

投资者利益保护与累积投票制

倪意

(重庆天健会计师事务所 重庆 400015)

【摘要】 本文分析了累积投票制的基本原理,并对大股东利益侵占、内部人控制与最优股东投票制度进行了描述,从投资者利益保护的角度考察股东投票制度。

【关键词】 投资者利益保护 累积投票制 控制权 错开机制

当股权相对分散时,累积投票制的控制权稀释效应可以在一定程度上降低由内部人控制所引致的代理成本。并且,这种稀释效应是以董事会的规模为乘数的。而当股权高度集中时,累积投票制并不能改善中小股东的境况。本文认为,应在我国上市公司中强制推行累积投票制,同时允许控股股东持股比例在10%以下的上市公司有选择地使用错开机制。

一、累积投票制的基本原理:控制权的稀释效应

累积投票制起源于英国,是指股东大会在选举两名或两名以上的董事时,股东所持有的每一股份拥有与当选董事总人数相等的投票权,股东既可以把所有的票集中投向一人,亦可分散投向数人,按得票数的多寡决定董事人选。与累积投票制相对应的是多数投票制,是指股东大会在选举两名或两名以上的董事时,每次只产生一名董事,股东所持有与其表决权资本相当的投票权,按得票数的多寡决定董事人选。

累积投票制并没有违背股份公司同股同权的基本原则,从选票总数来看,它与多数投票制下的选票总数并没有差别。其实,累积投票制的玄机就在于它将有限多次的投票过程聚拢为一次性的投票过程,从而有效地实现了对大股东控制权的稀释。为更好地理解这一点,我们假设某Q股份公司仅由两名股东组成,其中B表示大股东持股数,L表示小股东持股数($B>L$),N表示董事会的人数。我们可以发现:第一,无论累积投票制或多数投票制,大股东和小股东最终拥有的选票总数都分别是 $B\times N$ 张和 $L\times N$ 张。第二,在多数投票制下,投票共进行N次,大股东和小股东每次拥有的选票分别为B张和L张。此时,小股东要确保至少有一名其利益代表进入董事会的充分条件是 $L>B$,这与假设条件 $B>L$ 相矛盾,故小股东不可能在董事会中拥有其代言人。第三,在累积投票制下,投票只进行一次。在这次投票中,大股东和小股东拥有的选票分别为 $B\times N$ 张和 $L\times N$ 张。虽然大小股东拥有的选票数得到同比例的增长,但是在这唯一轮次的选举中要同时产生N名董事,而小股东可以将选票集中投向某一候选人。因此,在大股东并不阻止小股东的利益代表进入董事会的情况下,小股东要确保至少有一名其利益代表进入董事会的充分条件是 $L\times N>B$,在大股东力图阻止小股东的利益代表进入董事会的情况下,小股东要

确保至少有一名其利益代表进入董事会的充分条件是 $L\times N>B\times N=(N-1)$ 。这两种情况下,小股东都有可能在董事会拥有其代言人。比如,某公司拥有两名股东,大股东拥有70%表决权,小股东拥有30%表决权,拟从5名候选人中选出4位董事会成员,在累积投票制下,大股东拥有280张选票,而小股东拥有120张选票。小股东将120张选票都投向同一候选人,而大股东将其拥有的股票平均投向其余四人。小股东的利益代表获得的选票数为120张,大于其余四人的选票数70张,则可以确保小股东利益代表进入董事会。第四,在累积投票制对大股东控制权的稀释过程中,董事会的规模和候选人人数起到了一个至关重要的乘数作用。很明显,董事会人数越多,大股东就越难以完全控制投票结果。

二、大股东利益侵占、内部人控制与最优股东投票制度

1. 大股东利益侵占与最优股东投票制度。当股权高度集中时,控股股东与中小股东之间经常产生严重的利益冲突,控股股东可能以牺牲中小股东利益为代价来追求自身利益的最大化。Claessens等(1999)的实证研究表明,东亚国家公司治理的主要问题是控股股东对于中小股东的掠夺行为。也就是说,正如Johnson等(2000)的讨论,在高度集中的股权结构下,大股东会倾向于利用手中的控制权,通过隧道挖掘行为掏空上市公司,从而形成对中小股东利益的侵占。

如果资本市场是有效的,股价将能够对这种代理成本做出正确的反映,中小股东将得到与其风险相称的投资回报。因此,在有效资本市场中,大股东并没有足够的动力去挖掘隧道。显然,此时的投票制度对于中小股东而言,也不存在任何差别。但是,如果资本市场缺乏足够的效率,由于信息不对称的原因,就很难正确地识别这种代理成本。具体的表现就是公司的价值被市场高估,最终造成中小股东利益受损。此时,投票制度的选择对中小股东而言或许存在价值。但是,由于股权高度集中,若采用多数投票制,大股东可以轻易实现对董事会的完全控制。即使采用累积投票制,也至多能保证极少数的中小股东代表进入董事会。由于代表大股东利益的董事们占绝对多数,代表中小股东利益的董事无法实质上影响企业的经营政策,董事会仍然由大股东牢牢控制。此时,这些中小股东

的利益代表既没有撼动大股东强势控制地位的可能,而且由于其利己的经济人本质,中小股东的利益代表(人数很少时)有较高的概率与大股东形成合谋,彻底违背中小股东的利益。因此,当公司内部治理的主要矛盾表现为大股东利益侵占时,无论是采用多数投票制还是采用累积投票制,中小股东的境况都不会存在根本性的差别。更有甚者,在累积投票制下,大股东与代表中小股东利益的董事之间如产生摩擦或形成合谋,所引致的成本还可能转嫁给中小股东,从而使中小股东的境况变得更差。

2. 内部人控制与最优股东投票制度。股权分置改革之后,我国上市公司的股权结构将发生重要变化。毫无疑问,由股权高度集中向股权相对分散的变迁是必然的。相应的,公司内部治理中的主要矛盾也会随之变迁。作为其主要表现形式的大股东利益侵占也将很可能发生改变,取而代之的将是经理人与董事会成员合谋为基础的内部人控制。当存在严重的内部人控制时,公司的理性行为将被扭曲,一系列净现值小于零的理财行为将有可能被执行,从而降低公司的价值并进而侵占中小股东的财富。

如果采用多数投票制,股权比例相对较高的投资者仍然可以轻易在董事会中占据较多的席位。这必然在董事会中产生代表相对大股东利益的优势集团,从而使董事会与经理人间达成合谋的概率大幅度提高。同时,由于以较少的股权获得了对公司的控制,内部人控制集团对其他中小股东利益的掠夺行为将具有更高的回报率。因此,他们很有可能具备更强烈的转移中小股东财富的动机。与高度集中的股权结构相比较,中小股东此时的境况很有可能将更加糟糕。

在股权相对分散的情况下,累积投票制可以使董事会的利益格局达到相对均衡。在一个利益格局相对均衡的董事会中,代表不同利益集团的董事之间存在一种微妙的制衡,各董事之间以及董事与高管人员之间达成合谋的概率将大幅度降低。更重要的是,累积投票制改变了多数投票制下中小股东与董事之间的博弈关系。在多数投票制下,由于中小股东仅获得对于董事的名义选举权,因此他们完全无法获得与董事会成员对局的资格,基于利益的博弈根本无从谈起。但在累积投票制下,中小股东拥有对于董事的实质选举权。于是,中小股东就有条件在董事会中拥有自己的代言人,并作为委托人与其展开博弈。并且,在局中人中不主动退出的情况下,这种博弈可以被认为是无限次的。因此,在无限博弈的基础上,在给定适当激励的前提下,对其他董事或公司经理人损害公司利益的行为,中小股东代言人的理性选择必然是不予合作。因此,当股权相对分散时,采用累积投票制将有望缓解内部人控制的局面,从而改善中小股东的境况。

三、对我国上市公司运用累积投票制的现实思考

《上市公司治理准则》规定:在董事的选举过程中,应充分反映中小股东的意见,股东大会在董事选举中应积极推行累积投票制,控股股东控股比例在30%以上的上市公司应当采用累积投票制,采用累积投票制的上市公司应在公司章程里

规定该制度的实施细则。然而,我们认为,虽然该条规定体现了我国监管部门对于累积投票制的积极态度,但其本身并不完善,也不尽合理,亟待改进。

1. 采用适当的方法使我国的股权结构从“一股独大”向较分散的股权结构转变。从上面的分析可以看出,当股权高度集中时,无论是累积投票制还是多数投票制都不能有效地保护中小投资者的利益。投票制度仅在股权结构的一个域中有效。笔者认为,降低我国股权集中程度的主要方法有:深化股权分置改革,鼓励机构投资者持有股票,提高证券市场的有效程度。

2. 扩大累积投票制强制推行的范围,尤其是要将控股股东控股比例在10%~30%的上市公司包括进来。根据以上分析可知,累积投票制对于投资者利益的保护并不是在所有股权结构下都有效,它有其自身的适用范围。在股权高度集中时,累积投票制并不能改善中小股东的境况。当且仅当股权相对分散时,累积投票制才可以通过其对于控制权的稀释效应保护中小股东的参与权,并进而维护他们的利益。累积投票制发源于英国,兴盛于美国。而无论英国或美国的上市公司,其股权结构都是比较分散的。这也从一个侧面印证了最适用于累积投票制的是股权结构相对分散的公司,就我国而言,应当是控股股东控股比例在10%~30%的上市公司。因此,我们应当改变对于这部分上市公司使用累积投票制的许可主义,采用强制主义的精神要求其执行累积投票制,以更有效地保护中小投资者的利益。

3. 对于股权高度分散的上市公司,应允许其有选择地使用错开机制。在股权高度分散时,由于巨大的控制权收益的驱动,极有可能形成各股东之间激烈争夺公司控制权的局面。此时若机械地使用累积投票制,将可能加剧这种争夺的惨烈程度,企业价值往往在这种争夺中遭到无谓的耗损。因此,应当允许股权高度分散的上市公司有选择地使用错开机制,即变一次性的投票过程为若干次的投票过程,从而降低董事会规模对控制权的稀释效应。仍以某Q股份公司为例,假设投票次数变为3次,那么中小股东要保证至少有一名其利益代表进入董事会的条件将是 $L \times N > 3B$ 。显然,在错开机制下,董事会的稀释效应将大幅降低,由内耗所引致的代理成本也可望得到一定程度的控制。从长远来看,这将有利于保护投资者的利益。

主要参考文献

1. 刘峰,贺建刚,魏明海.控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究.管理世界,2004;8
2. 唐跃军,谢仍明.股份流动性、股权制衡机制与现金股利的隧道效应——来自1999~2003年中国上市公司的证据.中国工业经济,2006;2
3. 徐清.国内上市公司实施累积投票制度有效性研究.现代管理科学,2004;11
4. 朱红军,汪辉.“股权制衡”可以改善公司治理?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究.管理世界,2004;10