

一种克服国有控股公司改革难题的 投票法——股份-股东投票法

孙海琳

(北京大学经济学院金融系,北京 100871)

摘要:股份-股东投票法是一种中小股东能有效制约公司少数最大股东的投票机制,它可以在不破坏同股同权原则的条件下,解决国有控股公司既要政企分开,又要国家持有大多数股权这一两难选择。

关键词:投票法;股份公司;累积投票制;国有企业

中图分类号:F276.1

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2004)05-0146-03

1 政企分开与国有控股的两难选择

国有企业改革的一个根本性难题是:一方面要实行政企分开,使国有企业成为市场经济真正独立的微观主体;另一方面又要保持国有企业的国有属性,以保证国有资产的根本权益不会受到侵害。显然,这种改革具有内在的矛盾性:它一方面要求政府不干预企业的经营,一方面又要求政府时刻保持对企业的控制。这也是为什么国企改革从扩权让利、利改税、经营承包责任制、转换经营机制、股份制等多种形式进行探索,却至今不能从根本上解决要么管得过紧使国企缺乏活力,要么管得过松导致国有资产被侵犯这一难题的原因。

用股份制或现代企业制度来改造国有企业被认为是国企改革的有效途径,不过,上述改革难题的性质并没有发生变化。在实行改制的国有控股公司中,政企关系难题转变为国家股表决权设置的两难选择:若国家股拥有一股一票的表决权,公司的一切经营决策和经营者人选都由国家股代理人说了算,政府对企业的干预甚至比以往的国有企业还要强;若国家股放弃或只拥有有限的表决权,一方面难以保证国有资产的权益不受损害,另一方面也违背了同股同权的原则。

许多在国有企业基础上改制的股份公

司为了减少政府的干预,常常在国有股份的权益上做文章。有的建议国家股只分红不表决,有的让国家股在投票权上缩水,或是变成一种“消极的所有权”等等。这些做法不仅直接违背了股份的同股同权原则,也不能从根本上解决国企改革的两难选择,同时,还会像不能流通的国家股和法人股一样成为规范公司制度的新的历史问题。

2 累积投票制及其缺陷

现行的股东投票制度包括一股一票制(或称直接投票制 straight voting)和累积投票制。在我国目前上市公司“一股独大”的股权结构下,“一股一票制”使股东大会、董事会及监事会处于大股东操纵的问题更加严重,而累积投票制的直接目的,正是在于防止大股东控股比例过高下的“一言堂”或股权结构分散时的控制权旁落现象,矫正“一股一票”表决权制度存在的弊端。因此,引入累积投票制以完善股东表决制度成为现在的主流观点。但累积投票制的缺陷仍不可忽视。由于缺乏股权调整机制,大小股东的地位与方案不会随着投票这种博弈的演进而有所改变,因而大股东不会在投票伊始就将小股东的要求纳入其投票决策函数中,这将带来一系列的效率损失:①在我国国有控股公司中,国有股代理人往往具有极端的绝对

优势,其不会也不需要小股东的利益加以考虑,小股东拥有代言人的“威胁”是不可置信的,因为其代言人在董事会中仍只占少数,同时又由于不能不认识到的大股东代理人“圈钱”意图的普遍性,于是效率损失不可避免。②即使小股东股权比重较大,累积投票制的优势得以实现,一旦小股东有可能在董事会上另立山头,很可能又使公司董事会经常处于议而不决的危险中,这将使代理成本过高,得不偿失。

科斯定理的效率准则要求所有权与经营权相分离。按照我国现行的政治经济体制,还不可能让所有的股份公司都变成社会公众持股的股份公司,那么,有没有办法在国有控股的股份公司中,既保留现有的国有股份占大多数,又把对公司经营者的选拔和监督建立在社会公众股东对自身经济利益关心的基础上,以最大限度地强化对公司经营者的制约呢?

解决的办法就是在国家股占多数的股份公司中建立一种中小股东可以有效制约少数最大股东合谋的投票制度。虽然这样的投票制度不是一股一票的简单多数方法,但从所有股东都面对同样的投票制来说,每一股份都有着相同的权益。因此,它可以在不违背同股同权原则的条件下既保持国家股的多数股份地位,又防止国家股一人说了算

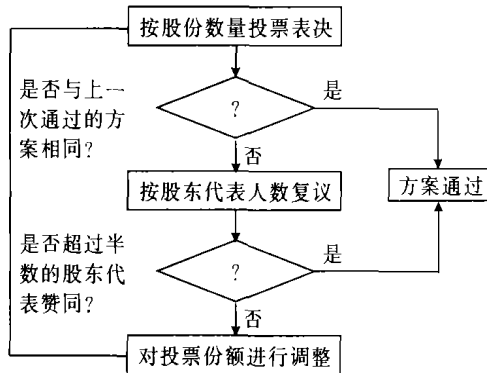
的政企不分的局面产生。

3 股份-股东投票法

设想这样一种两阶段循环的投票办法：在第一阶段，股东代表按各自拥有的和(委托)代表的股份数投票；在第二阶段，按参加股东大会的股东代表一人一票的办法，对第一阶段的投票结果进行赞成与否的复议。第一阶段是一种按股份数量的投票方法，目的是对董事会和监事会人选以及各项决策提案进行表决；第二阶段是一种按股东代表人数的投票方法，目的是对通过的董事会和监事会以及各项提案进行同意与否的表决。如果按股份数投票的结果在复议表决中得到半数以上股东代表的认可，投票结果得以通过，否则，进入新一轮投票过程，并且该投票过程无需转换时间场地，可就地地进行。

不过，在进入新一轮投票之前，要对股东代表拥有的或代表的股份数进行调整。调整的规则如下：若在上一轮投票中拥有和代表的股份占总股份的比例为 P ，那么在下一轮投票中，其股份的投票有效比例按 $(1-P)$ 的系数打一个折扣。调整投票有效股份数以后，再开始新一轮的两阶段投票过程。这个过程一直进行到以下两种情况之一出现为止：其一，在按股东代表一人一票的复议表决中获得半数以上的票数；其二，连续两次在按投票有效股份数的投票中得到相同的投票结果。我们将这种投票法称之为“股份-股东投票法”，投票的程序如下图所示：

上述投票法可以自动平衡最大股东的独断行为。比方说，一共有 5 个股东代表，最大股东持有的股份占 80%，4 个小股东的股份分别占 5%。如果采用一股一票的多数投



票制，董事和监事人选完全由大股东一人说了算。若采用股份-股东投票法，当 4 个小股东不满意投票结果时，可以在按股东代表一

人一票的复议表决中，以 4 比 1 的比例否决最大股东的意见。这样，在投票有效股份数调整后的新一轮投票中，大股东和小股东的投票有效股份比例分别为：

$$\frac{0.8 \times (1-0.8)}{0.8(1-0.8) + 4 \times 0.05(1-0.05)} = 45.7\%$$

和 $\frac{0.05 \times (1-0.05)}{0.8(1-0.8) + 4 \times 0.05(1-0.05)} = 13.6\%$ ，大股东拥有的投票有效股份比例将少于半数。因此，只要 4 个小股东一致反对，大股东就不可能保证在下一轮按股份数量的投票中获得与第一次一样的结果

4 股份-股东投票法的主要特征

股份-股东投票法具有以下 3 个主要特征：

4.1 公司最大股东控股的非绝对性

无论最大的股东持有的股份比例有多大，只要不是持有 100% 的股份，在经过第一次股份数调整后，最大股东的投票有效股份比例将小于 50%。也就是说，公司最大股东在其他股东一致反对的情况下，不可能保证他提出的董事和监事人选能连续两次成为提交股东代表一人一票复议表决的名单。证明如下：

设共有 n 个股东代表参加投票，持有的投票有效股份比例分别为 $P_i, i=1, \dots, n$ 。满足 $P_i > 0$ 和 $\sum P_i = 1$ 不失一般性，设最大的股东为第一个股东，持有的股份比例为 P_1 ，经过第一次投票有效股份数调整后，其拥有的投票有效股份的相对比例为：

$$\frac{P_1(1-P_1)}{\sum_{i=1}^n P_i(1-P_i)} \quad (\text{满足: } \sum_{i=1}^n \frac{P_i(1-P_i)}{\sum_{i=1}^n P_i(1-P_i)} = 1) \quad (1)$$

因为 $P_1 > 0$ ，显然成立。

$$\sum_{i=1}^n P_i^2 < (\sum_{i=2}^n P_i)^2 \quad (2)$$

利用 $\sum P_i = 1$ ，成立。

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^n P_i^2 &< P_1^2 + (\sum_{i=2}^n P_i)^2 = P_1^2 + (1-P_1)^2 \\ &= -2P_1 + 2P_1^2 + \sum_{i=1}^n P_i \quad (3) \end{aligned}$$

移项后，成立

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^n P_i^2 - \sum_{i=1}^n P_i &< -2P_1 + 2P_1^2 \\ 0.5 &> \frac{P_1(1-P_1)}{\sum_{i=1}^n P_i(1-P_i)} \quad (4) \end{aligned}$$

4.2 股东的相对地位不变

虽然经过投票有效股份比例调整后，大股东的投票有效股份比例相对下降，但最大的股东仍然是最大的股东，最小的股东也仍然是最小的股东，股东大小的相对地位不会发生变化。证明如下：

设两个股东的持股比例分别为 P_A 和 P_B ，且 $P_A > P_B$ ，那么在股东人数多于两人的情况下，即 $1-P_A-P_B > 0$ ，调整后的投票有效股份比例满足：

$$\begin{aligned} \frac{P_A(1-P_A)}{\sum_{i=1}^n P_i(1-P_i)} - \frac{P_B(1-P_B)}{\sum_{i=1}^n P_i(1-P_i)} \\ = \frac{(P_A-P_B)(1-P_A-P_B)}{\sum_{i=1}^n P_i(1-P_i)} > 0 \quad (5) \end{aligned}$$

即经过投票有效股份调整后，A 股东仍然大于 B 股东。

4.3 投票结果具有收敛性

如果各个股东坚持自己的投票选择不变，那么经过若干轮投票后，提交复议表决的提案迟早会出现连续两次不变的状况，根据前面的投票规则，提案自然生效。证明如下：

根据投票有效股份比例调整规则，第 i 个股东调整后的投票有效股份比例为：

$$\frac{P_i(1-P_i)}{\sum_{j=1}^n P_j(1-P_j)} = P_i \times \frac{1-P_i}{1 - \sum_{j=1}^n P_j^2} \quad (6)$$

可以看出，凡是股份比例 $P_i > \sum P_j^2$ 的股东，调整使其投票有效股份比例减小；相反，凡是 $P_i < \sum P_j^2$ 的股东，调整使其投票有效股份比例增加。投票有效股份比例的调整显然使各股东的投票有效比例趋于平均化。

类比量度行业垄断程度的赫芬达尔指数，我们用各股东代表持股比例的平方和(或投票有效比例的平方和)来描述股东持股(或投票权)的不平均程度。不难看出，持股比例平方和的最大值为 1，表示所有的股票为一人持有，最小值为 $1/n$ ，表示所有的股票被股东平均持有。显然，持股比例平方和越大，持股的分布越不平均。我们证明，每经过一次调整后，股东投票有效股份比例的平方和都会严格减小，或者说，只要不是股东

平均持有股票,那么股份调整过程将使下式成立:

$$\sum_{i=1}^n P_i^2 > \sum_{i=1}^n \left[\frac{P_i(1-P_i)}{\sum_{j=1}^n P_j(1-P_j)} \right]^2 \quad (7)$$

这里的 P_i 代表在上一轮投票中, 股东 i 的投票有效股份比例。如果(7)式成立, 那么根据有下界且递减的数列存在极限的原理, 股份调整过程是收敛于某一值的, 这表明提交复议表决的提案迟早会出现连续两次不变的结果。

令 $A = \sum P_i^2$, 并利用 $\sum P_i(1-P_i) = 1 - \sum P_i^2 = 1 - A$, 显然成立 $A < 1$ 。在(7)式的两边分别加上 $-2A + nA^2$, 利用

$$\begin{aligned} -2A + nA^2 &= \sum_{i=1}^n (-2PA + A^2) \\ &= \sum_{i=1}^n \left(-2 \frac{P_i(1-P_i)}{1-A} A + A^2 \right) \end{aligned} \quad (8)$$

(7)式经整理后, 得到需要证明的问题是:

$$\sum_{i=1}^n (P_i - A)^2 > \sum_{i=1}^n \left[\frac{P_i(1-P_i)}{1-A} - A \right]^2 \quad (9)$$

上式移项后, 并利用平方差公式, 得到需要证明的不等式如下:

$$\sum_{i=1}^n \frac{P_i(P_i - A)^2}{(1-A)^2} - (2-2A-P_i) > 0 \quad (10)$$

不难看出, 只要满足 $2-2A > P_i$, 而且不是所有的 P_i 都相等, 该不等式成立。

我们来说明在一般情况下, 不等式 $2-2A > P_i$ 是满足的。设最大股东的投票有效比例为 P_m , 显然有:

$$P_m = \sum_{i=1}^n P_m P_i > \sum_{i=1}^n P_i^2 = A \quad (11)$$

只要 $P_m < 0.5$, 由上式可知 $A < 0.5$, 成立 $2-2A > 1 > P_m$ 。因此, 当股东代表的人数大于 2 时, 至少在第一次股份数调整之后, 最大股东的投票有效股份比例已低于 50%, $2-2A > P_i$ 的条件满足。

5 股份-股东投票法的现实意义

5.1 保护少数股权者利益

股份-股东投票法的要点在于引入了股东(代表)平权的思想。股份公司的表决权按一股一票的原则分配, 体现了股份平权。然而, 这种方法无论在理论上还是在实践上并不一定总是最好的。为了维护少数股权者的权益, 西方国家有些股份公司实行比例代表制(proportional representation), 即董事会成员名额按持有股份的比例进行分配。还有的

公司实行累积投票制, 使非控股股东有机会将自己的代言人选入董事会。相比而言, 股份-股东投票法对于少数股权者给予了更大的维护, 虽然它只能在大多数的少数股权代表联合行动的条件下才有可能实现。其实, 现实中不可能存在一种方法使得每一个小股东的利益都得到维护, 即使有也是不公平的。一般而言只要不对小股东的利益有根本侵犯, 一种由大股东提出的方案是能获得通过的, 但一旦根本的冲突发生, 小股东作为利益一致的群体往往也能不谋而合, 合作的可能性取决于利害程度和合作成本的平衡。

5.2 有效地遏制国家股代理人的专断行为

股份-股东投票法的股份数调整过程是一个使股东代表投票有效股份数平均化的过程, 只要调整的次数足够多, 每个股东代表的有效股份比例将趋近于 $1/n$, 最终的投票结果相当于每个股东代表一人一票的投票制。投票结果向每个股东代表一人一票的投票制收敛, 对于处于控股地位的国家股东的制约作用是明显的; 首先, 代表国家的大股东不能违背众人的意愿一意孤行, 否则会激起其他股东代表的一致性反对, 进入越来越不利的投票有效股份比例调整过程。其次, 一旦进入投票有效股份比例调整过程, 国家大股东必须尽快考虑其他股东对于董事和监事人选以及公司重大经营决策的意见, 修正人选名单或决策草案, 以求出现连续两次提交股东代表复议的名单或提案相同的结果, 以避免进入股东代表一人一票的表决。于是, 股份-股东投票法避免了累积投票制的缺陷, 使一种有效的威胁机制得以实现, 并影响了最初议案的提出决策和每一步投票的过程, 最早地使“理性均衡”出现, 减少代理成本。基于此, 国家可通过在《公司法》中强制规定国有控股公司采用股份-股东投票法以使其有效地发挥作用。

5.3 强化所有权对经营权的控制

在我国现阶段, 上市公司的社会公众股权非常分散, 委托投票制度形同虚设, 加上广大小股东的搭便车行为等, 导致少数国家和法人股权代理人控制公司。在名义上是所有者控制公司, 而由于所有者的虚位本质, 导致公司的经营者在实际上不受任何所有者的控制和监督。这一“特色”极大地损害了现代企业制度通过接受社会公众监督来提高经营者激励的优越性, 其典型表现是公司不但没有因上市而强化对经营者提高效率

的激励, 反而使公司成为向公众股东圈钱、为在职经营者捞取个人利益的手段。也正是因为由国家或少数法人大股东占控股地位的公司既可以轻易地获取社会资源, 又可以摆脱社会公众股东的控制和监督, 上市公司才成为“稀缺”的壳资源。然而, 只要企业上市, 企业的经营者就置身于更严酷的市场竞争之中, 圈钱、壳资源等资本市场的变态现象就会得到最有效的遏止, 并最终减少国有资产的流失, 使国家从中获利。股份-股东投票法正是在此背景下, 对国家代理人的行为进行监督, 以更有效地保障国家利益。

所有者对经营者失控的另一个特点, 是公司的经营者以广大股东利益的损失为代价, 肆意提高自己的在职收益。这一方面增加了企业“内耗”的激励, 另一方面也降低了一股一票表决制度的效率。因此, 引入股份-股东投票法可以有效地凝聚社会公众股东代表的力量和监督的积极性, 强化对公司经营者的控制。

同时, 即使是对非国有控股的股份公司, 股份-股东投票法也有借鉴的意义。

参考文献:

- [1] 周冰, 郑志. 公有制企业改革中控制权的分配[J]. 经济研究, 2001, (1).
- [2] 董秀良, 厉格非. 股东投票制度的比较分析与借鉴[J]. 税务与经济, 2002, (2).
- [3] [美] 奥利弗·哈特. 企业、合同与财务结构[M]. 上海: 上海三联书店, 上海人民出版社, 1998.
- [4] 张维迎. 产权安排与企业内部的权力斗争[J]. 经济研究, 2000, (6).
- [5] 钱颖一. 中国的公司治理结构与融资改革: 转轨经济中的公司治理结构[M]. 北京: 中国经济出版社, 1995.
- [6] Blair, D.H., Golbe, D.L., Gerard, J.M., 1989, "Unbundling the Voting Rights and Profit Claims of Common Shares", Journal of Political Economy, Vol. 97, Iss. 2.
- [7] Grossman, S.J., Hart, O.D., 1988. "One Share - One Vote and the Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, Vol. 20, Iss. 1, 2.
- [8] Hagaman, T.C., 1991. "The Myth of Shareholder Democracy", Management Accounting, Vol. 72, Iss. 11.
- [9] Ikenberry, D., Lakonishok, J., 1993. "Corporate Governance through the Proxy Contest: Evidence and Implications", Journal of Business, Vol. 66, Iss. 3.

(责任编辑: 高建平)