

上市公司表决权买卖之法律 经济学分析

——以代理成本问题为中心

夏戴乐*

摘要:表决权在政治领域是不允许被买卖的,这主要是基于公平、效率以及表决权自身属性的考虑,但是这三点理由在公司表决权买卖的问题上只有效率站得住脚:表决权买卖可能会带来高昂的代理成本。但是并不是所有的表决权买卖都会带来代理成本,而且一次性表决权买卖和永久性表决权买卖的代理成本并不相同。后者的代理成本问题更加严重且无法解决,但是前者的代理成本可通过一些前置程序缓解,且其并没有增加更多的代理成本,因此不应禁止。

关键词:表决权买卖 贿选 代理成本

一、引子:股改中的表决权买卖

中国证监会自 2005 年 4 月 30 日开启股权分置改革,在股权分置改革过程中出现了直接或间接买

* 北京大学法学院 2010 级经济法学硕士。

卖投票权或表决权的行爲。当前我国《证券法》以及证监会颁布的各种部门规章,都没有直接对买卖表决权的行为进行规制。我国《公司法》第104条规定,股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权,但是并没有言明,股东是否有权利单独卖出表决权。《上市公司治理准则》第10条规定“上市公司董事会、独立董事和复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表决权。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”,应当认为是否定了表决权买卖。^①《上市公司股权分置改革管理办法》第53条的规定,“公司及其非流通股股东、基金管理公司、证券公司、保险公司、资产管理公司,利用不正当手段干扰其他投资者正常决策,操纵相关股东会议表决结果,或者进行不正当利益交换的,中国证监会责令其改正;情节严重的,认定主要责任人员为市场禁入者,一定时期或者永久不得担任上市公司和证券业务机构的高级管理职务”。似乎从反面也禁止了表决权买卖。

在这一问题上,我国公司法学者的态度也有所分歧,支持派大多认为表决权属股权的一部分,既然作为私权的股权可以自由买卖,那么作为其组成部分自然也可以自由买卖;反对者(相较而言势力更为强大)反对的理由各异,有的从意识形态角度,认为表决权是共益权,股东无权自行买卖;^②有的从法律经济学角度,认为表决权买卖是非效率的,^③总之,表决权买卖有诸多弊端,应当禁止。

但是表决权信托和表决权征集都是正当合法的表决权行使方式,表决权买卖与此二者的本质区别在于,受托者与征集者为获取他人表决权或者支持支付了对价。在影响股东会议表决结果的过程中如果加入了利益交换是否就会导致这一行为从正当变为不正当?学者们略带

① 表决权买卖与表决权征集的核心区别就是是否有偿,否定了有偿的表决权征集事实上就是否定了表决权买卖。

② 参见刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社2004年版,第275页;梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第231~232页。

③ 罗培新:“公司法学研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心”,载《法学研究》2006年第5期。

民粹主义的反对理由是否可以站住脚?从所有权绝对角度演绎出来的支持理由又是否充分?这或许是我们应当重新考虑的问题。

二、公司表决权买卖的动因

在讨论是否应当禁止公司中的表决权买卖之前,首先要解决的一个基础问题是,表决权买卖为什么会发生?这个问题可以进一步分解为两个问题:第一,为什么有人愿意出售表决权?第二,为什么有人愿意购买表决权?

(一) 股东出售表决权的动因

表决权无论对公司还是对股东而言都具有非常重大的意义:一方面,股东通过行使表决权对公司重大事项作出决策、选举监督管理层,让公司从根本上掌握在其所有者手中;另一方面,表决权的权重也直接决定了股东在公司中的地位。那么股东为什么会出售表决权?首先,股东出售表决权绝不是为了退出公司,其保留了对公司的剩余索取权,说明其依旧看好公司前景。股东选择出售表决权或许证明了,表决权在某些情况下,或许并没有其看起来这么重要。通常我们会认为,股东的利益诉求大体而言是一致的,但是事实上,股东投资到公司中虽然终极目的都是资本升值,但是实现资本增值的方式却有所不同。根据这个标准,公司中的股东大致可以区分为三类:投机股东、投资股东和经营股东。投机股东是通过在股市上追涨杀跌的行为牟利;投资股东则看好公司前景,以期从公司丰厚的分红中获得投资回报,但并不愿对公司投入过多精力;只有经营股东是希望通过对公司经营活动的管理促进公司价值增长从而获利。^④在这三类股东中,表决权对于经营股东而言无疑是至关重要的,但是投资股东和投机股东显然对公司的日常经营没有什么兴趣,投资股东如果在公司中占到的股权比例比较大,或许会希望在公司重大事项上掌握一定的话语权(因为对其经济利益会有重大影响),但是如果其持股比例较小(在投机股东中,这种情况更

^④ 刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社2004年版,第254页。

加明显),其表决权对于最终的结果并不会太大影响,通常就会产生理性冷漠的情况。通常而言,股东所持股份越少,这些股份上附有的表决权就越容易处于沉睡状态,表决权对这些股东而言价值非常小,几乎为零。既然股东在没有对价的情况下都有可能转移其投票权(如代理权征集时),那么若有人愿意出价收购他们的表决权,他们自然更愿意让出表决权。

(二) 购买表决权的动因

表决权的收购者可能是公司股东,也可能是公司合同的其他参与方,比如公司的管理层,或者是公司的交易对手方。收购表决权,最直接的后果是,获得对公司的控制权或者说在公司中的控制权比重有所增加。这些潜在的收购者都是市场中的逐利者,行为的根源都可以归结于利益驱动。通过购买表决权的方式获取控制权,可以给收购者带来怎样的利益呢?为什么收购者会选择购买表决权而不是直接购买公司股票呢?

1. 股东通过公司增值获利

通常而言,愿意收购公司表决权的股东,手上都应当有了一定数量的表决权,否则股东收购表决权性价比过低。经营能力较强的股东可以通过收购表决权,获得在公司中的控制权,作出一项有利于公司的决策或者选举出更加出色的管理层,从而提升公司价值,然后从中获利。但是令人不解的是,如果股东的努力是为了提升公司价值,他为什么不选择增持股票而要单独购买表决权?如果股东直接收购股票,在获得控制权的同时还可以获得相应的经济利益。股东为什么会愿意舍弃这一部分经济利益呢?价格或许是比较重要的一个因素:表决权的价格比股票本身价格低廉,所以以此获得控制权的成本会比直接收购股票更低,而相对于代理投票权征集这种无偿让渡表决权的方式,购买表决权至少会提供一定的对价,因此会显得更有吸引力,可以更好地解决集体行动和理性冷漠的问题。另外,收购股票可能会面临法律设定的各种限制,如爬梯规则、强制要约收购制度、信息披露制度等,表决权收购可能可以避免这些约束机制。

2. 通过利益输送获利

非股东收购者由于不持有公司股票,公司本身价值的增长与其没

有任何关系,其要获得经济利益只能通过控制公司,向自己输送利益,比如公司的交易对手可以获得公司的控制权选举对自己较为友善的管理层,获得优惠的合作条件,或者以手中的控制权迫使管理层妥协。股东也有可能利用这种方式获利。虽然大股东侵占公司资产的事情时有发生,但是如果大股东持有的表决权多于股票,大股东侵占公司财产获得的利益会更加丰厚^⑤(因为公司利益受损时,那部分多出来的表决权代表的股份损失不是由大股东而是股份的所有者也就是表决权的出售方承担的)。

三、公司与政治领域中的表决权:表决权可否买卖?

公司中的表决权买卖总能让人联想到政治选举中的贿选问题。因为公司中的表决和政治领域中的表决是很类似的,都是选举代表组成代表机构为投票者的利益服务或者决定一些特定事项。^⑥在政治领域中,贿选是被绝对禁止的,那么公司中的表决权买卖是否也应当禁止呢?

(一)基于公平的角度

从公平的角度来看,因为边际效用的递减效应,穷人的一块钱会比富人的一块钱更加值钱,所以穷人更有可能贱卖他们的投票权,最终导致投票权集中在富人手中。如果允许政治领域中的表决权买卖,经济上的不平等最终传导到了政治上,但在政治上,穷人和富人是平等的,富人不当有特权。财富不当影响政治影响力的分配。^⑦公司关注的重点从来不是股东平等,公司存在的目的就是为股东创造财富,公司中表决权分配的初始设计就是以财富多寡为导向,并且这样的设计有其经济合理性。更何况,财富在表决权信托和公司控制权争夺中给富

^⑤ Douglas R. Cole, *E - Proxies for Sale? Corporate Vote - Buying in the Internet Age*, 76 Wash. L. Rev. 793, 839 - 841 (2001).

^⑥ Douglas R. Cole, *E - Proxies for Sale? Corporate Vote - Buying in the Internet Age*, 76 Wash. L. Rev. 793, 882 (2001).

^⑦ Richard L. Hasen, *Vote Buying*, 88 Calif. L. Rev. 1323, 1329 - 1331 (2000).

人带来的优势并不少于在表决权买卖,因此,公平的考量不能成为禁止公司中表决权买卖的原因。^⑧

(二) 基于效率的角度

从效率的角度看来,政治领域中表决权买卖会带来寻租,从而降低社会整体福利。乍一眼看去,禁止表决权买卖似乎是没有效率的:法律为什么要阻止两个完全民事行为能力人的行为呢?他们的交换不会促成他们之间的效率最大化吗?一票一权最大的问题是无法体现人们偏好的强度,而金钱似乎可以解决这个问题。^⑨但是买卖表决权时,可能会忽略负面的客观因素,或者对第三方的副作用,购买表决权的人最终会依靠政治力量补偿其购买表决权付出的代价,从而降低社会整体效率。^⑩

在公司法领域,也存在同样的代理成本问题。单独购买表决权造成了表决权与剩余索取权的不相匹配,在这种情况下,由于股东无法获得与表决权相匹配的经济利益,股东就不会愿意付出与之相应的努力,甚至会主动侵吞掠夺公司财产(因为会有其他的股东与之分担损失,而掠夺的利益由其独占)。因此有学者认为表决权的买卖会有损公司利益,因此应当禁止。^⑪但是并不是每一笔表决权交易中都会产生代理成本,如果股东是为了获取足够的表决权进而选举更妥当的管理层或者做出有利于公司发展的决策,此时不会有公司参与方受有损失。只有在表决权收购方意图掠夺公司从中获益或者经理层意图通过收购表决权自我维持的时候,才会有代理成本的问题产生,才会有损于公司和其他股东的整体利益。

(三) 表决权的本身属性

最后一点反对表决权买卖是从表决权本质出发的。有学者认为,

^⑧ Robert Charles Clark, *Vote Buying and Corporate Law*, 29 Case W. Res. L. Rev. 776, 804 (1979).

^⑨ Richard L. Hasen, *Clipping Coupons for Democracy: An Egalitarian/Public Choice Defense of Campaign Finance Vouchers*, 84 Calif. L. Rev. 1, 35-37 (1996).

^⑩ Richard L. Hasen, *Vote Buying*, 88 Calif. L. Rev. 1323, 1333-1334 (2000).

^⑪ [美]伊斯特布鲁克、费舍尔:《公司法的经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第83页。

政治领域中的表决权不是商品,不具有可转让性。因为政治领域中的表决权除了经济利益还有多方面的考量。政治领域不仅仅是社会福利最大化的问题,而且涉及财富分配和个人在政府决策中的影响力问题。^⑫ 表决权人在行使表决权时需要考虑公共利益,而引入表决权买卖会刺激投票者关注短期经济利益。^⑬ 另外,表决权作为社会规范生活中道德或者政治上的义务,是一项集体性权利,因此不可以由个人单独出售。^⑭

公司股东行使表决权,需要考虑的仅仅是经济因素,因为股东加入公司的全部目的就是实现经济利益,而公司存在的根本目的也就是为股东利益最大化服务。

但有学者认为,与政治领域中的表决权类似,公司中的表决权属于共益权而非自益权,表决权的行使不仅涉及投票股东自身的利益,而且还影响到公司整体利益,因此股东在行使表决权的时候,不仅要维护自己的利益,还要兼顾公司和其他股东的利益。如果允许表决权买卖,则与表决权的共益权性质相违背,违反了公序良俗。^⑮ 这一论断的问题在于,股东在行使表决权时,是否还需要兼顾公司和其他股东的利益?何美欢教授认为,要求股东对自己有利害关系的事宜,真诚地依公司最佳利益表决,这是为有良心的绅士制定的义务,这一义务根本不切实际也完全无法操作,完全不符合理性经济人的假定。^⑯

与此相类似,特拉华州公司法在认为公司表决权买卖自身违法时期,表决权违法的一个重要原因便是认为股东出卖表决权违反了对其他股东的信义义务。不过在进行这一推断的时候,法庭并不认为股东行使表决权时需要兼顾公司和其他股东的利益,而是认为股东在投票的时候,有进行独立判断的义务,因为只有每个股东以追求整体利益最

^⑫ Richard L. Hasen, *Clipping Coupons for Democracy: An Egalitarian/Public Choice Defense of Campaign Finance Vouchers*, 84 Calif. L. Rev. 1, 15 (1996).

^⑬ Richard L. Hasen, *Vote Buying*, 88 Calif. L. Rev. 1323, 1335-1336 (2000).

^⑭ Margaret Jane Radin, *Market - Inalienability*, 100 Harv. L. Rev. 1849, 1854 (1987).

^⑮ 刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社2004年版,第275页。

^⑯ 何美欢:《公众公司及其股权证券》,北京大学出版社1999年版,第828页。

大化的方式来确保个人利益时,小股东的利益才可以得到保护。^⑰ 不过这个论断的逻辑似乎反掉了:股东是为个人利益最大化投票的,在没有表决权买卖的情况下,股东只有使其股票价值最大化才能利益最大化,这也会使得股东集体利益最大化。换言之,禁止表决权买卖是为了保持股东利益的一致性。如果购买表决权的人在公司中没有利益,可能会伤害到公司股东。事实上,其获利的唯一方式就是通过控制公司获得回报,这使得其他股东处于危险之中,所以卖掉表决权的股东违反了信义义务。^⑱

之后特拉华州法院对表决权买卖态度转变,其中一个重要原因就在于法院不再认为股东,尤其是中小股东,对公司或者其他股东并负有信义义务。^⑲ 在英美普通法中,股东之间并不存在关系,股东追求自己的利益被认为是正当的,中国公司法虽然确认了股东之间属于合同关系,但是即便是合同关系也不能确认其中存在信义义务。^⑳

四、潜伏在上市公司表决权买卖中的代理成本及解决方案

通过上文的分析可以看出,公司中的表决权与政治领域中的表决权看上去相似,实际上有很大不同。反对政治领域中的表决权买卖的理由多种多样,与表决权的公权属性息息相关,而在公司领域中的表决权属于私权,因此不需要考虑非效率因素,表决权买卖的主要问题是其带来的代理成本问题。禁止固然可以一痛百了,但是不做任何努力地在事前禁止未免因噎废食。首先并不是每一笔表决权买卖都会带来代理成本,表决权买卖也有“好”、“坏”之分;其次表决权买卖对于解决集体行动、监督经营者行为等问题上可以发挥一定的作用,即使其会产生

^⑰ Cone Ex'ts v. Russell, 21 A. 847, 849 (N. J. Ch. 1891).

^⑱ Douglas R. Cole, *E-Proxies for Sale? Corporate Vote - Buying in the Internet Age*, 76 Wash. L. Rev. 793, 820 (2001).

^⑲ Joe Pavelich, *the Shareholder Judgment Rule: Delaware's Permissive Response to Corporate Vote - Buying*, 31 Iowa J. Corp. L. 247, 256 (2005).

^⑳ 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第447页。

代理成本,更加理性的逻辑是先探寻有没有办法可以避免或者缓解代理成本。如若代理成本实在过高,无法解决再决定禁止。

公司抛开其法律赋予的各种特征属性,从功能上看,公司就是一个产生利益并且分配利益的工具。表决权收购方通过表决权收购掠夺公司的过程实际上就是一个公司利益重新分配的过程。所以代理成本的产生也就是其他公司参与方利益非自愿转移给表决权收购方的过程,收购方获取了利益,那么一定有人从中受到损失。所以,解决了这种利益的强制转移,代理成本问题就会自然解决。

(一) 表决权买卖过程中的代理成本

1. 收购方掠夺出卖方

在这一过程中首先受有损失的是出卖表决权的股东。按理说,出卖表决权的股东在交易这一过程中不会受有损失,假设股东出售表决权导致某项决议通过,而该决议给股东造成的损失为1,那么股东一定不会以低于1的价格出售其表决权。但是,在表决权买卖中,价格机制并不完美。这是集体行动带来的必然后果:要通过一项公司决议,至少需要51%的表决权,小股东的表决权根本无足轻重,换言之,小股东保留其表决权几乎毫无意义。而如果自己不将表决权出售,那么其他股东就会抢先出售表决权,彼时自己就会颗粒无收。在这种信息不对称的博弈中,股东就陷入了一个典型的囚徒困境中,这就导致了表决权的價格非常低廉,甚至可以以任何非零价格成交。^①在这个过程中,可以认为公司利益从出卖方转移给了收购方。在2005年开始的股改过程中,非流通股股东的买票成本一般为每股赞成票三分至一角钱。^②

2. 收购方掠夺第三方股东

另一个受害方是第三方股东。第三方股东的损失来源于表决权买卖交易的外部性。如果表决权收购方收购表决权之后是为了掠夺公司,公司所有股东都会受到损失,包括未参与到交易中的第三方股东,可是在这一过程中,第三方股东根本没有任何获得补偿的机会。换言

^① [美]伊斯特布鲁克、费舍尔:《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84页。

^② 贾肖明:“股改拜票买票实践暴露监管缺位”,载《南方日报》2005年11月16日。

之,表决权买卖可能将第三方股东的利益强制转移给了表决权收购方。这也是在股改过程中涉案公司中小股东义愤填膺的根本原因。

(二) 特拉华州的解决方案及在中国运用的可行性

美国特拉华州公司法对于表决权买卖的态度有一个转变的过程。美国传统普通法认为表决权买卖自身违法,^{②③}还有一些州的公司法明令禁止表决权买卖,如纽约州《商业公司法》第 609[e] 条直接表明:股东不得向任何人出售表决权或者有偿进行表决权征集,^{②④}《修正模范公司法》第 7 条、第 22 条也有类似规定。^{②⑤}但是,自 1982 年 Schreiber 案件之后,特拉华州法大法官法庭不再认为表决权买卖是自身违法的行为,但是其也充分意识到表决权买卖过程中潜伏的代理成本及其可能招来的严重后果,因此法院的态度并非放任自流,而是要求表决权买卖符合“本质公平”,而交易行为是否“本质公平”,则交由法院在事后进行个案判断。

1. Schreiber 案的路径

本案原告 Leonard I. Schreiber 是 Texas International 公司的股东, Texas International 公司欲与另一家公司合并,但是在这一过程中遇到了一个障碍。Jet Capital 公司持有 Texas International 公司 35% 的股份和相当数量的认股权证。若在合并前 Jet Capital 公司不行权将承担一笔很大的税收负担,但是 Jet Capital 公司又无法以合适的利率从市场中借到足够的行权资金,因此决定对该合并投反对票。根据特拉华州公司法的规定以及 Texas International 章程规定的分类表决机制,如果 Jet Capital 公司投反对票,该合并决议将无法通过。公司其他股东认为本次合并对公司有利,因此在股东大会通过了向 Jet Capital 公司提供低息贷款的决议,以换取其赞成合并。Schreiber 不同意这一决定遂提

^{②③} See Thomas J. Andre, Jr., *a Preliminary Inquiry into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control*, 63 S. Cal. L. Rev. 533, 541 (1990).

^{②④} N. Y. Bus. Corp. Law 609(e) “[a] shareholder shall not sell his vote or issue a proxy to vote to any person for any sum of money or anything of value”.

^{②⑤} 罗培新:“公司法学研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心”,载《法学研究》2006 年第 5 期。

起代表诉讼,认为上述决议构成表决权买卖,因而非法。^{②⑥}

Schreiber 案的法官认为, Texas International 公司的借款决议构成表决权买卖,但是表决权买卖并非本身违法。根据以往的判例,法院认定表决权买卖违法的理由有二:第一,表决权买卖的目的是欺诈其他股东或者剥削其他股东的权利;第二,投票权交易违背了股东之间相互负有的独立做出投票权决定的义务,违反了公共政策。但是第二点站不住脚,如前文所述,因为股东之间的信赖义务形成于公司规模较小的时期,对于现代股东人数众多的公众公司而言已经“不合时宜”了,现代公司法不再认为股东之间相互负有信义义务。^{②⑦}而表决权买卖事实上有可能有利于全体股东的利益因此并非本身违法。

根据 Schreiber 案确立出的路径,判断表决权买卖是否合法有效需要经过以下步骤。第一,目的判断,如果表决权买卖的目的是欺诈和剥削,那么表决权买卖无效。所谓欺诈和剥削是指以损害他人财产权利利益的方式获利。第二,表决权买卖需要通过内在公平测试,因为表决权买卖很有可能被滥用。不过在进行内在公平测试的时候,法院通常也更情愿相信市场主体的商业判断不愿介入太深,所以如果表决权买卖的细节向其他股东完全披露,并且是绝大多数独立股东同意的话,通常会被认定为是公平交易。

2. “本质公平”原则在中国适用的可行性

可以看到,在判断表决权买卖是否合法时, Schreiber 案确立的路径非常原则性,这正是特拉华州公司法的特点:注重具体情况,而非概括出许多一体适用的规则。^{②⑧}而这种不确定性也正是特拉华州公司法在注册竞争中立于不败之地的必胜法宝之一,但是这种不确定性依靠的是该州法官的素质。由于公司法在文本上非常原则化,所以公司法主要体现在具体案件中法官对法条的解释和运用,因此对法官的素质要

^{②⑥} Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 23 (Del. Ch. 1982).

^{②⑦} Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 23 (Del. Ch. 1982).

^{②⑧} See William T. Allen, Ambiguity in Corporation Law, 22 Del. J. Corp. L. 894, 900(1997).

求非常高。²⁹这就导致了特拉华州公司法的不可复制性,这也解释了为什么特拉华州公司法在注册竞争中胜出后,各州争相效仿却没有出现“特拉华州公司法第二”。因此,特拉华州公司法的解决方案在中国并不十分适宜。

(三)前置程序性控制的尝试

在事后规制不适宜使用的情况下,另一个可能的尝试是设计一些事前的程序以降低代理成本。

1. 针对收购方掠夺出卖方

要解决收购方掠夺出卖方的问题,需要保证收购方的出价可以完全弥补出卖方的损失。表决权的价格要达到这个效果有两个关键:第一,股东需要知晓交易给自己带来的损失;第二,股东要从囚徒困境中解脱出来。

(1) 损失测算问题

无论是法院还是学者,在讨论表决权买卖问题时都是一概言之的。表决权买卖协议是指表决权收购人支付给股东一定对价(可能是金钱,也可以是其他经济利益,甚至是其他非经济利益),股东按照收购人指示进行投票的协议。³⁰它既包括了永久性的表决权买卖,也包括一次性的表决权买卖,股东在这两种情况下判断自己损失的能力存在巨大差别。

永久性的表决权买卖会带来表决权与所有权的永久分离,表决权收购者获得表决权之后会做出怎样的决议、甚至最终获取表决权的人是谁?股东可能都不知道。这种分离的长期性以及未来带来的不确定性导致股东在出售表决权时无从估算自己的损失。但是一次性的表决权买卖不同,一次性的表决权买卖与代表权征集非常类似,其与代理权征集唯一的区别就在于在此过程中,表决权收购方会支付给股东对价而代理权征集是无偿进行的。对于公司一次性的决策,只要收购者详尽的披露将要做出怎样的决议,市场就可以计算出决策给股东带来的损

²⁹ 更详细的关于特拉华州公司法如何维持优势地位的解释,请参见罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第353~364页。

³⁰ Schreiber v. Carney, 447 A. 2d 17, 23 (Del. Ch. 1982).

失以及给收购者带来的利益。而且信息披露也可以对收购者的掠夺行为起到一定的抑制作用:由于行为需要及时披露,所以收购者会避免采取过分的或者过于明显的掠夺行为,以免招来诉讼或者调查。

(2) 囚徒困境问题

股东了解了决议对自己可能造成的损失之后,也不一定会以足以弥补自己损失的价格出售表决权,因为他们会陷入囚徒困境。其实小股东在面临股票收购和表决权收购时心态比较类似,但是在股票市场上没有出现囚徒困境,这是因为存在一个公开的股权市场,收购方进行场内收购的时候会有竞争对手把股价抬高;若采用要约收购,要约人发出要约之后,股价往往会上涨,要约人的要约收购若想获得成功,至少需要高于市场价,否则股东会选择在交易所出手股票而不会卖给要约人。

有没有可能出现一个类似的表决权市场?一次性的表决权买卖的性质决定了这种表决权的买卖不会是连续性的交易,收购方收购的目的就是获取表决权,通常不会进行转售,因此无法产生一个类似股票市场的表决权市场对表决权进行定价。但是如果出现竞争者,投票权价格可以水涨船高,股东可以从中获得一定的补偿。不过这需要像要约收购一样设定一个表决权收购时间段,并且在这段时间内股东有权随时无条件撤回要约,将表决权卖给出价更高的人。永久性的表决权买卖确实是连续性交易,有产生表决权市场的基础,公司控制者的行为也可以在表决权价格上有所体现,但是,由于在这一过程中出卖表决权的股东面临的是多次剥削的可能性,无从估算损失,因此股东在出售表决权时依旧无法得到相应的补偿。

2. 针对收购方掠夺第三方股东

类似的情形在股权收购的过程中也会出现:股份的转移导致了控制权的转移,新入主的大股东可能并不符合公司最佳利益,进而损失到第三方股东。对于这种情况,各国选择的办法是要约收购制度。对要约收购要求最高的国家是英国,英国的要约收购是全面强制要约收购,其目的有两个:让中小股东分享控制权溢价;在公司控制权转移时给中

小股东选择退出的机会。^⑩

在表决权收购过程中,如果也引入强制全面要约收购制度,即要求表决权收购方对所有股东发出要约,以同等价格收购他们的股票,可以给所有股东一个平等的退出机会。但是,股票出售之后,股东一次性获得补偿退出公司,不再受到剥削,可是股东出售表决权并不是退出公司,股东仍然留在公司受到剥削,而且如上文所述,股东只有在存在表决权收购竞争者的情况下才比较可能从表决权价格中得到补偿,因此强制全面要约收购制度只能在一定程度上缓解这一问题,而不能彻底解决这一问题。

五、结论:基于代理成本的禁止或放行

潜伏在表决权买卖中的代理成本确实存在,信息披露和要约收购可以起到一定的作用,但是也比较有限,但是不同的表决权买卖中代理成本的大小也是不同的。

表决权永久买卖的情况下,表决权和剩余索取权不相称的情况会永久性存在,诱发道德风险的可能性更高,公司面临的代理成本是长久的、难以估量,同时也是巨大的,因此不适宜放行。或许有人会提出,表决权信托、表决权代理同样会带来所有与控制的分离,而且是长期分离,为何允许这二者的存在而不允许表决权买卖呢?首先,无论是表决权信托还是表决权代理,信托人和代理人对受托人和被代理人都有信义义务,而这一义务在表决权的买卖双方中是不存在的;其次,表决权信托和表决权代理中,委托人和被代理人随时可以撤销委托,自己行使表决权,因而拥有最后的自己救济方式,可是表决权一旦出售,除非股东再自行购回,否则无法再次拥有表决权,形同设定了不可撤销的表决权代理,因而不应该被允许。

而一次性表决权买卖中,控制权的转移(除了在董事选举中进行表决权买卖)是一次性的,因此代理成本可估量且在一定程度上可控。

^⑩ 彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第272页。

而且一次性的表决权买卖相当于有偿的代理权征集,其区别仅仅在于在表决权买卖中,股东会获得对价,而代理权征集不会。有学者认为,羊毛出在羊身上,如果代理权征集是有偿的,那么在这一过程中的花费最终会通过利益输送补偿回来。^②但是收购方掠夺公司的行为不是因为其在获得表决权的过程中支付了对价,而是因为其目的本就如此,很难想象一个会进行掠夺公司行为的人在不支付对价的情况下获得了同样的表决权就不会这样做。因此,表决权买卖并没有增加代理成本。

另外,允许外部人收购表决权是非常危险的。因为如果表决权购买者本身不持有公司股票或者持股数量非常少,那么表决权收购者只能通过利益输送获利,其获得表决权之后掠夺公司可以认为是必然。因此表决权收购者应当本身持有公司一定数量的股份。

^② 梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第231页。