

# 美国投票顾问机构在上市公司治理中的作用及借鉴 ——聚焦美国投票顾问机构投票建议服务的分析

范黎红\* 马皓瑀\*\* 赵心茹\*\*\*

**摘要：**美国投票顾问机构的投票建议服务有助于保障股东合法权益，促进上市公司履行公司社会责任，但也存在利益冲突、投票建议质量欠佳、商业垄断以及过于宽泛的公司社会责任提案不当干预公司正常经营等弊端，为此，美国通过《投资顾问法》和修订《征集委托书规则》加以规范。我国可以由投保机构公开发布投票建议，为中小投资者和机构投资者提供可以信赖的公益服务，完善上市公司治理，并可以避免美国商业性投票建议服务存在的利益冲突、缺乏中立性等弊端

市场建立公益机构提供投票建议制度 即由投服中心就上市公司股东会议案公开发布投票建议的可行性

## 一、美国投票顾问机构投票建议服务产生的背景及具体动因

美国投票顾问机构的产生与发展 离不开美国上市公司治理环境 美国资本市场经过几个世纪的发展 较为成熟 其上市公司治理具有以下几个特点 公司所



息来源 上述规定促使机构投资者必须重视投票权的行使 但机构投资者往往持股分散 专注于如何在竞争激烈的市场获得更多的投资者注资 并无更多的时间和财务支出用于投票权行使问题的研究 往往将股东大会议案的分析及投票权行使问题委托投票顾问机构进行 股东积极主义风潮之下 股东积极行使提案权和表决权不仅仅涉及自身经济利益制度 例如管理者的薪酬制度 红利分配提案等 也涉及环境 社会 公司治理等议题 而监管部门的相关规定更促进了股东积极主义的兴起 例如 Say-on-pay 制度要求所有发行公司每三年至少由股东会就经营者薪酬进行一次咨询性投票

者客户 同时也供上市公司参考 便于上市公司主动采取完善上市公司治理的举措  
从投票建议涉及的内容来看 包括公司的经营方针 经营方案的调整 涉及董事选  
举 反收购措施的公司章程条款 特定董事人选的选举 董事薪酬方案 公司社会责  
任提案等

美国投票顾问机构提

标公司为广大股东进行长期价值创新降低目标公司的风险支持负责任的投资理念  
以及帮助机构投资者履行受托人行使投票权的职责提出可靠的责任独立和  
透明四个关键原则具体如下首先可靠原则上市公司和董事会对公司的足够  
有者股东负责包括董事会选举时应为股东提供评估董事和董事会上应该拥  
信息董事应当对投资者的意见做出回应股东在公司章程关键性条款上应该  
质的影响力其次责任原则发行人和投资者应认识到建设性参与社会治  
是上市公司的一种权利也是其应当承担的一种责任再次独立原则董事  
分独立以确保他们能够并有动力有效评估管理层的履职并确定管理层的薪  
有股东的利益服务最后透明原则公司应及时提供充分信息使股东能够了  
关键性问题做出知悉真情下的投票决定并在影响股东长期利益的实质  
股东提供与公司有效沟通的渠道

## (二) 美国投票顾问机构投票建议服务存在的负面效应

其一 商业性投票顾问机构往往存在利

顾问机构就环境或社会问题影响目标公司的公司治理时，易出现投票顾问机构拟维护的社会公共政策与股东的经济利益之间的冲突。公司管理层认为此类建议干扰公司管理层的正常商业经营决策。甚至有学者认为投票顾问机构可能会把美国的大公司变成社会工程的工具，并可能迫使企业不再继续为股东财富的最大化而努力。这可以说是美国经济危机的最大诱因。

综上所述，投票顾问机构在上市公司治理实践中扮演着越来越重要的角色。然而在

(二) 对投票顾问机构投票建议行为的监管  
在联邦证券法上 美国法上因对 征集 行为采取广义定义 凡是意图公开影响股  
东行使投票权的行为 都构成 征集

建议作为专业服务，并且该类建议独立于其他投资建议进行销售并收取服务的机构或个人，就有价证券之表决权行使、同意或授权事宜所为的建议，属于征集行为。SEC 在第 34-86721 号释令关于委托书规则对投票建议适用性的解释和指导中进一步明确，根据联邦证券交易法下的委托书规则，投票顾问机构提供的建议一般构成了一种征集行为。该规则授权 SEC 为公共利益或保护投资者制定必要或适当的规则和条例，管理此类征集行为。

其二，对利益冲突要求予以披露。该规则规定，投票顾问机构向机构投资者提供投票建议时，需要披露存在的利益冲突。例如，投票顾问机构投票建议的对象同时聘请该机构提供咨询服务；投票建议针对的股东大会议案与投票顾问机构的关联机构或客户有重大利害关系；投票顾问机构持有被建议公司股权或有人担任其董事等。这些情形都将使投票顾问机构身陷利益冲突。在该规定下，投票顾问机构必须在投票建议中就自身或其关联机构与判断该建议客观性相关之重大利害关系，以及用以判断是否存在这类重大利害关系之规则及程序，进行披露。

其三，设置允许目标公司要求获得相关建议并进行回应的机制。根据规则 14a-2 b 9 ii A，投票顾问机构须设置一定机制，使目标公司可以不晚于机构投资者取得投票建议报告时，投票顾问机构可以期待据此获得目标公司的回应。同时，当目标公司有反馈意见时，投票建议机构还应设立一定机制让被建议

通过的部分规则 主要是 不再要求投票顾问机构须在不晚于向其客户提交的时间  
向目标公司提交投票建议 也不再要求向客户提供一定方式使客户能够获得目标公  
司就投票建议的反馈

#### 四、美国投票顾问机构

部门的身份行使公益性监督权 以激活上市公司内部治理机制 维护中小股东合法权益和社会公共利益 而投服中心近年来开展的大量持股行权实践 也为公开发布投票建议积累了经验

其次 从域外投票顾问机构运作存在的问题侧面证明了我国投保机构公开发布投票建议具有独特优势 从域外的实践来看 美国商业性投票顾问机构的运作已经取得了实效 但也引发了不少质疑 这些质疑包括利益冲突影响中立性 委托者付费模式影响独立性 商业垄断影响服务质量的提升等 例如

业服务不同,除非涉及明显损害中小股东利益或者社会公共利益的事项,否则不宜过多介入上市公司商业性决策事项。而在投票建议的发布程序上,可以借鉴美国法投票建议规则的最新发展,并基于投保机构存在股东持股行权等多种介入上市公司治理的手段可供配合使用,并为目标公司即发行者提供事前获得相关建议信息的渠道。