

美国投票顾问机构在上市公司治理中的作用及借鉴

——聚焦美国投票顾问机构投票建议服务的分析

范黎红* 马皓瑀** 赵心茹***

摘要：美国投票顾问机构的投票建议服务有助于保障股东合法权益，促进上市公司履行公司社会责任，但也存在利益冲突、投票建议质量欠佳、商业垄断以及过于宽泛的公司社会责任提案不当干预公司正常经营等弊端，为此，美国通过《投资顾问法》和修订《征集委托书规则》加以规范。我国可以由投保机构公开发布投票建议，为中小投资者和机构投资者提供可以信赖的公益服务，完善上市公司治理，并可以避免美国商业性投票建议服务存在的利益冲突、缺乏中立性等弊端。

关键词：投票权 投保机构 上市公司治理

近半个世纪以来，在美国资本市场上，以机构股东服务公司（Institutional Shareholders Services Inc.，以下简称“ISS”）为代表的投票顾问机构，通过为机构投资者提供投票建议、为上市公司提供完善公司治理的咨询服务、代理进行委托书征集活动等，在美国上市公司治理中扮演着重要角色。近年来，已有学者关注美国投票顾问机构的运作机制、监管动向并提出相应的借鉴意见。相关文章主要从引入该机制规范我国机构投资者的投票行为的角度出发进行探讨。美国投票顾问机构开展多项商业服务，投票建议是其核心业务，尽管主要服务于机构投资者，但一定程度上也促进了美国上市公司治理的完善。与已有研究的分析角度不同，本文拟聚焦于该类机构的投票建议服务在美国上市公司治理中的作用进行分析，并从该角度分析我国资本

* 同济大学法学院副教授。

** 同济大学法学院硕士研究生。

*** 同济大学法学院硕士研究生。

市场建立公益机构提供投票建议制度,即由投服中心就上市公司股东会议案公开发布投票建议的可行性。

一、美国投票顾问机构投票建议服务产生的背景及具体动因

美国投票顾问机构的产生与发展,离不开美国上市公司治理环境。美国资本市场经过几个世纪的发展,较为成熟。其上市公司治理具有以下几个特点:① 公司所有权和经营权分离。长期以来,美国上市公司基于股权分散,存在所有权和控制权的分离。通过两权分离,股东能够引入专业的管理层和职业经理人管理公司,提高公司经营效率。同时,所有权和控制权分离也带来了代理成本。② 机构投资者的持股数量不断攀升。近半个世纪以来,美国资本市场上机构投资者的规模和数量不断提升,分散的中小投资者持有的直接融资份额仅占上市公司融资份额的 30%。机构投资者于 1950 年代仅持有美国全部公司股份之 6.1%^①,但至 2009 年则成长近十倍,持有全部公司股份 50.6%。美国前 1 000 大公司已有 73.3% 股份为机构投资者所持有。^②③ 公司内部治理机制中出现了股东积极主义风潮。股东积极主义源于 20 世纪 30 年代。其内涵是股东主动采取行为,促使公司改变其行为或治理规则。在股东积极主义风潮的影响下,公共退休基金等机构投资者积极参加股东大会行使提案权和投票权,要求撤换表现不佳的 CEO,调整薪酬结构、改善公司经营绩效等。其中,以股东提案权及提名董事候选人为主要手段。而在上市公司采用董事分期改选制时,积极股东往往主张该制度有损公司价值而要求废除。④ 公司治理的外部市场机制活跃。包括要约收购、双层次收购在内的公司兼并收购市场活跃。公司管理层为了维护自身对公司的控制权,往往抵御敌意收购,采取分期改选制、“金降落伞”、“毒丸”等反收购措施。⑤ “负责任的投资”理念对公司治理的影响力渐增。随着“负责任的投资”理念兴起,雇员利益、环境利益、劳工利益、社区利益乃至性别平等社会性议案日渐纳入公司治理的范畴。而公司治理理论中的利益相关者学说,也促使公司管理层在经营管理中不仅仅考量股东利益,还需考量雇员利益、消费者利益以及所在社区利益等。

① Matteo Tonello & Stephan Rabinov, *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, The Conference Board(Nov.11, 2010), <https://ssrn.com/abstract=1707512>.

② Matteo Tonello & Stephan Rabinov, *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, The Conference Board(Nov.11, 2010), <https://ssrn.com/abstract=1707512>.

美国上市公司治理的上述特点,带来了下述问题:① 所有权和控制权分离带来的公司股东与管理层之间的代理问题。如何使公司管理层为股东利益乃至利益相关者利益服务,避免公司管理层追逐私利的道德风险,成为长期以来困扰美国公司治理的一大问题。例如,涉及上市公司管理层薪酬制度、反收购措施的合法性等问题引发不少争议。② 美国机构投资者与投资该基金的受益人之间存在的代理问题。美国中小投资者越来越少直接投资资本市场,而是认购机构投资者发行的基金,通过机构投资者投资资本市场,由此产生了机构投资者与基金受益人之间的“代理”问题。这就需要机构投资者为受益人的最佳利益服务,其中包括为受益人利益积极参与上市公司治理等。③ 机构投资者与公司管理层之间存在的分歧。随着股东积极主义的兴起,包括养老基金、对冲基金、投资银行、保险公司在内的机构投资者,积极行使提案权、投票权等股东权利,其往往与公司管理层存在分歧。例如,对公司管理层的高额薪酬,机构投资者认为高额薪酬应当与公司利润率、股票收益率相关联。而究竟追求公司短期利益还是长期利益,以对冲基金为代表的机构投资者多奉行短期主义,往往给管理层施加业绩压力。随着负责任投资理念的兴起,不少机构投资者日益重视 ESG 投资。例如全球最大的资产管理机构首席执行官芬克认为,“如果你能为所有利益相关者创造持久、可持续的价值,我们的客户,作为你公司的股东,就会受益”^①。而不少公司管理层仍奉行传统的股东利益至上理念,认为公司存在的价值应当在于创造物质财富、为股东利益最大化服务。

在上述背景下,美国资本市场股东投票权行使日益受到重视。具体体现在:① 满足特定表决事项参会股东份额要求的需求。2005 年,在股东积极主义的影响之下,越来越多的发行公司修改公司章程和股东会议事规则,就董事选举改采绝对多数决(majority voting),规定候选人必须获得过半数份额才能当选。这导致董事候选人即使没有竞争对手,也有可能因为股东未投下赞成票而落选。2009 年纽约证交所修改原有的规则 452,根据新修订的规定,董事选举已不能由证券纪人行使裁量权进行投票,增加了董事连任的难度。这也增加了股东投票的影响力。② 机构投资者保护受益人利益的需求。2003 年美国 SEC 制订规则 30b-4,要求投资顾问参与上市公司股东大会进行投票时,无论是投票政策或是投票的程序、表决权的具体行使,必须符合资金提供者的最佳利益,必须进行相应的说明并提供做出投票决策所依据的信

^① Larry Fink, *Letter to CEOs*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance (Jan. 30, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/30/letter-to-ceos/> (emphasis added).

息来源。上述规定促使机构投资者必须重视投票权的行使。但机构投资者往往持股分散,专注于如何在竞争激烈的市场获得更多的投资者注资,并无更多的时间和财务支出用于投票权行使问题的研究,往往将股东大会议案的分析及投票权行使问题委托投票顾问机构进行。^③ 股东积极主义风潮之下,股东积极行使提案权和表决权。不仅仅涉及自身经济利益制度,例如管理者的薪酬制度、红利分配提案等,也涉及环境、社会、公司治理等议题。而监管部门的相关规定更促进了股东积极主义的兴起。例如, Say-on-pay 制度要求所有发行公司每三年至少由股东会就经营者薪酬进行一次咨询性投票。该制度固然使得股东有机会就经营者薪酬表示意见,但也可预见的增加了股东所需表决的议案数量,机构投资人未必都有能力吸收各公司的议案内容,必须寻求第三方机构的协助,这进一步提升了投票机构的重要性。

在此背景下,美国资本市场股东投票权建议制度的价值更为凸显,美国投票顾问机构在资本市场上较为活跃。投票顾问服务领域存在一定的市场垄断,前两大机构市场占有率已超过 90%。机构股东服务公司(ISS)市场份额超过 61%,为市场份额最大的投票顾问机构。它拥有超过 2 000 家机构客户。ISS 可以协助投资者制订其投票政策;根据投资人之指示,提出投票建议;根据投资人之指示,代为投票。除了服务投资者,ISS 亦向发行公司提供公司治理之咨询服务。^① Glass Lewis & Co.公司于 2003 年设立。与 ISS 相同,Glass Lewis 设有自己的投票方针,而根据自身投票方针或投资人之投票政策作成投票建议,并提供代为投票之服务,但不向发行公司提供咨询服务。^②

二、美国投票顾问机构投票建议服务在上市公司治理中的作用评析

(一) 美国投票顾问机构投票建议服务对上市公司治理的积极效应

美国投票顾问机构提供投票建议服务存在下述两种基本形式:其一,接受机构投资者委托个案提供投票建议。其二,通过公开发布的投票原则影响上市公司治理。就投票建议的对象,个案投票建议作为一种商业收费服务,针对机构投资者私下提供。公开发布的投票原则,则更多是一种投票原则的宣示,便于招徕潜在的机构投资

^① 黄朝琮:《股东会投票顾问机构之运作与规范》,载《台大法学论丛》第 118 期。

^② 黄朝琮:《股东会投票顾问机构之运作与规范》,载《台大法学论丛》第 118 期。

者客户,同时也供上市公司参考,便于上市公司主动采取完善上市公司治理的举措。从投票建议涉及的内容来看,包括公司的经营方针、经营方案的调整、涉及董事选举、反收购措施的公司章程条款、特定董事人选的选举、董事薪酬方案、公司社会责任提案等。

美国投票顾问机构提供投票建议服务,是否促进了上市公司治理完善,存在不同实证分析结果。但总体上看,持肯定态度者居多。归纳起来,其积极效应可以概括为:

首先,有助于保障股东合法权益。例如,受哈佛大学“股东权利运动”的影响,ISS 和 Glass Lewis 都建议支持废除分级董事会的提议。在其提出的投票建议推动下,标准普尔 500 公司的分级董事会数量在 2000 年至 2013 年间减少了 80%。又如,学者 Albuquerque 的研究认为,ISS 对董事薪酬结构的负面评价,与公司的不良业绩相关,能够有效鉴别出经营状况不佳的公司。^① 学者 Michael Cappucci 认为,股东只有积极行使投票权才能促使公司管理层对股东负责。然而,股东投票权能否有效行使,取决于投票者的投票能力。投票顾问机构能够有效提升投资者的投票能力。^②

其次,促进公司履行社会责任。例如,2017 年纽约州审计署(New York State Comptroller)和英格兰教会(Church of England)对埃克森美孚(Exxon Mobil)、加州公务员退休基金(CalPERS)在西方石油公司(Occidental Petroleum)股东大会上提出股东提案,要求该公司作为大型油气公司需要分析其业务对气候变化的影响。目标公司最初试图根据规则 14a-8(i)(7)例外排除这些提案,但是,其向 SEC 申请的不采取行动的救济没有被批准,这些提案被允许纳入股东大会议程,ISS 和 Glass Lewis 提出支持该类提案的投票建议,最终该提案得到了多数股东的支持。^③

最后,通过公开发布的投票原则引导上市公司优化公司治理。美国资本市场份额最大的投票建议机构 ISS 制订了全球投票原则。ISS 主张其投票建议旨在促进目

① Ana Albuquerque, Mary Ellen Carter & Susanna Gallani, *Are ISS Recommendations Informative? Evidence from Assessments of Compensation Practices*, SSRN (June 4, 2020), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3590216.

② Michael Cappucci, *The Proxy War Against Proxy Advisors*, New York University Journal Of Law & Business, Vol. 16, Summer 2020.

③ Mary Beth Gallagher, 根据 14a-103 规则向埃克森美孚发出的豁免征求通知(2017 年 4 月 21 日), <https://www.sec.gov/Archives/ed-gar/data/34088/000121465917002667/t421170px14a6g.htm>; Simiso Nzima, 根据规则 14a-103 向 Occidental Petroleum 发出的豁免征求通知(2017 年 4 月 12 日), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/797468/000114036117015624/formpxl4a6g.htm>。转引自 Michael Cappucci, *The Proxy War against Proxy Advisors*, New York University Journal of Law and Business, Vol.6, p. 579(2020)。

标公司为广大股东进行长期价值创新,降低目标公司的风险,支持负责任的投资理念以及帮助机构投资者履行受托人行使投票权的职责。^① ISS 提出可靠、责任、独立和透明四个关键原则。具体如下:首先,可靠原则。上市公司董事会应当对公司的所有者股东负责。包括董事会选举时应为股东提供评估董事和董事会人员构成的足够信息,董事应当对投资者的意见做出回应,股东在公司章程关键性条款上应该拥有实质性的影响力。其次,责任原则。发行人和投资者应认识到,建设性参与社会治理既是上市公司的一种权利,也是其应当承担的一种责任。再次,独立原则。董事会应充分独立,以确保他们能够并有动力有效评估管理层的履职并确定管理层的薪酬,为所有股东的利益服务。最后,透明原则。公司应及时提供充分信息,使股东能够了解关键性问题,做出知悉真情下的投票决定,并在影响股东长期利益的实质性问题能为股东提供与公司有效沟通的渠道。^②

(二) 美国投票顾问机构投票建议服务存在的负面效应

其一,商业性投票顾问机构往往存在利益冲突。投票顾问机构的主要业务在于提供投票建议,或者提供征集代理投票权服务,其存在潜在诱因,促使各方愈加重视其投票建议。^③ 而有些商业性投票顾问机构同时为上市公司和投资者提供服务,存在利益冲突。例如 ISS 既为上市公司的子公司提供完善公司治理的对策,同时又为投资者提供投票建议服务。尽管 ISS 等通过内部设置防火墙、信息披露以及行为方式,避免利益冲突对投票建议的负面影响,但仍难以消除对其投票建议中立性的非议。

其二,投票建议的质量欠佳引发争议。例如,2017 年 ISS 曾质疑著名企业顾问公司(Willis Tower Watson)之薪酬结构,引起该公司严正抗议并对 ISS 建议专业度有所质疑。投票顾问机构除了存在利益冲突外,还存在发布投票建议委托书推荐缺乏透明度和准确性等问题。例如,在投票建议过程中存在大量事实错误和严重的方法论缺陷,以及对这些公司的假设、来源和分析存在利益冲突和缺乏透明度。^④

其三,投票顾问机构存在行业垄断情形。ISS 和 Glass Lewis 的“双头垄断”在股东投票中扮演着极其重要的角色。在缺乏有效竞争的情形下,影响头部投票顾问机构提升服务质量。

其四,对公司社会责任的投票建议被认为不当干预公司生产经营活动。当投票

① ISS Global Voting Principles, at <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/iss-global-voting-principles/>.

② ISS Global Voting Principles, at <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/iss-global-voting-principles/>.

③ Michael Capucci, The Proxy War against Proxy Advisors, 168 U. Pa. L. Rev. 17, 31-38(2019).

④ Chamber Business Roundtable Others Back up SEC in Proxy Advice Suit.

顾问机构就环境或社会问题影响目标公司的公司治理时,易出现投票顾问机构拟维护的社会公共政策与股东的经济利益之间的冲突,公司管理层认为此类建议干扰公司管理层的正常商业经营决策。甚至有学者认为投票顾问机构可能会把美国的大公司变成“社会工程的工具”,并可能迫使企业不再继续为股东财富的最大化而努力,这可以说是美国经济危机的最大诱因。^①

综上所述,投票顾问机构在上市公司治理实践中扮演着越来越重要的角色。然而在 2020 年美国 SEC 修改相关规则之前,投票顾问机构被认为在很大程度上控制了投票过程却缺乏必要的法律规制,因而被称为影子监管机构。

三、美国资本市场对投票顾问机构的监管规范

(一) 对投票顾问机构自身的监管

在美国,投票顾问机构受《1939 年投资顾问法》的法律规制。根据《1939 年投资顾问法》,如果一个人从事就证券价值或与证券有关的某些其他事项向他人提供建议的业务并获得报酬,他就是“投资顾问”。SEC 认为投票顾问机构符合投资顾问的定义。根据该法第 206 条,投资顾问对其咨询客户负有信义义务。第 206 条还载有适用于符合投资顾问定义的任何人的反欺诈条款,因此也可适用于投票顾问机构。虽然根据《1939 年投资顾问法》,投票顾问机构有一定的职责,但同样根据《1939 年投资顾问法》,投票顾问机构通常不需要向 SEC 注册。换言之,投票顾问机构可以自愿注册,如果他们选择注册,他们将“受制于一些额外的监管要求”。具体而言,投票顾问机构一旦注册,需要遵循以下规则:披露可能导致与客户利益冲突的安排;采用、实施并每年审查旨在防止顾问(或其员工)违反《1939 年投资顾问法》的内部合规计划,并指定一名首席合规官来监督合规计划。实际上,ISS、Marco Consulting 和 Proxy Vote Plus 都注册为投资顾问,而 Egan-Jones 和第二大投票顾问公司 Glass Lewis 则不是。于是,出现了只有部分投票顾问公司注册的情况。因而,制定统一的法律或监管框架、要求投票顾问公司注册为投资顾问的呼声一直存在。但同时也应注意到,即使是注册了的投票顾问公司,目前 SEC 根据《1939 年投资顾问法》对投票顾问公司的强制执行行为也很少发生。

^① David Katz and Laura McIntosh, *Proxy Voting and the Future of Corporations*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Nov. 30, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/30/proxy-voting-and-the-future-of-corporations/>.

(二) 对投票顾问机构投票建议行为的监管

在联邦证券法上,美国法上因对“征集”行为采取广义定义,凡是意图公开影响股东行使投票权的行为,都构成“征集”。故投票顾问机构之建议行为,凡属于意图公开影响股东行使投票权,则属于“征集”,除非符合相关例外情形,否则需要适用联邦证券法的委托书规则。

从美国联邦证券法的委托书规则来看,包括了联邦证券交易法第14节(a)、(b)和(c)三个条款以及SEC据此颁布的一整套委托书规则14A。美国联邦证券交易法第14节a规定了任何违反规则和条例规定征集或允许以自己的名义征集依据该法第12条注册的任何证券的委托书、同意或者豁免,均属违法。但该条款并未对征集进行明确界定,而是由委托书规则14A以及联邦司法判例在后续80余年中跟随实践发展的需要,通过豁免规则的修订以及司法裁判对委托书征集进行界定,平衡对委托书征集的规范需要以及赋予股东自由交流空间的考量。

美国投票顾问机构的投票建议服务,往往依据委托书规则14a-2(b)获得有限的豁免,即可以排除要求对被征集对象进行详尽信息披露的规则14a-3的适用,但并不排除规则14a-9禁止虚假陈述规定的适用。具体来看,美国投票顾问机构主要依据下述两个条款获得有限豁免:其一,根据规则14a-2(b)(1),没有进行“委托书征集”,以及对征集表决所涉的事项没有任何特殊利益的个人进行股东交流活动可以豁免委托书规则下的信息披露要求。这为投票顾问机构提供了“安全港”。其二,根据规则14a-2(b)(3),如果受委托的中介机构并未获得任何佣金或酬劳,仅仅是中立地协助征集者与被征集的股东进行沟通,也可以豁免委托书规则下的信息披露要求。^①

2010年美国SEC开始就投票顾问机构的地位、规范现状及完善对策征集建议。2014年美国SEC就投票顾问机构服务之使用发布问答集。SEC强调该类机构应当基于正确之信息提出投票建议且不得存在利益冲突,以确保其有能力执行委托投票相关事务。在逐步调整既有解释的同时,SEC于2020年底,以修正Regulation 14A之方式,对投票顾问机构进行规范,并于一年后开始施行。根据该规则及之前发布的相关释令,主要涉及以下几方面:

其一,将投票建议明确纳入征集委托书规则加以调整。根据该规则,以提供投票

^① 范黎红:《论上市公司委托书征集的法律规则》,法律出版社2010年版,第211页。

建议作为专业服务,并且该类建议独立于其他投资建议进行销售并收取服务的机构或个人,就有价证券之表决权行使、同意或授权事宜所为的建议,属于征集行为。SEC 在第 34-86721 号释令《关于委托书规则对投票建议适用性的解释和指导》中进一步明确,根据《联邦证券交易法》下的委托书规则,投票顾问机构提供的建议“一般”构成了一种征集行为,该规则“授权 SEC 为公共利益或保护投资者制定必要或适当的规则和条例,管理此类征集行为”^①。

其二,对利益冲突要求予以披露。该规则规定,投票顾问机构向机构投资者提供投票建议时,需要披露存在的利益冲突。例如,投票顾问机构投票建议的对象同时聘请该机构提供咨询服务;投票建议针对的股东大会议案与投票顾问机构的关联机构或客户有重大利害关系;投票顾问机构持有被建议公司股权或有人员担任其董事等,这些情形都将使投票顾问机构身陷利益冲突。在该规定下,投票顾问机构必须在投票建议中,就自身或其关联机构,与判断该建议客观性相关之重大利害关系,以及用以判断是否存在这类重大利害关系之规则及程序,进行披露。

其三,设置允许目标公司要求获得相关建议并进行回应的机制。根据规则 14a-2(b)(9)(ii)(A),投票顾问机构须设置一定机制,使目标公司可以不晚于机构投资者取得投票建议报告。投票顾问机构可以期待据此获得目标公司的回应。同时,当目标公司有反馈意见时,投票建议机构还应设立一定机制让被建议的机构投资者获得相应的反馈。该规则的设立目的不仅仅在于让投票顾问机构有更多了解目标公司的机会、避免建议内容之错误,更是为了促进相关参与者之间的讨论与对话,有助于股东做出知情决策。

其四,对纳入委托书规则下的虚假陈述民事责任予以规范。若信息披露材料存在错误,则依据委托书规则 14a-9 下的欺诈条款予以规范,其中重大性的认定以投资者行使投票权时认为重大的信息作为判断依据,单纯的意见分歧不构成欺诈。

SEC 通过上述修改意图提高投票建议服务的透明度和准确性,然而,遭到了投票顾问机构的强烈反对。投票顾问机构主张这些新规则尤其是规则 14a-2(b)(9)(ii)(A) 损害了其及时、独立提交投票建议的能力,无疑是多为目标公司的大型企业利益而修订的规则。根据投票顾问机构的反馈,2022 年 7 月 13 日,SEC 修改了其 2020 年

^① SEC News, *Chamber, Business Roundtable, Others Back up SEC in Advice Suit*, WGL-ACCTALERT Vol. 14, No. 218(2020).

通过的部分规则,主要是:不再要求投票顾问机构须在不晚于向其客户提交的时间向目标公司提交投票建议,也不再要求向客户提供一定方式使客户能够获得目标公司就投票建议的反馈。^①

四、美国投票顾问机构运作及相关监管经验的借鉴

美国投票顾问机构的运作及相关监管规则,可供我国资本市场借鉴的因素包括以下方面:

首先,从美国投票顾问机构的作用分析我国投保机构公开发布投票建议的可行性。虽然没有确切的数据表明投票顾问机构在多大程度上影响决议结果,考虑到机构投资者赞同投票顾问机构的存在,不可否认投票建议行业对于投票结果有潜在影响。投票顾问机构的作用不仅仅在于影响上市公司投票结果,而且通过他们对于公司治理的最佳范例,塑造市场参与者的行为。尽管我国上市公司股本结构与美国存在较大不同,但是仍然存在下述共通因素:中小股东与控制股东、管理层之间存在信息不对称、中小股东行权存在理性漠然和“搭便车”行为;机构投资者的数量也在不断攀升,机构投资者同样对基金受益人负有信义义务;可持续发展、负责任投资以及绿色金融等理念影响日渐加大,公司承担一定的社会责任已责无旁贷。因而,域外的实践表明,投票建议机构只要运作良好,能够在上市公司治理中发挥积极作用。我国目前上市公司治理中中小股东行使投票权,需要得到专业机构的支持。而我国投保机构即中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”)具备公开发布投票建议的条件。投服中心作为证监会领导下的社团法人,其营业范围包括:面向投资者开展公益性宣传和教育;公益性持有证券等品种,以股东身份或证券持有人身份行权……^②其中面向投资者开展公益性宣传和教育,包括了投保机构公开发布投票建议。投保机构不具有行政监管权,其公开发布投票建议,是以第三

① 另两项修改为:一是涉及取消对投资顾问机构代理投票责任的指引,认为2020年之前的规定足以规范投资顾问机构的代理投票行为;二是删除了规则14a-9委托书规则欺诈条款适用的一项注解,删除该注解避免了歧义,并不改变规则14a-9适用于投票顾问机构的投票建议服务。上述两项修改与本题关注的问题关联性不大,故不在正文中列出。SEC Adopts Amendments to Proxy Adviser Rules, SEC (July 13, 2022), at <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-120>; SEC to rescind Trump-era rule for proxy advisers, GFS News (gfs-news.com) (July 12, 2022), at <https://gfs-news.com/economy/sec-to-rescind-trump-era-rule-for-proxy-advisers/>.

② 中证中小投资者服务中心有限责任公司工商登记基本信息,爱企查(2022年7月30日),<https://aiqicha.baidu.com/detail/compinfo?pid=xITM-TogKuTwSrgVsSe01p6ZXBkAx0rsjwmd&rq=es&pd=ee&from=ps>.

部门的身份行使公益性监督权,以激活上市公司内部治理机制,维护中小股东合法权益和社会公共利益。而投服中心近年来开展的大量持股行权实践,也为公开发布投票建议积累了经验。

其次,从域外投票顾问机构运作存在的问题侧面证明了我国投保机构公开发布投票建议具有独特优势。从域外的实践来看,美国商业性投票顾问机构的运作已经取得了实效,但也引发了不少质疑。这些质疑包括利益冲突影响中立性、委托者付费模式影响独立性、商业垄断影响服务质量的提升等。例如,ISS在开展业务过程中既接受上市公司对投票事项调研的委托又接受某些机构投资者要求提供投票建议的委托,存在利益冲突。^①又如,ISS曾针对同一目标公司的议案,面对两个不同的委托者,提供了完全不同的两份投票建议。^②相较于域外商业性投票顾问机构,我国投保机构作为主体公开发布投票建议,更具有制度优势。投保机构的成立背景和《证券法》上法定地位的确立,有助于树立投保机构在我国资本市场上作为中小投资者合法权益保护机构的法定地位和威信。同时,其作为证监会领导下的投保机构,以维护中小投资者合法权益为宗旨,具有公益性,避免了商业性投票顾问机构前述独立性、中立性和形成的商业垄断问题。

再次,美国投票顾问机构发布投票建议的不少具体做法值得我国投保机构公开发布投票建议时借鉴。例如,美国投票顾问机构有自身的投票政策和价值指引,据此做出相应的投票建议,而且在年度发布上市公司治理情况,进一步扩展投票顾问机构在市场上的影响力。投保机构作为公益性股东,有自身价值取向,可以借鉴域外部分机构的做法,建立自身以维护中小投资者利益、社会公共利益为导向的公司治理实践指引,并发布年度报告,发挥市场示范效应。

最后,美国投票顾问机构在运营过程中暴露出的利益冲突、透明度等问题应当引以为戒,相关的监管经验亦值得借鉴。由投服中心公开发布投票建议,基于其公益地位,本身不存在因为商业关联关系而存在的利益冲突。但是,在投服中心提供投票建议的决策过程中,参与决策的工作人员和专家是否与被建议目标公司或事项存在利益冲突,则需要通过制订规则要求披露,以确保内部决策程序的公正。同时,投服中心公开发布投票建议,作为一项公益服务,与商业性投票顾问机构的商

^① Michael Capucci, *The Proxy War against Proxy Advisors*, 168 U. Pa. L. Rev. 17, 31-38(2019).

^② Gillian Tett and Camilla Hodgson, *ISS's conflicting advice hints at wider ESG tension*, Financial Times (Apr.22nd, 2022), <https://www.ft.com/content/1fad2ebd-404d-49d2-96af-f82b75f7115c>.

业服务不同,除非涉及明显损害中小股东利益或者社会公共利益的事项,否则不宜过多介入上市公司商业性决策事项。而在投票建议的发布程序上,可以借鉴美国法投票建议规则的最新发展,并基于投保机构存在股东持股行权等多种介入上市公司治理的手段可供配合使用,并为目标公司即发行者提供事前获得相关建议信息的渠道。