



东北财经大学 金融学文库
Dongbei University of Finance & Economics

中国上市公司股东投票出席率 理论、实证与实验方法

Empirical and Experimental Study on
Voting Turnout of Shareholders



宗计川 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press





东北财经大学
Dongbei University of Finance & Economics

金融学文库

中国上市公司股东投票出席率 理论、实证与实验方法

Empirical and Experimental Study on
Voting Turnout of Shareholders



宗计川 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 宗计川 2012

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股东投票出席率: 理论、实证与实验方法 / 宗计川著. — 大连: 东北财经大学出版社, 2012. 3
(东北财经大学金融学文库)
ISBN 978 - 7 - 5654 - 0656 - 0

I. 中… II. 宗… III. 上市公司 - 股东 - 经济行为 - 研究 - 中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 275580 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm

字数: 189 千字

印张: 8

2012 年 3 月第 1 版

2012 年 3 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 彬 王 斌

责任校对: 尹秀英 刘咏宁

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0656 - 0

定价: 20.00 元

本书是教育部人文社会科学研究 2009 年度青年基金项目（09YJC790032）的研究成果

前 言

对股东投票出席行为的关注，至少在下面两个维度上对公司治理参与具有借鉴意义：首先，由于股东能动主义的盛行（shareholder activism），公司治理实践中引入投票表决机制以解决利益争端越来越呈现出一般性特点。特别是对于涉及股东利益冲突且股东类型可识别的领域，投票机制（更为一般的，类别表决机制）能有效地揭示不同利益主体的个体偏好（Maug and Yilmaz, 2002）。其次，治理参与和投票参与在本质上并无不同，参与公司治理的主体其行为决策同样受利益团体间冲突、个体偏好以及公司治理参与成本等因素的影响，亦即公司治理本身也存在一个参与率问题。而股东或董事会成员针对公司治理提案进行的投票同样需要从影响其出席行为的各方面因素进行分析，以期发掘出众多因素间的相互影响与传导机制。基于此逻辑，对影响投票出席的一系列因素的考察，不仅从一个侧面类比了治理行为主体参与公司治理实践活动的动因，而且通过对影响投票出席率的相关因素的系统考察有助于优化公司治理投票机制设计。

股权分置改革分类投票表决是目前中国最大的、涉及面最广的一次股东投票，是分析股东投票问题的一个最大的自然实验（natural experiment）。为最大限度保证股权分置改革投票的参与度，监管部门要求设立网上投票机制以降低股东出席投票的成本。业内人士普遍认为，实施股东大会网上投票制度将提高投资者参加股东大会的积极性，对保护投资者特别是流通股股东的权益将起到积极作用。一时间，普遍认为网络投票或电子投票能够解决股东投票出席率不足的问题。

然而，通过对 1 210 余家上市公司股权分置改革投票表决数据的跟踪，仍然发现大量的流通股股东选择不出席投票（64.81% 的流通股股东选择了不出席，平均参与人数为 1 972 人）。这说明，网络投票机制的采用有效地降低了中小股东参与公司治理的成本，有效地提高了中小股东参与公司治理的积极性。然而问题是为什么在投票成本如此低的情况下，仍然存在超过半数（64.81%）的流通股股东没有出席投票。还有哪些因素会影响股东出席投票？如何在股东投票机制设计中纳入这些因素？参与投票的流通股股东的投票是否或在何种程度上代表了弃权流通股股东的利益或偏好？

更进一步发现：与流通股股东较低出席率相伴生的是很高的赞成率，流通 A 股赞成票数占本次流通 A 股有效表决票数比例平均为 88.26%。那么是什么原因导致高通过率（赞成率）与较低出席率同时存在？较低的出席率是否会导致少数派独裁？未参与投票的众多中小股东是否选择的是策略性弃权？

本课题实证研究结果表明：整体上股权分置改革分类投票表决结果代表了多数流通股股东的偏好，较好地体现了投票信息汇集的功能。尽管存在个别公司流通股股东参与率过低的情况，但整体上并不存在少数派独裁问题，公司间投票结果的差异更多来源于公司间流通股股权结构的不同，不存在大的流通股股东控制并利用投票结果的现象。

然而，这一实证研究结果并不能帮助我们找到除了投票成本因素以外，还有哪些因素会影响到股东的投票出席决策。因为股东的投票出席决策属于个体决策行为，股权分置改革投票表决数据不会收集到也不可能收集到这一微观层面的数据。但是，如果不能较好地掌握股东出席决策行为的影响因素，我们得到的结论就只能停留在“用现象解释现象”的层面，相应的研究结论也就不具有扎实的微观基础。更为重要的是，如果不能找到其他影响股东出席决策

的因素，那我们只能想当然地认为只有投票成本是影响股东出席决策的因素。显然，这是有偏误的。

而要想发现除投票成本以外的影响因素，单纯的实证方法无法做到，因为根本就找不到此类公开数据。有鉴于此，本书选择在实验室中对涉及特定投票机制下的股东投票出席决策行为进行研究。着重探讨了在类似公司组织的商业委员会投票中，投票成本、投票时序、利益冲突与竞争以及投票偏好差异等因素对投票参与人出席行为的影响。实验结果表明：投票时序是影响股东是否出席的一个重要因素；投票人之间的利益冲突和竞争态势越激烈，出席率越高，但竞争态势对早晚投票人出席率的影响因投票成本差异而有所不同；偏好距是影响股东出席的另一个重要因素，且偏好距越大，股东出席投票的动机越强，即那些具有极端偏好的投票人更容易出席投票。此外，投票成本与偏好距的影响具有交叉性，投票成本效应被偏好距的影响部分弱化。

基于实证与实验的结论，本书认为在股东投票或董事会成员选举中，如果客观存在部分人对提案或候选人质量缺乏了解，应该存在序贯机制使其能够选择晚投票。因为那些对提案（或候选人）质量缺乏了解的人，晚投票有助于收集相关提案信息并做出科学的决策，这种机制实际上起到了强制早投票人披露信息的作用。此外，对于那些有激励成为多数派一员的参与人而言，晚投票能降低不确定性并有助于其实现这一目的。是否需要加入序贯要素，取决于在投票之初投票人之间的信息分布是否存在严重的不均衡和投票人在风险承受能力上是否存在显著差异。

当然，在实验室中对投票问题的研究并不局限于投票问题本身（投票机制与投票行为），一个重要的扩展是：将公司治理参与主体的信息结构、偏好差异与利益冲突纳入到投票框架下，通过实验来发现参与人在既定参与约束下的行为特征向量。例如，大股东与

管理层之间的互动问题、独立董事在公司中的行为决策等问题。显然，对于上述问题，很难利用已有的历史数据或现场数据进行研究。而通过实验研究，我们不仅可以观察到公司中各行为主体的决策及其期望形成过程，而且可以观察到决策过程与影响决策的因素。因此，在这一部分本书就如何运用投票手段与实验方法来研究公司治理其他方面的课题进行尝试性的探讨。

正如 Schram and Sonnemans (1996a) 所言，在大量有关投票的理论和实证研究之后，现在的研究重点应该转到实验研究，实验是一种有前途的研究方法。因为，实验经济学本质上是研究受控条件下参与人的行为决策，可重复性与可控制性是实验经济学研究方法的两大优势。在实验室中通过控制被试选择的维度，将影响被试选择的变量分为主要变量和干扰变量，通过舍弃干扰变量或将其随机化，从而能够测定影响被试行为的主要因素。正是实验室研究方法的这一特性解决了关于投票研究中参与人的偏好与收益问题，使其成为研究投票行为和投票机制问题的一种不可缺少的方法，它使研究者从时间和空间中摆脱出来，能够通过设计不同的实验环境对投票中某一特定问题进行定量研究。

本课题的研究重点放在了投票出席率影响因素上，对于公司治理最优投票机制设计只是一个初步的粗浅研究。国外对投票机制设计与应用的研究已将重点放在不同投票机制设计下的信息汇集功能差异，并在此基础上开始探讨不同投票机制的适用条件与环境。基于股东投票出席行为来探讨公司治理投票最优机制设计是一个系统工程，在本书中不可能将各个方面的问题研究得既全面又深入。加之笔者受知识水平、资料获取等各方面因素的限制，本书中还有一些问题尚未涉及或没有深入展开探讨，如提案质量信息获得对股东出席行为的影响、投票权是否可交易对出席率与投票机制设计的影响、股东交叉持股下的出席行为与投票机制等等，这些问题有待于

前 言

今后进一步深入研究。

本书是教育部人文社会科学研究 2009 年度青年基金项目 (09YJC790032) 的研究成果。在课题研究过程中, 笔者有幸得到李维安教授、唐方方教授、加拿大西蒙·弗雷泽大学 Jack L. Knetsch 教授与美国加州大学 Prasanta Pattanaik 教授的悉心指导以及林恒宇先生的关怀, 在此深表谢意。

再次感谢东北财经大学出版社的信赖以及相关编辑的支持。由于自身学术浅薄, 虽尽全力, 偏颇之处在所难免, 敬请见谅。

宗计川
2012 年 2 月

目 录

1 研究主旨与框架简述	1
1.1 研究什么?	1
1.2 国内外研究概况与理论基础	6
1.3 研究基本框架	9
2 经济学实验室研究方法论	15
2.1 为什么在实验室中研究股东投票出席率问题	15
2.2 实验经济学核心之实验室控制	21
2.3 从实验设计到结果汇报	26
3 投票出席率研究理论基础	31
3.1 理性选择下的投票出席行为研究框架	32
3.2 投票出席率主要影响因素研究述评	47
3.3 投票出席率实验室研究证据	57
4 股东投票特性分析与公司治理投票 机制改进	67
4.1 股东参与公司治理投票的功利性特征	68
4.2 股东投票权差异与计算	74
4.3 政治投票机制一般类型	82

5 中国股权分置改革股东投票出席率

实证研究 90

- 5.1 对价的认识与主要的投票制度安排..... 90
- 5.2 股权分置改革股东投票行为实证研究 101
- 5.3 股改投票中主要流通股股东的投票决策及其影响力 114

6 序贯投票异质偏好投票人出席行为

模型分析 120

- 6.1 序贯投票机制下投票人信息差异与研究问题定位 120
- 6.2 序贯投票下异质偏好投票人出席行为模型构建 126
- 6.3 基于出席行为模型的实验参数设置与计算 133

7 序贯投票异质偏好投票人出席行为

实验研究 139

- 7.1 实验设计与实验变量描述性统计 139
- 7.2 出席率影响因素实证分析与模型预测 144
- 7.3 实验研究主要结论及其局限 158

8 结论与研究展望 161

- 8.1 整体结论与研究启示 161
- 8.2 公司治理投票机制优化设计初探 168
- 8.3 投票实验在公司治理研究中的扩展性应用 179

附 录 185

- 附录 A 定理 2 证明过程 185
- 附录 B 实验导语 188
- 附录 C 实验测试（设计 I） 194

目 录

附录 D 实验程序界面与解释	198
附录 E 实验结果（设计 I）	202
附录 F 《上市公司股东大会网络投票工作指引（试行）》 ...	213
附录 G 上海证券交易所上市公司股东大会网络投票实施 细则	216
附录 H 深交所上市公司股东大会网络投票实施细则	219
附录 I 股东大会网络投票操作举例	223
参考文献	226

1 研究主旨与框架简述

1.1 研究什么？

1.1.1 问题的提出

治理参与和投票参与在参与本质上并无不同，参与公司治理的主体其行为决策同样受利益团体间冲突、个体偏好以及公司治理参与成本等因素的影响。基于此逻辑，对影响投票出席一系列因素的考察，可从一个侧面类比治理行为主体参与公司治理实践活动的动因。参与投票历来被认为是个体参与社会政治经济活动的一种手段，是表达个体意愿和偏好的工具。投票作为一种揭示个体偏好的手段，通过投票将个体偏好加总为社会偏好，能够作为政策制定与评估的一个重要参考。投票自身具备双重功能：发现矛盾与解决矛盾。影响投票人出席并进行投票决策的因素本身揭示了参与人的个体偏好与事实存在的利益冲突，因此，对影响投票出席因素考察的本身就是发现参与人利益冲突与矛盾的过程。

投票结果不仅衡量了众多投票参与人的偏好差异、整体的社会偏好特征与不同利益集团内的矛盾冲突，更重要的是基于投票结果所形成的政策与规定本身凸现了一种矛盾冲突解决方案。因此，对投票的关注重点是投票机制（投票程序、投票结果的计算）与投票人出席率。毋庸置疑，投票机制对投票结果存在重要的影响：不

同的投票程序或投票规则会导致投票结果出现显著的不同，甚至在投票人偏好不变的情况下，单纯的投票机制变化会导致截然相反的投票结果。然而，在投票机制确定的前提下，影响投票结果并进而影响投票偏好汇集功能的是那些导致投票人选择策略出席的因素。

投票出席率是投票（行为）中的一个关键问题，因为投票结果是由参与投票的所有人共同决定的，出席投票的参与人其自身的众多特性决定着投票结果并进而对投票的信息汇集（information aggregation）和投票效率产生重要影响。国外许多学者分别从不同的角度利用实验方法对此展开了分析，并初步建立起了实验研究框架。一直以来，投票出席率始终是投票领域一个重要但又难以解释的话题。这集中体现在涉及投票出席率的一对悖论：“投票悖论”（voting paradox）与“不投票悖论”（the paradox of not voting）。这一对悖论问题构成了目前投票出席率的研究边界，其核心是投票出席率。本书发现，在中国上市公司股权分置改革分类投票表决过程中存在“不投票悖论”问题：网络投票手段的采用大大降低了股东参与投票的成本，然而，通过对 1 112 家上市公司股权分置改革投票表决数据的跟踪整理，仍然发现存在大量的流通股股东选择不出席投票（64.81% 的流通股股东选择了不出席）。一个有趣的现象是：与流通股股东较低出席率相伴生的是很高的赞成率，流通 A 股赞成票数占本次流通 A 股有效表决票数比例平均为 88.26%。问题是什么原因导致高通过率（赞成率）与低参与率同时存在？

股权分置改革分类表决是目前中国最大的、涉及面最广的一次股东投票，是流通股股东与非流通股股东一次博弈。投票人之间的利益冲突、投票机制与程序的设计、投票成本都会对股东出席投票决策产生影响。以此为研究样本有助于分析股东出席投票的影响因

素及其传导机制，而且从投票提案形成、投票机制、投票人间的利益群体划分和投票程序角度上分析，股权分置改革分类表决可作为研究股东投票行为的一个典型案例。Maug and Yilmaz (2002) 以董事会选举中多数规则要求下的信号意义来一般性分析股东出席并进行投票的行为特征。而本书是以股权分置改革为背景，结合出席率一般性研究结论探讨股东投票出席率的影响因素，在此基础上辅助实验室实验对关键影响因素进行了分析，从一般性意义的角度对影响股东出席投票的因素进行了归纳和总结。因此，对中国上市公司股权分置改革分类投票表决的实证研究体现了认识并掌握影响股东投票出席率的因素的必要性，而序贯投票机制下的异质偏好人出席率的实验研究则充分体现了在既定投票机制下，各影响因素如何发挥作用。

1.1.2 本研究逻辑边界界定

目前的研究主要基于理性选择理论对个体行为的一般性分析，并未就某一经济组织中当事人的投票行为进行针对性研究。而现代公司作为一种普遍的经济组织形式，其事实存在的投票行为反映了公司中的控制权争夺以及与此相关的一系列公司治理制度安排。具体到公司治理活动中所涉及的投票，其所具有的特殊性主要指：一股一票而非一人一票和参与人偏好异质下的利益冲突。在公司治理投票实践中，特别是中国一股独大的情况下，一方面要防止大股东主导下的“少数派独裁 (tyranny of minority)”问题。在股权分置改革结束后，由于分类表决机制的事实基础不存在了，这一问题可能会表现的更严重。另一方面，在股东投票机制设计中应该充分考虑到公司治理参与主体偏好异质性这一特点。因为，一般而言，公司治理提案所涉及的内容既包含共同价值 (common value) 也包含私人价值 (private value) 问题。

由于投票本身的外部性特征，共同价值和私人价值提案对投票机制的设计以及对投票出席率的影响存在差异（Börger, 2004）。因此，有必要在借鉴政治投票一般性研究方法与思路的基础上，通过挖掘公司治理投票中股东不同的利益属性与矛盾特征，探讨影响股东出席投票的一般性因素，在此基础上通过实验研究公司相关当事人在投票活动中的行为特征向量，以期设计出满足激励相容的公司治理投票机制。然而，需要明确的是：本书是从投票出席率的角度一般化类比分析影响治理参与的动机和因素，而并不涉及治理什么以及如何治理的问题，这是本书研究的逻辑起点。

尽管目前绝大多数投票行为研究文献针对的是政治领域中公民的投票出席行为，但其研究结果为探讨商业委员会的投票出席行为提供了可供借鉴的理论依据，为更好的理解、解释和发现商业投票中的现象和问题提供了坐标。从世界范围来看，对商业投票出席行为研究的滞后具有普遍性。这部分是因为投票从一诞生就被看作是公民表达个体偏好与政治倾向的工具，尽管政治投票表决内容有时涉及经济或商业问题，但单纯的商业投票模式及其相应参与人行为研究并没有真正独立的开展起来。然而，由于越来越多的商业机构和组织采用投票机制来解决利益争端、权利和财富的分配问题，这种被忽视的现象正在发生转变。一个有力的注解是：随着资本市场（上市公司）社会财富再分配功能的不断凸显，市场单方决定的不完全有效以及对公平的关注都要求引入投票机制以解决争端。但是在引入投票机制并“拿来”政治投票相关研究结论的过程中，一个不可逾越的问题是要了解商业投票不同于政治投票的诸多特征，在此基础上的借鉴是科学的、辩证的，而非机械的、“形而上”的“拿来”。

对投票出席行为的关注，至少在如下两个维度上对公司治理参与具有借鉴意义：

首先,投票在公司治理实践中的应用无疑为利害相关者参与治理提供了一个较低参与成本的对话平台,使公司治理由“贵族治理”向“平民治理”过渡成为可能。因为良好的公司治理要求制度安排具有可实施性:(1)所有的利害相关者有机会参与治理;(2)有动机参与治理的利害相关者能够参与治理。也就是说,公司治理制度安排首先要满足利害相关者的参与治理权。从这个角度讲,公司参与治理成本具有很强的制度设计含义:参与治理成本的合理设计应该允许那些有动机参与治理的利害相关者参与。就个体而言,如果参与治理的成本高于个体所能接受的阈值,参与治理决策将不能满足个体的参与约束,从而将其拒之“治理门外”。而只有少数人参与的“贵族治理”是很难实现权责平衡与决策科学这一目标的。这种“富人俱乐部”式的公司治理不能为众多的股东或利益相关者提供主动表达偏好的机会——用手投票,即使存在也因成本极其高昂而成为“制度花瓶”。所以多数个体的偏好被压制或被迫伪装,“用脚投票”成为无奈的选择^①。

其次,从世界范围来看,由于股东能动主义的盛行(shareholder activism),公司治理实践中引入投票表决机制以解决利益争端越来越呈现出一一般性特点。特别是对于涉及股东利益冲突且股东类型可识别的领域,投票机制(更为一般的,类别表决机制)能有效地揭示不同利益主体的个体偏好(Maug and Yilmaz, 2002)。因此,单纯从技术层面上研究投票出席行为对公司治理实践中的投票机制应用也大有裨益。

^① 用脚投票事实上是一种个体偏好伪装行为的社会结果。偏好伪装是指选择与自己的个人偏好不同的社会偏好,它具有两个本质特点:一是给伪装者带来不愉快;二是表现了偏好伪装者对现实或假想社会压力的反应([美]迪莫尔·库兰:《偏好伪装的社会后果》,丁振寰、欧阳武译,长春,长春出版社,2005)。