

股东积极主义浪潮拍岸 欧美机构善用公司治理武器

证券时报记者 徐欢 水木

上世纪80年代以来,以美国公共和私人养老基金为代表的机构投资风格发生了重大转变,从过去主要依靠“用脚投票”转为“用手投票”,开始积极介入被投资上市企业的公司治理,“股东积极主义”浪潮初现苗头。2008年金融危机后,很多上市公司管理上的弱点充分暴露,进一步推动了机构投资者作为股东的维权意识觉醒。2010年7月16日,随着《多德-弗兰克法案》出台,“股东积极主义”全面兴起,美国的公司治理开始进入一个新的里程。

股东积极主义浪潮 席卷全美

2010年7月16日,美国参议院正式通过了大萧条时期以来规模最大、最严厉的银行业改革法案《多德-弗兰克法案》。新法案的核心内容包括:扩大监管机构权力、允许分拆陷入困境的所谓“大到不能倒”的金融机构、限制金融高管的薪酬。此外,还设立新的消费者金融保护局,全面保护消费者合法权益。

随着《多德-弗兰克法案》的出台,“股东积极主义”全面兴起。所谓股东积极主义,即当上市公司董事会决策不符合股东利益时,部分股东就会集结力量来推动上市公司改进公司治理,甚至改组董事会、逼管理层下台。这里所谓的“股东”,并非一般小股东,而是以机构投资者为主,他们积极参与公司治理的动力,来自于持股成本与发动改革收益的对比。

在“股东积极主义”的推动下,股东开始获得参与决定绝大多数上市公司高管薪酬的投票权。近来部分大型资产管理机构在上市公司高管薪酬问题上更加激进,支持薪酬改革的股东决议此起彼伏。2012年4月19

并购,还有高管的薪酬、高管的组成、董事会的组成等。

事实上,自上世纪90年代中期以来,对冲基金的积极作为就引起了法律社团和金融机构的注意,其行为甚至被认为是对美国公众公司的一个主要威胁。典型的对冲基金积极主义行为通常是这样一种模式:进入被低估的公司,持股比例往往介于5%~10%之间,成为少数派股东,然后迫使公司采取行动,以产生基金期望的投资回报。

一份针对33只对冲基金投资行为的分析报告显示,对冲基金的积极介入行为在2005年~2008年期间显著增加,进入2009年后急剧回落,当前又开始回升。据这份报告总结,对冲基金参与公司治理的积极行为主要呈现三大特点:其一,要求派驻董事会代表占据的比例最高。其二,往往针对公司漏洞发难,并导致公司出售或者清算。报告显示,此类行为不仅占据超过1/3的比例,而且成功率高达60%以上。其三,“事件驱动型”行为,这种行为往往与寻求短期利益相关。

近年来,以美国养老基金为代表的欧美机构投资者参与公司治理主要通过以下途径:1、向管理层提出公司治理建议,包括投票、接管、董事会、总经理报酬问题等。2、私下与经理人员和董事会进行沟通。来自养老基金顾问办公室的高层工作人员是处理公司治理问题的主要人员,他们经常给公司写信,要求举行包括高管和外部或独立董事参加的会议。3、法庭诉讼。在上世纪90年代早期,面对频繁的并购活动特别是敌意收购对自身职业生涯带来的威胁,公司经理

投反对票”是机构投资者在股东大会上最公开、常见的行使股东权利的方式,但这种表达权利的方式往往会被经理层的抵制,引起股东和管理层间的对立。近年来,在股东积极主义浪潮影响下,董事会开始积极代表股东利益行事。而希望在公司治理方面谋求更多话语权的机构投资者也改变策略和方式,开始注重与公司之间的双向互动沟通。这种新的模式,突破了传统的“所有与控制”框架。

正如Calpers首席执行官所说:“我们不要再为首席执行官(CEO)们,从现在开始,我们要难为董事会了”。对于发现的问题,Calpers会向董事长或CEO发出信函,要求他们与Calpers官员会面,寻求不经投票表决就可以改变治理结构的途径。如果协商成功,则撤回议案。在这种“温和协商”模式下,投资者可以对公司业绩表示不满,经理层也可以向投资者提供更多关于未来发展战略的信息来解释财务报告。这种“温和协商”的方式包括书信、电话、传真、个人访问等,现在已开始经常替代股东提案。

另外,虽然机构股东的大部分提案关注公司业绩表现,但近些年也涉及到公司社会责任履行问题,如供应商的产地标准要求、就业机会等信息的披露等。上个世纪90年代以来,股东行动主义表现尤为明显。

借鉴海外经验 突破A股公司治理瓶颈

从中国目前实际情况看,以基金为代表的机构投资者在公司治理中发挥的作用有限。目前全国社会保障基金、企业年金以及个人账户基金采用的是信托投资方式,信托投资能有效保障资产的独立性,且能有效地保障投资收益。但是信托投资产生了多层次的委托——代理关系,而相关的监督管理机制不够成熟,委托方与代理方存在明显不对称,易产生过度的机会风险、道德风险和逆向选择问题。

此外,养老保险基金更注重投资的流动性和安全性;基金管理公司缺乏足够的监督力量;监督企业的收益不确定而成本较大,以及存在利益冲突等因素也是妨碍养老保险基金参与公司治理的一个因素。

随着我国社会保障体系的不断完善,养老保险基金规模将会越来越大,养老保险也将成为资本市场的主要机构投资者,由于养老保险基金进入资本市场的规模巨大,难以继续采用“用脚投票”的方式买卖股票,必须采用积极投资、参与管理的方式参与公司治理活动,形成以参与公司治理为导向的投资战略。

人纷纷采取了“绿邮支付”等相应的措施来阻止并购的发生。这直接影响了机构投资者通过并购获得溢价收益,从而引发了机构投资者作为股东和公司经理人的正面交锋,这种正面交锋是通过法庭诉讼的方式来进行的。影响最大的也是第一起获得法庭支持的案例是Walt Disney的反收购案。4、代理投票权征集。1992年,美国证监会对股东之间的信息沟通、投票权委托放松了管制要求,不必再经过预先申请和传阅,大大降低了机构投资者征集投票权的成本,从而刺激了机构投资者通过征集股东投票权参与治理的热情。5、积极投资公司治理共同基金或专户理财基金,向市场传达关注公司治理的态度。

6、非正式渠道。比如通过定期公开出版物表达机构股东对经理人的不满等。

美国的共同基金法规定,基金管理人对基金持有人负有受托人的义务,有责任保护基金持有人的利益,有义务代表持有人行使股东的职责。近年来美国证监会进一步加强了股东之间的沟通以及机构股东与上市公司管理团队的沟通。普信非常重视这方面的法律和履行这方面的职责,也有非常全面的投票政策。当然,我们也意识到,并不是所有的维权活动都合理,我们要求自己必须负责地参加或发起这类活动。”林羿告诉记者,普信参与上市公司治理有三个阶段:一是训练分析师对上市公司有深入的了解;二是与公司管理层直接对话,在采取公开的反对投票之前,会先争取积极同公司管理层对话,同其他持有类似意见的机构股东积极对话、联合行动,把问题提出来;三是行使自己的投票权。当然,我们会根据持仓多少,采取相应的行动。在适当的情况下,如果直接对话达不到目的,问题依然存在,就会重新对该公司和股票估价,如果失去信心,也可以卖掉股票。”

在席卷美国的“股东积极主义”浪潮中,对冲基金尤其活跃,它们在参与公司治理方面走得更远,也更激进。据美国普信资产管理公司北亚区总裁林羿介绍,美国的上万只对冲基金管理了大约2万亿美元的资产,它们参与上市公司治理的主要议题包括:上市公司股权回购、不正常发放红利、

欧美机构参与 公司治理新特点

在传统的公司治理模式中,

以美国养老基金为代表的欧美机构投资者参与公司治理主要通过以下途径:

- 向管理层提出公司治理建议。
- 私下与经理人员和董事会进行沟通。包括给公司写信,要求举行包括高管和外部或独立董事参加的会议等。

- 法庭诉讼。
- 代理投票权征集。即机构投资者征集股东投票参与权。

- 积极投资公司治理共同基金或专户理财基金,向市场传达关注公司治理的态度。
- 非正式渠道。比如通过定期公开出版物表达机构股东对经理人的不满等。



独董每月应至少花5小时 参与上市公司决策

——专访香港董事学会主席黄天祐

证券时报记者 徐欢

上市公司应 更多了解独董作用

证券时报记者:目前在香港和内地的上市公司治理中还存在什么问题?

黄天祐:很多上市公司的独董还不够有责任感。优秀的独董应该在开会前,以认真负责的态度,研究公司新提出来的业务发展方向,

评估其中的风险,提供专业知识,并与管理层进行讨论。而不是事前不闻不问,只是形式主义地签字了事。现在大部分上市公司的独董都是这样,甚至包括香港的一些独董。

美国独董数量多、地位高

证券时报记者:欧美和中国在董事会中的架构设置有什么区别?

黄天祐:首先,在欧美公司的董事会中,独立董事数量占绝大多数,而香港以及内地的独董数目则相对较少。其次,美国的首席执行官(即行政总裁)基本是外聘的,与大股东形成“管理权”以及“拥有权”两权分立体系。此外,由于美国上市公司的董事会主席是非执行主席,不参与公司实际运营,由此往往产生首席执行官(CEO)权利过大问题,大股东需要对其进行监管或激励,因此,为了更好地监督公司的运作,独董数量占公司董事会的大多数,在一般8~10人左右的董事局中,执行董事仅有2个,分别是CEO以及首席财务官CFO。

证券时报记者:就独董发挥作用而言,香港、美国以及内地哪里表现最佳?

黄天祐:从独董发挥作用程度来看,美国表现最好,香港次之,然后才是内地。在美国,上市公司的独立董事数目占绝大多数,因此在监管公司治理方面更能维护公众利益,并能很好地监督执行董事去按照公司指定的战略以及目标前进。美国由于独董数量多、素质较高、参与公司治理的时间也较多,往往整个董事会几乎都由独董把控,如果CEO不能完成任务,就会马上出局。而在内地,由于拥有大多数股权的大股东在很大程度上参与公司的管理,而且很多时候,大股东代表、董事会主席以及CEO三者是同一个人,CEO不会面临出局的危机,因此在为公司创造盈利方面往往不如美国公司的CEO积极。在香港,独董发挥作用主要表现在参与执行委员会、审核委员会、薪酬委员会以及提名委员会的运作,并运用自己的经验和专业知识,为公司未来的发展出谋划策。

证券时报记者:从目前情况来看,海外的上市公司治理普遍比内地做得好,是谁在其中发挥了监督作用?

黄天祐:由于欧美资本市场相对发达以及股权相对分散且流动性强,外部控制能有效发挥作用,市场会主动检验上市公司的治理水平以及营运能力。此外,美国对上市公司的监管较严也是独董能更大程度发挥作用的一个重要原因。美国的萨班法案规定,上市公司的CEO以及CFO需要签署公司的财务报表,如果签署后的财务报表不实,CEO和CFO将面临牢狱之灾。虽然目前中国也建立了类似的法规,但情况还是不尽如人意。

美国百强上市公司独董比例



证券时报记者:独立董事每年应该贡献多少时间到公司治理上才算称职?

黄天祐:我认为,独立董事对公司的贡献应该每年在60小时,平均每个月应该花费5小时参与公司决策,这是基本的要求,而如果公司有其他新业务的话,需要独立董事花更多的时间。目前的问题在于,并没有一个法律强制规定独立董事需要额外花费多少时间在公司治理上,仅仅只提出了一个最低要求,即“足够的时间”;此外,“足够的时间”也没有一个量化的标准,因为每家公司的情况不同,需要独立董事贡献的时间也不太一致。因此,在暂时还不能对独董不负责的行为进行外部监管之时,可以由上市公司去监督这些独董,建议每年申报给相关监管机构关于这些独董是否花费了足够时间参与公司治理的信息,从而提高公司治理透明度。

证券时报记者:您对内地提高上市公司治理有什么样的建议?

黄天祐:一方面独立董事要加强监督职能,而不能仅仅充当“花瓶”。另一方面,上市公司应该更多了解独董的作用,董事会主席或行政总裁在挑选独立董事时需尽责,应根据公司的具体情况引入不同领域的专业人士任职公司独董,监督公司决策,为公司的长远发展提供专业意见。与此同时,监管机构包括中国证监会以及交易所也需要发挥监管功能,可要求上市公司在年报中披露独董的过去经验以及未来工作范畴和职责。



吴比较/制图