



Working Paper No. 202004

March 17, 2020

本文已发表于《清华金融评论》2020年第2期

鲁桐 : [lutong0525@vip.sina.com](mailto:lutong0525@vip.sina.com)

## 应强化机构投资者的受托责任

**摘要** | 促进机构投资者在公司治理中发挥更有效的作用，是近年来国际组织和各国资本市场监管部门的共识。从公司治理的角度看，股权结构的变化势必对上市公司治理效率产生影响。机构投资者的崛起有助于降低股权分散造成的较高代理成本，从而对改善上市公司治理产生积极作用。建议有关部门应尽快出台中国版《机构投资者受托管理人准则》，鼓励各类机构投资者坚持长期价值投资的理念，促进机构股东在提升上市公司和非上市公司改善公司治理中发挥积极作用。

促进机构投资者在公司治理中发挥更有效的作用，是近年来国际组织和各国资本市场监管部门的共识。经济合作与发展组织最近发布的调查报告表明（OECD，2019），世界主要国家上市公司的所有权结构表现为两个重要特征，

---

\* 鲁桐，中国社会科学院世界经济与政治研究所全球治理研究室研究员，公司治理研究中心主任。



一是股权集中趋势有所加强，二是机构投资者持股地位得到进一步提高。

截至 2017 年末，在全球 5 万家上市公司中，50% 的市值（约 40 万亿美元）掌握在前三大股东手中，分别是机构投资者、公共部门所有者、私营公司。其中，机构投资者持有的股份占全球市值的 41%。在美国和英国资本市场，最大的 20 家机构投资者控制着 30% 以上的上市公司股权。

从公司治理的角度看，股权结构的变化势必对上市公司治理效率产生影响。机构投资者的崛起有助于降低股权分散造成的较高代理成本，从而对改善上市公司治理产生积极作用。但另一方面，现实中机构投资者在公司治理中的意愿和能力也表现出明显的差异性，这给各国监管政策带来新的挑战。

根据《帕尔格雷夫词典》的定义，机构投资者是指管理长期储蓄的专业化金融机构。大致分为三类，第一类属于传统的机构投资者，包括养老基金、投资基金（也称共同基金）和保险基金；第二类包括对冲基金、私募股权基金、主权财富基金（SWFs）、交易所交易基金（ETFs）；第三类机构投资者由各种基金构成，如资产管理基金、封闭性投资基金、开放性投资基金等等。第二类 and 第三类基金的增长速度快于第一类机构投资者。正是由于机构投资者规模的扩大，其在公司治理中的重要性显著上升，国际组织和各国政府开始高度关注机构投资者的社会责任问题。2015 年经济合作与发展组织和二十国集团联合发布的《G20/OECD 公司治理原则》新增一章，对机构投资者的社会责任提出了更高的要求。

如今，机构投资者持有全球上市公司市值的 41% 的股份，其中大部分是以被动指数型基金的方式持有的。被动指数型基金的增长会影响股东参与公司治理的动机，并且会影响到小规模公司的上市。对于这些投资者而言，比较少地关注个体公司的风险和机会或许是十分理性的选择，因此，他们没有将足够的资源投入到资本市场的关键职能上，并且没能为有发展潜力的公司提供资本以帮助他们成长。在这样的背景下，对机构投资者在公司治理中的作用提出更高的要求是各国



监管部门的一个共识。《G20/OECD 公司治理原则》指出，机构投资者“作为投资信义义务人，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。”同时，要求机构投资者披露如何管理可能会影响所投项目之关键所有权行使的重大利益冲突。

机构投资者作为投资信义义务（fiduciary duty）人，忠实和勤勉地为委托人服务是其基本责任。特别是金融机构（银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理）接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理，必须按照忠实勤勉尽责原则履行受托管理职责。否则，就会给金融市场的信用体系造成极大的损害。基金经理的“老鼠仓”行为就是典型的害群之马。

为了引导和规范机构投资者的投资行为，一些国家已开始要求机构投资者自愿签署参与治理的股东参与守则——“受托管理准则（Stewardship Codes）”，以促进资产管理公司和基金公司形成长期价值创造机制。

英国财务报告委员会（FRC）于 2010 年 7 月 2 日推出了第一个《英国机构投资者受托管理准则》（The UK Stewardship Codes），旨在推动机构投资者关注长期价值投资，积极与被投资公司开展对话沟通，从而促进经济的长期可持续发展。2019 年英国财务报告委员会（FRC）对 2012 年版的《英国机构投资者受托管理准则》（下称准则）进行了全面修订，声称“是一个高标准的新里程碑式的文件”由英国财务报告委员会提出的《准则》，目的是通过加强机构投资者的受托责任，降低资产管理的风险，从而提高整个社会的资源配置效率。这里的机构投资者泛指各类养老基金、保险公司、投资公司和资产管理公司以及从事代理投票的各种投资咨询机构。

新《准则》特别强调机构投资者在保护基金委托人利益中的责任。要求机构投资者为创造股东的长期价值不断投入资源，提高基金的管理能力。《准则》指出，管理人职责（stewardship）所包含内容，不仅仅是投票，还有监督和参与公司重要事务的决策，例如公司发展战略、业绩评估、风险管理、资本结构等等，



机构投资者将通过其日常的管理和履行管理人职责长期地影响公司绩效。为此，《准则》向机构投资者提出了七项原则要求。准则还提出了对长期价值创造有实质影响的所有因素纳入投资决策过程，包括环境、社会和治理（ESG）因素。随后，日本、美国、荷兰等国先后效仿并提出了本国的“机构投资者受托管理准则”。

目前，包括共同基金、保险公司、养老基金和主权财富基金在内的机构投资者在全球管理的资产超过 100 万亿美元。越来越多的投资者，其中不乏大型和颇有影响力的机构，正在努力通过管理环境、社会与治理标准相关问题来制定长期的、负责任的投资策略。例如，管理着超过 59 万亿美元资产的 G20 国家机构投资者大多已签署了责任投资原则(PRI)。机构投资者也正在加强与被投资企业管理层的沟通，包括通过发起股东投票决议等方式，确保重大环境风险问题得到解决。

近年来，部分二十国集团（G20）国家在金融政策和法规中反映了环境因素。例如，G20 成员中的八个国家已出台规定，要求养老基金披露 ESG 相关信息某些国家要求机构投资者制定具体的投资策略，除了参与股东大会之外，还要求与被投资公司建立持续的对话机制，鼓励披露实际投票记录。机构投资者披露如何管理可能会影响所投项目的重大利益冲突，已成为其履行信义义务的重要内容。

### **《英国机构投资者受托管理准则》规范机构投资者投资行为的七大原则**

#### **原则一，向社会公开如何履行机构投资者的受托责任**

机构投资者履行受托职责意味着监督并与被投资公司在公司重要决策方面例如对公司的战略决策、经营绩效、资本结构、公司治理、激励机制等进行积极沟通和对话。相关政策应能够说明机构投资者如何为客户提高资产管理价值。

#### **原则二，管理利益冲突**

作为信义义务人，机构投资者应当披露如何管理可能会影响所投项目的关键所有权行使的重大利益冲突。特别是在综合性金融集团中，当信托机构是另外一



家金融机构的子公司或分公司时，利益冲突的可能性变得更加敏感。当重要商业关系中有这类利益冲突的时候，机构投资者应主动对可能的利益冲突加以鉴定并对外披露。同时，机构投资者应披露他们为减少对其所有权行使能力的潜在负面影响而采取的行动。

### **原则三， 监督被投资对象**

对被投资公司进行日常监控是机构投资者履行受托责任的基本要素。机构投资者需制定并实施监督政策和流程，以促进长期价值创造。机构股东应当随时关注公司的经营状况和面临的内外部风险。当然，监督被投资对象并不是过分关注公司的短期事件，而应着眼于长远。这一监督过程可以围绕包括人才、创新、资本分配和风险管理的战略，以及对董事会和治理结构的监督机构股东还应关注被投资公司信息披露的质量。其他监督方式还包括与被投资方审计委员会沟通，与其他机构投资者分享研究和信息等。定期、有针对性地与被投资公司交流也被认为是值得提倡的良好实践。

### **原则四， 制定行动计划和指引**

机构投资者制定并披露其公司治理政策后，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。机构投资者应当向其客户（资产所有者）披露其积极实施公司治理政策的情况，包括人员配备等。此外，资产管理公司的激励措施，应优先考虑客户的长期最佳利益。例如，提供随着时间延长而增加的管理费用折扣，可能会增加资产所有者的信任，使基金受托管理者能够更灵活地进行长期投资。组织业绩报告以强调长期投资回报，有助于将组织的注意力集中在更长期的问题上。在业绩不佳时期安排定期的评估报告，有助于让人们更重视长期价值交流等。

### **原则五， 机构投资者的集体参与**

为了通过发挥集体声音和行动来提升长期投资价值，英国财务报告委员会建议机构投资者可以采取集体合作的方式，并披露其集体合作的理由。在经济或被



投资企业面临很大压力的时候，这一点显得特别重要。当然，在不受收购规则约束的情况下，投资者之间的合作可能被用于操纵市场和控制公司。因此，对于机构股东之间的合作需做出必要的披露，并制定规则避免可能出现的利益冲突。

### **原则六，有明确的投票政策并披露投票结果**

考虑到机构投资者持有股份已成为一种普遍现象，因此，其投票权可被认为是其客户投资价值的一部分。委员会建议作为受托人的机构投资者，应制定明确的投票政策，包括全部公司治理及投票的政策和决定使用其投票权的程序。这些政策说明在何种情况下会干预公司战略、干预所采取的方式以及评估战略有效性的方法等。披露投票记录被市场认为是机构股东履行职责的最佳做法。

### **原则七，定期报告受托责任的履职情况**

虽然《准则》对机构投资者的要求是非强制性和非约束性的，但英国财务报告委员会要求机构投资者公开发表是否遵守本《准则》的声明，按照“遵守或解释”原则做出相应解释。英国财务报告委员会在网站上同时登出所有机构投资者已签署的《准则》声明，以便社会监督，并负责定期检查机构投资者对《准则》的落实情况。

机构投资者作为委托资产管理人，在存在信息不对称的情况下也面临代理问题，存在着委托人与代理人之间的利益冲突。另一方面，现有机构投资者的薪酬制度不利于使其参与公司治理。机构投资者的收入，一般是按其管理资产规模收取固定比例的管理费。而管理人积极参与公司治理，监督公司的运作和改善经营是要付出成本的，很多基金管理人为降低成本，聘请投票代理顾问等中介机构为其服务，这就拉长了“代理链”，导致更严重的代理问题。

可见，机构投资者自身也面临着自身的治理难题。从国际经验看，提高机构投资者的治理能力涉及以下几个方面。一是完善机构投资者的立法和监管体系，明确相关主体责任；二是在改善机构投资者内部治理方面，明确治理主体管理人、托管人等的职责和相互制衡关系。。三是建立托管制度。许多国家都要求向公众



募集的机构投资者应当由独立于管理人的主体担任托管人，其主要职责是持有、保管受托资产，使之独立于管理人以及托管人等的固有财产。

在我国，机构投资者主要是指在金融市场从事证券投资的法人机构，主要有保险公司、养老基金和投资基金、证券公司、银行等。目前，各类机构投资者已经成长为金融市场的重要力量。据统计，截至 2017 年末，我国机构投资者（不考虑交叉持有因素）总规模已达百万亿元。其中，银行表外理财产品资金余额为 22.2 万亿元，信托公司受托管理的资金信托余额为 21.9 万亿元，公募基金、私募基金、证券公司资管计划、基金及其子公司资管计划、保险资管计划余额分别为 11.6 万亿元、11.1 万亿元、16.8 万亿元、13.9 万亿元、2.5 万亿元。同时，互联网企业、各类投资顾问公司等非金融机构开展资管业务也十分活跃。可见，我国证券投资基金、社保基金、企业年金以及银行信托保险的集合理财产品迅速发展，已经成为我国企业，尤其是上市公司的重要股东。

但我国机构投资者也出现了不少问题。从中国证监会公布的 2018 年证券期货市场诚信情况看，2018 年存在违法失信记录的机构共 1251 家。其中，以上市公司、私募基金管理人和非上市公众公司三类及相关主体为主，约占全部机构违法违规主体的 60.8%。

2018 年 4 月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发 2018 106 号），要求金融机构必须按照勤勉尽责原则切实履行受托管理职责，其核心之一就是要求这些金融机构必须履行作为受托人的信义义务。从保护投资者的角度看，应当进一步完善对资产管理人的监督制约机制，完善立法和监管制度，明确最终受益人的权利和权力实施主体，强化管理人的信义义务。我国除了证券投资基金外，其他的机构投资者，尤其是银行理财、保险理财类产品如万能险等等，都是由监管部门的部门规章规范，没有明确持有人的权利和权力实施主体，也没有设定“治理主体”，既不利于投资者利益保护，也不利于规范理财产品的发展。



建议有关部门应尽快出台中国版《机构投资者受托管理人准则》，鼓励各类机构投资者坚持长期价值投资的理念，促进机构股东在提升上市公司和非上市公司改善公司治理中发挥积极作用。强化资产管理人对最终受益人的信义义务，妥善处理利益冲突。对于机构投资者与其他投资者协议成为一致行动人的情形，应当建立适当信息披露制度，披露其与其他投资者的关联关系，强化市场和公众的监督。

#### **全球治理研究团队**

任琳 熊爱宗 鲁桐 吴国鼎 陈兆源  
韩永辉 宋锦 刘玮 沈陈 彭博

#### **研究助理团队**

兰馨彤 孙振民 张尊月 郭蔚霄