

中央高校基本科研业务费专项资金资助项目
Fundamental Research Funds for the Central Universities

股东积极主义的中国实践

——来自股东大会投票的经验证据

Shareholder Activism in China:
Empirical Evidence Based on Shareholder Voting

宋顺林 著



经济科学出版社
Economic Science Press

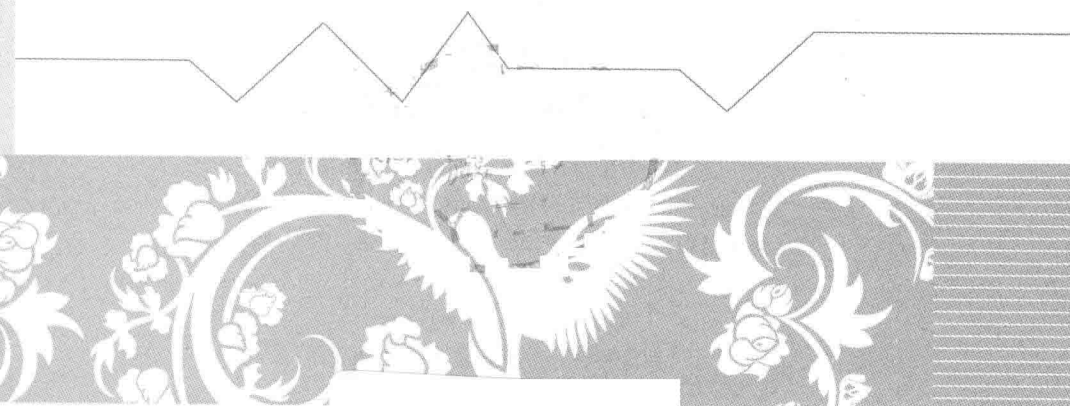
中央高校基本科研业务费专项资金资助项目
Fundamental Research Funds for the Central Universities

股东积极主义的中国实践

——来自股东大会投票的经验证据

Shareholder Activism in China:
Empirical Evidence Based on Shareholder Voting

宋顺林 著



图书在版编目 (CIP) 数据

股东积极主义的中国实践：来自股东大会投票的经验证据/宋顺林著. —北京：经济科学出版社，2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6870 - 9

I. ①股… II. ①宋… III. ①股东 - 企业管理制度 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 083614 号

责任编辑：王 娟

责任校对：王苗苗

责任印制：李 鹏

股东积极主义的中国实践

——来自股东大会投票的经验证据

宋顺林 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http: //jjkxcs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11. 75 印张 200000 字

2016 年 5 月第 1 版 2016 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6870 - 9 定价：30. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

自序

仅用二十年的发展，我国股票市场的规模已经足以与发达国家媲美，总市值名列全球前茅。但是，从成立的时间来看，我国股市仍然属于新兴资本市场。作为新兴市场，我国股票市场的很多制度建设还不健全，投资者法律保护水平还相对较低。法与金融的一系列文献得出一个基本结论：投资者法律保护水平与股票市场发展正相关。个人认为，我国股票市场发展最大的问题是投资者保护水平远远落后于股票市场的规模。如何保护投资者的利益始终是我国股票市场发展面临的首要问题。

关于监管层应该如何通过制度建设保护投资者的利益，有三种理论：证券法无关假说、公共执行假说和私人执行假说。证券法无关假说认为，证券法无关紧要甚至有害，最优的政策安排是不对证券市场进行任何管制，市场机制足以确保证券市场的繁荣。公共执行假说认为，市场机制不足以保护投资者的利益，公共执行机构（如证监会）可以对证券市场的犯罪主体进行惩罚或起诉，以保护投资者的利益；私人执行假说认为，即使需要政府管制，也无需依赖公共执行，政府可以通过标准化私人契约框架促进市场机制的发挥。公共执行假说和私人执行假说都认为监管层需要干预，分歧在于监管层应该促进市场机制的发挥还是代替市场机制发挥作用，而股东自我保护机制是市场机制的基础。法与金融的文献一直强调法律对于投资者的作用，显然不认同证券法无关假说。并且，他们的最新研究成果更支持私人执行假说，强调股东投票在保护投资者利益中的作用。

中小股东的利益受到内部人（大股东或管理层）侵占时，



可以采取什么行动？概括起来，股东可采取的行动无非有三种：“忠诚”、“退出”或“呼吁”。“忠诚”是指不采取任何行动；“退出”指股东出售持有的股票（用脚投票）；“呼吁”指股东表达对公司的不满或提出建议。虽然“退出”和“呼吁”都采取了行动，但是“退出”被认为是股东消极主义的表现，而“呼吁”被认为是股东积极主义的表现。也有学者认为，“退出”是最温柔的股东积极主义，而代理争夺和接管是最激烈的股东积极主义。

美国的股东积极主义有悠久的历史，也积累了大量的研究成果；尤其是安然事件后，实践中股东积极主义的复苏，引起了学术界的极大兴趣。其中最受关注的是两类股东积极主义：股东提案和反对运动。股东提案，是指股东在股东大会前提出的关于公司治理（如管理者报酬）等问题的一些建议或要求。对于股东的合理提案，管理者必须将提案在股东大会上提交给股东投票表决。在美国，持有2000美元股票以上或持有1%以上公司股票的投资人，都可以提交股东提案。“反对运动”是指积极的股东通过网络、信件等方式组织其他股东一起对管理层提案（如高管报酬提案、董事选举提案）投反对票，以表示对公司管理层的不满。

在大家的印象中，我国的中小股东都是投机者，很少有价值投资者，他们既没兴趣参与公司治理，也没有能力影响公司的决策。事实真是如此吗？我国的股东积极主义的确还处于起步阶段，目前还只有一些零星的证据。虽然持有3%以上的股东可以提交临时议案，但中小股东提交股东提案的情况非常少见；中小股东即使提交股东提案，也难以在股东大会上获得通过。总体上，中小股东参加股东大会的积极性不高，甚至出现过一人股东大会的“盛况”（只有控股股东一人参加），绝大多数公司议案都以高赞成率通过。但是，我们也注意到，一些重大公司决策中（如重大重组、增发），中小股东有时也可能表现出积极性，尤其是在提供网络投票的情况下。例如，据我们统计，在定向增发



的议案中，平均有186个股东参与股东大会，在涉及关联交易的议案中，中小股东的参与人数更多。如果中小股东难以撼动管理层或大股东的决策，他们何以这么积极地参与股东大会？他们投反对票多吗？他们为何要投反对票？他们能否对公司决策或公司治理产生实际性影响？

为了回答上述问题，本书手工搜集了2003~2010年三类公司议案（资产购买、再融资和股权分置改革）股东大会的详细数据，详细地描述了股东大会中小股东参与和表决的基本情况，试图回答以下几个问题：第一，中小股东为什么要参与股东大会，中小股东参与决策受哪些因素影响？第二，中小股东为什么要投反对或赞成票？中小股东的投票决策受哪些因素影响？第三，中小股东参与股东大会是否对公司的决策或公司治理产生实际性的影响？

从文献发展来看，法与金融的最新文献强调股东投票的作用，股东积极主义成为近年来公司治理研究的热门选题；从实践发展来看，美国的股东积极主义历史悠久，并在安然事件后复苏。因此，尽管目前我国的股东积极主义行为还不普遍，也尚未引起学术者的广泛关注，笔者仍然相信，“星星之火，可以燎原”。随着我国股票市场的发展、价值投资理念的形，股东积极主义的实践将逐渐盛行，股东积极主义的积极作用也将逐渐得到学者们的关注和重视。如果本书在这方面的初步尝试能够起到一些抛砖引玉的作用，那将是人生一大幸事。

本书整理自笔者的博士论文。除了博士论文后记中提到的人外，还要感谢以下人士：感谢会计学院袁淳院长、孟焰前院长等领导的关心和帮助，他们为会计学院打造的良好学术氛围和工作环境，使得青年老师能够尽快地融入中财会计学院的大家族；感谢会计学院王彦超、陈运森等同事在学术上和教学上的指点和帮助；本书的顺利出版还得感谢中央财经大学科研处宋媛老师和经济科学出版社王娟编辑的无私帮助；感谢王俊博士生辅助校正书稿；感谢在修改书稿时，儿子的出生，由于众所周知的原因，使



得书稿的修改工作大大延后；感谢我的妻子范肖肖女士一直以来在我身后的默默支持。

由于作者才疏学浅，本书可能有错误或不当之处，诚盼读者批评指正，也欢迎有读者来信与我探讨相关学术问题。（邮箱：dalin507@163.com）。

前 言

经过二十年的风雨历程，我国股票市场的上市公司数量和总市值均已在全球名列前茅，但其投资者保护水平却没有达到相应的高度。根据法与金融文献的研究成果，投资者保护在促进股票市场发展中起根本性作用。因此，投资者保护水平提升的滞后，可能制约我国股票市场未来的健康发展。

在美国，股东积极主义的最新研究成果表明，股东的积极监督能够降低管理层的代理问题；法与金融文献的最新研究成果表明，有效控制大股东掏空需要结合事前充分披露和股东投票审批两个环节。然而，在我国，尽管大股东掏空的严重性已得到众多研究的证实，现有研究却一直没有找到抑制掏空的有效方法，并且股东大会这一重要治理机制一直没有得到应有的重视。鉴于此，本书从股东投票的视角研究中小股东能否有效监督大股东。

本书手工搜集了2003~2010年三类公司议案股东参与和表决的详细数据，从股东投票行为和投票结果两方面，检验了中小股东能否通过行使投票权有效监督大股东。研究表明，总体上，中小股东已经具备一定的监督动机和监督能力，能够通过投票一定程度上监督大股东。具体的，本书有以下几点发现。

第一，在提供网络投票的情况下，中小股东有一定动机参加股东大会；中小股东的参与度受议案特征、投票制度、股权结构等因素影响，总体上表明我国中小股东的参与行为符合理性参与模型。

第二，议案特征（如再融资的发行价格）和公司特征（如公司治理水平）均能影响中小股东的表决决策，并且其影响方向与我们的理论预期相符，总体上表明中小股东能够根据公开信息作出议案好坏的合理判断，具有投票监督能力。

第三，股权分置改革中，由于受外部干预和内在压力的影响，中小股



东中相对较大股东和机构投资者都更不可能反对管理层提案。

第四，从股东投票的结果来看，中小股东能够通过投票发挥一定的监督作用。具体地，中小股东投票可以通过发挥事前威慑作用提高公司议案的质量，通过否决有损公司价值的议案发挥事中审批作用，通过表决结果向公司管理层传递信号。

综上所述，本书的研究结果表明，总体上中小股东能够通过投票监督大股东，监督的效果取决于股东投票的制度设计和制度执行。基于上述研究发现，本书最后对监管层如何转变监管理念、如何加强中小股东投票的监督效果进行了探讨。

目 录

第 1 章	引言	1
1.1	研究背景及问题的提出	1
1.2	研究问题的检验思路	4
1.3	研究意义与创新	6
1.4	本书结构与内容	9
第 2 章	文献评述	12
2.1	公司治理	13
2.2	大股东的作用	15
2.3	大股东掏空治理	21
2.4	股东监督	26
2.5	本章小节	46
第 3 章	制度背景	48
3.1	股东监督的制度环境	48
3.2	股东监督的制度安排	54
3.3	三类议案的制度背景介绍	61
3.4	本章小结	66
第 4 章	中小股东投票参与度影响因素的实证研究	67
4.1	引言	67
4.2	理论分析	68
4.3	研究设计	71
4.4	实证结果	77



4.5 本章小结	87
第5章 中小股东投票表决结果影响因素的实证研究	88
5.1 引言	88
5.2 理论分析	89
5.3 研究设计	92
5.4 实证结果	97
5.5 本章小结	106
第6章 股改中中小股东表决行为的实证研究	107
6.1 引言	107
6.2 理论分析	109
6.3 研究设计	111
6.4 实证结果	115
6.5 本章小结	125
第7章 中小股东投票监督作用的实证研究	127
7.1 引言	127
7.2 理论分析	128
7.3 研究设计	131
7.4 实证结果	136
7.5 本章小结	148
第8章 结论及启示	150
8.1 主要研究结论	150
8.2 研究启示和政策建议	152
8.3 研究局限与未来研究方向	154
参考文献	155
后记	169

1.1 研究背景及问题的提出

仅用二十年的发展，我国股票市场的规模已经足以与发达国家媲美，总市值名列全球前茅。但是，从成立的时间来看，我国股市仍然属于新兴资本市场。作为新兴市场，我国股票市场的很多制度建设还不健全，投资者法律保护水平还相对较低。^① 法与金融的一系列文献得出一个基本结论：投资者法律保护水平与股票市场发展正相关（例如，La Porta et al.，1997，1998，1999，2002）。因此，投资者保护水平提升的滞后，可能制约我国股票市场的发展；提高投资者保护水平，在我国具有重要的现实意义。

股东拥有的最为重要的一项法律权力是：重大公司决策（如兼并收购、董事选举）中的投票权（Manne，1965；Easterbrook and Fischel，1983）。因此，在我国，研究中小股东能否以及如何通过行使投票权保护自己的利益，对于加强我国投资者保护水平，最终促进股票市场健康发展，具有重要意义。^② 基于国外投资者保护理论和文献的发展背景，以及国内大股东掏空和治理的制度背景，我们提出了本书的主要研究问题，接下来对此进行详细介绍。

① 学者们普遍认为，我国的投资者保护水平较低，例如，刘峰等（2007）、姜付秀等（2008）、刘启亮等（2008）。

② 我国的监管层也意识到了投资者保护的重要性。周小川（证监会前任主席）早在 2000 年就强调了保护投资者利益的重要性，他认为，保护广大中小投资者的利益是重中之重，因为中小股东处于相对弱势地位，信息搜集和分析能力相对较弱（载《中国证券报》2000 年 10 月 16 日）。如今，在中国证监会网站首页，“保护投资者利益是我们工作的重中之重”的大字标语被放在最显眼的位置。但是，关于如何保护投资者的利益，则是一个需要探索的话题。



关于监管层应该如何通过法律（证券法规建设）保护投资者的利益，拉波尔塔等（La Porta et al., 2006）总结了三个理论假说：（1）证券法无关假说（Null Hypothesis）认为，证券法无关紧要甚至有害，最优的政策安排是不对证券市场进行任何管制，市场机制足以确保证券市场的繁荣；（2）公共执行假说（Public Enforcement）认为，市场机制不足以保护投资者的利益，公共执行机构（如证监会）可以对证券市场的犯罪主体进行惩罚或起诉，以此保护投资者的利益；（3）私人执行假说（Private Enforcement）认为，即使需要政府管制，也无须依赖公共执行，政府可以通过标准化私人契约框架促进市场机制的发挥。^① 公共执行假说和私人执行假说都认为监管层需要干预，分歧在于监管层应该促进市场机制的发挥还是代替市场机制发挥作用。

关于如何保护投资者的利益，法与金融的一系列文献提供了大量经验证据。早期，拉波尔塔等（1997，1998，1999，2002）用一系列经验证据证明了法律在投资者保护中的重要作用（例如，对股票市场发展、股权结构、企业价值等的影响），不支持证券法无关假说，其政策启示是政府应该加强法律对投资者的保护。随后，拉波尔塔等（2006）进一步研究发现，相对于公共执行机制，私人执行机制（强制披露和制定责任标准）更能促进股票市场的发展，其政策启示是政府应该通过证券法规建设促进市场机制的发挥。最近，德加科沃等（Djankov et al., 2008）构建了反自利交易指数（Anti-self-dealing index），利用72个国家的数据，检验哪些法律机制限制内部人（大股东或管理层）利用关联交易自利最为有效。他们的研究表明，有效控制内部人的自利交易需要结合事前充分披露和非关联股东投票审批，该结论进一步支持了私人执行假说，其政策含义是政府应该通过信息披露和投票制度设计发挥中小股东的监督作用。法与金融文献经过近十年的探索，终于找到了治理大股东掏空的“良方”——股东投票监督。但是，股东投票权的执行会受到投票成本高、内部人对投票过程的干预等因素制约；并且，在弱法律保护的国家，股东投票权被侵害的情况更为普遍（Shleifer and Vishny, 1997）。因此，我国中小股东投票权的执行情况和执行效果如何，仍需要进一步检验。

在我国，大股东掏空问题十分严重，如何保护中小股东的利益一直是公司治理的重点和难点。我国特殊的制度背景（如集团控制、分拆上市），

^① 例如，政府通过标准化信息披露水平，减少外部投资者与内部管理层的信息不对称，以促进投资者依据相关信息进行自我保护。



造成了上市公司与母公司之间有千丝万缕的联系,各种关联交易错综复杂。大股东可能在关联交易中通过转移定价侵害小股东的利益;大股东的侵占动机,可能使得上市公司再融资异化为大股东的圈钱工具。面临上市公司错综复杂的关联交易、洪水猛兽般的再融资,现有的治理机制能否约束大股东的掏空行为?总结起来,现有文献的答案并不乐观。贺建刚等(2008)基于五粮液的案例分析得出,无论是市场层面的自发纠偏机制还是政府和法律层面的强制纠偏机制,都不足以约束大股东滥用控制权侵占小股东利益的行为;姜等(Jiang et al., 2010)基于1996~2006中国1377家上市公司的大样本实证分析得出,法律和法律外的治理机制(如审计)都不足以有效抑制大股东掏空。另外,贺建刚等(2010)试图解释我国大股东掏空问题难以抑制的原因,他们认为,我国特殊的制度环境(集团控制与集团内部市场的刚性结构),致使关联交易普遍缺乏供给和需求弹性,限制了公司治理的制度执行效率。遗憾的是,他们并未提出好的解决方案。我们认为,股东大会是关联交易的唯一防线,理应发挥中小股东在股东大会中的监督作用。然而,现有研究还没有给予股东大会这一重要治理机制应有的关注。

为了保护中小投资者的利益,证监会一直在探索限制大股东掏空的有效方法。从1997年开始,监管层颁布了一系相关法规,试图通过加强信息披露、提高公司治理水平、加强中小股东的投票权等途径约束大股东的掏空行为。以三个重要的法规为例,1997年,财政部颁发《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》,首次规范了上市公司关联交易的信息披露;2001年,证监会颁布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求重大关联交易应由独立董事认可后,才能提交董事会讨论^①;2004年,证监会颁布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,实行重大事项分类表决制度^②,试图通过加强中小股东的投票权加强中小股东在公司重大决策中的话语权。总的来说,这些监管措施可能发挥了一定的作用,但都不足以抑制大股东掏空。另外,虽然证监会曾经通过实施分类表决制度赋予中小股东更大的话语权,但遗憾的是,分类表决制度的创新并没有引发我国理论界和实务界的深入思考和重视(姚頔、刘

① 根据《指导意见》:“重大关联交易(指上市公司拟与关联人达成的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值的5%的关联交易)应由独立董事认可后提交董事会讨论;独立董事做出判断前,可以聘请中介机构出具独立财务顾问报告,作为其判断的依据。”

② 分类表决是指流通股东和非流通股东分类表决,重大议案需经过半参会流通股东通过。股权分置改革后,这一分类表决制度已经自动失效。



志远, 2011)。相对于信息披露和公司治理的作用, 股东投票的监督作用较少受到学者的关注。

综上所述, 监管层理论上有不同的备选监管策略; 法与金融的文献发现, 股东投票监督是约束大股东掏空的有效机制 (Djankov et al., 2008)。面对国内难以抑制的大股东掏空, 一个自然的问题是: 中小股东能否通过在股东大会上行使投票权有效监督大股东。目前, 研究大股东掏空的文献, 大多都默认大股东拥有绝对控股权, 其他股东无法形成制衡。实际上, 大股东主要通过关联交易侵占中小股东利益, 重大的关联交易都需要提交股东大会审批, 关联交易中大股东需要回避表决, 中小股东有能力通过行使投票权监督大股东。因此, 中小股东能否通过投票权有效监督大股东, 是一个需要实证检验的问题。另外, 即使在现有的条件下中小股东不能通过投票发挥监督作用, 如果中小股东具备监督动机和监督能力, 只要投票制度设计合理, 中小股东理应能够发挥一定的监督作用。因此, 研究中小股东能否以及如何通过投票发挥监督作用具有重要的意义。

1.2 研究问题的检验思路

上一节中, 基于文献的发展和我国的制度背景, 提出了本书的主要研究问题: 中小股东能否通过在股东大会上行使投票权有效监督大股东。如图 1-1 所示, 围绕这一研究问题, 本书从两方面展开检验: 投票行为和投票结果。投票行为是指, 股东是否出席股东大会 (参与行为) 以及股东如何做出表决决策 (表决行为); 投票结果是指, 股东的投票行为产生了什么样的经济后果。

投票行为和投票结果两者之间存在相互联系。股东投票能否产生重要的经济后果, 不仅取决于股东是否拥有投票权, 而且取决于股东的投票权能否得到有效的执行。^① 我们认为, 投票权的执行可分解为三个方面 (对应于投票行为的两个方面): (1) 股东能否低成本的行使投票权 (投票成本), 投票成本影响股东是否参加股东大会; (2) 股东能否合理地判断议案的好坏并做出相应的表决决策 (投票能力), 投票能力影响股东投票监督的效果; (3) 股东能否在投票过程中客观、独立地做出表决, 管理层

^① 投票权是股东拥有的最为重要的一项法定权力, 但投票权却很难执行。虽然世界范围内股东都拥有投票权, 但投票权的执行各国间存在差异 (Shleifer and Vishny, 1997)。



(或大股东)的干预可能使得股东表决时失去客观性、独立性,影响股东投票监督的效果。

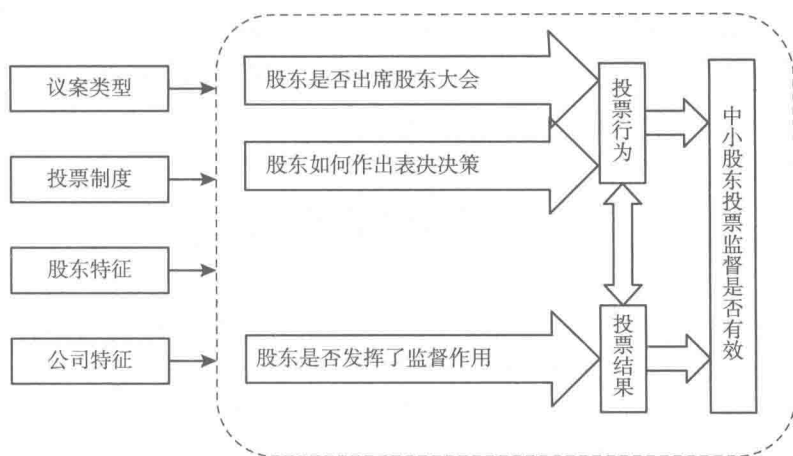


图 1-1 本书的研究思路

在本书的内容安排上,首先检验投票行为的两个方面(或投票执行的三个方面),然后检验股东投票的经济结果(或投票执行的效果),以回答我们的研究问题:中小股东投票监督是否有效?

首先,本书描述中小股东出席股东大会的情况,并检验中小股东参与度的影响因素。股东是否有动机参加股东大会,是股东投票发挥监督作用的首要条件。我们认为,描述股东的出席情况,有助于了解股东是否有动机参与监督;检验股东参与度的影响因素,有助于更好地理解股东的参与行为。

其次,本书描述中小股东的表决结果,并检验中小股东表决结果的影响因素。股东能够理性、客观地投票表决,是股东投票发挥监督作用的必要条件。我们认为,检验股东的表决行为,可以起到三个作用:第一,有助于理解股东如何做出表决决策?哪些因素影响了股东的表决?第二,有助于了解股东是否有投票能力,即股东是否有能力判断议案的好坏并做出理性的表决决策?第三,有助于了解股东在表决过程中是否保持了客观、独立,外部干预(如管理层的游说)和内在压力(如害怕得罪管理层)如何影响股东的表决决策?

最后,本书检验中小股东投票是否发挥了监督作用。发挥中小股东的



监督作用，是中小股东投票的最终目的。本书将股东的监督作用分解为事前监督作用、事中监督作用和事后监督作用，分别对应股东投票的威慑作用、审批作用和信号作用，以全面地理解股东投票的监督作用。

投票制度、议案类型、股东特征、公司特征四个因素对投票行为和投票结果有重要影响，因此具体的检验过程中，我们主要关注这四个维度的影响。

1.3 研究意义与创新

本书研究中小股东能否通过投票有效监督大股东，并从中小股东的投票行为和投票结果两方面提供实证证据，在理论上、文献上和实践上都有较为重要的意义。

理论上，本书的研究支持了政府监管的私人执行假说。监管层应该如何保护投资者的利益，存在三个备选理论假说。法与金融的经典文献利用跨国的证据，支持了私人执行假说（La Porta et al., 2006; Djankov et al., 2008）。本书则利用我国上市公司中小股东的投票数据，发现私人执行中的股东投票能够发挥监督作用，首次用某一具体国家的证据支持了私人执行假说。

文献上，本书拓展和丰富了公司治理的相关文献，具体体现在以下几个方面：

第一，本书从股东投票视角，研究了中小股东通过投票监督大股东的效果，拓展了大股东掏空治理的文献。以往研究多从公司治理角度，研究什么样的治理结构（例如，股权结构、独立董事、审计师等）有助于减轻大股东的掏空问题（例如，Jiang et al., 2010; 李增泉等，2004），很少研究从股东投票角度研究中小股东的监督作用。另外，法与金融的最新文献表明，在所有的治理机制中，事前披露和股东投票是控制大股东掏空最为有效的机制（Djankov et al., 2008）。这一结论来自跨国数据，至今仍未得到某一具体国家数据的系统检验，本书则在这方面作了一个有益尝试。

第二，利用股东参与投票的数据，本书系统地研究了中小股东参与公司治理的动机和效果，丰富了股东监督和股东积极主义的文献。以往大量文献研究了机构投资者和制衡股东（第二至十大股东）的监督作用，但没