



VOICE OF AMAC

(2021 年第 4 期，总第 163 期)

中国证券投资基金业协会

2021 年 6 月 30 日

机构投资者参与上市公司治理境外实践

【编者按】2020 年 10 月，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》（以下简称《意见》），要求提高上市公司治理水平，完善公司治理制度规则，健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式。《意见》的发布，充分体现了党中央、国务院对提高上市公司质量、促进资本市场健康发展的重视。提高上市公司质量、进一步规范公司治理，需要多方合力，充分借助市场的力量。本文对境内外资本市场机构投资者参与上市公司治理相关规则进行了梳理总结，对境外机构投资者的先行实践进行了归纳剖析，旨在为市场各主体在政策制定和工作实践方面提供有益借鉴。

一、境外机构投资者参与上市公司治理规则概况

机构投资者¹的积极参与可以促进资本市场整体治理水平提高，并使参与各方从中获益。为推动机构投资者主动参与上市公司治理，许多国家和地区搭建了专门的规则体系。其中，最具代表性和全球影响力的两类模式分别为美国模式和英国模式。

（一）聚焦投票规则的美国模式

在美国劳工部和证监会的推动下，美国构建了以参与股东大会投票为核心的机构投资者参与上市公司治理的机制，并辅以完整的、具有法律约束力的规则体系作为支撑。

为规范养老基金运作，美国劳工部于 1974 年颁布《雇员退休收入保障法》（Employee Retirement Income Securities Act of 1974）。该法案明确提出，受政府约束的养老基金都需要参与上市公司股东大会投票，切实履行其对委托人的信义义务。此后，美国劳工部多次在公开信件或文件中强调受托管理养老金的机构应参与上市公司投票、制定明确的投票标准²等；同时，就机构投资者应如何参与上市公司投票、履行信义义务，做出了指导和说明。在劳工部的积极影响下，美国证监会也开始主动作为。2003 年，美国证监会发布《机构投资者代理投票的规则》³，作为对 1940 年《投资顾问法》⁴

¹ “机构投资者”可以划分为两类，一类为“资产所有者（Asset owner）”，一般指养老金、保险公司、投资信托等吸纳并持有资金，但主要并不进行直接投资，而是委托其他资产管理机构代为投资的机构投资者。另一类为“资产管理者（Asset manager）”或“资管机构”，指直接管理投资组合、进行日常经营决策的机构投资者，例如境内的公募基金、私募基金、保险资管、银行理财子公司等。

² 投票标准指机构投资者事先设立的，针对不同类型的股东大会审议事项将如何表决的指导性文件。境外一般称作 voting policy/guidelines。

³ Proxy Voting by Investment Advisers，2003 年 3 月 10 日生效。

⁴ Investment Advisers Act of 1940。

中投资顾问为客户代理投票⁵内容的细化和补充⁶，并于同年发布了《投资公司投票政策与投票记录的披露规则》⁷。自此，美国明确了有关机构投资者通过投票参与上市公司治理的要求，主要包括：

一是投资顾问必须履行信义义务，负责任地进行投票。除非行使投票权“所带来的成本显著超过收益”，或因为客观原因无法投票，投资顾问均应参与上市公司股东大会投票。

二是投资顾问应向投资者披露针对每个上市公司议案的投票结果、避免利益冲突的具体步骤以及行使投票权的留痕记录等信息。凡在美国注册的投资顾问公司，需要在当年的8月底之前，向美国证监会提交 N-PX 表格⁸，并在其中详细记录公司管理的各基金产品在前一年7月初至当年6月末之间的上市公司股东大会投票情况，相关信息会在美国证监会的网站公开披露。

三是投资顾问应制定并提前披露针对不同股东大会事项的投票标准。投票标准中应明确就包括但不限于公司活动（如合并和收购交易、解散、转型或整合等）或竞争性董事选举等特定事项进行投票时需要考虑的主要因素。同时，投资顾问需要评估对所有投票采用统一的投票标准和程序是否符合每个客户的最佳利益。

⁵ 代理投票，即 Proxy Voting，指投资顾问（也可延伸至更广义的机构投资者范畴）接受出资人的委托，代表出资人进行股东大会投票的行为。

⁶ 具体为：第一，新增了 206(4)-6 条款（rule 206(4)-6），该条款为专门针对代理投票相关内容的规定；第二，对 204-2 条款（rule 204-2）进行了修改，该条款主要涉及与参与股东大会投票记录保管相关的内容。

⁷ Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies，2003 年 4 月 14 日生效。

⁸ N-PX 表格，即 SEC Form N-PX。共同基金和其他各种注册投资公司需要在该表格中填写自身代理投票的情况，并提交给美国证监会。

2008 年金融危机之后，为规范金融市场，美国政府进一步于 2010 年通过了《多德·弗兰克法案》⁹，要求上市公司定期将公司高管薪酬提交股东大会进行投票（Say on pay¹⁰）。美国政府希望借助机构投资者行使投票权来监督和约束上市公司的薪酬问题，推动形成上市公司和机构投资者的良好互动机制。

综合来看，美国对机构投资者参与上市公司治理的要求主要集中在行使投票权方面。

（二）以英国为代表的尽责管理准则模式

英国制定了专门的尽责管理准则¹¹以约束、规范和引导机构投资者参与上市公司治理的所有行为，由机构投资者自主决定是否成为准则的签署方以受准则约束。在 2008 年全球金融危机的背景下，英国对银行体系的公司治理问题进行了反思，并通过研究发现机构投资者的干预将有效控制银行的过度风险行为，防范银行系统危机的发生。基于此，英国于 2010 年发布了第一版尽责管理准则。此后，在对准则进行持续评估的基础上，英国于 2012 年和 2019 年两次对该准则进行了修订，着重强调注重长期投资、关注环境与社会因素、切实执行尽责管理等内容。

英国模式更为广泛地被其他国家和地区所采纳，如表 1 所示，截至 2020 年底，全球一共有 21 个国家和地区发布了

⁹ 《多德-弗兰克法案》，全称为《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，该法案强化了美国的金融监管，强调金融稳定和消费者保护。

¹⁰ Say on pay 指美国上市公司董事会应就高管薪酬提出不具约束力的（non-binding）、建议性（advisory）的议案，供股东审议。

¹¹ 尽责管理准则，即 Stewardship Code，是关于机构投资者作为公司股东，应如何在参与上市公司治理的过程中有所作为、践行尽责管理行为的纲领性指导原则。

当地的尽责管理准则。尽管这些准则在内容上存在一定差异，但都旨在通过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地互动，以促进上市公司治理水平的提升。我们对这些准则进行了归纳分析。

表 1 全球地区性尽责管理准则一览（截至 2020 年 12 月）

国家/地区	准则名称	首次发布年份	是否强制执行	发布主体	发布主体类别
英国	The UK Stewardship Code	2010	否	Financial Reporting Council (FRC)	监管机构
加拿大	Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement	2010	否	Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)	行业组织
欧盟	EFAMA Stewardship Code	2011	否	European Fund and Asset Management Association (EFAMA)	行业组织
荷兰	Dutch Stewardship Code	2011	否	Eumedion	行业组织
南非	Code for Responsible Investing in South Africa	2011	否	Institute of Directors Southern Africa	第三方
瑞士	Guidelines for Institutional Investors	2013	否	Swiss Association of Pension Fund Providers	行业组织
日本	Principles for Responsible Institutional Investors	2014	否	金融厅	监管机构
马来西亚	Malaysian Code for Institutional Investors	2014	否	Securities Commission Malaysia & Minority Shareholder Watchdog Group	监管机构
意大利	Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies	2015	否	Assogestioni	行业组织
巴西	AMEC Stewardship Code	2016	否	Association of Capital Markets Investors (AMEC)	行业组织
肯尼亚	Stewardship Code for Institutional Investors	2015	否	Capital Markets Authority	监管机构
丹麦	Stewardship Code	2016	否	The Committee on Corporate Governance	监管机构

中国香港	Principles of Responsible Ownership 负责任的拥有原则	2016	否	证券及期货事务监察委员会	监管机构
中国台湾	尽职治理守则	2016	否	台湾证券交易所	监管机构
新加坡	Singapore Stewardship Principles for Responsible Investors	2016	否	Stewardship Asia	第三方
韩国	KCGS Stewardship Code	2016	否	Korean Corporate Governance Service (KCGS)	第三方
美国	ISG Stewardship Framework for Institutional Investors	2017	否	Investor Stewardship Group (ISG)	行业组织
泰国	Investment Governance Code for Institutional Investors	2017	否	Securities and Exchange Commission	监管机构
澳大利亚	Principles of Internal Governance and Asset Stewardship	2017	是	Financial Services Council (FSC)	行业组织
	Australian Asset Owner Stewardship Code	2018	否	Australian Council of Superannuation Investors	行业组织
印度	Guidelines on Stewardship Code for Insurers	2017	是	Insurance Regulatory and Development Authority	监管机构
	Common Stewardship Code	2018	是	Pension Fund Regulatory and Development Authority	监管机构
	Stewardship Code for All Mutual Funds and All Categories of AIFs, in Relation to Their Investment in Listed Equities	2019	是	Security and Exchange Board of India (SEBI)	监管机构
俄罗斯	Principles of Responsible Investment	2020	否	Bank of Russia	监管机构

资料来源：紫顶研究

1、核心条款方面

纵观各国或地区的尽责管理准则，其核心内容均为针对机构投资者的指导性原则，并辅以若干具体实施指引。我们将各尽责管理准则的常见条款总结划分为两类，即**必备条款**

和或有条款。

必备条款明确了基本的尽责管理行为范畴，是现行所有尽责管理准则的共有内容，仅在具体表述方面存在细微差异。主要内容包括：

(1) 投票权行使。机构投资者应制定投票标准，行使投票权，并披露其投票行为。

(2) 上市公司监督与沟通。机构投资者应监督上市公司治理，并就其关切的重大问题与上市公司进行沟通。

(3) 利益冲突处理。机构投资者应充分说明，在践行尽责管理行为时，将如何处理利益冲突问题。

(4) 尽责管理行为披露。机构投资者应制定政策说明将如何践行尽责管理，并定期披露其尽责管理行为。

或有条款仅在部分地区的尽责管理准则中出现，因对尽责管理的理解有所不同，各地区基于因地制宜的原则，设置了不同的条款。主要内容有：

(1) 集体行动。在必要时，机构投资者可与其他投资者联合行动，与上市公司沟通或对股东大会议案事项表达意见。已制定尽责管理准则的国家或地区中，约 2/3 的国家和地区设置了鼓励集体行动的条款。

(2) 升级措施。机构投资者应明确在何种情况下，会采取更加激进的措施，以捍卫股东利益。因不同国家或地区的审慎程度不同，约 1/4 的国家和地区设置了关于升级措施的条款。

(3) ESG¹²与可持续发展。机构投资者应将可持续发展

¹² ESG，即环境、社会责任和治理（Environmental, Social, and Corporate Governance）。

或 ESG 因素纳入到其投资分析和决策框架中。2015 年之后发布的尽责管理准则都纳入了可持续发展的相关内容，英国、日本也在后续准则更新时纳入了可持续发展或 ESG 的内容。

(4) 资产所有者相关内容。资产所有者在监督资产管理机构践行尽责管理方面应起到积极作用。资产所有者作为重要的市场力量，可以更好地推动资产管理机构开展尽责管理。资产所有者的积极作为既能解决资产管理机构的激励问题，也能缓解监管部门的压力。超过 1/4 的国家和地区设置了该项内容。

(5) 第三方机构相关内容。投票咨询机构¹³等第三方机构应以透明、负责的方式出具投票意见等服务。英国、日本、肯尼亚三个国家设置了该项内容。

(6) 机构投资者知识要求。机构投资者应具备参与上市公司治理相关的能力与知识储备。本条款仅在日本和韩国的准则中有所体现，这两个国家对机构投资者参与治理提出了较高要求。

2、实施路径方面：强制或非强制

大多数国家或地区的尽责管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“解释或遵守”¹⁴相关规则。但实践中，包括印度、澳大利亚在内的国家选择将尽责管理准则设置为强制性规则。

针对资产管理者和资产所有者，澳大利亚的监管机构推

¹³ 投票咨询机构，即 Proxy advisor 或 Proxy advisory firm，其专门就上市公司股东大会议案事项提供分析报告、出具投票意见，供机构投资者参考。

¹⁴ “解释或遵守”，即 Comply or explain 或 Apply or explain。对于准则中的条款，机构投资者应尽量遵守或付诸实践；但如果不能做到，则做出解释即可。

出了两套不同的尽责管理准则。其中，针对资产管理者的准则¹⁵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项尽责管理准则，分别为 2017 年由保险业监管机构发布的针对保险公司的尽责管理准则、2018 年由养老金监管机构发布的针对养老金的尽责管理准则、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）的尽责管理准则。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。

综合来看，更多国家或地区的监管机构选择通过制定尽责管理准则的方式，即英国模式，以推动当地的机构投资者参与上市公司治理；相较而言，构建具有法律约束力规则体系的美国模式，效仿者与追随者则相对较少。一方面，美国模式发端于 20 世纪 70 年代，其产生与发展有其独特的历史轨迹，并不一定适用于其他资本市场。特别是美国劳工部与证监会等政府机构的推动对美国模式的完善与发展发挥了不可或缺的作用，并深刻影响了资产管理机构的行为。因此，即使 2017 年美国的行业组织投资者尽责管理协会¹⁶发布了美国本土的尽责管理准则，但其产生的影响力远远无法与政府机构推出的规则体系相提并论。另一方面，英国的尽责管理准则作为全球首份准则，其推出的时间更早，内容表述更为宽泛，具有较强的灵活性，对其他国家或地区的资本市场而

¹⁵ Principles of Internal Governance and Asset Stewardship, 于 2017 年由澳大利亚的资产管理机构行业协会 The Financial Services Council 发布。

¹⁶ 投资者尽责管理组织，即 Investor Stewardship Group (ISG), ISG 于 2017 年联合 70 余家美国本土及国际机构投资者发布了 Stewardship Framework for Institutional Investors。

言，参考价值与可复制性更强，更易被当地监管机构接纳吸收。从实际来看，在制定本国家或地区规则时，各地的监管机构会综合考虑预期实施效果、当地投资者情况以及资本市场发展阶段等实际因素，选择最适合的实施路径。

二、境外机构投资者参与上市公司治理的实践情况

通过公开资料研究、问卷调研、一对一访谈等形式，我们对 13 家¹⁷境外机构投资者进行了深入研究。这些机构所管理的资产规模位于世界前列，以主动投资风格为主，在参与持股上市公司治理领域均有数十年的实践经验。由于这些机构投资者在全球进行资产配置，其投资过程必须遵守多个国家或地区的监管要求，因此，在参与上市公司治理领域，这些国际机构投资者并不是简单地遵照英国模式或美国模式，而是往往会施行最为严格的标准以积极参与上市公司治理，并在其官网明确披露其遵守执行了哪些国家或地区包括尽责管理准则在内的监管要求。

（一）完善的组织架构和配套支持

1、完善的组织架构

从境外实践来看，行使投票权、与上市公司沟通等在内的工作，通常由专职的部门或团队（统称为“尽责管理团队”）负责。因机构特色不同，如富达国际¹⁸等部分机构选择将该团队设置在投资体系中；另一部分机构为确保尽责管理团队

¹⁷ 13 家境外机构分别是：贝莱德（BlackRock），法巴银行资管（BNP Paribas Asset Management），荷宝基金（Robeco），荷兰汇盈资管（APG），瑞银资管（UBS Asset Management），英仕曼集团（Man Group），富敦资管（Fullerton Fund Management），摩根大通资管（JP Morgan Asset Management），加拿大养老基金（CPPIB），挪威央行投资基金（NBIM），景顺资管（Invesco），富达国际（Fidelity International），施罗德集团（Schroders Group）。

¹⁸ 富达国际（Fidelity International），截至 2020 年 6 月，富达国际的资产管理总规模超过 4370 亿美元，其该机构风格以主动投资为主。

不受投资团队影响，将其独立于投资团队，以提高独立性，避免利益冲突，如全球最大的资产管理机构贝莱德¹⁹。但无论何种架构，尽责管理团队的最终负责人基本都是机构内级别最高的首席投资官或首席执行官²⁰。值得关注的是，成熟资本市场的机构投资者，通常会设立代理投票委员会²¹，负责监督投票执行的相关工作。

2、健全的配套制度

为确保有效参与上市公司治理，境外机构会制定一系列配套制度，主要包括：

(1) 参与上市公司治理的相关政策。总括性说明将如何遵守并执行其所在市场的尽责管理准则或其他相关法律法规。

(2) 投票标准或指引。明确行使投票的方针、程序和详细标准等，在对持股上市公司相关数据充分收集、分析、深入评估的基础上形成投票意见。很多境外机构不仅有全球统一的投票标准，也会针对不同市场制定相应的投票标准，并定期更新，如贝莱德、法巴资管等。

(3) 信息披露制度。明确以何种方式和频率披露参与上市公司治理工作的相关信息，保障信息披露的透明性和公正性。

(4) 利益冲突管理制度。对于因存在与持股上市公司

¹⁹ 截至 2020 年 6 月 30 日，贝莱德在全球管理的总资产达 7.32 万亿美元，其中被动型投资占比超过 60%。

²⁰ 首席投资官，即 Chief Investment Officer；首席执行官，即 Chief Executive Officer。

²¹ 代理投票委员会，即 Proxy Voting Committee，其职责主要包括：一是监督代理投票的流程；二是定期审阅评估机构内部的代理投票标准；三是将日常执行投票的权利授予给相应的工作人员；四是当特定的上市公司或特定的议案与机构本身有实在或潜在的利益冲突时，决定最终如何投票。

相关的机构利益而无法忠诚维护其投资受益人最大利益²²的情况，制定详尽的利益冲突管理制度。

(5) 内幕信息管理制度。包括不同部门之间如何建立信息防火墙，尤其是如何确保因与上市公司沟通而获得的非公开消息不被用作交易而获利，和应对相关风险的合规及报告流程。同时，机构内部应定期就内幕信息管理制度组织员工培训。

(二) 积极行使投票权并主动与上市公司沟通

1、积极开展投票实践

境外机构通常会明确并公开其是否参与持股上市公司股东大会投票的标准。这些标准一般分为两类：一类是机构明确表示会参与其所有持股上市公司股东大会的投票，如贝莱德、挪威央行投资基金等，境外机构普遍选择此方式进行投票；另一类则是根据持股比例、持有市值等制定硬性标准判断是否应参与投票，一旦满足该标准，则必须参与投票，如法巴资管等。

通常，境外机构会采购第三方机构的投票咨询服务。第三方机构提供的服务主要包括：为机构提供定制化的投票标准；围绕股东大会的内容提供研究及投票建议；提供代理投票的电子管理系统，若收到机构指令，也可代为执行投票；保留投票记录等相关信息等。通过利用第三方机构的服务，机构投资者可以保证投票意见的稳定性及一致性，同时满足

²² 美国证监会（SEC）2003年发布的 Proxy Voting by Investment Advisors 文件中指出，投资顾问代理投票的方式可能会因各种利益冲突而受到影响。例如，投资顾问（或其附属机构）为上市公司管理养老金计划、员工福利计划等，或向上市公司提供经纪、承保、保险或银行服务，而该公司的管理层又向投资顾问游说投票。如果投资顾问未投票支持管理层的决策，可能会损害其与公司的关系。投资顾问还可能与代理权争夺的参与者、上市公司董事或董事候选人有商业或个人关系。例如，投资顾问的高管的配偶或其他近亲，也可能在上市公司担任董事或高管。

监管对利益冲突风险管理的要求²³。

2、主动与上市公司开展沟通

在成熟市场的实践中，围绕参与上市公司治理，机构通常出于以下原因，主动与持股上市公司联系和沟通：

(1) 告知上市公司其进行投票的原则；

(2) 要求上市公司对重要议案尤其是投资者可能投出反对票的议案进行说明，就公开信息与上市公司进行确认；

(3) 了解、明确上市公司战略、管理等情况以及同行业的相关指标；

(4) 确认上市公司面临的潜在风险以及增长机遇，了解上市公司计划如何应对未来的风险与机遇等；

(5) 了解监管政策对上市公司的潜在影响与挑战。

其中，就股东大会提案事项与上市公司进行沟通，是最为常见的原因。

(三) 适时采取升级措施

若与上市公司正常沟通没有成效，境外机构投资者还会择机采取升级措施，推动公司做出改变。这些措施包括：**一是**联合其他投资者进行沟通及干预，并就重要事项共同向上市公司董事会及管理层表达意见、施加影响；**二是**在举行股东大会前发表公开声明；**三是**在股东大会上提起议案，推动公司做出改变；**四是**召开临时股东大会以开展股东行动，如提议更换董事会成员甚至罢免全部董事会；**五是**直接卖出持

²³ 境外监管一般认为，当机构投资者根据第三方机构的意见来进行股东大会投票时，可以较好地规避自身的利益冲突。例如美国证监会在 2004 年给第三方机构 Egan-Jones Proxy Services 的公开信中提到，如果独立第三方根据其事先制定好的投票标准出具投票意见，投资顾问再按照此意见进行投票，可以视为其有效处理了利益冲突问题。

<https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm>

有的股份。在极端情况下，若所有的沟通及联合行动均失效，且上市公司涉及欺诈等行为时，机构投资者会选择集体诉讼的方式，维护自身权益。

（四）定期信息披露

除美国外，大多数境外规则以原则性指引的形式要求机构投资者对外披露参与上市公司治理的信息，但并未具体要求披露到何种程度。因此，机构投资者在披露方式和程度上有一定自主空间²⁴。在披露内容上，机构通常会重点披露以下三类内容：

一是参与股东大会投票的情况。境外机构普遍会在完成上市公司股东大会的投票后，对投票结果进行披露，同时简要说明投票理由²⁵。部分机构对参与上市公司治理的重视程度极高，会以季度回顾（Quarterly Review）的方式，详尽披露其在上一季度的重点投票情况，尤其是投出反对票的案例及理由。

二是关于参与上市公司沟通的披露。机构投资者会重点披露两类信息：全年累计参与上市公司沟通的次数及对应的主题，选择性披露部分与公司沟通的具有代表性的案例，以展示机构参与沟通的背景、目的以及取得的效果。

三是关于第三方机构的使用。机构投资者普遍披露是否使用了第三方机构的服务，以及服务提供方的详细信息、服

²⁴ 美国除外。在美国注册登记的投资公司（Investment Company）均需以注册的公司为单位，每年按照 N-PX 表格的详细指引，向 SEC 汇总提及本公司名下各基金产品（Portfolio）的投票情况。但美国的大型资管机构除满足监管部门的底线要求外，往往也会再单独和系统地披露本机构的总体投票、参与治理等尽责管理的情况。

²⁵ 从实践来看，境外机构无论是赞成或是反对股东大会议案，都会附上一定的投票理由说明。如遇到市场争议较大的议案，境外机构往往还会花费较多的篇幅对该次投出赞成或反对票的逻辑进行展开说明。

务范围、如何使用其服务及对第三方服务的依赖程度。

三、境内机构投资者参与上市公司治理的基本情况

（一）规则体系

1、行政监管层面

2018年，中国证监会修订了《上市公司治理准则》（以下简称《准则》），专门设置了第七章“机构投资者及其他相关机构”，其中第七十八至八十条均为与机构投资者相关的内容，主要包括：**一是**明确中国语境下的机构投资者定义，具体为社会保障基金、企业年金、保险资金、公募基金的管理机构和国家金融监督管理机构依法监管的其他投资主体等；**二是**明确态度，鼓励机构投资者作为上市公司股东，通过依法行使表决权、质询权、建议权等相关股东权利，合理参与公司治理；**三是**阐明机构投资者参与公司治理的主要途径，即参与重大事项决策，推荐董事、监事人选，监督董事、监事履职情况等；**四是**鼓励机构投资者做好参与治理方面的信息公开工作，即公开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。

《准则》借鉴经济合作与发展组织（OECD）《公司治理原则》内容，衔接各项已出台的规范和标准，同时为后续出台配套政策提供指导。整体来看，《准则》对机构投资者参与上市公司治理起到了承上启下、提纲挈领的作用。

2、自律管理层面

2012年，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布了《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》（以下简称《指引》），指导基金管理公司代表其管理的

证券投资基金对外行使投票表决权行为：

一是明确基金管理公司应当制定行使投票表决权的相关制度，规范了行使表决权的制度内容，列举了可能对持有人利益产生实质影响的重大事项；二是强调基金管理公司行使投票表决权，应当建立的授权制度、利益冲突判断原则、标准、处理程序及监督机制，防范行使投票表决权中的利益输送行为；三是规定基金管理公司应当履行的投票表决信息报送职责，明确向协会报送投票具体情况，以及违反《指引》可能受到的自律措施。

《指引》是境内较早关于机构投资者参与上市公司治理的自律规则，有效督促了公募基金行业积极参与上市公司治理，促进了公募基金行业忠实履行受托人义务，加强对基金份额持有人合法权益的保护。

（二）境内机构投资者实践情况

除新设公司外，大部分基金管理公司均根据《指引》制定了代表基金行使投票表决权的制度和流程，一般为：首先，由研究人员搜集、研究基金持仓上市公司的股东大会表决议题相关的信息，并提出投票建议；随后，由基金经理结合投票建议在研究论证的基础上，独立提出相应的投票意见；最后，研究部、投资部等相关部门或投委会批准投票意见并经监察稽核部合规审核之后，由指定人员进行现场或者网络投票，并留痕备查。

随着中国资本市场国际化水平的提升以及《准则》的发布，部分基金管理公司愈发认识到作为机构投资者开展尽责

管理、积极参与持股公司治理的重要性。在调研的 10 家²⁶基金管理公司中，有 7 家机构加入了联合国负责任投资原则组织，有 6 家机构设立了专门的部门或 ESG 工作小组来负责参与上市公司治理相关工作，并在相关领域做出不少工作和探索。

四、结语

从成熟资本市场的经验来看，机构投资者参与上市公司治理的实践，是随着市场的不断发展而逐步完善的，境外实践为我国资本市场提供了有益而充分的借鉴。但是，我国资本市场有其自身发展阶段特点，为持续推动我国上市公司治理改善，需要市场各方主体结合国情，不断调整、完善制度，并在以下方面做出持续努力：

第一，基于最新的上市公司治理准则，完善现有规则体系。无论是前述英国模式还是美国模式，在规范机构投资者参与上市公司治理的长效制度形成过程中，都充分考虑了本国资本市场的实际情况，并在实践中经历了持续的调整。基于我国资本市场的发展阶段，适时推出针对境内机构投资者参与上市公司治理的相关规则，能够为机构投资者参与公司治理提供有力支撑。

第二，在规则体系的基础上，进一步完善机构投资者参与公司治理的配套设施。一方面，机构投资者内部应进一步完善参与上市公司治理的相应工作流程，并积极制定包括明确的投票标准、参与公司沟通政策、利益冲突管理政策、信息披露政策等相关规则；另一方面，研究包括投票咨询机构、

²⁶ 本次调研的 10 家国内公募基金管理公司包括：易方达基金、华夏基金、南方基金、景顺长城、华宝基金、广发基金、摩根华鑫、博时基金、富国基金、银华基金。

ESG 数据提供商等第三方市场机构的作用，探索其为机构投资者提供参与上市公司治理服务的可能性。

第三，充分发挥多方力量，打造积极参与公司治理的良好氛围。包括养老金、保险资金等在内的资产所有者对公司治理的重视与关注，将成为机构投资者积极参与治理的动力源泉之一；监管机构对部分优秀机构投资者最佳实践的鼓励与宣传、对上市公司的培训与指导，都将为营造良好的市场氛围提供巨大助力。

我们坚信，未来我国机构投资者会逐渐认识到参与上市公司治理的重要价值，并采取更加积极的态度与有力的措施管理其享有的上市公司股东大会投票权，主动与上市公司进行沟通，为提高我国上市公司治理水平而不懈努力。

【本文由紫顶（北京）企业服务有限公司唐淑薇、胡至臻供稿，中国证券投资基金业协会公募部肖明岳、研究与统计专项小组胡刚伟审校】