

# 看重被动投资者参与公司治理

## ——以埃克森美孚为例

李函璞

华东政法大学国际金融法律学院, 上海

收稿日期: 2023年10月22日; 录用日期: 2023年11月19日; 发布日期: 2023年11月29日

### 摘要

本文研究被称为“气候政变”的埃克森美孚ESG董事争夺战一案, 该案在美国的公司界、新闻界、法学学术界都引起了广泛讨论。本文通过深入分析该起事件发生的源起、经过和积极结果, 旨在指出该案的发生并非偶然。今天在全球市场上兴盛的ESG运动, 不可忽视其背后指数基金投资者的参与。文章认为中国市场的被动投资者发展应引起足够重视, 推出有利其发展的政策, 减轻其发展的压力, 可帮助我国的ESG运动取得实效, 惠及公司治理和整个社会。

### 关键词

被动投资者, ESG, 公司治理

# Valuing Passive Investor's Participation in Corporate Governance

## —Taking ExxonMobil as an Example

Hanpu Li

International School of Finance and Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Oct. 22<sup>nd</sup>, 2023; accepted: Nov. 19<sup>th</sup>, 2023; published: Nov. 29<sup>th</sup>, 2023

### Abstract

This paper studies the ExxonMobil ESG director battle case, which is called “climate coup”, which has aroused wide discussion in the corporates, the journalism and the legal academia in the United States. By analyzing the origin, process and positive result of the case, this paper aims to point out that the occurrence of the case is not accidental. The ESG movement, which is flourishing in the

global market today, cannot be ignored with the participation of index fund investors behind it. This paper believes that the development of passive investors in China's market should be paid enough attention, and introducing favorable policies to reduce the pressure of their development can help China's ESG movement to achieve practical results and benefit corporate governance and the whole society.

## Keywords

Passive Investor, ESG, Corporate Governance

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

埃克森美孚公司(Exxon Mobil Corporation)是美国最有价值的公司之一,也是世界上最大的石油和天然气生产商之一。2020年12月7日,引擎一号对冲基金(以下简称“引擎一号”)发起“气候政变”,对埃克森美孚董事会发起代理权争夺战,要求提名四名新的董事候选人,实行严格的长期资本计划、加速开展多元化经营并改革薪酬计划以激励高管切实行动。

引擎一号于公开信中表示<sup>1</sup>,埃克森美孚公司未能做好应对气候危机的准备,公司股东的回报低于同业并且债务水平过高,威胁到了公司的长期发展,并将问题的源头直指该公司管理层。信中指出,“该公司拒绝接受化石燃料需求可能在未来几十年下降的事实,并过度将资本投入在化石燃料方面”,这种未能应对转型风险的做法将其与美国和欧洲同行形成鲜明对比。同时考虑到,“埃克森美孚董事会将在未来几年解决能源行业面临的最重要问题,但该公司董事会中没有一名独立董事有能源行业的从业经验”。“引擎一号”相信,其推荐的董事候选人拥有帮助公司应对风险的能力,“他们成功地应对了能源行业的挑战,并在传统和替代能源方面带来了数十年的经验,可帮助埃克森美孚为更大的长期价值创造奠定最好地位。”

这场行动随即引发了美国新闻界的广泛关注,将该行动称作“气候政变”<sup>2</sup>。美国有线电视新闻网报道此事件,“在现代历史上,埃克森美孚第一次面对沮丧的投资者试图推翻其董事会的可信挑战”,“股东基础深感不满,如果这些沮丧的股东与环保组织和具有社会意识的投资者合作,埃克森美孚可能会遇到麻烦”。福布斯新闻则采访了最先公开支持此行动的大型机构之一的加州公共雇员养老基金,对方回应称基金作为受托人,有责任保证董事会具有相应的技能和经验,以应对气候变化的风险并把握其中的机遇。

彼时埃克森美孚市值高达2500亿美元,而引擎一号最多时也只持有对方5000万元美元的股份(占埃克森美孚股票的0.02%),这也从另一角度预示着这场“气候政变”背后的主人公另有其人。从该公司的股权结构中也不难看出这一点<sup>3</sup>,这家小型对冲基金在埃克森美孚的大股东中仅排184位,而像贝莱德这样的资管巨头持有的股票市值达140亿美金,是前者的375倍。

<sup>1</sup> 参见引擎一号基金公开信, <https://reenergizexom.com/materials/letter-to-the-board-of-directors/>, 2023年6月30日访问。

<sup>2</sup> 参见引擎一号基金官网, <https://reenergizexom.com/what-theyre-saying>, 2023年7月1日访问。

<sup>3</sup> Alain Naef, Shareholder engagement for climate change: Lessons from the ExxonMobil vs Engine No.1 proxy battle, <https://ideas.repec.org/p/osf/socarx/3b5d4.html>, 2023年7月1日访问。

## 2. 为何是埃克森美孚

埃克森美孚会成为股东积极行动的目标并不奇怪，彼时对看重 ESG 价值的美国投资者而言，该公司常以无序的资本支出和缓慢应对气候危机的形象示人。

这家石油巨头的市值已从 2007 年的 5280 亿美元，下跌到行动开始时的 1400 亿美元上下。“引擎一号”在信中援引高盛的调查结论，指出该公司管理层在坚持资本扩张以加大产能的同时，资本回报率已跌至石油巨头中最低水平。同时该公司股息表现也落后于市场，过去 10 年的股东总回报(包括股息)为-20%，而标准普尔 500 指数的股东回报为+277%。其净债务与运营现金比率也超过 3.0 倍，面临着债务高企的威胁。尽管埃克森美孚刚刚在 2020 年损失了 220 亿美金，但管理层仍坚持不下 200 亿美元的高额资本支出以满足未来石化行业可能增长的需求。

埃克森美孚糟糕的资本配置源于其数十年来对气候变化的否认<sup>4</sup>。尽管形式上制定了减排目标和研究新的环保技术，但该公司相信追求可再生能源领域的价值不大，由此几乎没有涉足新的增长领域，也没有表现出实质性改变这一立场的倾向。公司总裁伍兹甚至在公开场所声称，其认为欧洲石油同行宣称的碳减排目标只是“选美比赛”。这也使投资者怀疑该公司是否真的走在正确的道路上，以至于要采取一些激进的行动将其纠正。

资管巨头贝莱德作为其大股东，在行动发生前就与该公司就实质性应对气候危机的方略进行了多次接洽。该公司承诺将采取措施应对危机并加强披露，同时新设业务部门以推进其看重的碳捕获和存储技术。但这些无法平息贝莱德所代表的市场投资者们对该公司管理层和经营战略的质疑。

贝莱德在后来发布的投票公告中表示<sup>5</sup>，“埃克森美孚在能源转型方面的长期战略和短期行动不足，还需要做更多的工作以减轻气候风险对长期股东价值的影响”，“在过去二十年中(自 2000 年以来)，该公司已投资约 104 亿美元用于研究、开发和部署低排放能源技术，相比之下，其 2020 年的资本支出总额为 214 亿美元”。埃克森美孚在气候危机的转型问题上动作迟缓，这使得如贝莱德这种被动投资者也失去耐心，参与到这场 ESG 股东积极行动中。

同时不可忽视的是，埃克森美孚的董事会此前刚刚遭遇挑战，一家对冲基金 D.E.Shaw 成功推举了三位成员进入董事会。由此，“引擎一号”敏锐地观察到了石油巨头的虚弱时刻，趁其面对气候危机反应迟缓、回报不佳而广受质疑、董事会刚刚遭遇挑战等因素，这架小型对冲基金决定发起 ESG 股东积极行动。

## 3. 指数基金作为运动决定者

指数基金巨头作为美国市场上权力和影响力不断强大的“私人监管者”[1]，其既往对于投资组合公司治理事项“理性冷漠”的态度也在改变，基金正积极参与到公司治理、提升公司价值的行动中。巨头基金们意图通过这些公司的积极行动，来更好的将其看重的理念、价值广泛传播，树立对其有利的、投资者赞赏的形象。

埃克森美孚此前可能考虑到公司的散户投资者持股比例高达 47%，这给该公司管理层的顽固带来底气，他们相信没有领导者能冲破集体行动困境。但引擎一号的成功之道在于赢得了大型机构股东的支持。运动一开始，引擎一号基金就获得了加州教师退休系统和加州公共雇员退休系统(美国最大的两个公共养老基金)的支持，随后三巨头(贝莱德、先锋、道富)又分别支持了其推举的四名董事候选人中的两名。

<sup>4</sup> 参见 Robert G. Eccles & Colin Mayer, Can a Tiny Hedge Fund Push ExxonMobil Towards Sustainability, 资料来源: <https://hbr.org/2021/01/can-a-tiny-hedge-fund-push-exxonmobile-towards-sustainability>, 2023 年 5 月 15 日访问。

<sup>5</sup> 参见贝莱德投票公示, Vote Bulletin: ExxonMobil Corporation, 资料来源: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-vote-bulletin-exxon-may-2021.pdf>, 2023 年 6 月 13 日访问。

而最终于 2021 年 5 月 26 日惊险获选的三位新任董事，并没有在上述基金巨头的从业经历，这也从侧面反映出这次行动的周密。这种安排回避了今后可能的风险，即当该公司因采取 ESG 行动而股价大跌时，对三位董事违反忠实义务而为基金的投资组合利益服务的指责。

这场行动至少有两处值得特别关注。一是这场实力悬殊的代理权争夺战的胜利，将鼓励其他投资者在未来发起关注 E&S 问题的董事会竞争。二是引擎一号之后又成功发售了投资于标准普尔 500 指数内的所有公司的，初始认缴额为一亿美元的 ETF 基金，并以“VOTE”作为股票代码，以及更有针对性的 Engine No. 1 Transform 气候 ETF (NETZ B)。引擎一号基金目前正积极利用 VOTE 和 NETZ 两只基金来积极与市场上其他公司合作推进 ESG 治理，改变着 ESG 的运作范式<sup>6</sup>。即市场奖励了关注环境、社会和治理问题的领导者。这无疑昭示了这类积极行动所带来的广泛影响。

该案表明指数基金在新的激励机制推动下，能够搭上更常作为积极主义运动发起人的激进对冲基金的便车，并作为真正的运动决定者。相较对冲基金，指数基金持股量更大且操作中立、老练，后者在代理竞争中很有影响力。但它们更有可能参与到全市场积极主义中去，关注具有提高公司价值重大潜力的问题，并尽可能避免与管理层发生冲突[2]。所以尽管高度共同持股使得指数基金这类多元投资者的集体行动具有可行性，但如引擎一号这样的案例表明，指数基金更有可能参与到涉及如气候危机这类系统性风险的争议中。基金投资者并非固定在基金内部，而是可以在基金表现不好时撤离，这塑造了被动投资基金改善公司治理的激励[3]。而今天的被动投资者要比以往任何时候都更看重指数基金在 ESG 问题上有无行动。

指数基金作为决定者的新的股东积极主义正在生成，这场引人注目的代理权争夺战胜利，已成为股东积极主义转型历程中的里程碑[4]。埃克森美孚的多位大股东和代理咨询公司纷纷表态支持发起改选的“引擎一号”，这代表着应对气候危机不断成为企业的当务之急，且支持者们希望通过该案向整个市场传达决心，其他公司将不得不予以重视。即这场行动并非传统的奉行积极主义的对冲基金的胜利，其背后折射出的是指数基金在系统性风险议题上的活跃。

美国法学界已有研究揭示了指数基金活跃的原由。简单来讲有两点原因，一是为了吸引越来越富有的千禧一代投资者，他们看重投资带动的社会价值[2]，基金们希望因其在环境保护、社会责任上的积极姿态成为年轻一代的投资青睐。二是降低系统性风险对其庞大的投资组合价值的影响[5]，基金在单个公司承担的亏损会在其他公司的价值上涨中得到弥补，基金在单个公司承担的亏损会在其他公司的价值上涨中得到弥补，而只有投资广泛的指数基金才能实践这种宏观的收益。

#### 4. 运动的后续跟进

这种由 ESG 价值驱动的股东积极行动，外界常怀疑其是否能真正带来有益的影响。而今天看来，“引擎一号”正兑现着征集投票权时的承诺，该公司正收敛过去过于扩张的资本支出，同时在应用节能技术和淘汰传统石化上做出坚实努力。

在“气候政变”一周年之际，“引擎一号”基金在其官网上发布了公开信，报告了一年来埃克森美孚取得的他们所认可的长足进步<sup>7</sup>。其中包括该公司贯彻实施了严格的资本分配纪律，避免了之前过度投资损害股东利益的情况并改善了债务情况，还宣布将在 2023 年回购高达 300 亿美元的股票来回馈股东。

同时，自“引擎一号”基金的候选人当选董事会成员以来，埃克森美孚已采取多项行动来减少其排放，为可行的低碳业务战略奠定基础，仅在 2021 年 11 月到 2022 年 3 月期间就颁布了七项计划，涉及维

<sup>6</sup> 参见 Karrie Gordon, How Engine No. 1 Breaks the ESG Mold, 资料来源:

<https://etfdb.com/news/2022/08/04/how-engine-no-1-breaks-the-esg-mold/>, 2023 年 6 月 18 日访问。

<sup>7</sup> 参见引擎一号基金事件一年后回应信, exxon mobil one year later, 资料来源:

<https://engine1.com/transforming/articles/exxon-mobil-one-year-later/>, 2023 年 6 月 10 日访问。

持资本分配纪律、设定更积极的温室气体减排目标，以及为其低碳解决方案业务部门增加资源。

埃克森美孚目前正与其他科技公司在北达科他州合作，利用发电机，将能源开采中本将被烧掉的天然气转化为电能来支持数千名矿工开采比特币<sup>8</sup>。这一方案减缓因甲烷释放在空气中造成的温室效应的同时，还能减少能源浪费，采矿方案相比持续燃烧方案可将二氧化碳排放当量减少约 63%。待这一方案应用成熟后，埃克森美孚计划将其扩展到尼日利亚、阿根廷、圭亚那等海外能源基地。该公司还计划在 2023 年完成相关交易和监管审核，将其在泰国的一家价值十六亿美金的炼油厂出售。该公司化工公司总裁 Karen McKee 表示，此举意在将投资重点放在可以生产润滑油和化学品等更高价值产品的设施，同时又可满足世界对低排放燃料和高性能产品的需求。

动荡的年份要保持稳定经营并不容易，在俄乌开战一年后，原油价格从 2022 年 6 月份的最高点开始一路下跌 43.40%。但根据埃克森美孚披露的 2023 年第一季度业绩，其第一季度营收小幅下滑 4.3%，净利润却同比增长 109% 至 114.30 亿美元。该公司先前公布的 2022 年全年净利润为 557 亿美元，远高于其在 2008 年创纪录的 452 亿美元净利润。考虑到 2008 年原油的价格已高达 142 美元，而 2023 年原油价格则在 70 美元处徘徊，下滑的原油价格和不稳定的石油需求都是石油行业要面临的挑战。而该公司展现出了在局势动荡情况下仍具有稳定的增长能力。原因在于，其在巴西和圭亚那的新的海上平台和炼油设施能够每天增加大约 30 万桶石油产量，石油产量的增长有效地抵消了原油价格下跌所带来的负面影响。

在该公司 2022 年投资者日电话会议上，董事会表示将贯彻多元化经营、优化产品结构，减少馏分油、燃料油和汽油的比例，并增加化工原料、生物燃料和润滑油的比重。

这家曾位于低谷的石油巨头在两年内实现了市值超 2000 亿美元的增长，固然无法将这一切都归功于“气候政变”之功，但要承认在这场指数基金决定的股东积极行动后，该公司的可持续发展能力正得到增强，股东从中受益。

## 5. 可能的借鉴

我国内地证券市场今天不断推动 ESG 披露与评级机制的建立，此举在与国际成熟市场保持一致不致落伍的同时，也提高着我国公司的长期治理能力，有益于股东的长期价值。然而我国今天的 ESG 建设相较美国市场，尽管有着披露和评级机制给公司来自外部的压力，却缺少了内部股东的积极参与，相当于所谓的“瘸腿走路”。这给我国中小投资者带来的一种困扰是，正如像埃克森美孚这类企业的外部 ESG 评级良好时，广大的中小股东实际上仍然可能对公司当下的环境、社会、公司治理上的表现不满，但却无法组织有效的股东行动予以改变。这在今天广泛的，对于 ESG 披露与评级中的“洗绿”、评级指标不透明的担忧中体现得最为明显。

中国的机构投资者力量面临着制度性和市场性局限。根据我国《证券法》的规定，只要持有公司股权比例达到 5% 以上，持有人就受内幕交易、短线交易规则的约束。相比于美国证券法规中“10%”的规定，5% 规则更进一步限缩了机构投资者的意愿持股份额，也加剧了其在公司投资和治理上的投机性<sup>[6]</sup>。法规也没能帮助投资者走出集体行动困境，如分担股东积极行动的成本、便利网络投票权征集和支持机构股东的独立董事在利益冲突的投票中发挥作用。中国市场上的投资者目前还没有表现出，如美国市场的投资者那样强烈的，对于 ESG 投资和决策价值的看重，他们在多大程度上愿意付出真实行动和耐心支持现实世界的公司治理变革，往往是真正支持被动投资者从幕后走到台前的底气。

“气候政变”一案的启示是，成熟运行的市场，对一家公司的管理层，既要有外部的声誉机制制约，也要有内部的股东行权威胁，才能及时地推动公司转型，做出对企业、环境、社会真正负责的经营。而

<sup>8</sup> 参见 MacKenzie Sigalos, Exxon is mining bitcoin in North Dakota as part of its plan to slash emissions, 资料来源: <https://www.cnbc.com/2022/03/26/exxon-mining-bitcoin-with-crusoe-energy-in-north-dakota-bakken-region.html>, 2023 年 6 月 10 日访问。

我国市场今天更缺乏的则是内部的股东积极行动，缺乏对大型基金股东的培育。在一个以大量散户为主体的市场上要展开集体行动无疑非常困难，美国的经验启示我们应正视发展差距，在看重机构作用、助力机构成长同时，要适当调整其监管和法规约束。美国对指数基金在内的机构投资者，明确了其对投资者具有信义义务，并在此法律框架下要求基金加强信息披露与避免利益冲突。同时美国 SEC 要求并看重指数基金在上市公司中的投票情况，鼓励其负责任地开展投票，头部的指数基金在内部建立专门的公司治理决策团队，以积极参与公司治理[3]。我国对被动投资者与公司治理之间的实证研究相对不足，应进一步加强对海外市场发达公司治理的研究，为我国将来提升自身证券市场的公平和高效监管奠定基础。

同时不可忽视的是美国法律界和监管层没有贸然阻止指数基金的积极行动，近年来总体上仍然保持观望，这不仅有助于 ESG 运动真正取得实效，对于公司治理转型、股东权益保护、资本市场长远发展都有着至关重要的意义。也对我国未来在相似问题上的举措提供着借鉴。

### 参考文献

- [1] Lund, D.S. (2022) Asset Managers as Regulators. *University of Pennsylvania Law Review*, **171**, 77-146.
- [2] Barzuza, M., Curtis, Q. and Webber, D.H. (2020) Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance. *Southern California Law Review*, **93**, 1261-1286.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3439516>
- [3] 缪若冰. 被动投资者有改善公司治理的激励吗? [J]. 证券法苑, 2023, 32(2): 5-7.
- [4] Coffee Jr., J.C. (2021) The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk. *Columbia Business Law Review*, **2021**, 602-603.
- [5] Fisch, J., Hamdani, A. and Solomon, S.D. (2019) The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors. *University of Pennsylvania Law Review*, **168**, 56-61.
- [6] 楼秋然. 机构投资者在公司治理中的力量与局限——以美国经验为分析视角[J]. 苏州大学学报, 2017, 4(1): 116.