

上市公司治理中的机构投资者消极主义及其化解

刘帅芃* 孙犀铭**

摘要：机构投资者基于其可观的股份持有和专业管理，有助于解决一般中小股东欠缺参与公司治理诱因的问题，发挥治理效应。近年来，资产管理行业爆炸式增长，股权所有权从而大规模中介化，机构投资者在公司治理以及证券市场上的参与度也逐渐增加，各界对其参与公司治理的远景也抱有期待。然而，实践却显示机构投资者基于利益冲突、搭便车问题、短期主义等原因而缺乏参与公司治理的诱因，对于被投资公司的治理往往持消极态度。针对上述问题，可以通过优化表决权的行使、设置指引性制度、强化披露义务的履行、促成机构投资者之间的合作以及鼓励机构投资者集中持股予以应对，优化机构投资者参与上市公司治理的路径，提升公司治理的实效。

关键词：公司治理 机构投资者 消极主义 尽职治理

一、问题的提出

2020年国务院印发的《关于进一步提高上市公司质量的意见》中针对上市公司治理水平的提高，明确指出要健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式以规范公司治理与内部控制；^①2021年全国人大在“十四五”规划和2035年远景目标纲要中提出建设高标准市场体系的目标，其中“大力发展机构投资者”便作为其为规范资本市场的发展而部署的内容之一。^②我国公司治理结构经过三十多年的演变，决策模式和权力配置模式大体上仍以股东（大）会为优位主义。这种治理模式下，高度集中的股

* 山东大学民商法学硕士研究生。

** 山东大学法学院助理研究员。

① 《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》第2条（国发〔2020〕14号）。

② 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》。

权结构导致我国公司治理效率与其他发达国家相比普遍较低。基于股东中心主义的延续,公司事务的决策权实则掌握在以大股东为核心的股东会手中,有时仅凭控股股东的单独行动便可实现对公司事务的决策,此极易导致控股股东滥用股东权利、谋取私利,损害其他中小股东以及利益相关者的合法权利,公司独立意志将彻底沦为控股股东的意志。^① 同时当作为基础性权利义务框架配置的公司内部治理的信义义务机制失灵时,亦需要一合理机制发挥补充功能。

机构投资者相较于一般中小股东,拥有充沛的资金,并能通过其所掌握的专业知识,作出高效的投资判断。实证研究表明,机构股东在参与目标公司治理后,公司治理效率得到显著提升,相应地机构股东本身也收益颇丰。^② 同时,机构投资者将股权同专业管理结合,降低代理成本,被认为是解决上市公司所有权与控制权分离的最佳方案。^③ 其出现有助于解决一般中小股东欠缺参与公司治理诱因的问题,促使公司经营为其经营绩效负责。当公司管理层存在滥权行为,此时机构股东最有可能挺身而出,甚至能够联合中小股东制衡上述行为。^④ 机构投资者参与公司治理后,能够促进董事会构成的多元化而加剧其内部制衡,^⑤随着机构股东规模增大、持股份额的增长,能够重构并优化公司内部的股权结构,减少大股东的损害行为。截至2023年底,我国证券市场中社保基金、公募基金、保险资金等各类专业机构投资者合计持有A股流通市值15.9万亿元,较2019年初增幅超1倍,持股占比从17%提升至23%,已经成为促进资本市场平稳健康发展的重要力量。^⑥

然而,实践却显示机构投资者对被投资公司的治理往往持消极态度。^⑦ 我国机构投资者参与公司治理的积极性不高,据统计,在公募基金中行使投票权的占87.5%,

① 汪青松、赵万一:《股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》,载《现代法学》2011年第3期。

② Michael P. Smith, “Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS”, The Journal of Finance (1996), pp.227-252.

③ Edward B. Rock, Institutional Investors in Corporate Governance Institutional Investors in Corporate Governance, (2015). Faculty Scholarship at Penn Carey Law. 1458. https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1458. last visited: 11.30.2023.

④ 冯果、李安安:《投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2012年第2期。

⑤ 邓辉:《我国上市公司股权集中模式下的股权制衡问题——兼议大小非解禁带来的股权结构转型契机》,载《中国法学》2008年第6期。

⑥ 林晓征:2024年1月12日中国证券监督管理委员会新闻发布会,证监会发布,<https://mp.weixin.qq.com/s/GsooAnHN1np1eWMmH9oLOQ>,最后一次访问:2024年1月17日。

⑦ 中国政法大学张子学课题组:《我国机构投资者参与上市公司治理意愿分析与优化建议》,载《投资者》2022年第2期。

与上市公司管理层协商的占 21.25%,提出议案、行使股东提案权的占 5%;私募基金中行使投票权的占 50%,与上市公司管理层协商的占 13.9%,提出议案、行使股东提案权的占 8.3%。^①

与欧美机构股东多以发声方式积极参与公司治理的态度相比,我国机构股东多倾向于采取“用脚投票”的方式参与公司治理,一旦对目标公司治理产生不满或者信任危机时,便会选择通过二级市场抛售股票。例如,仁和药业在被曝光药品质量问题后,机构股东并未为改善公司治理积极献言献策,而是在大幅减持后出逃;^②2020 年,美年健康业绩暴雷之后,阿里网络通过深圳证券交易所大宗交易系统累计减持股份合计 5 399 万股,占公司总股本的 1.379 4%,美年健康股价在阿里减持之后一周下跌超 29%,市值缩水近 200 亿元,随后美年健康召开电话会议表示“阿里巴巴的减持是其根据市场情况而做出的策略”。显然这一解释并不能令人信服。截至 2021 年 3 月末,持有美年健康的机构减少了 244 家,持股数量减少 2.8 亿股。^③ 作为 A 股市场的白马股,老板电器一直深受资本市场的青睐。然而,近年来却遭遇了股价腰斩和被机构投资者大量抛售,究其原因,公司内部经营管理所存在的诸多隐患导致机构投资者多有不满,而选择用脚投票出逃。^④ 上述案例凸显了我国机构股东在参与公司治理的过程中积极性不高的特点。近年来我国资本市场中关于机构抛售出逃的新闻亦是层出不穷。此外,统计数据显示,2004 至 2018 年间,上市公司前十大流通股股东(控股股东除外)中 75%以上机构的持股比例低于 3%,而控股股东的持股比例则高达 40%以上。持股比例较低、持股较为分散的情况下,机构投资者多存在“搭便车”问题,^⑤难以通过积极的“发声”方式参与公司治理。

机构投资者参与上市公司治理这种实然层面的消极主义,背后交织着多重原因。首先,就机构投资者本身而言,其作为中介投资公司,与资金提供者之间存在着投资管理关系,同时作为公司股东与被投资公司之间存在着公司治理关系。如若探究导致机构投资者于公司治理中的消极主义,需要首先从此二重特殊代理关系入手,对各代理关系中所存在的问题进行分析。同时,放眼整个资本市场,短期主义依旧盛行,

① 吕昊、贾海东:《机构投资者参与公司治理行为指引制度研究》,载《证券市场导报》2022 年第 1 期。

② 吴新春:《大力推进机构投资者参与上市公司治理》,上海证券交易所 2015 年版,第 13 页。

③ 《业绩爆雷高管离职、阿里减持机构出逃,美年健康路在何方?》,大舜财经, https://mp.weixin.qq.com/s/n5aBm_z7ueIvm9ajfwCMMg, 最后一次访问:2024 年 7 月 20 日。

④ 张爽:《老板电器迎至暗时刻:市值湮灭 300 亿元 白马失蹄投资者用脚投票》,财联社, <https://m.cls.cn/detail/288121>, 最后一次访问:2024 年 7 月 20 日。

⑤ 吴晓晖、郭晓冬、乔政:《机构投资者抱团与股价崩盘风险》,载《中国工业经济》2019 年第 2 期。

过高的换手率一定程度上制约了机构投资者在公司中发挥治理效应,亦导致了资本市场的不稳定。何以导致短期主义以及如何对其予以改善是亟待解决的问题。

二、机构投资者参与公司治理的消极主义

理论上,基于股东积极主义假说,不同于以往股权结构分散的资本市场,当代资本市场在机构投资者的影响下,股权结构已相对集中。机构投资者的股东积极主义可以促使其积极介入公司治理,凭借其专业性对公司的内部架构、公司管理层所做的决策以及其他管理行为乃至关联交易进行关注和监督,并适时进行有效的干预,^①提高持股公司的决策效率和治理水平。^②另外,机构投资者具有一定的独立性而不同于公司的其他大股东,能够克服内部人控制的局面,积极阻止可能损害股东(主要是中小股东)利益的议案,^③有效抑制大股东侵害小股东利益的行为,加之其所具备的专业知识和经验,有利于公司做出客观、准确的决策,进而对绩效产生正面影响。^④同时,就机构投资者自身而言,其与持股公司之间目标函数的差异性以及自身监管能力和动机缺失的特征,构成了机构投资者股东消极主义假说的主要证据。^⑤而机构投资者的消极主义则会阻碍上述机构投资者介入上市公司治理积极效应的释放。同时,机构投资者消极地用脚投票甚至大量抛售股票出逃,亦会导致资本市场对公司负面消息的过度反应,投资者可能会跟风操作而纷纷抛售股票,加剧股价下跌。投资者的恐慌可能导致过度的卖出压力,冲击市场,影响资本市场的整体稳定。针对机构投资者在公司治理中所呈现的消极主义,不仅需要从机构投资者的自身固有缺陷进行反思,而且需要立足公司内部治理生态以及资本市场环境进行思考。

(一) 双重代理关系所引发的问题

当资金提供者通过机构投资者作为中介投资公司,在投资关系中存在双重代理

① Randall S. Thomas. The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation. *Vanderbilt Law Review*, (2008), pp. 61.

② Elyasiani, E., and Jia, J. Y. Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, (2010), pp. 606 - 620.

③ Jarrell G.A., Poulsen A.B.. Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980 [J]. *Journal of Financial Economics*, Vol.34, (1987): pp.127 - 168.

④ 潘爱玲、潘清:《机构投资者持股对公司业绩的影响分析——基于 2009~2011 年沪深上市公司的实证检验》,载《亚太经济》2013 年第 3 期。

⑤ 王旭:《机构投资者股东积极主义效应的实现——基于代理成本的中介作用》,载《东岳论丛》2013 年第 3 期。

关系。^① 第一重关系为机构投资者与资金提供者之间的投资管理关系,在此关系中机构投资者作为代理人应为资金提供者的利益管理其资金,资金提供者最终受益。第二重关系为机构投资者作为公司股东与被投资公司之间的公司治理关系,在此关系中公司的经营层为代理人而机构投资者作为股东成为本人。在此二重代理关系中存在着各自的代理问题。

1. 投资管理关系

在投资管理关系中,机构投资者与受益人之间有时会出现利益冲突。

首先,由于机构投资者可能为了自身商业利益的追求而顾忌与被投资公司、已有以及潜在客户的关系,导致其为了自身利益的获取而不出于为受益人最大利益监督被投资公司或积极投入公司治理。^② 而业务往来的存在,致使一些机构投资者仅顾及自身利益而不得不投票以支持管理层,即使这种行为违背了他们的信托义务。^③ 此可体现为机构投资者在表决参与中机械地投出赞成票、提案数量少等。

其次,来自机构投资者内部的统一政策冲突,即机构投资者同时管理的投资组合中可能同时包括被动基金、主动基金、避险基金等多种金融产品。对于同一被投资公司,这些金融产品可能持有比例不同、甚至可能有些持有空头部位(short position),而公司治理策略多为集中化拟定以公平对待其所管理的各种投资组合,这种统一行为将导致其难以符合特定投资组合中受益人的最大利益,^④故提升被投资公司价值的行为可能对其中一个产品有利,但对另一个产品不利,统一政策导致利益冲突成为必然的结果。这些利益冲突不仅涉及机构投资者本身治理问题,还可能影响到机构投资者是否有充足的参与动机、如何评价其参与绩效、能否专注于被投资公司的长期利益等,而成为机构投资者参与股东行动主义的一大挑战。

最后,在上市公司内部还有可能存在空洞投票现象。空洞投票(empty voting)系指股票的收益权与表决权相分离的现象,此概念最早由 Henry T C. Hu 与 Bernard Black 提出,空洞投票是操作可变形的表决权(morphable voting rights)而导致的结果。投资者透过对衍生性金融商品、捕获股东会登记日、证券借贷交易等的操作致使空洞

① Iris H-Y Chiu, Turning Institutional Investors into 'Stewards': Exploring the Meaning and Objectives of 'Stewardship', Current Legal Problems, Vol. 66, (2013), pp. 443-481.

② 龚浩川、习超:《戴着镣铐跳舞的机构投资者》,载《清华法学》2021第5期。

③ Stuart Gillan and Laura T. Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 19, (2007), pp. 55-73.

④ Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk, Javier Garcia-Bernardo. Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, Business and Politics, Vol. 19, (2017), pp. 298-326.

投票结构的形成,致使表决权和收益权分离,产生表决权大于收益权的“空洞投票”现象,此与公司法对“股东表决权与收益权相匹配”的假设不符,背离了公司法设定的一股一权的基本原理。^① 股东享有表决权,若其可以在不承担或承担不等比例收益风险的情况下行使全部投票权,将诱使部分股东从事利益输送,损害其他股东以及利益相关者的利益,激化不同利益群体之间的矛盾,降低股东监督公司经营层以解决代理问题的能力,增加代理成本。当散户投资者透过资产管理人作为投资中介投资被投资公司,亦会产生空洞投票的问题。在投资管理关系中,散户投资者为资金提供者、是受益人,然而由于透过机构投资者作为投资中介,该机构投资者为被投资公司股权的名义所有人,原则上应由其行使表决权,由此也导致最终受益人没有行使表决权以发表个人意见的机会,甚至对表决权行使的相关信息一无所知。因此,产生了经济利益与表决权分离的空洞投票问题。这种表决模式导致了机构投资者与资金提供者之间利益的不一致,极有可能致使机构投资者为了自身利益实施空洞投票行为。

2. 公司治理关系

在公司治理关系中,机构投资者的报酬结构将导致其利益与受益人不一致而产生代理问题,代理问题的一个主要根源是机构投资者承担了治理行为的成本,但治理行为所带来的收益将流向投资组合,而机构投资者却只能从中获取小部分收益,只能收取按管理资产百分比计算的费用。这是由于机构投资者作为资产管理人而管理受益人所有的资产,其收益来自管理报酬而不直接来自其管理行为而导致的资产本身的价值,,管理报酬也只占资产价值的小部分。在许多情况下,机构投资者所采取的管理决策可能只是定性的,并不会考虑额外成本。机构投资者积极参与公司治理,有时可能需要投出反对票而对抗管理层,而此将增加治理行为成本。

(1) 资产管理人的报酬结构引发的代理问题。

机构投资者积极参与公司治理时,会使治理行为价值发生变化。在无任何代理成本的假设下,投入公司治理所需成本小于治理行为价值时,机构投资者会尽职实行治理行为。然而现实情况是资产管理人会根据自身获利情况决定是否参与公司治理,仅在投入公司治理所需成本小于机构投资者所获收益且小于治理行为价值时,机构投资者有诱因参与公司治理。实然层面,资产管理人只能按管理资产的百分比收取费用。如果机构投资者需要承担全部的治理成本,但所获收益仅为公司价值增长

^① Henry T. C. Hu & Bernard Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, Vol. 79 S. CAL. L. REV. 811, 825 (2006), pp. 811-906.

的一部分甚至要小于代理成本,那么代理问题便会浮现,^①此将导致机构投资者减少管理成本的投入,并不会积极参与公司治理。

(2) 搭便车问题。

由于在公司治理关系中,机构投资者的报酬结构将导致其利益与受益人不一致而产生代理问题,基于代理问题如果仅由机构投资者承担所有的治理成本,而所有股东将享受监督或干预带来的任何正面股价效应,此将产生一种“集体利益”,这种效应对公司治理的参与具有一定的抑制作用。若基金管理或资产管理机构与证券投资咨询机构,识别出投资组合中的特定公司治理状况不佳,而其投入治理行动所产生的成本也将由该机构负担,但绩效提升的成果却由全体股东以及该公司的其他机构投资者共享。

有观点认为机构投资者之间会由于彼此之间存在的竞争需求而促进其积极投入公司治理以提升绩效。然而机构投资者之间的竞争属于一种相对性竞争,所以传统意义上的竞争需求对于机构投资者投入公司治理并不具有明显的促进作用。具体而言,业绩评估通常是通过与其竞争对手的业绩或指数进行比较以考察其相对性表现,如果一两家机构花费资源进行干预并希望提高一家公司的股票价值,那么同样持有该公司股票的竞争对手就可以搭便车,他们的业绩会随着其他机构的干预而提高,但却无需投入任何成本。因此,在理性人的假设下,机构投资者往往只会在认为必要而极为有限的情况下,才会投入一定的时间和资源对被投资公司进行监督。^②

干预的关键前提条件是股票的增持。虽然增持后所进行的监督也可能使指数加权和减持的竞争对手表现受益,但相较而言,增持机构将会受益更多。但是当被投资公司治理状况不佳时,如果主动基金持股比例低于所追踪的指数,则提升该公司的绩效只会让该主动基金的相对性表现更差,故仅有在该主动基金持股比例较高时方有投入促进公司治理行为的诱因,但其治理成效仍然会在部分程度上被其他投资该公司的机构投资者共享。何况在我国上市公司内部仍普遍存在“一股独大”的现象。虽然经过股权分置改革,我国上市公司内部的股权结构已经得到一定程度的优化改善,但是股权结构仍相对集中,机构投资者基于其持股比例仍属中小股东的范畴,股

^① Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Scott Hirst, The Agency Problems of Institutional Investors. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 31, (2017), pp. 89 - 102.

^② Ian Ramsay, Geof Stapledon, Kenneth Fong. Institutional Investors'Views on Corporate Governance. Research Report, Centre for Corporate Law and Securities Regulation The University of Melbourne, (1998), pp. 1 - 54.

票增持存在一定难度,所需投入的治理成本较高,客观上降低了机构投资者参与治理的积极性,影响了机构投资者参与公司治理的效果。我国证券监管机构也曾提出“机构投资者持股比例过低是目前公司治理存在问题很重要的原因”,^①增加机构投资者在上市公司中的持股比例也被许多监管者和学者认为是改善目前存在的公司治理问题的重要方式。^②

(二) 短期主义的盛行

在法律和经济学文献中,对短期主义的主要解释侧重于流动性需求而非信息不对称。根据这一解释,短期主义是由于“缺乏耐心”的股东有短期流动性需求,因此倾向于注重短期业绩而忽视未来收益,可能会迫使公司进行短期有利可图但长期价值下降的投资。现代公司的主要弱点之一是短期主义行为,在短期信息披露如季度收益、市场预期、国际竞争和短期薪酬方案的压力下,管理层和董事会可能会受到诱惑而回避风险更大的长期决策。^③

自哲学家 David Hume 和 Jeremy Bentham 的著作问世以来,跨时空问题引起了学术界的关注。20 世纪 80 年代的收购时代,理性短视行为研究便出现在金融经济学理论中。与主流的新古典主义模型不同,针对理性短视行为研究表明,过度关注股票市场的结果,加之信息的不对称,会导致投资者对公司的未来产生怀疑并诱使管理者将短期收益置于长期回报之上,而倾向于选择能带来短期回报的项目,牺牲公司的长期盈利能力,因为短期回报被认为有助于提高管理者的声誉,但这种短期主义却可能威胁经济发展。20 世纪 90 年代和 21 世纪初的牛市中,人们对跨期选择的担忧逐渐消失,直到 2008 年金融危机爆发后,才重新成为公司治理的讨论焦点。美国金融体系的几近崩溃和股东权力的崛起使人们重新认识到,应对市场和股东压力的短期主义是一个需要进行监管纠正的首要治理问题。^④

1. 现有业绩评价体系的不当

目前而言,我国 A 股市场日均换手率较高,持续波动问题并未得到改善,追逐热点、炒作概念依旧盛行,长期投资现象并不明显。^⑤ 导致机构投资者短期主义产生的

① 朱宝琛:《证监会:六方面推动机构投资者参与公司治理》,载《证券日报》,2013-05-13,(A2)。

② 龚浩川、习超:《戴着镣铐跳舞的机构投资者》,《清华法学》2021 第 5 期。

③ Klaus J. Hopt, Corporate Governance in Europe a Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance, New York University Journal of Law & Business, Vol. 12, (2015), pp. 139-213.

④ Cremers, K.J. Martijn, Simone M. Sepe. "Institutional Investors, Corporate Governance, and Firm Value." Seattle University Law Review, Vol. 41, (2018), pp. 387-418.

⑤ 吕昊、贾海东:《机构投资者参与公司治理行为指引制度研究》,载《证券市场导报》2022 年第 11 期。

原因之一是频繁的业绩考核压力的存在,因此基金管理人往往基于短期盈利的倾向而采取短期投资策略,换手率过高使得机构投资者在上市公司中的治理作用不能得到充分而有效地发挥,较短的投资期限和较高的监督成本削弱了他们参与公司治理的动力,甚至可能使公司管理层为实现其短期盈利目的而实施一定的业绩操纵行为。短期而频繁的交易会导致资本市场的不稳定,研究表明,股票的波动性与短期投资者的持股比例变化呈正相关关系,与长期投资者的持股比例以及持股变化呈负相关的,机构投资者的短期行为将导致市场波动,不利于市场稳定。^①

2. 被动型机构投资者激励机制的缺乏

机构投资者在交易风格、投资策略、对经理人的激励、目标客户群等方面存在差异,这些差异意味着机构投资者参与公司治理的动机和能力不同,其在公司治理中所发挥的作用和治理意愿也需进行差异性判断。

与主动型基金不同,被动型基金管理人不会轻易剥离投资组合中表现不佳的股票,^②除非基金清盘,否则其投资长期锁定,不会退出。^③因此它们可能比其他机构更有动力成为参与型所有者。其更为看重所持股公司的长期价值,遵循自动跟踪的被动投资模式,跟踪指数的走势从而获得稳定的回报,被动机构投资者可能更有动力监督管理者并改善整体市场表现,因为其能随着持股公司的业绩增长中增加其管理资产的价值。^④公司业绩并不会影响被动投资者的投资决策,^⑤因为被动型基金追求的是基准业绩,因此其以较低的换手率、多元化的投资组合和最低的费用,获得市场指数或投资风格的回报,如果进行大规模抛售,会对业绩造成剧烈冲击。管理被动型基金的机构可以利用其可观的所有权来施加影响,管理层可能因为主动型基金更高的换手率更倾向于考虑被动投资者的意见。^⑥

同时,被动投资基金通常能以较低费率甚至零费率吸引庞大的投资者,^⑦虽然可

① 刘京军:《机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?》,载《金融研究》2012年第9期。

② 刘欢、李志生、孔东民:《机构持股与上市公司信息披露质量基于主动型和被动型基金影响差异的视角》,载《系统工程理论与实践》2020年第6期。

③ Ian R. Appel, Todd A. Gormley, Donald B. Keim, Passive Investors, Not Passive Owners, Journal of Financial Economics (JFE), Vol.121, (2016), pp. 111-141.

④ Guercio D D. Hawkins J, The motivation and impact of pension fund activism J. Journal of Financial Economics, Vol. 52, (1999), pp. 293-340.

⑤ Ian R. Appel, Todd A. Gormley, Donald B. Keim, Passive Investors, Not Passive Owners, Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 121, (2016), pp. 111-141.

⑥ Guercio D D. Hawkins J. The motivation and impact of pension fund activism J. Journal of Financial Economics, Vol.52, (1999), pp.293-340.

⑦ 缪若冰:《被动投资者消极参与公司治理的法律规制》,载《证券市场导报》2022年第2期。

能缺乏必要的资源来监督其大型多元化投资组合中每一家公司的决策选择,但它们可以通过广泛但低成本的监督渠道参与公司治理,此利于降低投资者所承担的中间费用。因此,近年来其所持有的上市公司股份也越来越多。研究表明,被动投资者的增长可能会改善公司的治理选择和绩效,能够促进所持股公司管理层的信息披露进而降低市场信息不对称性,提升公司治理水平。被动型基金所有权的增加与董事会独立性的提高相关,其对公司治理施加影响的一个关键机制是通过其庞大的投票集团行使话语权和施加影响,被动基金持股比例越高,对管理层提议的支持就越少,而对股东发起的治理提议的支持就越多。被动型共同基金的参与似乎也减少了其他非被动型投资者对激进主义的需求,被动型基金持股比例越高的公司,其长期业绩就越好,而且成为对冲基金激进主义的目标的可能性较小。^① 所以,应当重视被动型基金(被动型机构投资者)在公司长期治理中作用的发挥,但就目前而言,针对被动型基金仍缺乏鼓励其参与公司治理的激励机制。

三、机构投资者治理消极主义的化解路径

机构投资者于公司治理中的消极主义困境的破解不仅需要着眼于其自身固有缺陷,而且需要关注公司的内部治理生态并立足于整个资本市场。同时,在我国资本市场改革迈向纵深的今天,在新范式下,理论与实践对机构投资者之于资本市场的压舱石功效的外部价值的认知已颇为深刻,但对机构投资者之于上市公司治理所发挥的积极效应的认识尚显不足,当前针对机构投资者培育措施,多是立足于从平稳资本市场的运行出发,对其之于上市公司治理所发挥的内部价值有所忽视,因此当机构投资者作为股东介入公司治理领域时,法律上与其他中小股东无异,制约了治理优势的有效发挥,对此需要从机构投资者参与公司治理的底层逻辑出发,优化机构投资者参与公司治理的路径。

(一) 指引性制度的设置

如前所述,我国机构投资者的发展尚不成熟,机构投资者在上市公司中的持股比例较低且参与公司治理的积极性不高,同时由于关于机构投资者的规定尚散见于各法律文件之中,这种立法上的松散加之具体指向的行为指引的缺乏,加剧了机构投资

^① Ian R. Appel, Todd A. Gormley, Donald B. Keim. Passive Investors, Not Passive Owners, *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 121, (2016), pp. 111 - 141.

者参与公司治理的消极。2018年,中国证监会修订发布的《上市公司治理准则》(以下简称《准则》)新增了“机构投资者及其他相关机构”专章,第78条表明了鼓励机构投资者合理参与上市公司治理的基本态度、明晰了社会保障基金、企业年金、保险资金、公募基金的管理机构和国家金融监督管理机构依法监管的其他投资主体等机构投资者的范围;第79条、80条明确规定了机构投资者可以通过依法行使股东权利,参与重大事项决策,推荐董事、监事人选,监督董事、监事履职情况等途径参与上市公司治理并发挥积极作用,为机构投资者如何参与公司治理提供了具体的行为指引;同时,鼓励机构投资者公开其参与上市公司治理的目标与原则、表决权行使的策略、股东权利行使的情况及效果,履行一定的披露义务。虽然以上规定以倡导性为主,但弥补了以往的指引空白,一定程度上为机构投资者如何参与上市公司治理提供了一定的依据,引导其积极作用的发挥。并且,通过倡导机构投资者公开其参与治理的相关信息,积极促进机构投资者与市场之间的联动机制,激发市场的自调节效应,以更好地调动更多的市场力量参与公司治理。但总体而言,《准则》对于机构投资者治理行为的指引由于其规定的原则性,作用仍较为有限,在对参与治理的具体问题的应对上缺乏回应、指向不明、可操作性不强。

2008年金融危机后,英国出现了针对机构投资者在金融危机中的消极表现的批评声音,批评其怠于监督被投资公司,未能保持与公司的持续对话等等,导致被投资公司成为“无主的公司”(ownerless corporation)。^①2009年,机构投资者协会所组成的机构股东委员会发布了《机构投资者责任守则》(Code on the Responsibilities of Institutional Investors)作为指引机构投资者参与公司治理的基本规范,随后相继推出的2010年版和2012年版守则被合称为第一版尽职治理守则,而现行的尽职治理守则于2020年推出的第二版。第一版尽职治理守则采遵循或解释的路径,期待机构投资者遵循守则中的原则与指引行事,若行为有所偏离,但行为如果可以解释为属于良好的尽职治理且对客户之投资目的有益,则可以被准许。因此,尽职治理守则中的规定并非强制性规定,且若疏于遵循或解释并非必然遭受处罚。在全球公司治理呈现出极强趋同性的背景下,英国发布第一版尽职治理守则后,作为指引性文件的尽职治理守则开始被移植到各国而开始在世界各地出现。值得注意的是,这种公司治理上的路径依赖只是表面的形式上的趋同而非功能和目的上的,各国出于不同的立法

^① Andrew Reisberg. The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere? *Journal of Corporate Law Studies*, Vol.15, (2015), pp. 217-253.

目的以期其能够发挥不同的功能,多在移植英国尽职治理守则进行本土化处理:如英国的机构投资者在公司治理上表现得更为被动,所以尽职治理守则注重鼓励机构投资者与公司进行持续对话沟通,即便不赞同公司所采取的战略,也要更多地参与并提出质疑,而不得回避权利行使,无论采取弃权还是投反对票,都应将原因告知公司,此要求旨在使机构投资者与公司的接触更加富有成效;^①而在亚洲机构投资者所面临的主要治理问题之一是参与公司治理主要受是否符合自身利益的制约。^②如前所述,在对于治理成本与预期收效以及利益冲突进行比较衡量后,机构投资者或许难以积极投入公司治理。机构投资者在各地区问题的异质化特征,也导致了尽职治理守则的功能在本土化建构的过程中呈现出多元化特征。

健全的法律监管与组织框架是机构投资者规范运作的前提条件。^③我国也应尽快在借鉴以往较为成熟的市场经验的同时结合我国资本市场动态、根据机构投资者的发展需要,为其参与公司治理设置相应的指引制度,满足制度供给的需要,细化激励和规范的规则指引。作为一种指引性文件,有助于化解机构投资者参与公司治理的消极主义,为其积极参与注入动能。

制度性质定位上,可以任意性为特点,以“遵守或者解释”为基础。由机构投资者自愿签署,引导、监督机构投资者积极参与上市公司治理,不宜为机构投资者强设治理义务,否则可能使本就不积极的机构投资者更加逃避对公司治理的参与。由于我国机构投资者发展尚不成熟,硬法的“单向度治理”在对这一尚不成熟事务的适用上,极易出现“一管就死”的局面。^④软法性质在调和契约结构和资金来源不同的异质化的机构投资者的同时,在引导上可以保留弹性化的处理空间。同时,对于机构投资者可以作出类型化的科学区分,如对于已经具备稳健投资属性的机构投资者如社保基金和养老基金,在细化规则指引上更应考虑如何拓宽其参与公司治理的渠道;而针对较为市场化的公募基金,更应考虑如何降低其参与公司治理的成本、减少阻碍等。具体适用过程中,可以健全并调试相应的配套制度,如此,可以有效地避免规则的僵化,而又可以形成一种柔性约束。

① Sergakis, Konstantinos, EU Corporate Governance: The Ongoing Challenges of the Institutional Investor Activism Conundrum, *European Journal of Law Reform*, Vol. 16, (2014), pp. 728-746.

② 中国政法大学张子学课题组:《我国机构投资者参与上市公司治理意愿分析与优化建议》,载《投资者》2022年第2期。

③ 张清、严清华:《机构投资者的介入与公司治理模式的演进与趋同》,载《中南财经政法大学学报》2005年第1期。

④ 吕昊、贾海东:《机构投资者参与公司治理行为指引制度研究》,载《证券市场导报》2022年第1期。

制度构建路径上,应从激励和规范两个功能性视角出发。激励角度上,应当积极引导、鼓励机构投资者进行价值投资、具体落实相应的指引性规定,密切关注所投资的公司,从而评价相关资讯对被投资公司、客户或受益人长期价值的影响,此决定了机构投资者与被投资公司的进一步对话、互动方式与时间而作为未来投资决策的参考。^① 因此,机构投资者应考察投资的目的、成本与效益,评估公司的具体情况,具体可以包括:产业概况、股东结构、经营策略、运营概况、财务状况、财务绩效、现金流量、股价、环境影响、社会议题及公司治理情况等,关注、分析与评价被投资公司的相关风险与机会,了解被投资公司的永续发展策略,^②从而进行治理评级并考虑是否有必要进行干预。在特定情况下,为了激励机构投资者参与公司治理,畅通其参与渠道,可以设置特殊条款,如为了破除集体行动的困境,在满足特定条件后,可以实现有效的集体行动,甚至可以适当合理降低实施集体行动的门槛。同时,允许特定情形下,机构投资者可以采取更为激进的措施捍卫其或者其他中小股东的权益,以更好地激励其参与行为,发挥其在公司治理中的积极作用。规范角度上,针对机构投资者在公司治理表现的良莠不齐,可以为其治理行为设定大致的行为边界,防止其行为过于偏离制度设计,导致制度“虚置”,可以借鉴英国的做法要求机构投资者披露其偏离行为、原因以及对投资者与被投资公司产生的影响,强化对守则的信息披露质量、维持守则的可信度,英国财务报告理事会针对签署人所提交的信息披露报告,进行分级评价。依据机构投资者尽职治理的具体化程度、信息透明度以及替代方案说明分成三级。^③ 第一级:签署人对履行尽职治理提供高品质且透彻的说明,且对于替代方案亦有明确的说明。第二级:签署人能符合多数要求,但关于尽职治理的说明较不明确,或就未遵循守则部分并未提供适当的解释。第三级:报告内容明显需要加强,且签署人改善报告质量之态度消极、声明过于空泛,就未遵循守则部分亦未提供解释或解释过少。此外,机构投资者对守则的信息披露报告列为第三级者,如于一定期间内未改善达到第二级及以上,则该机构投资者将会从签署名单中除名,^④即对于行为明显偏离且不具备豁免理由的机构投资者,通过建立标准化的除名机制予以移除。借由《准则》的市场化、规范化评价机制,将机构投资者对公司治理的参与行为予以量化,反映出机构投资者的声誉价值,而除名则会对其市场声誉评价产生一定的消极影响,

① Code on the Responsibilities of Institutional Investors 3-1.

② Code on the Responsibilities of Institutional Investors 3-2,3-3.

③ Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016, (2017), p. 27.

④ Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016, (2017), pp.24-26.

进而从反向规制其行为。

制度理念培植上,应以培育长期投资为理念,引导使用长期投资策略。就目前而言,我国对机构投资者的绩效评价仅关注机构投资者的业绩排名,使得机构投资者存在过度投机行为,导致短期主义盛行,偏离价值投资和长期投资理念,此亦导致机构投资者在投资时面临着更多风险,不利于资本市场的平稳运行。因此,应改善现有的机构绩效评价体系,延长考核区间、构建长期基金经理激励制度,^①注重对机构投资者的长期绩效评价,引导资本市场开展长期考核,引导机构投资者采取长期投资策略,考量收益情况的同时兼顾市场风险,以抚平短期投机行为引发的市场波动,培育更多着眼于公司长期发展和未来盈利空间的价值型投资者,克服其短视行为。^②

(二) 披露义务的履行

机构投资者应当向受益人定期且持续地履行披露义务。鉴于不同类型机构投资者之间的差异,加之公司治理架构与监督的有效性及可信度,受益人的获益情况相当程度上取决于其对于相关信息的获悉程度。^③ 经济合作与发展组织(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)于2015年公布的《公司治理原则》(OECD Principles of Corporate Governance)要求机构投资者在充分考虑成本效益的情况下,披露如何行使其表决权。^④ 对于以受托人地位执行业务的机构,例如养老基金、集合投资计划、保险公司以及代表其行事的资产管理机构,表决权的行使可视为其代表客户进行投资价值的一部分。若未行使表决权,则可能导致投资者蒙受损失,故机构投资者作为受托人之地位,应揭露对于公司治理与行使表决权的政策,包括投票政策、表决权行使的程序等,以便受益人知悉其作出决定所依据的标准。当机构投资者制定并揭露其公司治理政策后,应以其受益人和被投资公司可以预期的方式,运用适当的人力与财务资源有效执行此政策。同时,应当建立相应的机制以确保能够不断征求受益人的反馈意见。如果表决权的行使偏离了通常意义上的标准,机构投资者应及时向受益人进行说明。机构投资者应当披露其表决权具体行使情况的季度或年度摘要,并在可能的情况下披露完整的投票记录,投票记录应包括对重大提案投出的

① 刘欢、李志生、孔东民:《机构持股与上市公司信息披露质量基于主动型和被动型基金影响差异的视角》,载《系统工程理论与实践》2020年第6期。

② 林少伟、洪喜琪:《机构投资者积极参与公司治理:价值、困境与出路》,载《投资者》2020年第2期。

③ Financial Reporting Council, THE UK STEWARDSHIP CODE, at https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf, last visited: 11.13.2023.

④ G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD, <https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance/>, last visited: 11.13.2023.

赞成票、反对票以及弃权所作的说明,其股票以及投资策略对其资产的长期表现的作用如何等,以避免其只是机械地赞成、反对提案或弃权,确保审慎参与公司治理。针对可能存在的影响表决权的行使等参与公司治理的利益冲突的情况,机构投资者应当披露利益冲突样态,机构投资者应当事先予以确定,在参与投票前向受益人披露利益冲突,制定并公开披露明确具体的利益冲突管理政策,并对为了有效处理以减少可能存在利益冲突而采取的措施进行说明,积极处理可能产生的消极影响,说明采取措施所取得的成效并证明所采取措施是符合受益人最佳利益的。^①

(三) 表决权行使的优化行使

我国公司法第116条针对股份有限公司的股东表决权作出了基本规定,股东所持的每一股份有一表决权,决议事项的通过必须经出席会议的股东所持表决权过半数同意;针对特殊事项,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。在股东投票权的立法设置上,仍未跳脱“一股一权”以及“资本多数决”的内核,未能考量机构投资者表决权行使的特殊问题,机构投资者与其他中小股东在法律地位上无异,不利于机构投资者积极参与到公司治理之中。

1. 累积投票制的应用

累积投票制在我国公司法第117条中被定义为:“为股东大会选举董事或者监事时,每一股份拥有与应选董事或者监事人数相同的表决权,股东拥有的表决权可以集中使用。”累积投票制将狭义的“一股一权”修正为“同股同权”,即股东所持的每一股份都拥有与股东大会将要选举的董事或者监事数量相等的投票权,而不是仅简单限制为每一份股权拥有一个相同的投票权。一股一权看似平等,实际上却极易造成大股东的一股专权而通过选任达到操控公司的目的。在累积投票制的应用,使得中小股东可以集中自己的选票,从而保证自己支持的董事或监事候选人在董事会或监事会中也能占有席位,在董事、监事的选举中促进实质性公平的建立,同时改善公司原有的治理结构。案例分析表明,累积投票制的应用在上市公司内部可以促进机构投资者采取积极主义行动,^②在格力电器董事选举一案中,以机构投资者为代表的小股东利用累积投票制选举了由机构投资者提名的候选人为董事,成功否决了大股东的

^① Principles for Responsible Institutional Investors *Japan's Stewardship Code*- To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue. <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324/01.pdf>, last visited: 11.30.2023.

^② 袁蓉丽、何鑫、李百兴等:《累积投票制和股东积极主义——基于格力电器董事选举的案例分析》,载《财务与会计》2016年第19期。

提名,案例显示,以机构投资者为核心,能够利用累积投票制在董事会、监事会组成战略中发挥重要作用,^①并且在机构股东带头采取积极行动之后,其余机构投资者会为维护权益而积极作出响应。在我国上市公司内部,机构投资者仍属于中小股东的范畴,需要通过诸如累积投票制等制度达成彼此之间的联合,增强中小股东权力,以更好地促成机构投资者积极主义的产生。

2. 表决权的征集行使

表决权征集与表决权代理制度密切相关。公司法第 118 条对表决权代理制度的规定较为原则性。2016 年颁布的《上市公司章程指引》以及《上市公司股东大会规则》中对表决权代理行使进行了细化规定,在大型上市公司中,股权日益分散,外部公众股东持有份额较少、难以对公司决策产生较大影响而缺乏行权意愿。在此情况下,表决权的征集制度应运而生。对机构投资者而言,通过表决权征集,获得其余的中小股东的支持,降低自身行权成本,所形成的股东意愿也更具代表性,从而影响公司决策的走向。于公司治理层面,能够有效缓解机构投资者参与公司治理过程中“搭便车”现象,更能够作为保护中小股东合法利益的重要手段。2016 年证监会颁布的《上市公司章程指引》与《上市公司股东大会规则》中针对征集股东投票权的规定尚具有原则性,致使机构投资者在行权过程中仍不可避免地面临阻碍。对此,未来的立法修改与完善中应当予以细化指引,明确诸如行使表决权征集的主体、公司不得以自治排除中小股东的对表决权征集制度的适用以及对最低持股比例和股东条件作出不当限制等要求,以进一步加强制度的可操作性,促进制度实效的发挥。

3. 穿透式投票的引入

针对代理成本与空洞投票下的收益权与表决权相分离的问题,最直接的办法就是引入穿透式投票,穿透作为中介的机构投资者,将表决权交由受益人直接行使而由其直接同时享有两项权益。^②尤其是针对被动型机构投资者,可以规定将“非例行”事项的表决权赋予被动型基金的投资者,以减少不知情投票的发生。由于被动型基金涉及集合投资,相较于主动型机构投资者,其投资组合中包含更多公司也更为分散,将数百家公司的表决权悉数转交给投资者会同时加重基金本身和投资者的负担,因此需要将表决权的移交限定在“非例行”事项上。根据纽约证券交易所发布的规

^① 殷佳唯:《累积投票制的本土化困境及其出路——基于美国监管规则演进的反思》,载《证券法苑》2022 年第 1 期。

^② Taub J S. Able But Not willing: the Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights. Journal of Corporation Law, Vol.34, (2009), pp. 843-894

则,经纪人不能全权就非日常事项接受上市公司股票投资者的全权委托,其定义的“非例行事项”包括董事选举、董事会解聘提案、取消多数决的提案以及制定某些类型的反收购提案。^① 将非例行事项的表决权穿透机构投资者而交由终端的投资者直接行使设置为一种缺省性规则,例行事项的表决权则保留给基金管理机构行使。这种去中介化,可以减少机构投资者与受益人之间的利益冲突,降低代理成本。另外,可以促进被动机构投资者彼此治理活动的竞争以及区分,使得散户投资者将其代理权在机构投资者之间进行差异化的重新分配。对于那些只想低成本分散投资但意图保留自身表决权的投资者来说,可以选择投资于采取被动治理方式的基金,这一规则将确保那些最不可能是知情情况下投票的被投出。从而维护积极、知情散户投资者在公司治理中的影响力。通过这种方式,可以提高市场透明度,利于投资者区分出具有治理专长的基金和那些只提供低成本以及稳定市场回报机会的基金。^② 但是,被赋予穿越式表决权的散户投资者也可能由于持股比例过低而倾向理性冷漠。首先,审慎行使表决权所需要投入的成本较高,如果散户投资者持股比例不高,将导致投入和收益的失衡,加之散户投资者的持股比例不高也难以对表决结果产生较大影响,且当其他股东投入成本行使表决权带来较大收益时,散户投资者亦能通过搭便车的方式共享。对此可以由机构投资者自行构建相应的穿越投票机制,以更为便捷的途径使散户投资者能够易于获取被投资公司治理的相关信息,降低其治理信息的获取成本、方便其表决权的行使,如机构投资者可以在股东大会召开之前向散户投资者提供关于整个投资组合的投票信息,由散户投资者事先表达其投票偏好,机构投资者根据其指示为客户投票,从而降低散户投资者行使表决权的成本,实现投票流程的高效。^③

(四) 机构投资者合作的促成

单独的机构股东如若参与公司治理,将承担所有的治理成本,而由所有股东享受甚至“坐收”监督干预所带来的收效,产生一种“集体利益”,此抑制了机构投资者参与公司治理的积极性。机构投资者彼此之间的相对性竞争需求对机构投资者投入公司治理并不具有明显的促进作用,并且虽然经过股权分置改革,但机构投资者在我国上市公司中仍然属于中小股东的范畴,^④难以真正的在公司内部对控股股东产生制衡

① Lund D S., The Case against Passive Shareholder Voting. *Journal of Corporation Law*, Vol.43, (2018), pp. 493-536.

② Lund D S., The Case against Passive Shareholder Voting. *Journal of Corporation Law*, Vol.43, (2018), pp. 493-536.

③ JE Fisch, Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor, *Minnesota Law Review*, Vol.102, (2017), pp. 1-49.

④ 林少伟、洪喜琪:《机构投资者积极参与公司治理:价值、困境与出路》,载《投资者》2020年第2期。

作用,现行法律对机构投资者的发展所持的态度仍较为保守,在入市、持股比例、出资比例等方面设置了较多限制。如针对公募基金持仓的“双十原则”,持股比例不高也限制了其在公司治理中影响力的发挥。为了培植我国机构投资者参与公司治理的积极主义,应当尝试进行适当的制度松绑,减少对机构投资者的投资以及持股比例限制,拓宽其入市渠道。同时应当积极促成机构投资者之间的合作,开展联合行动,从而加强机构投资者在公司治理结构中进行监督和控制,使其有条件 and 动力从被动持股向主动参与治理转化。

比较法上,20 世纪 80 年代起,西方主要国家上市公司的股权开始快速向大型机构投资者集中,表现为持股比例以及持股市值的大幅增长。80 年代中期,美国股东行动主义者开始合作,以谋求股东权力的行使可以发挥更大的影响力。机构股东代表加州公共雇员退休养老基金(CaIPERS)为了抵制目标公司 Texaco 高额的股份回购行为,积极同公司交涉并成立机构投资者顾问协会,联合各机构投资者共同维护股东利益。机构投资者逐渐意识到自己所持有的股东权利可以对企业经营发展和重大决策产生一定影响,机构投资者股东积极主义逐渐兴起。^① 此标志着机构投资者对其所参股公司的行为模式开始从原来“被动持股者”向“积极投资者”转变。^② 在美国最大的 10 家企业中,机构投资者持有的股份占 70% 至 85.5%。另据路透社 2021 年的报道,摩根士丹利的发言人称,散户投资者只占罗素 3000 指数(美国股市的基准指数)交易量的 10%,这表明其余 90% 的交易均由机构进行。^③ 机构投资者的持股增加,其更能够同公司管理层进行对话,彼此之间的互动也更为频繁。当一个公司 50% 以上的股份为机构投资者所有时,经理层就不得不考虑机构投资者的联合建议。^④ 在不存在控股股东的公司中,机构投资者已经成为建构公司治理结构的重要力量,^⑤ 甚至某些积极参与公司治理的机构投资者可以越过经理层直接与独立董事谈论他们发现的经营管理上的问题和公司经营的成功与否。^⑥ 同时,机构投资者之间的合作还可以促

① Wahal S. Pension Fund Activism and Firm Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(1), pp. 1-23. Gillan S., L. Starks. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, Vol.13, (2003), (13), pp. 4-22.

② 王心怡:《我国机构股东参与公司治理的理论证成与制度完善》,吉林大学 2017 年博士学位论文,第 78 页。

③ Jeremy Salucci. Institutional investors: Who they are & what they do, <https://www.thestreet.com/dictionary/institutional-investors>. last visited: 7.30.2024.

④ 朱锦清:《公司法学(上)》,北京:清华大学出版社 2017 年版,第 552 页。

⑤ Tonello, Matteo & Stephan Rabimov, The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation And Portfolio Composition (The Conference Board Research Report No. R-1468-10-RR).

⑥ 朱锦清:《公司法学(上)》,北京:清华大学出版社 2017 年版,第 554 页。

进参与治理成本在彼此之间的重新分配,公司治理成本将由集体开展参与活动的机构投资者分担,从而应对可能出现的集体行动问题。英国于2014年成立了投资者论坛,旨在促进机构投资者的集体参与。^①该论坛团队对倡议进行评估,一旦确定倡议符合论坛的参与框架,将会同公司的主要股东进行磋商。在2015年至2017年间,论坛共评估了28项机构投资者集体参与倡议,并与其中的18项倡议进行了实质性接触。通过这一途径,关联机构投资者和投资者对于所持有股份的上市公司均可以提出参与建议。如此,每个机构投资者承担的投入公司治理的成本与投资组合所带来的价值相比可能微不足道。^②同时,监管部门可以引导设立第三方平台,促进机构投资者之间的沟通合作,并且针对机构投资者之间的合作设置行为框架,或者鼓励其签订相应的承诺书,规制其集体参与可能出现的违反披露义务、一致行动谋求取得公司的控制权以及收购规则等风险,如果签署承诺的机构投资者出现了违反协议的行为,则应当要求其退出该合作。同时,监管部门还应积极促进集体参与的机构投资者与被投资公司董事与股东之间的互动,限制与集体参与相关的合规成本,以激励被动型机构投资者以及更广泛意义上的非主动型机构投资者对被投资公司的治理中更多地发挥作用,维护受益人的权益,促进被投资公司的长期发展,并可针对特定环境、社会、公司治理议题参与相关倡议组织,共同发挥并增强机构投资者的影响力。^③

(五) 鼓励机构投资者的集中持股

集中持股的机构投资者是指在上市公司中持股达到一定比例的机构投资者,其因持股比例较大具有一定的话语权,能够对公司的经营决策和投资策略的决定产生一定影响,对其他大股东亦能产生一定的制衡作用,从而改善公司的内部治理结构,提升治理水平,甚至在其于上市公司中持股比例达到一定程度时,可以以大股东的身分直接在董事会占据席位。并且集中持股的机构投资者基于其大量的持股比例,与公司的获益一致,为了使自身获益,也更有动力参与公司治理,甚至在其中起到带头作用,促进公司价值乃至长期价值的提升,此也有利于改善目前所存在的短期主义的现象。与之相对的则是分散持股型机构投资者,其主要为了分散投资风险而将资金

① Giovanni Strampelli. Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing, San Diego Law Review, Bocconi Legal Studies Research Paper No.3187159, (2018), pp. 803-852.

② Sharon Hannes, Super Hedge Fund, 40 DEL. J. CORP. L. 163, 168 (2015).; See also FIN. CONDUCT AUTH., ASSET MANAGEMENT MARKET STUDY FINAL REPORT 5.

③ Code on the Responsibilities of Institutional Investors 4-3.

分散投资于多家上市公司,由于其在每家公司的小规模持股而不具备大股东身份,往往难以对控股股东和管理层进行监督。由于持股的分散性、表决事项的复杂性与公司治理问题的专业性等原因,基于对治理成本与效益的考量,在对被投资公司进行分析、调研中存在一定的阻碍,此也削弱了其参与公司治理的积极性,^①甚至有时此类机构投资者还带有一定的投机倾向,而不利于企业的长期发展以及资本市场的稳定。因此,应引导机构投资者树立正确投资理念,在正式投资前利用信息优势分析上市企业价值和前景,从中挑选出绩优股,从而集中资金大量购入股票,密切关注公司的经营动态,凭借其所持有的股权积极参与股东大会,甚至向企业派驻董事,以积极参与公司治理,提升被投资公司的治理水平。^②

四、结 语

在我国资本市场改革迈向纵深的今天,资本市场改革逻辑已然从融资企业角度转向了投资者角度,^③更加注重对投融资端的改革与创新。在此新范式下,加之机构投资者基于其自身优势参与治理,确能有效提升目标公司的治理效率和治理水平的实效。因此,培育基于长期投资、价值投资的机构投资者并引导其积极参与公司治理是我国的必然选择。但是,实然层面目前机构投资者参与公司治理尚属消极,表现为一种在公司治理中的“理性沉默”,对此可以从机构投资者本身和公司内部治理生态以及外部资本市场出发,分析导致这种实然层面消极主义的原因:就机构投资者本身和公司治理而言,由于双重代理关系的存在,在投资管理关系中可能存在机构投资者与资金提供者之间的利益冲突而影响其参与公司治理的动机;在公司治理关系中,资产管理人的报酬结构以及上市公司内部的搭便车问题均一定程度上制约着机构投资者的股东积极主义。就资本市场而言,现有基金业绩评价体系的不当以及被动型机构投资者激励机制的缺乏,致使短期主义依旧盛行,难以投入公司治理中,其之于资本市场压舱石的功效亦难以发挥。有鉴于此,化解路径上,首先,可以比照域外立法设置相应的指引性制度,缓解我国现有制度供给不足的问题,使得机构投资者参与治理行为有章可循的同时,引导其积极参与公司治理。其次,针对机构投资者的双重

① 郭雳、赵轶君:《机构投资者投票顾问的法律规制——美国与欧盟的探索及借鉴》,载《比较法研究》2019年第1期。

② 卢凌:《机构投资者、公司治理与企业债权代理成本》,江西财经大学2019年博士学位论文,第116页。

③ 邢会强:《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》,载《河北法学》2019年第5期。

代理关系中所可能存在的利益冲突问题,可以通过强调披露义务的履行来规范其治理行为。再次,鉴于目前机构投资者参与公司治理的主要方式仍是行使表决权,所以为了增强其参与公司治理的实效需要对其权利行使予以优化。最后,机构投资者在我国上市公司中仍尚属中小股东的范畴,可以考虑通过促成机构投资者彼此之间的合作以及鼓励其集中持股,从而增强其在上市公司中的影响力以及参与公司治理的积极性,更好地提升公司的治理水平和治理效率。