

# 我国机构投资者信义义务体系的反思与重构

——以尽责管理义务的引入为视角

王 心 怡\*

摘要:机构投资者是代客理财的金融性中介机构。目前,在我国法律规范体系内,对机构投资者的投资管理活动,仅赋予传统的信义义务予以调整。然而,在金融创新的视阈下,机构投资者因介入多重法律关系及所表征的复杂的主体地位,如果仅课以传统信义义务进行规范,明显呈现出调整不足的状态。面对这样的情况,在我国相关法律规范修订的过程中,应当借鉴其他国家和地区先进的立法经验,引入调整机构投资者双重义务体系的尽责管理义务的概念,明确机构投资者在证券投资管理活动中所应当承担的义务内容,重构我国机构投资者信义义务体系,从而解决我国金融创新领域出现的新问题。

关键词:机构投资者 信义义务 股东诚信义务 尽责管理义务

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2017.06.016

## 一、问题的提出

机构投资者的概念有广义与狭义之分。狭义的机构投资者主要是指各种代客理财的证券投资中介机构,如证券投资基金、养老基金以及保险基金等。本文研究的机构投资者是指狭义的机构投资者。近 10 多年以来,以对冲基金和养老基金为代表的机构投资者强势崛起,大型金融中介机构持有公众公司的股份比例日益提高,<sup>①</sup>机构投资者越来越倚重权益类的投资为其委托人获取利益。在这一过程中,机构投资者作为机构资产受托人的法律地位与作为目标公司股东的法律地位发生重合,并基于此产生了其应履行的双重义务。在传统上,机构投资者所具有的机构资产受托人的法律地位,需要法律规范规定信义义务,调整其与外部非机构投资者之间的法律关系,维护委托人的财产权利不会因受托人的投资行为受到损害。而当机构投资者通过日趋频繁的证券市场投资行为成为特定目标公司的机构股东后,则要求其必须履行对目标公司及其他中小股东和利益相关者的义务,不能滥用股东权力和自己的影响力,借助各种合法的甚至非法的手段,通过牺牲公司整体的、长远性根本利益来追求投资者自身短期收益,<sup>②</sup>甚至最终间接地损害机构财产委托人的合法权益。我国目前的法律规范,仅对机构投资者的信义义务进行了规定,相比较而言,缺乏对机构投资者应履行的股东义务进行考虑。因此,法律规范只能对机构投资者的受托人地位进行调整,而对其作为目标公司股东的行为难以进行制约。正因为有这样的缺陷,才导致现实中法律调整的困境凸显,对监管如“通道业务”等许多涉及国家金融安全的事项缺乏明确的法律规定。面对这样的状况,有必要对信义义务体系进行反思并予以重构,法律规范的修订不能受到传统信义义务的束缚,应当借鉴英国、日本等国家和我国香港地区先进的立法经验,引入调整机构投资者双重义务体系的尽责管理义务的概念,通过规范机构投资者参与目标公司治理的行为,间接地促进机构资产委托人财富的增长,从而达到传统信义义务的规范目的。通过尽责管理概念的引入,既使机构投资者所应当承担的义务体系内容得到了

\* 吉林大学法学院博士研究生、河北大学政法学院讲师  
基金项目:国家留学基金委地方合作项目(国家留学基金)

① 参见冯果、李安安:《投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革》,《法律科学》2012年第2期。

② 参见上海证券交易所资本市场研究所:《中国公司治理报告(2012)投资者行为与公司治理》,上海人民出版社2013年版,第2页。

丰富,扩张了信义义务的调整范围,也会使实践中很多金融创新过程中出现的问题寻求到合理的规范路径。

## 二、对机构投资者现有信义义务体系的反思

### (一)我国法律规范体系中机构投资者信义义务规定的漏洞

在我国法律规范体系中,对机构投资者的信义义务进行了规定。除体现在《中华人民共和国信托法》(以下简称《信托法》)、《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》)等相关法律中,针对特定类型机构投资者进行规范的行政法规亦有涉及,如《基本养老保险基金投资管理办法》。以《证券投资基金法》为例,对基金管理人信义义务规定如下表所示。

证券投资基金法(2015年修正)

条款	内容	信义义务内容
第4条	从事证券投资基金活动,应当遵循自愿、公平、诚实信用的原则,不得损害国家利益和社会公共利益	基金管理人“受人之托,代人理财”应当履行忠实、勤勉、尽责义务
第5条第2款	基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产	确定了基金财产的“信托属性”,为基金管理人“信义义务”的履行奠定了法理基础
第9条第1款、第2款	基金管理人管理、运用基金财产,基金服务机构从事基金服务活动,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。基金管理人运用基金财产进行证券投资,应当遵守审慎经营规则,制定科学合理的投资策略和风险管理制度,有效防范和控制风险	基金管理人“忠实”“注意”义务的总则性规定
第18条第1款、第19条	公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,其本人、配偶、利害关系人进行证券投资,应当事先向基金管理人申报,并不得与基金份额持有人发生利益冲突。公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,不得担任基金托管人或者其他基金管理人的任何职务,不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动	利益冲突的管理政策
第21条第1、2、3、5、6、7项	公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员不得有下列行为:(1)将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事证券投资;(2)不公平地对待其管理的不同基金财产;(3)利用基金财产或者职务之便为基金份额持有人以外的人牟取利益;(4)侵占、挪用基金财产;(5)泄露因职务便利获取的未公开信息、利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动;(6)玩忽职守,不按照规定履行职责	基金管理人不得从事违反其“信义义务”的行为
第22条第3款	公开募集基金的基金管理人的股东、董事、监事和高级管理人员在行使权利或者履行职责时,应当遵循基金份额持有人利益优先的原则	基金管理人的投资活动应当以维护“委托人”利益优先为原则

然而,通过对上述法律规范的分析可以看出其中存在的漏洞主要表现在:

1. 规范中信义义务的内容过于狭窄,导致其调整不足。现阶段法律规范中对机构投资者赋予的信义义务,主要调整机构投资者作为机构财产受托人,因其投资行为与机构资产委托人之间产生的法律关系,

主要包括“忠实”义务与“注意”义务两个方面。对机构投资者来讲,忠实义务的履行意味着,禁止受托人以双重身份(受托人与利害关系人)对信托资产进行处置,或者进行与信托资产利益有冲突的交易。<sup>①</sup>而注意义务则要求其在做出相关投资决策时,必须审慎、勤勉,是对机构投资者能力的要求,与其提供服务的质量和注意程度相关。<sup>②</sup>然而,这样的法律规范缺乏对机构投资者因证券投资管理行为而可能产生的新的义务的规范。因此,一旦机构投资者因证券投资行为发生主体身份的转变或重合,传统的信义义务便会因调整不足,无法被整合为一个逻辑清晰的融贯体系。进一步来讲,即使对机构投资者传统的信义义务进行了规定,也因为缺乏具体的实施细则,导致法律适用的困境。例如,《证券投资基金法》第9条第2款被视为机构投资者在证券投资管理活动中应当遵循的“注意”义务的规定,但却可能因为缺乏对“审慎经营”概念的解釋,以及失信责任承担的规定,导致法律条款成为“无牙的老虎”而难以进行适用。

2. 对特定类型的机构投资者缺乏法律规范进行调整。由于目前对某些特定类型的机构投资者与机构财产委托人之间基础性法律关系的认识尚存争议,因此导致对银行、保险基金等特定类型的机构投资者缺乏有效监管,法律规范严重缺失。以保险基金为例,《中华人民共和国保险法》(以下简称《保险法》)第2条、第10条分别对“保险”和“保险合同”的概念进行了界定。因此,在传统的保险基础法律关系中,保险人与投保人通过保险合同形成债权债务关系,当保险合同约定的条件满足时,保险人应当履行相应的法律义务。<sup>③</sup>基于这一基础法律关系,当保险人获得保险资金后,也同时获得了保险资金的全权处置权。这种通过保险合同形成的债权债务关系,与基金财产具有信托属性、委托人只是暂时让渡资金所有权,委托基金管理人从事盈利活动而委托人具有偿还请求权或赎回请求权,据此要求管理主体必须按照委托人最大利益从事投资行为,有着本质的区别。从这个角度观察,保险人管理自有保险基金进行权益类投资,是否应对投保人承担信义义务值得深入思考。然而,随着金融衍生品种类的不断増加与创新,尤其是保险基金被允许买卖股票、证券投资基金份额等有价值证券后,保险的概念显然已经超越将个体成员难以单独承担的危险转移给专门从事保险事业的保险机构从而实现对被保险人利益保障的功能,<sup>④</sup>演变为具有强烈投资内涵的新型金融产品。以产生巨大争议的“万能险”为例,保险公司对投保人缴纳的“万能险”保费通常会分为两部分进行处理,一部分用于传统保险产品的保险保障功能,而另一部分则设立投资账户,由保险公司代为投资理财。投资收益不封顶,下设最低利率。保险基金用于购买目标公司股份的资金均来源于投资账户。虽然这部分资金在实践中的处理方法是仍然计入“保户储金及投资款”,属于保险公司资产负债表的负债项,<sup>⑤</sup>保险公司有权按照自己的意愿进行处置,但是其在运用资金进行投资过程中所体现的信义关系特征,实际与证券投资基金等传统机构投资者毫无二致。在这种情况下,如果法律规范还将保险人与投保人基础性法律关系定性为债权债务关系,而仅对保险人课以债务人义务,那么就会因法律规范调整的不足,导致保险公司通过“万能险”“投连险”等具有投资功能的社会资本的经营,对上市公司进行举牌并购,以成为上市公司股东后获得的收益,满足自身资产规模、收入和利润快速增长的需要;<sup>⑥</sup>但因其所引发的投资风险却只能由投资者一方承担,权利与义务严重失衡的制度设计具有极大的风险。

## (二)法律规范体系的漏洞致使现实中法律规范调整的困境凸显

机构投资者是金融制度创新的产物,同时又对金融制度创新起到推动作用。然而,由于法律规范对机构投资者信义义务规定的漏洞所引发的法律适用危机,使金融创新视阈下出现的很多问题都难以得到合理解决,法律调整在现实中的困境不断凸显。

### 1. 对让渡管理责任的“通道业务”监管缺乏法律依据。法律规范对“通道业务”的概念尚缺乏明确的

① 参见[美]约翰·H. 兰贝恩:《信托法的合同基础》,何美欢译,《清华法学》2004年第1期。

② 参见肖宇、许可:《私募股权基金管理人信义义务研究》,《现代法学》2015年第6期。

③ 参见安建主编:《中华人民共和国保险法(修订)解义》,法律出版社2009年版,第29—33页。

④ 参见叶林、郭丹:《保险本质和功能的法学分析》,《法学杂志》2012年第8期。

⑤ 参见梅慎实、郭禹辰:《前海人寿万能险表决权争议背后》,《董事会》2016年第8期。

⑥ 参见金水:《股市捉妖记 万能险到底如何修成妖》,《华夏时报》2016年12月10日。

界定,但在中国金融行业实行平行监管的语境下,“通道业务”被普遍认同的含义是:“委托方为了规避监管,通过使用资管计划等手段,将资金委托给其他资管机构代为投资的业务。在实践中,委托方通常会保留主动管理权,承担投资损益,而管理人让渡了自己的管理责任,只负责执行指令,起到了桥方的作用。”<sup>①</sup> 我国的“通道业务”中,委托方主要以商业银行为主力,而受托方主要表现为信托公司、券商、基金公司及其子公司以及保险公司等典型的机构投资者。自2014年中国银行业监督管理委员会下发《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项的通知(征求意见稿)》第一次明确“通道类业务”及风险承担主体后,“通道业务”的规模迅速增长。根据相关数据统计,截至2016年底,我国“通道类”的业务总规模大约在31万亿元以上,其中涉及证券市场投资的券商行业占比39.28%,而基金公司及其子公司占比为23.71%,<sup>②</sup>可谓体量庞大。“通道业务”的存在解决了商业银行资金端相对充足但因为受到严格监管无法满足参与资管业务的需求。但是“通道业务”的产生,也同样造成了许多系统性金融风险,如降低了资金使用率、产生了金融市场的叠加风险等。尤其当信托、券商或基金等机构投资者仅充当通道,赚取通道费用而放弃资金管理权时,不仅资产最终受益人面临的风险加剧,也直接影响到上市公司治理机制的正常运转,对实体经济造成损害。以“宝万之争”为例,宝能系就曾经通过9个“资管计划”将万科10%的股权收入囊中,而这9个资管计划的大量资金均来源于银行理财资金,即所谓的“通道业务”。正因为对这部分资金的管理权属不明,导致股东大会的投票效力屡受质疑,对万科的正常经营造成了巨大的影响。<sup>③</sup> 有鉴于此,中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)在2017年5月19日召开的例行发布会上重申证券基金经营机构不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”。<sup>④</sup> 其实,早在2016年6月1日,中国保险监督管理委员会(以下简称中国保监会)也曾经通过下发通知的形式,要求各保险资管公司自查“通道业务”,防范投资风险、信用风险等各类风险。<sup>⑤</sup> 这些规范性文件的出台,标志着监管层对多年来在我国金融监管体制背景下盛行的“通道业务”施行严管甚至进行全面禁止的态度。

然而,对这种让渡管理责任的“通道业务”的监管,目前还缺乏明确的法律依据。很多人认为,这种放弃资金管理权利的“通道业务”,通常是以委托方与桥方签订“委托—代理”合同实现的。代理与信托虽然有着相似之处,都涉及财产的管理,但是代理的本质是代理人以被代理人的名义从事代理行为。其代理行为与第三人产生的权利义务关系亦由被代理人承担,这与机构投资者与财产委托人所具有的信托关系截然相反。<sup>⑥</sup> 因此,“通道业务”中的“委托—代理”合同违反了《信托法》《证券投资基金法》等法律的规定。然而,问题的关键在于,调整“委托—代理”关系的《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)与《信托法》《证券投资基金法》效力等级相同,这种行为在不违反《合同法》的情况下,应当如何与《信托法》《证券投资基金法》等法律规范相互协调,成为监管层面对的第一个难题。即便解决了法律之间的相互矛盾,承认这种“委托—代理”合同违反特别法的规定,但是如果桥方仅以合法聘请投资顾问的形式,实质放弃对受托资金的管理权,依然会出现法律监管的空白,造成财产委托人权利的损害,<sup>⑦</sup> 目前,面对以万亿规模计算的“通道业务”,如果缺乏有效的法律监管,而仅仅给予马上叫停或者清理的处置,那么会因风险资产相互传染而引发新的系统性的金融风险。

2. 对机构投资者一致行动问题无法进行有效规范。机构投资者为了提升在参与目标公司治理过程中的话语权,同时满足法律规范中对股东权利中共益权行使的持股比例要求,经常会与其他投资者一致行动,共同行使提案权、董事提名权等股东权利。2016年,宝能系通过其掌握的多个保险基金,在二级市场

① 霍海龙:《通道业务的风险》,《中国金融》2015年第24期。

② 参见中国证券投资基金业协会:《证券经营机构私募资产管理业务2016年统计年报》,http://www.amac.org.cn/tjsj/sjbg/392008.shtml,2017-05-15。

③ 参见华生:《万科模式:控制权之争与公司治理》,东方出版社2017年版,第146页。

④ 参见左永刚:《证监会重申证券基金不得从事“通道业务”》,《证券日报》2017年5月20日。

⑤ 参见魏璋:《保险资管通道类业务被叫停》,《中国保险》2016年第7期。

⑥ 参见罗大均:《信托法律关系探析》,《政法论坛》2001年第2期。

⑦ 参见缪因知:《证券投资信托的法律构造与监管流变》,《当代法学》2017年第2期。

增持,成为万科A股的第一大股东。在宝能系参与万科的治理活动后,即被万科多次质疑是否与其另一股东华润之间存在不正当的关联交易和一致行动行为而未加披露,损害了目标公司及其他股东的合法权益。然而两者均称:“其之间并不存在就共同扩大能够支配的万科股份表决权数量签署或达成任何协议或其他安排,因而不构成一致行动人。”<sup>①</sup>如果单纯根据法律规范进行识别,无论是依照《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第86条的规定,或是依照深圳证券交易所引用的《上市公司收购管理办法》第83条的规定,那么判定宝能系与第二大股东华润之间具有一致行动关系均无依据。原因在于,上述法律条款中所指称的一致行动,应是通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。其用意在于收购监管,防止收购人借助不同马甲分散持股,掩盖收购意图或者规避监管措施。<sup>②</sup>一致行动被限定为行动各方必须具有共同的意思表示(或称收购共谋)。<sup>③</sup>这样的定义方式,排除了机构投资者作为目标公司股东联合其他投资者采用如共同提案、共同推荐董事、委托行使未注明投票意向的表决权等手段参与公司治理,可以被认定广义一致行动的情况。具体到上述案例中,万科在股东大会召开之前,已经停牌将近7个月的时间。在这个阶段,无论是宝能系、华润或是其他的股东都很难在公开市场上买到万科的股票。因此,作为控制股东的宝能系与大股东华润坚称两者不存在一致行动关系于法有据。然而,如果两者无法被识别为一致行动人,那么宝能系与华润曾经在股东大会上共同提出改组董事会的需求,以及在新加坡共同开会商讨万科股份转让等一系列事项,便没有任何法律规范可以进行调整,如信息披露义务、短线交易的利益归入义务均无法得到适用。这也是产生争议的原因。机构投资者可能利用法律规范对一致行动行为规范的漏洞,损害目标公司及其他中小股东的合法权益甚至最终侵害机构财产委托人的权利。

3. 对机构投资者特殊内幕交易行为监管存在漏洞。在我国目前资本市场的发展阶段,机构投资者在证券场所实施的内幕交易行为经常会与目标公司选择性披露行为相关。作为一种信息披露模式,选择性披露是指证券发行人向券商选择性披露重大且非公开信息,券商基于形式化的“防火墙”等风控制度的限制,通常不会直接实施内幕交易行为,而是通过研究报告的形式向券商产品的买方(主要是公募基金、私募投资机构等)传递负载一定重大信息内容的投资咨询意见,由研究报告的购买者从事相关金融商品交易谋取巨额利润。<sup>④</sup>由于我国资本市场成熟度相对较低,因此选择性披露行为经常发生。2014年发生的丽珠集团“泄密门”事件就引起了较大的关注。<sup>⑤</sup>然而,目前我国法律规范中对机构投资者内幕交易行为的规范存在制度监管的空白,主要表现为两个方面:(1)《证券法》将内幕信息的知情人限制为持有公司5%以上股份的股东。但事实上由于有机构投资者持股比例的限制性规定,因此大量的机构投资者将被排除在内幕信息知情人的范围之外。(2)虽然规定“非法”获取内幕信息构成内幕交易行为,但是对何为“非法”获取缺乏清晰的界定,对机构投资者经常采用的选择性披露方式从事交易行为是否可以定性为“非法”从而接受内幕交易规范的调整无法识别。虽然早在2007年中国证监会颁布的《上市公司信息披露管理办法》第4条以及《中国证券监督管理委员会证券市场内幕交易行为认定指引》第6条的规定中均认为选择性披露行为应当被纳入调整范围,但是其作为中国证监会颁布的部门规章和内部执法指引并无司法适用效力,同时亦缺乏修订上位法的能力,<sup>⑥</sup>并不能有效地实现调控目的。

### 三、引入尽责管理义务的法理基础

#### (一)尽责管理义务的内涵

① 华生:《万科模式:控制权之争与公司治理》,东方出版社2017年版,第130页。

② 参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划》,《清华法学》2016年第6期。

③ 参见蔡奕:《〈中华人民共和国证券法〉重大修订条款解析》,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/lfzl/jnlfsyzn/yjyd/200701/t20070108\_77314.html,2017-01-20。

④ 参见刘宪权:《内幕交易违法所得司法判断规则研究》,《中国法学》2015年第6期。

⑤ 参见彭洁云:《中信证券“泄密门”再发酵 丽珠集团董秘请辞》,《第一财经日报》2014年6月13日。

⑥ 参见曾洋:《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》,《中国法学》2014年第2期。

2010年7月,英国财务报告理事会颁布了《英国尽责管理守则》(以下简称《守则》)。这是世界上第一部提出机构投资者尽责管理职责概念的规范性文件,也是迄今世界范围内对机构投资者尽责管理职责规定最为完备的法律规范之一。《守则》这样定义尽责管理职责:“有效的尽责管理职责的落实,不但有利于公司治理目标的实现,更有利于提升投资人及整体经济效益,使机构投资者的双重身份达到统合。”<sup>①</sup>《守则》自2010年颁布后,虽然经过两次修订,但是立法精神并未发生实质性的改变,均是针对机构投资者的尽责管理职责进行规定,要求机构投资者在参与目标公司治理的过程中,必须遵循良好的作业规范,从而提升目标公司及机构财产委托人的长期利益。<sup>②</sup>《守则》颁布后,日本、我国香港特别行政区及我国台湾地区对其内容多有借鉴和仿效,虽然在名称的表述上略有不同,但是对尽责管理职责的内容安排,则体现了高度的一致性(具体分析参见表1)。<sup>③</sup>在《守则》中以“职责”一词,对尽责管理的内容进行了描述。然而,在大陆法系法律规范构造的语境下,通常会以“主体—行为—责任”构成法律关系全部的结构特征,而法律行为的本质属性是不同行为的权利与义务的组合,法律规范的主要意义也在于通过设置权利义务以安排利益秩序。<sup>④</sup>从这个角度看,在我国未来的法律规范修订中,宜采用“尽责管理义务”一词,对机构投资者所应履行的职责内容进行描述。这样的做法不仅有利于法律规范统一,也可以使违反相关义务而产生的责任体系得到更好的落实。

表1:英国、日本、我国香港特别行政区、我国台湾地区关于尽责管理义务内容的比较

尽责管理义务体系的内容	英国	日本	我国香港地区	我国台湾地区
制定相关的如何落实尽责管理义务并予以披露	有	有	有	有
具有处理可能产生利益冲突的方式并予以披露	有	有	有	有
对目标公司进行有效的监督	有	有	有	有
清楚说明在何种情况下会提升股东的活动程度,从而提升股权价值,维护“委托人”利益	有	有	有	有
在特定情况下与其他股东进行一致行动	有	否	有	否
对如何进行股东投票拥有明确的政策并予以披露	有	有	有	有
定期对“委托人”及其他相关主体披露尽责管理义务的履行状况	有	有	有	有

(二)尽责管理义务的引入弥补传统信义义务调整的不足

传统信义义务的规定来源于机构投资者独特的运作模式。其要求机构资产委托人将资金投入“资金池”,其后由具有丰富投资经验的专业人士统一管理和运作。机构资产管理人通过委托人的托付,获得了开放性的权利,从而与委托人分享财产的收益权和使用权。<sup>⑤</sup>这种专业的理财中介,由于财产所有权与管理权处于高度分离的状态,因此资产管理人经常会利用对机构投资者的控制地位,损害委托人的合法权益,而委托人则因缺乏对这种高度专业投资机构的投资模式以及运作方式的了解,而对管理人是否侵害其合法权利丧失基本的评估、识别和判断。面对这样的状态,法律规范必须为管理人的行为设定相应的边界。通过对管理人义务的设定,维护委托人的合法权利。同时,也不致因义务内容的过于宽泛而影响管理人在整个投资过程中基于其专业常识、技能产生的合理商业判断。这种义务体系被描述为机构投资者的

① 台湾集保结算所股份有限公司:《研议强化专业机构法人公司治理监督角色:尽责管理守则之研究期末报告》,台湾集保结算所股份有限公司2014年版,第17页。

② 参见英国财务报告理事会:《尽责管理守则的评述》,http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/Consultations-and-Revisions-to-the-UK-Stewardship.aspx,2017-02-10。

③ See Japan's Stewardship Code, http://www.doc88.com/p-9505254622546.html, 2017-01-02; The UK Stewardship Code, FRC, The UK Stewardship Code, The Financial Reporting Council Limited 2012; 台湾集保结算所股份有限公司:《研议强化专业机构法人公司治理监督角色:尽责管理守则之研究期末报告》,台湾集保结算所股份有限公司2014年版,第1页以下。

④ 参见张继恒:《从“规范教义”到“法理守则”:经济法学研究之转型》,《法商研究》2015年第5期。

⑤ 参见许可:《私募基金管理人义务统合论》,《北方法学》2016年第2期。

信义义务。“这种信义义务的产生,主要来源于机构资产受托人与委托人信义关系的存在。”<sup>①</sup>然而,机构投资者的存在性质,又决定了其要通过特定的投资行为,为委托人谋利,证券投资行为正是其谋利手段中最为重要的一种。在这一过程中,机构投资者的身份发生了转变,成为目标公司的机构股东。作为机构股东,机构投资者不仅应当享有包括股东投票权、提案权以及诉讼权等一系列的股东权利,而且履行股东义务也成为其在公司法律规范下的题中之意。《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第20条规定的股东义务,被称为股东的诚信义务(受信义务),具体包括忠实义务和注意义务两个方面的内容。其中忠实义务要求股东在行使权利时,必须考虑公司及其他股东的利益,不得与之发生冲突。而注意义务则指明股东应当以普通谨慎之人应有的注意,行使其权利,<sup>②</sup>其对控制股东较之中小股东提出了更高层次的要求。在我国目前的资本市场中,大股东甚至控股股东中也不断地出现机构投资者的身影,以“宝万之争”事件为例,根据2016年9月对万科主要股东持股情况的统计,宝能系以其拥有的多个保险基金持股总量达到25%,居于第一大股东地位。而恒大保险以及安邦保险分别以6.82%和6.18%的数量居于三、四位。<sup>③</sup>在这样的情况下,对机构投资者注意义务的履行要求会更为严格。

在证券投资过程中,机构投资者在资本市场上所具有的投资者地位与上市公司中的股东地位发生交叉。股东概念表征的是公司的所有者地位,而投资者概念表征的是资本市场的交易主体地位。<sup>④</sup>机构投资者在资本市场上所具有的独立的投资者地位,因经营模式的特殊性,法律规范对其义务有了第一层次的要求,即信义义务,同时在成为上市公司的机构股东后,法律基于其股东地位,对其承担的股东义务又有第二层次的限定。在这样的背景下,法律规范不仅应当赋予机构投资者以传统的信义义务,更值得考量的是如何将机构投资者的信义义务与因证券投资管理活动而产生的股东受信义务加以统合,在使机构资产委托人利益最大化的前提之下,亦能更好地履行作为机构股东的义务。机构投资者尽责管理义务的引入,通过敦促机构投资者积极参与目标公司事务,促使更完善的公司治理,又间接通过完善的公司治理,促进机构投资者财富增长,提升机构财产委托人的合法利益,其是对信义义务调整范围缺失内容的有效补充,极大地扩展了信义义务的调整张力,使信义义务的调整范围从机构投资者本身的运作延伸至其证券投资管理活动。

### (三) 尽责管理义务的引入保护了目标公司及其他中小股东的合法权利

在英美法系中,除传统的信托外,通过判例法已经将信义义务扩展至代理人与被代理人、医生与患者、监护人与被监护人等新型的信义关系中,甚至有向公法扩张的趋势。我国缺乏判例法的传统,无法通过判例扩张在传统信义义务下权利保护的类型,因此可以借助尽责管理义务概念的引入,补充传统信义义务因机构投资者身份转换而引致的对目标公司及其他中小股东权利保护的不足,并间接地维护机构资产委托人的合法利益。然而,机构投资者在持股目标公司后却常常因为过多干涉公司经营行为对目标公司、其他股东以及利益相关者的合法权利造成损害,并间接地造成机构资产委托人利益的损害。因此,尽责管理义务中通常会明确规定,监督才是机构投资者参与公司治理最重要的职能所在,而非直接参与目标公司的经营管理。监督应当以规律、定期检查为必要,并且应当满足特定的目的,具体包括:了解公司表现、确认公司现有管理层对公司管理有方、确认公司所采纳的治理框架及常规适合公司发展等。而监督的方式则多种多样,法律规范中规定的股东行使权利的方式,机构投资者均可以采用。机构投资者只能在特定的情况下有扩大参与公司治理事务范围的可能,<sup>⑤</sup>特定的情况包括发生可能影响目标公司的商誉及表现的重大公司治理事项。要求机构投资者履行监督之职能,是希望其作为理财中介机构,去纠正可能损害公司利益

① Tamar Frankel, *Fiduciary law*, Oxford University Press, 2011, p. 6.

② 参见朱慈蕴:《对股东诚信义务的再思考》,《中国法律》2007年第4期。

③ 参见汤晓东、郑博宏、罗皓量:《“宝万之争”的脉络、焦点与研究目的》,《清华金融评论》2016年增刊。

④ 参见冯果、李安安:《金融创新视阈下公司治理理论的法律重释》,《法制与社会发展》2013年第6期。

⑤ See FRC, *The UK Stewardship Code*, The Financial Reporting Council Limited 2012, p. 10.

的行为,充分挖掘目标公司的投资价值,<sup>①</sup>保护机构财产委托人财产安全并为之增值。

#### (四) 尽责管理义务的引入可有效地维护国家金融安全

机构投资者及其持有的专业的金融工具是金融创新主要的推动力量。然而,过度的创新如果缺乏有效的制度规范,那么会因为无节制的利欲膨胀而对国家经济体系产生腐蚀,并最终危及国家金融安全。引入尽责管理义务的概念,扩展信义义务的调整范围,将其投资管理活动纳入法律制度的轨道上进行调整,无疑对防范金融创新风险,限制机构投资者创新过度导致的权利滥用或权利侵害,维护国家金融安全起到积极的推动作用。以与金融安全监管密切相伴的证券市场监管为例,内幕交易行为被视为破坏证券市场稳定的严重违法违规行为。我国政府参与制定、2016年发布的《二十国集团/经合组织公司治理原则》(以下简称《公司治理原则》)第3章“机构投资者、证券交易所和其他中介结构”第E项,开宗明义地指出:“由于内幕交易会操纵资本市场,因此,内幕交易为大多数国家的证券法规、公司法和刑法所禁止。内幕交易有悖于良好的公司治理。违反了平等对待股东的原则。”<sup>②</sup>然而,依前文所述,这种机构投资者违法违规行却因法律规范存在漏洞而无法进行有效规制。在这种情况下,引入尽责管理义务,扩展信义义务对机构投资者行为的规范,可以成为对内幕交易进行监管的有效途径。基于尽责管理义务的引入,与机构投资者特殊的内幕交易相关的选择性披露行为应当受到严格的规范,在《证券法》进行修订时,针对机构投资者内幕交易行为的调整,应当体现信息平等的理念,将机构投资者利用选择性披露而从事的交易行为视为非法,从而防范影响证券市场安全与稳定的内幕交易行为的发生。

### 四、尽责管理义务体系的具体构建

#### (一) 将尽责管理义务规定为机构投资者应当履行的法定义务

《公司治理原则》第3章对机构投资者应当承担的机构股东的受信义务以及对机构资产委托人的信义义务如何在公司治理中加以统合进行了规定。该规定指出:“机构投资者基于其所投资的股权投资份额的增长,其参与公司治理的能力和利益已经发生了很大的变化。原则上,应当建议机构投资者披露与公司治理有关的政策,从而维护最终受益人的合法权益。然而,由于机构投资者商业模式以及投资战略的不同。应当对机构股东所履行的尽责管理义务进行区分性规定。”<sup>③</sup>虽然我国《上市公司治理准则》(以下简称《治理准则》)第11条也曾要求机构投资者应当在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用,但是仍然没有对这些在参与公司治理行为过程中可能产生的义务进行定义,未明确义务履行的主体、义务的具体内容以及相应责任。这种倡导性的立法方式,由于缺乏执行力,只有置于社会诚信高、自律性高的环境下才能发挥作用,<sup>④</sup>因而无助于目标公司、机构资产委托人及其他利益相关方权利的保护。我国作为《公司治理原则》的倡导国和支持国,曾经承诺会尽快按照该文件的规定完善我国的相关立法,<sup>⑤</sup>因此,在未来的法律规范修订中,可以对《治理准则》进行修订,以专章的形式对机构投资者的尽责管理义务进行规定。<sup>⑥</sup>这样的做法既维持了原有法律规范体系的稳定性又降低了重复立法的成本;更为重要的是,由于《治理准则》规范的对象为上市公司股东,只要投资人履行出资义务,就应当遵守相关要求,并不以股东主体性质不同,产生特定类型的投资者,作为法外监管之对象。这样的做法既合理地解决了对某些特定的机构投资者是否应当承担信义义务的争议,又独辟蹊径地通过尽责管理义务的补充,弥补了对机构资产委托人利益保护的不足。同时,也为“通道业务”的监管提供了法理路径,尽责管理义务的主体是投资证券市场并成为目标公司股东的机构投资者,只要在股东名册上进行登记,即应当受到尽责管理义务的约束,

① 参见华生:《万科模式:控制权之争与公司治理》,东方出版社2017年版,第98页。

② 《二十国集团/经合组织公司治理原则》,http://dx.doi.org/10.1787/9789264250574-zh,2017-01-04。

③ 《二十国集团/经合组织公司治理原则》,http://dx.doi.org/10.1787/9789264250574-zh,2017-01-04。

④ 参见张辉:《倡导性规范与上市公司治理》,《证券市场导报》2010年第11期。

⑤ 参见刘士余:《抓紧修订上市公司治理准则》,http://stock.cfi.net.cn/newspage.aspx?id=20160902000217,2016-09-02。

⑥ 参见王娟:《推动机构投资者有序参与公司治理》,http://finance.ifeng.com/a/20170603/15426145\_0.shtml,2017-06-03。

而不问其背后是否存在更为复杂的法律关系,义务主体的明确,便于义务内容的落实以及追责的实现。将尽责管理义务规定为机构投资者的法定义务,还应当注意增加落实尽责管理义务内容实施细则的相关规定,以增强规范的实效性。我国法律规范对信义义务进行规定时,一个重大的漏洞表现为法律规范缺乏实施细则,导致其适用性降低。以英国为代表的多数国家和地区的尽责管理义务的规定,不仅以专门的法律规范的形式出现,在具体内容的安排上,也体现了原则性要求与配套规范相结合的特点,配套规范的功能旨在增强法律的可操作性,我们国家的法律规范在修订的过程中应予借鉴,对原则性的义务内容通过实施细则加以落实。

### (二)落实尽责管理义务要求机构投资者必须严格履行披露义务

根据尽责管理义务的要求,机构投资者应当履行严格的披露义务,披露的内容包括如下两个方面:

1. 要求机构投资者制定完整的落实尽责管理义务的规划,并定期向机构资产委托人、目标公司及相关主体披露义务的履行情况。在这些规划的制定过程中,机构投资者基于自身经营模式的不同,必须考虑哪些参与公司治理的规划更能有效地反映其所扮演的角色、活动的范围以及其参与公司治理成本与获得收益之间的比重,从而更好地维护机构资产委托人的利益。<sup>①</sup> 义务规范应当允许机构投资者按照其投资规模、性质及地点等因素调整规划相关内容。信义义务的来源基于机构投资者较强的专业投资行为可能带来的权利侵害,因此,应当要求机构投资者对其如何履行相关义务以及履行义务的情况定期进行披露,便于委托人以及目标公司、相关利益方掌握并实施有效监督。披露的方式可以采用在相关网站上对规划进行说明,也可以按照类似《证券投资基金法》第46条的规定,在基金份额持有人大会上对其如何落实信义义务与尽责管理义务的规划以及义务的履行情况对委托人给予详尽的解释。要求机构投资者制定落实尽责管理义务的规划并定期进行汇报,通过履行义务方式的复杂性以及履行义务内容的完整性,也可以有效防止在“通道业务”中发生的桥方以聘请投资顾问等形式,实质放弃资金管理义务的行为。

2. 要求机构投资者制定完整、清晰的处理利益冲突的相关规划,并要求其定期向机构资产委托人、目标公司及其他利益相关方进行详细披露。尽责管理义务的落实,要求机构投资者制定比较清晰的利益冲突管理规划。信义义务中的忠实义务即要求机构投资者不能从事利益冲突的行为。机构投资者的利益冲突,包括外部与内部的利益冲突两个方面。前者主要发生在机构投资者与非机构投资者之间,其本质是委托人利益与受托人利益之间的冲突。<sup>②</sup> 后者则主要发生在机构投资者内部,是基于其各个独立业务之间所产生的利益摩擦。例如,证券资金会因为证券顾问业务、自营业务以及资产管理业务之间特殊的风险偏好和行销模式产生冲突。<sup>③</sup> 虽然针对外部冲突的规范,均采用了信义义务的附加进行调整,但是这种以信托基础法律关系存在为前提产生的义务,其规制的辐射范围有限,难以解决基于投资或者管理关系产生的内部利益冲突。机构投资者成为目标公司股东并参与公司治理过程所产生的内部的利益冲突确实极为严重,不容忽视。《公司治理原则》第三章C项就指出了可能在投票权行使过程中产生的内部利益冲突。<sup>④</sup> 尽责管理义务的落实无疑是对传统信义义务无法调和机构投资者因证券投资行为而产生的内部利益冲突的最好补充,基于尽责管理义务的要求,无论是传统的机构投资者所面对的外部利益冲突,还是因金融创新而不断出现的内部利益冲突,机构投资者都应当制定清晰的规划进行处理,处理规划必须以保护机构财产委托人的利益优先为原则,并进行详尽的披露。

### (三)尽责管理义务的落实要求机构投资者审慎行使投票权

《公司治理原则》规定:“对于充当信义义务人的机构投资者而言,应当认为投票权也是客户投资价值的一部分。”<sup>⑤</sup>在公司所有者与公司经营者权力分离的过程中,表决权扮演着十分重要的角色。它是公司

① 参见《二十国集团/经合组织公司治理原则》, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264250574-zh,2017-01-04>。

② 参见王文字:《控股公司与金融控股公司法》,中国政法大学出版社2003年版,第235-236页。

③ 参见王彬:《美国金融中介利益冲突法律规制演变及启示》,《证券市场导报》2013年第6期。

④ 参见《二十国集团/经合组织公司治理原则》, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264250574-zh,2017-01-04>。

⑤ 《二十国集团/经合组织公司治理原则》, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264250574-zh,2017-01-04>。

所有与公司经营的连接点。<sup>①</sup> 在落实传统信义义务与扩张型的尽责管理义务的语境下,表决权的行使有了更为丰富的含义。它不仅是履行股东义务的重要表现,同时也承载着维护机构资产委托人权益的重要使命。机构投资者必须以明确之举措,保障股东投票权的行使。除此之外,法律规范还应当要求机构投资者对投票信息予以披露,使利益相关者知悉。例如,投票记录、委托投票范围、服务提供人等信息均进行详细记录并予以披露。<sup>②</sup> 要求机构投资者在投票过程中履行尽责管理义务,会使复杂问题简单化。以机构投资者投票权行使主体的确认机制为例,在“宝万之争”中,对保险公司以“万能险”资金持有的公司股份,表决权行使的主体存在争议的焦点,其理由不外乎“万能险”股权投资部分资金的权益难以确定以及保险公司是否能够成为信义义务人。<sup>③</sup> 如果等待修改保险会计核算规划,或者厘清保险公司是否应当承担信义义务,那么必然出现权利急于行使、相互推诿的状况,损害利益相关方的权益。在这样的情况下,尽责管理义务的履行会有效弥补信义义务的规范漏洞,通过对上市公司股东名册中登记股东的确认,判定履行尽责管理义务的主体,从而要求其制定清晰的投票规则,以“亲自管理”和“不谋求控制”等原则代表委托人行使投票权,维护目标公司及机构财产委托人的合法权益。

#### (四) 尽责管理义务要求必须对机构投资者“一致行动”施以严格的规范

传统的信义义务的法律规定,无法对机构投资者与其他投资者的“一致行动”行为进行有效规制。而尽责管理义务的规定则将机构投资者的上述行为纳入调整的范围,对“一致行动”的适用条件进行了严格的限制,只有在面临庞大企业、经济压力或有足以毁减重大价值的危机时,共同参与才被认定为最合适的方式。<sup>④</sup> 基于这一理念,在今后的法律修订中,应当在尽责管理义务的调整下,首先扩展“一致行动”的含义,将机构投资者与其他投资者参与“目标公司”治理的积极合作行为包括共同召集股东大会、共同提案、共同商定投票方向,纳入“一致行动”范围进行调整,使其行为更加规范。同时,亦应当借鉴其他国家和地区的法律规定,严格限制机构投资者“一致行动”的条件。

#### (五) 尽责管理义务的落实要求机构投资者遵循“责任投资”的原则

2006年4月,联合国环境规划署与联合国全球契约组织发布了来自16个国家、拥有超过2万亿美元资产的机构投资者共同签署的《负责任投资原则》(以下简称《原则》)。根据《原则》的规定,机构投资者承诺:在符合受托责任的前提下,将把环境、社会和企业治理问题纳入投资分析和决策过程。为了成为积极的所有者,机构投资者会将环境、社会和企业治理问题等因素整合至所有权政策与实践中去。同时,机构投资者也将敦促其所投资的目标公司适当披露环境、社会和公司治理等资讯,并按照《原则》的要求,汇报其本身的活动与进程。<sup>⑤</sup> 机构投资者对“责任投资原则”的认同,被视为全球金融市场的一个历史性发展。强化和落实机构投资者的社会责任,无疑有助于建立一个真正的负责任的经济核心机构,使之成为推动现代市场经济健康、稳定、持续发展的助推器。<sup>⑥</sup> 2002年《治理准则》第81条以及第86条首次对上市公司履行社会责任提出要求。2006年施行的《公司法》第5条明确规定了公司的社会责任。然而,对机构投资者作为目标公司股东应当如何履行社会责任缺乏相应的规定,导致机构投资者没有发挥履行社会责任方面应有的作用。上海证券交易所2007年所做的抽样调查显示:当公司履行社会责任发生财务支出时,5.2%的公司表示机构股东会持反对态度,10.4%的公司表示机构股东会持支持态度,而剩余的84.4%的公司则表示机构股东既不支持也不反对。由此可见,我国机构投资者并不是上市公司承担社会责任的阻碍力量,但也不是积极的促进力量。<sup>⑦</sup> 《中国基金报》的调查数据显示,我国资产规模小于200亿的基金公司对

① 参见梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,《中国法学》2005年第3期。

② See FRC, The UK Stewardship Code, The Financial Reporting Council Limited 2012, p. 12.

③ 参见刘锋、韩良:《机构投资者入市具有何种表决权》,《第一财经日报》2016年7月13日。

④ See FRC, The UK Stewardship Code, The Financial Reporting Council Limited 2012, p. 11.

⑤ 参见联合国环境规划署、联合国全球契约:《负责任投资者原则》, <http://www.unpri.org/>, 2017-04-26。

⑥ 参见朱慈蕴:《论金融中介机构的社会责任——从应对和防范危机的长效机制出发》,《清华法学》2010年第1期。

⑦ 参见上海证券交易所:《中国公司治理报告(2007):利益相关者与公司社会责任》,复旦大学出版社2007年版,第36页。

上市公司履行社会责任表现的关注度仅达到40%，其他60%仅表现出偶尔的关注。<sup>①</sup>这种关注度极低的情况与欧美国家的状况形成鲜明的对比。资料显示，截至2005年，美国各类投资活动家包括宗教投资者、共同基金、退休基金、责任性投资经理人等，共向美国企业提交了348份有关社会及相关问题的提案，其中177份提案进入表决。机构股东通过积极行为落实社会责任投资资产的规模达到7030亿美元。<sup>②</sup>基于这种现状，应当要求法律作出明确的规定，积极推进机构投资者社会责任投资在公司治理过程中的实现。

## 五、结论

“冰冻三尺，非一日之寒”。现阶段我国出现的机构投资者举牌上市公司，并且由于参与目标公司治理所引发的各种纠纷，均源于机构投资者信义义务规范不足与法律适用过程中的漏洞与空白。机构投资者本身及其所创造的纷繁复杂的金融衍生品，是金融制度不断创新的产物。尽管它们在繁荣资本市场的过程中发挥了不可或缺的作用，但是历史上几次金融危机的爆发也在不断提醒我们，由于机构投资者过度从事冒险性投资行为的心理偏好对孕育新的金融风险起着推波助澜的作用，<sup>③</sup>因此对我国这个新兴金融体国家来讲，加强对机构投资者的监管实属必要。法律规范应当以清晰的权利义务架构，界定机构投资者“举牌”上市公司及成为目标公司机构股东后的法律地位，并将其所有的投资管理活动纳入法律规范的轨道上进行调整。尽管现阶段基于我国资本市场以及机构投资者发展程度的限制，引入尽责管理义务的方式也会有不能完美解决所有问题的可能性，但是制定一部具有一定程度可操作性、主要发挥法律规范宣示作用并表达立法者价值取向的义务规范体系，作为对传统信义义务的补充，依然具有立法上的重大意义。

责任编辑 翟中鞠

<sup>①</sup> 参见中国责任投资论坛：《中国基金业责任投资调查报告(2013)》，<http://csr.stcn.com/2013/1213/10998116.shtml>，2017-02-08。

<sup>②</sup> 参见上海证券交易所：《中国公司治理报告(2007)：利益相关者与公司社会责任》，复旦大学出版社2007年版，第35页。

<sup>③</sup> 1929年以及2008年爆发的金融危机虽然与机构投资者的行为无直接联系，但是其行为依然起到了推波助澜的作用。两次金融危机的发生促成了监管机构投资者的《格拉斯—斯蒂格尔法案》以及《多德—弗兰克法案》的诞生。