

# 各方论道：星星之火 可望燎原

## 公募基金

### 用手投票意识被唤醒

证券时报记者 张哲

耶鲁大学和鹏华基金因成功推举格力电器新任董事，在公募基金业内引起很大反响，开创了公募基金参与上市公司治理的先河，也让公募基金看到一丝曙光，公募基金渴望“用手投票”的热情高涨。

#### 公募基金期待用手投票

上海一家合资基金公司基金经理对此事持高度肯定态度。他认为，长久以来机构投资者一直想在上市公司治理中发出声音，改变以往公募基金和上市公司之间单一的信息接受模式。格力电器开创了公募基金参与上市公司治理的先河。一方面，新任董事冯继勇代表中小股东的利益，他能够将中小股东的想法直接传递给格力内部，并能够在重大决议上考虑其建议及维护其利益。另一方面，格力认可和接受了机构投资者推荐的人选，表明格力愿意和机构投资者更进一步合作，让格力更好地被投资者接受。

上海某银行系基金公司投资总监认为，这是件好事。国内上市公司一直以来多以圈钱为目的，上市公司分红率较低，公司管理层与二级市场投资者之间一直脱节。伴随着资本市场的制度化建设，证监会进行的改革，越来越完善，分红也会越来越具吸引力，公司大股东和中小股东利益趋向一致，公司投资价值逐步显现。

曾获得新财富第一名的某知名私募家电研究员表示，格力电器此次换董事利大于弊。此次国资委空降人员未获通

## 海外

### 成熟市场机构投资者积极主义盛行

证券时报记者 李活活

在此番格力电器股东大会的各方角力中，合格境外机构投资者(QFII)耶鲁大学实为国内“机构首次提名董事”的真正推手。这并非偶然，作为一只长期业绩优秀的QFII，耶鲁大学熟知成熟市场机构参与上市公司治理的惯例和方法，自然也就促成了此次里程碑式的事件。在目前国内机构参与上市公司治理几近空白的背景下，了解成熟市场的做法大有裨益。为此，证券时报记者查阅了相关海外法规和资料，并采访了数位熟知海外市场规则的国内基金业内人士，以求他山之石可以攻玉。

#### 机构投资者积极主义盛行

国内资本市场起步晚，相关法规大多借鉴了美国等成熟市场的做法，所以在一些规则的设计上，原则是一样的。”一位有过华尔街工作经验的国内基金业内人士介绍说，根据2010年8月美国证券交易委员会公布的新措施，长期股东提名董事需要满足以下条件：拥有至少3%股份；持有该上市公司股份至少三年，并要求继续持有该数量股份至少到开完选举董事会议当天。此外，被提名的董事不得违反实施的法律及条例、满足监管部门客观独立标准等。

事实上，在美国等发达国家市场，养老金、共同基金、对冲基金等机构投资者参与上市公司治理已成为惯例，西方学者称为机构投资者积极主义的兴起。比如，根据美国劳工部的要求，美国所有养老金基金先后制定了代理投票表决政策，并从上世纪80年代起积极参与上市公司治理，行使表决权，从消极的间接治理向积极的直接治理转变。

海外机构投资者规模庞大，持有的上市公司股份占总市值的比例超过50%，机构参与上市公司治理的动机和原因很好理解。”一位有过海外对冲基金从业经验的业内人士说，海外机构投资者担当的角色就是“代理投票人”，集中体现了市场对上市公司

过，有董明珠个性和名气的影响，也有市场经济发展更加成熟的因素。基金公司首次推荐董事并获任，有利于格力电器进一步市场化，进一步提升其竞争力。格力电器属于国企，主要竞争对手是民营企业美的电器，进一步市场化后，格力电器在综合竞争力方面将有所提高。

事实上，一直以来，公募基金对于上市公司而言，更多只是扮演了财务投资者的角色，这也是目前证监会鼓励公募基金等机构投资者在上市公司治理中发挥更多作用的主要原因。不过受制于国内法规限制，公募基金仍无法直接派出代表作为董事，而只能“用脚投票”，对上市公司治理的问题只能表示反对，却无法从根本上影响到上市公司。

格力事件，让公募基金，似乎看到一丝曙光。

#### 应先从制度上保障

格力事件未来能否在国内上市公司普及？一些公募人士持保留态度。上海一家合资基金公司权益投资者负责人在接受采访时表示，“目前法规下，基金公司很难参与上市公司治理，基金被允许的持股比例很低，最多只能推荐候选人，有部分投票权，没有提名权，主要还是看上市公司的意愿，因此只能说这是一个个案。此事件可能只是友好协商的结果，没有广泛推广的意义。”他认为，虽然管理层推广机构投资者参与上市公司治理，但目前制度方面的限制太大，应首先从制

的预期；此外，作为长期投资的代表，机构参与上市公司治理也是保障其长期可持续收益的必要手段，而持有人作为间接投资者，则是长期稳定收益的最大受益人。

公开资料显示，从美英等的投资实践来看，机构投资者大规模进入股票市场，都伴随着上市公司估值水平的提高。美国市场整体估值水平几十年间有数倍提升，机构投资者积极参与上市公司治理结构改善即是重要原因之一。

同时，机构投资者频频活跃于上市公司董事会，还能影响上市公司的红利发放决策，尤其当机构持有一家公司较多股份时，红利发放的多少对其投资收益有明显影响。

#### 从“用脚投票”到“用手投票”

现在，海外市场机构投资者积极主义盛行，但这需要过程，一开始机构投资者参与上市公司治理很有限。”前述人士说，美国的机构投资者并不是一开始就积极参与到公司治理活动中，早期的机构投资者作为公司所有者的意识非常淡薄，它们只是消极股东，并不直接干预公司行为，而且倾向于从短期炒买炒卖中牟利，因此早期的机构投资者在公司治理中的作用非常微弱。但到了20世纪80年代特别是90年代以后，机构投资者参与公司治理的模式和态度发生显著变化，即从消极的间接治理向积极的直接治理转变，大部分机构投资者都放弃了华尔街准则——“用脚投票”，积极参与和改进公司治理，开始“用手投票”。

这一变化不是一蹴而就的，肯定和资本市场的不断发展和机构投资者的变化密切相关。”他认为，随着机构投资者积极主义的兴起，机构投资者逐渐成为资本市场的重要参与主体，其传统的盈利模式也开始扩展为通过参与和完善上市公司治理，促进上市公司提升核心竞争力和业绩取得收益。

在美国，机构投资者参与公司治理的活动最早是1986年发起的加州公共雇员退休基金(CalPERS)。CalPERS

度上来保障，如可以控股等方面的突破。比如基金公司投资一家上市公司的股本占比不能超过10%，很少有超过5%，超过5%要举牌，重庆啤酒事件之前也有基金公司试图对公司的管理团队进行干预，最后不了了之。

上海一家新公司总经理也认为，机构投资者此次成功推荐董事，跟格力电器本身股权结构分散有关。股权结构较为均衡、分散的上市公司，机构投资者推荐董事才有成功的可能。”

而上述银行系基金公司投资总监则提出不同看法，他认为，一个个案出现后，往往会有更多个案。基金公司具体扮演什么角色并不重要，之前基金公司扮演财务投资者的角色，未来可能会作为董事会发言人，只要有渠道使上市公司考虑机构投资者的利益和意见都是好事。

#### 海外对冲基金模式可借鉴

上海某“老十家”基金管理公司副总经理在接受证券时报记者采访时，毫不掩饰对海外对冲基金可参与上市公司治理的羡慕。国内公募基金不能直接派出，更不能直接做董事，只能用脚投票，最多只能推荐人选。未来这些都是可以探讨的方向，也是未来可以改革的方向。”

在海外，对冲基金可以直接做董事，或者直接派出上市公司董事，直接投票，从而参与上市公司治理。很多知名的海外公司，例如黑石，其运作模式就是“特大笔现金收购股权—派出董事—一定利润指标—股价上涨后套现”。国内未来的改革方向也应如此，希望有朝一日，基金公司的专户也可以给重仓股派出董事。”

是美国最大、世界第二大的公共养老金。它擅长攻击业绩不佳的上市公司，根据公司可持续收益的必要手段，而持有人作为间接投资者，则是长期稳定收益的最大受益人。

#### 对冲基金参与公司治理有优势

从成熟市场的经验看，尽管养老金和共同基金在参与上市公司治理的过程中成效明显，但由于自身特点不同，对冲基金可能在上市公司治理中表现得更为积极。

首先，养老金和共同基金严格的法律限制制约了其在上市公司治理中作用的发挥，监管更宽松、操作更隐秘的对冲基金更容易参与上市公司的治理。以共同基金为例，它需要定期披露持股情况、采取分散持股的组合式投资、投资组合中对某一公司的持股比例不能超过一定限度、必须留出足够资金应对赎回等，这些体制上的限制使共同基金参与公司治理的积极性不够。相比之下，法规对对冲基金的信息披露、持股集中度等方面的要求宽松很多，对冲基金可以神不知鬼不觉地拥有一定比例的股票，增强对公司治理的影响。美国对冲基金只有在持有单只股票的金額大于一亿美元时才需披露，甚至对金融衍生品也没有披露要求。在投资组合方面，对冲基金并不需要严格遵守组合式投资的要求，基金经理可以完全不考虑比例问题进行投资。法律也没有要求对冲基金保留赎回准备金，而是倾向于让当事人自行约定，这使得对冲基金可以随意持有限制性证券。

第二，和共同基金不同的盈利模式，也让对冲基金更有参与公司治理的动力。共同基金按管理的资产规模收取固定管理费，共同基金倾向于把更多的精力用在增加资产规模上，而不是关注其管理资本的利润率。而对冲基金主要依赖于业绩提成，这使得对冲基金具有强烈的动机来推动公司治理，对冲基金和客户之间常会约定非常惊人的激励提成，使对冲基金更有动力发起公司治理。



张常春/制图

## 律师

### 独董不独要改变

证券时报记者 刘明

对于格力电器大股东格力集团总裁周少强董事资格被否，有律师表示，这类事件在国内上市公司中较为罕见，对促进上市公司治理具有标志性意义。也有律师指出，根据现行累积投票规则，大股东将几个董事的票票积投给周少强，是可以确保周少强当选的。根据格力电器的《公司章程》，格力电器最快会在一个月内再次召开股东大会补选董事。

#### 董事被否有积极意义

上海新望闻达律师事务所高级合伙人宋一欣律师告诉记者，格力电器大股东总裁被否，在国内上市公司当中非常罕见，对促进上市公司治理机构完善有非常积极的意义。由于各种原因，国内上市公司普遍存在大股东一股独大，在上市公司治理方面也往往是大股东说了算。中小股东往往缺乏自己的代言人。虽然上市公司都设有独立董事，而当初设立独立董事的出发点正是为了维护小股东利益，但从目前实际情况看，独董大多成为大股东请来的花瓶。

上海严义明律师事务所创办人

严义明律师也认为，格力电器大股东提名人选被否，对上市公司治理有积极意义，大股东行为也需要受到制约，如果大股东推举的人选得不到中小股东信任，被否是应当的。

严义明表示，根据股东大会选举董事的累积投票制度，大股东如果将几个董事的票向周少强倾斜，周少强是可以当选的。分析人士指出，这种情况的出现存在几种可能：一是大股东没有研究投票制度或没意识到会被否；二是大股东没有刻意要让周少强进入董事会，或是国资委做出了一定的妥协。

#### 最快一个月内补选董事

深圳一位证券律师告诉证券时报记者，根据《公司法》第一百零三条，单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。由于格力电器的《公司章程》中规定董事会由九名董事组成，而本次股东大会仅选出八名董事，未达到章程规定人数。因而，格力电器应该会择日再次召开股东大会，重新提名董事人选进行表决。

## 微博

### 公司有争 民权易兴

@贺正生：成为新闻，多少有点苍凉的无奈。本就该如此，股东有这样的决定权。但愿日后常态化。公司是经济制度的基石，公司有争，则民权易兴。

@李若山老师：格力电器此次董事会选举，国资委推荐的周少强落选，是市场战胜行政的典范。企业在市场中运行，但国企中的人力资源却不按市场原则配置，由行政配置，企业能做好鬼才相信。此次小股东利用市场手段将外行的高管排斥在董事会外，国资委该醒醒了，请尊重市场规则吧。

@陈利浩：继年初市人大否决市政府对一名局长的提名后，格力电器股东会又否决了从国资委空降到格力集团总裁的董事人选。不论被否决的人选实际能力如何，我们都应为人大和上市公司股东会的否决叫好，因为程序公正正是实质正义的前提和保证。

@鱼台子：朱、董搭配，把格力打造成一流企业。朱退休，不知董能否把格力这面大旗扛得住？或者扛多久？格力是国企，但家电是高度市场化的行业，不同于垄断行业国企，不容易。

@KK戴围脖：投资者选择自己认为合适的管理层，而拒绝政府派来的没有相关市场经验的管家，投资者对自己的投资是认真的。

@及时转弯：支持格力股东会，如果国资委一定要派董事，首先对其董事人选的资格和条件进行限定。

@穆清风：企业经营自主权应维护。

@信心像太阳一样：累积投票发挥作用，这次真的保护了中小投资者的意愿。

@纳米820：N年前和国美叫板，前两年状告广州财政局，现在还把市国资委原副主任否出董事会，国资背景企业中，这样有性格的实在不多。

@月夜飞龙1976：资本权力运用游戏规则首次否决了行政权力的干预。

@青春纪实版士兵突击节目策划：这个才是健康的法人治理结构。

@咖啡豆OTG：关键是格力股权结构极为分散，大股东持股不到两成。耶鲁大学12Q1买入5200万股，成就第三大股东。只要机构和中小股东团结，珠海国资委话语权极易消解。此例也印证，投票权只要落到实处，定有发威之时，于公司治理、国家治理皆然。

@墨西哥在天边：让投资者说了算，在一定程度上体现了民主的力量和对企业市场化运作的渴望。

@张书伟2012：格力电器董事会选举，现格力集团总裁落选，开创中小股东用手投票取得话语权之先河。

(刘明 整理)

根据格力电器的章程，召开股东大会，召集人将在年度股东大会召开20日前以公告方式通知各股东，临时股东大会将于会议召开15日前以公告方式通知各股东。这意味着，格力电器最快可在一个月内再度召开临时股东大会选举董事。届时，大股东格力集团可再次提名一位董事候选人。

#### 公司治理要改革

对于国内上市公司中独立董事缺位，非大股东方董事缺失，宋一欣表示，目前监管层改革主要是对宏观制度进行改革，改革需要深入到微观公司治理层面，如上市公司治理结构改革。改革可分为两方面：首先，要在上市公司董事会层面引入大量独立的外部董事，对现在独立董事制度进行改进。上市公司应建立独立于大股东、董事会与管理层的独立的董事提名委员会，可由独立的第三方社会人士组成，选出真正能代表小股东利益的独董。同时鼓励单独或合计持股3%以上的股东提名董事，唤醒中小股东参与上市公司治理的意识。其次，进一步完善现行网络投票制度，强制所有股东大会都必须设立网络投票，减少中小股东的参与障碍。由于有一些关系上市公司重大议题的股东大会未实施网络投票，大股东或董事会有时甚至会人为设置中小股东参会障碍。