

股东投票代理机构的域外实践与中国启示^{*}

郭 雳^{**} 赵轶君^{***}

摘 要:20 世纪 80 年代以来,随着机构投资者的壮大以及针对其投票行为和上市公司治理的监管变革,股东投票代理机构在以美国为代表的成熟资本市场迅速发展。它们通过向机构投资者提供投票建议、公司治理评级等服务(部分股东投票代理机构还同时向上市公司提供治理咨询服务),对域外上市公司治理产生了深刻影响。同时,股东投票代理机构带来的积极和消极影响引起各方激辩,美国、欧盟等地监管者开始对其实施监管。域外股东投票代理机构的业务与我国投服中心持股行权业务具有相似性,其发展也可作为投服中心提供有益借鉴。投服中心未来可尝试通过结合公开发布投票建议与征集投票权进一步拓展持股行权业务,成为具有中国特色的公益性股东投票代理机构,为中小投资者保护和改善上市公司治理质量发挥更大作用。

关键词:股东投票代理机构 投服中心 持股行权 投票建议 投票权征集

一、域外股东投票代理机构概况

股东投票代理机构(proxy advisor, proxy advisory firm, proxy firm),是指通过向共同基金、养老基金、对冲基金等各类机构投资者提供其持股公司投票建议、公司治理状况评级等产品以获利的金融服务机构。股东投票代理机构最早出现于 20 世纪 80 年代的美国,其影响力与日俱增,已成为塑造当代发达资本市场公司治理标准的重要力

^{*} 本文系中证中小投资者服务中心 2018 年度课题“股东投票代理机构研究”的阶段性成果。

^{**} 北京大学法学院教授、博士研究生导师,法学博士、经济学博士后。

^{***} 北京大学法学院法律硕士,现就职于上海证券交易所。

本文观点仅代表作者个人意见,与任职机构无关。

量。仅以全球最有影响力的股东投票代理机构(Institutional Shareholder Services,ISS)为例,^①其为全球 1700 家机构投资者提供咨询服务,服务范围覆盖 117 个资本市场,每年对 40,000 场股东大会的表决事项提出投票建议。^② 股东年会季(proxy season)开始前,ISS 公布的投票指南会被美国上市公司管理层及其法律顾问反复研究,并据此调整本公司的治理安排,以防董事会提案被 ISS 出具反对意见。^③ 实证研究显示,美国市场中股东投票代理机构的意见至少可决定上市公司董事会选举 6% ~ 10% 比例的票数。^④ ISS 的投票建议对代理投票权争夺(proxy contest)结果的重要性甚至被法院判例认可。^⑤ 与此同时,上市公司管理层等市场主体对股东投票代理机构的批评也从未中断。下文首先从股东投票代理机构的发展动因、运营模式及相关争议等方面入手,介绍其在域外的勃兴概况。

(一)发展动因:经济理性与监管助推

股东投票代理机构属于境外资本市场上相对新兴的服务机构,但其在短短 30 年间即取得巨大的市场影响力,甚至被视为上市公司治理的“准立法者”。笔者认为,对股东投票代理机构在域外市场的迅速发展,可以从经济与监管两方面寻求动因。

从经济角度分析,20 世纪下半叶以来发达资本市场机构投资者持股比例不断上升,成为资本市场的主流投资者。然而,出于投资策略和激励机制的约束,共同基金、养老基金等大型主流机构投资者参与公司投票的动力有限。首先,共同基金等机构投资者多采用分散化投资模式,它们持有成百上千家公司股票,但在单个公司中的持股比例往往不高。因此,机构投资者难以在紧张的投票季逐一分析数千家持股公司的数万件待表决议题并做出投票决定。其次,共同基金等机构投资者的激励机制进

① 根据美国政府问责办公室(U. S. Government Accountability Office)的专项报告,以客户管理的资产数额为标准,ISS 占据了 61% 的市场份额,Glass Lewis 占据了 36% 的市场份额,由此美国股东投票代理机构市场被许多研究定义为“双头垄断”(duopoly)。此外,ISS 的投票咨询服务已覆盖全球 117 个资本市场,成为当今最有影响、业务种类最齐全的股东投票代理机构。因而在下文在介绍股东投票代理机构的经营模式时,主要以 ISS 为例。详见 U. S. Government Accountability Office: “Corporate Shareholder Meetings-Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting”, Accessed September 30, 2018. <https://www.gao.gov/products/GAO-07-765>。

② 参见 ISS 官网主页介绍:<https://www.issgovernance.com/>。

③ Colin Diamond et al., “ISS Releases 2018 Voting Policy Updates”, Accessed September 30, 2018. <https://www.whitecase.com/publications/alert/iss-releases-2018-voting-policy-updates?s=iss>。

④ Stephen Choi, Jill Fisch, Marcel Kahan, “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality”, *Emory Law Journal*, Vol. 59, Issue 4, 2010. 在另一些实证研究中,股东投票代理机构的意见甚至能决定上市公司投票者 30% 左右的表决权。

⑤ *Yucaipa American Alliance Fund II v. Riggio*, 1 A. 3d 310, 357 (Del. Ch. 2010). 美国特拉华州衡平法院在判决中称:“没人可以否认能够影响 5% ~ 10% 票数的机构(ISS)具有真实的影响力……原被告双方均认可影响代理投票权争夺结果的关键因素是 Aletheia(另一股东)的投票以及 Risk Metrics(ISS 当时的名称)的推荐意见。”

一步削弱了其分析持股公司表决事项并参与投票的动机。共同基金往往按照其管理的资产规模收取固定比例的管理费用,故吸引更多受益人(beneficiary)的投资成为此类机构投资者的首要目标,为此机构投资者须证明自己有更优异的相对表现(relative performance):其投资收益或者优于竞争对手,或者超过某一大盘指数的涨幅。而研究投票议题、参与公司投票对提升机构投资者的相对表现收效甚微:通过参与公司投票在短期内带来持股公司股价的提升不甚现实;即便短期内可以提升股价,这种提升也会被持有这家公司股票的其他竞争对手“搭便车”(free-ride),而相关成本却只能由研究并投票的机构投资者独自承担。因此,共同基金等大型主流机构投资者的理性选择,莫过于将精力集中于适当选股和适时交易,而非参与费力不讨好的公司投票。^① 鉴于此,此类机构投资者在持股公司治理事宜上倾向于投入尽量少的资源,以相对低廉的价格将投票事项分解外包(outsourcing)给作为独立第三方的股东投票代理机构。这种做法不失为一种经济的选择。

从监管角度分析,美国监管者要求机构投资者行使投票权时履行其对受益人的信义义务,并采取措施提升上市公司股东在公司治理中的地位。这些监管措施增强了机构投资者聘请股东投票代理机构的动机。首先,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)2003年修订美国《投资顾问法》^②(Investment Adviser Act)规则206(4)-6,规定投资顾问行使投票权时对客户负有信义义务,应避免自身利益与客户的利益冲突。SEC在规则206(4)-6的发布通告中,非穷尽地列举了投资顾问可用以解决利益冲突的方法,其中包括:“如果投资顾问的投票决定是根据事先确定(pre-determined)且基于独立第三方推荐的政策做出的,则其可证明该投票决定不是利益冲突的产物。”^③次年,SEC在向股东投票代理机构Egan-Jones发出的无异议函^④(no-action letter)中进一步确认:“来自事实上独立于投资顾问的第三方的投

① Ronald J. Gilson, Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, Vol. 113, Issue 4, p. 875. 此种现象被称为机构投资者的“理性缄默”(rational reticent)。

② 美国共同基金多采用公司制。由投资顾问公司作为发起人筹建投资公司(公司型共同基金),投资公司设股东会与董事会,广大投资者通过购买投资公司股份成为其股东享受收益。实践中,投资公司往往委托投资顾问公司代管基金资产、参与投资操作,并授权其全权行使基金所持股票表决权,投资公司董事会只负责监督投资顾问。换言之,共同基金的投票政策与投票决定,实际是由投资顾问确定的。参见威力、陈建波:《公司型基金的运作模式研究——以美国为例》,载《清华金融评论》2017年第3期。

③ SEC, *Final Rule: “oxy Voting by Investment Advisers” Release No. IA - 2106; File No. S7 - 38 - 02*, Accessed September 30, 2018. <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>.

④ 无异议函(no-action letter, 或译为“不采取行动函”“不起诉函”),是指SEC职员应监管对象的要求,向监管对象回函确认:如果监管对象实施其来函中所咨询的某种行为,SEC职员将不会建议SEC对监管对象采取执法措施。

票建议,或可洗清其(投资顾问)投票决定的利益冲突。”^①因此,对机构投资者而言,聘请作为独立第三方的股东投票代理机构成为其满足合规要求的“护身符”。其次,作为对安然(Enron)破产等公司治理丑闻以及2008年金融危机的回应,美国立法者与监管者越来越多地介入上市公司治理领域。举措之一是一系列“股东赋权”(shareholder empowerment)改革:通过提升股东在上市公司治理中的话语权,增强其对管理层的监督与问责(例如美国《2010年多德-弗兰克法案》规定的股东对高管薪酬咨询性投票制度)。这客观上意味着机构股东需要面对更多复杂专业的待表决事项,从而为股东投票代理机构向投资机构出售投票建议提供了更多商业机会。

(二) 股东投票代理机构的运营模式和主要业务

股东投票代理机构从事的业务众多,包括但不限于投票研究与建议、代理投票的具体执行、公司治理评级、公司治理咨询、证券集团诉讼索赔、托管银行服务及全球股票召回等。^② 本文以全球最具影响力的股东投票代理机构ISS为例,简述其最重要也是常引起争议的三类业务:投票研究与建议、公司治理评级(客户为机构投资者)与公司治理咨询(客户为上市公司)。

1. 投票研究与建议

分析股东大会待表决事项、为机构股东提供投票建议,是ISS最基础的服务。为彰显其投票建议的客观性和公开性,ISS采用了“政策导向型”的投票建议流程:每年11月,ISS会在其网站上针对全球各主要资本市场公布下一年的投票政策,即“股东代理投票指南”(proxy voting guidelines),详细阐述ISS对众多待表决议题的观点与标准,以此作为发布下一年投票建议的依据。

基于事先制定的投票政策,ISS会对上市公司股东大会的议题进行研究,并向其投资机构客户提供包含各项议题投票建议的研究报告。通过阅读ISS的报告,机构股东可深入了解待表决事项及持股公司的治理状况,并最终做出投票决定。此外,ISS还提供针对敌意收购、代理投票权争夺和其他重大交易的“特殊情况研究报告”,ISS会根据既定投票政策详细分析上述事项对公司价值和股东利益的影响,并提出相应的投票建议。

^① SEC, *Investment Advisers Act of 1940 - Rule 206(4) - 6 Egan-Jones Proxy Services*, Accessed September 30, 2018. <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm>. 值得注意的是,SEC投资管理部于2018年9月撤销了这份无异议函,一些观察者认为这是SEC进一步收紧对股东投票代理机构监管的信号。

^② 详见<https://www.issgovernance.com/>。对ISS业务的概览式介绍,参见程彦乔:《ISS:全球最具影响力投票代理机构》,载《证券日报》2014年2月22日,A04版。

此外,根据 ISS 的政策,所有研究必须基于已公开披露的信息,禁止研究人员使用未公开或保密信息。ISS 在研究报告提交给机构股东前,有权自主选择是否先将报告送交被研究的上市公司审查,以便上市公司指出其中的事实错误。上市公司不能干涉 ISS 的建议内容,只能指出事实错误,且向 ISS 提供的事实信息必须是已公开信息。在美国,标准普尔 500 指数内的公司一般有事先审阅的机会。^①

2. 公司治理评级

ISS 为其机构客户提供一款名为“Quality Score”的服务,其核心是提供上市公司治理质量评级,帮助其机构客户识别治理风险。ISS 的公司治理评级标准较为复杂,结合了定性和定量方法,共包含数十个影响因子,被划分为董事会结构、高管薪酬、股东权利与反收购措施,以及审计与风险监控四个子领域。^② ISS 会对每家公司的 4 个子领域分别评分,并对公司的总体治理表现评分。最高分为 1 分,代表治理状况良好,风险可控;最低分为 10 分,代表治理状况较差,风险较大。然而,ISS 披露的评级方法并未阐述每项影响因子如何转换成为具体的分值,以及不同影响因子的各自权重。这也反映出其公司治理评级本身较为浓厚的定性与自由裁量色彩。^③

3. 公司治理咨询

除向机构客户提供投票咨询等服务外,ISS 的全资子公司 ISS Corporate Solution (ICS)还向上市公司提供治理咨询服务。ICS 主要向上市公司管理层提供以下三方面的咨询服务。(1)公司治理咨询:包括提升治理评级成绩、评估现存治理风险、机构股东投票行为分析及董事会提案成功率评估等;(2)管理层薪酬咨询:包括设计股权激励方案、测试高管薪酬与业绩匹配程度、设计预期业绩目标及监测行业/指数内其他公司高管薪酬变动等;(3)公司社会与环境责任相关咨询等。^④ 值得注意的是,并非所有股东投票代理机构都在向机构投资者提供服务的同时向上市公司提供咨询服务。例如,美国第二大股东投票代理机构 Glass Lewis 即不提供此服务。

(三) 围绕股东投票代理机构的争议

与股东投票代理机构影响力上升相伴而来的是关于其影响、作用以及是否需要

^① ISS, *FAQs: “ngagement on Proxy Research”*, Accessed September 30, 2018. <https://www.issgovernance.com/contact/faqs-engagement-on-proxy-research/>. 美国市场第二大股东投票代理机构 Glass Lewis 则无此安排。

^② 例如,在“董事会审计委员会主席类别”这一因子下,ISS 认为理想的审计委员会应当完全由外部独立董事组成。ISS 在打分时会考虑审计委员会主席是否独立、审计委员会成员信息是否对外披露。

^③ ISS, *ISS Governance Quality Score Overview and Updates*, Accessed September 30, 2018. <https://www.issgovernance.com/solutions/qualityscore/>.

^④ See <https://www.isscorporatesolutions.com/>.

监管、如何监管的争议。域外机构投资者倾向于积极评价股东投票代理机构的作用,而上市公司管理层往往尖锐批评该行业的问题,呼吁对其实施监管。

对股东投票代理机构持正面观点的人士认为,分散组合投资已成为大型投资机构的主流投资哲学,投资经理们无力也无意愿处理其管理的投资组合中动辄数以千计的投票事宜。而股东投票代理机构长期专注于此,对分析处理投票事宜具有信息优势和专业优势,能够降低信息成本。对此,即便是对股东投票代理机构最激烈的批评者也难以否认。此外,股东投票代理机构向众多机构股东就同一议题提供相同建议,自然协调了诸多机构股东的投票行为,使之形成较大的“投票集团”,克服了先前的“集体行动困境”。这样的“投票集团”集中了更多份额的表决权,更能对公司管理层产生有效制约,从而提高公司治理水平。^①

而针对股东投票代理机构的批评,则主要集中于以下五方面:

第一,投票建议存在事实错误。投票建议经常基于错误、不准确或被误解的事实,是股东投票代理机构被上市公司批评的一大理由。根据美国公司秘书与治理专业人员协会(The Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals)2010年对其成员(来自上市公司秘书、证券合规人员)的调查显示,65%的受访者至少发现过一次股东投票代理机构基于严重错误或不实信息而做出的投票建议,25%的投票者发现过多次。上市公司向股东投票代理机构指出后,错误仅在57%的情形下得到更正。鉴于并非所有上市公司均有机会事先阅读股东投票代理机构的报告,这一调查结果也只能反映部分情况。^②

第二,股东投票代理机构存在众多利益冲突。首先,股东投票代理机构的股东往往也是私人金融机构,如果股东投票代理机构分析的股东提案恰好由其股东提出,或其股东在股东投票代理机构研究的上市公司中拥有重大利益,则可能损害股东投票代理机构建议的独立性。其次,如果股东投票代理机构研究的待表决股东提案由其机构客户提出,股东投票代理机构可能为了维护与该机构客户的关系牺牲其研究的独立性。^③最后,ISS等部分股东投票代理机构在向机构股东提供投票建议、治理评

^① Lars Klöhn, Philip Schwarz, “The Regulation of Proxy Advisors”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8, No. 1, 2013, pp. 95 – 96.

^② The Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals, *Re: Concept Release on the U. S. Proxy System, File No. S7 – 14 – 10 Proxy Advisory Firms (Section V) (Dec. 27, 2010)*, Accessed September 30, 2018. <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-289.pdf>.

^③ Gaia Balp, “Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach, European”, *Company and Financial Law Review*, Vol. 14, No. 1, 2017, pp. 6 – 8.

级的同时,也向上市公司提供治理咨询服务,这种经营模式使其投票建议与治理评级的独立性、公正性备受质疑。^① 有评论将ISS“一仆二主”的经营模式比作安然丑闻前的会计师事务所,认为监管者应像当年要求会计师事务所拆分审计与咨询业务一样,要求ISS不得向上市公司提供咨询服务。^②

第三,投票建议与治理评级的产生方法缺乏透明度。批评者认为,投票建议与治理评级背后的方法论、公式模型、影响因子及权重多不透明,故机构客户和上市公司难以了解其建议与评级的依据与合理性,也不容易评价该服务的真实质量,上市公司据此改善自身治理水平的目的较难实现。

第四,股东投票代理机构推行的公司治理标准无依据且僵化。鉴于机构股东的持股数量,以及ISS等股东投票代理机构对机构股东的影响,投票指南中所反映的公司治理标准的重要性不言而喻。批评者认为,股东投票代理机构推行“一刀切”(one-size-fits-all)的标准,却不考虑不同公司的具体情况,限制了董事会在许多公司治理问题上灵活选择的空間,最终会导致上市公司治理的低效和浪费。^③

第五,股东投票代理机构缺乏来自客户端的监督制约。如前所述,共同基金等投资机构之所以选择聘请股东投票代理机构,原因之一即在于其无力也无意愿在研究待投票事项上投入过多精力和资源。因此,尽管众多反对监管股东投票代理机构的机构投资者声称其能够有效评估和监督股东投票代理机构的服务质量,但这种评估与监督的有效性究竟如何令人怀疑。例如,在2006年的一次采访中,ISS时任首席执行官承认,其15%~20%的客户将投票流程完全外包给ISS(默认根据ISS的建议投票),只保留了随时发出相反投票指令的权利。^④ 可见,机构客户对股东投票代理机构的监督作用虽不可忽视,也不宜高估。

随着股东投票代理机构影响力的不断提升,美国等成熟资本市场围绕此类机构的争议亦不断升级,最终导致立法者和监管者开始尝试对此类机构实施监管。

^① Ascensión Gallego Córcoles, “Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe”, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 13, Issue. 1, 2016, p. 145.

^② 美国拆分审计与咨询业务的具体情况,参见周英项:《论审计业务与咨询业务分离》,载《广东审计》2003年第2期。

^③ Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell, “What Matters in Corporate Governance?”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2, 2009, p. 824.

^④ Dean Starkman, “A Proxy Adviser’s Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes”, *Washington Post*, Jan. 23, 2006, at D01. 现实中,ISS和Glass Lewis等大型股东投票代理机构为客户提供服务的网络平台会根据客户事先选定的投票政策自动生成待表决事项的投票指令,除非客户主动修改这些指令,网络平台会代表客户将这些自动生成的指令发送至经纪商或托管银行,要求其据此投票。

二、域外对股东投票代理机构的监管尝试：以美国与欧盟为例

（一）美国

1. 股东投票代理机构在美国现行法律体系的定位

首先,由于美国《1934 年证券交易法》相关规则对代理投票权征集的定义较为宽泛,^①股东投票代理机构建议他人投票的行为构成代理投票权征集,需要满足相应的信息备案和披露要求。^②但 SEC 于 1979 年为独立专业人士向其客户提供投票建议而颁布的豁免规则 14a-2(b)(3)规定,专业顾问向与其有日常商业关系的他人提供投票建议可免于备案与披露要求,如果其满足:(1)顾问在其日常经营中提供财务咨询;(2)顾问向客户披露了其与上市公司及相关方的重要关系,或其与提案股东 (shareholder proponent) 的重要关系及其在所建议事项中的重要利益;(3)顾问不向客户以外的任何人收取佣金和报酬;(4)顾问不代表任何代理投票权征集者提供投票建议。^③由此,股东投票代理机构得以豁免于代理权投票征集材料的备案与信息披露要求。SEC 同时认为,即使股东投票代理机构可豁免于信息备案要求,其投票建议仍须满足美国《1934 年证券交易法》规则 14-9 禁止虚假和误导性陈述的要求,^④但此类案例在实践中较为罕见。

其次,美国《1940 年投资顾问法》第 202(a)(11)条将投资顾问定义为:“为获取报酬,向他人提供关于证券价值及是否投资或买卖证券的建议,或发布关于证券的分析报告的人。”^⑤股东投票代理机构往往宣传自己的投票建议有助于机构客户实现其投资价值的最大化。SEC 据此认为,股东投票代理机构符合“投资顾问”的定义,因为其有偿发布关于证券的分析与报告 (analyses or reports concerning securities),并向他人提供

① 17 CFR 240.14a-1(1)(iii).

② SEC, “Concept Release On The U. S. Proxy System”, <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-289.pdf>. <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>.

③ 17 CFR 240.14a-2(b)(3).

④ SEC, “Concept Release On The U. S. Proxy System”, <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-289.pdf>. <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>.

⑤ 15 USC 80b-2(a)(11).

有关证券价值的建议(providing advice to others as to the value of securities)。^① 但根据美国《1940 年投资顾问法》第 203A 条,管理资产低于 2500 万美元的投资顾问不必向 SEC 注册。^② 由于股东投票代理机构一般不直接管理客户的资产,故无须向 SEC 注册。实践中,股东投票代理机构可选择依据 SEC 制定的规则 203A-2 下的“养老金顾问豁免”向 SEC 注册。^③ 包括 ISS 在内的若干股东投票代理机构据此选择成为 SEC 注册的投资顾问,以增强其在机构客户眼中的可信度。^④

可见,目前美国市场上的股东投票代理机构一般可豁免于美国《1934 年证券交易法》代理投票权征集规则的信息披露要求,也可自主选择是否在 SEC 注册为投资顾问。^⑤ 因此,股东投票代理机构在美国现行法律体系中的地位较为微妙,在某种意义上其处于“监管缺位”状态。

2. SEC 的监管尝试

2014 年,SEC 公司融资部与投资管理部联合发布第 20 号法律解释公告(Staff Legal Bulletin No. 20,以下简称《公告》)。^⑥ 《公告》规定了投资机构对所聘请股东投票代理机构的监督义务,并阐明了美国《1934 年证券交易法》规则 14a-2(b)(3)中“重大关系”的含义及相关信息披露要求。^⑦

首先,《公告》明确了投资机构对所聘请股东投票代理机构的服务负有监督义务,并认为此种监督义务源于投资机构对客户的信义义务,其目的在于实现客户的最大利益。《公告》要求投资机构在聘请股东投票代理机构时对其专业能力、利益冲突等情况进行必要考察并持续监督。当发现股东投票代理机构研究报告中的错误时应进行调查,并判断股东投票代理机构能否采取合理措施在未来避免此类错误,据此决定

① 但在现实中,SEC 的此种解释并非绝对。例如,美国第二大股东投票代理机构 Glass Lewis 即认为自己未建议客户买卖或持有证券,故不属于美国《1940 年投资顾问法》定义的“投资顾问”,无须向 SEC 注册。SEC 并未对此提出异议。参见 Glass Lewis, *Response to U. S. Senate Banking Committee*, Accessed September 30, 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/21/response-to-u-s-senate-banking-committee/>。

② 15 USC 80b-3(a)。

③ 17 CFR 275.203A-2(b)。如果投资顾问的养老金客户(pension plan clients)管理的合计资产超过 2 亿美元,则其可以选择向 SEC 注册。

④ Sagiv Y. Edelman, “Proxy Advisory Firms: A Guide For Regulatory Reform”, *Emory Law Journal*, 2003, Vol. 62, pp. 1407-1408。

⑤ 例如,美国第二大股东投票代理机构 Glass Lewis 尚未选择在 SEC 注册。

⑥ 法律解释公告并非 SEC 的正式规章(regulation)或规则(rule),仅代表 SEC 公司融资部与投资管理部以问答形式对某些原有规定的解释。

⑦ SEC, “Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms(Staff Legal Bulletin No. 20)”, Accessed September 30, 2018. <https://www.sec.gov/interps/legal/cfsib20.htm>。以下与《公告》相关的内容若无特别注释,均同本注。

是否续聘股东投票代理机构。

其次,《公告》阐明了前述美国《1934 年证券交易法》规则 14a-2(b)(3) 中“重要关系/利益”的含义及相关信息披露要求。《公告》认为,当客户了解某种关系或利益的存在后,其对于股东投票代理机构和投票建议客观性与可靠性的判断会受到影响,那么这种关系和利益就是重要的。为此,SEC 不完全列举了判断“重要性”时可以考虑的因素,例如,股东投票代理机构向上市公司与提案股东提供的服务内容及其从中获取的报酬数量等。但 SEC 同时强调“重要性”的判断须结合具体事实与情境。一旦存在上述“重要关系”,股东投票代理机构须主动向机构投资者客户披露具体情况,包括其是否已采取措施预防可能的利益冲突。股东投票代理机构可单独向客户披露相关信息,也可公开披露相关信息。但“重要性”标准的具体内涵,仍有待目前尚属罕见的司法判例和行政执法案例加以明确。

3. 美国《2017 年公司治理改革与透明度法案》(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017)

相较于 SEC 谨慎的监管姿态,受工商界利益团体影响更大的美国国会对监管股东投票代理机构的态度明显更为积极。2017 年 12 月,国会众议院通过旨在监管股东投票代理机构的美国《2017 年公司治理改革与透明度法案》(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017,以下简称《法案》)。这部法案目前处于美国参议院听证阶段,但其内容基本涵盖了监管呼吁者所建议的各类措施,代表了美国“监管派”目前取得的最大成果。

首先,《法案》规定了股东投票代理机构的注册与持续信息披露要求。根据《法案》,股东投票代理机构在向 SEC 申请注册时须提交如下信息:(1) 申请人能持续根据准确信息提供投票建议的证明材料;(2) 申请人形成投票建议采用的程序和方法;(3) 申请人的组织结构;(4) 申请人是否制定从业道德守则(code of ethics),若无则须说明原因;(5) 任何实际或潜在的利益冲突,包括因权益结构或向发行人提供服务(如适用则须披露所获收入)产生的利益冲突;(6) 管理前述利益冲突的政策与规程;(7) SEC 认为对保护投资者必要的其他信息。SEC 须在其网站或其他平台公布以上信息。^① 注册完成后,股东投票代理机构也需要提交包含如下信息的年报:(1) 其上

^① Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 (H. R. 4015), Accessed September 30, 2018. <https://www.congress.gov/115/bills/hr4015/BILLS-115hr4015rfs.pdf>. 以下与《法案》相关的内容若无特别注释,均同本注。

一财年分析的股东提案数量;(2)其上一财年发布的投票建议数量;(3)其负责审阅提案并提供投票建议的员工数量;(4)其上一财年对其投资机构客户提出的股东提案发布投票建议的数量。

其次,《法案》对股东投票代理机构的利益冲突管控作出规定。《法案》授权 SEC 制定最终的规章和规则,禁止股东投票代理机构从事某些可能产生利益冲突的业务,或要求其管控并披露此类业务,主要包括:(1)股东投票代理机构与客户之间的商业关系、权益关系或其他财务与个人利益关系;(2)同时向上市公司提供咨询服务;(3)对上市公司股东的提案发布投票建议。同时,《法案》要求 SEC 制定规则,禁止股东投票代理机构的以下行为:(1)将上市公司及其关联方购买股东投票代理机构的其他服务作为发布特定投票建议的条件;(2)因上市公司及其关联方订购或将订购股东投票代理机构的其他服务而修改针对其的投票建议,或违背既定投票规程与政策出具投票建议。

再次,《法案》赋予上市公司预先审阅投票建议草案的权利。《法案》要求股东投票代理机构在向机构投资者客户提交包含投票建议的研究报告前不少于3日,向上市公司提交其草案以便其发现其中的事实错误。若异议未能解决,上市公司有权要求股东投票代理机构将其答辩意见与研究报告一并提交机构股东。此举属于《法案》中最为激进,也最受上市公司管理层群体欢迎的措施;但此举的现实可行性以及对股东投票代理机构客观独立发表意见的潜在影响,亦广受质疑与批评。

最后,《法案》申明其未创设任何私人诉权,任何人不得依据《法案》对股东投票代理机构提起私人诉讼。

(二) 欧盟

1. ESMA 倡导的行业自律型监管

2012年,负责协调欧盟各成员国证券监管政策的欧洲证券和市场管理局(ESMA)也开始就股东投票代理机构行业的现状、是否需要监管等问题公开征求意见。2013年,ESMA表示其“未发现大规模市场失灵进而要求监管干预的证据”,但也承认意识到众多市场主体对股东投票代理机构行业的担忧。为此,ESMA倡导股东投票代理机构行业的自律监管,并呼吁股东投票代理机构制定行业行为准则(Code of Conduct)。^①

^① ESMA, ESMA recommends EU Code of Conduct for proxy advisor industry, Accessed September 30, 2018. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-240.pdf>.

2.《欧盟股东权利指令》的监管措施

2017年5月,欧洲议会和欧盟理事会通过了2017/828/EC号指令(以下简称《指令》),修改了原有的2007/36/EC号指令。^①《指令》中既规定了对股东投票代理机构的监管要求,也涉及机构投资者对聘请股东投票代理机构相关情况的披露要求,各成员国须根据《指令》要求在2019年6月10日前完成相应的国内立法或修法程序。^②

对于股东投票代理机构的监管,《指令》坚持以“透明度”为核心,要求股东投票代理机构至少披露以下信息:(1)其使用的方法与模型的基本特征(essential features);(2)其使用的主要信息来源;(3)其采用的研究质量控制规程及相关员工的资质;(4)其研究是否和如何考虑到各国市场、法律、监管特色,以及各公司具体情况的影响(如适用);(5)其在每个市场采用的投票政策的具体特征;(6)是否与被研究公司管理层与提案股东有过交流,以及此种交流的程度与性质(如有);(7)防范与管理利益冲突的政策。以上信息应在股东投票代理机构网站免费公开,自发布之日起至少保留3年。此外,《指令》要求欧盟成员国确保股东投票代理机构能及时向客户披露任何现实或潜在的利益冲突、可能影响其推荐意见的商业关系与其采取的消除利益冲突的措施。

此外,《指令》还强调了机构投资者聘请股东投票代理机构时的信息披露义务,要求机构投资者与资产经理(asset manager,类似于美国的投资顾问)每年公开披露如下信息:(1)投票行为的总体描述;(2)解释最重要的投票决定;(3)解释对股东投票代理机构服务的使用;(4)披露在持股公司股东会议上的投票,投票事项不重要或持股数量过少可不披露。

(三)小结

欧美对股东投票代理机构的监管目前仍处于探索初期。综合来看,要求股东投票代理机构披露其权益结构、专业资源、利益关系、合规制度以及所采用方法模型的主要特征等信息,建立防范利益冲突、内幕交易及商业贿赂等违规行为的完善内部控制制度是欧美监管者所采取的主要措施。监管者目前并未试图对股东投票代理机构投票建议与投票政策本身的合理性做实质判断。此外,赋予上市公司预审权等较为激进的监管措施,主要反映了工商业利益群体的诉求,其可行性和前景有待进一步观

^① Directive 2017/828/EC.

^② 在欧盟法律体系中,指令(directive)通常只列明需要达成的目标,但实现目标的具体方法和程序由欧盟各成员国自行立法确定。

察。鉴于股东投票行为与股价、财务数据等客观指标的联系存在较大不确定性,针对股东投票代理机构的私人诉讼在域外较为少见。因此,相比于私人执法,恰当的公共监管是规制股东投票代理机构的更佳选择。

三、投服中心作为公益性股东投票代理机构的前景

(一) 股东投票代理机构在中国

目前,股东投票代理机构在我国尚属新鲜事物,相关实践较为少见。随着中国经济的发展、资本市场对外开放不断深化,以及机构投资者参与上市公司治理的普及,^①ISS 等国际股东投票代理机构巨头已经对中国内地市场表现出充分的兴趣与关注。目前,ISS 每年公布中国内地市场投票指南。以 2018 年投票指南为例,其就财务报告 and 股利、董事选举、监事选举、薪酬和股权激励、审计师任免、融资、关联交易、章程修改、并购重组和利用盈余资金投资金融产品十大问题,结合 A 股市场状况和现行相关监管规定,为机构投资者提供了详尽的投票指导。^②

同时,诸多海外上市中国企业的股东投票议题也成为 ISS 等分析的对象,股东投票代理机构的推荐意见不时成为市场关注乃至争议的焦点。例如,在 2010 年国美股权之争中,美国股东投票代理机构 Glass Lewis 建议国美股东支持国美董事局,反对黄光裕方面提出的议案,因而成为“挺黄派”的众矢之的。^③在分众传媒、^④万达商业^⑤等中概股私有化过程中,ISS 和 Glass Lewis 等对私有化方案的支持意见也被公司和媒体公开援引。因此,国际股东投票代理机构对于我国公司治理的影响日益上升,而中国出现本土股东投票代理机构也越发必要。

囿于篇幅,本文将不讨论商业性股东投票代理机构在我国的前景与监管,而是重点分析域外股东投票代理机构相关实践,对于中证中小投资者服务中心有限责任公

① 参见《上市公司治理准则》(征求意见稿)第 77 条至第 79 条,其中明确鼓励机构投资者参与上市公司治理并披露相关成果。

② ISS:“China Proxy Voting Guidelines”, Accessed September 30, 2018. <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/China-Voting-Guidelines.pdf>.

③ 中国家电网:《国美劫:陈黄之争 Glass Lewis 算什么东西?》,载中国家电网:<http://news.cheaa.com/2010/0914/249163.shtml>,最后访问日期:2018 年 9 月 30 日。

④ 新浪科技:《股东顾问公司建议对分众传媒私有化投赞成票》,载新浪网:<http://tech.sina.com.cn/i/2013-04-22/19358266584.shtml>,最后访问日期:2018 年 9 月 30 日。

⑤ 新浪财经:《万达商业 44 亿美元私有化计划获得股东顾问公司 ISS 的支持》,载新浪网:<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2016-08-02/doc-ixfunyya3018668.shtml>,最后访问日期:2018 年 9 月 30 日。

司(以下简称投服中心)的借鉴与启示。

(二) 股东投票代理机构与投服中心的比较

近年来在我国资本市场投资者保护领域崭露头角的投服中心成立于2014年,是中国证监会直属的公益性机构。目前,投服中心的主体业务划分为三部分:持股行权、支持诉讼和纠纷调解。根据投服中心网站介绍,其工作职能包括“负责公益性持有股票、基金、债券和期货等品种,以投资者身份,行使表决、提案、建议、质询等权利;推动各类市场主体参与持股行权和维权……为中小投资者自主维权提供代理权征集服务……”^①由此,近年来已经有论者注意到ISS等股东投票代理机构与投服中心之间的某种类似之处。^② 本文认为,投服中心与域外传统型的股东投票代理机构在业务上存在相似之处,同时二者在定位与宗旨、服务对象、运营模式和法律地位等方面又有所差异。这些差异决定了投服中心具有ISS等股东投票代理机构不具备的某些优势,因而投服中心有条件探索成为具有中国特色、服务于广大中小投资者的公益性股东投票代理机构,为我国证券市场投资者保护事业闯出一条新路。

1. 投服中心与传统股东投票代理机构的相似之处

如前所述,传统股东投票代理机构的核心业务是向上市公司股东提供投票建议,从而帮助上市公司股东合理投票,提升其持股公司的价值。在法律上,这一行为落入了“征集代理投票权”的概念范围(豁免规则的存在又使之免于备案和披露)。投服中心目前的持股行权业务事实上也包括了通过公开发声等形式建议股东行使投票权等权利。例如,在2017年浙民投要约收购ST生化的过程中,投服中心就公开表态支持市场化要约收购,^③这无异于公开建议广大中小投资者“用脚投票”,支持要约收购发起方浙民投。在“利欧股份收购苏州梦嘉案”中,投服中心在公开质疑利欧股份跨界收购的合理性、标的资产苏州梦嘉的质量后,呼吁“广大中小股东珍视自己的股东权利,充分行使表决权,既可以现场参加上市公司股东大会,投票表决,也可网络投票表决;既可以自己投票,也可以委托他人代为投票。充分知权、积极行权,切实维护自身权益”。^④ 这与域外股东投票代理机构的投票建议如出一辙。

① 参见 http://www.isc.com.cn/about_us/。

② 参见董登新:《证券投资者保护的突破口》,载《中国金融》2016年第16期。

③ 参见《投服中心:中小投资者欢迎市场化的要约收购》,载中国证券网:http://company.cnstock.com/company/scp_gsxw/201711/4156502.htm,最后访问日期:2018年9月30日。

④ 参见《投服中心:质询利欧股份收购事项 呼吁中小股东积极行权》,载中国投资者网:https://www.investor.gov.cn/about_us/introduction_to_investor_service_center/dynamic/201809/t20180918_321915.shtml,最后访问日期:2018年9月30日。

2. 投服中心与传统股东投票代理机构的差异

第一,定位与宗旨的差异。域外股东投票代理机构属于营利机构,其提供投票建议、治理评级和治理咨询等服务的最终目的,在于从投资机构和上市公司获取利润。而投服中心则属于非营利金融公益机构,其运营资金来自我国资本市场各主要金融基础设施的出资,其持股行权业务的目的在于唤醒中小投资者权利意识,鼓励和引导中小投资者积极行权、理性行权,从而保护该群体的合法权利。因此两者定位存在根本不同。这一差异,也使投服中心在面对上市公司、机构投资者等市场主体时,处于更加独立客观中立的地位,能够避免困扰域外股东投票代理机构的利益冲突等问题。

第二,服务对象的差异。境外股东投票代理机构的服务对象主要是共同基金、养老基金等具有一定经济实力和投资经验的机构投资者,而投服中心的服务对象则是广大中小投资者。相较于机构投资者而言,散户在投资经验和财力上均处于绝对劣势。服务对象的差异,也决定了两者运营模式颇为不同。

第三,运营模式的差异。首先,域外股东投票代理机构多以纯咨询顾问的面目示人,仅向机构投资者提供建议,投票的最终决定权属于机构投资者(尽管实践中部分投资机构实际上将投票全程外包给股东投票代理机构,而只保留最终否决权),股东投票代理机构也极力避免自身行为被认定为征集代理投票权。投服中心的角色则更加积极主动。根据投服中心规划,投服中心将不局限于单纯提供投票建议,而是会通过中国投资者网站等平台公开向股东征集投票权、提案权和股东大会召集权等股东权利。^① 由于投服中心自身持股,与广大中小投资者具有共同利益,其公开征集说服力也更强,更容易被中小投资者认可。此外,由于提供“一对一”的商业服务,域外股东投票代理机构通常不会在投票前主动公开其研究报告,但投服中心所服务的对象决定其必须采用公开发声的形式方可有效。

第四,法律地位的差异。如前所述,股东投票代理机构目前在美国等境外市场的法律地位较为模糊,其虽被认为属于投资顾问但可免于注册,其业务模式又与传统的证券投资顾问存在明显差异,因此也引发诸多争议。而投服中心的法律地位则有明确依据。我国2015年《证券法》修订草案一审稿规定“国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构可以作为征集人自行或者委托证券经营机构、证券服务机构,公开

^① 参见中国投资者网:https://www.investor.gov.cn/rights_interests_protection/exercise_service/proxy_solicitation/investor_service_center_proxy/,最后访问日期:2018年9月30日。

请求上市公司股东委托其代为出席股东大会,并代理行使提案权、表决权等股东权利”。^① 中国证监会《上市公司治理准则》第82条也规定:“中小投资者保护机构应当在上市公司治理中发挥积极作用,通过持股行权等方式多渠道保护中小投资者合法权益。”可见,作为中国证监会领导的中小投资者保护机构,投服中心的法律地位更加明晰和富有保障。

综上所述,投服中心与域外股东投票代理机构之间存在某些相似之处,同时投服中心具备更强的独立性、客观性与权威性,以及更加明确的法定地位与监管认可等独特优势。鉴于我国证券市场中小投资者普遍急于行使投票权等股东权利的现状,投服中心有必要也有可能尝试成为具有中国特色的公益性股东投票代理机构,从而为我国资本市场投资者保护事业开辟一条新路。

(三)域外股东投票代理机构对投服中心未来发展的启示

结合前文的论述,笔者认为域外股东投票代理机构可为投服中心的未来发展提供以下几方面的启示。

首先,应进一步明确投服中心的法律地位,完善相应规则。《证券法》未来的修订应继续坚持国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构作为上市公司投票权征集者的适格地位,为投服中心投票权征集提供基础法律保障。同时,中国证监会层面也应考虑制定统一的投票权征集细则,在此框架下明确投服中心公开征集投票权的相关规程,使投服中心公开征集投票权有章可循。

其次,将投票权征集和发布投票建议有机结合,注重专业说理、以理服人。如前所述,投服中心的持股行权业务将不局限于单纯地提供投票建议,而会倾向于主动地征集投票权,但域外股东投票代理机构将投票建议与研究分析融于一份报告的做法值得投服中心借鉴。具体而言,投服中心在征集投票权时,除表明拟投票意见外,还应在中国投资者网等平台上发布对征集事项的专项报告,从财务、法律和行业等角度详细说明投服中心作出投票选择的理由,供广大中小投资者阅读并作出选择。如此,投服中心每次公开投票权征集都可以成为一堂上市公司治理的“示范课”,从而起到超越一案一例的长期示范性作用。在就某些争议性甚至对抗性议题征集投票权时,以公开报告方式阐明投票理由也可最大限度地减少各方对投服中心的质疑和批评。为此,投服中心必须进一步充实自身专业队伍,同时发挥持股行权专家委员会的

^① 我国《证券法(修订草案)》第170条。

作用,提高持股行权业务的专业性和针对性。

再次,投服中心可效仿 ISS 等域外商业股东投票代理机构制定并公开投票政策与指南,阐明投服中心对上市公司股东投票中有代表性的各类议题的观点和标准,尽可能增强其投票选择的客观性与规范性,从而在彰显透明度的同时为市场主体提供可资参考的行为指引。在制定投票指南的过程中,投服中心应广泛征集中小投资者、机构投资者、上市公司、专家学者、法律财会金融行业人士等相关方的评论与反馈,结合市场实际定期更新投票指南,以提高其认可度和公信力。

最后,投服中心公开征集投票权应当注意防范相关风险。一方面,应做好投资者教育工作,向广大中小投资者说明投服中心投票权征集旨在维护中小投资者合法权益、促进上市公司改善长期治理质量,但特定投票行为与股价短期内涨跌不存在必然联系,并在投票权征集公告、专项报告的醒目位置、以着重方式进行提示,促使中小投资者形成理性预期,避免其因股价短期涨跌对投服中心投票权征集产生不恰当的依赖或负面评价。另一方面,投票权征集难免涉及具有争议性乃至对抗性的议题,投服中心对此应坚持充分说理、客观理性,避免对相关方作出道德或情感色彩过强的评价,力戒在专项报告中出现基本事实错误,以免遭受利益相关方不必要的批评质疑。

他山之石,可以攻玉。投服中心在我国证券市场享有独特的制度定位与优势,倘若能结合好域外经验与本土实际,投服中心有望成为具有中国特色、切实保护中小投资者的公益性股东投票代理机构。