

机构投资者积极参与公司治理:价值、困境与出路*

林少伟** 洪喜琪***

摘要:机构投资者积极参与公司治理是实现公司善治的要求。在实践中,机构投资者囿于入市壁垒、赋权不力以及约束不能的窘境,参与动力明显不足。激发机构投资者参与动力,需培育适合机构投资者发展的本国土壤,完善股东权利谱系,强化机构投资者积极参与公司治理的双维动因。与此同时,也应通过设置相应的“柔性约束”规则,为机构投资者的积极参与注入动能。在前述动因与动能的协力配合下,最终疏通机构投资者参与公司治理的动力阻滞。

关键词:股东积极主义 机构投资者 股东权利 公司治理

一、问题的提出

机构投资者积极主义最早兴起于以股权分散型公司为主的英美等国,以1984年美国CalPERS基金的公司治理参与活动为典型。^①其意旨是,解决以董事会中心主义或经理人中心主义为设计基础的公司治理结构下代理成本日益严重化的公司治理难题。具言之,股东由于股权比例较低、信息不对称等原因消极参与公司治理而逐渐沦为公司的“外部人”,而经营管理层则可能利用“内部人”的管理权力实施有违信义

* 本文是国家社会科学基金项目“《公司法》私人执行之检视”(编号:17CFX072)阶段性成果。

** 西南政法大学民商法学院副教授、商会法律研究院主任。

*** 西南政法大学商会法律研究院研究员。

^① 1984年美国Texaco公司管理层为了保住自己的管理人地位,向巴斯兄弟(Bass Brothers)公司以1.37亿美元溢价回购将近10%的公司股票,这一举动触怒了其大股东——CalPERS(美国最大的公共养老基金和第二养老金)。其在1985年成立了机构投资者委员会(The Council of Institutional Investors, CII),积极行使如提案权、董事薪酬投票权等股东权利,以此对经营管理层进行有效监督。参见刘胜军:《股东行动主义与公司治理》,载《证券市场导报》1999年第8期。

义务之行为,如损害公司商业机会、侵占公司财产等。因此,股东制衡代理人的监督成本及代理人向委托人履行其承诺时制造的机会成本增大。^① 为了加强对管理层的有效制衡,不少国家在完善公司监督机制的同时,亦发出加强股东制衡作用的口号。而股东的制衡作用实际上源自公司现代科学管理制度中公司内部决策、执行、监督“权力分立”又“权力制约”的公司法人治理结构。^② 股东通过决策机关可以发挥对执行机关的权力制衡效用。彼时,养老基金、对冲基金等机构投资者大量崛起,其投资理念、投资方式等亦与传统股东有所不同,机构投资者被寄予积极参与公司治理并解决公司治理中代理成本问题之厚望。

我国2018年修订后的《上市公司治理准则》(以下简称《准则》)增加了“机构投资者及其他相关机构”专章,并在第78条至第80条中首次对机构投资者参与公司治理作出原则性规定。^③ 有学者指出,《准则》的修订是我国积极推动机构投资者参与公司治理实践的有益尝试和重要契机,为公司治理外部机制的建设提供了明确的政策依据。^④ 这一判断是相当敏锐的。

然而,由于历史原因,在我国上市公司中一直存在较严重的股权集中现象,即使经历股权分置改革之后,上市公司中“一股独大”的现象依然较严重。这与域外机构投资者参与公司治理的场域(股权分散型公司)不同。在股权集中型公司,机构投资者积极参与公司治理价值几何?从现实维度度之,作为近年来新兴崛起的投资工具,机构投资者在我国持股数量虽有增加,但参与动能明显不足,其背后的原因是什么?应该如何解决?以上三大问题,便是下文将要阐释与解决的。

二、股权集中型公司中机构投资者参与的治理价值

当前,我国上市公司普遍存在“一股独大”的情形,公司治理问题主要为控股股东侵权问题,同时也连带存在着管理层侵权问题。而机构投资者积极主义的初衷是发

^① See Jensen M. C. & W. H. Meckling, “Theory of the Firm, Managerial Behavior: Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305.

^② 参见雷涵:《我国公司法人机关权力制衡机制的公司法完善》,载《法律科学》(西北政法大学学报)1997年第6期。

^③ 参见冯果、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。

^④ 参见林雨晨:《上市公司治理准则最新修订:积极推动机构投资者参与公司治理实践》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第3辑),法律出版社2018年版,第30~40页。

挥股东对管理层的制衡作用,这同我国公司治理中的主要矛盾有所出入。另外,机构投资者在我国尚属于中小股东的范畴,其是否有足够的动力参与公司治理?进言之,其是否足以形成对控股股东的制衡作用?大多数学者仅以机构投资者的股东身份判定其在我国股权集中型公司治理中具有股东制衡作用,但没有结合我国公司治理现状予以考究。笔者认为,尽管我国机构投资者发展状况同域外有所差异,但从股权结构优化以及公司可持续发展价值两方面来看,机构投资者在我国股权集中型公司中同样具有参与的治理价值。

首先,鼓励机构投资者入市能够通过优化公司股权结构改善公司治理结构。无论是股权分散型还是股权集中型公司,均意在向“相对控股”的股权结构方向进行优化。所谓“相对控股”,是指股权有一定的集中度,有相对控股股东存在,但任何股东又不能处于绝对控股地位。^① 股东持股的集中度提高能克服小股东“搭便车”“冷漠性”等问题,当股东发现公司治理问题时也会更积极地联合其他股东对管理层进行规制。同时,相对控股的股东又不似绝对控股的股东那般实力坚固,控制管理层或控制公司的行为受到其他权力相当的股东之制衡。英美国家是典型的股权分散型公司,其股权结构的优化方向是提高股权集中度,加强所有者意识。而我国以股权集中型公司为特征,控股股东集权现象明显,股权结构优化的方向是进行股权分散化改革,即寻找能与控股股东抗衡的股权,从根本上改良公司治理结构。机构投资者拥有雄厚的资金实力,同其他中小股东相比,其有能力购入较多的公司股份,从而在股权结构上对控股股东进行制衡,进而有效维护中小股东的合法权益。

其次,机构投资者的独特市场地位有助于推动公司可持续商业发展。机构投资者作为新兴的投资工具,同个人投资者相比,具有优越的专业性、管理性以及较高的资金优势、信息优势等特点。一方面,根据其市场经验及专业技能,机构投资者能对管理层的具体管理行为进行专业性的有效分析和风险制衡,进而在实际上发挥了监督机关的监督作用。正如某些学者提出的,机构投资者能有效缩短股东及公司管理层之间的监督差距。^② 机构投资者在公司治理中可以担任一种“监管”角色(stewardship),减少公司管理层的错误决策,从而提高公司运营效益。另一方面,机构投资者的特殊性使其还可以从公司决策上影响公司价值,例如,推动企业社会责任

^① 参见陈艳、张延国:《现代资本结构理论对我国国有企业健全公司治理结构的启示》,载《山东经济》2010年第1期。

^② See Bernard Black, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, *UCLA Law Review* 811, 1996, p. 39.

在公司决策中的考量,使公司治理更多融合经济、社会、环境等要素,最终有助于推动公司可持续价值的实现。

三、机构投资者参与动力的现实窒碍

机构投资者在公司治理中的价值已受到关注,推动机构投资者积极主义在我国实践中的落实成为当务之急。但是,我国的机构投资者仍处于初期发展阶段,持股数量增长但持股比例仍低是其主要特征。而现行的股东权利谱系同这一情形不相契合,最终导致机构投资者在我国公司治理中呈现“参与冷”窘态。笔者认为,我国机构投资者参与动力的现实窒碍主要包括入市限制因素、权利机制不合因素以及法律约束力不足因素。

(一) 机构投资者参与公司治理遭遇入市壁垒

近年来,在政策指引及市场培育之下,我国形成了证券投资基金、保险基金、养老基金等多样化机构投资者体系,在市场持股数量上呈现傲人的增长,但在持股比例方面却不容乐观。^①以截至2016年年底基金持股占流通股比例最高的前5只个股为例,其中4家公司中限售股股东持股量均达到50%以上,具有绝对的控股地位,而机构投资者虽然在流通股中持股集中度较高,但每家单独的持股比例却不高,最高者仅占总流通股本比例的7.35%。^②这种情形概因我国上市公司中存在大量控股股份以及流通受限股,机构投资者难以跻身其中获得较高持股比例。

另外,由于我国资本市场仍处于整体信用较差、投资目的较强的阶段,为了保障整个市场的交易安全,同时降低机构投资者背后众多投资者的投资风险,我国现有部分法律对机构投资者的入市监管仍然比较严格,对其出资比例作出了不合理的限制。例如,对公开募集证券投资基金设置“双十比例”的入市限制,^③规定商业银行不得对

^① 以基金为例,截至2016年上半年,在基金持股市值最多的50只个股中,其中前三名的中国平安、贵州茅台以及伊利股份分别达到了131.53亿元、128.47亿元以及111.7亿元。参见《公募基金上半年投资路线全解析》,载中金在线网:<http://fund.cnfol.com/jijinjiaodian/20160830/23380360.shtml>,最后访问日期:2019年10月4日。

^② 前五名分别为恒华科技、宁波高发、东方网力、台海核电以及凯撒股份。参见《2016机构投资者持股大全》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/113934011_467133,最后访问日期:2019年10月4日。

^③ 《公开募集证券投资基金运作管理办法》第32条第1款规定:“基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得有下列情形:(一)一只基金持有一家公司发行的证券,其市值超过基金资产净值的百分之十;(二)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券,超过该证券的百分之十……”

企业进行投资等。^① 这些规定无疑对机构投资者入市设置了较大的壁垒,机构投资者很难获得足以与控股股东抗衡的持股比例。因此,在我国,无论是当下的市场环境还是现行的法律规定均限制了机构投资者在公司治理中的参与广度,我国机构投资者缺少参与公司治理的积极性。

(二) 现行股东权利机制存在缺陷

机构投资者参与公司治理,重要的参与途径是行使股东权利,故股东权利机制是决定其参与可能性及有效性的关键。我国公司法中规定的股东权利包括股东提案权、临时股东大会召集权、股东表决权等,机构投资者通过行使诸类股东权利以纠正错误的公司行为或提升公司价值。然而,我国公司法下的股东权利机制同我国当前的机构投资者发展状况并不符合,机构投资者行权不能而难以发挥参与公司治理的价值。

首先,股东提案权的规定存在不足。我国有关法律规范中对股东提案权的要求有3项:第一,适格股东是单独或者合计持有公司3%以上股份的股东;第二,适格股东要履行提前10日提交召集人以书面提案,并经公告披露的程序;第三,提案的内容须符合法律、行政法规和公司章程的有关规定,^②并且提案的内容应当属于股东大会职权范围,有明确议题和具体决议事项。这些实体及程序要求看似十分合理,但在我国机构投资者持股比例较低的发展现状之下则明显存在缺陷。其一,适格股东的持股比例要求太高。我国的现状是单独或者合计持有公司3%以上的机构投资者数量少,^③而机构投资者采取一致行动的方式进行提案又会增加参与成本,因此有碍机构投资者行使股东权利。其二,提案内容要求不利于机构投资者行权。《上市公司章程指引》以及《上市公司股东大会规则》补充要求股东提案的内容要符合法律、行政法规和公司章程的有关规定,而根据学者们的相关统计,2006~2008年“沪深两市”中

^① 我国《商业银行法》第43条规定:“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资,但国家另有规定的除外。”

^② 《上市公司章程指引》以及《上市公司股东大会规则》,我国《公司法》第102条第2款、第3款、第4款规定:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会;董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议。临时提案的内容应当属于股东大会职权范围,并有明确议题和具体决议事项。股东大会不得对前两款通知中未列明的事项作出决议。无记名股票持有人出席股东大会会议的,应当于会议召开五日前至股东大会闭会时将股票交存于公司。”

^③ 截至2016年年底,以A股机构投资者持股比例最高的前5家公司为例,可以看出在A股市场,即使机构股东持股份额最高的5家公司,单个持股超过3%的股东数量也不多,故整体市场状况可见一斑。

股东提案被董事会以不适当性排除的就达到21项。^①故在我国控股股东掌握绝对性话语权的上市公司中,机构投资者的提案内容将被轻易排除。其三,缺少行权不能的救济手段。我国当前有关股东提案权的规定缺乏股东提案排除争议的救济程序,以致机构投资者的参与治理可能无疾而终,阻遏了其积极性的发挥。

其次,临时股东大会召集请求权的规定过高。我国2018年修订的《公司法》第100条第3项亦规定,单独或合计持有公司10%以上股份的股东可以召开临时股东大会。^②股东大会是股东参与公司治理的重要途径,故临时股东大会召集请求权成为机构投资者实现参与治理价值的重要内容。然而,我国当前关于临时股东大会召集请求权的有关规定亦同我国机构投资者的现状不符。主要体现在以下两个方面:其一,适格股东的持股比例要求过高。为了避免权利滥用,各国(地区)分别采取不同的持股比例对临时股东大会召集请求权的行使进行限制,如英国、美国为10%,德国则为5%,日本和我国台湾地区为3%。^③我国同样规定了10%的持股比例要求,但在我国一股独大的市场环境中,能够达到提案权要求的3%持股比例之机构投资者数量已然很少,故10%的要求使临时股东大会召集请求权不仅不能为机构投资者所用,反而成为控股股东的“专权”,不利于中小股东权利保护。其二,行权程序及救济程序缺乏。根据我国《公司法》的原则性规定,股东有临时召集权,但对如何召集并未进行具体规定。另外,股东会主持权在董事长,若临时股东大会召集请求权遭董事会拒绝,则机构投资者应当如何反应?上述程序的模糊规定直接影响了机构投资者参与公司治理的成本及利益考量,不利于其积极行为的采取。

最后,股东表决权的規定存在不足。一方面,股东表决权维系着公司所有者与经营者的关系,控制着经营者的权力;另一方面,也是代表不同利益群体的控制股东与中小股东争夺公司控制权的工具。^④故发挥机构投资者参与公司治理的价值应当保

① 参见李荣:《股东提案制度绩效实证分析——以沪深两市上市公司为例》,载《四川教育学院学报》2010年第3期。

② 我国《公司法》第101条规定:“股东大会会议由董事会召集,董事长主持;董事长不能履行职务或者不履行职务的,由副董事长主持;副董事长不能履行职务或者不履行职务的,由半数以上董事共同推举一名董事主持。董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,监事会应当及时召集和主持;监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。”第100条规定:“股东大会应当每年召开一次年会。有下列情形之一的,应当在两个月内召开临时股东大会……(三)单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东请求时……”

③ 参见王心怡:《我国机构投资者信义义务体系的反思与重构——以尽责管理义务的引入为视角》,载《法商研究》2017年第6期。

④ 参见梁上上:《公司表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005年第3期。

障其表决权合理彰显。我国《公司法》第103条对股份有限公司的股东表决权进行了规定,依照“一股一权”以及“资本多数决”的原则对股东决议内容进行投票,一般事项的通过必须经股东所持表决权过半数同意,而某些特殊事项必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。这种普遍性规定在我国机构投资者发展的现实土壤中略显贫瘠:其一,未明确机构投资者行使表决权的主体地位。机构投资者存在双重身份,其既是资产委托人的受托人,又是目标公司的投资股东,而机构投资者中复杂的信托关系又产生行使目标公司股东权利的主体争议。例如,《证券投资基金法》未将行使股东权利视为基金管理人的基本职责,这容易造成责任的推诿,形成机构投资者参与治理之惰性。其二,在现行表决权规则下机构投资者处于劣势。在我国上市公司中存在“一股独大”现象的背景之下,资本多数决机制沦为了控股股东的“保护盾”,主张其在公司治理中的绝对性话语权。因此,为了实现股东内部权力平衡,投票机制应该有所“不等”,才能体现股东异质化。例如,2013年颁布的国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2003〕110号)第4条第2款对中小投资者的单独计票制进行了规定,当股东大会审议涉及中小股东利益的重大事项时,应当对中小股东的表决进行单独计票,并将计票结果报送证券监管部门。然而,这种分别计票机制不仅对“重大事项”“中小投资者”等内涵界定不清,而且缺少披露之后的后续执行措施,从而降低了分别计票的可操作性及实效性。其三,征集投票代理权的规定缺乏具体细节规则。当机构投资者持股比例较低时,可以主动进行表决权的征集,以获取和控股股东对抗的地位。但就我国关于征集投票代理权的法律描述来看,^①仍存在许多具体操作的指引缺失。一是“符合条件的股东”中的股东语焉不详,虽然法条另外规定不得设定持股比例的限定,但管理层或控股股东极易利用股东资格问题排除机构投资者的权利行使。二是关于信息披露只进行了原则性的规定,即“征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息”,故可操作性较低。因此,我国当前对于股东表决权的相关规定存在缺漏及不足,应当由绝对性公平的投票机制向实质性公平过渡,以实现异质股东之间的利益平衡。

^① 2005年颁布的《关于提高上市公司质量的意见》中明确要求上市公司中应当建立表决权征集制度;2013年颁布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》第4条明确指出,不得对表决权征集设定最低的持股比例限制;2016年颁布的《上市公司章程指引》《上市公司股东大会规则》中明确征集股东投票权的适格主体的条件、信息披露以及不得设定持股比例的限定等义务。

(三) 法律约束力不足下机构投资者缺乏参与积极性

当公司利益或股东利益受损时,股东可能有三种反应:通过“用脚投票”(vote with feet)的方式退出公司、毫无反应(do nothing)以及积极行使股东权利来表达不满(voice dissatisfaction)。股东积极主义重在鼓励机构投资者积极行使股东权利来表达不满。但对机构投资者来说,当其所占市场份额及所持公司股份比例较小时,他们参与公司治理面临成本高、收益低、效果差等风险。故在一般情形下,机构投资者通常不愿意参与公司治理,而更多地选择退出公司来止损或者享受“搭便车”的利益,呈现所谓的冷漠性。当机构投资者缺乏参与积极性,其实现公司善治的价值就只能停留在设想当中。正如在2008年的金融危机中,机构投资者被指责为“睡着了”,对被投资银行的风险商业行为过于不加批判,而忽视董事会风险管理。^①域外在提高机构投资者积极性方面呈现两种面貌:在美国等机构投资者发展成熟的国家(地区)中,机构投资者由于持股比例较高,参与公司治理的积极性高涨,反而需要适当约束其参与公司的积极性;而在英国等机构投资者平均持股比例较低的国家(地区)中,指引性文件或政策导航则成为其克服机构投资者冷漠性的措施。

我国机构投资者的发展并不十分成熟,机构投资者在持股比例较低情形下参与公司治理的积极性不高。在此情形下,我国缺少相关政策或立法指引,法律约束力松散使机构投资者参与公司治理更缺乏积极性。虽然我国也在《准则》中对机构投资者参与公司治理进行了原则性倡导,但就法律位阶而言,其效力性不足,且就具体内容而言指向性也不明确。另外,其他分散在不同法律文件中的有关机构投资者参与公司治理的法律规制,诸如《基本养老保险基金投资管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《保险资金运用管理办法》等,不仅在立法上不具有体系性,且立法效力层级较低,同样不具有强约束力。在英国、日本等国家,通过制定《机构投资者监管守则》(the code of stewardship)对机构投资者参与公司治理进行了原则引导及行为导航,欧盟《股东权利指令 II》及英国2019年《机构投资者监管守则草案》甚至将这种监管设定为义务,从而在一定程度上提高了机构投资者的参与积极性。我国现行法律体系或政策体系中均未见相似文件的身影,机构投资者在缺少指引且市场地位较低的情形下,参与公司治理的积极性自然不高。

^① See J. Hill, Jennifer G., *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, Social Science Electronic Publishing, 2018.

四、机构投资者参与动力的阻滞疏通

目前,我国机构投资者参与公司治理的相关机制存在缺陷或疏漏,对机构投资者在我国公司治理中的参与广度、参与宽度及参与深度均具有消极影响。因此,应当尽快针对上述问题进行完善,以尽快疏通机构投资者参与动力的阻滞。

(一) 培育适合机构投资者发展的本国土壤

我国机构投资者尚处于初期发展阶段,机构投资者没有足够的动力及积极性去参与公司治理,当然也难以发挥其治理价值。因此,应当培育适合机构投资者发展的本国土壤,即要破除当前我国机构投资者面临的市场壁垒。

首先,应当深化股权分置改革,优化股权结构。我国“一股独大”“受限流通股较多”的市场环境影响机构投资者在上市公司中的持股数量与持股集中度,使其难以在上市公司中获得足够的话语权。因此,要在股权结构上予以优化,使机构投资者能够良好发展。我国股权分置的局面是历史性因应,^①为了救济流通股股东及中小股东的弱势地位,我国在2005年证监会《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中提出股权分置改革,并于2007年基本实现。^②但由于国有股的特殊使命或社会使命,^③其在市场中仍占据了控股地位;同时,在股权分置改革中,大部分非流通股选择的是限制性减持的方式进行改革,^④而限制性减持并未降低非流通股的绝对量或相对量。故从总体上来看,尽管股权高度集中的情形有所改善,但在市场中,国有股以及非流通股的数量依旧非常高,机构投资者难以跻身其中。但这并不意味着股权分置改革毫无作用,股权分置改革仍然是解决我国股权结构问题的重要方案,应当继续深化股权分置改革。同时,政府应当起到引导作用,鼓励更多上市公司采用吸引机构投

^① 我国特殊的股权结构是初期股份制改造试点的“遗症”,为了保证国有股的绝对控股地位,将股权设置为包括国有股、法人股在内的不同种类,并限制国有股、法人股股份的上市流通,最终形成了股权分置的局面。参见魏静芳:《股权分置改革的历史背景及发展趋向》,载《经济问题》2005年第9期。

^② 《上市公司股权分置改革管理办法》第2条规定:“上市公司股权分置改革,是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制,消除A股市场股份转让制度性差异的过程。”

^③ 国务院《关于投资体制改革的决定》(国发[2004]20号)中将政府投资的范围划定为“关系国家安全和市场不能有效配置资源的经济和社会领域,包括加强公益性和公共基础设施建设,保护和改善生态环境,促进欠发达地区的经济和社会发展,推进科技进步和高新技术产业化”。

^④ 限制性减持,是指国有股份额的绝对量和相对量都不发生变化,但其权利的行使受到特殊的限制,从而对国有公司的影响力发生弱化,国有优先股(preferred share)的设置便是其典型。参见蒋建湘:《我国国有公司股权结构及其法律改革——以公司治理效率为主要视角》,载《法律科学》(西北政法大学学报)2012年第6期。

投资者的相对性减持控制股的手段,通过实际上的减持国有股数量以给与机构投资者更多进入市场和对抗大股东的机会。

其次,应当降低机构投资者入市法律门槛。现行法律体系对机构投资者仍秉持保守发展的态度,对机构投资者入市设置了诸多门槛,包括不得入市的限制以及入市持股比例、持股数量或投资资金的具体限制等。因此,我国机构投资者积极主义之构建应当破除这一障碍,降低机构投资者入市标准,发展多元化机构投资者,使机构投资者成为资本市场中的活跃主体。具体途径/方式包括:其一,降低对各类基金、保险资金的投资限制。例如,提高养老资金持股比例以及证券投资基金“双十比例”的上限、恢复保险资金的入市机会等。其二,允许银行资金入市。商业银行在投资上市公司能起到较好的监管作用,尤其是破产重组的公司。我国法律应当允许商业银行通过债务重组,将贷款转为银行对国有公司的投资,成为上市公司的股东。尤其在破产重整的公司中,银行若能基于股东身份而具有所有权意识,可能更愿意提供资金支持及信息支持,以实现其公司治理中的价值。其三,发展境外机构投资者。对于境外机构投资者,我国采取的是合格的境外机构投资者制度(Qualified Foreign Institutional Investor)。^①同时,我国法律对境外投资者设置了较低的投资额度许可和较长的投资期限要求,例如,单个公司中持股比例不得超过10%、单个上市公司中所有合格投资者持股总和不得超过20%。^②这显然在一定程度上降低了他们的入市积极性,故应当降低境外投资者在境内投资额度或投资期限方面的要求。

(二)完善股东权利谱系

目前,许多股东权利机制并不能为机构投资者所用,反而成为上市公司控股股东垄断公司意志的“武器”。因此,要根据我国机构投资者的发展特点对这些相关机制进行完善。

1. 优化股东提案权的相关规定

针对机构投资者在我国当前的持股比例及持股数量,首先,应当重置适格股东的

^① 即在经过证监会的审核之后,境外机构投资者可以在外管局允许的额度内将外汇换成人民币进行境内投资。

^② 《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》第20条第1款规定:“合格投资者的境内证券投资,应当遵守下列规定:(一)单个合格投资者对单个上市公司的持股比例,不超过该上市公司股份总数的百分之十;(二)所有合格投资者对单个上市公司的持股比例总和,不超过该上市公司股份总数的百分之二十。”第26条第1款、第2款规定:“合格投资者为封闭式中国基金管理机构的,汇入本金满三年后,可委托托管人持规定的文件向国家外汇局申请分期、分批购汇汇出本金。每次汇出本金的金额不得超过本金总额的百分之二十,相邻两次汇出的时间间隔不得少于一个月。其他合格投资者汇入本金满一年后,可以委托托管人持规定的文件向国家外汇局申请分期、分批购汇汇出本金。每次汇出本金的金额不得超过本金总额的百分之二十,相邻两次汇出的时间间隔不得少于三个月。”

资格要求。美国的股东提案权对适格股东的要求是持股比例不少于1%，或所持股票市值不少于2000美元，以较低者为准；同时，满足条件持股数量的股东必须在股东大会召开时连续持有股份1年以上。^① 这一点值得借鉴，1%的持股比例要求符合我国目前机构投资者持股比例较低的状况，同时对持股期限进行了限制，保证了股东提案权更大可能为善意的、真正欲提高公司治理水平的机构投资者所行使。其次，应当明确可排除的提案内容。为了避免控股股东能轻易利用提案内容不符合公司章程等理由来驳回机构投资者的提案，我国可以参照美国法对于股东提案内容争议的处理方式，即明确可排除的提案内容，以定分止争。例如，违反代理规则、表达了个人的不满或者出于特定利益的考虑或与公司营业缺乏重要联系的有关内容是不能行使提案权的。^② 最后，设置权利行使不能的救济手段。例如，美国对公司因股东提案权被侵犯产生的争议，通常由美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC）采用签发无异议函（No action letter）的方式进行解决。^③ 即通过有权机关作为第三人对股东提案内容进行审查，并作出是否可以合理排除的决定。我国法律也可以规定，股东可以向有权机关（如证监会）提交股东提案被拒的申诉，或者要求对董事会拒绝的股东提案进行审查，以保障股东行使提案权的有效性，从而调动机构投资者行使股东提案权的积极性。

2. 临时股东大会召集请求权

我国临时股东大会召集请求权的相关规定严重不符合机构投资者的发展现状，针对上述问题，首先，应当降低临时股东大会召集请求权中适格股东的持股比例要求。10%的设置虽然同英美相同，但我国机构投资者尚处于发展阶段，而英美国家已经逐渐成熟。相比之下，可以借鉴日本和我国台湾地区3%的规定或德国5%的规定。其次，要增加行权程序及救济手段的规定。我国《上市公司股东大会规则》第9条、第10条对临时股东大会召集请求权具体的行使程序进行了详细的规定，^④但其法律效力层次较低，并且适用范围仅限上市公司，在实践中强制性较低。但是，未来立法可以以此为参考，设置相关的权利行使程序。而救济手段可以同股东提案权相同，

^① 参见伍坚：《股东提案权制度：美国的立法与启示》，载《证券市场导报》2012年第1期。

^② See “14a-8 - Shareholder proposals”, Accessed Oct. 1, 2019, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-8>.

^③ See “No Action Letters”, Accessed Oct. 1, 2019, <https://www.sec.gov/fast-answers/answersnoactionhtml>.

^④ 参见《上市公司股东大会规则》第9条、第10条。

关于临时股东大会召集请求权的争议应交由有权机关进行裁夺,以保证公平。

3. 完善股东表决权的規定

为了使机构投资者治理建议等能有机会通过表决权之行使得以表达甚至上升为公司决策,我国法律层面需要对表决权机制进行更新,一是设置分类表决机制,二是具化表决权征集机制。

分类表决机制,是使中小股东得以发声的有效机制。首先,要明确机构投资者行使目标公司股东权利的主体。从立法上确定由资产受托人统一行使目标公司的股东权利具有合理性,其不仅专业能力、信息分析能力更优,且可以防止众多终端投资人之间意见不同导致行权难的情形。例如,《证券投资基金法》中明确了行使股东权利为基金管理人的基本职责等。其次,明确分类表决机制的行使。对此,可在国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中提及的单独计票机制基础之上进行完善,包括明确“重大事项”以及“中小股东”的具体内涵。最后,细化行权程序。为了保证中小股东作出的表决是透彻分析重大事项之后作出的,而非基于“羊群效应”作出的,采取分类表决机制的重大内容应当经过两次决议,即采取“先后召集、分类表决、两次计票、两个决议”的程序进行。^①

表决权征集机制作为中小股东对抗大股东较高股权的重要手段,在我国公司法体系中尚过于原则化,需要进行进一步细化。首先,应当明确“符合条件的股东”的定义。应当取消对征集股东资格的任何限制,将征集的主体规定为不限于董事会、独立董事以及股东的任何人。其次,明确征集过程中的信息披露义务之内容。我国法律中仅进行了原则性的规定,即“征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息”,^②而信息的指向却不明,使信息披露义务的规定名存实亡。因此,我国可以参考美国法的有关规定,将其区分为基本的信息披露义务,如股东会信息、征集人信息等,以及特定决议事项的信息披露义务,如选举材料、薪酬计划、证券发行以及收购等事件。

(三) 设置“遵守或解释”的“柔性约束”

由于我国机构投资者尚处于初期发展阶段,在一股独大的公司结构中难以获得足以与控股股东抗衡的地位,因此,大部分机构投资者参与公司治理的积极性并不

^① 参见刘胜军:《类别表决权:类别股东保护与公司行为自由的平衡——兼评〈优先股试点管理办法〉第10条》,载《法学评论》2015年第1期。

^② 参见《上市公司章程指引》以及《上市公司股东大会规则》。

高。这同英国、日本的实践状态相似,但不同的是,后者针对机构投资者的这种冷漠性颁布了指引性文件——《机构投资者监管守则》(Stewardship Code,以下简称《监管守则》),^①通过提出机构投资者的监管职责(stewardship)这一定义,同时明确“遵守或解释”的立法准则,以若干原则及具体措施为指引,从而提高机构投资者参与公司的积极性。我国可以借鉴此域外经验,通过诸如监管守则等指引性文件的设置来引导、激励机构投资者参与公司治理。

关于指引性文件的设置,具体可以借鉴英国《监管守则》,应当包括监管职责的主体范围、守则的立法模式、主体需要遵循的原则以及配套制度的内容。具言之:首先,应当明确监管守则的作用对象。主要约束对象是在上市公司中持有股份的机构投资者,包括资产所有人、资产管理人以及投票建议机构、投资顾问等服务机构。^②其次,以“遵守或解释”(comply or explain)为立法模式。监管守则并不是强制性规范,而是一系列的原则及指引(principle and guidance),即机构投资者参与公司治理应当依据该守则制定的原则,并且在原则对应的指引之下进行具体治理行为,在不遵守时应当给予适当的解释。^③遵守或者解释规则兼具任意性与强制性的特点。其任意性体现为机构投资者具有选择性,体现法律对商事实践的尊重;而其强制性体现为,不仅偏离必须被披露,而且之所以偏离的原因也必须披露。^④这对于完全由机构投资者自愿选择参与的任意性规范来说,显然变成了一种“柔性约束”,有利于提高其参与积极性。再次,明确机构投资者参与公司治理应当遵循的原则。一是机构投资者要公开披露他们履行监管职责的政策;二是机构投资者必须具有处理与监管职责相关的解决利益冲突的政策,并对该政策进行披露;三是机构投资者应当对目标公司进行监督;四是机构投资者应当制定清晰的准则,说明何时以及如何增强其参与公司治理的活动;五是机构投资者应当在合适的时机选择与其他机构投资者一致行动;六是机构投资者应当具有明确清晰的投票政策,并披露其投票活动;七是机构投资者应当定期

^① 英国2010年7月公布了《监管守则》,现行的《监管守则》是2012年的修改版,是世界各国争相效仿的最为完备的机构投资者监管义务法律体系,如日本在其启发之下于2014年颁布了日本《监管守则》。See Irish H. Y. Chu, “European Shareholder Rights Directive Proposals: A Critical Analysis in Mapping with the UK Stewardship Code?”, *ERA Forum*, 2016, pp. 31–44.

^② See Financial Reporting Council, “The UK Stewardship Code”, The Financial Reporting Council Limited 2012, p. 2.

^③ *Ibid.*, p. 4.

^④ 参见楼秋然:《遵守或者解释规则:制度优势、问题及其回应》,载《证券市场导报》2017年第1期。

向机构财产委托人汇报其履行尽职管理义务的情况。^①这7项基本原则从目标公司利益、资产委托人利益等方面规定了机构投资者应当遵守的监管职责内涵,形成了较为完备的监管职责义务体系。最后,为了提高原则的可操作性,可以规定同原则相配套的具体制度,主要包括:明确参与途径不仅包括股东投票等正式途径,还包括与管理层沟通等非正式途径;同我国股东权利机制之间的衔接,以及机构投资者的披露内容等。

五、结 语

提笔于斯,本文关于机构投资者积极参与公司治理的写作意图已大致廓清。激发机构投资者参与动力不仅能改善公司治理结构失衡状态,而且有助于保护中小股东权益,维护公司公正性,也有助于推动公司可持续发展及其社会价值的实现。因此,我国应通过培育适合机构投资者发展的本国土壤,完善股东权利谱系,强化机构投资者积极参与公司治理的双维动因。同时,也应通过设置相应的“柔性约束”规则,为机构投资者的积极参与注入动能。在前述动因与动能的协力配合下,最终疏通机构投资者参与公司治理的动力阻滞。

《道德经》有言,“凡事张弛有度,否则物壮则老”。是故,在机构投资者参与公司治理之积极性得以激发后,则需将研究触角进一步延展至对机构投资者参与行为的监管中,使之正理平治,最终推动公司善治的实现。

^① See Financial Reporting Council, “The UK Stewardship Code”, The Financial Reporting Council Limited 2012, p. 5.