

# 我国机构投资者参与上市公司治理意愿 分析与优化建议

中国政法大学张子学课题组\*

**摘要:**调查问卷显示,目前我国机构投资者参与上市公司治理的意愿强烈,但面临持股分散、成本较高等难点;主要参与形式为参加股东大会并行使表决权;虽然极少数机构投资者通过公开征集方式参与过上市公司治理,但超半数机构投资者愿意参与中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)发起的公开征集股东权利,同时也存在投服中心公开征集的诉求与所在机构的诉求并不完全一致等担忧。针对这些情况,本课题组提出了三个方面的建议:(1)在总体安排上,顺应国际上强化机构投资者参与上市公司治理的潮流,起草发布中国版的《机构投资者尽职治理准则》,引导、督促、指导机构投资者积极参与上市公司治理。(2)在机构投资者行使投票权上,修订相关基金管理法律规则,基于基金管理人信义义务规制其代理投票行为,同时允许本土商业性或者公益性投票顾问为机构投资者参与上市公司治理提供专业化服务,并进行有效规制。(3)在征集股东权利方面,以宣讲落实2019年修订的《证券法》与证监会最新发布的《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》为契机,进一步细化与完善相关规则与机制,充分发挥投服中心在实施公开征集制度、监督与强化上市公司治理上的作用。

**关键词:**机构投资者 公司治理 征集表决权 投资者保护机构

作为重要的市场参与主体,机构投资者对优化投资者结构、完善资本市场功能有着不可忽视的作用,同时也是公司治理机制的重要组成部分。机构投资者的股东积

---

\* 课题组负责人:张子学,中国政法大学民商经济法学院教授。课题组成员:邹润淇,深圳价值在线信息科技股份有限公司研究总监;程昱丁,深圳价值在线信息科技股份有限公司研究员;王琳,北京邮电大学经济管理学院经济系讲师。

极主义兴起于 20 世纪 80 年代,具体表现为养老基金为首的机构股东通过行使股东权利积极参与公司治理。机构投资者参与上市公司治理能带来双赢的局面,但实践显示机构投资者参与上市公司治理的意愿不强、积极性不高,一定程度上与机构投资者参与上市公司治理所面临的激励不足和利益冲突等问题相关。

为解决上述矛盾与问题,部分地区的监管机构增强了对机构投资者参与上市公司治理的推动、督促与引导。20 世纪 80 年代,美国证监会发布 14a-8 规则,要求上市公司提请股东大会讨论的议案中应当包含股东提出的议案,这为投资者参与公司决策提供了制度保障。针对机构投资者对被投资公司的监督与参与不理想的情况,欧盟委员会提出了多种针对性措施,包括要求机构投资者制定和披露“遵守或解释”的股东参与政策,说明机构投资者将如何采取行动,包括:(1)将股东参与纳入投资战略;(2)监督被投资公司,包括其非财务表现;(3)与被投资公司进行对话;(4)行使投票权;(5)使用投票顾问提供的服务;(6)与其他股东合作。此外,机构投资者应披露其政策结果、投票方式以及为何如此投票的解释。

近年来,一些法域陆续发布并持续更新了《机构投资者尽职治理守则》或者《负责任拥有权原则》,通过“遵守或者解释”的方式,旨在通过原则性的架构与指引,鼓励机构投资者运用其专业与影响力,善尽资产拥有人或管理人责任,以增进本身及资金提供者的长期价值。机构投资者通过对被投资公司的关注、对话、互动,以及致力提升投资价值的过程,促使被投资公司改善公司治理质量,带动产业、经济及社会整体的良性发展。这些守则或者原则一般包括制定并披露尽职治理政策、制定并披露利益冲突管理政策、持续关注被投资公司、适当与被投资公司对话及互动、建立并披露明确的投票政策与披露投票情形、定期披露履行尽职治理的情形等。

2015 年修订后的《二十国集团/经合组织公司治理原则》指出,机构投资者和资产管理人参与公司治理的能力和利益发生了很大变化;作为信义义务人,机构投资者应当披露与其投资有关的公司治理及投票政策,包括决定使用投票权的相关程序;机构投资者已制定并披露了公司治理政策后,政策执行的有效性要求其投入恰当的人力和资金资源,并按照符合受益人和投资组合公司要求的方式实施治理政策。

近年来,我国机构投资者获得了长足发展,类型与结构层次也在不断丰富。尽管机构投资者参与上市公司治理存在一些障碍,但并不影响其作为外部治理机制的重要地位。2002 年,中国证监会和原国家经济贸易委员会联合发布的《上市公司治理准则》提出,机构投资者应在董事选任、激励与监督、重大决策等方面发挥作用。2013

年6月起施行的《证券投资基金法》第20条规定,管理人可以以自身名义,代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为,这为管理人行使基金所持有的上市公司股份对应的股东权利奠定了基本法律的基础。2018年,中国证监会发布了修订后的《上市公司治理准则》,新增了机构投资者专章,强化了机构投资者行使股东权利和参与公司治理的义务。

公开征集股东权利,是机构投资者参与上市公司治理的重要手段。我国《上市公司治理准则》(2018年修订)、《上市公司章程指引》(2019年修订)、《上市公司股东大会规则》均有公开征集的规定,实践中也不时出现上市公司董事会、独立董事、股东实施公开征集的案例。2019年修订的《证券法》首次以立法形式确认了这一制度,该法第90条专门规定,上市公司董事会、独立董事、持有1%以上有表决权股份的股东或者依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构,可以作为征集人,自行或者委托证券公司、证券服务机构,公开请求上市公司股东委托其代为出席股东大会,并代为行使提案权、表决权等股东权利;依照该规定征集股东权利的,征集人应当披露征集文件,上市公司应当予以配合;禁止以有偿或者变相有偿的方式公开征集股东权利;公开征集股东权利违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构有关规定,导致上市公司或者其股东遭受损失的,应当依法承担赔偿责任。2021年12月,中国证监会发布了《公开征集上市公司股东权利管理规定》,明确了公开征集的定义、适格主体、征集活动原则,公开征集的信息披露要求,表决权征集程序、提案权征集程序、撤销征集及授权委托等相关安排,强化对征集活动的监督管理。

本文旨在通过对我国机构投资者参与上市公司治理的情况和意愿进行调查统计与分析汇总,摸清我国机构投资者参与上市公司治理的总体考虑与具体考量,了解影响机构投资者参与上市公司治理的积极因素与消极因素,尤其是对机构投资者通过征集股东权利参与上市公司治理的情况与意愿进行专门的调查分析,并提出监管部门与投资者保护机构指导、引导机构投资者参与上市公司治理的建议。

## 一、我国机构投资者参与上市公司治理的情况和意愿调查分析

为详细了解并分析机构投资者参与上市公司治理的意愿及方式,本课题组于2021年8月在投服中心有关部门和专家指导下,经征求证监会上市公司监管部、中国上市公司协会、中国证券投资基金业协会、亚洲公司治理协会等有关部门、专家的意

见,设计了《机构投资者以公开征集方式参与公司治理意愿的调查问卷》;2021年9月至10月在中国证券投资基金业协会、中国保险资产管理业协会协助下,陆续向公募基金管理机构、私募基金管理机构、证券公司资管机构、保险资产管理机构等机构投资者发送了调查问卷;于2021年11月初完成调查问卷的回收,11月中下旬完成了调查问卷的统计与汇总分析。问卷总体反映出目前国内机构投资者对参与上市公司治理的意愿强烈,但面临持股分散、成本较高等难点,目前主要参与形式为参加股东大会并行使表决权。虽然极少数机构投资者通过公开征集方式参与过上市公司治理,但超半数机构投资者愿意参与投服中心公开征集股东权利,同时也存在“投服中心公开征集的诉求与所在机构的诉求并不完全一致”等担忧。具体情况如下:

(1)关于对公司治理作用的认识,大部分受访机构投资者认为,上市公司治理水平与公司财务表现非常相关,机构投资者投资一家上市公司最看重的因素是成长性、盈利能力与规范性。这反映出机构投资者高度认同良好的公司治理对于公司经营业绩与公司价值的保障与促进作用。

(2)关于参与公司治理的意愿与动因,多数机构投资者对参与上市公司治理很感兴趣,参与公司治理的主要动因是获取长期受益、增加了解。

(3)关于参与上市公司治理的难点,主要是持股比较分散,无暇对每个被投公司的相关事项逐一分析;参与公司治理成本较高,缺乏人才或财务资源;平均持股周期较短,参与上市公司治理动力不足;无法与董事会直接沟通表达诉求;董事会缺乏独立性,独立董事没有起到沟通作用等。

(4)关于参与上市公司治理的途径,主要为参加股东大会,行使表决权。此外,还有与上市公司私下直接交流,推荐董事、监事人选并监督董事、监事履职以及行使提案权,公开征集表决权、提案权。另有少数情况下,通过监管部门包括证券交易所与上市公司进行沟通。

(5)关于具体参与上市公司治理的情况,2/3的受访机构对上市公司行使过股东权利,行使的股东权利主要为表决权,行使表决权的方式主要为通过交易所提供的网络投票平台投票。

(6)关于参与公司治理的效果,大部分机构投资者认为,所在机构对上市公司行使股东权利的效果一般。

(7)关于本机构参与上市公司治理的公开情况,四成受访者表示其并不清楚,近两成受访者表示公开了参与上市公司治理的目标、原则和投票政策,近一成受访者表

示公开了表决权行使的策略、股东权利行使的情况及效果,以及与被投公司沟通的次数、形式和主要沟通事项。

(8)关于愿意参与上市公司治理的事项,六成以上机构愿意参与增分配股和并购重组事项,超过半数的机构愿意参与股利分配、股权激励事项,超过四成的机构愿意参与关联交易、董监高选举事项,超过三成的机构愿意参与公司章程修订、担保事项,近两成机构愿意参与授权事项,超过一成的机构愿意参与承诺事项。

(9)关于阻碍机构投资者更多参与被投公司治理的因素,接近半数机构认为是被投企业大股东话语权强,机构投资者话语权不足;超过一成的机构认为是机构投资者与上市公司的交流不充分、信息不对称;还有少数机构认为是机构投资者参与上市公司治理成本较高、持股时间短、无专业人才、法律制度不完善等。

(10)关于推动机构投资者积极参与公司治理的建议,按照建议机构数量排名来看:靠前的是完善相关法律法规与提升信息披露质量;其他的建议包括保护投资者利益为出发点、被投资公司及高管人员主动作为、独立董事的积极推动、加强投资者教育、降低大股东持股比例、流程规范易操作、设计合理的交易结构、提供便利条件、提供实践案例、投资与机构投资者主业关联的企业、完善公司治理结构、有效发挥股东作用等。

(11)关于以公开征集方式参与公司治理的情况和意愿,极少数机构投资者通过公开征集方式参与过上市公司治理;超半数机构投资者愿意参与投服中心公开征集股东权利。机构投资者不愿意参与投服中心发起的公开征集主要原因是,投服中心公开征集的诉求与所在机构的诉求并不完全一致。

(12)关于征集投票权在实践中的主要风险,近六成机构担心征集投票权成为控制权之争的工具,近四成担心利用征集操纵股价。

(13)关于公开征集股东权利制度需要完善之处,近三成机构选择征集的信息披露,超过两成的机构选择征集的操作流程、完善违规征集的法律责任、提升征集的便利度。

(14)关于对投服中心公开征集机构投资者股东权利的建议,主要包括保持合理的沟通频率,建立有效的沟通机制;拓宽信息渠道,信息披露充分,公开公正公平;流程规范,易操作等。

随着机构投资者管理规模快速增长、机构投资者类型的日益多元化,不同类型投资者追求不同的投资目标,采用不同的投资策略,其参与上市公司治理的意愿、方式、

对上市公司治理的影响也各不相同。有学者基于 2015 年至 2019 年 A 股主板上市公司中机构投资者与公司治理相关数据,分析它们参与公司治理的实际效果;实证结果显示,不同类型的机构投资者在公司治理效果上存在明显差异:国内公募基金对遏制掏空行为、提升公司治理水平发挥积极影响,私募基金和合格境外投资者总体上效果不彰。<sup>①</sup> 另有海外学者对中国机构投资者的迅速崛起进行了最新系统分析与分类,指出随着不同类型机构投资者的激增,政府通过放松政策和法律改革,改善公司治理,稳定股市,积极、逐步地促进国内机构投资者的增长,同时限制外国机构投资者的影响力。这些学者在分析中国机构投资者开展的所有积极股东案例基础上,描述了政府如何直接和间接地控制国有机构投资者和私有机构投资者,以实现“政策导引”目标;并指出,政府不对机构投资者进行日常微观管理,机构投资者通常根据自由市场力量经营,越来越扮演重要的公司治理角色,政府利用机构投资者在危机时稳定市场,执行重要的法律和市场改革,在关键政治事件中保持社会稳定。<sup>②</sup>

国际上一直存在支持与反对机构投资者参与上市公司治理的不同声音,支持机构投资者积极参与公司治理的意见占据主导地位;需要针对不同机构投资者参与上市公司治理的不同情况,区分“好的积极股东”与“坏的积极股东”。<sup>③</sup>

基于以上背景,本课题组认为,总体而言,对于机构投资者参与上市公司治理,我国应持支持、鼓励、提供便利的态度与导向,同时针对我国情况与问题,在下文中,提出三个方面的建议。

## 二、总体安排上,顺应强化机构投资者参与上市公司治理的潮流,起草发布中国版的《机构投资者尽职治理准则》,引导、督促、指导机构投资者积极参与上市公司治理

上述调查问卷表明,尽管机构投资者普遍认同良好的公司治理在提升公司价值中的作用,也普遍有兴趣参与上市公司治理,但是由于缺乏外部的督促指导,我国机

<sup>①</sup> 参见龚浩川、习超:《戴着镣铐跳舞的机构投资者》,载《清华法学》2021 年第 5 期。

<sup>②</sup> Lin Lin, Puchniak Dan W., *Institutional Investors in China: Corporate Governance and Policy Channeling in the Market Within the State* (June 3, 2021), European Corporate Governance Institute-Law Working Paper No. 590/2021, Columbia Journal of Asian Law.

<sup>③</sup> Hill Jennifer G., *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes* (September 1, 2017), Seattle University Law Review, 2017, Forthcoming, European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper No. 368/2017, Sydney Law School Research Paper 17/80.

机构投资者参与上市公司治理的程度还有较大的提升空间,参与公司治理的效果也不够明显。

为了推动和规范机构投资者参与上市公司治理,英国于 2010 年率先针对机构投资者推出了非强制性的《尽职治理守则》(UK Stewardship Code,又译为《尽责管理守则》)。截至 2020 年年底,全球一共有 21 个法域借鉴英国的做法,发布了本法域的尽职治理准则,敦促机构投资者负责任地行使股东权利,与持股上市公司进行积极互动,以促进上市公司治理水平的提升。<sup>①</sup>

就制定与发布规则的主体而言,分为三种模式:(1)由政府监管机构或者代表政府的准监管机构发布,如日本、马来西亚、泰国、印度、丹麦等。(2)由多种行业参与者发起发布,如南非、新加坡、韩国。韩国是一个有趣的例子。尽管韩国监管机构试图在 2015 年引入自己的尽职治理守则,但是由于企业界反对,所以没有成功。企业界认为,这样的准则将削弱他们的自主权,并允许机构投资者过度干预企业管理。一个由证券交易所、金融投资协会、上市公司协会为主要会员的民间组织“韩国公司治理服务”组织随后介入,于 2016 年 12 月成功发布了一项自愿性的《尽职治理准则》。(3)由投资者自己主导发布,如澳大利亚、巴西、加拿大、意大利、荷兰、瑞士,呈现强烈的自治路径。在加拿大,尽管许多上市公司拥有主导股东或控股股东,但机构投资者在公司治理事务方面具有很大的影响力。加拿大“良好治理联盟”(Canadian Coalition for Good Governance, CCGC)由加拿大最大的机构投资者组成,发布了一整套股东监督和参与被投资公司治理的原则。英国最早也是由投资者主导发布,后来为了提高影响力,改由“财务报告委员会”发布,属于第一种模式。美国目前的情况属于第三种模式。

从实施路径看,大多数国家或地区的尽职治理准则为非强制性规则,机构投资者可自行决定是否受规则约束,并适用“遵守或者解释”的公司治理原则,但也有个别法域,如印度、澳大利亚,设置为强制性规则。针对资产管理者和资产所有者,澳大利亚的监管机构推出了两套不同的尽职治理准则。其中,针对资产管理者的准则为强制性规则,要求其 100 多名会员单位必须遵守。印度的监管机构为不同类型的机构投资者设立了三种尽职治理准则,分别为 2017 年由保险业监管机构发布的针对保险公司的尽职治理准则、2018 年由养老金监管机构发布的针对养老金管理机构的尽职治

---

<sup>①</sup> 唐淑薇、胡至臻:《机构投资者参与上市公司治理境外实践》,载中国证券投资基金业协会官方网站《声音》栏目。

理准则,以及2019年12月由印度证监会发布的针对资产管理机构(包括共同基金、另类投资基金等)的尽职治理准则。三份准则内容略有差异,但均具有强制效力,要求受监管的机构投资者必须在指定日期前实现遵守。<sup>①</sup>

在不到20年的时间里,机构股东尽职治理的理念已经成为一种全球现象。六大洲、20多个法域以英国为蓝本制定与发布了尽职治理守则。虽然绝大多数尽职治理守则具有“软法”的性质,采取自愿加入、“遵守或者解释”的原则,但是,其对公司治理影响的作用已经开始逐步显现,被嵌入各种法律体系、股东市场和企业文化。

就亚洲而言,尽职治理的理念风靡,区域内大多数法域出台了尽职治理守则。尽职治理在全球产生了影响力,表面上展现了全球在公司治理概念上的逐渐趋同。但实际上,因各国文化或股权结构不同,所欲解决的公司治理问题也有所不同,而采纳尽职治理守则的目的,也并非单纯为激励冷漠的机构投资者而设。具体而言,亚洲的股权结构与英国并不相似,英国上市公司的股权主要由机构投资者持有;在亚洲的上市公司中,尽管机构投资者持股有增加趋势,但大多存在单一控制股东,机构投资者并没有足够的控制权。而在股东参与上,英国主要股东为机构投资者,但他们是“沉睡的巨人”,理性且又被动地参与公司治理;而亚洲的控制股东,却是理性并且参与公司经营的所有者。所以,亚洲公司治理问题并非如英国股东缺乏参与、管理或监督,而是主要股东参与并经营,其所考虑的问题为是否符合自身利益,而非如何作一名为全体股东、环境或社会谋取利益的“好管家”。在此种环境下,英国模式似乎在亚洲并不重要,尽职治理守则在亚洲激增的原因,或许仅系为政府或市场宣示良好公司治理信号。但也因为问题不同,使尽职治理守则在各国产生多元化的样态,导致预期功能以及实际功能也与英国不同。

2018年,中国证监会修订后发布的《上市公司治理准则》新增了“机构投资者”专章,基本的态度是“鼓励”机构投资者“合理”参与上市公司治理;明确了机构投资者的范围,包括社会保障基金、企业年金、保险资金、公募基金的管理机构和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;参与方式是依法行使表决权、质询权、建议权等相关股东权利;参与的事项是重大事项决策,推荐董事、监事人选,监督董事、监事履职情况等;在参与情况的披露上,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。2018年《上

---

<sup>①</sup> 唐淑薇、胡至臻:《机构投资者参与上市公司治理境外实践》,载中国证券投资基金业协会官方网站《声音》栏目。



上市公司治理准则》提供了我国机构投资者参与上市公司治理的依据与基调,建议针对调查问卷反映的我国机构投资者参与上市公司治理的渠道比较单一、事项范围比较狭窄等情况,基于我国上市公司的股权结构、股东结构、机构投资者构成与投资模式等情况,经中国证监会肯认,由投服中心牵头,联合中国证券投资基金业协会、中国证券业协会、中国上市公司协会与中国保险资产管理业协会以及上海、深圳、北京证券交易所等自律组织,起草发布中国版的《机构投资者尽职治理准则》,依照自愿加入、“遵守或者解释”、适当披露的总体原则,引导、督促、指导机构投资者积极参与上市公司治理。

### **三、在机构投资者行使投票权上,修订相关基金管理法律规则,基于基金管理人信义义务规制基金管理人代理投票行为;同时允许本土商业性或者公益性的投票顾问为机构投资者参与上市公司治理提供专业化服务,并进行有效规制**

#### **(一) 监管机构对基金管理人代理投票行为的规制**

在美国证监会注册的投资顾问代表客户管理着巨额资产,持有大量股权证券。在大多数情况下,客户授权这些投资顾问代理其投票表决与这些股权证券相关的事务。这种投票权赋予了投资顾问显著能力,其可以联合起来,在很多情况下可以单独影响股东投票的结果,并影响公司治理。因此,投资顾问能够显著影响公司的未来,从而影响其客户持有的公司证券的未来价值。

美国《证券法》并没有具体规定投资顾问必须以及如何为其客户行使其代理投票权。然而,根据美国 1942 年《投资顾问法》,投资顾问是信义义务人,就其代表客户实施的包括代理投票在内的所有服务,对客户负有注意义务和忠实义务。注意义务要求具有代理投票权的投资顾问监督企业活动,并进行代理投票。为履行其忠实义务,投资顾问必须以符合客户最佳利益的方式投票,不得以自己利益取代客户利益。

投资顾问可能存在一些影响代理投票方式的利益冲突。例如,投资顾问(或其附属机构)可以管理养老金计划、员工福利计划,或者向管理层正在征集代理投票权的公司提供经纪、承销、保险或银行服务。不投票支持管理层可能会损害投资顾问与公司的关系。投资顾问还可能与竞争代理投票权的参与者、公司董事或董事候选人有

业务或个人关系。例如,该投资顾问的一名高级管理人员可能有配偶或其他近亲属担任某家公司的董事或者高级管理人员。

出于对这些冲突以及它们对投资顾问客户的影响的担忧,2003年1月,美国证监会发布了一份名为《投资顾问代理投票》(Proxy Voting by Investment Advisers)的释令(Release No. IA-2106),新增美国《投资顾问法》下的《代理投票规则》[Rule 206(4)-6],旨在防止重大利益冲突影响投资顾问代理投票客户的方式,要求投资顾问为了客户最佳利益采取和实施代理投票的政策和程序,向客户描述程序,并告诉客户怎样获得有关投资顾问如何实际代理投票的信息;同时修订记录保存规则(Rule 204-2),优化记录保存要求,减轻投资顾问负担。

美国的投资顾问,对应我国的基金管理(资产管理)机构与证券投资咨询机构。我国2015年《证券投资基金法》第9条规定:“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产,基金服务机构从事基金服务活动,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。”2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称资管新规)第2条规定:“金融机构为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务并收取相应的管理费用,委托人自担投资风险并获得收益。”2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》第4条规定:“私募基金管理人和从事私募基金托管业务的机构、运用私募基金财产,从事私募基金销售业务的机构及其他私募服务机构从事私募基金服务活动,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。”

上述规定中的“诚实信用、谨慎勤勉”,类似美国投资顾问的信义义务。目前,无论是从立法、行政监管、自律监管上,还是司法认知、学理认同上,普遍认为,我国基金(资管)机构对投资者承担注意(审慎)义务与忠实义务。

## (二) 机构投资者投票顾问机构的兴起与监管

机构投资者投票顾问服务机构(proxy advisory firm)又称投票顾问(proxy advisor),是指通过向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咨询服务机构。投票顾问机构最早出现于20世纪80年代的美国,其中既有经济动因,也有监管动因。此后,其影响力与日俱增,已成为影响成熟资本市场公司治理的重要力量。<sup>①</sup>其中,影响力最大的是机构股东服务公司(Institutional Shareholder Services, ISS)与格拉斯—刘易斯公司(Glass - Lewis & Co),世界各地众

<sup>①</sup> 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。

多主要机构投资者、共同基金和信托机构依赖于它们的投票分析和推荐意见。这些机构每年度末都要公布其关于机构投资者代理投票的政策建议:先是发布征求意见稿,然后根据上市公司、机构投资者、研究机构、学者等方面的反馈意见发布最终报告。比如,2021年11月4日,ISS发布了其代理投票政策建议的征求意见稿,包括对存在双重股权结构、股权不平等的公司的董事投反对票,反对没有适当披露气候相关信息的公司或者没有设定量化温室气体减排目标的公司的相关董事连任等。上市公司与机构投资者一般会高度关注这些政策建议。

尽管投票顾问机构发挥了重要功能,但随着其权力的扩张,一直受到严重批评。正如前美国证监会委员丹尼尔·加拉格尔所归纳,这些批评集中在两个关键问题上。首先,投票顾问的建议是否受到利益冲突的影响;其次,即使没有受到利益冲突的影响,投票顾问是否作出了准确、透明和有用的建议。

作为代理投票机构和投票顾问机构的主要监管者,美国证监会多年来一直在考虑与投票顾问行业相关的优点和风险。2019年,美国证监会发布《关于投资顾问的代理投票责任的指导意见》<sup>①</sup>,进一步明确了投票顾问的使用要求。该指导意见涉及多个主题,包括:投资顾问代理投票的权力和责任范围;投资顾问可以采取的步骤来证明他们在代理投票方面符合客户利益;使用投票顾问时的一般考虑;投票顾问机构分析中潜在事实错误、潜在不完整或潜在方法弱点的管理;以及对投票顾问机构服务的评估。根据该指导意见,美国证监会似乎打算为投资顾问遵守其信义责任设定一个高门槛,并有意不让他们不加评判地依赖第三方建议。

美国国会也对投票顾问的功能与权力投入了较大关注。2019年11月,美国证监会对其管理投票顾问行为的规定提出了三项重大修订意见。2020年7月,发布了最终规定。<sup>②</sup> 这些修订包括:首先,将美国证监会的立场法定化,即投票建议构成美国《证券交易法》下的征集(solicitation),因此,如果没有豁免,应受某些内容和备案(filing)要求的约束。其次,如果投票顾问披露潜在利益冲突,并向证券注册人和其他征集者提供在拟定的投票建议传播给投资者之前审查该建议的机会,使证券注册人和其他人有机会纠正建议中的错误并进行反馈,并将其反馈意见提供给投票顾问的客户,则可以豁免备案。最后,明确了美国证监会规制代理投票权征集的反欺诈规

---

<sup>①</sup> Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, 84 Fed. Reg. 47,420 (September 10, 2019), <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-09-10/pdf/2019-18342.pdf>.

<sup>②</sup> Final Rule: Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (Conformed to Federal Register version), SEC, <https://www.sec.gov/rules/final/2020/34-89372.pdf>.

则(规则 14a-9)适用于投票顾问的情形;根据具体事实和情况,代理投票建议中未披露某些信息,如方法、信息来源或利益冲突,可能被视为具有误导性,从而构成代理投票规则意义上的欺诈。<sup>①</sup> 但是,由于新上任的美国证监会主席采取对投票顾问更加友好的立场,美国证监会又对 2020 年 7 月发布的最终规则进行了大幅修订,于 2021 年 12 月发布了新的建议规则。<sup>②</sup> 新的建议规则作了两个方面的改变:其一,放宽了投票顾问适用备案豁免的条件,只需要详细披露利益冲突就可以了,不强行要求投票顾问把投票建议发给发行人,再把发行人的意见反馈给投票顾问的客户两个程序。其二,对代理投票建议适用规则 14a-9 反欺诈条款的情形作了限缩,明确意见陈述 (statements of opinion) 不适用该条款。从实践来看,美国证监会历史上也未适用过该条款对投票顾问发起执法行动,虽然规则 14a-9 反欺诈条款之下投票顾问可能成为私人民事赔偿诉讼的被告,但是并未有发行人提起这种诉讼。

欧盟是投票顾问服务行业较发达的另一成熟资本市场。ISS 等巨头在欧盟市场具有影响力优势,以法国“代理投资公司”(Proxinvest)为代表的欧洲本土投票顾问也占有一席之地。进入 21 世纪以来,以法国为代表的欧盟成员国和欧洲证券市场监管局(The European Securities and Markets Authority, ESMA)开始探索规范投票顾问行业的可能性,出台了一些指导性、自律性的监管措施。2017 年,欧洲议会和欧盟理事会通过了新版《股东权利指令》,形成了欧盟层面统一的投票顾问监管规则。一些成员国已考虑并实施关于投票顾问的规定。根据新版《股东权利指令》,投票顾问应“根据行为守则,有效地报告其遵守该守则的情况”,并“披露某些关于其研究准备、咨询、推荐投票的关键信息,以及任何影响研究准备、咨询与推荐投票的潜在利益冲突或业务关系。”总体而言,欧盟规则以透明度为核心,对行为准则采取披露与“遵守或解释”的原则,包括与投票顾问服务质量相关的信息披露、利益冲突管控、机构投资者使用投票顾问服务的披露等内容。

目前,投票顾问在我国尚属新鲜事物,相关实践较罕见。然而,随着我国资本市场对外开放不断扩大、境外机构投资者进入境内市场,以及境内机构投资者参与上市公司治理的深化,投票顾问机构在我国的市场前景值得期待。实际上,ISS 等国际投票顾问巨头已经对中国市场表现出充分关注,每年公布专为该市场制定的投票指南。

---

<sup>①</sup> See Rose Paul & Walker Christopher J., *Examining the SEC's Proxy Advisor Rule* (November 9, 2020), Report for U. S. Chamber of Commerce, November 2020, Ohio State Legal Studies Research Paper No. 576.

<sup>②</sup> See <https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/34-93595.pdf>.

同时,诸多海外中概股公司的股东投票议题也成为 ISS 等分析的对象,其投票建议也不时成为市场关注乃至争议的焦点。比如,在 2010 年国美电器“陈黄之争”中,格拉斯—刘易斯建议支持现国美管理层;2015 年 7 月,在美上市的头部网络游戏开发商和运营商完美世界宣布 ISS 与格拉斯—刘易斯推荐完美世界股东投票批准公司与另两家公司签署的合并协议及计划。

可以预见,随着我国机构投资者队伍的日益壮大与多元化,监管机构与自律组织促进机构投资者参与上市公司治理并加以规制的努力,以及跨境上市与跨境公司治理情况的日益复杂,确有必要培养本土的投票顾问机构。建议采取双管齐下的方式。一种是商业化运作方式,由现有表现良好的持牌证券投资咨询机构或者证监会批准的独立机构,运用其强大的数据收集、分析能力与公司治理研究、评级、建议能力,提供商业化的研究与咨询服务,同时,以信息披露为抓手,以管理利益冲突为核心,实施适当的监管规制。另一种是公益化方式,基于近年来投服中心在保护投资者与参与上市公司治理上的积极作为与显著成就,可以在投服中心下设公益性质的公司治理数据分析与咨询建议分支机构,具体运作上可以充分利用证券交易所、中国上市公司协会、公司治理研究机构与公司治理专家、证券投资咨询机构的力量。

#### **四、在征集股东权利方面,以宣讲落实 2019 年修订的《证券法》与证监会最新发布的《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》为契机,进一步细化与完善相关规则与机制,充分发挥投服中心在实施公开征集制度、监督与强化上市公司治理上的作用**

(一)进一步完善有关信息披露细则与操作流程,便利机构投资者征集股东权利

上述问卷调查的结果表明,只有极少数机构投资者通过公开征集方式参与过上市公司治理。因此,还应当加强对 2019 年修订的《证券法》与证监会最新发布的《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》的宣传推介。同时,机构投资者从征集的信息披露与操作流程、追究违规征集法律责任、提升征集便利度等方面,提出了完善征集制度的建议。从信息披露制度来说,《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》已经初步明确了相关信息披露要求,规定了征集人、上市公司、召集人的信息披露义务,明确了征集公告、授权委托书、行权结果公告、法律意见书等重要信息披露文件的必备内容以及披露时限、渠道要求等;建议监管部门进一步制定、发布更加细化的《公

开征集股东权利信息披露内容与格式准则》。就公开征集的操作流程来说,《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》已经明确了征集人提交备查文件及召集人核查的要求;规定了征集人不接受意见不一致委托,应征集对全部提案的表决意见,并严格按照授权代为行权;明确了提案权征集的范围、召集人将提案提交审议的要求;规定了撤销征集、撤销委托、重复委托等情形的处理安排;建议监管部门进一步总结实践操作中的经验与不足,充分听取投资者的意见和建议,不断优化流程,便于投资者操作。

(二)以信息披露的真实、准确、完整、及时为抓手,加强对公开征集活动的全流程监管,防止滥用公开征集,严厉追究公开征集活动中欺诈、误导、背信与操纵行为的法律责任

上述调查问卷显示,近六成机构担心征集投票权成为控制权之争的工具,近四成担心利用征集操纵股价。笔者推测,这种担心应是基于对我国公开征集活动实践过往不良印象的反映,如曾经发生的梅雁吉祥案、天神娱乐案等。<sup>①</sup>

因此,首先,应当把公开征集的信息披露义务主体,纳入2019年修订的《证券法》规定的“其他信息披露义务人”,如同监管发行人、上市公司收购人等主体的信息披露那样,对其信息披露活动实施全流程监管,发现虚假、误导性陈述,及时采取执法行动。同时,应提供不认定为公开征集的“安全港条款”,消除机构投资者就公司治理事项表达意见的担忧。比如,近期发生的中远海控案,该公司中小股东汇集联合3%股权向董事会提案,要求修改分红方案与实施股份回购。

其次,公开征集股东权利也可能成为上市公司控制权争夺的手段,这往往通过竞争性征集的方式体现。由于征集活动与上市公司收购活动交织,涉及的情形往往更加复杂。《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》没有涉及竞争性征集,未来应本着信息透明、防止滥用、监管中立的原则,完善相关规则。<sup>②</sup>

最后,2019年修订的《证法券》第90条第3款规定:“公开征集股东权利违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构有关规定,导致上市公司或者其股东遭受损失的,应当依法承担赔偿责任。”该款从立法上确立了不当公开征集活动的民事赔偿责任,但是对于该款适用于侵权责任还是违约责任,归责原则、责任构成要件、具体

---

<sup>①</sup> 董新义:《论上市公司股东代理权征集滥用的规制——以新〈证券法〉第90条为对象》,载《财经法学》2020年第3期。

<sup>②</sup> 周冰:《上市公司表决代理权征集的制度探析与法律规制》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第29卷,法律出版社2020年版。

适用情形如何,尚需要未来的司法解释或者判例加以厘清,避免其成为“休眠条款”。

(三)充分发挥投服中心在实施公开征集制度、监督与促进上市公司治理上的作用

上述调查问卷显示,超半数机构投资者愿意参与投服中心发起的公开征集股东权利,说明投服中心的影响力与公信力获得了机构投资者的普遍认可。2021年8月24日,投服中心公开介绍了首次启动公开征集股东权利的成功案例——中国宝安公司章程不当条款修改。这是2019年修订的《证券法》实施一年多来,投保机构公开征集股东权利的首个成功范例,并最终促成公司章程修改,被市场解读为我国上市公司治理的里程碑事件。这一案例依法、严谨的操作流程,也获得了市场人士与法律界人士的广泛肯定。

调查问卷显示,机构投资者不愿意参与投服中心发起的公开征集的主要原因,是投服中心公开征集的诉求与所在机构的诉求并不完全一致。基于公益性质,投服中心还是应当坚持聚焦于违反法律规定或者影响中小股东普遍权益的、带有一定“公共属性”的公司治理事件;一些机构投资者独特的公司治理诉求,应通过其自身的积极行动解决。

与通过监管者、司法者的他力救济相比,公开征集股东权利具有及时、贴近股东真实需求的特征。我国互联网发展具有后发优势,而且散户投资者已经习惯在互联网上交流投资信息,从事投资活动。在互联网条件下,股东之间进行意见交流与说明的成本比传统方式更低廉。因此,可以充分考虑通过互联网为我国中小股东提供征集股东权利的平台。目前,我国互联网上存在大量非官方、非正式的论坛,小股东经常在其中发表意见,表达不满。但由于这样的非官方平台缺乏正式的制度价值,散布其上的小股东诉求难以汇聚成为股东大会上的表达。<sup>①</sup>另外,又极易沦为不法之徒散布、传播证券市场虚假信息,实施蛊惑交易与操纵市场的工具。

上述调查结果也显示,受访投资者认为,投服中心公开征集机构投资者股东权利需要做到“保持合理的沟通频率,建立有效的沟通机制”“拓宽信息渠道,信息披露充分,公开公正公平”“流程规范,易操作”等。因此,应当考虑为我国中小投资者设立准官方的、专门的网上征集平台,在征集人与被征集人之间建立起直接的沟通桥梁,并且便于小股东之间充分交流与交换意见。在该平台上,投资者可以动议共同提案,

---

<sup>①</sup> 张彬:《股东表决权征集规则的功能定位与制度构建——以上市公司中小股东保护为中心》,载陈洁主编:《商法界论集》第6卷,法律出版社2020年版。

也可以讨论某项提案的表决意向。鉴于类似“中远海控案”的情况以后还会出现,为了消除监管上的不确定性,走出灰色区域,由投服中心建立、维护与管理中小投资者实施公开征集活动的互联网平台,是必要与合适的。

## 五、简要结论

机构投资者的长足发展与多元化,是我国资本市场的一个显著现象,预计这种趋势会进一步拓展与深化。机构投资者在证券投资与上市公司治理领域,已经成为主流力量,预计未来会发挥越来越大的作用。如何引导、督促、指导机构投资者积极参与上市公司治理,尽职、尽责履行其信义义务与“看管”责任,同时进行适度规制,防止权利滥用、欺诈与误导,是一个需要不断深入研究与推进的课题。这一过程既需要证券监管不断完善“硬法”,划定“规矩”,也需要投资者保护机构、行业协会、证券交易所协同出台“软法”,借助市场约束与声誉机制奖优罚劣。既需要自上而下的“父爱关怀”,也需要机构投资者与其他市场参与者自下而上的自发性、自主性推动与示范。既需要借鉴参考其他法域的成熟、先进做法与最佳实践,更要充分考虑本土情况、借助本土资源和力量。既要有长远的政策目标与规划,又要分析与处理短期的问题与需要。本报告基于对机构投资者的调查问卷分析结果,从总体安排、机构投资者参与投票、征集股东权利三个方面,提出了初步、不成熟的建议,希望能为我国上市公司治理水平的提升与投资者权益保护作出点滴贡献。