

# 投资者保护机构公开征集股东权利的法律规制

范黎红

(同济大学法学院, 上海 200092)

**摘要:** 投资者保护机构公开征集股东权利, 是通过行使私法上的权利实现公益目的, 具有积极意义。但应当合理界定其介入上市公司治理的限度, 防止出现投保机构对上市公司治理的不当干预。为此, 投保机构公益性征集可适用的议决事项应当在尊重公司自治的基础上, 结合是否涉及中小股东权益保护以及社会公共利益, 并考量公益股东具体行权手段的匹配性加以厘定。具体制度上, 应进一步完善投保机构征集股东提案权、公益征集的信息披露规则等。

**关键词:** 投资者保护机构; 征集股东权利; 投票权; 提案权; 公司治理

**Abstract:** While the investor protection institution solicits shareholders' rights openly, it realizes public welfare purposes by means of the rights of private law, which has positive significance. However, to prevent improper intervention of the investor protection institution in the governance of listed companies, it is necessary to reasonably define the limits of its intervention. Therefore, on the basis of respecting the autonomy of the company, the applicable items of the solicitation of the investor protection institution should be determined by considering whether they involve the protection of the interests of minority shareholders and social public interests, and considering the matching of the specific exercise means of the public interest shareholder. In terms of specific system, it is necessary to further improve the rules of soliciting shareholders' proposal rights as well as the information disclosure rules.

**Key words:** investor protection institution, solicitation of shareholders' rights, voting rights, proposal rights, corporate governance

**作者简介:** 范黎红, 法学博士, 同济大学法学院副教授, 研究方向: 公司法、证券法。

**中图分类号:** DF438.7 **文献标识码:** A

公开征集股东权利被视为公司股东积极参与公司治理的一种重要方式。2021年6月17日中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)首例征集投票权案例<sup>1</sup>, 引起业界广泛关注。投服中心作为投资者保护机构(以下简称投保机构)公开征集股东权利, 是通过行使私法上的权利实现公益目的, 具有特殊性。2021年12月中国证监会正式颁布的《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》(以下简称《暂行规定》)为公开征集股东权利的规范运作提供了制度支持, 但未对投保机构公开征集的特殊性予以特别关注。因此, 有必要在《暂行规定》的基础上, 进一步廓清投保机构征集股东权利的特殊功能定位, 分析潜在的法律问题, 并从《公司法》和《证券法》的角度完善相关制度, 以促进该机制在我国证券市场更好地发挥作用。

## 一、投保机构公开征集的功能定位及相关法律问题

### (一) 投保机构公开征集股东权利的性质和特点

公开征集股东权利是指征集主体通过公开发布股东权利征集材料, 取得上市公司股东的同意将投票权、提案权等股东权利委托给征集者行使, 以实现征集者对股东大会待决事项参会表决率之期待或者特定的表决意愿。《美国1934年证券交易法》第14节(a)(b)(c)款将其称之为“proxy solicitation”, 其中“proxy”意为“股东的授权”或为“委托书”, 结合美国联邦证券交易委员会(以下简称SEC)颁布的征集委托书规则, 股东的授权包括代为行使提案权、表决权。“solicitation”一词包含“公开征集”之意。我国公开征集股东权利的概念经历了

二十余年的演化，2019年《证券法》第90条将被征集的权利对象拓展到提案权、表决权等股东权利。《暂行规定》延续了这一表述，这有助于征集者充分利用提案权和表决权等股东权利参与上市公司治理。同时，《暂行规定》对“公开征集”进行明确界定，意为“公开主动请求”，从而将“非公开”“非主动征集”的情形排除在外。

作为证监会直接管理的公益性投保机构，投服中心持有沪深两市上市公司的股份，具备《证券法》第90条规定的征集主体资格。一方面，投服中心具备“第三部门”的性质。“第三部门”是在传统“国家-市场”二分法基础上和建构市民社会的需求基础上发展起来的观念<sup>2</sup>，是指除了私人部门和政府以外的其他参与社会治理的组织。投服中心是公益性公司制法人，受证监会委托参与资本市场治理，提供保障中小投资者合法权益的公共福利产品，具备第三部门的特征。另一方面，与多数市场自发形成的“第三部门”不同，投服中心又具有体制内属性。我国证券市场是在政府主导、政策驱动下设立并发展起来，投服中心由证监会直接管理，具有“半官方”色彩。投服中心承担政府交付的公益性社会服务任务<sup>3</sup>，为维护中小投资者权益持股行权、支持诉讼或提起证券代表人诉讼以及提供调解服务等。

既不同于行政监管的介入，又不同于以盈利为导向的股东权利征集，投保机构征集股东权利有自身的特点，主要包括：其一，征集目的具有公益性。这就决定了征集目的不在于获得公司控制权，而在于规范上市公司运作、促进上市公司承担社会责任等。同时，投保机构的法定地位及其作为中小投资者利益“代言人”的职能，使其征集天然存在市场示范效用。其二，行权手段上，是通过行使私法上的股东权得以实现。投保机构采用市场化手段进行征集，是通过集合公众投资者私益的过程间接实现公益目的，因而能否取得成功必须建立在被征集主体“同意”的基础上。这一机制与“第三部门”受行政监管部门所托代行的行政监督权存在本质差别，必须经受市场的考验。值得注意的是，投保机构通过征集股东权利在保护中小投资者私益的同时间接实现社会公共利益，导致了其与普通股东进行的股东权利征集存在差异。因此，尽管《中证中小投资者服务中心持股行权工作规则(试行)》(以下简称《行权规则》)强调

投服中心行权时的股东身份，并将其与行政监管、自律监管在内的监管权相区别，但该股东权的行使仍然无法脱离其承载的公益目的。其三，介入目标的选择具有个案性。投保机构的公益性征集着眼于整个资本市场的公司治理痼疾，但其股东权行使的方式决定了只能个案介入。相应地，目标公司的选择、征集所涉事项的确定，虽具有个案性和自由裁量空间，但因承载一定的社会公共利益目标又具有特殊性。这就需要考量个案介入中小投资者私益与投保机构所实现的公益能否充分“链接”问题。综上，投保机构征集股东权利具有特殊性。相应地，在证券市场应予以特殊的功能定位。

## (二)投保机构公开征集股东权利的功能定位

投保机构公开征集股东权利的功能定位，应放在我国资本市场上市公司治理的环境下考察。尽管经历了三十余年的发展，我国上市公司仍然存在大股东“一股独大”等现象，大股东侵害中小股东权益时有发生，亟需系统性的法律规制。规范上市公司运作，首先依赖公司治理机制发挥作用，既包括公司股东作为剩余索取权者积极行使股东权利，发挥公司内部治理机制的作用；也包括外部股东通过投票权竞夺、要约收购等公司外在治理机制发挥监督作用。其次，依赖国家公权力介入上市公司治理，包括设立上市公司治理的相关法律制度，行政监管部门对上市公司及其实际控制人损害中小股东权益的行为予以行政处罚，以及司法裁判强化控制股东、董、监、高民事损害赔偿责任等。第三，通过行业协会的自律约束、新闻媒体的舆论监督，敦促上市公司不断完善公司治理。在上述规范上市公司治理的体系中，以公益为价值取向的投保机构股东权利征集，应当发挥以下功能：

首先，应定位于公司内部治理机制的激活者，而非外部干预者。多年来，我国上市公司股东自发进行的股东权利征集活动数量有限，大多数是公司董事会或独立董事为了满足重大事项社会公众股东参与表决的要求而进行，属于公司控制权市场化的股东权利竞夺行为鲜有发生。为此，投保机构主动进行股东权利征集，能够克服中小投资者参与公司治理的信息不对称和“搭便车”问题，激发中小投资者参与公司治理的意愿，以第三方力量推进市场化的公司治理机制的有效运作。但应注意到，投资者保护机构本质上属于履行公益职能的社会机

构，不具备行政权力。其基于公益股东身份征集股东权利，尽管具有“半官方”色彩，但不具备外部干预上市公司治理的功能，而只是发挥市场影响力，激活上市公司内部治理机制。同时，我国投保机构拥有相关的专业知识，具有独立性，能够通过股东权利征集为中小投资者提供强有力的外部支持，避免域外商业化投票顾问机构因与上市公司交叉持股或人员交叉任职等存在的利益冲突。

其二，应定位于中小股东合法权益的保障者，而非股东利益的竞逐者。在市场经济中，公司的设立和运转离不开资本的投入，资本是公司生存和发展的重要经济基础。股东是上市公司资本的注入者、公司运营风险的承担者，因此，保护股东权益尤其是加强保护中小股东权益是我国《公司法》的重要内容。在我国上市公司治理体系中，控制股东滥用资本多数决侵害中小股东利益的现象屡屡发生。资本多数决是建立在市场力量对比即资本多寡的基础上，因而依靠市场机制难以实现对控制股东的有效监督。投保机构的特殊身份决定了其征集股东权利能够承载保护中小投资者合法权益的公益目标。但上市公司作为市场主体，无论是公司自身还是其内部各相关主体，都是以商业利益为主要导向的。平衡公司内部股东之间的利益较复杂。这不仅体现为控制股东获取控制权溢价有合乎商业逻辑的正当性，还体现为异质股东之间的利益竞逐往往融入商业策略分歧、不同风险偏好以及对公司文化的不同理解等。因此，投保机构作为公益股东，应当重在保障中小股东合法权益免受不法侵害，而非充当部分股东特定利益的“代言人”，避免沦为不同股东群体竞逐私益的工具。否则，其在征集股东权利时，基于投保机构的“半官方”色彩，容易出现其滥用优势地位破坏股东平等和公司自治的情形。

其三，应当定位于上市公司履行社会责任的公益倡导者，而非特定利益相关者的私益维护者。投资者进行股权投资不仅仅考虑自身的利益，应当考虑劳动者、债权人、社区以及环境等多方利益。从公司层面来看，公司应当考虑多方利益主体的利益，践行公司社会责任。但在目前的《公司法》框架下，劳动者、债权人等其他公司利益主体参与度有限，股东以外的利益相关者利益常常得不到有效保护，遑论对环境等社会公共利益的保

护。而就股东群体而言，内部的个体股东存在分散性和异质化的特点，难以形成共同的公共利益导向。由此，通过公益机构的股东权利征集，倡导股东的“负责任投资”，不失为链接股东会中心主义和公司社会责任的有效路径，有助于实现二者的无缝对接。<sup>4</sup>但也应注意到，投保机构通过征集股东权利倡导公司履行社会责任，是基于公益股东权的行使，维护的是利益相关者私益积聚后所包含的社会公共利益。维护利益相关者私益，可通过契约或通过已有的内部公司治理机制解决。只有当利益相关者利益汇聚之后具有了公共利益的属性，方由投保机构通过股东权利征集，发挥对其他股东的影响力，凝聚股东共识，促进社会责任目标的实现。

因此，投保机构公开征集股东权利的功能应定位于上市公司内部治理的激活者、中小股东合法权益的保障者和上市公司履行社会责任的倡导者，并应避免越位演变为外在干预者、股东利益的竞逐者和特定利益相关者的私益维护者。

### (三)投保机构公开征集股东权利需要法律规制

投保机构上述功能的实现依赖于股东权利征集这一市场化的运作方式。该模式能够发挥公益股东的作用，克服行政监管手段的刚性，打破市场主体私权行使的“囚徒”困境。值得注意的是，以投服中心为代表的投保机构是在公共权力机构的倡导和推动下设立的公益性机构<sup>5</sup>，具备政府监管部门的“背书”。较之一般的民间团体，投保机构具有更强的社会倡导能力和资源动员能力<sup>6</sup>，有助于其开展中小投资者权益保护工作；但也可能造成其对资本市场活动的不当干预，需要法律规制。具体表现为下述两方面：

一是在股东权利征集活动中，往往涉及征集者、被征集者、公司管理层、公司四方主体利益的平衡。投保机构以民事主体的身份征集股东权利，面临征集股东权利的共性问题。首先，在征集者与被征集者之间，征集者主动发起股东权公开征集，与被征集者之间存在信息不对称问题。换言之，被征集者往往不清楚投保机构征集的目的、征集所涉股东大会待决事项等具体情况。投保机构征集股东权利，必须保障被征集主体在充分知悉信息下的意思自治，否则将背离该制度设计的初衷。其次，在投保机构与目标公司控制股东之间，存在控制股东滥用信息优

势、持股优势影响股东大会表决结果之可能，也存在投保机构不恰当地进行股东权利征集干预公司管理之可能。既要控制股东滥用优势地位的情形进行法律规制<sup>7</sup>，也需要防止出现投保机构不当征集股东权利之情形。<sup>8</sup>第三，在投保机构进行征集时，与目标公司本身的公司利益亦可能存在冲突。投保机构的公益性征集是否符合公司利益、如何实现公益性征集的成本效益优化，均值得考量。

二是投保机构征集还存在因其特殊主体身份介入市场化运作面临的特殊问题。其核心在于，如何平衡投保机构的公益性征集目的与目标公司内部治理的自治需求？投保机构通过征集股东权利介入上市公司治理，看似采用市场化运作手段无需特别规制，但是，投保机构作为征集者所代表的被征集股东群体的共益和其作为法定投资者保护机构具有的公共利益导向功能之间可能存在偏差。投保机构的公益性决定了其征集股东权利除了考量待决事项对该公司目前中小股东利益的损害外，也会考量对潜在可能加入的中小股东利益、甚至要考量整个资本市场类似行为对实质公正的损害。上述考量无法纳入以效率为导向的理性经济人成本收益分析。尽管以股东权手段在实现保护中小投资者私益的同时亦兼顾了公共利益目标，较之为实现公共利益目标的行政干预之刚性手段已缓和不少，但这一手段与公益目的二者之间的矛盾决定了法律应对投保机构的征集确定适度的介入边界。

#### （四）现有的法律规制及尚待解决的问题

投保机构征集股东权利存在的上述问题需要法律规制。目前我国征集股东权利的相关规定散见于《公司法》《证券法》以及证监会部门规章、交易所自律规则。《公司法》第106条对股东委托代理人行使表决权、《证券法》第90条对征集股东权利进行了法律规制。证监会《上市公司股东大会规则（2016年修订）》第30条、《上市公司章程指引（2019年修订）》第61条、第63条也对征集代理投票权进行了规定。证监会2021年12月发布的《暂行规定》，借鉴境外部分国家和地区的相关做法，以信息披露为主线，从公开征集的界定、中介机构的核实义务、信息披露要求、提案权征集的范围以及征集活动的监督管理等方面对股东权利公开征集进行了系统规范。上述规则为投保机构征集股东权利建立起基本的法律制度框架。

然而，上述规定并未就投保机构征集股东权利做出

专门性规定。现有的法律规制，涉及股东权利征集的共通性规则存在效力层级低、略显粗疏的不足，也缺乏针对投保机构征集股东权利的特殊规定。股东权利征集的法律规制离不开《公司法》与《证券法》的协调运作。从《公司法》角度看，现有法律规制面临的挑战在于：投保机构征集股东权利如何平衡其所代表的公益与被征集者、目标公司及其控制股东的利益。主要考虑下述问题：公益性征集的征集对象如何界定；哪些事项可以作为投保机构征集股东权利的事项，哪些事项不宜介入；投保机构征集股东提案权如何运作等。从《证券法》角度讲，现有法律规制面临的挑战在于：如何规范信息披露制度，确保被征集小股东的信息知情权以及整个证券市场的信息披露及时、准确和完整。上述问题中，主要涉及以下三项制度：可适用投保机构征集的股东大会待决事项之合理界定、投保机构征集股东提案权的法律规制和征集股东权利的信息披露制度。下文分别进行探讨。

## 二、投保机构征集股东权利可适用的股东大会决议事项

### （一）合理界定投保机构公益性征集的适用边界

首先，投保机构公益性征集应当尊重公司自治。如前所述，上市公司作为独立的市场主体，以实现经济利益的最大化作为基本价值取向，股东大会的待决事项亦主要体现了实现公司经济利益最大化的考量，这就要求投保机构的公益性征集应当尊重公司自治。尤其在涉及商业利益判断的领域，持有投票权的每一股东应是自身经济利益的最佳决策者，而非在他人的引导下进行判断。在表决程序上，应尊重资本多数决原则形成的公司合意。在实体认定上，投保机构代表中小股东利益进行股东权利征集，同样需要尊重商业判断准则。

其次，在涉及维护中小股东利益以及公共利益的相关议决事项中投保机构可以介入。我国上市公司控制股东滥用资本多数决、中小股东理性漠然、外部股东的股东权利征集未充分发挥作用等因素决定了投保机构的公益性股东权利征集具有积极意义。理论上，股东权利征集适用于上市公司股东大会所有议决事项。根据《公司法》第37条规定，上市公司股东大会涉及十一类议决事项。<sup>9</sup>与其他股东、董事进行股东权利征集更加关注公司的商业运营模式、公司的控制权不同，投保机构进行

股东权利征集旨在加强对中小投资者合法权益的保护，因而，其股东权利征集主要针对上市公司内部治理可能存在的损害中小投资者权益的事项。同时，作为公益股东，投保机构也兼具环境保护、劳动者合法权益等社会责任事项。

第三，实现征集股东权利的公益目的应选择相匹配的具体行权方式。投保机构作为公益股东，其股东行权方式包括质询权、提案权、投票权以及征集股东权利等方式。其中，相较质询权、提案权和投票权，征集股东权利属于投服中心《行权规则》中的特别重大行权事项，具有放大效应，是一种股东行权的强力手段。当上市公司治理中存在可能损害中小股东利益的情形时，投保机构可针对具体事项对中小股东权益发生潜在损害的程度，采用强度相匹配的其中一种或者几种手段行权，既给予上市公司纠偏的空间，又有效保护中小股东利益。

因而，当涉及维护中小股东利益和公共利益为目的的议决事项时，投保机构通过其他行权手段难以奏效时，可以采用征集股东权利的方式，征集其他股东的委托，在尊重公司自治的基础上介入上市公司治理。

### (二)分类探讨不同类型议决事项的可适用性

在股东大会待决事项中，如何判断具体事项是否侵害中小股东利益或者社会公共利益？资本多数决是股东大会表决的基本原则，由资本多数决通过的股东大会决议获得了由控制股东或者提案股东意愿抑或管理层意愿上升为公司合意的正当性。在这一过程中，对控制股东提议的待决事项是否将滥用资本多数决、损害中小股东利益或者社会公共利益，投保机构需要进行前瞻性判断。但公司待决事项获得通过后究竟会对公司经营和中小股东利益产生怎样的影响，往往难以预测。这种建立在事前判断基础上的行权方式，固然有防患于未然的优势，但也面临如何预判的难题。为此，可以结合股东大会待决事项的不同类型，进行分类探讨。

投保机构的公益性征集，需要尊重公司自治，其中又以尊重商业判断为核心。可以考虑的一种界定方式为：区分涉及公司经营类事项和非经营类事项。对于涉及公司的非经营类待决事项较易判断。例如，对公司治理机制中损害中小股东利益的治理结构安排，如董事落选后高额的薪酬补偿条款、双层股权结构中损害中小股

东利益的表决权行使安排等等，容易做出事先判断。而对于涉及公司经营类事项的待决提案则更为复杂，需视具体内容而定。若涉及公司的经营方针，受到公司经营策略、市场风险等多重因素的影响，判断某一类商业安排，如某项并购重组安排，是否会损害中小股东利益往往存在一定难度。但对交易条件已经明确的商业安排，如关联交易中的利益输送、并购重组中资产的不合理定价等，则可以直接评估其对中小投资者利益造成的影响。

### (三)可以适用投保机构征集股东权利的具体议决事项

参考近年来证券监管部门的行政处罚案例和法院裁判案例，立足于保护中小投资者合法权益，可作为投保机构征集股东权利的事项主要包括以下几方面：

其一，涉及公司分配利润的待决事项。公司是否分配利润，是一项商业决策，但同时涉及中小股东收益权的实现。上市公司多年不分红会损害中小股东权益。

其二，涉及为控制股东提供担保、高价购买关联公司资产等待决事项。目前，我国上市公司控制股东滥用控制权对关联公司进行利益输送，是上市公司治理的一大顽疾，主要体现为上市公司大股东或实际控制人侵占上市公司资金、关联交易中的利益输送、促使上市公司违规为其或其他关联公司提供担保以及重组并购中对关联企业资产的价值高估等。上述事项容易侵害中小股东的利益。

其三，涉及公司章程修改的待决事项。公司章程是涉及中小股东权益的公司“大宪章”。公司章程的修改，往往涉及到公司董事选举和任期等阻挠公司外部收购者的反收购条款等事项。例如，在中国宝安案例中，投服中心针对大股东提出修改该公司章程反收购条款的提案征集代理投票权。<sup>10</sup>

其四，涉及与公司经营相关的公司社会责任事项。近年来，涉及公司环境、社会和治理(Environment, Social and Governance, ESG)的信息披露和股东大会议决事项备受瞩目，其中，环境问题、社会政策问题涉及公司承担的社会责任。我国资本市场日益倡导公司履行社会责任，尤其要践行“双碳”目标下的绿色金融理念。公司的经营活动是否与其应承担的社会责任相符，关系公司长期的经营前景和风险，与中小投资者利益攸关。对上市公司履行社会责任的关注，不仅仅在于保护该目标公司投资者的利益，还在于保护资本市场整体投资者的

利益。基于财务指标的非直接相关性和利益实现的长期性、公共性，由投保机构承担相应的股东提案权和投票权征集更为妥当。

#### (四)不应被纳入投保机构股东权利征集范围的议决事项

其一，涉及控制股东提名的董事人选选举的待决事项。尽管董事候选人是否具备相应的能力并且能否从公司利益出发履职，关系到中小股东权益的保护。但是，董事的选任涉及公司的商业运营，与中小股东权益保护存在相关性但非直接关联。因此，一般情况下，投保机构不宜介入董事选举，避免对公司治理机制的过多干预。

其二，涉及公司经营方向的事项。该类事项只是商业策略性决策，缺乏详细交易条件评估其对股东利益的影响，投保机构不应介入。

其三，涉及股东权竞夺的待决事项。股东权竞夺是两个以上股东发起股东权利征集争夺公司控制权。作为一种市场化行为，它能够通过并购市场完善公司治理、优化资源配置。投保机构进行的股东权征集意在加强对中小投资者权益的保护，并非以取得公司控制权为目的，因而，不应当参与涉及股东权竞夺的待决事项。

### 三、投保机构公益性征集股东提案权的法律规制

#### (一)公益性征集股东提案权的积极意义

对作为积极股东的投保机构的行权方式，有学者提出了进攻型行权和防御型行权的分析模式，具有积极意义。<sup>11</sup>投保机构公益性征集股东权利，也可以分为进攻型和防御型两种类型。针对非公司经营类事项，可以采用进攻型的股东权利征集，主动提出待决议案，纠正现有公司治理中存在的偏差。而对涉及损害中小股东利益的公司经营类事项，可以采用防御型的股东权利征集，针对已有的待决议案进行征集。公益性征集股东提案权，意味着投保机构主动提出待决议案，有助于投保机构积极行权，主动纠正上市公司治理中损害中小股东权益征集的事项。《证券法》第90条采用征集股东权利的表达，为一并征集提案权和表决权提供了制度空间。

#### (二)投保机构公益性征集不应以临时提案权为对象

《公司法(修订草案)》(征求意见稿)规定，选举、解任董事、监事以及该法第119条第3款规定的事项，不得以临时提案提出。该规定避免了外部股东的提案突袭及

相应可能产生的外部股东对公司治理的不当干预。如前所述，涉及董事、监事选举的待决事项，不属于投保机构征集范围；但对投保机构而言，一般情况下，若进行进攻型的股东权利征集，应充分酝酿，提前提交股东提案，而非以临时提案提出。原因在于，一方面，进攻型股东提案权征集对公司治理的干预力度较大，应当在程序上给予目标公司以及被征集股东一定的考量时间；另一方面，当投保机构通过征集股东提案权提出议案时，目标公司控制股东可能考虑投保机构为代表的中小股东利益主张，改变其原有的不当做法，投保机构则无需通过后续的投票权利征集保护中小股东利益。

#### (三)判断涉社会责任股东提案是否属于股东大会职权范围的“两步法”

如前所述，投保机构可以将与公司运营有关的涉及公司社会责任事项纳入征集提案权范畴，那么，如何判断相关议题是否属于股东大会的职权范围？在美国，SEC颁布的股东提案规则14a-8规定，股东提案涉及的待决事项，必须是股东大会的适当议题，并列举了十三项董事会可以拒绝纳入股东大会议题的事项。<sup>12</sup>而涉及公司社会责任的提案应否纳入，则更容易发生争议。通过Peck v. Greyhound Corporation案<sup>13</sup>、SEC v. Medical Committee for Human Rights案<sup>14</sup>、Cracker Barrel案、Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores<sup>15</sup>等判决可以看到，美国联邦法院司法判例对涉及社会政策的股东提案之纳入，存在从严格解释“适当议题”到逐步放宽的趋势。总体上，一般性的具有宽泛的政治和社会意义的议题、与公司经营活动无重大关系的事项、属于公司日常经营事项的议题不宜纳入；而与环境保护、公平就业、公司治理等社会政策，并且与公司运营相关的股东提案，逐步被纳入美国上市公司股东大会待决事项范围。<sup>16</sup>在我国，随着绿色金融、负责任投资等概念的提出，上市公司应承担环境保护等社会责任，但公司社会责任的确切内涵和外延尚存争议，具体落实措施也待深入探究。在考察有关社会政策的股东提案是否应纳入股东大会待决事项时，应采取“两步法”进行判断。首先，需要判断该股东提案是否与公司经营存在重大联系，若仅仅宽泛地涉及公共利益目标、但与公司经营无关，则董事会可以将其排除。如果该股东提案与公司经营存在重大联系，

则需要进行“第二步”衡量，即衡量股东提案涉及的事项是否属于公司董事会日常经营的商业判断事项，这需要衡量追求社会公益目标与干扰公司管理层对日常经营事务的自主权的孰轻孰重，在尊重公司管理层日常经营事务管理权的基础上，适度纳入涉及公司社会责任的股东提案。

#### 四、投保机构公开征集股东权利的信息披露制度之完善

##### (一)投保机构公开征集股东权利应披露的信息

投保机构征集股东权利，需要遵循征集股东权利信息披露的相关规定。《暂行规定》第12条列举了征集公告应披露的内容，具体包括：征集主体符合法定条件及相关承诺、征集事由、征集者的基本情况、关联关系和利害关系的披露、征集主张及详细理由、征集方案等。但具体的征集活动各有特点，征集者所需要披露的信息，以列举的方式难以全面囊括，还应从需要披露信息的本质特点加以界定。股东权利征集的信息披露，应以披露涉及“投资者决定是否授权行使股东大会召集权、提案权、投票权所需要知悉的信息”为核心，这与传统信息披露制度以“投资者是否进行投资时需要知悉的信息”侧重点不同。具言之，股东权利征集时，相关信息能够成为《证券法》上的“重大信息”，往往不在于其自身能否直接影响公司的财务状况、是否具备财务上的重大性，而在于其能够影响股东“是否委托征集者代为行使股东权”的决策。随着股东权利征集案例的增多，建议监管部门根据所涉议决事项的不同，分门别类地制订信息披露指引。

征集者需要披露征集主张依据的理由，而陈述的理由往往主观性强，投资者和监管机构难以判断披露信息的真伪，一旦与事实不符会使征集者面临虚假陈述的潜在风险。为此，对征集者披露的征集理由是否存在虚假陈述，应与依照《暂行规定》第12条第4~6款规定的披露事项整体进行考查。<sup>17</sup>尤其是除了披露前述规定第6款“征集事项可能对上市公司利益产生的影响”，还应披露涉及的待决事项一旦通过对股东利益预估的客观影响等。单纯涉及征集理由的误述并不构成股东权征集中虚假陈述的“重大性”，但对可证实的客观影响存在隐瞒或误述，则存在被认定符合“重大性”的风险<sup>18</sup>，以平衡征集者信息披露负担和投资者知情权，避免投保机构

面临滥诉的风险。

投保机构进行股东权利征集，应当遵循上述股东权利征集的一般原则及相应制度设计；同时，为了避免公益性征集对上市公司治理的不当介入以及可能存在的代理成本，还应进行特殊的信息披露规则设计。首先，投保机构征集代理投票权，应披露筛选出该目标公司及征集事项的缘由以及已经履行的决策程序，增强其启动征集程序的公正性，维护其作为法定征集机构在资本市场的公信力。其次，就涉及公司治理事项的征集，投保机构应当充分说明其对中小股东权益、对公司利益的影响。同时，基于其公益征集的目的，建议在征集公告中适当说明该事项是否具有一定的典型性、对完善整个资本市场公司治理的积极意义，以更好地发挥公益征集的辐射效应。第三，就涉及公司社会责任事项的征集，投保机构应客观披露该征集事项所涉的社会公共利益、该事项与目标公司经营管理之间的关系、对该事项进行征集以及若成功征集对中小股东利益、公司利益以及环境保护等社会公共利益造成的影响。这样可以为中小股东是否进行股东权利委托乃至自行行使股东权时提供更多信息，以保障中小股东对公司治理的参与权。总之，投保机构征集股东权利，应当将中小投资者私益与公司整体利益、社会公益之间可能存在的罅隙进行披露，在尊重中小投资者私权自主行使的基础上，倡导中小投资者和目标公司履行社会责任，并避免对上市公司治理的不当干预。

##### (二)投保机构公开征集股东权利的信息披露程序

投保机构进行股东权利征集，根据《暂行规定》第9条第3款，应当通过上市公司在证券交易所网站和符合中国证监会规定条件的媒体上披露征集文件。上述规定较原则。实践中，目标公司往往将征集公告连同召开股东大会会议的公告一并提交给交易所进行发布。随着征集股东权利信息披露制度的完善，征集股东权利报告书的内容将更为翔实，而征集过程中信息披露程序的规范化将获得更多关注。

从美国资本市场实践来看，证券监管部门在征集材料的披露程序上，将股东权利征集区分为常规性征集和异议性征集并作不同规定。对常规性征集，无需提前向监管部门提交初步征集材料。<sup>19</sup>而对存在与公司管理层

不同意见的股东提案、存在投票权竞夺等与现任公司管理层意见分歧的征集，监管部门要求征集者在提交正式征集材料10日前将初步股东征集材料向监管部门备案，监管部门10日内未提出异议，才可正式发布。<sup>20</sup>尽管没有成文规则规定监管部门可以行使审查权，但监管部门按照习惯会进行非正式审查，以信函、电话等方式对部分征集材料提出异议，征集者根据相关意见对材料进行修改后重新提交。<sup>21</sup>

投保机构的股东权利征集，目的不在于满足特定待决事项的股东大会表决通过率，而在于加强中小股东权益保护和实现社会公共利益。多数情况下，是对公司管理层提出的待决事项的异议性征集。该类征集活动，不仅仅是展示“公司民主”的一种“姿态”，而是对上市公司的公司治理产生实质性影响。包括投保机构在内的股东进行的异议性征集往往对目标公司管理层、目标公司利益造成较大影响。基于股东权利征集和股东大会召开程序的不可逆性，为了避免滥用征集带来的负面效应，应规范征集过程的信息披露，对异议性征集，建议

采用“预先提交——异议沟通——正式提交与发布——征集结果公告”流程。具体如下：由交易所对预先提交的征集材料进行审查，若交易所对材料存在异议，及时与征集者进行沟通，再由征集者正式提交、交易所进行发布公告，并及时将征集结果进行公告，以此平衡征集者和目标公司、目标公司控制股东的利益。

## 五、结语

我国资本市场征集股东权利的案例已经有数千起，但由市场自发形成的股东权利征集活动较为匮乏，仍然未能在公司治理中发挥积极作用。投保机构作为股东权利的征集者，可以发挥先导和示范作用、激发中小股东参与上市公司治理的积极性。对投保机构进行股东权利征集的特殊性事项进行专门规定，具体包括投保机构征集可适用的议决事项、征集股东提案权的具体运用以及征集过程中的信息披露等，有助于克服征集过程中可能存在的代理问题和利益偏差，促进上市公司完善公司治理、加强利益相关者保护以及实现绿色金融等社会责任目标。 ■

## 注释

1. 2021年6月17日，投服中心首次就中国宝安大股东涉及删除公司章程反收购条款的临时提案进行投票权征集，并通过征集活动该提案获得了通过。参见徐一鸣。投服中心针对中国宝安修改公司章程事项公开征集股东表决权[N]. 证券日报, 2021-06-22.
2. 参见熊跃根。转型经济国家中的“第三部门”发展——对中国现实的解释[J]. 社会学研究, 2001, (1): 91.
3. 参见郭道久。第三部门公共服务供给的“二重性”及发展方向[J]. 中国人民大学学报, 2009, (2): 94.
4. 参见刘俊海。论公司社会责任的制度创新[J]. 比较法研究, 2021, (4): 27.
5. 参见邓峰。论投服中心的定位、职能与前景[J]. 投资者, 2018, (2): 98.
6. 参见熊跃根。转型经济国家中的“第三部门”发展——对中国现实的解释[J]. 社会学研究, 2001, (1): 98.
7. 参见周春梅。论投票委托书征集之主体资格——兼论董事会征集的弊端之克服[J]. 法律适用, 2002, (1): 25.
8. 参见董新义。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[J]. 财经法学, 2020, (3): 117.
9. 《公司法》第三十七条规定，股东会行使下列职权：(一)决定公司的经营方针和投资计划；(二)选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；(三)审议批准董事会的报告；(四)审议批准监事会或者监事的报告；(五)审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；(六)审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；(七)对公司增加或者减少注册资本作出决议；(八)对发行公司债券作出决议；(九)对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；(十)修改公司章程；(十一)

公司章程规定的其他职权。

10. 参见徐一鸣。投服中心针对中国宝安修改公司章程事项公开征集股东表决权[N]. 证券日报, 2021-06-22.

11. 参见郭雳。作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析[J]. 法学, 2019, (8): 154.

12. 参见刘胜军。论我国上市公司股东提案权——以美国法为借鉴[J]. 河北法学, 2016, (9): 162.

13. Peck v. Greyhound Corp, 97 F. Supp. 679, 1951 U.S. Dist. LEXIS 4359.

14. SEC v. Medical Committee for Human Rights, 404 U.S. 403., 1972 U.S. LEXIS 149, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P93, 325.

15. Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc., 792 F.3d 323.

16. See Georgeson. 2021 annual corporate governance review[EB/OL]. [2021-12-20]. <https://www.georgeson.com/us/Documents/acgr/Georgeson-2021-ACGR.pdf>.

17. 《公开征集暂行规定》第12条4~6款要求披露是否与目标公司董、监、高、持股5%以上股东、实际控制人及其关联人存在利益关联、与被征集事项可能存在的利害关系，征集主张及详细理由，并说明征集事项可能对上市公司利益产生的影响。

18. Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, U.S., 111 S. Ct. 2749, 2760, 115 L. Ed. 2d 929(1991).

19. SEC Rule 14a-6(a).

20. 同注19.

21. See Waters M D. Proxy regulation[M]. New York City: Practising Law Institute, 1992: 139.

(责任编辑：卢一宣)