

# 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

郭 雳 赵轶君\*<sup>1</sup>

摘要: 投票顾问是 20 世纪 80 年代以来资本市场兴起的新型咨询服务机构, 其向机构投资者提供所持股公司股东大会投票建议、治理状况评级等服务以营利, 部分投票顾问还同时向上市公司提供公司治理咨询服务。投票顾问的影响力随着机构投资者的壮大及相应监管的完善与日俱增, 但来自上市公司管理层等利益相关方的批评也从未停止, 近 10 年来更引起立法者与监管者的关注和介入。美国与欧盟的探索实践表明, 以适度信息披露和利益冲突防控为导向的公共监管相较于私人执法而言是规制此类机构的更优路径, 表现可衡量性弱、诉讼效果不彰影响了民事诉讼的应用, 相关经验亦可为我国所借鉴。

关键词: 投票顾问 证券监管 私人诉讼 公私协同执法 公司治理 机构投资者

机构投资者投票顾问服务机构 (“proxy advisor” “proxy advisory firm”, 以下简称“投票顾问机构”或“投票顾问”) 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, 其影响力与日俱增, 已成为影响当代成熟资本市场公司治理的重要力量。仅以全球最大的投票顾问 Institutional Shareholder Services (以下简称“ISS”) 为例,<sup>(1)</sup> 其为全球 1700 家机构投资者提供咨询服务, 服务范围覆盖全球 117 个资本市场, 每年对 4 万场股东大会的表决事项提出投票建议。<sup>(2)</sup> ISS 每年公布的投票指南被众多美国上市公司管理层反复研究, 并据以调整本公司治理安排。<sup>(3)</sup> 实证研究显示, ISS 的投票建议至少可影响美国上市公司董事选举 6% ~ 10% 比例的票数。<sup>(4)</sup> ISS 的投票建议对代理投票权争夺 (proxy con-

\* 郭雳, 北京大学法学院教授, 法学博士; 赵轶君, 上海证券交易所经理助理。本文是中证中小投资者服务中心委托课题“股东投票代理机构研究”的部分成果。文中观点仅代表笔者个人意见, 与任职及委托机构无关。

(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 占据了投票顾问市场 61% 的市场份额, 第二大投票顾问 Glass Lewis 占据了 36% 的市场份额, 由此美国投票顾问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、业务种类最齐全的投票顾问机构。因而, 下文在介绍投票顾问的经营模式时, 主要以 ISS 为例。See U. S. Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings—Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, available at: <https://www.gao.gov/products/GAO-07-765>. 最后访问日期: 2018 年 12 月 1 日。另, 本文所有网络链接注释的最后访问或检索日期均为该日。

(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*, <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*, 59 Emory L. J. 869, 905 (2010).

test) 结果的重要性甚至被法院判例所认可。<sup>(5)</sup> 与此同时,上市公司管理层、部分学者及专业人士对投票顾问的批评也从未中断。近 10 年来,美国与欧盟等发达资本市场的立法者与监管者对该行业状况的关注日益加深,并进行了相应的监管探索。随着我国机构投资者的发展和资本市场对外开放的深化,投票顾问机构对我国资本市场的潜在影响值得关注。本文梳理域外投票顾问服务行业的现状和问题,分析美国和欧盟的监管实践及各自得失,结合我国实际情况,对初创发展的投票顾问服务行业提出监管建议。

## 一、制度缘起:发展动因与运营模式

投票顾问属于境外资本市场上相对新兴的服务机构,但在短短 30 年间即取得巨大的市场影响力,甚至被某些评论人士视为上市公司治理的“准立法者”。笔者认为,对投票顾问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。

### (一) 投票顾问机构的发展动因

#### 1. 经济动因: 机构投资者的“投票外包”

机构投资者持股比例的上升,是 20 世纪下半叶发达资本市场上市公司所有权结构的显著变化。以美国为例,2009 年美国规模排名前 100 的上市公司 66.9% 的股份由机构投资者持有。<sup>(6)</sup> 机构投资者的发展也一度被视为股东行动主义(shareholder activism)的主要动力。然而,域外学界近年来对机构投资者行动主义更为深入的研究显示,出于投资策略和激励机制的约束,共同基金、养老基金等大量机构投资者参与公司投票的动力仍然有限。

首先,共同基金等机构投资者多采用分散化投资模式(diversified portfolio),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,机构投资者在紧张的投票季逐一分析海量待决议题并作出投票决定较为困难,对于资源有限的中小型机构投资者而言更是如此。

其次,共同基金等机构投资者的激励机制进一步削弱了其参与投票的动机。研究显示,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,吸引更多受益人(beneficiary)的投资以扩大管理资产规模是其首要目标。欲实现此目标,机构投资者须证明自己有更优越的相对表现(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。而参与公司投票对提升相对表现收效甚微: 参与公司投票能否在短期内带来持股公司价值提升甚不确定; 即便可以,这种价值提升也会被持有同一公司股票的其他竞争对手搭便车(free-ride),但参与投票的成本却只能由付出成本的机构投资者独自承担。因此,共同基金等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,而非投入过多资源参与公司投票。<sup>(7)</sup> 鉴于此,以相对低廉的价格将投票研究、操

(5) *Yucaipia 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。”

(6) The Conference Board, 2010 *Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, Table 10 (2011); quoted from Ronald J. Gilson, Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863, 875 (2013).

(7) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863, 891-895 (2013). 该文作者将此种现象称为机构投资者的“理性缄默”(rational reticent)。

作等事项外包( outsourcing) 给作为独立第三方的投票顾问,<sup>(8)</sup>不失为一种经济的选择。

## 2. 监管动因: 机构投资者投票的信义义务与股东赋权改革

既然不愿在投票事宜上投入过多成本, 共同基金等机构投资者为何不直接放弃投票, 或者始终赞成管理层的提案? 单纯的经济逻辑无法作出回答。事实上, 自20世纪80年代以来, 美国等域外市场的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话语权。这些监管措施增强了机构投资者聘请投票顾问的动机, 导致投票顾问产业快速成长。

首先, 美国监管者陆续要求不同类型的机构投资者在行使其所持股票的表决权时, 履行对其客户的信义义务( fiduciary duty)。1988年起, 美国劳工部( Department of Labor) 即阐明, 受《1974年雇员退休收入保障法》( Employee Retirement Income Securities Act of 1974, 简称“ERISA”) 管辖的养老基金所持股票的投票权亦属于信托财产, 管理人在行使投票权时应当遵循受托人责任与义务的规定, 为受益人利益最大化有效投票。<sup>(9)</sup> 而美国证券交易委员会( 以下简称“SEC”) 2003年修订《投资顾问法》<sup>(10)</sup> ( Investment Adviser Act) 规则206(4) - 6将此种信义义务扩展至全体注册投资顾问, 要求其: (1) 采用并实施合理设计的书面政策与程序, 以确保投票权的行使符合其客户的最大利益; (2) 向客户阐述其投票政策, 并应其要求提供该政策的复印件; (3) 向客户披露其作出投票决定所依据信息的来源。<sup>(11)</sup> 据此, 投资顾问行使投票权应以客户利益为上, 避免自身利益与客户的利益冲突。为此, SEC在规则206(4) - 6的发布通告中列举了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作出的, 则其可证明该投票决定不是利益冲突的产物。”<sup>(12)</sup> 次年, SEC在向投票顾问 Egan - Jones 发出的无异议函<sup>(13)</sup> ( 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票建议, 或可洗清投票决定的利益冲突。”<sup>(14)</sup>

因此, 对机构投资者而言, 聘请作为独立第三方的投票顾问实际上成为满足合规要求的“护身符”: 如果不投票, 难以满足勤勉义务( duty of care) 的要求;<sup>(15)</sup> 始终对管理层提案投赞成票, 则难以避

(8) 理论上, 投票顾问对一家上市公司的分析推荐可以出售给众多持有该公司股票的机构, 故其单价可控。据 ISS 在其 Form - ADV 中披露, 每家美国上市公司投票建议的价格为 20 美元/份起。参见 <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/ISS-ADV-Part-2A-October-2017.pdf>。

(9) U. S. Department of Labor, *Interpretive Bulletin Relating to Exercise of Shareholder Rights*, 73 FR 61731.

(10) 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(即公司型共同基金), 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, 第100-104页。

(11) 17 CFR 275.206(4) - 6.

(12) SEC, *Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers*, Release No. IA - 2106; File No. S7 - 38 - 02, available at: <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>.

(13) 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, 向其回函确认: 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 对其采取执法措施。

(14) 值得关注的是, SEC 投资管理部于 2018 年 9 月撤销了这份无异议函, 被部分论者视为其可能加强对投票顾问机构监管的信号。参见 <https://www.sec.gov/divisions/investment/imannouncements/im-info-2018-02.pdf>。

(15) 事实上, 时任 SEC 委员的 Michael S. Piwowar 即承认 SEC 的上述规则被市场普遍理解为要求机构投资者对持股公司的所有待表决事项投票。See Michael S. Piwowar, *Opening Statement at the Proxy Advisory Services Roundtable* ( Dec. 5, 2013 ), <https://www.sec.gov/news/public-statement/2013-12-05-opening-statement-roundtable-msp>.

免利益冲突的指责。<sup>(16)</sup> 相比之下,有 SEC 的表态加持,聘请投票顾问成为机构投资者履行信义义务、避免利益冲突的捷径。因此,有学者将规则 206(4) - 6 的出台以及 SEC 对 Egan - Jones 的无异议函视作投票顾问行业发展史上的分水岭,认为正是这些规则刺激了投票顾问产业的迅猛发展。<sup>(17)</sup> SEC 规定机构股东行使投票权的信义义务,本意是督促机构股东独立审慎地行使投票权,但客观上导致机构股东转而求助于投票顾问,可谓无心插柳。

此外,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。这意味着机构股东需面对更多复杂专业的待表决事项,从而为投票顾问提供更多的商业机会。例如,2010 年《多德 - 弗兰克法案》(Dodd - Frank Act)及 SEC 配套规则规定的股东对高管薪酬咨询性投票制度(Say - on - Pay)落地以来,<sup>(18)</sup> 即成为投票顾问的一大业绩增长点:在机构股东端,投票顾问开发了复杂的评估程序供机构股东在投票中评估管理层薪酬方案的合理性;<sup>(19)</sup> 在上市公司端,投票顾问为管理层提供咨询服务,帮助其设计能够获得机构股东认可的薪酬方案。不难理解,股东赋权改革在为机构股东带来更多投票机会的同时,也为投票顾问创造出更多的业务机会。

综上,域外投票顾问行业快速崛起的动力可概括为经济和监管两方面。就经济原因而言,大量机构投资者的分散投资策略和相对表现导向的激励机制,创造出“投票外包”的需求。就监管原因而言,股东赋权改革为投票顾问提供了更多的商业机会,而监管者要求机构股东履行对其受益人的信义义务也促使其聘请投票顾问,从而刺激了这一行业的快速成长。

## (二) 投票顾问机构的经营模式和主要业务

投票顾问机构从事的业务众多,包括向投资机构提供投票建议与执行、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服务。<sup>(20)</sup> 下文以全球规模最大、业务种类最齐全的投票顾问 ISS 为例,简述其最重要也是常引起争议的三类业务:投票建议与执行、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. 投票建议与执行

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

(16) 例如,投资顾问为了获得管理上市公司员工收益计划(employee benefit plan)的机会,会在该上市公司的投票中支持管理层,而非考虑其共同基金客户的最佳利益。对此现象的研究,参见 Gerald F. Davis & E. Han Kim, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, 85 J. Financial Econ. 552, 552 - 553 (2007)。

(17) Tamara C. Belinfanti, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, 14 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 9 (2009)。

(18) 17 CFR 229.402。另参见郑观《上市公司管理层薪酬制定中的股东话语权——股东咨询性投票制度及对我国的借鉴意义》,载《当代法学》2012 年第 4 期,第 43 页。

(19) ISS, *Pay - for - Performance Mechanics: ISS' Quantitative and Qualitative Approach (U.S.)* (Updated with regard to shareholder meetings held on or after Feb. 1, 2018), available at: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/Pay - for - Performance - Mechanics.pdf>。

(20) 详见 <https://www.issgovernance.com/>。另参见程彦乔《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。

对可能出现的众多待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。<sup>(21)</sup> ISS 的投票指南为美国上市公司管理层高度关注,并据以调整其公司治理安排,以免 ISS 推荐否决管理层提案。由此,ISS 等大型投票顾问的投票指南被视作美国公司治理重要的“准规则”。

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,并最终作出投票决定。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。

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,以便其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。<sup>(22)</sup>

由于境外市场的证券间接持有体制,股东投票往往需要多重主体(如经纪商、托管银行等)参与方可完成,所费成本较高。为此,ISS 不仅为客户提供投票建议,还提供代理投票执行的一站式外包服务。ISS 的相关服务通过一款名为“Proxy Exchange”的电子信息平台完成,该平台会根据客户预先选定的投票政策(多数情况下默认为 ISS 的投票政策)生成对本次待表决事项的投票决定(赞成/反对/弃权)并发送邮件通知客户。如客户没有发出相反指令,平台将会根据投票决定发起流程,由 ISS 向托管银行等其他主体发出指令,完成剩余的投票操作。<sup>(23)</sup> ISS 通过信息平台将投票建议与投票操作有机融合,极大地方便了投资机构处理投票相关事宜。

## 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,被划分进董事会结构、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。ISS 会对每家公司的四个子领域分别评分,并对公司的总体治理表现评分。最高分 1 分,代表治理状况良好,风险可控;最低分 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。<sup>(24)</sup>

## 3. 公司治理咨询

除了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(以下简称“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、测试薪酬与业绩匹配程度、设计预期业

(21) ISS, *United States Proxy Voting Guidelines (Effective for Meetings on or after February 1, 2018)*, available at: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/US-Voting-Guidelines.pdf>.

(22) ISS, *FAQs: Engagement on Proxy Research*, available at: <https://www.issgovernance.com/contact/faqs-engagement-on-proxy-research/>.

(23) 对 Proxy Exchange 平台在美国市场运行模式的详细描述,参见张巍《资本的规则》,中国法制出版社 2017 年版,第 180-184 页。

(24) ISS, *ISS Governance Quality Score Overview and Updates*, available at: <https://www.issgovernance.com/solutions/qualityscore/>.

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。<sup>(25)</sup> 值得注意的是,并非所有投票顾问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,美国第二大投票顾问 Glass Lewis 不提供该等服务。

## 二、围绕投票顾问服务行业的争议与辨析

与投票顾问影响力上升相伴而来的是关于其影响、作用以及是否需要监管、如何监管的争议。域外机构投资者倾向于积极评价投票顾问的作用,而上市公司管理层往往尖锐地批评该行业的问题,呼吁对其实施监管。

### (一) 投票顾问的积极作用

#### 1. 降低成本,便利机构投资者参与公司投票

如前所述,投资策略与激励机制导致众多投资机构无力也无意愿处理其管理的投资组合中大量的投票事宜。而投票顾问长期专注于此,对分析处理投票事宜具有专业优势。ISS 等大型投票顾问通过信息平台提供的“投票建议+执行”一站式服务更是降低了机构投资者的投票成本,便利其参与公司投票。对此,投票顾问最激烈的批评者也难以否认。在资本市场国际化的当下,投票顾问亦可助力投资机构的跨国投票。例如,欧洲证券市场监管局认为 ISS 的翻译和信息收集对域外投资者参与欧盟非英语国家的公司投票至关重要。<sup>(26)</sup>

#### 2. 克服机构投资者的集体行动困境,降低公司管理层代理成本

积极评价者认为,投票顾问有助于克服机构投资者的集体行动困境,使之更有可能通过股东投票等方式制约公司管理层,降低后者的代理成本。在投票顾问出现前,鉴于持有单家公司的股票数量有限,机构股东即使对上市公司管理层的提案或经营战略有异议,一般也不会花费成本去说服其他机构股东一道通过投票向管理层施压。相反,投票顾问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,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”集中了更多份额的上市公司表决权,更能对公司管理层产生有效制约,提高公司治理水平。<sup>(27)</sup>

### (二) 对投票顾问的批评

对投票顾问的批评,主要集中在如下几方面:(1) 投票建议中的事实错误;(2) 利益冲突;(3) 投票建议与治理评级缺乏透明度;(4) 僵化且无依据的公司治理标准;(5) 客户监督与信义义务的缺失。

#### 1. 投票建议中的事实错误

投票建议经常基于错误、不准确或被误解的事实,是投票顾问被上市公司管理层批评的一大理由。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投票顾问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。<sup>(28)</sup> 然而,也

(25) 参见 <https://www.isscorporatesolutions.com/>。

(26) European Securities and Markets Authority, *An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options*, available at: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf>.

(27) Lars Klöhn & Philip Schwarz, *The Regulation of Proxy Advisors*, 8 Cap. Mar. L.J. 90, 95-96 (2013).

(28) 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), available at: <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-289.pdf>.

有研究者发现上市公司管理层所称投票顾问报告中的“事实错误”,有时并不只是事实层面的分歧,而是双方对公司治理问题的观点差异。例如,实证研究显示在2016年到2018年9月30日期间,94家美国上市公司通过法定信息披露渠道(向SEC递交备案表)指出投票顾问报告中的139处错误,其中39起属于事实层面的分歧,51起属于对投票顾问分析逻辑的异议(例如可比公司选择的合理性),49起属于双方对公司治理标准的意见分歧。<sup>(29)</sup> 鉴于公司治理问题往往没有唯一的“标准答案”,监管者应谨慎区分投票顾问报告中的事实错误与观点分歧:对前者应当预防与惩戒,对后者则不宜过多干预。

## 2. 利益冲突

在批评者看来,投票顾问面临的利益冲突可能来自多方面。首先,投票顾问的股东往往也是私人金融机构。例如,ISS目前唯一的股东Genstar Capital就是一家私募股权基金。批评者担心,如果投票顾问分析的股东提案恰好由其股东提出,或其股东在投票顾问研究的上市公司中拥有重大利益,则可能损害投票顾问建议的独立性。其次,如果投票顾问研究的待表决股东提案由其机构客户提出,投票顾问可能为了维护与该机构客户的关系牺牲其研究的独立性。<sup>(30)</sup> 再次,ISS等部分投票顾问在向机构股东提供投票建议、治理评级的同时,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。<sup>(31)</sup> 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,认为监管者应当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。<sup>(32)</sup>

## 3. 投票建议与治理评级缺乏透明度

尽管ISS等投票顾问在每年投票季前会公布详细的投票指南,但以上市公司管理层为代表的批评者仍认为其投票建议与治理评级缺乏透明度。例如,ISS等在分析管理层薪酬计划、股权激励等议题时会使用复杂的定量模型,而这些模型的许多细节并不为外界所知,同样的问题也存在于投票顾问的治理评级服务。

批评者认为,投票建议与治理评级背后的方法论、公式模型、影响因子及权重的不透明,使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,使机构客户很难评价该服务的真实质量,上市公司也难以据此改善自身治理水平。这种不透明性更使上市公司管理层感到,只有从投票顾问处购买治理咨询服务,方可减少不确定性,从而加剧了本已存在的利益冲突。

不过,投票顾问对此类批评不以为然,认为投票建议与治理评级所依赖的方法论以及公式模型由其投资开发,属于商业秘密。如果强迫其公开此类信息,会极大地损害投票顾问的核心竞争力,最终导致无人愿意投资开发更合理的评价方法。<sup>(33)</sup> 本文认为,如果监管者要求投票顾问披露其推荐与评

(29) Frank M. Placenti, *Analysis of Proxy Advisor Factual and Analytical Errors in 2016, 2017, and 2018*, available at: <http://accfcorp.gov.org/wp-content/uploads/2018/10/Analysis-of-Proxy-Advisor-Factual-and-Analytical-Errors-October-2018.pdf>.

(30) Gaia Balp, *Regulating Proxy Advisors through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, 14 Euro. Com. Fin. L. Rev. 1, 6-8 (2017).

(31) Ascensión Gallego Córcoles, *Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe*, 13 Euro. Com. Fin. L. Rev. 106, 145 (2016).

(32) 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,第31-33页。

(33) Americans for Financial Reform, *Letter to Congress: Protect Shareholder Rights — Oppose HR 4015*, available at: <http://ourfinancialsecurity.org/2017/12/letter-congress-protect-shareholder-rights-oppose-hr-4015/>.

级方法,如何平衡投票顾问正当商业利益与信息透明的关系,将成为监管者面临的重大课题。<sup>(34)</sup>

#### 4. 僵化且无依据的公司治理标准

鉴于机构股东的持股数量,以及ISS等投票顾问对机构股东的影响,投票指南中反映的公司治理标准的重要性不言而喻。很多上市公司高管向SEC致函表示,如果公司的某项提案不符合投票指南中的标准,ISS就会建议对此项提案投反对票,从而大大降低其通过概率。某些时候,ISS甚至会因为某些公司治理安排(例如设置未经股东投票批准的毒丸计划),建议机构股东投票反对上市公司董事会全部人选。<sup>(35)</sup>面对此种压力,董事会不得不调整原有安排。因此批评者认为,ISS等推行“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间。许多实证研究也佐证了此种批评。例如,美国哈佛大学Bebchuk教授等人的研究指出,ISS评级指数背后的公司治理标准多数对公司治理无关紧要,公司根据这些标准进行的调整会使其走上低效、浪费的歧路。<sup>(36)</sup>

当然,笔者认为,这一问题也是证券监管者(至少在美国)难以直接干预的。首先,只要投票顾问的投票政策未违反公司法的强制性规定,证券监管者就难以干预。即便监管者能够直接规定投票顾问投票政策的内容,恐怕也是以一种“一刀切”取代另一种“一刀切”,难称最优监管路径。正如一位对投票顾问持批评态度的美国学者所言,对“一刀切标准”的最好解决方法,恐怕只能是对公司治理的更深入研究,以及上市公司管理层和机构投资者更积极、更深入的沟通。<sup>(37)</sup>

#### 5. 来自客户与信义义务的制约缺失

针对以上批评,肯定投票顾问作用的学者和投资机构往往作如下反驳:最终的投票决定权仍属于机构投资者,专业的机构投资者能够独立分析投票顾问的意见恰当与否并作出最终判断;如果投票顾问服务质量低下,机构客户完全可以聘请新的投票顾问,对声誉的珍惜也会促使投票顾问勤勉尽责。总之,来自客户的监督和投票顾问对机构投资者的信义义务,能有效约束投票顾问的行为,因此外部监管是多余的。<sup>(38)</sup>

综合来看,本文认为上述反驳意见虽有合理性但值得商榷。首先,如前所述,大量投资机构之所以选择聘请投票顾问,原因之一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,尽管众多机构投资者声称其能够有效评估和监督投票顾问的服务质量,但这种评估与监督的有效性究竟如何令人怀疑。例如,根据美国政府问责办公室的调查,规模越小、资源越少的投资机构,其投票决定越依赖于所聘投票顾问的建议。<sup>(39)</sup>全球顶级投资机构贝莱德(Black Rock)承认,鉴于巨大的投票数量,许多缺乏足够人力和资源的投资者严重依赖投票顾问的建议。<sup>(40)</sup>在2006年的一次采访中,ISS时任首席执行官亦承认其15%至20%的客户将投票流程完全外包给ISS(即默认根据ISS的

(34) 事实上,这也是域外对信用评级机构监管的一大难题。相关情况参见周俊杰《信用评级机构监管法律问题研究》,武汉大学博士学位论文,2014年,第101-113页。

(35) ISS, *United States Proxy Voting Guidelines* (Effective for Meetings on or after Feb. 1, 2018), available at: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/US-Voting-Guidelines.pdf>.

(36) Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, *What Matters in Corporate Governance?* 22 Rev. Fin. Stud. 783, 824 (2009).

(37) Paul Rose, *The Corporate Governance Industry*, 32 J. Corp. L. 887, 925-926 (2007).

(38) George W. Dent, Jr., *A Defense of Proxy Advisors*, 2014 Mich. St. L. Rev. 1287, 1329 (2014).

(39) U. S. Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings—Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, available at: <https://www.gao.gov/products/GAO-07-765>.

(40) Black Rock, *The Investment Stewardship Ecosystem*, available at: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/view-point-investment-stewardship-ecosystem-july-2018.pdf>.

建议投票) ,只保留了随时发出相反投票指令的权利。<sup>(41)</sup> 因此 ,机构客户对投票顾问的监督作用虽不可忽视 ,也不宜过于高估。其次 ,机构投资者之所以选择投票顾问 ,很大程度上也是因为根据投票顾问的推荐投票可以避免利益冲突的嫌疑。因此 ,背离投票顾问的建议未必是明智的选择。总之 ,鉴于双方直接的契约关系与信义义务 ,机构客户在法理上无疑最适合监督与制约投票顾问 ,但经济现实和监管环境却限制了其监督制约的能力和意愿。

### 三、美国对投票顾问机构的监管尝试

在美国法律体系下 ,投票顾问的主营业务构成联邦代理投票权征集规则中的代理投票权征集 ( proxy solicitation ) 行为 ,但相关豁免规则使之无需进行相应的信息披露;投票顾问也符合《投资顾问法》对“投资顾问”的定义 ,但相关豁免规则使之无需向 SEC 注册 ,导致投票顾问的法律定位较为模糊 ,处于某种“监管缺位”状态。近年来 ,SEC 出台法律解释公告对投票顾问机构提出监管要求。而美国国会众议院于 2017 年通过的《公司治理改革与透明度》法案则集中体现了美国工商界监管投票顾问的呼声 ,其中某些新颖而激进的监管措施值得关注。

#### (一) 现有法律体系下的监管缺位

##### 1. 《证券交易法》代理投票权征集规则

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,<sup>(42)</sup> 投票顾问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。<sup>(43)</sup> 但如果投票顾问的每份研究报告都需要事先备案与披露 ,其商业模式也难以成立。鉴于此 ,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) 常为投票顾问援引。根据该规则 ,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) 在其日常经营中提供财务咨询; (2) 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) 不向客户以外的任何人收取佣金和报酬; (4) 不代表任何代理投票权征集者提供投票建议。<sup>(44)</sup> 由此 ,投票顾问得以豁免于代理投票权征集的信息披露要求。

此外 ,SEC 认为 ,即使投票顾问可豁免于信息备案要求 ,其投票建议仍须满足《证券交易法》规则 14-9 禁止虚假和误导性陈述的要求。<sup>(45)</sup> 经检索,<sup>(46)</sup> 目前尚未发现 ISS 和美国第二大投票顾问 Glass Lewis 因违反规则 14-9 被起诉或处罚的案例。

##### 2. 《投资顾问法》及相关规则

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。”<sup>(47)</sup> 投票顾问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 ,投票顾问符合“投资顾问”的定

(41) Dean Starkman , *A Proxy Adviser's Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes* , Washington Post , Jan. 23 , 2006 , at D 01.

(42) 17 CFR 240.14a-1(l)(iii) .

(43) SEC , *Concept Release on the U. S. Proxy System* , available at: <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>.

(44) 17 CFR 240.14a-2(b)(3) .

(45) *Id.*

(46) 笔者在 Lexis Advance 案例库中输入“*Institutional Shareholder Services*”和“*Glass , Lewis Co. LLC*”进行搜索 ,未发现此类判例。

(47) 15 USC 80b-2(a)(11) .

义, 因为其有偿发布关于证券的分析与报告( analyses or reports concerning securities) ,并向他人提供有关证券价值的建议( providing advice to others as to the value of securities) 。<sup>(48)</sup> 但 SEC 的此种解释并非绝对: 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《投资顾问法》定义的“投资顾问”, 也无需向 SEC 注册,<sup>(49)</sup> SEC 并未对此提出异议。

投资顾问对其客户负有信义义务被美国最高法院判例所确认。<sup>(50)</sup> 同时, 根据《投资顾问法》第 206(1) 和 206(2) 条, 投资顾问不得以任何方式欺诈客户或潜在客户。<sup>(51)</sup> 这些要求适用于所有投资顾问。

根据《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。<sup>(52)</sup> 由于投票顾问不直接管理客户的资产, 故无须向 SEC 注册。实践中, 投票顾问可选择依据 SEC 制定的规则 203A-2 下的“养老金顾问豁免”向 SEC 注册。<sup>(53)</sup> ISS 等投票顾问据此选择成为 SEC 注册的投资顾问, 以增强其在机构客户眼中的可信度。<sup>(54)</sup>

一旦成为 SEC 注册的投资顾问, 投票顾问将面临一系列额外要求。例如, 通过 Form-ADV 表格披露包括与客户的利益冲突在内的一系列信息;<sup>(55)</sup> 建立、实施并每年复核内部合规规程, 以防止投资顾问及其下属人员违反《投资顾问法》;<sup>(56)</sup> 任命了解《投资顾问法》知识、并有能力监督执行内部合规流程的首席合规官;<sup>(57)</sup> 建立、维护并实施合理设计的程序与政策以防止滥用重大非公开信息; 等等。<sup>(58)</sup>

可见, 投票顾问在美国现行法律体系中的定位仍有模糊之处。尽管有禁止误导性陈述规则和信义义务的原则性约束, 美国市场的投票顾问一般可豁免于《证券交易法》代理投票权征集规则的信息披露要求, 也可自由选择是否成为在 SEC 注册的投资顾问。<sup>(59)</sup> 因此, 投票顾问在美国现行法律体系中处于某种“监管缺位”的状态。

## (二) SEC 第 20 号法律解释公告的规定

2010 年以来, SEC 对监管投票顾问机构表现出持续兴趣, 向社会公开征集监管建议并引发激烈讨论。<sup>(60)</sup> 最终, SEC 公司融资部与投资管理部于 2014 年联合发布第 20 号法律解释公告( Staff Legal Bulletin No. 20, 以下简称《公告》)。<sup>(61)</sup> 《公告》规定了投资机构对所聘请投票顾问的监督义务, 并阐明

(48) 同注 44。

(49) See Glass Lewis, *Response to U. S. Senate Banking Committee*, available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/21/response-to-u-s-senate-banking-committee/>.

(50) *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

(51) 15 U.S.C. 80b-6(1); 15 U.S.C. 80b-6(2).

(52) 15 USC 80b-3(a).

(53) 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。ISS 等大型投票顾问拥有众多养老基金客户, 很容易满足要求。

(54) Sagiv Y. Edelman, *Proxy Advisory Firms: A Guide For Regulatory Reform*, 62 Emory. L.J. 1369, 1407-1408 (2013).

(55) ISS, *Form-ADV (Part 2 Brochures)*, available at: <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/ISS-ADV-Part-2A-October-2017.pdf>.

(56) 17 CFR 275.206(4)-7.

(57) 17 CFR 275.206(4)-7(c).

(58) 15 USC 80b-4a.

(59) 例如美国第二大投票顾问 Glass Lewis 尚未选择在 SEC 注册。

(60) 17 CFR 240.14a-2(b)(3).

(61) 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。

了《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的要求。<sup>(62)</sup>

#### 1. 投资机构对所聘请投票顾问的监督义务

首先,《公告》明确了投资机构对所聘请投票顾问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,其目的在于实现投资机构受益人的最大利益。其次,《公告》认为投资机构可与客户灵活约定行使投票权的方式,选择投票事项,而非必须对所有待表决事项投票。这有助于减轻投资机构的投票压力,间接降低其对投票顾问的过度依赖。最后,《公告》要求投资机构在聘请投票顾问时对其专业能力、利益冲突等情况进行必要的考察及持续的监督。当发现投票顾问研究报告中的错误时应调查并判断投票顾问能否采取合理措施在未来避免此类错误,据此决定是否续聘投票顾问。

#### 2. 《证券交易法》规则 14a-2(b)(3) 中“重大关系”的含义及相关信息的披露要求

如前所述,投票顾问一般可依据《证券交易法》规则 14a-2(b)(3) 豁免代理权征集规则要求的信息披露程序,但须首先向客户披露其与上市公司及相关方的重要关系(significant relationship),或其与提案股东的重要关系。现实中,如果投票顾问就某一待表决事项同时向上市公司提供咨询服务,或某一待表决股东提案的提案者恰好是投票顾问的机构投资者客户,能否据此认为投票顾问与该上市公司或提案股东之间存在“重要关系”从而需要向客户披露?

对此,SEC 首先提供了判断“重要关系”的标准:如果可以合理地认为,当客户了解某种关系或利益的存在后,其对于投票顾问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“重要关系”时可以考虑的因素,例如投票顾问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“重要关系”的判断需结合具体事实与情境。一旦存在上述“重要关系”,投票顾问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。投票顾问可单独向客户披露相关信息,也可公开披露相关信息。

SEC《公告》的规定较为原则性地规范了投票顾问行业中的某些问题,也提供了某些可具体参考的因素。然而,诸如“重要性”标准的具体内涵等问题,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。

### (三) 国会立法尝试

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投票顾问的态度更为积极。2017 年 12 月,国会众议院通过旨在监管投票顾问的《2017 公司治理改革与透明度法案》(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017,以下简称“《改革与透明度法案》”)。这部法案目前仍处于参议院听证阶段,但其内容基本涵盖了监管倡导者所呼吁的各类措施,代表了美国“监管派”目前取得的最大成果,因此具有一定的分析价值。

#### 1. 投票顾问的注册与持续信息披露

根据《改革与透明度法案》的定义,“投票顾问机构”(proxy advisory firm)指任何主要从事向客户提供投票研究、分析、建议及评级业务的机构,此类机构必须向 SEC 注册。根据《改革与透明度法案》增设的《证券交易法》第 15H(b) 条,投票顾问在向 SEC 申请注册时须提交如下信息:(1) 申请人能持

(62) 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), available at: <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>. 以下与《公告》相关的内容若无特别注释,均同本注。

续根据准确信息提供投票建议的证明材料; (2) 申请人制订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 需在其网站或其他平台公布以上信息。<sup>(63)</sup>

同时,投票顾问负有持续信息披露义务。根据《改革与透明度法案》第 15H(k) 条,投票顾问应在每财年年初提交包含如下信息的年报: (1) 其上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。最后,根据第 15H(l) 条,所有注册的投票顾问须公开其制定投票政策与产生具体投票建议的方法。

不难看出,《改革与透明度法案》如能最终实行,会改变投资顾问可自由选择是否在 SEC 注册的现状。其要求披露的信息,总体上有助于外界评估投票顾问的专业资源、业务质量和利益冲突情况。

## 2. 防范与管理利益冲突

除了前述信息披露要求外,《改革与透明度法案》对投票顾问的利益冲突管控还作出其他规定。

首先,第 15H(f) 条授权 SEC 制定最终的规章和规则,禁止投票顾问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) 投票顾问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,第 15H(i) 条要求 SEC 制定规则,禁止投票顾问的以下行为: (1) 将上市公司及其关联方购买投票顾问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投票顾问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。此外,第 15H(h) 条规定,所有注册的投票顾问需要设置合规主管,以确保以上要求得到合理执行。

## 3. 上市公司预先审阅投票建议草案的权利

《改革与透明度法案》中最具特色也是最激进的措施,当属第 15H(g) 条中关于上市公司(由管理层代表)有权在投票顾问向客户发布针对本公司股东投票的投票建议前审阅其草案的规定。此前,包括众多上市公司管理层和美国顶级公司律所 Wachtell 在内的监管派呼吁者不断建议 SEC 赋予上市公司此种“预先审阅权”,以减少投票建议中的事实错误,增强其可靠性。<sup>(64)</sup> 而 ISS 等投票顾问则强烈反对,认为此规定将使其无法提供独立和及时的投票建议。<sup>(65)</sup>

《改革与透明度法案》第 15H(g) 条要求投票顾问向其分析的所有上市公司提供其研究报告草案。该条将投票建议“草案”定义为“为客户准备的投票建议报告的总体结论,包括引用的任何公开数据、公司信息、影响推荐意见的实质性分析和对各项待决议题的具体投票建议”。所有注册投票顾问均应为上市公司预留合理时间,使之能获得投票建议的草案并提出有意义的反馈,包括向直接负责该草案的投票顾问员工提供某些细节信息。前述“合理时间”不得少于 3 个工作日(SEC 最终规则可另行规定),但不应影响投票顾问及时向客户提供投票建议。最后,该条要求注册投票顾问设立调查官

(63) *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 (H. R. 4015)*, available at: <https://www.congress.gov/115/bills/hr4015/BILLS-115hr4015rfs.pdf>. 以下与《改革与透明度法案》相关的内容若无特别注释,均同本注。

(64) *Letter from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, to Elizabeth M. Murphy*, available at: <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-129.pdf>.

(65) ISS, *Statement of Institutional Shareholder Services Inc. To the Securities and Exchange Commission Investor Advisory Committee*, available at: <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-271.pdf>.

(ombudsman) 负责在投票开始前及时解决上市公司对投票建议准确性的异议; 如不能解决, 投票顾问应将上市公司的书面答辩意见与其投票建议一并送交机构股东。

笔者认为, 强制规定上市公司预审权的合理性值得商榷。首先, 此举将极大地增加投票顾问的工作负担, 影响其服务的及时性, 故可操作性存疑。其次, “一刀切”地赋予上市公司预审权, 会增加发行人泄露未披露重大信息甚至向个别机构股东“选择性披露”的机会,<sup>(66)</sup> 对其他中小股东未必是福音。最后, 与信用评级行业的“发行人付费”模式不同, 投票顾问的投票建议由机构股东付费, 上市公司并非服务合同一方。投票顾问也只根据公开披露信息进行研究, 无须发行人配合进行尽职调查。因此, 强制要求投票顾问将其报告草案提前交上市公司预先审阅似无法理基础, 甚至可能影响投票建议的独立性,<sup>(67)</sup> 在机构股东不希望上市公司事先了解其投票意向的情形下更是如此。因此, 更妥当的做法似是鼓励但不强制投票顾问与上市公司事先沟通, 要求其制定合理流程防止泄露未公开信息并保持独立性, 向客户披露其与上市公司的沟通情况以便客户对其建议的客观性加以评估。

#### 4. 对私人诉讼的否定

《改革与透明度法案》第 15H( m) 条明确规定, 该法案未创设任何私人诉权, 任何人不得依据该法案对投票顾问提起私人诉讼。对此项规定的合理性分析详见后文。

综上所述, 《改革与透明度法案》规定的信息披露要求与利益冲突防控措施不乏值得肯定与借鉴之处, 但其中最大的创新——上市公司预审权却显得过于激进, 欠缺理论与实践的合理性。从美国商会( Chamber of Commerce) 、商业圆桌会议( Business Roundtable) 等工商业利益团体对《改革与透明度法案》的热烈支持不难看出, 该法案集中体现了上市公司管理层维护自己在公司治理中主导地位的利益诉求。<sup>(68)</sup> 值得注意的是, 美国国会规制投票顾问的立法活动尚未完成。2018 年 11 月, 美国两党六位参议员联合提案的《公司治理公平法案》( Corporate Governance Fairness Act) 进入参议院审议程序, 这部法案要求投票顾问根据《投资顾问法》向 SEC 注册, SEC 对投票顾问是否遵守利益冲突管控程序、是否蓄意误导客户等事项进行定期检查, 而对上市公司预审权等争议较大的措施未作规定。<sup>(69)</sup> 因此, 美国国会规制投票顾问立法的最终内容与影响仍待持续观察。综合参众两院立法内容, 笔者认为要求投票顾问向证券监管者注册并披露相关信息、管控并披露利益冲突以及证券监管者对投票顾问进行合规检查等内容, 较有可能出现在未来的美国国会立法中, 而上市公司预审权等较具争议的措施则存在较大的不确定性。

## 四、欧盟对投票顾问机构的监管探索

欧盟是投票顾问服务行业较为发达的另一成熟资本市场。ISS 等巨头在欧盟市场的影响力具有优势, 以法国 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( 以下简称“ESMA”) 开始探索规范投票顾问行业的可能性,

(66) 17 CFR 243.101( e) . 对公平披露规则的研究, 参见王亚楠《对美国〈公平披露规则〉的再审视》, 载《证券法苑》2011 年第 5 期, 第 482 - 497 页。

(67) 例如, 投票顾问为避免上市公司向机构股东提出书面答辩意见( 这会有损其在机构股东眼中的专业形象), 可能被迫接受上市公司的某些意见。

(68) Andrew Ramonas, *Proxy Advisory Firm Registration Bill Passes House*, available at: <https://www.bna.com/proxy-advisory-firm-n73014473448/?amp=true>.

(69) *Corporate Governance Fairness Act* ( S. 3614) , available at: <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/3614?q=%7B%22search%22%3A%5B%22corporate+governance+fairness+act%22%5D%7D&r=1>.

并出台了一些指导性、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) 成员国与 ESMA 的监管探索

#### 1. 法国金融市场监管局 2011 年推荐意见

2011年,法国金融市场监管局(AMF)发布2011-06号推荐意见,对投票顾问机构的规范运作提出若干指导意见。<sup>(70)</sup>首先,AMF建议投票顾问制定明确的投票政策并在其网站披露,在每年12月前完成对其投票政策的更新。其次,投票顾问应配备足量专业人士进行投票研究,制定投票建议生成规程并在网站公布,在其研究报告中说明投票建议的理由,特别是投票建议与基本投票政策的关系。再次,AMF建议投票顾问在股东投票前向上市公司提供其研究报告并为上市公司预留至少24小时的反馈时间,在其报告中附随上市公司的简要评论,改正上市公司发现的重大错误,并在其网站公布向上市公司预先提供报告草案的具体规程。若投票顾问未事先向上市公司提供报告草案则应在报告中说明并解释原因。最后,投票顾问应制定并在网站公布行为守则与利益冲突管控政策,说明是否与上市公司、提案股东与自身控制人存在利益关系以及如何管控利益冲突。

#### 2. ESMA 倡导的行业自律型监管路径

2012年,负责协调欧盟各成员国证券监管政策的ESMA也开始就投票顾问行业的现状、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投票顾问行业的担忧。为此,ESMA倡导投票顾问行业的自律监管,并呼吁投票顾问制定行业行为准则(Code of Conduct)。<sup>(71)</sup>作为回应,包括ISS在内的六家投票顾问于2014年共同制定了一部行业行为准则。该准则围绕服务质量、管控利益冲突和信息沟通政策三大主题,制定了一系列行为准则,并鼓励投票顾问基于“遵守或解释”(comply or explain)原则加以采用。<sup>(72)</sup>

### (二) 《盟欧股东权利指令》的监管措施

2017年5月,欧洲议会和欧盟理事会通过的2017/828/EC号指令(以下简称《股东权利指令》)修改了原有的2007/36/EC号指令。<sup>(73)</sup>其中既规定了对投票顾问的监管要求,也涉及机构投资者对聘请投票顾问相关情况的披露要求,各成员国须根据《股东权利指令》的要求在2019年6月10日前完成相应的国内立法或修法程序。<sup>(74)</sup>

#### 1. 投票顾问监管:以“透明度”为核心

《股东权利指令》开宗明义,认为投票顾问应当满足“透明度”这一核心要求。这些要求主要体现在以下三个方面:

##### (1) 对行为准则的披露与“遵守或解释”原则

《股东权利指令》第3j条(Article 3j)第一款规定,欧盟成员国应保证投票顾问披露其采用的行为准则(code of conduct),并报告准则的实施情况。当投票顾问未采用行为准则时,应当清晰合理地解

(70) AMF: Recommendation DOC - 2011 - 06.

(71) ESMA, *ESMA Recommends EU Code of Conduct for Proxy Advisor Industry*, available at: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-240.pdf>.

(72) BPP Group, *The Best Practice Principles for Shareholder Voting Research 2014*, available at: <http://bppgrp.info/the-principles/the-principles-detail/>.

(73) Directive 2017/828/EC.

(74) 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各成员国自行立法确定。

释其原因;当其行为背离行为准则时,投票顾问也应解释原因。以上信息须在投票顾问网站免费公开,每年更新一次。

《股东权利指令》单独规定行为准则相关内容,呼应了ESMA之前对自律监管的呼吁。这也表明,欧盟立法者对投票顾问行业自律监管规则仍持鼓励态度。根据《股东权利指令》,其要求投票顾问披露的额外信息如果包含在行为准则中,可不必另行披露。

### (2) 与投票顾问服务质量相关的信息披露

《股东权利指令》第3j条第二款规定,为使客户获取充分信息以评估投票顾问建议的准确性和可靠性,成员国应确保投票顾问至少披露以下信息:(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)其研究是否以及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,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。以上信息应在投票顾问网站免费公开,自发布之日起至少保留三年。

上述事项,在前文关于美国的讨论中均有所涉及。但与美国《改革与透明度法案》相比,《股东权利指令》较少规定投票顾问的具体行为准则,只要求其进行充分信息披露。例如,《股东权利指令》并未强制要求投票顾问必须向发行人提供投票建议草案,而只要求披露其与发行人的沟通情况。可见,《股东权利指令》具有某种“软监管”色彩,相较于美国《改革与透明法案》而言较为宽松。此外,《股东权利指令》要求投票顾问披露其方法与模型的“基本特征”,却未定义何为“基本特征”。不过,《股东权利指令》在序言中提及“透明度要求并不要求投票顾问披露可能严重危害其商业利益的信息……但不披露不得妨碍本指令中信息披露要求的立法目的。”可见欧盟立法者更加意识到投票顾问监管中可能面临信息披露与正当商业利益保护之间的权衡,并希望成员国通过立法来求得两者间的平衡,而非一味牺牲投票顾问的正当商业利益。

### (3) 利益冲突管控

《股东权利指令》要求成员国确保投票顾问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。《股东权利指令》未列举利益冲突或重要商业关系的具体类型。

此外,目前ISS与Glass Lewis两家美国投票顾问占据欧洲投票顾问市场的半壁江山。为防止地域区隔影响监管有效性,《股东权利指令》专门在序言中声明,其规定也适用于通过在欧盟的机构(establishment)从事活动的第三国投票顾问,“机构”的形式不限。由此,ISS等国际投票顾问也需要遵守《股东权利指令》的要求。当然,《股东权利指令》的上述规定对国际投票顾问的具体影响,仍有待欧盟各国国内立法落地后进一步观察。

## 2. 机构投资者使用投票顾问服务的披露义务

相较于前述SEC《公告》,《股东权利指令》对机构投资者如何监督投票顾问着墨不多,而是主要强调了机构投资者聘请投票顾问时的信息披露义务。

《股东权利指令》第3g条第一款要求机构投资者与资产经理(asset manager,类似于美国的投资顾问)每年公开披露其如下信息:(1)投票行为的总体描述;(2)解释最重要的投票决定;(3)解释对投票顾问服务的使用;(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。第3i条同样要求资产经理每年向机构投资者披露其使用投票顾问的情况。

本文认为,要求机构投资者披露使用投票顾问服务的情况,有助于市场对机构投资者行使投票权

时是否勤勉尽责、以客户利益至上作出判断,值得肯定。《股东权利指令》中的披露规定体现了“抓大放小”的精神:机构投资者只需披露和解释重要投票决定,其余可豁免,这也有利于减轻机构投资者不必要的投票负担,减轻其对投票顾问的不必要依赖。欧盟各成员国未来的立法可结合投资机构持股数量、待表决议性质等因素进一步明确“重要投票”的标准,并要求机构投资者披露其对上述事项的投票决定、投票顾问的建议、机构投资者是否采纳投票顾问的建议及理由,从而促使机构投资者更好地履行其信义义务,更审慎地评估投票顾问提供的投票建议。

### (三) 小结:美欧监管实践的简要比较

美欧对投票顾问的监管均处于初始探索阶段,其制度框架初显但诸多细节尚待落地完善。比较两者目前的监管探索,可以发现某些相似之处。两大市场立法者与监管者对投票顾问的规制路径均集中于信息披露与利益冲突管控两大领域:就前者而言,美欧的披露要求均不同程度地涉及了投票顾问的组织结构、专业资源、利益关系、合规制度及所采用的研究方法等信息;就后者而言,两大市场监管者均关注到投票顾问与客户、股东和上市公司之间现实或潜在的利益冲突,并要求其通过合规制度和信息披露加以管控。此外,美欧监管者也都申明了投资机构在聘用投票顾问时的相应义务。

与此同时,美欧的监管也存在某些差异。首先,欧盟的监管遵循“遵守并解释”理念,其规定原则性较强,对投票顾问的具体行为准则着墨较少,也未涉及上市公司预审权等争议较大的监管措施,体现出较强的“软法”(soft law)特征。此外,就机构投资者监管而言,欧盟要求机构投资者披露其聘用投票顾问的相关情况,相较于美国SEC要求机构投资者持续监督所聘投票顾问的规定更具可操作性。

## 五、何为规制投票顾问机构的更优路径?

综上,尽管程度与侧重点有所不同,美国和欧盟两大法域迄今为止对投票顾问机构的规制主要集中在信息披露、合规要求等公共监管措施。与此形成反差的是,即便在诉讼文化盛行、工商界对投票顾问机构批评不断的美国,针对投票顾问的私人诉讼也十分罕见。笔者认为,此种现象主要源自投票顾问服务的一大基本特征——表现可衡量性弱。理解了这一特征,有助于从理论上思考规制投票顾问机构的更优路径。

### (一) 投票顾问服务的特性:较弱的表现可衡量性

在研究委托—代理问题的经典文献中,代理人表现的可衡量性(measurability of performance)是决定委托人行为的重要因素。一般而言,如果代理人的表现容易被某些客观具体的指标衡量,则委托人更容易在事后评估代理人的表现,也更容易通过事后(ex post)激励或追责(私人诉讼本质上属于事后追责)的方式降低代理成本。反之亦然。<sup>(75)</sup>

具体到投票顾问这一特定的代理人,其表现的可衡量性无疑很弱。首先,缺乏客观具体的指标衡量投票顾问的表现。投票顾问一般宣称自己的目标是帮助机构投资者改善公司治理,提升公司长期价值。然而,影响特定公司股价和业绩的因素纷繁复杂,很难认为其涨跌是某一投票建议的结果。其次,即使选择股价等作为衡量指标,在投票建议与衡量指标之间建立因果关系仍然极为困难。因为投票顾问在理论上只承担顾问而非投票决策者的角色,故必须首先证明投票建议与机构投资者的投票

(75) Kathleen M. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, 14 Acad. Mgmt. Rev. 57, 62 (1989).

行为存在因果关系,才能证明投票建议与该衡量指标间存在因果关系,而这在法律上并非易事。<sup>(76)</sup>最后,公司治理标准存在的争议性和不确定性也进一步削弱了投票顾问表现的可衡量性。尽管良好的公司治理可增加公司价值似乎是常识,但就具体治理安排而言,“何为良好的公司治理”仍然众说纷纭(例如反收购措施究竟增加抑或减损公司价值)。如果投票顾问在某些争议问题上发表投票建议,很难在短期内评估这究竟是“好建议”还是“坏建议”。

鉴于上述原因,投票顾问表现的可衡量性很弱。<sup>(77)</sup>这可以说明:第一,作为一种事后追责机制的私人诉讼对规制投票顾问机构的作用有限。第二,公共监管在目前是更优的规制路径。良好的公共监管应聚焦于事前和事中,通过要求投票顾问进行信息披露、内控建设等手段促使投票顾问规范运营,提供客观独立的投票咨询服务。监管者应避免在事后凭借股价、财务业绩等短期指标简单评判投票顾问服务的优劣,并据此对其投票政策和投票建议实行过度监管与干预。

## (二) 作用有限的私人诉讼

在现有条件下,私人诉讼难以有效规制投票顾问行业。首先,与投票顾问具有直接合同关系的机构投资者是最合适的私人诉讼主体,但其诉讼意愿极其有限。不考虑诉讼的经济成本,单从法律角度而言,机构投资者需要证明自己的投票决定与投票顾问的建议存在因果关系,且基于投票建议的投票行为给自己投资组合的价值造成了损失。如前所述,证明这些因果关系颇具难度。退一步讲,即使机构投资者能够证明,诉讼本身也意味着其承认自己在投票时很可能并未履行对受益人的信义义务(表现为盲从投票顾问造成投资组合价值受损)。即便受益人和监管部门未以此追究其责任,其市场声誉也会遭受打击。因此,机构投资者并无动力通过几乎不可能成功的私人诉讼追究投票顾问的责任。

同样,对投票顾问怨言最重的上市公司管理层如欲兴讼(本质上属于侵权之诉),也须证明上述几乎不可能证明的因果关系。因此,针对投票顾问的私人诉讼成功几率趋近于零,投票顾问机构虽备受争议却极少面临私人诉讼也不难理解。

## (三) 若干公共监管措施的再思考

如前所述,美国与欧盟对投票顾问的公共监管仍处于起步探索阶段,基本框架虽已可见,但某些措施仍有进一步细化的空间,此外,欧美对信用评级机构已经实施的若干监管措施也可为此提供借鉴。

### 1. 信息披露

结合欧美目前的监管尝试,投票顾问需披露其组织结构、员工数量与资质、行为守则与内控制度、利益冲突与管控制度、信息来源、产生投票建议的规程与方法等信息,以便客户与利益相关方评估其专业性与独立性。此外,以下问题值得监管者在进一步制定规则时思考。

首先,在要求投票顾问披露其制定投票建议、评级意见所使用的方法与模型时,应在信息披露和正当商业利益保护之间求得平衡。欧盟《股东权利指令》只要求投票顾问披露其使用的方法与模型的“基本特征”即包含此种考虑。目前,SEC要求信用评级机构以简单明了的方式向投资者描述所使用

(76) 由于机构投资者负有对客户的信义义务,很多大型机构投资者不愿承认其完全根据投票顾问的建议投票。实证研究关于投票顾问对上市公司投票的影响程度争论不休,也从侧面反映了证明此种因果关系的困难。对相关实证研究的综述,参见 James R. Copland, David F. Larcker & Brian Tayan, *The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry*, available at: <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-72-big-thumb-proxy-advisory.pdf>。

(77) 常有论者将投票顾问与信用评级机构进行比较。后者的表现很容易通过债务人是否违约这一简单事实来衡量,投票顾问则非如此。See Asaf Eckstein, *Skin in the Game for Credit Rating Agencies & Proxy Advisors*, 7 Harv. Bus. L. Rev. 221, 256-260 (2017)。

评级技术的原理和局限、评级方法与模型变化的时间与影响等信息,以便投资者理解其评级过程。<sup>(78)</sup> 这种宽严适度的披露要求可资借鉴。

其次,欧盟2009年颁布的《信息评级机构监管规章》规定信用评级机构每六个月应当披露历史评级的违约率。<sup>(79)</sup> 此举意在使市场主体能够在事后评估评级机构的评级质量,从而激励评级机构提供更加准确可靠的信用评级。同样,对投票顾问也可考虑此种“回顾式”信息披露,要求投票顾问在股东投票结束后一段时间内,披露其投票研究报告,或至少将研究报告提交监管者备案检查。当然,监管者应当重点关注研究报告中明显的事实或逻辑错误,区分事实错误与观点差异,避免直接评判或干预投票顾问具体的投票建议及其背后的投票政策。

最后,在美国市场的代理投票权争夺或敌意收购等对抗性场合,相关参与方乃至新闻媒体、自媒体经常在股东投票前公布ISS等投票顾问的倾向意见(投票顾问不会事先公布其研究报告),且往往只引用投票顾问研究报告的只言片语甚至标题。<sup>(80)</sup> 批评者认为,这种“选择性公布”不利于广大公众投资者获得完整信息并加以评估,易对其产生误导。在美国司法实践中,已出现因代理投票权争夺一方误导性公布ISS和Glass Lewis的研究报告而产生的诉讼案例。<sup>(81)</sup> 为此,监管者应重申禁止虚假陈述的信息披露基本监管理念,要求交易当事方通过法定渠道公布相关信息,在出现相关传闻时及时澄清,以保护公众投资者。

## 2. 合规制度与利益冲突管控

投票顾问目前面临的利益冲突,主要来自于向上市公司提供咨询服务、对机构客户的股东提案发布投票建议及与自身股东的利益冲突。对此,监管者可借鉴信用评级机构监管中已采取的多种手段,包括但不限于:第一,要求投票顾问在机构投资者业务和上市公司业务之间建立严格的防火墙,建立不同法人实体分别经营两种业务,隔断两端人员、信息等流通,严格禁止投票顾问将其投票建议与上市公司是否购买其咨询服务挂钩。第二,明确利益冲突的披露标准。例如,可效仿欧盟对信用评级机构的规定,<sup>(82)</sup> 要求投票顾问定期披露前若干位(以来自于该客户的收入为标准)机构投资者客户和上市公司客户(如有)。当投票建议涉及上述客户的提案时,投票顾问须在研究报告中详细披露相关情况。第三,要求投票顾问设立独立的合规部门,制定并披露详尽的防止利益冲突规程,并采用独立董事制度防止其所有权结构可能带来的利益冲突。监管机构应重点监督投票顾问合规制度的执行情况,对违规行为严格处罚。

## 3. 尝试建立从业人员资格准入制度

目前,美欧的投票顾问监管尚未涉及从业人员资格准入要求,只有美国《改革与透明度法案》要求投票顾问披露其负责制订投票建议的员工数量。就目前情况来看,缺少具有足够专业资质与能力的

(78) 17 CFR 240.17g-7. 另可参见赵磊等《信用评级失灵的法律治理——美国次贷危机对中国的启示》,中国政法大学出版社2013年版,第222-223页。

(79) Regulation (EC) No 1060/2009 of The European Parliament and of The Council, Annex I, Section E, II, 1.

(80) 根据美国全国投资者关系协会(National Investor Relations Institute,简称“NIRI”)的不完全统计,2014年全年至2015年上半年美国资本市场中有103起类似的“选择性公布”事例,几乎均与代理投票权争夺、敌意收购等对抗性场合相关。NIRI, *SEC Proxy Advisory Services Roundtable*, File No. 4-670, available at: <https://www.sec.gov/comments/4-670/4670-17.pdf>.

(81) *Burkle v. OTK Assocs., LLC*, 2 F. Supp. 3d 519, 520 (2014). 被告OTK在征集代理投票权时发表声明,宣称ISS和Glass Lewis支持其改选董事会全部成员的主张,但两家投票顾问事实上只支持改选一半的现任董事。在随后的选举中落选的原董事Burkle向法院起诉要求重新选举。纽约南区法院最终以两家投票顾问的实际意见在同期其他媒体可见的理由驳回了Burkle的起诉,但本案至少说明在信息爆炸的当下,相关方利用选择性、误导性公布投票顾问意见的方式误导公众投资者的风险是真实存在的。

(82) Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council, Annex I, Section E, II 2(a).

从业人员,也是影响投票顾问服务质量的一大原因。<sup>(83)</sup>目前,SEC正在考虑对投资顾问从业人员实施考试准入与继续教育,<sup>(84)</sup>这一措施同样也可考虑适用于投票顾问机构专业从业人员,以提高其服务质量。

## 六、结论

在机构投资者日益成为资本市场主流投资者的当下,即便投票顾问机构的批评者也无法否认其降低机构投资者投票成本,便利机构投资者参与公司投票的作用。同时,投票顾问行业出现的弊病也表明:第一,机构投资者与投票顾问的相继出现使经典公司法理论中的“委托—代理”关系更加复杂:机构股东与上市公司管理层、机构投资者受益人与机构投资者、机构投资者与投票顾问、甚至上市公司与投票顾问之间都可能存在委托—代理关系,当代资本市场成为一个复杂的委托—代理网络,一些值得监管者关注的新型代理成本浮出水面。第二,公司法学者 Goshen 教授等近年提出了与经典理论中“代理成本”(agency cost)相对应的“本人成本”(principal cost)概念,认为正如管理层行使公司控制权会给公司带来成本(代理成本),投资者行使公司控制权也会给公司带来成本(本人成本)。<sup>(85)</sup>机构股东使用投票顾问服务而给上市公司带来的负面影响,或可为此理论提供一个有意义的注脚。

综上所述,投票顾问服务的特点决定了公共监管相较于私人执法是更优的规制路径。结合欧美目前的监管探索,要求投票顾问披露其权益结构、专业资源、利益关系、合规制度以及产生投票建议所采用方法模型的主要特征等信息,建立并实施完善的利益冲突与违规行为管控制度,制定与发行人沟通(非强制性)的规程并披露相关情况,都是值得肯定的监管举措。此外,“回顾式”信息披露、从业人员资格准入等措施也值得进一步尝试。公共监管应着眼于防范并惩戒投票顾问在信息披露、内控合规方面的违规行为,避免在事后简单地根据某些短期指标而过度干预投票顾问的投票建议与政策。在对投票顾问机构实施监管的同时,也应当要求机构投资者在行使投票权时履行对客户的信义义务,审慎分析投票顾问的建议,披露其聘用投票顾问的情况,并针对可能直接影响所管理投资组合价值的重大投票,披露是否采纳投票顾问的建议及理由,以便受益人评估机构投资者的勤勉尽责状况。

目前,投票顾问在我国尚属新鲜事物,相关实践较为罕见。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A股市场,以及境内机构投资者参与上市公司治理的深化,<sup>(86)</sup>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内地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>(87)</sup>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。<sup>(88)</sup>因此,国际投票顾问对A股

(83) 例如,根据ISS原股东MSCI集团2009年报,ISS在投票高峰季(3-7月)会聘请超过200名临时员工协助工作。Risk Metrics Group, Inc., Form-10K(2009), available at: [http://ir.msci.com/secfiling.cfm?filingID=1047469-10-1246&CIK=1295172#A2196648Z10-K\\_HTM\\_ITEM\\_1A](http://ir.msci.com/secfiling.cfm?filingID=1047469-10-1246&CIK=1295172#A2196648Z10-K_HTM_ITEM_1A).

(84) SEC, *Proposed Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers; Request for Comment on Enhancing Investment Adviser Regulation*, available at: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/ia-4889.pdf>.

(85) Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 Colum. L. Rev. 767, 829 (2017).

(86) 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。

(87) ISS, *China Voting Guidelines* (2018), available at: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/China-Voting-Guidelines.pdf>.

(88) 参见新浪财经《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》, <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hk-stocknews/2016-08-02/doc-ifxunyya3018668.shtml>.

市场公司治理的影响日益上升,而中国出现本土投票顾问机构也愈发必要。

针对未来可能在我国本土市场出现的投票顾问机构,前述欧美市场的主要监管思路与监管措施可为我国证券监管机构参考。同时,结合我国国情,以下几方面措施值得格外关注:第一,针对现有的制度空白与缺失,应着手构建更为完善的上市公司投票权征集制度,明确机构投资者行使投票权时所负的忠实勤勉义务,为投票顾问的运行提供基础制度框架。第二,鉴于我国资本市场以散户为主的结构特征,监管者应重点关注上市公司、机构投资者等当事方在股东投票前公开投票顾问研究报告与投票建议的情形,要求当事方(特别是上市公司)通过法定渠道披露相关信息,严禁虚假陈述,必要时可通过监管问询等措施要求相关方澄清事实,从而保护中小投资者。第三,针对资本市场诚信基础相对薄弱的现状,监管者应格外警惕此类机构可能存在的利益冲突,严打上市公司贿赂投票顾问“买建议”、投票顾问将投票建议内容与上市公司是否购买其他服务相挂钩等不当利益输送行为。最后,我国资本市场的进一步开放将导致境外机构投资者持有A股比例上升,证券监管部门和上市公司协会等行业自律组织应引导A股上市公司关注域外投票顾问的投票政策并尝试与之开展积极沟通。

## The Regulation of Proxy Advisors: Experiments and Lessons from the US and the EU

Guo Li & Zhao Yijun

**Abstract:** The proxy advisor is a new type of consulting service institution emerging in 1980s. Such practices are aimed at providing institutional investors with services like voting recommendations and governance ratings on their investee companies. In addition, some of them also provide corporate governance consulting services to the issuers. The influence of proxy advisors has been growing with the development of institutional investors as well as the perfection of corresponding regulations. However, criticism from stakeholders such as the management of public corporations never wanes, rather increasingly attracts the attention and intervention from both lawmakers and regulators of the US and the EU in the past decade. In light of such regulatory experiments overseas, the public regulation oriented towards proper information disclosure and effective management of conflict of interest is a better way to regulate proxy advisors than private actions. The lack of measurability of performance and of incentives for bringing lawsuits limits the use of civil actions at this area. Chinese regulators can draw insights from their American and European counterparts in the context of China's local market.

**Keywords:** proxy advisor; securities regulation; private action; public private coordinated enforcement; corporate governance; institutional investor

(责任编辑:倪鑫煜)