

投票权价购问题之检讨*

赵金龙** 梁素娟***

摘要:投票权价购早已有之, The Schreiber court 针对 Schreiber v. Carney 案例开始对投票权价购予以界定,并改变了完全禁止投票权价购的态度,对于通过 Schreiber Court 分析的投票权价购持允许态度。美国特拉华州关于投票权价购司法实践变革给各国对于投票权价购的规制提供了经验性参考,结合我国台湾地区对于投票权价购规制的变迁,最初我国禁止投票权价购符合时宜,但是随着证券市场的发展,公司治理机制的完善,新型公司问题的不断出现,允许投票权价购,构建投票权价购的规制机制已经是我国立法所面临的重要课题。

关键词:投票权 投票权价购 公司治理

* 本文为河北省社会科学基金项目“股东民主理论与股东民主机制的构建”(HB11FX008)成果之一。

** 河北大学政法学院教授。

*** 邯郸市检察院助理检察官。

引言

弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank H. Easterbrook)和丹尼尔·费希尔(Daniel R. Fischel)认为:“如果说有限责任构成了公司法最显著的特征,那么在彰显公司法的特征方面,投票机制则无疑稳居第二。”^①对股东和公司而言,投票权的重要性无可置疑。随着股权不断分散、股东人数众多且散居各地,股东亲自出席股东会存在这样或那样的困难,投票权委托应运而生。实践中,投票权委托普遍使用后,其方式也逐渐发生变化,股东投票权征集开始盛行。理论界认为,投票权征集是伴随公司发展和公司控制权争夺而产生的一种新型股东投票机制,该机制本身是一把“双刃剑”。若规制得当,可以调动股东参与运营公司的积极性,维护中小股东利益,保障公司高管忠实谨慎地负责本职工作,降低公司收购成本,提高公司运营效率,进而提升公司治理水平。若规制不当,则可能会成为公司低效无能管理者自我延续的方式,沦为“在野”股东和“在朝”股东个人争利的工具,影响公司正常运营和持续,损害股东合法利益。由此可知,如何设计和规制投票权征集制度非常重要。

本文旨在对投票权征集制度的一个具体、深层次问题即投票权价购问题予以探讨。对于投票权价购,大多数国家立法都采取严厉禁止的对策。但是,为何要禁止投票权价购?理论界缺乏充分的探讨和研究。我国正式的法律文件中对于投票权征集制度的规定简单而粗糙,对于投票权价购的规定更是空白,仅在一些文件中规定投票权征集应当无偿。我国理论界对于投票权价购的反对大都立足于投票权价购可能带来的不利影响,尽管这些不利影响都未经严密的逻辑检验。本文尝试引入投票权价购的概念,并以美国实践为参照,揭示理论界反对投票权价购的一般理由,进而说明这些反对理由的不足之处,论述允许投票权价购的积极意义,以及为重构我国投票权价购制度提出一些建议。

^① [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第70页。

一、投票权价购概述

公司法理论认为,股东对于公司拥有剩余索取权,而债权及职工工资债权等在行使顺序上均优先于股东剩余索取权。可见,股东较之公司债权人和职工,对公司意思决定结果承担着最终责任,或者说公司意思决定的结果与股东有着更为直接的利害关系。根据法律权利义务对等原则,相对于公司管理者、债权人等,股东与公司的利益最为密切相关,股东应当拥有监督管理者和参加公司治理的动机且应当十分强烈。另外,股东间的利益诉求应当是相同或者一致的,只有这样,他们每个人单独表达利益诉求之后,最终多数重合,才可形成公司意志。但是实践中,随着股东不断分散化、证券市场的发展、专业经理人的不断发展,单个股东对于公司治理的影响变弱,而且股东参与公司治理会出现集体行动问题。加之机构投资者的出现,股东诉求也不再相同或者一致,股东对于利益分享或者投票权的偏好亦有不同。

当股东怠于行使投票权,不再积极参与公司治理,而公司治理的确大大影响相关主体利益时,投票权价购就应运而生了。多数国家对投票权价购采取禁止态度。美国对投票权价购的态度经历了由完全禁止到有限允许:最初对买卖投票权行为一概否定,在 *Schreiber v. Carney* 后,^②法院更加严肃审视对投票权价购的态度,并在深思禁止理由后,转而持宽容态度。

(一) *Schreiber v. Carney* 案对投票权价购的界定

股东投票权价购在美国公司由来已久,但早期判例大都忽视投票权价购这种行为。经历长期的理论探讨和司法实践,美国法院大致将股东投票权价购界定为两类:(1)行为构成犯罪,因为它将物主本身利益与控制投票权相分离。(2)基于对极个别股东的考虑而侵害到其对于其他股东所受的信托义务及其他责任。^③传统普通法虽然允许涉及

^② 447 A. 2d 17 (Del. Ch. 1982).

^③ *Schreiber*, 447 A. 2d at 23.

利益交换的投票协议,但禁止私下收受对价而进行投票,出售或收购投票权(vote buying)因本身违法(invalid per se)而无效。以《纽约州商业公司法》为例,第60(e)款规定,股东不得为了获得任何数量的金钱或其他任何有价值的东西而出售自己的投票权或向他人发出授权投票权。法院判例支持了这一观点,认定如果公司股东以获取个人利益为交换条件而在涉及所有股东利益的事项上行为或不行为,均因违反公策而无效。^④

在 *Schreiber v. Carney* 案中, Texas International Airlines 公司(T. I. A)原计划的公司重组因其最大股东杰特公司(Jet Capital)的潜在否决权而延期。重组可使公司并入控股公司, T. I. A 虽然明白其股东和公司本身会得到利润,但是杰特公司仍反对合并,因为杰特公司是 T. I. A 最大股票所有者,证券交易会 给杰特公司带来巨大的税务压力。^⑤ 为确保杰特公司支持合并, T. I. A 计划为杰特公司贷款 3300,000 万美元使其公司利润率上升 5%。T. I. A 总裁一接到贷款计划确认后,便马上将其呈给股东确认选票。最终依靠大多数股东投支持票而通过重组,股东所要求的条件得到了满足,贷款也正式通过。一个股东对该贷款提出异议并起诉,认为上述贷款因涉及投票权价购而无效。法院认为,过去的判例之所以都一致性认为投票权买卖及类似行为是本身违法的无效行为,是因为在这些判例中,对投票权进行买卖或者利益交换的目的存在欺诈性,对其他股东存在利益的剥夺,因而违反公共政策。但本案中被告放弃其对合并的否决权以换取公司对被告的贷款,以便被告克服税收不利后果的行为不是本身无效的行为,因为这一安排的目的不存在对其他股东的欺诈和利益剥夺,而是为了增进原告公司全体股东的利益,并且被告的行为已经得到多数股东追认,因而是有效的。法院在 *Schreiber v. Carney* 案中提出的投票权价购的定义如今已被奉为主流,即尽管投票权价购存在负面影响,但其实它只是一个投票权协议,在该协议里,股东从个人的角度考虑,放弃其自由裁量权,其投

^④ Brady v. Bean, 211 I 11. App. 279(1921).

^⑤ 447 A. 2d 17 (Del. Ch. 1982).

票转而受购买者指导。^⑥

在 *Schreiber v. Carney* 案之后,特拉华州判例法进一步缩小投票权价购的定义。在 *Henley Group, Inc. v. Santa Fe Southern Pacific Corp* 中,衡平法院发现投票权的出卖方在某些行为方式上没有按双方达成的投票权协议放弃其投票自由裁量权,不符合 *Schreiber v. Carney* 案中的投票权价购定义,因此投票权价购不成立。接着在 *Rainbow Navigation, Inc. v. Yonge* 案中,衡平法院又一次认定投票权价购不成立,因为该投票权协议不具有法律上强制履行的期待可能性。法院认为,“更重要的是,投票权价购协议不是投票背后的主要原动力”。虽然,法律上的强制履行性和重要激励因素规制并没有被所有法院接受,但是目前该规则还没有被其他法院否定。

投票权价购称谓不一,有人称为有偿投票权征集、投票权市场化、委托书市场化等,虽然表述不同,但内涵一致:当股东不能或不愿出席股东大会,亦未选任适当代理人行使其投票权时,公司及公司外的人(含股东)将记载必要事项的空白授权委托书交付公司股东,以利益交换方式劝诱股东选任自己或第三人代理行使其投票权的民事行为。

(二)新型投票权价购

Frank Easterbrook 和 Daniel Fischel 认为投票权和股份所有权是不可能分离的,想获得投票权就必须购买股票。^⑦ 在大部分时候,投票权与持股的确不可分,这种说法有其合理性,但是并不严谨。同业拆借市场增长和金融衍生工具革命为投票权与股权的分离提供了更容易、更低廉的条件。此外,由于对冲基金的兴起及其股东将其作为投资策略的积极采用,分离带来的益处更加明显。相比传统投票权价购,由于股份经济回报已经可以从相关投票权分离,于是新的投票权价购便应运而生。新型投票权价购的“新”在于投票权价购规模巨大、方式特殊和交易成本大幅降低。

Perry - Mylan 案是新型投票权价购的典型。^⑧ 2004 年 7 月, Mylan

^⑥ 王继军:“股份有限公司累积投票制度研究”,载《中国法学》1998 年第 2 期。

^⑦ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. & Econ.* 405, 410 (1983).

^⑧ *Perry Corp., Beneficial Ownership Report (Schedule 13D)* (Nov. 19, 2004).

Laboratories Inc. 和 King Pharmaceuticals Inc. 联合宣布, Mylan 要通过 4.1 亿美元的换股并购 King, 但是 Mylan 大股东 Carl Icahn 反对该并购案。King 的股东 Perry 公司持股共计 700 万美元, 若并购成功至少将收益 2800 万美元。为推进这一并购, Perry 增加对 King 持股, 达到总股票的 9.9%, 同时与经纪公司进行对冲交易。根据该交易, Perry 从经纪公司购买所需 Mylan 公司股份, 并享有以原购买价格售回这些股份的权利。经纪公司获得了以原价回购 Perry 股份购买权, 同时, 经纪公司通过第三方股东进行单独的卖空交易,^⑨以对冲股价下跌的可能性。为获得股东大会支持, 推进并购, Mylan 对 King 支付价格越高, Perry 获利越多, 该安排是有效的。同时可以看出 Perry 通过这一系列安排成为 King 的第一大股东, 却没有对 King 股份的真正经济利益关系。对 King 公司, Perry 至多是持消极态度的。虽然多个交易相结合的形式新颖, 分解来看各方做法是完全合法的交易。新颖的是交易的净效应: 一个没有任何明显相对方的投票权买卖安排, 在买方没有甚至是与公司的经济利益相悖的情况下, 其中涉及的股票却被购买和行使投票权。如今由于复杂的交易结合技巧、金融计算与现有技术相结合, 已经有多种方式可以达到该效果。^⑩

虽然新型投票权多种多样, 但投票权和持股的分离多取决于关联资产的存在。关联资产包括衍生工具(如期权、期货和股权掉期)、其他金融产品以及合同权利(如每股贷款协议下的权利)等, 关联资产往往可以通过增加或者减少持股影响投票意向。有学者称这种新型投票

^⑨ E. g., David L. Scott, *Wall Street Words* 349 (2003).

^⑩ 诸如根据我国 1997 年 6 月 5 日中国人民银行《关于银行间债券回购业务暂行规定》, 目前债券回购有封闭式回购(债券质押式回购)和开放式回购(债券买断式回购)。封闭式回购融资方没有丧失证券所有权, 仅将债券质押给融券方。与封闭式回购相比, 开放式回购的灵活性更大, 开放式回购中债券所有权发生实质性转移, 资金融出方对债券有自由处置的权利。法律虽然规定债券回购交易中的以资融券方在初始交易前必须将足够资金存入委托的证券营业部的证券交易结算资金账户, 在回购期内不得动用质押债券, 但以资融券方却可以以此影响股东的投票权行使, 股东的股票所有权与投票权的关系有所松动。

权为“空投票权”(empty vote),^①即一个人拥有的投票权远远大于其关联资产利益的现象。新投票权价购是指采取一定的经济安排,所控制投票权远远大于其关联资产利益的现象。该行为形式合法,单纯令行禁止难以抑制该行为,必须构建一系列制度予以规制。

(三)投票权价购情形及对其存在的担忧

投票权价购主要产生于两种情形:

第一,为使股东大会召开具有法定数股东参加或使董事会提出的议案得以被通过而进行的投票权价购。这种情形一般是出于公司法或章程的规定,在股份公司许多股东不能或不愿意出席股东大会的情况下,董事会作为股东大会的召集人,防止股东大会出席股东达不到法定人数不能顺利召开,公司议案无法通过。在股东无法得知公司信息的情况下,经营者地位反而得到巩固,因此需要进行投票权价购。

第二,公司经营管理者之外的股东为阻止董事会议案的通过或为使其提出的提案得以通过而进行股东投票权价购,这主要是在野股东(在公司董事会不拥有席位或仅有少数席位的股东)为争夺有关问题的话语权或者公司的控制权而发起的,其目的是通过征集到足够多的投票权来表达其观点或者取得公司控制权。该情形下,投票权价购与敌意收购(主要方式是股票的公开要约收购)都成为公司控制权争夺的重要方式。

学术界与司法界大多主张严格禁止投票权价购,他们担心允许投票权价购会产生如下问题:

第一,低效管理层可以利用投票权价购来实现自我延续。管理层与其他主体相比,拥有获得公司内部信息优势,掌握着翻阅股东名册和公司提案的权力,又可以利用公司的资源和经费为自身发动投票权征集埋单,加上股东在与管理层长期的合作中对管理层的惯性依赖,考虑到更换管理层的代价以及更换结果的不确定性,股东常常会选择维持现状,只有在谨慎衡量后才会选择独自发起投票权征集。

^① Henry T. C. Hu; Bernard Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, University of Southern California, *Southern California Law Review* (May, 2006).

第二,在投票权价购过程中,争夺者可以利用信息披露来实现不法目的。在上市公司中,大部分股东仅仅关心自身的投资收益,对公司经营和管理并不十分了解。由于股东们无论在信息占有上还是在对所占有信息进行专业分析的能力上的局限性,股东很容易受到投票权征集时各方发出的征集材料的误导。争夺双方为了击败对方无所不用其极,“信息战”更是惯用伎俩。股东们在面对各方不同的观点时往往不知所措,加上对于利益的盲目追求,很可能在迷惑或误解的状态下作出错误的判断,从而损害公司和自身利益。

第三,不法者可以利用投票权价购干扰公司的正常经营。干扰公司的正常经营常常来自公司管理层以外的投票权征集者,在投票权征集主体资格门槛较低的情况下,尤其容易出现。在实践中,经常有一些出于其他目的而进行征集的情况,如某些股东为了控制董事会实现利益的输送。

二、禁止投票权价购的理论辨析

人们反对投票权价购的最初原因在于将它与政治生活中的贿选类比。^⑫ 贿选行为由来已久,James Gardner 教授对贿选历史进行研究发
现:^⑬其最早可追溯到 18 世纪英国,在竞选中为了获得选民支持,常常用食物和饮料招待选民,这就将竞选活动转变为哪个候选人可以提供选民最多的威士忌的竞争。无记名投票的产生和发展对于贿选产生了冲击,但是同时也使得贿选更加隐秘而难以发现。现代大家一致认为贿选必须禁止,正如 Brennan 法官在 *Brown v. Hartlage* 案中所述,^⑭在一个旨在追求民主的国家,任何一个政治机构都不会委托其官员通过

^⑫ Richard L. Hasen, *Vote Buying*, 88 *Cal. L. Rev.* 1323 (2000) (citing statutes in multiple jurisdictions).

^⑬ James A. Gardner, *Consent, Legitimacy and Elections: Implementing Popular Sovereignty Under the Lockean Constitution*, 52 *U. Pitt. L. Rev.* 189, 232 (1990) (footnote omitted).

^⑭ 456 U. S. 45, 54 (1982).

以货易货或者拍卖的方式来获得权力。毕竟这种行为违背了通行的准则,即有意竞争双方应当致力于不损害他人利益的情况下将自己本身变得更好的活动。

对于投票权价购,应当探讨其存在的不合法、不合理之处,而不应当直接否定。目前各国公司中虽然都不同程度地存在投票权价购的现象,但是立法对投票权价购大都采取禁止的态度,具体理由大概有:第一,投票权价购会给富人带来额外利益,对穷人不公平,破坏了平等原则;第二,股东投票权作为一个整体是属于整个公司,不应异化为股东私人利益;第三,投票权价购可能会威胁公司运营效率;第四,投票权价购会增加代理成本。这些理由是否完全有效成立,下面我们进行相应的分析和探讨。

(一)是否破坏平等原则

有人认为,投票权价购会给富人带来额外利益,对穷人不公平,破坏了平等原则。相对富人而言,穷人更易于出卖自己的投票权,原因在于同样的钱对于穷人来说它的价值更大,相对于以后获得的金钱来说人们会从先前的金钱中获得更多价值,这就是经济学家所说的“边际效用递减”。^⑮ Pamela Karlan 研究发现,^⑯在实践中投票权价格十分低廉,因为在竞争过程中任何一个微小的概率都可能会产生决定性影响。价格低廉对穷人的吸引力远比富人要大。但当出卖自己投票权的穷人达到一定数量时,政治平等就被打破了。如果选民选择官员是根据其经济条件,那么最后政府就将由富人组成;相应的,富人制定的政策只在于维护富人利益,那么整个国家的民主和平等只能是空中楼阁。Saul Levmore 认为,贿选的原罪在于金钱的触角伸向了它本不应该的区域,即使交易双方都愿意,但是它必将损害他人甚至交易方本身的

^⑮ 边际效用递减,是指在一定时间内,在其他商品的消费数量保持不变的条件下,随着消费者对某种商品消费量的增加,消费者从该商品连续增加的每一消费单位中所得到的效用增量即边际效用是递减的。边际效用背叛的原因在于:第一,生理或心理的原因;第二,物品本身用途的多样性。

^⑯ Pamela S. Karlan, Not by Money but by Virtue Won? Vote Trafficking and the Voting Rights System, 80 Va. L. Rev. 1455, 1462 (1994), at 1458-59 & n. 13.

利益。^{①⑦}

不过,公司投票权价购与政治贿选极其不同。首先,性质不同。贿选是公权力与私权的交易,公司选举不属于公权力,只与股东和一定人员的个人利益相关。其次,目标不同。公司追求股东财富最大化,政府致力于将社会物质财富和公共服务在公民间的公平分配。因此,通过贿选违法应当禁止不能直接推出投票权价购必然应当禁止。

在公司中,我们追求平等,但是这种平等是相对的,是资本多数决基础上一股一权原则,正如 Robert Clark 所说,^{①⑧}富人在公司并购和投票权争夺战中占有优势和他在市场上有优势购买价格高昂的电视机一样,没什么不合理。同样,穷人富人间的差距问题也并非公司法或者证券法所关注和解决的问题,它们致力于保护私权,鼓励交易。为了追求经济民主,保护股东利益等,公司应当注重对于中小股东利益的维护,若投票权价购在符合股东私利的情况下不存在欺诈,也未违背法律的正义,那么这样的投票权价购实际上是为中小股东提供另外一种选择,这种选择在带来股东财富的增加同时能够激励管理层忠于职守、高效管理。此时投票权价购就不应承担破坏平等的罪名。公司投票权性质与政治生活中的选举权不同:政治生活中的选举权事关公共权力的运行,应当关注不同社会阶层,平衡各阶层的利益诉求,防止贫富差距拉大;公司投票权却应当承担公司治理目标的实现而不是以缩小贫富差距为己任。

(二) 投票权是否发生异化

有人认为股东投票权作为一个整体是属于整个公司的,不应异化为股东的私人利益,而投票权价购异化了投票权的社员性,将其作为股东私人财产权进行交易。Margaret Jane Radin 支持禁止投票权价购的政策,主张反对投票权价购,认为这是异化投票权的行为,似乎主要是基于作为一个社区社员的道德义务或者政治义务的考量,股东作为公

^{①⑦} Saul Levmore, Precommitment Politics, 82 *Va. L. Rev.* 567, 606-10 (1996).

^{①⑧} Robert Charles Clark, Vote Buying and Corporate Law, 29 *Case W. Res. L. Rev.* 776, 804 (1979).

司的社员,要么放弃投票权,要么自主行使投票权而不可转移。^①之后 Cass Sunstein 提出了更为明确的反对理由,个人应当基于公共利益出发行使投票权而不是基于个人私利来行使投票权。^②因此,金钱不应当引入投票过程,这不利于个人站在公共利益的角度进行投票。但是,这种观点难以为实践证明,投票主体是以谁的利益为出发点来投票是个主观问题,难以考察证实。

公司作为法律拟制的人,它的意志来源于股东大会决议。公司所采取的是不完全的自治,即它的决议形成并非所有成员的意思表示的一致而是多数成员的意思表示一致。股东利益最大化始终是公司的重要目标,这是公司形成和发展的原动力,也是投票权产生并赋予股东的目的。根据 *Schreiber v. Carney* 案所确立的原则,无论投票权价购是否被允许,股东会议上股东都应该被允许在衡量自身利益后去投票。法院认为股东对于公司的剩余索取权已经将公司利益与股东个人利益紧密联结起来。在交易时,交易方自然是考虑最合理的交易的支出和收益,同样,投票权价购中出卖投票权股东也考虑出卖投票权的支出和收益,从自身出发考虑也是合理的。^③虽然在美国有的州要求公司考虑利益相关者利益,承担必要的社会责任,认为公司管理中,股东投票权不仅仅涉及股东个人私利,但是公司追求股东利益最大化目标不可改变。

公司价值是股东利益最大化还是利益相关者保护的追求,其实是公司本质的探讨。Shleifer 和 Vishny(1997)认为公司治理是确保投资者获得他们投资回报的一些途径。^④股东是企业合法的所有者,公司治理所体现的基本原则是股东利益至上。因此,公司法设计应当以采用何种途径来确保投资者获得投资回报为核心,使公司剩余价值转移到股东手中。从契约联结理论的角度看,对公司法的研究即在公司视

^① Margaret Jane Radin, Market - Inalienability, 100 *Harv. L. Rev.* 1849, 1854 - 55. (1987).

^② Cass R. Sunstein, Incommensurability and Valuation in Law, 92 *Mich. L. Rev.* 779, 849 (1994).

^③ Complaint at 10 - 11, *High River Ltd. P'ship v. Mylan Labs., Inc.*, No. 04 - 2677 (S. D. N. Y dismissed May 31, 2005).

^④ Shleifer, A. and R. W. Vishny : 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance* L11(2), p. 738.

野下将股东、管理者、消费者、债权人等多种主体引入法律的研究,从而引起股东利益最大化和相关者利益维护的争论。相关者利益维护原则是随着公司不断发展强大、对社会影响不断增大而产生的理念。如今我国公司虽不断发展壮大,但是与发达国家公司集团或跨国公司的实力和影响力相比仍有一定差距。即使在发达国家,公司法的设计也是以股东利益最大化原则为主,以相关者利益维护原则为辅的。^⑳因此,我国公司法设计应当以股东利益最大化为原则,在一定条件下,公司才承担相应的社会责任。

(三) 投票权价购损害公司效率

基于政治贿选破坏社会效率,有人认为投票权价购可能会威胁公司的运营效率。^㉑从波斯纳(Richard Allen Posner)将经济学分析方法引入法学领域,效率就成为继正义之后的“第二正义”。卡尔多希克斯效率(Kaldor-Hicks efficient)^㉒是效率的重要标准。甚至有学者认为只有符合卡尔多希克斯效率的法律才是好法律。

股东决议的形成需要股东会议的召开,为了平衡股东间的利益冲突,使公司快速有效地形成决策,在长期经营实践中形成了股东投票权的基本原则,即股权平等原则、一股一权原则和资本多数决原则。实践中产生的投票权程序和原则用以保证公司的决策更有效率。

投票权价购对公司效率的影响可以从如下三种情形予以分析:

第一,在封闭的小公司中,每个股东所持股份多少几乎没有差异,缺乏强有力的约束协议。由于存在集体行动问题,每个股东无能力也无动机去获得相对多数股份的支持,股东会议无法召开。这种情况下,从效率角度看,没有理由反对投票权价购。美国特拉华州正是为了解决公司股东存在的集体行动问题,承认了投票权协议和投票权信托的

^⑳ Lynn A. Baker, *Direct Democracy and Discrimination: A Public Choice Perspective*, 67 *Chi. - Kent L. Rev.* 707, 721-32 (1991).

^㉑ *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17, 25 (Del. Ch. 1982).

^㉒ 卡尔多-希克斯效率是指第三者的总成本不超过交易的总收益,或者说从结果中获得的收益完全可以对所受到的损失进行补偿,这种非自愿的财富转移的具体结果就是卡尔多-希克斯效率。认为只要调整能够使社会效益增加,那么它就是有益的。也就是可以为了社会总收益增加,减少部分人的福利。

合法性。^{②6}

第二,收购者意图收购一个开放式公司,希望得到多数股份支持,从而在股东会议上对于“毒丸计划”获得豁免,可以通过要约收购方式收购公司。在美国,很多公司董事会未经股东会同意就采取了“毒丸计划”,除非事先获得股东大会的支持,否则不能通过要约收购方式收购公司,从而有效防止潜在收购者通过要约收购方式收购公司。投票权价购在这种情况下给予收购者购买股东支持要约收购的投票权,但是却并不要求收购者马上提交收购要约。在公司收购中,一公司为取得另一公司的控制权,往往通过吸纳、受让或者公开收购目标公司的股份达到一定比例,然后通过股份投票权的行使控制目标公司的股东大会并改组其管理层的方法来实现对目标公司的控制。^{②7}这与收购者和董事会的漫长不确定的“拉锯大战”所需投入的大量人力、财力、物力相比,的确节约了成本,有利于增加社会总财富。

第三,有人希望通过投票权价购获得股东投票权,从而控制股东会议决议以致控制公司,掏空公司。在这种情况下,投票权的收购者必然迫使股东会议通过一些低效的方案,以损害公司利益,最终损害股东利益。这种情况下,股东可以告知董事会和监事会不予执行,可通过股东派生诉讼向法院起诉,也可以转让股票来维护自身利益。这种投票权价购当然有损公司效率,也是应当禁止的。

(四) 投票权价购增加代理成本

Jensen, M. C 和 W. H. Meckling 认为,^{②8}代理成本产生于公司所有权和控制权的分离,由于管理者与外部股东的利益并不总是一致的,他不会像自己完全拥有企业所有权时那样努力工作使企业价值最大化,而是倾向于增加其在职消费获得更多非金钱收益,因为管理者获得在职消费的全部好处,成本却由全体股东分摊,在这种情况下企业的价值小于他完全拥有企业股份时的价值。这种情况下的企业价值差额便是

^{②6} 梁上上:《论股东投票权》,法律出版社2005年版,第17页。

^{②7} Thomas J. André, Jr., A Preliminary Inquiry into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control, 63 S. Cal. L. Rev. 588, 636 n.26 (1990).

^{②8} Jensen, and Meckling, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*. 1976, (3):126-143.

代理成本。代理成本包括监督成本、担保成本和剩余成本。监督成本是股东为监控公司管理者行为或者制定一系列制度规范约束其行为而付出的金钱、时间和人力资源的成本。担保成本是公司管理者为让股东相信其行为本身以股东利益维护为准,进行适当决策所付出的金钱、时间和人力资源的成本。剩余成本是管理者在各种制度约束和监督下,进行最佳决策或错失良机所造成的公司损失。有人认为,投票权价购会造成股东剩余价值索取权和监管公司未来走向的义务的分离,会偏离一股一权的原则、增加代理成本,应当被禁止。^② 有人认为,^③投票权的买卖增加了不必要的代理费用,许多国家都在积极探讨如何降低投票权行使的成本。投票权价购反而会增加成本,继而有损整个公司的效益。将这两者分开,则会导致支出与回报之间的不协调。而且,以较少的投资获得不成比例的投票权,将使用有投票权的股东想方设法通过掌控公司经营而减少自己的投资,或变相增加获利。例如,若持股比例为 20% 的某股东利用投票权买卖取得了公司的所有投票权,但其为改善公司经营而采取的动力仅为那些决策的价值的 1/5。而且,他将拼命享受公司的额外利益,还将尽力实施其他并不导致盈利最大化的行为。因为成本的大多数将由其他的股东负担,他只是利用 20% 的投资成本操纵 100% 的投票权。

学界一致认为,只要管理者持股少于公司总的剩余价值,那么代理成本就存在。因此在股东分散的公司中,无论投票权价购是否存在,代理成本都存在。投票权价购本身并不直接导致代理成本的产生。假设投票权价购的确会与代理成本相关,那么代理成本的市场价格必然低于公司的剩余权益。由于投票权本身不可单独交易,所以投票权难以估价,也没有合适的方式来衡量股东福利是否减少。

目前经验主义的研究结果是投票权价购对于代理成本的增加是中性的:没有实践可以证明允许投票权价购会增加股东利益,也没有实践可以证明允许投票权价购会减少股东利益。现代上市公司的股东能够

^② 王超:“完善国有投票权制度”,载《社会科学》2001 年第 2 期。

^③ 丁绍宽:“公司投票权机制的法律经济学分析”,华东政法大学 2008 年博士学位论文。

心甘情愿地将自己的财产交给素不相识的公司管理层经营管理,除了能获得由于风险承担与决策经营分离所带来的分工的好处外,主要是因为在公司这种组织形式的内外,已形成了若干约束管理者行为有效控制代理成本的监督激励机制。这些机制包括决策控制权与决策经营权分离的内部监督机制,体现在公司董事会制度上以及公司外部接管市场、经理劳动力市场、股票市场和产品竞争市场等外部激励约束机制。总之,控制权与所有权的分离,确切地说是决策经营权同剩余索取权的分离产生了代理成本,但公司治理结构的存在使得代理成本被控制在股东所能接受的范围内,分离所带来的收益将大于它所产生的代理成本。因此,对于代理成本的追求应当致力于公司治理结构的不断完善。持股比例为20%的某股东利用投票权买卖取得了公司的所有投票权虽然风险会比较高,但是完善的公司治理结构可以予以监督和控制。

此外,理论界也存在一种认识:投票权为一种共益权。股东在行使投票权时,在反映和维护其自身的利益的同时,也必须顾及其他股东和公司的利益;如果允许投票权价购,那么就切断了股东权益与投票权的联系,投票权行使的目的和动机将难以衡量,长此以往,公司经营决策和价值取向可能会损害股东利益;投票权的价购在一定程度上将投票权和股份持有权分开,而将这两者分开,则会导致支出与回报之间的不协调。

投票权是公益权还是自益权的争论由来已久,特拉华州的判例更是明确说明股东投票权行使过程中要考虑自身利益、其他股东和公司的利益,不可为了个人利益而不择手段。这也是 *Schreiber Court* 投票权价购合法性分析的主要内容。投票权和股份所有权的分离是金融衍生产品不断发展的时代背景下,各国投票权行使过程中都面临的问题,且该问题难以逆转。

综上所述,无论是从平等、异化、效率还是成本角度来看都没有完全禁止投票权价购的强有力理由。因此,我们不能基于以上原因就完全禁止投票权价购。但是投票权价购挑战传统的一股一权原则和投票权与持股权不分离原则,确实可能成为管理者掏空公司、收购者侵吞公司的工具,因此,也不可一味支持。在明确公司目标、维护股东利益的

目标引导下,应当完善制度设计、规制投票权价购,从而发挥其完善公司治理和维护股东利益的作用。

三、美国特拉华州投票权价购司法实践

(一) 特拉华州投票权价购司法的变迁

投票权价购受到大多数国家否定,在学术界备受非议除了以上四种理由外,^⑩还在于人们对投票权价购可能会带来的一系列问题十分担忧。在美国,最初投票权价购出现时,每当投资不景气,就会出现有些股东靠出卖投票权赚钱的现象,根本不考虑是否损害其他股东的利益,是否对公司造成了严重损害,因此一段时间以来美国法院认为这些案例彰显了投票权价购不仅仅是股东一个糟糕的投机决定,更是置其他投资人和自身长期利益于不顾的赌注。因此当时美国司法界和学界都认为,投票权价购将投票权与股东权分离是对公共政策的严重违反,应当为法律禁止。

Schreiber v. Carney 案对投票权价购具有里程碑意义,此案首先提出了投票权价购的定义,并进一步提出一个高难度且颇具争议的问题即“投票权价购是否当然违法”。经过翻阅以往的案例,追溯对投票权协议的规定,该法庭最终得出结论:投票权买卖并不应该都是非法,除非投票权价购本身是为了欺诈或者剥夺其他股东的合法利益。从该案案情来看,投票权价购是为了维护全体股东利益,股东利益没有被剥夺,贷款协议完全公开,并且该投票权价购经全体股东通过(司法大臣也认为该投票权价购是经全体股东同意的),应当承认其合法性。但是该法庭郑重提出警告,该判决并不是认为任何投票权价购本身都合法,由于投票权价购十分容易被滥用,因此对于投票权价购的允许必须经过严格审核,这就是投票权价购的 *Schreiber Court* 分析,此分析包括三环节,通过该分析的投票权价购合法有效。该分析被很多法院支持并接受。

^⑩ Richard L. Hasen, *Vote Buying*, 88 *Cal. L. Rev.* 1353 (2000).

(二) Schreiber Court 投票权价购合法性分析

Schreiber Court 投票权价购合法性分析包括如下三部分:

第一部分是股东是否从个人利益出发将投票权出卖给他人,此即第一部分对投票权价购概念的分析。对投票权价购概念的分析关键是看股东是否为了追求个人利益而将投票权与他人进行交易,本文投票权价购界定部分已经阐述,该部分不再赘述。

第二部分是该行为对于其他股东是否存在欺诈目的以及是否以损害其他股东利益为动机。特拉华州法院主张,由主张投票权价购存在欺诈、损害股东利益的原告承担证明义务。实践中,法院通常在被告投票权价购情况比较恶劣时才宣布该投票权价购无效。

是否对于其他股东存在欺诈或损害其他股东利益的目的的分析主要依据是否在实质上损害股东利益来判断。这也是美国司法界所采取的概念,然而司法实践中欺诈或损害其他股东利益为目的的动机判断难以把握,因为投票权价购协议常常是双方协议,对于第三者并无告知义务,难以存在重要信息的错误告诉,即使存在错误告诉,损害后果也难以举证,因此司法实践中很少有投票权价购行为被宣告违法。

第三部分是该行为是否违背实质公平的判断。一般公平是指处理事情合情合理,不偏袒某一方或某一人,即参与社会合作的每个人承担着他应承担的责任,得到他应得的利益。经济学中的公平强调经济成果在社会成员中公平分配的特性。经济学中的公平指收入分配的相对平等,即要求社会成员之间的收入差距不能过分悬殊,要求保证社会成员的基本生活需要。而对于实质公平的追求大都是对于事后结果的衡量。该部分产生的原因来自于大众对于投票权价购滥用的忧虑,^②该部分的存在使得整个分析具有很强的弹性,因为它保留了对投票权买卖的合法性的质疑,若通不过该分析的筛选,整个交易视为违法;若通过该分析的筛选,整个交易得以肯定。美国法院常常忽略对 Schreiber Court 第三部分的应用,因为 Schreiber Court 分析中的第三部分的公正性要受到投票权价购的整个过程中各方的行为和投票权价购实施后所造成的各方利益结果的影响。此案之后,很多投票权价购案例并没有

^② Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 26 (Del. Ch. 1982).

成功得到法院的承认,在 *Wincorp Realty Investments, Inc. v. Goodtab* 案^③中,法院支持了原告的诉讼请求,即要求撤销该投票权价购安排,理由如下:以契约的角度来审视法院的判决,股东为了得到有关在管理公司会议的支持投票,支付其他股东一打钞票,获得钞票的股东投票也仅是为了这一打钞票而投票,不再考虑行为本身是否符合公司的运行目标、股东利益最大化等其他经济标准,如果持宽松的政策予以承认,那么律师的无穷智慧和商人的逐利本性必然会导致投票权价购的滥用。

尽管特拉华州的判例法备受谴责,*Schreiber Court* 的分析的确有操作性,但是法官也不得不承认:因为有一定的理论基础和实践理由的支持,投票权价购本身并不是简单的投票权和金钱的交易。根据遵循先例的原则,法院将该判例也适用于其他类似案例。在 *Kass v. Eastern Airlines* 案^④中,法院判定该案中存在以金钱为诱因而左右投票权意向的行为,所以是投票权价购,但是该案中信息完全披露,并且同样的文件传达到所有股东手中,因而不存在欺诈。在 *Weinberger v. Bankston* 案^⑤中,法院假设投票权价购本身是符合该分析前两步的,并对投票权价购的目的和动机进行进一步考察,最终由于没有发现能够证明存在欺诈或者剥夺其他股东利益的动机的证据,另外发现投票权价购的目的符合实质公平,所以肯定该投票权价购的安排。

综上所述,法官不再机械地认定,只要是投票权价购就是违背公共政策而无效,而是将作为对价的利益是否对公司其他股东的利益有所增进进行考量,并且在这种对价不存在欺诈、有利于公司其他股东的情况下,持肯定态度。另外,在那些已经被法院承认的投票权价购案中,不难发现投票权和股份所有权的短暂分离仿佛已经被允许。

目前在美国,并没有相关法律条文对于投票权价购问题予以规定。对于政治贿选,无论联邦立法还是各州立法都有完善的规范,但是对于

^③ No. 7314, 1983 WL 8948 (Del. Ch. Oct. 13, 1983).

^④ *Kass v. E. Airlines, Inc.*, Civ. A. Nos. 8700, 8701, 8711, 1986 WL 13008 (Del. Ch. Nov. 14, 1986).

^⑤ *Weinberger v. Bankston*, Civ. A. No. 6336, 1987 WL 20182 (Del. Ch. Nov. 19, 1987).

投票权价购为何要明确禁止,无论联邦立法还是各州立法都没有予以一定程度的重视,只有纽约州法律条文存在相关的寥寥几句,对于为何要禁止的进一步探讨基本是空白。

四、我国投票权价购的实践和法律规制现状

(一)我国台湾地区投票权价购的规制经验

我国台湾地区投票权价购的立法规制经过了从允许到严格禁止的过程,其背后的因素确实值得反思并具有启示意义。

在我国台湾地区,投票权价购由来已久,其形式为以金钱直接购买投票权、以精美礼品换购投票权或者以其他利益交换投票权。1952年初次引进投票委托征求制度时,由于没有对“以金钱或具有金钱价值的物品交换委托书”进行禁止性规定,出现了大规模的“有价收购委托书”的行为。以高雄中小企业银行(以下简称高企银行)案为例,1995年4月29日,高企银行决定召开以改选董事为重要内容的年度股东大会,于是“公司派”与“市场派”展开了董事会席位的激烈争夺。若采取购买股份的方式,至少需要1500万股的股份支持才可当选一席董事,而以当时每股的市场价格计算,收购1500万股至少需要13亿元新台币。但是若采取投票权价购的方式,当时每股投票权的最高价格仅仅5元新台币而已。以此计算购买1500万股的股份的投票权仅仅需要7500万元新台币,远远低于购买股份的13亿元新台币。市场派的金嘉驻开发公司采取这种方式,便花费5亿多元新台币的成本,最终取得了高企银行5席董事,加上其他市场派力量的联合,最终控制高企银行13席董事中的8席,成功取得高企银行的经营权。但当时市场派持有的高企银行股份总计只有0.03%而已。高企银行经营权的转移使实际持有大量股票的股东却被持股极少但高价收购投票权的市场派赶出经营核心,大股东失去对公司日常经营的控制,公司控制权与所有权几乎完全分离。^④之后,在这场争夺中胜出的“市场派”获得了实现利益

^④ 余雪明:“收购投票权之法律与政策问题”,载《台大法学论丛》1996年第3期。

传输、掏空公司的机会,高企银行之经营弊案重生,不但损害股东利益,更为严重的是扰乱了证券市场的正常秩序。

由于未禁止投票权价购,很多股东或董事利用投票权价购夺得公司经营权,最终控制公司经营决策,并乘机掏空公司、中饱私囊,造成股东不重视投票权而随意低价出卖,别有用心的人购买投票权而掏空公司,损害股东利益的恶性循环,各方坚定了禁止投票权价购的态度。为防止以金钱购买方式获得委托书进而夺取公司经营权,1996年12月17日修正“公开发行公司出席股东会使用委托书规则”(以下简称“委托书规则”)时,规定不得以金钱或其他利益为条件取得委托书。但“委托书规则”同时又规定,征求人代为发放股东会纪念品并不受限(现行规则第11条)。此但书规定之缘由在于我国台湾地区公开发行的上市公司在召开股东会期间有发放纪念品的习惯,主要是为了鼓励小股东参加股东会,以满足法定开会成数。“委托书规则”之重大不足在于未对股东会纪念品的价值作出规定。虽然无论任何征求人皆可以代发股东会纪念品,但是纪念品的内容、价值却只有公司的管理阶层自行决定,除公司现任经营者之外的征求者不能干涉。因此,公司现任经营者便可以通过决定股东会纪念品价格高低的方式来影响股东出具委托书的意愿,进而操控所谓委托书行情。从内容来看,“公开发行公司出席股东会使用委托书规则”尽管未区分投票委托书的一般行使和股东委托书的征集并统一规定,但是该规则移植了美国委托书规则中的信息披露制度,又对我国台湾地区股东投票权委托书征集实践的突出问题——委托书的有偿征集进行规定,具有一定的针对性。“委托书规则”明文规定不得以金钱或“其他利益”为条件取得委托书,其目的就是防止持股不多的征求人以少量金钱来获取大量表决权。但发放股东会纪念品的例外却俨然成为一种变相价购委托书的途径,在事实上突破了“委托书规则”禁止价购的规定,使得争夺双方可以规避禁止价购委托书的规定。投票权价购虽然秘密进行,难以统计具体数字,但在实践中却时有发生。投票权在实务中非以理念来号召,多均以金钱购得,除用来凑足股东大会法定份额之外,主要用在董事、监事的选举,投

票权的收购成了公司经营权争夺的利器。^⑤很多公司的董事会以发放纪念品鼓励股东参与股东会议的名义,暗地里利用纪念品影响股东投票权的行使意向,构成投票权价购。纪念品从咖啡机、电子血压计到消费券价格不等,甚至有媒体拍到黑市交易中公开议价的场面。

从我国台湾地区的实践可以发现,在最初证券市场初步发展、公司治理机制尚不健全的情况下,通过投票权价购实现利益输送,掏空公司事件繁多时,明文禁止投票权价购,以维护投资者利益,保障证券市场的健康发展无疑是十分符合时宜的明智选择。随着证券市场的发展,公司治理机制的不断完善,单纯的禁止投票权价购,并不能真正禁止投票权价购;投票权价购会转入地下交易,会以其他方式出现。需要明确指出,投票权价购只是投票权实现的一种方式,是一种争夺公司经营权的中性工具,本身没有善恶之分。作为一种公司治理外部机制,其作用的发挥必须在配合公司治理内部机制以及完善制度情形下才可实现。管理层低效运行、利益输送、信息披露违法、公司不能正常运行等问题并非源于投票权价购,也不会因为禁止投票权价购而解决。权利都可能会被滥用,法律规定也可能被规避,但是却不能说明权利应当被剥夺,法规应当被废除。虽然不得不承认投票权价购过程中这些问题可能相伴而来,确实需要完备制度来予以规制,但却不能因噎废食,绝对禁止投票权价购。

(二) 我国大陆投票权价购的实践与立法现状

经过1994年“君安万科事件”、1998年“金帝建设”董事会选举事件和2000年年初“通百惠对胜利股份”,股东投票权征集制度渐渐为人所知。从2000年胜利股份之争到2004年为止,我国证券市场上投票权价购事件不断出现,如“郑百文”、“国际大厦”、“华北制药”、“广西康达”、湖南“电广传媒”等均采用投票权征集的策略,实践中一般涉及投票权征集大都伴随投票权价购。由于立法持否定态度,很多投票权价购事件转入黑市,秘密进行,难以统计,监管机构难以发现,存在很多问题。这些实践对我国立法机关提出了新的课题,彰显了完善投票权价购制度的势在必行。

我国现行立法中的投票权价购规范很不完善。《公司法》第108条规定,股东可委托代理人出席股东大会,代理人应当向公司提交股东授

^⑤ 王文字:《新公司与企业法》,中国政法大学出版社2002年版,第153页。

权投票权,并在授权范围内行使投票权。这一规定确认了委托代理投票,也为投票权征集提供了法律依据,但是缺乏对投票权价购的规定。《证券法》也没有对投票权价购作出任何规定。中国证监会发布的《上市公司章程指引》(2006年修订)为投票权征集具体操作提供了一定依据,^⑤但没有对投票权价购问题作出明确规定。2002年中国证监会与国家经济贸易委员会联合发布《上市公司治理准则》,该文件虽然位阶不高,却明确了投票权征集主体、方式以及信息披露等事项,明确我国对投票权价购的否定态度。^⑥

总的来说,我国涉及投票权征集的立法仅有寥寥几句,相关规范十分粗糙,仅有的规定出现在法律文件上,法律位阶比较低,法律效力有限。关于投票权价购的立法规定无从谈起,只是《上市公司治理准则》对投票权价购的否定态度比较明确。

五、我国投票权价购制度的重构设想

(一) 证券市场的发展为我国投票权价购制度的构建奠定了实践基础

证券市场的飞速发展,股权分置改革以及机构投资者的出现为我

⑤ 第59条第2款规定:“股东可以委托代理人代为出席股东大会和表决。”第60条规定:“委托代理人出席会议的,应出示本人有效身份证件、股东授权投票权。”第61条规定:“股东出具的委托他人出席股东大会的授权投票权应当载明下列内容:代理人的姓名;是否具有投票权;分别对列入股东大会议程的每一审议事项投赞成、反对或弃权票的指示;投票权签发日期和有效期限;委托人签名(或盖章)。委托人为法人股东的,应加盖法人单位印章。”第62条规定:“投票权应当注明如果股东不作具体指示,股东代理人是否可以按自己的意思表决。”第63条规定:“代理投票授权投票权由委托人授权他人签署的,授权签署的授权书或者其他授权文件应当经过公证。经公证的授权书或者其他授权文件,和投票代理投票权均需备置于公司住所或者召集会议的通知中指定的其他地方。”第78条第2款规定:“董事会、独立董事和符合相关规定条件的股东可以征集股东投票权。”

⑥ 第9条规定:“股东既可以亲自到股东大会现场投票,也可以委托代理人代为投票,两者具有同样的法律效力。”第10条规定:“上市公司董事会、独立董事和符合有关条件的股东可向上市公司股东征集其在股东大会上的投票权。投票权征集应采取无偿的方式进行,并应向被征集人充分披露信息。”

国投票权价购制度的构建提供了可能性。2005年开始的股权分置改革试点拉开了我国公司股权结构分散的序幕,为我国资本市场的繁荣提供了基础。机构投资者大范围进入,外国资本越来越多进入我国,推动着我国资本市场向纵深加速发展。我国资本市场股权主体多元化步伐日益加快,股权结构日益分散,为我国建立投票权价购制度奠定了基础。股权之争引发我国投票权争夺大战,争夺中更是伴随着投票权价购的滥用,这使得投票权价购制度的完善有着实践价值。

首先,“截至2011年9月底,1306家公司完成股改,占1319家应股改公司的99%,流通股占总市值的比重由2002年的32.6%提升到2011年9月的76%”。^④ 股权分置改革的不断深入推进,标志着中国股市将逐渐完成从新兴市场到成熟市场的转变。在改革过程中,发生了一大批投票权征集的案例,这种制度更加为公众所熟知,实务界也通过这些征集获得了宝贵的经验。同时,股权分置改革之后,我国的证券市场更加成熟,股权结构更加合理,改善过去国有股“一股独大”的状况,发展后的证券市场,股权分散的条件下,投票权征集的作用更可能有力发挥,从而投票权价购也更可能会被争夺双方采用。在完善相关立法之后,相信投票权价购可以在公司治理,保护股东利益,优化资源配置等发面发挥巨大的作用。

其次,我国机构投资者不断增加,随着持股集中度的提高,机构投资者更看重的是长期投资效益的最大化。为了获得长期的投资收益,机构投资者更多的是采取积极的措施直接约束和影响公司管理者的决策行为,使之更符合股东利益和要求,而不是直接抛售手中所持的股票。而实践中机构投资者所采取的积极影响公司的策略之一就是投票权征集,为了获得长期的投资收益,机构投资者更多的是采取积极的措施直接约束和影响公司管理者的决策行为,使之更符合股东利益和要求,而不是直接抛售手中所持的股票。而实践中机构投资者所采取积极影响公司的策略之一就是投票权征集,在征集构成中为了获得支持,常常伴随争夺方与股东投票权的利益交换以影响投票意向,这就形成

^④ 资料来源:《中国证券时报》2011年10月31日,载新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-10/31/c_122216415.htm。

投票权价购了。

(二) 构建我国投票权价购制度的建议

由上述可知,投票权价购对股东财富有重大影响,对公司治理有重大意义,允许投票权价购有利于中小股东摆脱进退维谷的境况,且通过市场竞价,争夺双方在信息披露上的相互牵制,有利于公平透明的证券市场的发展。另外,无论是从平等、异化、效率还是成本角度来看都没有完全禁止投票权价购的强有力理由。因此,我们不能简单地完全禁止投票权价购。但是投票权价购挑战传统的“一股一权”原则和投票权与持股权不分离原则,确实可能成为管理者掏空公司,收购者侵吞公司的工具,在非法竞租过程中,往往会引发无序、恶性竞争,损害小股东的利益,严重浪费社会成本等。如前所述,投票权价购本身是一把“双刃剑”,为了“趋利避害”,真正实现投票权价购在解决股东集体行动问题、提高公司管理层经营效率、实现股东利益最大化和推进公司民主的积极作用,我们应当在构建我国投票权价购制度推进投票权价购合法化的同时,对投票权价购行为进行全面规制,以确保扬其利、除其弊。

我国构建投票权价购制度应当充分借鉴国外法律制度尤其是美国特拉华州的司法经验。立法中应当明确投票权价购的概念,区分一般投票权代理和投票权征集。一般投票权代理法律关系相对简单、影响有限,只要符合一般代理法理即可。而投票权征集则应当予以特别规范。投票权征集不仅应当包括征集股东投票支持意向,还应当包括请求股东不支持他人提案的意向和请求股东撤销对他人的支持意向等,总之,只要能起到影响股东投票意向的都应当属于投票权征集,而劝诱过程中如果存在利益交换就确认为投票权价购。判断投票安排效力则需要考虑投票权价购行为是否符合信息披露规则、对其他股东是否存在欺诈、宏观上是否损害公共利益。

投票权价购制度应当坚持股东利益最大化原则,并以追求公司高效且良好运行为目标,其具体制度设计应当包括如下方面:

1. 明确投票权价购主体的资格

关于购买者是否应仅仅限于股东,理论与实务中的探讨几乎是空白。但是关于投票权征集的主体是否仅仅限于股东,理论和实务中有两种不同的看法。由于投票权价购即投票权有偿征集,以此为参考,对

于投票权价购主体的讨论,一种主张应当严格地限制购买者主体资格,尤其是购买者应当具有股东身份。如我国台湾地区相关立法中对购买者的资格就作了严格的限制。具体如下:投票权征求人应为截止该次股东会过户日,依股东名册持股6个月以上,且符合下列条件:(1)持有该公司已发行股份总额1%以上且不低于10万股者;(2)持有该公司已发行股份60万股以上者。可见,该规则不仅要求持股有相当数量,而且必须符合持股时间在半年以上的要求,巨大数量方面的限制把中小股东排除在行使购买权之外,不利于中小股东利益的保护;时间方面要求在一定程度上可以防止借此投机,稳定公司经营的措施,而且符合条件的股东不得利用他人名义进行购买,只能以自己的名义购买。另一种主张对购买者不作限制,购买者可以是任何具备完全民事行为能力主体,由于将购买者只限于股东违背了证券市场和股市公平的原则,各方不能平等竞争,对股东持股比例及持股时间的限制更使本来就具有股票权征集优势地位的现任管理层所具有的优势更加突出,其他购买者却处于更为不利的地位,有损于投票权价购制度应有功能的发挥。其结果可能导致投票权买卖沦为不称职的管理层长期把持公司权位的工具,如美国法对购买者的资格没有限制。

我国《公司法》对投票权价购情形没有规定,而在《上市公司治理准则》第10条中规定上市公司董事会、独立董事和符合条件的股东可进行投票权征集。对于“符合条件的股东”应当符合何种条件尚未规定。

对投票权征集相关规则制定时应当明确限定征集主体,对于是否应当拥有征求投票权主体的资格立法应当考虑其是否会以公司或者股东利益为出发点的,是否有利于公司治理结构中的合理化。我国在对投票权征集相关规则制定时应当明确限定征集主体,提高《上市公司治理准则》第10条中的规则的法律位阶,即将购买者限于上市公司董事会、独立董事和符合条件的股东。这三类主体作为征集人一般情况下都是以公司或者股东利益为出发点的,是公司治理结构中的合理化部分。如果赋予公司外部人员同样的征集权,虽然可能会涌现出更多的投票权购买者,但是因为他们与公司间并不存在密切的利益关系,可能利用投票权价购干扰公司正常运营,甚至存在敲诈公司现任经营者

或公司的风险,进而有可能影响到我国的证券市场的健康发展。

对于“符合条件的股东”符合何种条件应明确规定,法律法规应对其资格作出进一步限定。首先,股东作为征集人应当具有一定的持股时间和持股数额的限定。这样可以防止与公司无密切利害关系的主体利用投票权价购获得公司经营权,进而通过投机,损害公司和股东利益,趁机掏空公司。对征集人持股数量和持股时间的具体资格要求,具体限定为持股时间1年以上,持股数额达3%以上较为适宜。其次,还应该对征集人的消极资格进行限定。征集人是依据被征集人的委托行使投票权的,在此过程中很容易发生机会主义行为,因此征集人的信义和社会形象就很重要,征集人必须是一个存在良好信用,能被价购人所信任人。

另外,我国台湾地区“委托书规则”2005年12月15日增订的第7-1条,规定了专门的委托书征求公司的设置条件,该类公司负责投票权价购的实务,要求受托办理股东事务的公司必须具备2亿以上的实收资本,证券公司持股在50%以上,董事会至少要有1/3席位,由独立董事担任等,比普通上市公司的设置条件更为苛刻。可以借鉴该规定,在构建投票权价购制度中注重专门实务公司的设置规定。

2. 完善信息披露制度

鉴于我国上市公司股权结构中,流通股所占比例极低、国家股和法人股高度集中的特有股权结构,分散的个人资本所占比例极小,对公司管理人员的制约也相当有限,难以挑战“在朝董监”的宝座。另外,目前在投票权争夺中,董事会掌握着公司资源,如公司财务、股东名册、股东会程序议事日程等,相对于中小股东或者“在野派”都有着明显的优势,不利于投票权价购过程中双方公平竞争,而现任董事监事以其本身的优势征求表决投票权,更易永葆其权位,在“绝对权力、绝对腐败”的情形下,难保董事监事不会滥用职权,甚至中饱私囊、利益输送,股东投票权的代理行使将沦为当权董事、监事长期把持公司权位的工具,有损股东投票权买卖制度应有功能的发挥,有违意思自治和公平竞争。因此必须设计信息披露的规定,拓宽股东的信息渠道,实现争夺双方的公平竞争。

在实践中,我国价购人的披露行为是自发进行的,披露内容和程度

没有统一标准,公告披露的信息也比较简单,与美国证券监管会委托书规则(SEC Regulation14A)要求的内容相比存在明显的不足。根据SEC Regulation 14A - Solicitation of Proxies,为确保投资人利益需落实:公司经营阶层提交给股东会的议案,必须完整且真实地披露所有重要事实;禁止在征求委托书时有重大不实陈述、隐匿或欺诈相关情况,因此而蒙受损失的股东有起诉权;委托书规则不仅要求经营阶层将公司委托书说明书纳入股东提案,同时允许股东在经营阶层反对下陈述个人立场;要求其他主体提交的提案同样做出信息披露。纵观我国已经发生的投票权征集案例,披露内容一般均为以下几项:上市公司基本情况、股东大会基本情况、征集人基本情况、征集投票的原因和目的、董事提名基本情况、投票权委托方式。对于征集人在其中的利害关系以及征集的真正背景等敏感内容却讳莫如深。笔者认为立法应当明确:首先,披露内容应当包括上文中提到的、实践中已经自觉形成的事项;其次,应要求征集者披露可能影响股东是否作出授权及授权意向的相关内容,如董事是否与股东会上的表决事项存在利害关系等。

信息披露规则是贯彻资本市场公开原则的要求和体现,其目的在于保护股东的知情权。对买受者信息披露的监管,一方面让委托他人代理出席股东会议的股东,有机会了解公司事务及股东会议案的内容,使股东虽不亲自出席股东会,仍能就议案充分考虑并加以判断及决定,这种基于充分资料所作的决定,可以加强对股东权益的保障,并促进股东会功能的发挥;另一方面要求公司依规定把真实的资料充分公开,让股东及广大投资者有机会了解公司的经营情况,可制约公司经营者滥用权利,督促经营者忠实勤勉地经营公司事务。

我国应在投票权价购中规定强制性信息披露制度,规定投票权价购必须披露的事项,并且由证监会制定相应的信息披露文件格式规范,在信息披露格式文件中,列明基本的信息披露义务和特定议决事项的信息披露义务在各项信息披露中应当由其重视投票权持有的信息披露。在规定特定议决事项的信息披露义务时,应当根据议决事项的不同特点,分项列明可适用的信息披露要求。同时在投票权价购规则中制定禁止虚假陈述条款,列明投票权价购规则中虚假陈述民事赔偿重大性、因果关系的判定标准,以及对价购人虚假陈述应追究的民事、行

政和刑事责任。

3. 加强投票权价购监管

为了保证信息披露的真实、完整和及时,构建公平的投票权价购竞争环境,形成反竞租氛围,维护投资者利益,必须加强监管。在制定投票权价购规则时,应当界定价购行为,明确监管范围。一方面能够保障监管行为发挥到实处,避免盲目监管浪费人力资源;另一方面保障股东之间以及股东和管理者之间的交流不受到不必要的限制。随着电子科技的发展,电子投票权价购成为新兴的重要方式,因此应当明确电子投票权价购行为:通过网络这一公开方式请求股东向自己或他人作出投票的授权委托,或者请求股东不要向他人签发授权投票权,或者请求股东撤销已经作出的授权委托。此外,还应当作出例外规定:对股东通过网络论坛等方式公开发表自己的投票倾向、投票理由,或是对在任管理层的决策提出自己的不同意见和看法等行为进行排除,以实现严格监管的同时保障股东民主。

对于证券市场的监管,美国以信息披露和风险自负为立法指导原则,实行以政府间接管理为辅,行业自律为主的监管模式,依据立法成立联邦交易委员会,对于证券交易商协会有直接监管权力,而实践中则将大部分权力则交由各地自律组织行使。^④日本兼纳德国和美国的立法经验,经过实践最终也采取借鉴了美国的监管模式,以证券协会自律为主,大藏省的管理为辅来监管证券。“他山之石,可以攻玉。”我国在完善对于投票权价购监管上,宜实行以自律监管为主、以行政监管为辅的分层监管模式,并建立健全相关的如准入制度、从业人员和证券的等级制度等配套制度。

参照美国1934年《证券交易法规》,引进最佳价格规则(best price rule),即要约出售股票收取的款项必须相等并维持相同的对价的一项美国证监会规则。要求购买者提供给参与投票权争夺的股东,相同的补偿价格,不得拒绝以相同的条件出售投票权。

另外;为了防止谣言满天飞,价购价格混乱,应当要求投票权价购

^④ [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安译,中国政法大学出版社2003年版,第390页。

的购买者及时公布所购买的价格和数量,严惩信息的捏造、隐匿者和传播者,一旦发现可能存在恶性竞争,及时要求购买者说明资金来源和针对公司未来的经营计划,防止通过恶性竞争夺取公司后掏空公司的情况出现。

4. 费用承担

对价购过程中的费用应当进行分类规制。首先,投票权价购费用分为购买投票权费用和其他费用。购买投票权费用应当由购买者自行承担,鼓励其争夺到公司控制权后,通过长期经营管理,实现股票增值来获得收益。对于其他费用的规制应当考虑两种情况:一是公司管理层为了股东会能达到法定足数而向股东进行的价购;二是在股东投票权征集战中,公司管理层和在野争夺者为了争夺公司控制权而进行的投票权征集。第一种情况中,由于公司管理层的利益和股东利益是重合的,对于印刷和邮递会议通知以及其他费用的支出是合理支出,理应由公司承担。问题在于第二种情况,公司管理层和在野争夺者进行股东投票权征集的目的都是争得公司控制权。公司管理层运用公司资金作为征集费用,目的是赢得争夺战继续掌握公司控制权,本质上是由全体股东承担了这部分费用。而在野争夺者只有在成功情况下才有可能得到补偿,风险将会大很多。假如完全由公司承担两方费用可能会导致在野者滥用投票权征集制度干扰公司正常经营;而完全由各方承担各自费用,又会打消股东参与公司治理的积极性。从美国股东投票权征集的实践经验来看,这种情况下的费用更大,通常要达到数十万或者上百万美元。

在 *Schreiber v. Carney* 案中,法院认为投票协议并不能因为其涉及利益交换而当然无效。股东有权根据自己的意愿来行使投票权,只要其行为不存在欺诈或违反公共政策。同时, *Lawyers' Advertising Co. v. Consolidated Ry., Lighting & Refrigerating Co.*^② 案中,原告是一广告商,其受被告的多数董事的请求就即将召开的专门解决这些董事和公司董事会主席间争议的股东会进行广告通知,以价购股东的委托投票。原

^② *Lawyers' Advertising Co. v. Consolidated Ry., Lighting & Refrigerating Co.*, 187 N. Y. 395.

告共发布了4次广告,分别是股东会通知、催促股东会投票权的通知以及两次对董事会主席意见的反驳。法院认为,原告只能就第一次股东会通知的广告费用从公司那里获得补偿,其他3次广告发生的费用只能由那些委托他的董事个人进行补偿,因为后3次广告的目的是帮助这些董事从董事会主席那里争夺公司控制权,并不是为了公司股东会的召开。

目前通说认为,只要公司经营者并非纯粹为个人连任而征集投票权,费用即由公司负担。“不在任的持异议股东,同现任董事发生投票权的征集竞争,原则上该股东应自行负担征集费用;但如果所争执的问题涉及公司政策并且股东在竞争中获胜,则该笔费用可经过股东会批准后,由公司给予相应数额的补偿。”^④投票权价购的费用立法也应当参考该原则,这样既不会给在野股东太大经济压力以至于失去价购勇气,又避免价购过程中费用滥用,公司负担加大。

结 语

对于投票权价购,传统理论对其予以否定。但是这些反对理由没有认识到,完善公司治理结构、良好制度设计下允许投票权价购利于解决股东集体行动问题,利于提高公司管理层经营效率,利于实现股东利益最大化,利于实现公司民主。从美国特拉华州司法实践可以发现,无论对于投票权价购采取多么严谨态度,经过 Schreiber Court 分析后,对于投票权价购应采取允许的态度,随着同业拆借市场增长和金融衍生工具革命为投票权与股权的分离提供了更容易和低廉的条件。此外,对冲基金的兴起及其股东将其作为投资策略的积极采用,分离带来的益处更加明显。与传统投票权价购相比,由于股份经济回报已经可以从相关的投票权分离,新的投票权价购应运而生。实践证明,新型投票

^④ 邱永红:“从胜利股份股权之争案看我国股东投票权征集法律制度的完善(上)”,载中国民商法律网, <http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=24121>,2006。

权价购即空投票(empty vote)已经成为世界性问题。为推动证券市场健康持续发展,治理新型投票权价购问题,而非纵容其转入地下交易或者通过多次安排披着合法的外衣,规避法律,必须改变立法中对其暧昧不明的规定或者仅仅一味地反对,必须明确规定投票权价购的内涵,构建系列信息披露和监管制度来规制。