 30-22-762 (December 2019) at 64; PRI, *Addressing System Barriers* (2022): “当机构投资者寻求与公司合作时,一致行动往往被认为是一个主要的监管障碍。”

解决。^①

特别是在推动可持续发展的时候,监管机构开始意识到正确的措施是促进而不是限制投资者的参与。欧洲证券和市场管理局(ESMA)保有一份白名单,列举出那些不会被当作“一致行动”的活动。^②最近有提议建议对这份名单进行复审,探讨是否应将 ESG 领域的协调活动列入其中,以刺激 ESG 在这一领域的参与。^③这个提议目前备受欢迎。

4. 促进投资者平台

上文论述了投资者平台的建立会极大地促进投资者参与。^④研究表明,这种被称为投资者集体行动组织(ICAIO)的平台可以使投资者之间的互动更加容易、识别主要投资者、传播信息,并帮助分担参与的成本。其中一个例子是“负责任投资原则”(PRI)合作平台,由投资者与联合国环境署金融倡议和联合国全球契约合作建立。^⑤PRI 是全球领先的网络平台,也是最大的投资者倡议,它主要面向的领域是负有责任的所有权和长期可持续的回报。PRI 平台提供了一个重要的数据库,其中记录了世界各地的 ESG 方面的活动。该平台允许主要投资者发起并推销活动,支持由 PRI 或活动领导者邀请的投资者加入活动,也可以通过 PRI 的在线合作平台加入。^⑥我们已经看到,多个与 ESG 相关的专业平台已经存在,并在促进投资者参与方面发挥了重要作用。这里成功例子有“气候行动 100 +”倡议和名为 CERES 的非政府组织等。

在 ESG 领域之外,投资者平台以各种形式存在。一个例子是荷兰企业管理平台 Eumedion,它代表了全世界投资于荷兰上市公司的机构投资者的利益。该平台致力于促进荷兰上市公司实行良好公司治理和可持续发展政策,并推动其成员的参与度和责任感。除此之外 Eumedion 特别支持其成员之间以及成员与荷兰上市公司之间的交流。^⑦一个类似的机构是加拿大善治联盟(Canadian Coalition for Good

^① See Ana Taleska, *European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies*, 17 Eur. Company & Fin. L. Rev. 558 (2020).

^② See ESMA, *Public Statement Information on Shareholder Cooperation and Acting in Concert under the Takeover Bids Directive* (Feb. 8, 2019), ESMA31 – 65 – 682.

^③ See ESMA, *Report: Undue Short-term Pressure on Corporations*, ESMA 30 – 22 – 762 (Dec. 2019), at pp. 69, 70.

^④ See ESMA, *Report: Undue Short-term Pressure on Corporations*, ESMA 30 – 22 – 762 (Dec. 2019).

^⑤ PRI 平台的网址是 <https://collaborate.unpri.org/>.

^⑥ See Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş & Xi Li, *Coordinated Engagements*, ECGI Finance Working Paper No. 721/2021, http://ssrn.com/abstract_id=3209072.

^⑦ See Eumedion Corporate Governance Forum, *About Eumedion*, <https://en.eumedion.nl/About-Eumedion.html>.

Governance, CCGG), 它将投资于加拿大上市股票的机构股东们捆绑在一起。^① 该联盟旨在促进加拿大上市公司进行良性治理并协调其参与活动, 它同时也声称会重点关注与环境和社会风险治理有关的议题。^②

所有这些网络 and 平台都对于促进投资者的参与、克服“搭便车”动机和协同行动问题有至关重要的作用。迪姆森和他的同事认为, 平台可以非常有效地帮助投资者利用和克服共同追求目标的优势和挑战。^③ 相关研究记录了机构投资者利用这些平台通过集体行动来改善治理的成果。^④ 诚然, 这种平台也可以由商业协会自己建立并通过自我监管的方式发展。然而, 目前联合国的 PRI 平台仍被认为是促进 ESG 目标的最有效平台, 它的相当一部分力量来自联合国的财政和声誉支持。因此, 监管机构可能倾向于考虑在该领域建立或赞助平台治理的方案。德国可持续金融专家小组在其最终报告中建议建立这样一个平台, 以促进集体参与。^⑤

六、结 论

笔者将 ESG 的关注重点从监管干预转移到支持用市场主导方式进行 ESG 投资。笔者认为, 首先, 投资者的倡议和参与在目前和未来都应该是促进市场可持续发展方向的主要工具。这种对市场的信任是基于近期金融市场中供应方和需求方的发展状况, 以及基金向共同所有权的转变。其次, 建立联盟和拉拢投资者的需要可以作为一个内在的检查机制, 这会有助于限制股东利益异质性投资, 从而仅进一步支持那些得到大多数投资者支持的运动。特别是, 近年来出现的制度化的投资者平台会有助于协调投资者运动并分担成本。最后, 针对政策的建议是: 立法者应该采取支持和促进的方法, 支持投资者的参与和私人秩序的建立。通过这种做法, 静态的和干预性的法律政策的必要性都将降低。

① See Craig Doidge, Alexander Dyck, Hamed Mahmudi & Aazam Virani, *Collective Action and Governance Activism*, 23 Rev. Fin. 893 (2019).

② See Canadian Coalition for Good Governance, 2020 Annual Report: Engagement through a Governance Lens-Connecting boards and investors through principles of good governance (2021), https://ccgg.ca/wpcontent/uploads/dlm_uploads/2021/06/CCGG-2020-Annual-Report_Final.pdf.

③ See Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş & Xi Li, *Coordinated Engagements*, ECGI Finance Working Paper No. 721/2021, http://ssrn.com/abstract_id=3209072.

④ See Craig Doidge, Alexander Dyck, Hamed Mahmudi & Aazam Virani, *Collective Action and Governance Activism*, 23 Rev. Fin. 893 (2019).

⑤ See Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung, *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation* 36 (2021), https://sustainable-finance-beirat.de/wpcontent/uploads/2021/02/210224_SFB_-Abschlussbericht-2021.pdf.