

公开征集股东权利制度的检视与优化^{*}

刘俊余^{**} 陈开立^{***}

摘要：新证券法实施以来，我国公开征集股东权利制度初步构建，但市场实践发现制度的具体执行与原定设计目标之间呈现出一定的偏差，面临着制度成效显现不足、市场参与主体积极性有待提高、信息披露机制存在改进提升空间等问题。因此，应当从优化公开征集股东权利配套规则、发挥投保机构及证券服务机构示范引领作用、完善股东激励机制设计及强化公开征集制度监管四个方面加强建设，充分激发公开征集股东权利制度保障中小投资者权益、推动公司治理优化的作用。

关键词：征集股东权利 征集表决权 股东大会 股东权利

我国公开征集股东权利制度自我国资本市场方兴未艾时已有原则性规定，但程序性实施规则不足。2019年12月28日修订通过的《中华人民共和国证券法》（以下简称新证券法）第90条首次明确公开征集股东权利的征集范围、权利主体、征集原则和法律责任。现有的研究主要集中在新证券法颁布前的制度构建设想，包括确立法律规则，明确征集主体资质、规范授权方式、加强信息披露、建立监督与救济机制等方面，^①缺乏对新证券法颁布后公开征集股东权利制度实际操作问题的深入探讨和实证研究，未能深入剖析并归类相关案例，形成具有典型特征的结论。

新证券法颁布施行后，2021年12月证监会颁布《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》）进一步明确了征集程序和相关信息披露要求，沪深交易所在《暂行规定》的基础上修订相关信息披露指引并进一步细化征集程序的

^{*} 本文仅代表作者个人观点，与所供职单位无关。

^{**} 深圳证券交易所助理经理。

^{***} 深圳大学硕士研究生。

^① 张钦昱：《我国公开征集投票权规范性研究》，载《投资者》2018年第3期。

实践要求,初步构建了我国公开征集股东权利制度的体系。实践中,作为投资者保护机构的中证中小投资者服务中心(以下简称中证投服中心)出台了《持股行权工作规则》《公开征集股东权利业务规则》明确自身开展持股行权及征集股东权利的实施要求,并于 2021 年 7 月针对中国宝安股东大会的公司章程修改提案开展了首次征集表决权,收获了良好成效,推动了中国宝安修改公司章程中不当的反收购条款。^① 深交所于 2023 年 3 月落实《暂行规定》要求,搭建在线授权征集平台,提供股东权利网络征集服务,进一步便利征集活动的开展。

一、制度近年运行状况

自 2021 年 12 月 31 日《暂行规定》生效以来至 2024 年 10 月 31 日,近三年间全市场共有 9 家上市公司进行了 23 次主动征集股东权利,其中*ST 文化在同一年度出现 5 次征集,东方海洋进行了 4 次征集,ST 先河进行了 3 次征集,*ST 美吉、交大昂立和科林电气开展了 2 次征集,同济科技、ST 曙光、经纬纺机、第一医药、汇隆新材各开展了 1 次征集,总体征集情况如下:

表 1 2021 年 12 月 31 日至 2024 年 10 月 31 日主动征集情况的统计^②

公司名称	征集次数	征集主体	持股比例	征集议案内容
*ST 文化 (300089)	5	持股比例 5%以下股东	2.3%	修订公司章程 选举罢免董事监事
东方海洋 (002086)	4	前五大股东	13.22%	选举董事监事
		前五大股东兼公司监事	2.64%	
		前五大股东	18.26%	年报审议 选举董事
ST 先河 (300137)	3	持股比例 5%以下股东	2.54%	选举董事监事
		公司控股股东	10.55%	

① 中证投服中心:《公开征集首战告捷 小股东也能凝聚大力量》,载中证投服中心官网,<http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20210722/3888.html>。

② 数据来源于万得信息网 <https://www.wind.com.cn/portal/zh/Home/index.html>;巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn/new/index>,2024 年 11 月 28 日访问。

续 表

公司名称	征集次数	征集主体	持股比例	征集议案内容
*ST 美吉 (002621)	2	前五大股东	30.18%	修订公司制度 选举董事
		前五大股东兼公司总经理	2.01%	
交大昂立 (600530)	2	前五大股东	14.48%	选举罢免董事 换聘律所
		前五大股东	10.63%	
科林电气 (603050)	2	前五大股东	34.94%	选举董事监事
		前五大股东	11.95%	选举董事监事
同济科技 (600846)	1	前五大股东	13.60%	修订公司章程 选举罢免董事 终止对外投资
ST 曙光 (600303)	1	前五大股东兼公司董事长	10.09%	终止关联交易 选举罢免董事监事
经纬纺机 (000666)	1	董事会	无	修改公司章程 终止公司上市
第一医药 (600833)	1	中证投服中心	/	选举独立董事
汇隆新材 (301057)	1	持股比例 5%以下股东	1.19%	审议股权激励

总体而言,上述征集案例有如下四个特征:

(一) 征集主体集中

新证券法第 90 条规定了四个征集股东权利主体,分别为公司董事会、独立董事、持有 1%以上表决权股份的股东和投资者保护机构。上述案例,征集主体多为公司前五大股东,个人股东、董事会参与较少,以公司内部人员为主,独立董事^①等外部力量未能充分展现征集主体的积极性,投资者保护机构则以第一医药案为契机于 2024 年 6 月公开征集提名独立董事,实现了良好示范效应。同时,除律师事务所外,证券公司等证券服务机构均未参与征集活动,征集过程以征集人自身发布公告号召投票为主,目前公开报道未见证券公司提供征集服务等信息。经纬纺机是唯一一家采用交

^① 本文对独立董事因股权激励事项征集表决权不视为主动征集行为,具体原因见下文分析。

易所征集平台进行征集的案例^①。

从征集主体持股情况来看,有 10 位征集人持股比例超过 10%,5 位征集人持股比例在 1%—5%之间。东方海洋、*ST 美吉、交大昂立、科林电气的征集案例,均为第一大股东作为征集人,*ST 美吉与科林电气的第一大股东控股比例甚至达到 30.18%与 34.94%。4 例个人股东发起的征集案例,除汇隆新材为外部自然人股东外均属于上市公司内部人士,分别任职于各自持股上市公司。刘俊君为持有 *ST 美吉 2.01%股份的第五大股东,职位为公司董事、总经理。贾木云为控制 ST 曙光 10.09%股份的股东,为公司董事长、实际控制人。朱春生为持有东方海洋 2.64%股份的第四大股东,为公司监事。上述个人股东都在公司中担任高管或监事岗位,具有雄厚的资金实力和话语权,在公司里有着一定的影响力,不属于一般意义上的“中小股东”。细究以上开展征集的大股东与个人股东的身份及具体提案内容,主要是为了保障其自身利益而开展的征集,存在一定的利益关联性。

(二) 征集事项集中于公司特殊治理事项

相较于新证券法及《暂行规定》施行前,公开征集事项主要集中于大股东回避表决后关联交易审议,制度施行后征集事项更多集中于上市公司自身的治理事项,从董事会、监事会席位获取到修改公司章程,主要围绕着上市公司控制权开展征集,逐渐实现与美国征集委托书制度的接轨。相关议案开展征集代表公司管理层或主要股东需要中小股东参与和支持,反映着中小股东的声音一定程度上可以影响上市公司控制权之争。中小股东通常被认为对上市公司治理没有实质性影响,无法在上市公司治理中发挥主动作用,但从近年征集议案的内容来看,从事关公司组织架构与业务运营的公司章程修改,到涉及公司决策机构董事会人选的董事选举,再到针对公司发展事项的对外投资与上市甚至牵涉到公司的外部治理及律师事务所、会计师事务所的换聘,征集议案的内容范围已经明显扩大并覆盖了上市公司治理的全过程。通过积极参与股东权利征集工作,中小股东从“被动的观望”角色逐渐转变为“积极的参与”与“争夺话语权与控制权”的角色。如中证投服中心通过公开征集提名第一医药的独立董事,探索一条中小投资者提名上市公司独立董事的道路,完善独立董事的选任机制,提升投资者在公司治理决策的参与度与影响力,以第三方力量推动公司治理机制有效运作。^② 再如科

^① 参见深交所股东权利网络征集平台: <https://gkzj.cninfo.com.cn/index>, 2024 年 11 月 28 日访问。

^② 李东方:《投资者服务中心首次实践的意义》,载新华网, <http://www.xinhuanet.com/finance/20240910/f6c2cae2b1bd4a30a59dc2b0691af06c/c.html>。

林电气案,中小投资者分别收到了第一大股东和第二大股东对征集议案寻求投票支持的信息,中小投资者实质上参与到科林电气控制权之争当中,成为举足轻重的力量。

(三) 竞争式征集兴起与影响

在公开征集股东权利的过程中,若出现两个或多个股东针对同一征集事项提出相互对立的主张,并分别发布征集公告,该情形被定义为竞争式征集,此类情况通常在股东之间对公司决策或提案持有不同意见时发生。在实践中,上市公司竞争式征集常见的情况为两位主要股东就董事或监事候选人提出截然相反的支持和反对意见,或者两位股东分别对对方的提案表示反对,核心在于董事会、监事会席位的争夺,获取上市公司的控制权。近年较为典型的3例竞争式征集案例为科林电气、交大昂立和*ST美吉,具体情况如表2。

表2 3例竞争式案例征集提案的对比情况^①

公司名称	征集人及其股份	提案内容
科林电气	青岛海信网络能源股份有限公司(34.94%)	选举非独立董事、独立董事、监事
	石家庄国有资本投资运营集团有限责任公司(11.95%)	提名选举与青岛海信网络能源股份有限公司非独立董事、独立董事、监事不同的人选
交大昂立	大众交通(集团)股份有限公司(14.48%)	提案1—8项 解任董事及选举董事——同意; 提案8—10项 解聘及聘任会计师事务所——同意
	上海韵简实业发展有限公司(10.63%)	对大众交通(集团)股份有限公司的10项提案——反对 提案11—18项 解任及选举董事——同意
*ST美吉	刘俊君(2.01%)	解聘刘俊君董事——反对 聘任马红英女士——同意
	珠海融诚投资中心(有限合伙)(30.18%)	解聘刘俊君董事——同意 聘任马红英女士——反对

出现竞争式征集情况反映出我国部分上市公司已将公开征集股东权利制度作为公司控制权争夺的工具之一,这不仅揭示了该公司内部治理存在的分歧,也使得这些分歧被公众所知晓,将公司治理的矛盾和冲突暴露在外界视野当中。一方面,竞争式

^① 数据来源于巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn/new/index>,2024年11月28日访问。

征集有利于引导更多中小股东关注参与公司治理,进一步优化征集实践,促进制度的完善与发展,如科林电气在行权时出现对线上和被授权的部分投票情况与授权范围不符的问题,完善了累积投票制下委托投票行权认定的处理措施。另一方面,竞争式征集可能会放大股东之间的矛盾和冲突,立场相异的股东各自会为了争取更多的支持而展开激烈的竞争,由此可能产生公司治理混乱、股价波动、信息披露违规、有偿征集等风险,甚至成为公司退市的警钟。如交大昂立和*ST 美吉在开展征集后因无法按期披露年报和审计师无法对财务报告出具标准意见被冠以退市风险警示的“*ST”,但通过两家公司的竞争式征集侧面体现其公司治理层面的争夺与混乱,其财务报告的“难产”亦成为可预见的结局。

(四) 增强股东大会参与效能

征集结果是上市公司股东权利制度实施情况的具体体现,也关系到对中小股东的权益保护。上述 23 次征集中,16 次未征集到股东表决权,7 次获得有效数量股东委托。从公开征集股东权利结果上来看,明显存在着委托征集股东人数少,有表决权股份总数少的特征,股东参与委托较为积极的多数为竞争式征集案例。但股东委托情况仍比《暂行规定》施行前基本没有股东进行委托情况发生改善。

表 3 主动征集获得股东委托数量的统计^①

类 型	公司名称	征集股东人数	征集股份数量
获得股东表决权 委托情况	交大昂立	4 名	23 500 股
	*ST 美吉	2 名	7 100 股
	经纬纺织	117 名	11 125 310 股
	先河环保	1 名	3 958 968 股
	汇隆新材	6 名	1 066 607 股
	科林电气	42 名	1 165 333 股
	科林电气	4 名	187 100 股

通过征集事项前后股东大会的出席人数对比,可以看出征集事项对股东参与公司治理的变化程度。股东出席股东大会人数的变化一方面与公司各次股东大会审议

^① 数据来源于巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn/new/index>,2024 年 11 月 28 日访问。

事项差异有关,另一方面存在征集事项情况的股东大会更吸引股东关注而促使股东积极参与。从各公司横向对比前一次股东大会^①出席人数来看,23次主动征集中,16次征集所在股东大会人数较前次股东大会出席人数显著增长,其中半数以上股东大会实现参与人数倍增的效果,征集事项有效提升当次股东大会的关注度,体现了征集事项可以有效激发中小股东对公司治理参与的热情。

表 4 存在征集事项股东大会与前次股东大会出席人数对比情况^②

公司名称	前一次股东大会 出席人数	存在征集事项股东 大会出席人数	对比情况
东方海洋	452	773	增加 321 人
	212	415	增加 203 人
	248	122	减少 126 人
先河环保	56	104	增加 48 人
	104	221	增加 117 人
ST 文化	208	197	减少 11 人
	197	89	减少 108 人
	89	143	增加 54 人
	26	42	增加 16 人
交大昂立	17	321	增加 304 人
同济科技	188	138	减少 50 人
经纬纺织	24	10 730	增加 10 730 人
*ST 美吉	6	68	增加 62 人
ST 曙光	57	131	增加 1 294 人
第一医药	10	9	减少 1 人

① 由于部分公司开展公开征集时间较近,开展征集后再未召开股东大会,亦有部分公司召开股东大会场次较少,且发生征集事项后相关公司会存在一定的舆情关注度,为统一标准,选取存在征集事项的前一次股东大会参与情况进行对比。

② 数据来源于巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn/new/index>,2024 年 11 月 28 日访问。

续 表

公司名称	前一次股东大会 出席人数	存在征集事项股东 大会出席人数	对比情况
汇隆新材	25	63	增加 38 人
科林电气	103	899	增加 796 人

注：23 次征集中，有 4 次征集股东大会出席人数与同公司上次征集完全相同，故省略。

从运行情况来看，相较于新证券法与《暂行规定》施行前，公开征集股东权利运作规范性显著提升、涉及议案内容更为丰富、参与中小投资者数量增多，发挥了制度激发投资者参与公司治理的有益作用，但亦反映出制度运行与设计预期存在一定差异的情况。

二、制度实践存在的问题与挑战

（一）制度定位不够精准化

公开征集股东权利制度的实施现状并未完全实现制度设计初衷。根据《暂行规定》的起草说明所述，公开征集股东权利制度目的为“引导中小投资者踊跃参与上市公司治理、充分发挥股东大会机能，规制公开征集中的不法行为”。新证券法亦将该制度规范在投资者保护这一章节当中，制度立足点主要站在中小投资者参与公司治理的角度。但在市场实践上，公开征集通常被上市公司的大股东用来推动修改公司章程或争取董监事席位等符合其自身利益的行动。相比之下，中小股东参与征集委托的积极性并不高，近年的实践案例也充分反映了这一点。因此，我国公开征集股东权利制度与境外利用委托书征集收集股东投票，推动参与完善上市公司治理、提升投资回报、维护社会公共利益等股东行动存在一定差异。究其原因主要是境内外公开征集股东权利的制度导向差异显著，我国需要进一步明确公开征集的制度导向。

从制度产生历史来看，境外产生委托书征集背景与我国存在较大差异。以美国为例，美国历史上存在着股东大会最低出席人数的制度要求，^①为了顺利召开股东大会、保障公司治理合理运行的需要催生了委托书征集制度，其制度核心目的更多侧重

① 如《特拉华州公司法》规定，组成股东大会法定票数不得少于有权参会表决票数的三分之一。

于收集股东投票权参会达到法定出席数要求,同时以信息披露为抓手,通过征集委托书方式帮助未出席股东大会股东了解公司业务与内容,规范股东提案范围与内容。我国早于1993年即引进了公开征集股东权利制度,但存在着规则层级较低、条文零散、多为原则性规定、缺乏程序性实施规则等问题,因此通过新证券法与《暂行规定》完善了公开征集的制度体系,进一步明确了公开征集的原则及程序化要求。同时,与美国产生委托书征集背景是侧重于收集股东投票权以达到股东大会召开的法定出席要求不同,我国不存在股东大会最低出席人数的要求,中小股东可以通过网络投票形式自行参与上市公司股东大会表决,所以中小股东实际参与的委托授权情况较少而存在征集议案的该次股东大会参与人数较多属于正常情况。

从制度运行情况来看,近三年利用公开征集制度开展征集表决权的,多为独立董事因股权激励事项而产生的征集。该征集依据来源于《上市公司股权激励管理办法》第40条的规定:“上市公司召开股东大会审议股权激励计划时,独立董事应当就股权激励计划向所有的股东征集委托投票权。”属于股东大会审议股权激励议案时,独立董事必须按规则履行的程序步骤,因此应当认为是被动征集的行为。该规则设计初衷为突出中小投资者保护,尤其是中小投资者在股权激励中的意愿表达机制和话语权,^①因此,独立董事因股权激励进行征集的制度设计上与主动征集存在一定差异。《上市公司股权激励管理办法》要求独立董事“征集委托投票权”,与“征集表决权”不同之处在于更加突出“委托”的含义,即通过该委托征集了解中小股东对股权激励事项的意愿,并通过独立董事表达中小股东的态度,且不要求委托独立董事的股东投票意向与独立董事一致。在网络投票全覆盖背景下,中小投资者可以直接投票表达自身意愿而无须通过独立董事反映。实务中绝大多数的独立董事对公司股权激励投同意票,鲜有收集到中小股东对股权激励事项的委托投票。股权激励的征集委托投票权变成股权激励表决流程中一个无足轻重的环节。这一环节的存在一定程度上增加了公开征集制度运行成本,损害了公开征集制度有效性及严肃性。

因此,我国公开征集制度倾向应当是通过公开征集行为引导中小投资者参与股东大会支持征集人的提案或投票意见,而非通过收集股东委托进行统一行权。通过制度规范征集人的征集过程,完善征集人的信息披露,帮助中小股东通过公开征集了解管理层的投票倾向,避免征集人通过征集行为损害中小股东的合法权益。

^① 参见证监会:《上市公司股权激励管理办法》修订说明,载证监会官网2016年7月13日,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101864/c1024600/content.shtml>。

(二) 征集提案权实际效用有待进一步挖掘

提案权相较于表决权而言,是参与公司治理更为深入的重要股东权利。2018年的《中华人民共和国公司法》(以下简称公司法)规定,单独或者合计持有公司3%以上股份的股东拥有临时提案权,《上市公司独立董事管理办法》规定持股1%以上股东拥有独立董事提名资格。因此新证券法为发挥中小股东力量,规定了持股1%以上股东、投资者保护机构可以通过征集提案权的方式,满足持股3%的资格要求。

2023年修订后的公司法(以下简称新公司法)明确了股东会电子通信表决的合法性,降低了股东临时提案权的持股比例要求,一定程度上重塑了公开征集股东权利制度的导向,尤其以征集提案权影响最大。新公司法直接将临时提案权持股比例统一调整为1%,与征集要求的股东持股比例一致,导致新证券法对征集提案权股东持股比例要求规定名存实亡,持股1%的股东可以直接向董事会提出临时提案而无须通过征集程序。公开征集提案权主体仅剩董事会、独立董事与投保机构,而董事会、独立董事自身天然拥有股东大会提案的渠道与资格^①,导致该规则发挥作用对象仅限于投保机构。作为仅持有100股的中证投服中心在我国上市公司股权结构下如需征集获得某家上市公司持股1%的中小股东的支持,尤其对于市值较大的上市公司而言无疑存在一定难度。需要一定持股比例的机构投资者或一些“牛散”在中证投服中心号召下积极参与,方能发挥最大制度价值。

(三) 投资者参与意愿较低

在《暂行规定》施行前曾有观点认为,“网络征集的低成本、便捷高效性在很大程度上能够克服股东的理性冷漠与‘搭便车’心理,提高股东参与公司治理的积极性。”^②但在股东大会网络投票已施行近十年的当下,股东大会网络投票却呈现股东参与积极度下降的情况。根据深市网络投票系统的数据,2021年至2023年上市公司股东大会场次逐年增长,但平均参会人数却逐年下降,网络投票平均参与人数占比仅为上市公司所有股东数量的0.1%左右。该情况一方面与近年资本市场波动、上市公司数量增加而影响投资者参与意愿相关,另一方面也反映出行使权利便捷性并不必然能克服中小股东的理性冷漠。中小股东自身力量较为薄弱,无法左右“游戏”的结果,缺乏适当的激励去收集掌握公司的信息以投出正确一票。^③近年实践数据显示,

^① 独立董事由于可以参与董事会议事并通过董事会提出股东会议案,因此可认为拥有提案的权利与资格。

^② 赵金龙:《股东积极主义诸问题与新展望》,法律出版社2020年版,第150页。

^③ [美] 弗兰克·因斯布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第65页。

绝大多数参与股东大会投票人数占公司股东人数不足 1%。其原因是能够理性分析公司定期报告、行业发展趋势、产业链情况的中小投资者寥寥无几,投资者非理性投资现象显著,关心公司短期价值而非长期发展的情况普遍存在。

此外,机构投资者参与热情亦不足。近年来机构投资者持股占比持续提升,公募基金及私募基金资产规模在 2022 年已达到股票流通市值的 69.81%,上市公司前十大股东中机构投资者占比 3 成^①。但机构投资者甚少出席上市公司股东大会并进行投票,而往往踊跃通过业绩说明会、上市公司接待日、电话路演等方式与公司进行沟通,更多关注公司业绩与股价的变化情况,对公司治理相关内容则关注甚少,存在普遍轻治理而重路演的现象。同时,囿于同一机构不同产品的经理人差异与防火墙设置,同一机构投资者可能对单一上市公司的治理情况存在不同意见,可能存在表决“分裂”现象,未能充分发挥机构合力作用,一定程度上影响了机构投资者参与股东大会行权的意愿。在目前突出提升上市公司可投性和完善公司治理的背景下,需要充分发挥机构投资者作为强化公司治理主力军的作用,特别是存在控制权之争的上市公司,机构投资者与中小股东天然具有平息公司内部治理纷争、提升上市公司价值的共同诉求与目的,机构投资者持股的份额往往能左右相关议案的通过与否,具有一定的资金与人员优势,更能在其中发挥作用。

(四) 市场投票服务供给不足

本质上,网络投票、网络征集可以通过同一系统共同实现功能,如深交所的网络征集平台即依靠网络投票平台进行建立。但实践中由于相关服务商培育和服务模式的长期缺位,没有市场专门机构进行建设运营相关系统,导致市场活力不足。一个独立专业的投资者投票代理服务主体更有助于投资者行使权力,因为它们专业素质可以向投资者提供对股东大会议题、表决规则等方面的分析和研究结果,提高投资者的决策能力。^② 譬如美国的 ISS 和 GLASS LEWIS,它们作为专业的投票代理机构,为市场投资者尤其是机构投资者提供投票建议与分析、委托书征集等相关服务,他们提出的投票建议和征集导向一定程度上成为引导公司治理风向的指示牌。而我国对应具备相关功能是证券公司的研究部门,它们虽然对上市公司的投资价值与发展趋势进行分析研究、作出投资建议,但甚少对公司提案、治理结构提出报告建议。近年市场

^① 中国证券投资基金业协会:《中国证券投资基金业年报(2023)》,载中国证券投资基金业协会官网,https://www.amac.org.cn/sjtj/tjbg/nb/202403/t20240318_25278.html。

^② 参见赵金龙:《网络技术推动下的公司法律制度创新研究》,法律出版社 2020 年版,第 145 页。

上出现一些专门为上市公司信息披露与投资者关系服务的咨询机构,可对上市公司自身启动公开征集提供服务,但占业务比例极低,仅面向上市公司服务,缺少面向投资者层面提供投票建议以及参与股东大会各项服务的服务商。

(五) 信息披露质量需强化

对代理权征集的相关行为进行信息披露是保护股东利益的关键。^① 只有征集人完整准确的表达其征集股东权利的动机与目的,才可以为股东进行授权委托提供足够作出判断的依据。《暂行规定》第12条规定了9项征集公告应载明的内容,其中第6项为征集主张及其详细理由,并说明征集事项可能对上市公司产生的影响。第19条规定征集人征集提案权的,应当在征集公告中披露提案内容,以及为使股东对拟提案讨论的事项作出合理判断所需的资料或解释,提案事项有专项公告要求的,还应当同时披露专项公告。第12条与第19条的规定说明了征集理由为征集公告中十分重要的“决策信息”,同时也是征集委托书重要的“信息披露”内容。沪深交易所在《上市公司公告格式》中对征集表决权和征集提案权的公告格式做了一定的细化规定,明确征集需披露“征集人的投票意向及理由,包括但不限于对上市公司的影响。”但这仅解决了披露内容“有没有”的问题,要达到投资者能足以作出理性判断决策的水平,需要在征集公告中向投资者充分解释征集的前因后果,将问题根源与判断标准充分展现,从而解决披露内容“能不能用”的问题。尤其在竞争式征集中,信息披露的充分性、可读性尤为重要,该要求往往很难通过规则进行明确,需要市场上的不断实践探索出最佳的案例,后续加以效仿才能达到最佳效果。

征集披露的文件存在不充分、不完整的问题。近年发布的征集公告,征集理由的表述不一、详略各异,但均存在着未完整披露征集理由的问题。在征集公告中出现的高频理由有“损害公司利益”“损害股东合法权益”等,但就具体如何损害公司利益,如何损害股东合法权益并未继续详细阐述,亦没有提供相关的财务数据及其他客观证据予以支撑。征集理由的不充分在选举董事监事等重要征集事项中影响较大,缺乏对候选董事监事的关联交易以及其他对公司利益影响的内容进行强制性披露内容,导致对候选董事监事进行征集理由阐释时,征集人倾向于选择性披露,披露对己有利的内容而规避对己不利的信息。^② 例如,从*ST美吉案的征集书披露的征集主张及理由来看,双方对所提名董事征集表决权的理由主要为“从业经验不丰富、未履行

^① 梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第200页。

^② 李博翔、吴明晖:《论股东表决权征集制度的立法完善》,载《证券法苑》2017年第2期。

业绩承诺、解决侵害股东利益问题、选举有利于公司治理”等话语,存在互相指责对方候选人不足的情况,对公司情况不够深入了解的投资者根本无法通过公告展现的寥寥数语了解该名董事的真实履职情况及股东征集的动机和理由,反而需要外部媒体公开报道对*ST美吉本次征集背后的公司控制权争夺情况进行解析后,投资者方能了解相关董事提名背后代表着控股股东与创始团队不同的利益,支持对应董事当选代表支持背后控股股东或创始团队对企业未来经营决策方向。^①因此,由于征集公告披露的一手信息缺乏导致投资者需要通过媒体等二手信息作出判断,反映出征集公告的信息披露质量无法满足决策需求,该次征集结果投票效果亦不明显。

因此,在公开征集制度本身的定位偏差、制度潜力未发挥的背景下,征集活动参与主体意愿不足、客观的市场服务与信息披露不到位,一定程度上弱化了该制度所应达到的效果。所以,导致了公开征集虽作为一项重要投资者保护措施推出,但近年的关注度逐渐弱于代表人诉讼、先行赔付、纠纷调解等其他投资者保护措施。需要对制度本身以及外部配套措施进一步优化,使得投资者尤其是中小投资者能通过公开征集活动更好维护自身权益,有实实在在的获得感。

三、制度的优化与思考

(一) 适应性调整规则,推动信息披露良好实践

以新公司法修订为契机,在配套规则修订过程中对涉及公开征集的制度条文进行适应性调整。删除《上市公司股权激励管理办法》对于独立董事征集委托表决权的强制性要求,降低制度运行成本。调整证券法、《暂行规定》《上市公司独立董事管理办法》对提案权、独立董事提名权的主体限制要求,探索进一步降低股东作为提案权征集人的持股比例限制,突出投保机构可以联合其他股东或董事开展征集提案权的功能,更好发挥征集提案权的制度作用。进一步完善证券交易所信息披露指引对征集公告的披露要求,完善征集理由、投票倾向的披露要素,通过定性定量的分析陈述征集人开展征集与投票理由,杜绝简单以“损害公司利益”的表述方式,增强披露信息的可读性、完整性。

推动形成公开征集股东权利信息披露的良好实践。当前关于公开征集股东权利

^① 参见随卞:《“早教第一股”美吉姆股东激烈交锋 控股股东驱逐创始人》,载微信公众号“IPO参考”,2023年11月13日。

信息披露的规定仅为一个最底线的要求,而要充分满足投资者阅读需求,需要从征集动机、征集行为对公司未来业绩规划、持续经营能力、内部治理结构等具体影响出发,设身处地从投资者利益角度考虑,才能推动中小投资者参与投票的意愿。如同中证投服中心在“中国宝安”案中,对于修改公司章程提出支持的征集理由,逐项列明了中国宝安公司章程中不合理的条款,并且详细说明相关条款对公司利润、投资者权利、公司治理方面带来的不利影响,帮助投资者进一步了解征集的目的,获得更多投资者的支持。因此,建议通过中证投服中心的征集实践,选择投资者切身利益议案,打造信息披露的典型案例向市场推广效仿;引入市场服务机构参与,通过多方力量实现披露的有效性;鼓励个性化信息披露,在禁止“蹭热点”“炒概念”以及符合信息披露要求的基础上,鼓励征集公告上开展结合公司特点、经营战略的个性化披露,通过“互动易”问答等方式解读公告内容,择选优秀案例进行宣传。同时,严厉打击违规披露、利用公开征集信息披露操纵股价和进行违规利益输送等违法违规行为,发挥监管“长牙带刺”作用,对披露过程中存在的违法违规行为及时惩处与警示。

(二) 发挥投保机构示范引领及证券基金机构作用

投保机构的征集活动具有天然的引导示范作用。“中国宝安”“第一医药”案的成功,表明中证投服中心作为投保机构开展公开征集股东权利行为具有较强的号召力。如“中国宝安”案的该次股东大会的参与人数与代表份额也远高于中国宝安在该年度其他股东大会的参与人数与代表份额,中小投资者参与度、媒体关注度也远超其他征集案件,起到了较好的示范引领作用。因此,建议中证投服中心将公开征集股东权利作为股东行权的常备“武器”,定期针对市场关注度高、中小投资者意见较为强烈的公司议案开展公开征集,并通过媒体渠道广泛宣传,调动中小投资者行权的积极性。优化开展征集提案权工作,联合公募基金、社保基金等主要机构投资者,充分利用好征集提案权制度对明显损害上市公司或中小股东利益行为进行制止、引导上市公司开展回报投资者相关举措。中证投服中心可以精选上市公司针对现金分红、回购注销以及异常敏感显失公平的关联交易、关联担保事项再次开展征集提案权活动,推动实现上市公司完善公司治理、提升上市公司对投资者的合理回报的目标。

发挥证券服务机构能动性。一是证券服务机构需针对投资者行权行为提供研究分析与引导。在证券投资价值研究基础上增加对治理结构、股东大会议案的分析,引导投资者理性行权。对于机构投资者需要在防范内幕交易、操纵市场的基础上引导其适当参与上市公司治理当中,对公司控制权争夺、公司僵局情况适时行权。二是引

导建设权威性股东论坛,依托上市公司互联网互动平台,参照德国模式建立权威性股东论坛,通过实名制、制度化方式进行讨论,减少当前部分互联网平台、自媒体存在的情绪宣泄及误导信息对企业发展的影响,引导企业舆情健康发展。三是市场共建完善股东大会的基础技术开发服务,在新公司法支持股东大会电子化基础上,进一步加强股东大会服务产品开发,一方面对接交易与结算系统的实名认证完成股东身份核查,另外一方面提供参与股东大会提案与表决信息集成,通过收集市场数据进行云端建设与大数据分析,结合上市公司信息披露内容进行企业画像,分析上市公司股东参与治理情况及偏好,为投票建议提出数据支持,同时收集股东投票完成出席投票动作。

引导机构投资者发挥核心作用。强化对机构投资者行权引导,推动社保基金、养老基金、保险基金、公募基金等主要机构投资者加强对沪深 300 指数、中证 500 指数等市场主要指数的成分公司治理关注度,切实发挥基金管理作用,加强行权频次,主动出席股东大会代表中小投资者进行交流,作为投资者代表与公司管理层沟通反馈市场关切,探索引入境外投票顾问机构为机构投资者行权提供参考,探索建立参与被投资企业行权治理的披露机制与运行要求。

(三) 完善中小股东激励机制设计

当前制度环境下,个体投资者参与公开征集获得利益不显,导致参与兴致不高,“用脚投票”情况普遍存在,尤其在新证券法已规定公开征集无偿性这一原则下,通过征集费用补偿、发放纪念品方式激发投资者参与征集方式显然违反相关规定。因此,完善股东的激励机制不得以征集费用作为前提,可以通过其他渠道对股东进行激励,一是对积极行权股东提供知识服务。实践中,单一征集人是无法通过个人力量征集到众多票数,势必要通过证券服务机构联络投资者,证券服务机构可以向参与征集的投资者提供数据分析、资料整理、研究分享等增值服务,并在后续提供定制化的财富管理及投教服务。通过知识交换的方式,激励股东参与热情的同时加深对上市公司的认识了解。二是探索优惠交易佣金或提供优于市场平均收益率的理财产品额度,交易佣金目前已实现市场差异化发展,各机构在万分之一到万分之三间不等;理财产品会根据客户适当性情况、投资额度设计不同差异化收益。因此,可以探索设计对单个公司股东大会达到相应次数、对相关公司股票拥有较长持股年限并积极参与公司治理的投资者,在某一年度降低一定额度的交易佣金或提供优势理财产品额度。上述让利方式可以有效促进持股数量较大的投资者参与公司治理,也使持股数较小的

投资者拥有获得感,一定程度上促使投资者通过行权获得物质利益,引导投资者关注长期投资与持股行权。

(四) 强化公开征集活动的多方监管

公开征集股东权利活动时间短、环节及涉及相关方多,外界关注度高,尤其竞争式征集未来持续多发的情况下,更需要监管方提升敏感性,密切跟踪公开征集活动的进度及影响,强化公开征集的监管,保障信息披露的公平性。例如某公司征集人开展征集活动时,由于上市公司不配合披露征集公告,导致征集人被迫在第三方媒体发布征集公告,经证监局、证券交易所下发关注函后公司于股东大会召开前四日披露征集公告,但已晚于《暂行规定》披露时间的规定。因此,监管机构及交易所的日常监管往往是实现公开征集股东权利活动救济的最快最直接的途径,能够有效保护征集人及中小股东的合法权益。但监管机构及交易所应当在新证券法及《暂行规定》的框架下对征集资格、征集程序及信息披露情况进行监管,及时释明规则,保障征集过程的合规性、公平性,而不能对征集提案、股东大会效力等涉及法院诉讼问题过多干预。对于公开征集过程中涉及违法违规的行为,更要依照证券法第 199 条以及相关信息披露违法条文加以处罚,防止公开征集股东权利制度的滥用。