

养老金积极主义与公司治理*

Pension Funds Activism and Corporate Governance

刘子兰 刘 万

(湖南师范大学商学院, 湖南 长沙, 410081)

(Hunan Normal University, Changsha 410081, China)

摘 要: 公司治理命题产生于公司所有权和控制权分离所形成的委托代理问题。20 世纪 90 年代, 美国兴起了以养老金为主导的股东积极主义运动, 倡导养老金积极主义运动的养老金等机构投资者参与公司治理, 能在一定程度上解决委托代理问题。但是, 公共养老金和私人养老金参与公司治理还存在一定差异性。此外, 养老金积极主义发展过程中表现出了一些新的特征也值得关注, 这显示现代公司治理模式发展到了一个新阶段。

关键词: 养老金 机构投资者 养老金积极主义 股东积极主义 公司治理

Abstract: Corporate governance arose from solving the principal-agent problems caused by the separation of the owner-ship and management, especially the shareholders activism mainly led by the pension funds arising in the early 1990s in US will be able to partly solve these problems. However, there are some differences in the degree of participating in the corporate governance between public pension funds and private pension funds. Besides, there are also some inherent principal-agent problems in those funds. This paper concisely depicts the traits of the shareholders activism nowadays which indicates that the modern corporate governance is being on the access to the new phase characterized by the institutional investors' capitalism model.

Keywords: institutional investors, Pension Funds Activism, shareholder activism, corporate governance

一、养老金作为机构投资者的崛起

养老金在 20 世纪中后期迅猛发展, 与二战后美国政府推出的慷慨税收政策有关, 这些政策鼓励了个人和雇主为退休收入提供资金, 如雇主对养老计划的支出可以从联邦所得税中扣除, 养老计划的所有交易都可以免税, 养老金的接受者可以确定对自己最有利的领取年份。政府的税惠政策将国家的储蓄由储蓄银行吸引到了养老系统。最初的养老金主要是委

*基金项目: 本研究得到国家社科基金项目“社会保障基金安全运行问题研究”(项目编号: 04CJY025)和湖南省教育厅项目(03C224)资助。

作者简介: 刘子兰(1969-), 男, 湖南常德人, 湖南师范大学商学院副院长, 教授, 中南大学商学院博士后研究人员, 主要从事金融保险学和社会保险理论研究;

刘 万(1975-), 男, 湖南常德人, 湖南师范大学商学院产业经济学专业硕士研究生, 研究方向为养老保险基金运营和现代公司治理。

托商业银行信托部和保险公司管理,其资产大都投资于收入固定的长期政府债券和公司投资等级债券。到了五六十年代,养老基金逐渐由注册投资咨询机构管理,这些机构开始将养老基金投资于股票,以获取更高的收入。养老基金大规模转向股市还得力于 1974 年联邦雇员退休收入保障法(employee retirement income security act, ERISA)的颁布,该法案鼓励养老基金进行资产组合投资。70 年代以后,以养老基金为代表的机构投资者资金规模迅速增长,美国机构投资者在股市的投资比例不断上升,80 年代初达到 34%,90 年代末达 50%左右。其中,养老基金持有的股票占股票市场总市值的比重从 50 年代的 0.8%上升到 1998 年的 29.6%。2003 年末,美国养老金资产达 12.1 万亿美元¹。基金规模增大的同时,以养老基金为代表的机构投资者在股份公司的股权集中程度也在加深,进入 80 年代,投资者的投资能力进一步提高,十年间美国机构投资者在最大 50 家、最大 100 家、最大 250 家和最大 1000 家等 4 个公司组群中的持股集中度均超过 50%。随着机构资本力量的增强,其权利价值观也逐渐发生变化,它们开始扮演稳定型的投资者角色并通过争取政治权利,谋求经济利益。1985 年,美国第二大养老基金加州公共雇员养老基金(CalPERS)发起了股东权利运动,创立了机构投资者委员会(CII),它们奉行公司治理导向投资理念,积极介入目标公司的公司治理,这标志着机构股东积极主义和养老金积极主义的出现。

二、“两权分离”带来委托代理问题与股东积极主义的兴起

公司治理命题产生于公司所有权和控制权分离所形成的委托代理问题,伯利和米恩斯(Berle&Means)在其 1935 年经典著作《现代公司与私有产权》中就深入探讨了现代公司中普遍存在的委托代理问题。他们认为,“两权分离”导致了现代公司由“受所有者控制”转变为“受经营者控制”,股东变成了单一的资本提供者,他们参与公司管理的权利几乎完全丧失。信息和契约理论认为,由于受到有限理性和信息不对称的影响,现实生活中的契约是不完全的,委托人无法监督代理人的日常经营行为,代理人会占用内部优势信息,来获取信息垄断租金,委托人利益得不到有效保证。所以,理论上一般将伯利和米恩斯模式又称为经理人主导的“管理资本主义”,在这种模式下,董事会经常扮演“橡皮图章”角色,很难确保其独立性,甚至董事有时还与管理层“合谋”,搞关联交易,伤害股东特别是中小股东利益。在英美等国家,经理人市场、资本市场和产品市场发展非常成熟,对经理层的约束力量主要来自于外部控制权市场的影响,如果因为公司治理不善、产品和服务竞争力不强等原因引起股价下滑,就会有被其他公司管理层或大股东恶意收购或要约收购的风险,一旦收购成功,董事会就可能改组并解雇经理层,而健全的经理人市场对这些事件都有很强的记忆功能,经理层或董事一旦被解雇,就会面临职业生涯的挫折。80 年代,公司控制权市场异常活跃,接管威胁抑制了经理人员的机会主义行为,因此,参与积极主义的个人投资者为数不多。

20 世纪 80 年代以前,“华尔街规则”一直被机构投资者所采用。“华尔街规则”是股权发行高度分散化和所有者权利难以体现情况下股东最常用的“以脚投票”方式,但其控制效应的弊端比较明显:1、它引发的股市价格波动频繁,不利于公司的长期投资和增强经济整体竞争力;2、机构投资者不介入公司经营管理的消极策略,并没有改变“强管理者、弱所有者”问题;3、接管威胁策略的成本是高昂的,工厂关闭导致工人大量失业,容易引发社

¹ 数据来源:ICI,Mutual Funds and the U.S. Retirement Market in 2003,*Fundamentals*, Vol. 13 / No. 2 June 2004.

会问题并受到政治上较多的干预，还会影响到经理层对企业的忠诚度；4、经理人员为保护自身利益而发明采用的“毒丸”、“金降落伞”“白衣骑士”“绿邮”等防接管的保护策略，也会容易引起机构投资者强烈不满，恶化所有者和经营者之间的协作关系；5、接管是资本市场上的所有权和控制权让渡行为，接管之前对目标公司的压力不能代替接管后对公司治理的动力，而社会财富增加来源于公司治理状况的改善，接管公司的管理层也不一定会带来公司治理的改善，而且有些接管本身是一种投机行为，接管市场同样存在代理问题，接管者和被接管者做出的决策都有可能并不以股东利益最大化和资源配置优化为主要目标，而是以短期利益和非企业经济利益（如扩大个人权限）为目的。所以，通过接管市场来解决公司治理问题效果是有限的。而随着机构股东的崛起，他们参与公司治理的积极性在增加，其奉行的长期稳定的投资策略所带来的理性资源配置机制必将取代“华尔街规则”这种相对落后的经济资源配置机制（何自力，1998）。

80年代中期后，以CalPERS为代表的机构投资者开始就公司治理问题提交股东提案，提案的内容涉及到消除反接管策略、采用秘密代理人投票、提高董事会的独立性、对经理层报酬的限制等。资金规模不断增大的机构股东逐渐认识到参与公司治理的必要性。首先，机构投资者采取“行走”策略很容易引发“羊群效应”，从而会使股市更为动荡不安，而且基金本身会遭到巨大损失；其次，强大的资本力量能够使机构投资者在与经理层的委托投票权竞争中取得优势，尽管法律对基金持股还存在数量限制，但机构投资者可凭借自身优势，广泛联络或说服其他“搭便车”的分散股东将投票权委托给自己，机构投资者借助委托投票权加强了自己对公司决策和管理的影响。再者，由于基金持股的广泛性和稳定性，其利益与公司员工、顾客、供应商和社区的长期利益息息相关，利益相关者在股东积极主义的影响和作用下同样会构成监督公司管理层的积极要素，为机构投资者加以利用²；此外，大量持股使机构投资者参与公司治理会产生明显的规模经济，即“股数效应”和“公司数效应”³。

90年代早期，美国IBM、Westinghouse、Kodak、Amex和General Motors等公司发生了总裁纷纷被解职事件，这显示出资本市场的主旋律正从80年代的敌意收购与反收购导向转变为90年代至今的“积极投资、参与管理”的公司治理导向（梁能，2000），公司所有权由分离向重新合一转变（何自力，1998）。

三、养老金积极主义差异性比较

虽然公共养老基金和私人养老基金都是很有影响的机构投资者，但是，它们参与公司治理的积极性存在差异。Monks&Minow(2003)、Guercio & Hawkins(1998)、Marleen O’connor(1999)等人认为，公共养老基金比私人养老基金在公司治理中表现更为活跃。

Marleen O’connor(1999)研究认为，在美国，尽管机构投资者已经成为公司主要的所有者（1000家最大的公司中机构投资者平均拥有的股权已超过60%），但仅仅只是小部分参与了股东积极主义运动，其中，公共养老基金是股东积极主义运动的主要代表者。为什么两种

² Marleen O’connor(1999) 就对公司工会组织与公共养老基金相结合参与公司治理的情形进行了研究分析。

³ “股数效应”是指在参与公司治理的总成本一定情况下，持有一家公司的股票越多，每股治理成本就相对越低，投资者从参与公司治理中所得每股净收益就可能越大。“公司数效应”是指由于随着参与公司治理经验和技能不断积累及其可分享性，将一个公司的治理经验和技能可以推广借鉴到其他公司，这样很大程度节约了公司治理研究成本。

不同性质的养老基金在参与公司治理的积极性方面会存在差异呢？1、私人养老基金因为担心会遭受目标公司管理层的报复，即使是从事温和的代理人行动，基金受托人一般不会挑战目标公司管理层（Davis,2001），因此，双方可能达成都不监管的默契。而公共养老基金一般由官员（或由行政任命的官员，或由基金选举出来的官员）来管理和控制，遭受报复的风险较小；2、面临的政治影响不同，公共基金面临的公众压力比私人基金要大。比如，公共养老基金对雇佣问题很敏感，因为政府要保证一定就业率来获得威信和选票，而通过受益人选举出来或由官员指定任命的基金经理一旦考虑到这种政治需要，就会干预目标公司的雇佣政策。Monks & Minow（2003）也认为，对股东权利积极关注的公共养老基金经理，为公众利益承担严格的“受托人责任”，不得不面临来自于政治家的强大压力。而基金经理本身作为公众人物，也有通过积极参与公司治理来提高政治地位或公共影响力的需求，为他们今后职业生涯带来好处⁴；3、基金的独立性不同。公共养老基金的独立性表现在他们与所投资的公司之间不存在商业依附关系，这使得他们更易于参与到公司治理事务中。而私人养老基金的资金来源可能受到一些目标公司的制约，存在一定的资金依附关系，这使得私人养老基金不敢轻易为难目标公司经理层。

公共养老基金虽然参与治理积极性更高，但其治理效应仍有争议。Romano（1993）、Wahal（1996）、Karpoff,Malatesta & Walkling（1996）认为，公共养老基金要承受政治压力，使其参与公司治理的努力是政治目的而不是从公司价值最大化出发，这影响了基金的投资业绩，他们甚至认为，公共养老基金是无效的公司监管者⁵。

四、以养老基金为代表的股东积极主义的新特征

（一）“投反对票”和“温和协商”

单纯的控制转变为责任说明的双向互动公司治理特征，是对传统的“所有与控制”框架的突破（李维安，2002）。“投反对票”是指机构投资者在股东大会上最公开、常见的行使股东权力的方式，这种表达权利的方式往往会遭到经理层的抵制，引起股东与他们之间的关系对立。一贯积极倡导股东行动主义的 CalPERS 参与公司治理的态度也发生重大转变，更注重“仁慈和温柔”的方式参与治理。1990 年之后，CalPERS 以股价表现为主要标准来选择目标公司，只对层层筛选出来的焦点公司重点关注，指出每一家公司治理结构方面的问题，向董事长或 CEO 发出信函，要求他们与 CalPERS 官员会谈，寻求不经投票表决就可以改变治理结构的途径，如果协商成功，则撤回议案。1998 年，CII 会员提出的议案中有 40%在协商后被撤回。Willard Carleton,et al(1998)发现，一旦某一公司成为治理方案中的对象，机构投资者自然会与该公司执行层进行私下会谈，表示关注其公司治理问题。投资者可以对公司业绩表示不满，经理层也可以向投资者提供更多关于未来发展战略的信息来解释财务报告。这种“温和协商”（如书信、电话、传真、个人访问等）经常替代股东提案。

“温和协商”之所以能够成为一种有效的公司治理手段，与目标公司董事会有很大关系。董事会对日益出现的股东积极主义改变了过去的抵制态度，更善于学会与股东合作，贯彻股

⁴ 因为公共基金在支付管理者薪酬方面还存在许多限制，没有私人商业性机构薪酬机制灵活，因此有扩大公共影响力来补偿经济利益的激励。

⁵ 这些观点与 Stephen Nesbitt (1994)、Smith,M.,(1996)、Claire Crutchley ,Carl Hudson 和 Marlin Jensen (1998) 等人对“CalPERS 效应”所持的积极评价是有些不同的，可参见相应文献。

东意图,以回避股东提案所带来的被称为不信任甚至被改组的风险。在股东积极主义作用下,董事会开始积极代表股东利益行事,董事会会对低绩效承担最后的管理说明责任。正如 CalPERS 首席执行官 Dale Hanson 所说:“我们不要再难为 CEO 们,从现在开始,我们要难为董事会了”。

(二)“关注业绩表现”的公司治理和“社会行动主义”

虽然机构股东的大部分提案关注公司业绩表现,但也会涉及到公司责任问题,如供应商的产地标准要求、就业机会等信息的披露等,90 年代社会行动主义表现尤为明显。1993 年,纽约市雇员退休基金(NYCERS)向司法机关起诉美国证监会(SEC),理由是 SEC 认同 Cracker Barrel Older Country 公司禁止招收同性恋员工的公司政策,而 NYCERS 要求该公司废除被认为具有歧视性的用工政策,因为这一做法“限制了公司可以挑选员工和管理层中那些富有才华的人的途径”。

CalPERS 也采取了相应的行动来推进社会行动主义。1、在 1994 年,CalPERS 就宣布其投资决策时将会考虑劳动关系的各个方面,分析雇员培训计划的可获得性和对低层工人的负责程度;2、同年与工会一起限制 CALPERS 投资那些达不到劳动标准的建设项目;3、1996 年发表了一篇广为传播的社论,批评那些为提高短期股市价格而解雇工人的公司,对公司表现的评价不简单以季度盈利和以最近上涨的股价为准,CalPERS 的目的就是要鼓励公司增加董事会的独立董事来避免公司的短视行为,更加重视人力资源政策对改善公司绩效的长远意义。1993 年,在选择投资对象时,教师保险和年金协会((TIAA-CREF)就强调目标公司应该具备下列条件:强大的工会关系、广泛的雇员培训机会和丰厚的退休金收益。此外,社会行动主义也关注强迫劳动和童工劳动以及保护工人参加工会的权利等问题。

(三)“干预具体事务”和“治理指南发布”

过度介入公司治理在法律传统上存在限制,所以,股东的职权、“关系性投资”都是有限的。我们知道,养老基金投资的目标对象很多,如被 CalPERS 持股的公司多达 6000 多家,显然,它不可能花很多时间和精力去了解这些公司的管理和经营情况,以便针对问题提出具体的治理策略。此外,养老基金持有的股票还可能包括有上述公司的竞争对手、供应商、公司客户和潜在的接管目标或收购方的股票,这些都限制了基金的干预能力。况且,经验性研究表明,基金参与公司治理所产生的效应是正还是负值仍需观察⁶,过度干预会触发基金和目标公司经理层的矛盾,基金本身要尊重经理层的人力资本价值,不能过多干预日常事务。因此,基金参与治理更应看重程序性问题(process issues),这些程序适用于一般公司,而不是就个案来分析特定的经营策略。CalPERS 在解释全球公司治理原则中扮演了主要的角色,对各国机构投资者参与公司治理产生了巨大的示范作用,一些国家也采用了美国模式。如欧洲国家就发布了各自的公司治理指南(如英格兰 Cadbury、荷兰 Prters 和法国 Vienot 三个委员会报告),还有其他机构如欧洲公司治理网络(ECGN)、国际公司治理网络(ICGN)和亚太经济合作(OPEC)等也起草了公司治理指南。

⁶ 对股东积极主义绩效进行经验性分析的文献较多,但得出的结论并不一致,持积极评价的有 Nesbitt(1994)、Michael P.Smith(1996)、Niane Del Guereio(1997)等,而持负面评价的有 Jonathan Karpoff(1998)、Bernard Black(1998)、Sturt Gillan 和 Laura Starks(1998)等。国内介绍股东积极主义效应的文献,可参见王信(2002)、田丰(2002)、邵颖红和陈爱军(2004)等。

（四）“个体行动”与“组织和联合行动”

股东行动主义源于二十世纪 30 年代的个人积极主义（gadfly individual activism），现在个人积极主义仍很活跃，但获得投票支持率没有机构股东高⁷。以机构为主导的股东积极主义更便于信息沟通和增强社会影响，它们成立了相应的组织机构，如大型公共养老金的联合组织——机构投资者委员会（CII）和代表中小投资者利益的股东联合会（USA）⁸。这些组织主要是颁布没有强制约束作用的核心政策及一般原则，向会员提供潜在目标公司的信息，以及向政府机构提出保证股东权利的要求，如 CII 在 1986 年提出一份《股东权力目录》，USA 也提出四项改革要求。

学者们曾建议，修改公司章程时可建立一个由“长期股东”组成的股东委员会，这些长期股东可以提名某个特别委员会的候选人，这有利于限制董事会特权。事实上，通过协会等组织形式来表达股东意见比较普遍。有研究发现，对上市公司的批评更多是来自机构投资协会，利用协会发言的好处是可以避免单个机构投资者或基金经理出面批评该公司而容易招致公司的报复。除了利用组织的力量外，投资者之间的集体行动趋势比较明显，中小股东已不满足于“搭便车”来分享剩余利益，主动向公共养老基金等机构股东靠拢，通过保留治理权力来保证经济利益。公共基金受到股权投资份额的法律限制也需要这种联合以增强自己的控制和影响力，从而可以反对目标公司管理层的某项决定。而现代先进的通讯技术发展，也为这种联合提供便利，如公布基金网站、在网上发布信息等大大节省了信息成本，投资者之间的联系在加强，更有利于采取协调行动。此外，前文也提到过，机构股东也可联合其他利益相关者参与公司治理。

（五）股东积极主义参与公司治理法律环境的改善

在传统上，美国公众及国会对大金融机构不够信任。1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1940 年《投资公司法》、1976 年《雇员收入保障法》及 1976 年反垄断法《哈特—斯科特—鲁迪南法案》等，都采取了管制投资公司、养老基金的政策。但是，在股东积极主义的反作用和影响下，政策规定上出现了一些松动：（1）在早期的个人积极主义推动下，1942 年美国 SEC 采纳 14a-8 规则，赋予股东提出有关提案的权利；（2）劳工部的 1988 年规则（Avon letter）指出，养老基金的投票决定必须由信托人（trustee）直接做出或全部委托给外部经理人；（3）90 年代早期美国通过了对股东积极主义产生重大影响的两个法案：一个法案要求目标公司提供信息，全面披露经理层薪酬等内容；另一个法案使得投资者之间沟通更为容易，只要不为其他人投票，现在的任何投资者可不受限制地进行口头沟通；（4）1995 年修改的美国私人证券立法法案（PSLRA）主要原告条款中，大股东通过努力能使自己被提名成为原告，这为股东充分行使发言权而不担心受到管理层的报复（如被解雇和降低工资）提供了法律保护。在实践中，SEC 态度的积极变化可通过一些案例表现出来，如在 NYCERS 起诉 SEC 案中，SEC 先前对 Cracker Barrel Older Country 公司雇佣政策的态度是有利于公司管理层的，认为禁止招收同性恋员工的公司政策是属于公司的“普通事务”，股东无权干预，但在积极主义作用下，1999 年 SEC 改变了态度，决定接受员工歧视问题的提案。

⁷ Gillan 和 Starks(2000)研究股东积极主义的有效性时，发现机构投资者提出的提案所获得的支持票数平均是个人积极主义的 175%。

⁸ 联合股东协会 1986 年成立，1993 年协会停止工作，原因是 SEC 彻底修改更新了股东通讯原则。

五、结束语

公司治理命题产生于公司所有权和控制权分离所形成的委托代理问题,20世纪90年代兴起了以养老基金为主导的股东积极主义运动,养老基金参与公司治理在一定程度上能够解决委托代理问题。尽管公共养老基金和私人养老基金是股东积极主义运动的主要推动力量,但是,它们参与公司治理的程度和作用还存在一定的差异性。公共养老基金的管理者是通过任命或选举产生的,受到的政治影响较多,因此,它参与公司治理可能不会把价值最大化作为唯一目标;而私人养老基金在某些方面受制于目标公司,这可能会影响其参与治理的积极性。此外,股东积极主义发展过程中呈现的一些新特征也值得关注,这表明现代公司治理模式已发展到一个新阶段。美国养老基金等股东积极主义运动的实践,对我国养老基金等机构投资者如何参与公司治理有一定的指导和借鉴意义。

近几年来,全国社保基金已经涉足股市,但股市投资收益并不理想。提高社保基金的投资收益,确保社保基金安全,除了要创新社保基金的管理制度外,如何有效发挥社保基金参与公司治理的作用是我们面临的全新课题。

参考文献:

1. 刘子兰. 养老金制度和养老基金管理[M].经济科学出版社,2005.
2. 李维安,武立东. 公司治理教程[M].上海人民出版社, 2002.
3. 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[M].中国人民大学出版社, 2000.
4. 王信. 养老基金在公司治理结构中的作用[J].经济社会体制比较, 2002(2).
5. 田丰. 美国机构投资者的积极行为及其影响[J]. 世界经济, 2002(11).
6. 邵颖红, 陈爱军. 机构股东积极主义发展中存在的主要争论[J].同济大学学报.2004(2)
7. [美]J.弗雷德.威斯通, [韩]S.郑光, [美]胡安.A.苏. 接管、重组与公司治理[M].东北财经大学出版社, 2000.
8. 何自力. 论机构投资者在美国公司治理中的作用[J]. 世界经济, 1998(3).
9. Robert A.G.Monks & Nell Minow(2003), "Corporate Governance" [M], 公司治理 南开大学李维安等译 中国财政经济出版社, 2004.
10. Diane Del Guercio & Jennifer Hawkins(1998), "the motivation and impact of pension fund activism"[J],Journal Of Financial Economics . Volume: 52 Issue: 3 (1999-06) Page: 293-340.
11. Roberta Romano(2000), "less is more :making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance"[J] ,prepared for the Tilburg Conference on Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets,Nov.4-5,1999.
12. E Philip Davis(2002), "institutional investors ,corporate governance and the performance of the corporate sector "[J]. Publisher: Physica-Verlag Journal: Economics Systems Volume: 26 Issue: 3 (2002-09) Page: 203-229.
13. E Philip Davis(2001), "institutional investors and corporate governance"[J].
<http://www.brunel.ac.uk/depts/ecf/research/papers/00-19.pdf>.
14. Marleen O'connor(1999), "union pension power and the shareholder revolution"[J] ,prepared for the second National Heartland Labor-Capital Conference .April 29-30,1999.
15. Sunil Wahal. 1996. Pension fund activism and firm performance. Journal of Financial and Quantitative Analysis 31, 1-23.
16. Karpoff, J., Malatesta, P., Walkling, R., 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence. Journal of Financial Economics 42, 365-395.

- 17 . Romano,R.,1993,Public fund activism in corporate governance reconsidered.Columbia Law Review93,795-853.
18. Nesbitt,S.L.(1994) “Long-term Rewards from shareholder activism:A Study of the CalPERS effect” journal of applied corporate finance 5,pp.75-80
19. Smith,M.(1996) shareholder activism by institutional investors: evidence from calPERS ,journal of finance 51, pp.227-252
20. Claire E.Crutchley,Carl D.Hudson ,and Marlin R.H.Jensen (1998).Shareholder Wealth Effects of CalPERS 'S Activism Fiancial Services Review ,7(1):1-10 1998
21. Stauart L.Gillan and Laura T.Starks .,2000, Corporate governance proposals and shareholder activism :the role of institutional investors. Journal of Financial 57.275-305.

