

无奈的赞成:控股股东变更承诺背景下 中小股东表决行为的实证研究

龚浩川 曹宁 习超

摘要:在控股股东变更承诺的过程中,控股股东与中小股东之间存在利益冲突。实证研究发现,控股股东变更承诺会损害中小股东的利益,特别是相关议案被否决所显示出的治理冲突,将对公司股价产生更强烈的负面影响。由于公司治理与证券交易密切关联,议案被否决即意味着中小股东将遭受比议案通过时更多的经济损失。这使中小股东面对控股股东变更承诺的议案,往往只能作出无奈的赞成决定。破解这种无奈,除了要促进中小股东集体行动和加强股东赋权外,还要进一步推动相关的证券民事诉讼制度完善,弥补中小股东的损失。同时,要完善相关的信息披露制度,以促进中小股东依法正当行权,倒逼控股股东守信履约。

关键词:公开承诺;控股股东;中小股东;股东大会;事件研究法

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2022.05.006

一、问题的提出

证券市场公开承诺制度在我国运行已有十余年^①,随着其在我国资本市场中发挥着愈加重要的作用,2013年12月,中国证监会发布《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》(以下简称《监管指引第4号》)^②,对其进行专门监管。然而,这一制度的运行状况并不理想。控股股东等承诺主体不履行承诺的失信行为频发,通过变更承诺规避不履行承诺法律责任的状况更是屡见不鲜。更重要的是,在控股股东变更承诺的过程中,可能隐含着公司治理问题的新面向。控股股东与中小股东之间的利益冲突是商事公司三大代理问题之一^③,也是我国最典型的公司治理问题^④。如何防止控股股东侵害中小股东/投资者利益,也成为我国公司法学和证券法学的研究重点。在此类利益冲突中,学界研究较多的,是控股股东利用其优势地位和资本多数决规则对中小股东实施的压制行为^⑤。对于这种显性的利益冲突,解决中小股东的集体行动困难和强化股东赋权,往往被认为是解决问题的重要途径。不过,在控股股东变更承诺的过程中,相关

基金项目:国家社科基金青年项目“财产法视角下廉价表决权规制研究”(20CFX044);香港特别行政区研究资助局优配研究基金项目(CUHK-14605218)。

作者简介:龚浩川,吉林大学理论法学研究中心、吉林大学司法数据应用研究中心研究员,吉林大学法学院《当代法学》编辑部副主任(长春130012;gonghaochuan@jlu.edu.cn);曹宁,香港中文大学法学院副研究员(香港特别行政区;caoning@cuhk.edu.hk);习超(通讯作者),香港中文大学法学院教授、副院长(香港特别行政区;chaoxi@cuhk.edu.hk)。

① 证券市场公开承诺制度是在上市公司进行股票发行上市、再融资和并购重组等活动时,由发行人及其控股股东、实际控制人等主体对业绩、资产注入、解决同业竞争、关联交易、稳定股价等问题作出承诺的制度。

② 《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》,证监会公告[2013]55号。

③ 莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等著:《公司法剖析:比较与功能的视角》,罗培新译,北京:法律出版社,2012年,第36-37页。

④ 赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,《法学研究》2020年第4期。

⑤ 例如,李建伟:《股东压制的公司法救济:英国经验与中国实践》,《环球法律评论》2019年第3期;贺茜:《股东滥用权利的司法规制——法院适用〈公司法〉第20条的实证分析》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2017年第6期。

议案往往能获得股东大会通过,这掩盖了中小股东可能遭受到的损害。

同时,控股股东与中小股东之间的利益冲突也存在难以被既有理论充分解释的情况。这里有两个问题需要探究:一是,控股股东变更承诺对中小股东是有害还是有利?控股股东的公开承诺作为证券市场上重要的公开信息,投资者往往会以此为基础作出投资决策,市场也会作出相应反应。原承诺无法按时履行势必会造成预期落空、股价下挫,使投资者遭受损失。然而,控股股东和上市公司内部主要公司治理机构,往往会发表变更方案不损害甚至有利于中小股东的意见。二是,对于可能损害其利益的变更承诺议案,中小股东为何往往表示赞成?面对控股股东变更承诺的议案,我国中小股东在现有的投资者保护机制和公司表决机制下,其行动成本已大大降低并能够影响决议结果,但他们仍往往对议案表示赞成,使其最终高票通过。这两个问题显示出现实与理论的背离以及既有理论解释现实的局限,对这些问题的探究最终将影响我们对前述公司治理问题的认识和解决。正值公司法修改和新《证券法》施行伊始之际,本文将通过实证研究方法,对以上两个问题进行分析,以期改善证券市场公开承诺制度的运行质效,促进公司法与证券法理论的协同并进,提升上市公司的治理水平和中小股东的保护程度。

二、控股股东变更承诺的制度沿革与制度构成

控股股东公开承诺是上市公司公开承诺制度的一部分,在我国资本市场上已运行多年。早在股权分置改革过程中该制度就被大量运用,彼时上市公司非流通股股东(一般是控股股东)主要对增持社会公众股、分红、延长锁定期、提高减持价格、优质资产注入等事项进行承诺^①。中国证监会在2005年9月发布《上市公司股权分置改革管理办法》,对其进行了初步规定^②。随后,深圳证券交易所于2005年11月发布《深圳证券交易所股权分置改革承诺事项管理指引》(以下简称《深交所指引》),进一步对承诺事项的制定、履行、信息披露、履约担保、保荐机构督导和监管措施等问题进行了规定。从整体上看,股改期间的公开承诺制度降低了非流通股股东的股改成本,流通股股东也对承诺作出了正面、积极的反应^③。在上述两个规定中,证券监管机构并没有规定变更承诺制度。

2006年年底,股权分置改革基本完成^④,良好的市场反应使控股股东及其他主体在股权分置改革后仍然继续进行公开承诺。然而,随着股权分置改革结束,上述公开承诺监管制度的适用亦告终结,公开承诺失去了监管的约束,出现了大量的违诺失信行为。鉴于此,2013年12月,中国证监会发布了《监管指引第4号》,对上市公司实际控制人、控股股东等主体的公开承诺行为进行了规范,对履约时限、承诺事项的可实现性、信息披露等问题提出了明确的要求。相比之前的《深交所指引》,《监管指引第4号》取消了关于承诺主体应提供履行担保和保荐机构应进行事中督导的要求,增加了变更承诺制度。从程序上看,控股股东若要变更承诺,首先,要向上市公司进行变更承诺的通知并说明原因;其次,该事项要经董事会审议,并由独立董事和监事会就变更方案发表意见;最后,由股东大会进行审议^⑤。相关事项均需由上市公司进行披露,而且变更承诺事项还需要通过独立公告进行披露^⑥。

从2005年的《深交所指引》到2013年的《监管指引第4号》,变更承诺制度从无到有,体现了证券

① 张刚:《2005年深市公司股改承诺事项履行情况分析》,《证券市场导报》2006年7月号。

② 《上市公司股权分置改革管理办法》(证监发[2005]86号)第50条规定:“在股权分置改革中做出承诺的股东未能履行承诺的,证券交易所对其进行公开谴责,中国证监会责令其改正并采取相关行政监管措施;给其他股东的合法权益造成损害的,依法承担相关法律责任。”

③ 桂荷发、蔡明超、石劲等:《契约、承诺与制度:来自中国股改的证据》,《经济研究》2011年第11期。

④ 《股改顺利完成 中国股市走进新时代》,《上海证券报》2007年1月15日,第A4版。

⑤ 《监管指引第4号》第3条第2款、第5条第2款。

⑥ 《监管指引第4号》第1条。

监管机构从“命令控制式监管”向“自我监管”的转变。在制度设计上,监管机构不再一味地要求承诺必须履行,只要变更承诺的方案能够获得公司和股东的认可就允许变更,从而降低了证券监管成本,激励控股股东等承诺主体与公司和其他股东进行沟通,缓解公司治理冲突,促进承诺更好地履行。然而,制度设计理念的升级,并不必然意味着制度运行效果的改善。作为公开承诺制度的一部分,变更承诺制度应服务于“加强对上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司的承诺及履行承诺行为的监管,切实保护中小投资者合法权益”^①的目标。下文我们将在上述理念指引下,分析控股股东变更承诺的现状,以及由此折射出的理论与实践之间的罅隙。

三、控股股东变更承诺的现状与理论解释的困境

为了对变更承诺制度的运行现状进行分析,本研究对2015年至2019年期间涉及控股股东变更承诺的公司议案及相关公告信息,进行了收集和分析,相关数据源于“巨潮网”信息披露数据库。在全样本期间内,共有86个样本,涉及65家上市公司。在86个样本中,控股股东承诺内容如表1所示^②,这些承诺事项都是关系到公司发展和股东切身利益的重大事项。其中,解决同业竞争承诺和资产注入承诺的数量居多,共68个,占总量的75.6%。

表1 控股股东承诺内容

承诺内容	数量	承诺内容	数量
解决同业竞争承诺	54	业绩补偿承诺	4
资产注入承诺	20	还款承诺	3
增持或减持股份承诺	5	其他承诺	4

(一)变更承诺对中小股东的利弊分析

在样本期间内,控股股东变更承诺的议案在提交董事会后基本都会获得全票通过。独立董事和监事会也基本上是按照《监管指引第4号》的要求,程式化地对控股股东变更承诺议案发表意见,其核心思想基本上是“变更方案合法合规、不损害/有利于保护上市公司或其他投资者的利益”。独立董事和监事会并不会对其意见进行详细论证。

然而,公司治理机构对变更承诺的意见未必站得住脚。首先,从行为性质看,控股股东所作出的公开承诺主要是一种单方法律行为^③,控股股东一旦公开承诺即受约束。控股股东一旦不能按时、全面地履行承诺,便是对原承诺的违反,将损害股东的预期。其次,从控股股东变更承诺的原因看,控股股东变更承诺主要是由于自身原因无法按时履行承诺,而非履行承诺不利于维护上市公司和投资者权益,或者有更好的替代方案。因此,控股股东变更承诺主要是为了维护自身的利益,减免监管机构的责罚,而不是维护和提升公司和中小股东的利益。最后,从承诺变更的内容上看,变更的内容主要是延长原承诺履行的期限,或者减轻控股股东在原承诺中所要履行的义务。控股股东在公司中处于举足轻重的地位,承诺往往也涉及公司重大事项,对投资者判断公司经营发展状况有重要意义,是证券市场上的重要信息。按照有效市场理论,承诺能否得到按时全面履行将对市场预期和股票价格产生重要影响,而控股股东提出变更承诺即意味着承诺无法按时或充分履行,这一信息将会造成市场预期落空、股票价格下挫,可能致使投资者遭受重大损失。因此,变更承诺主要是对控股股东有利,而使

① 《监管指引第4号》序言。

② 控股股东在一个议案中可能变更多项承诺,因此承诺内容的总数超过样本总数。

③ 陈洁:《上市公司及相关主体违反公开承诺的民事责任分析——以虚假陈述型违反承诺为中心》,《法律适用》2013年第10期。

中小股东的预期落空,很难认为不会损害中小股东的利益。

(二)为变更承诺“开绿灯”的中小股东

如果假定控股股东变更承诺不利于公司和中小股东的利益,那么相对于董事和监事,中小股东面对可能损害其利益的议案应该更有动力去投反对票。然而,从表决结果上看并非如此。从整体上看,在86个样本中,81个议案获得全体股东通过(占94.19%),73个议案获得中小非关联股东通过(占84.88%),通过率比较高,且基本上都是高票通过(详见表2)。

表2 议案表决情况

	议案数量	平均同意率	最大同意率	最小同意率	标准差
全部议案	86	87.95	100	1.42	19.81
全体股东通过议案	81	91.59	100	53.24	12.70
中小非关联股东通过议案	73	90.91	100	53.24	12.24
未通过议案	5	28.86	49.01	1.42	21.84

表2呈现的中小非关联股东的表决结果值得我们思考。中小股东对于可能损害自己利益的议案并没有进行积极反对,理论上主要有两个互为表里的解释——“理性冷漠”和“赋权不足”,但是通过对表决结果的分析,既有理论可能很难对此进行有效的解释。

1.“理性冷漠”说的解释力不足

一般认为,中小股东往往对公司事项缺少充分的信息以进行决策,也缺乏专业能力进行有效分析。而且,获取信息投入的成本由股东个人承担,但有效投票产生的收益却被公司全体股东按持股比例分享。这导致中小股东进行有效投票的成本可能远远大于收益,使其更愿意“搭便车”。因此,克拉克教授曾指出:“公共公司的许多股东对他们的表决,甚至对选举董事和公司合并等重大问题的表决,可能通常都是漠然和温顺的。”^①然而,这种理论对于控股股东变更承诺的情况可能并不具有充足的解释力。

首先,中小股东在控股股东变更承诺事项上的信息获取成本较其他事项要低。按照《监管指引第4号》的规定,控股股东变更承诺事项需要进行单独公告,而不仅仅是在董事会或者股东大会的相关公告中与其他事项一起披露。而且,公告内容相对标准化,控股股东需要对承诺背景、变更原因、变更内容和可能产生的影响等事项进行充分说明。可见,中小股东了解相关事项来龙去脉的成本较低。

其次,相比于其他重大事项,中小股东通过上述信息对变更承诺产生的影响也不难作出判断。控股股东变更承诺并不像董事选举、公司合并和关联交易等重大事项那样具有高度专业性。控股股东并非由于客观原因而不能按时履行原承诺,本身就是一个失信行为,损害了投资者的预期。中小投资者虽然无法像专业机构那样精准分析和测算该行为对自己造成的损害,但是基于投资经验和市场规律作出基本判断也不是难事。所以,中小股东由于害怕投错票而不参会或选择顺从的可能性并不大。

最后,“理性冷漠”理论难以周全解释中小股东积极参与表决并赞成控股股东变更承诺的事实。我国并不像日本那样在其《公司法》中有股东大会出席“定足数”的规定^②,表决权征集在我国上市公司中也没有像在美国公众公司中那样获得广泛运用^③,中小股东参与股东大会,主要是基于自我利益的考量亲自参会投票,而非基于制度因素而被要求亲自参加或委托给公司管理层投票。因此,如果中

① 罗伯特·C.克拉克:《公司法》,胡平等译,北京:工商出版社,1999年,第71页。

② 日本《公司法》第309条第1款规定,股东大会的决议,除章程另有规定的情形外,以持有可行使表决权股东的过半数表决权的股东出席,以该出席股东的过半数表决权通过,也可以根据审议事项重要性的差异规定不同的法定出席和表决比例。吴建斌编译:《日本公司法 附经典判例》,北京:法律出版社,2017,第165页。

③ 刘素芝:《我国征集股东委托书法律制度的实证分析》,《法学评论》2007年第1期。

小股东由于“理性冷漠”而选择“搭便车”，完全可以放弃参加股东大会，而不必主动参会又投赞成票。然而，2015年至2019年A股上市公司召开的全部股东大会的参会人数的平均值为51人，中位数为21人^①；涉及控股股东变更承诺议案的86次股东大会，参会人数的平均值为96人，中位数为34人，明显高于同期全部股东大会参会人数的相关数值，而且不乏参会人数超过百人且议案仍获高票通过的情况。可见，中小股东参与涉及控股股东变更承诺议案的股东大会比较积极，并不冷漠。

2.“赋权不足”说的解释力不足

对于“伯利-米恩斯”式的公众公司来说，股权结构相对分散，“普通股东对于公司事务都基本上没有什么权力，而且即使他拥有投票权，这种投票权也很少能够用作民主控制的工具”^②。在股权结构相对集中的我国上市公司中，中小股东在一定程度上也面临此种问题。力量薄弱的中小股东即使积极参与投票，也很难改变表决结果，因此冷漠或顺从似乎都并不难以理解。面对这种情况，秉持“股东赋权主义”的学者主张强化股东参与公司治理的权利^③，完善股东表决制度，提升中小股东在股东大会中的话语权^④。

我国的立法机构和证券监管机构对此也作出了努力，关联股东回避表决制度便是典型代表。该制度在实践中发挥着类似分类表决制的作用。我国《公司法》虽然没有一般性地规定关联股东回避表决制度，但是在股东关联担保事项上规定了回避表决制度，其制度目的也主要是为了维护股东大会决议的公正性，避免表决事项所涉及的股东，特别是控股股东滥用资本多数决的原则，以公司决议的方式谋求与公司利益不符的股东或实际控制人自己的利益，损害公司和其他股东的利益^⑤。关联股东回避表决制度的适用范围，在中国证监会发布的《上市公司股东大会规则》中得到扩展，其第31条规定：“股东与股东大会拟审议事项有关联关系时，应当回避表决，其所持有表决权的股份不计入出席股东大会有表决权的股份总数。”对于控股股东变更承诺的议案，《监管指引第4号》第3条第2款也规定：“……承诺相关方及关联方应回避表决。”在控股股东变更承诺的议案中，由于控股股东及其关联方均需回避表决，如此可能出现变更承诺的议案完全由中小股东决定的情况，这种情况实质上具有了分类表决的效果。在全部86个样本中，有58个样本在表决时仅有中小股东参与投票，出现了议案完全由中小股东决定的情况^⑥。在这58个样本中，有54个议案获得通过(占93.1%)，仅有4个议案被否决。这说明，在控股股东变更承诺的议案中，作为可能受到直接利益侵害的中小股东，即使在获得充分赋权、掌控决议走向后，也没有改变决议的最终走向。而且，从通过议案的投票情况看，中小股东对于变更承诺议案的同意率较高。

综上，除非控股股东变更承诺切实有利于中小股东的利益，否则，参会中小股东对相关议案的投票结果，恐怕很难用“理性冷漠”或者“赋权不足”来解释。

四、控股股东变更承诺的财富效应与中小股东集体赞成的成因剖析

上文分析引出两个环环相扣的实证研究问题：一是控股股东变更承诺是否对股东价值带来负面

① 数据来源：CSMAR数据库，<https://www.gtarsc.com>，访问日期：2021年8月25日。

② 阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯：《现代公司与私有财产》，北京：商务印书馆，2005年，第99页。

③ Lucian Bebchuk, “The Case for Increasing Shareholder Power”, *Harvard Law Review*, 2005, 118(3), pp.912-913.

④ 例如，高丝敏：《论股东赋权主义和股东赋能的规则构造——以区块链应用为视角》，《东方法学》2021年第3期；龚浩川：《〈公司法〉程序转向论——以股东(大)会制度完善为例》，《法制与社会发展》2021年第2期。

⑤ 宋燕妮、赵旭东主编：《中华人民共和国公司法释义》，北京：法律出版社，2019年，第27页。

⑥ 《上市公司股东大会规则》(2016年修订)第31条第2款规定：“股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时，对中小投资者的表决应当单独计票。单独计票结果应当及时公开披露。”控股股东变更承诺事项属于“影响中小投资者利益的重大事项”，上市公司股东大会的决议公告都会对中小股东(单独或合计持有公司股份比例低于5%的股东)的投票情况进行单独披露，这样就可以从决议公告中对这一情况进行实证考察。

效应,二是股东大会就控股股东变更承诺议案的表决结果是否给股东价值带来负面效应。

(一)实证研究方法

针对上述实证研究问题,本部分主要使用事件研究法并结合典型个案进行实证分析。事件研究法(Event Study)是以影响股票价格的特定事件为中心,通过研究事件的发生是否在股价上产生了异常的财富效应,评估事件对企业市场价值所造成的影响^①。事件研究法不仅是经管类学科常用的研究方法,在法学领域也被广泛运用^②。

本文使用的市场调整模型是事件研究法的经典模型,即每日每只股票的超额收益率通过以下公式计算,其中 R_{mt} 代表市场收益率。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

则事件窗口期内的累计超额收益率通过下述公式计算:

$$CAR_i(t_0, t_1) = \sum_{t=t_0}^{t_1} AR_{it}$$

(二)控股股东变更承诺事项披露的财富效应

控股股东变更承诺事项的事件日为该事项首次披露日,亦即该事项首次为市场知悉的日期。在我国 A 股市场中,上市公司披露该事件的公告主要有以下几类:(1)该事项的董事会决议公告;(2)独立董事和监事会对该事项意见的公告;(3)上市公司收到控股股东通知该事项的公告。三类公告的时间先后次序在市场实践中有差异。因此,本研究手动收集全样本中每个样本上述三项公告(如有的话)的披露日期,并选取三者中最早的日期作为控股股东变更承诺事项的首次披露日,把它作为事件日。

控股股东变更承诺事项的事件窗口期在本研究中为 $t=0, (-1, 1), (-2, 1), (-3, 1), (-4, 1), (-5, 1)$ 。本研究选取的控股股东变更承诺事项事件窗口起始日为事件日前移,目的是消弭我国证券市场中存在的事前预兆和信息提前泄露造成的影响。现有文献显示,在我国 A 股市场,上市公司重大事项在公告之前,往往存在一定程度的信息提前泄露,或投资者通过上市公司的其他经营事项提前预期到了相关事项的发生。因此,在披露日之前,股价往往出现异常波动。为了充分测量事件对股东财富的影响,现有文献通常将窗口期的起始时点前移^③。本研究沿用既有文献的惯常处理方法。

严谨的事件研究法要求在事件窗口期内,上市公司未发生可能会影响股价的其他重大事项,以剔除其他事项对事件研究结果的影响,精确计量事件产生的财富效应。本研究手动查询每个样本上市公司在窗口期的信息披露情况,严格筛选出在窗口期无其他事件“噪音”的清洁样本。特别需要指出的是,对于通过董事会决议公告披露控股股东变更承诺事项的,只有董事会决议事项仅包含控股股东变更承诺的议案的样本,才能确认为清洁样本。对于董事会还审议决议其他事项的样本,则予以排除。经严格筛选,控股股东变更承诺事项相关的清洁样本为 18 个。

表 3 报告了控股股东变更承诺事项在各窗口期内的财富效应。清洁样本在所有窗口期内均呈现显著为负的 CAR 值,证明控股股东变更承诺事项对上市公司股东带来负面财富效应,减损中小股东的股东价值,损害其利益。全体样本在窗口期内的 CAR 值亦为负,但并不显著,应是受到窗口期内其他“噪音”事件的干扰,符合预期。

① 仲为国、杨海滨、刘东:《事件研究法》,载陈晓萍、沈伟主编:《组织与管理研究的实证方法》,北京:北京大学出版社,2018年,第597页;张宗新、宋军主编:《金融计量学》,北京:高等教育出版社,2016年,第253页。

② Sanjai Bhagat and Roberta Romano, “Event Studies and the Law: Part I: Technique and Corporate Litigation”, *American Law and Economics Review*, 2002, 4(1), pp.153-162.

③ 张新:《并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究》,《经济研究》2003年第6期;晏艳阳、赵大玮:《我国股权分置改革中内幕交易的实证研究》,《金融研究》2006年第4期。

表 3 控股股东变更承诺的财富效应^①

窗口期	CAR($t=0$)	CAR(-1, 1)	CAR(-2, 1)	CAR(-3, 1)	CAR(-4, 1)	CAR(-5, 1)
清洁样本($n=18$)						
CAR	-1.61%**	-2.30%**	-2.82%**	-2.94%***	-2.53%**	-2.26%**
P 值	(0.0394)	(0.0339)	(0.0127)	(0.0040)	(0.0129)	(0.0194)
全体样本($n=74$)						
CAR	-0.12%	-0.36%	-0.41%	-0.37%	-0.28%	-0.18%
P 值	(0.3953)	(0.2780)	(0.2816)	(0.3310)	(0.3721)	(0.4177)

(三)股东大会审议表决的财富效应分析

股东大会审议控股股东变更承诺事项的议案并进行投票表决的事件,其事件日为股东大会召开日。由于对股东大会审议议案表决结果无法事先知悉,亦不能提前泄露,故选择 $t=0$, (0,1) 作为窗口期,而无须前移窗口期起始日。遵循严谨的事件研究法选取样本的标准,本文仅选取控股股东变更承诺议案是股东大会审议的唯一事项的样本,剔除股东大会还审议了其他议案的样本,从而精准计量股东大会审议控股股东变更承诺事项对股东价值的影响。清洁样本共计 20 个,其中有 19 个样本议案被表决通过,有 1 个样本议案被否决。表 4 报告了实证结果。

表 4 股东大会审议表决的财富效应

窗口期	CAR($t=0$)	CAR(0,1)
清洁样本($n=20$)		
CAR	-1.04%***	-1.11%**
P 值	(0.0043)	(0.0211)
否决样本($n=1$)		
CAR	-4.19%	-2.99%
P 值		
通过样本($n=19$)		
CAR	-0.88%***	-1.00%**
P 值	(0.0083)	(0.0356)
全体样本($n=81$)		
CAR	-0.27%	-0.35%
P 值	(0.2029)	(0.1609)

在两个窗口期内,20 个样本整体均呈现显著为负的 CAR 值,其中 19 个通过样本在表决日($t=0$)和(0,1)窗口期的 CAR 值均显著为负。这显示,股东大会审议并表决通过变更承诺议案,对股东价值产生了统计意义上显著的负面效应。这并不难以理解。一个破坏市场预期、损害投资者利益的议案却被股东大会通过,自然损害了上市公司和中小股东的福祉,也就导致了负面的财富效应。

值得注意的是,被股东大会否决的议案样本的财富效应在第一个窗口期接近通过样本平均财富效应的四倍,在第二个窗口期接近通过样本平均财富效应的三倍。这表明,股东大会否决控股股东变更承诺议案所带来的负面财富效应,远高于股东大会表决通过相关议案给股东价值带来的损害。当然,在本研究中,被股东大会否决的控股股东变更承诺事项的清洁样本仅为个案。本文并不主张相关实证结果具

^① *、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

有统计意义的显著性。但是,本文认为,该样本表现出的较强的负面财富效应,具有代表性和典型性。

一方面,否决议案并不等于承诺将被履行,市场反应难以转好。目前,公开承诺制度缺少承诺履行的担保机制,《监管指引第4号》也仅对不履行承诺行为规定了罚则,因此控股股东可以通过变更承诺规避监管。即使变更承诺议案被否决,控股股东也可以不断地提出变更议案。打“持久战”的控股股东不会遭受太多损失,也无须实际履行承诺,中小股东积极行权换来的可能只是一次又一次的预期落空。例如,某上市公司控股股东在变更承诺议案被否决后仅两个月,再次向公司提出变更承诺,变更方案与之前被否决的方案并无二致。更有甚者,某上市公司控股股东在初始承诺到期后的十年里多次提出变更承诺,相关议案虽被股东大会否决,但该控股股东之后继续提出相关议案直至被审议通过,致使该承诺历经四次变更,至今未被履行。因此,面对控股股东议案被否决,中小投资者和市场仍然会给出负面反应。

另一方面,议案被否决可能反映出公司内部存在严重的治理冲突,这将对公司股价产生明显的负面影响。控股股东变更承诺的议案被否决反映出中小股东与控股股东之间存在明显的意见分歧和利益冲突。更重要的是,这可能预示着公司未来更大的治理危机。在议案被否决的全部样本中,控股股东回避表决后,参与投票的均是中小股东,相关议案的决议结果完全由中小股东决定^①,出现了类似分类表决制的效果。在议案被否决后,随着中小股东与控股股东之间信任缺失与利益冲突的发酵,更多与控股股东关联的议案可能被否决,这将给公司未来经营带来较大不确定性。例如,某上市公司控股股东的变更承诺议案被临时股东大会否决后,在次年召开的三次股东大会上,涉及控股股东的关联交易议案均被中小股东否决。因此,控股股东变更承诺议案被否决,向市场传递的不仅是控股股东与中小股东之间的分歧与冲突,还可能是公司正在经历严重的治理危机。这将导致投资者对上市公司的市场预期不稳,对公司前景进行负面判读。

为了验证表4报告的实证结果并非前一事件(即控股股东变更承诺事项披露)的“余震”,我们检验了控股股东变更承诺事项累积超额收益率趋势(见图1)^②。从图1可见,在控股股东变更承诺事项事件日前一日和事件日当日,累积超额收益率都出现了大幅的下降,并一直持续到事件日后第四日。从控股股东变更承诺事项事件日后第五日开始,CAR值不再继续下降,这表明控股股东变更承诺事项披露对股东价值的冲击趋于稳定并终结。根据样本数据,控股股东变更承诺事项披露事件日与股东大会审议表决事件日之差的平均值和中位数均为11日。因此,表4展示的实证结果与前一事件并无关联。

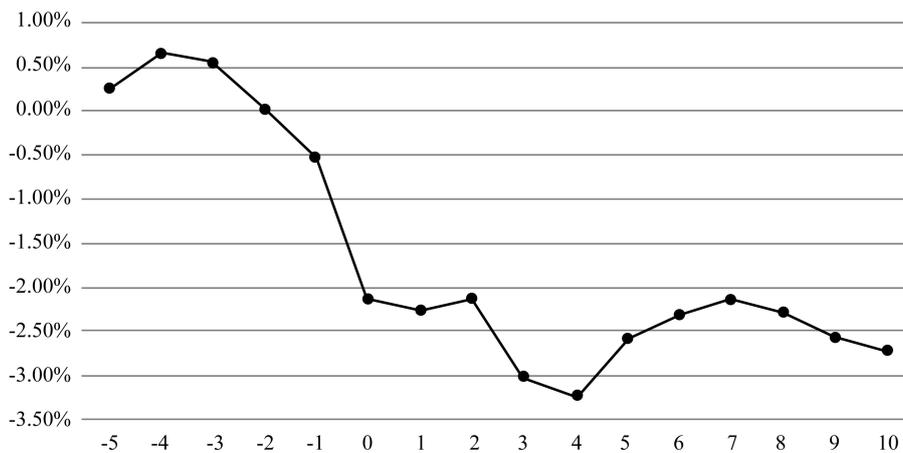


图1 控股股东变更承诺事项累积超额收益率趋势图

① 无论是清洁样本还是全部样本均是如此。

② 在该图中,横坐标 t 对应的纵轴值为窗口期 $(-5, t)$ 对应的清洁样本 CAR 值。

(四)中小股东的理性与无奈

回到本文的前述两个问题,对于第一个问题,正如前文所述,从样本中控股股东变更承诺的行为性质、变更原因和变更内容等方面看,相关公司治理机构所发表的“变更承诺对中小投资者利益有利无害”的意见很难成立。通过第一个时点的实证结果可以看出,控股股东变更承诺,不仅意味着控股股东无法按时全面履行原承诺,同时还会造成显著的负面市场效应,损害上市公司和中小股东的利益。对于第二个问题,即中小股东在有充分话语权的情况下为什么仍然给损害其利益的变更议案“开绿灯”,同样可以从第二个时点的实证结果中找到答案。在第二个时点中,否决样本的CAR值的绝对值明显高于通过样本的CAR值的平均水平,那么股东大会否决相关议案所带来的负面财富效应,则远高于股东大会通过相关议案给股东价值带来的损害。公司治理与证券交易具有密切关联^①,上市公司治理问题的公开会迅速影响公司的股票交易。控股股东相关议案被否决显示出的治理冲突乃至治理危机,自然会对上市公司股价产生直接且强烈的影响。这也意味着一旦控股股东变更承诺议案被否决,中小股东要遭受更多的经济损失。

在关联股东回避表决制度的加持下,中小股东积极投反对票虽然可以让控股股东的变更计划落空,甚至使之因此受到证券监管机构的处罚,但是在经济效益上,中小股东否决议案的行为无疑是“伤敌一千,自损八百”。同为股东,控股股东与中小股东在二级市场上的经济利益处于被绑定状态,需要共同面对股价的涨跌,这种扭曲的“有难同当”却让中小股东有苦难言。中小股东在面对议案被否决后带来的股价异常下跌风险时,需要在个人损失与公司治理之间进行取舍。中小股东主要属于投资性股东,而非经营性股东,中小股东投资上市公司的主要目的在于获得股利和股票交易差价等收益^②。中小股东在行动中更多的是采取个体主义的行动逻辑,在自身经济利益上趋利避害是其投资活动中最基本的准则。因此,中小股东面对否决议案后的股价下跌风险,往往是“两害相权取其轻”,以经济收益为目标的中小股东将更多地倾向于赞成变更议案,促使议案通过,从而防止自身损失的进一步扩大。

总之,中小股东对于控股股东变更承诺的赞成,并非整体主义行动逻辑下为维护公司而采取的行动,而是一种个体主义行动逻辑下理性而又无奈的选择^③。

五、“无奈的赞成”之破解

通过上面的分析可知,这种“无奈”的症结在于,变更承诺议案被否决将给中小股东带来更多的经济损失,使其不愿在投票时表达自己的真实意思。在控股股东变更承诺问题上,应注意到变更承诺事项对上市公司和中小股东的负面财富效应。如果要让中小股东敢于积极行动,对损害自身权益的变更承诺议案说“不”,仅靠周密赋权和便利行权并不足够,还需要给中小股东提供更多的救济途径。

2019年修订后的《证券法》新增了未履行公开承诺民事责任的条款,第84条第2款规定:“发行人及其控股股东……不履行承诺给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”这给投资者要求控股

① Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, 2013, 113(4), pp.869-873.

② 赵旭东主编:《公司法》,北京:高等教育出版社,2015年,第228页。

③ 理论上可能出现控股股东与其他非关联股东“合谋”使议案通过的情况,但并不影响本文得出中小股东作出“无奈的赞成”的结论。首先,本文在研究相关样本过程中并未发现控股股东与特定股东合谋的材料和报道。其次,在本文的全样本和清洁样本中,均有持股5%以上非关联股东主导表决结果的情况,此时控股股东无须与中小股东“共谋”,但持股5%以下的中小股东仍然对变更议案高票通过。这说明,即使存在个别共谋的情况,其他中小股东仍然会基于自身利益的考虑作出“无奈的赞成”。

股东赔偿其因违诺行为所受损失提供了请求权基础^①。但从文义上看,不履行承诺行为仅包括监管实践中所说的超期未履行、长期不履行和其他违反承诺行为,并不包括变更承诺的行为^②。

变更承诺行为虽然不是狭义上的“不履行承诺”行为,但是正如前文所述,公开承诺作为单方行为一旦作出即受其约束,只要不能按原承诺履行,均是对原承诺的违反。无论提出的变更议案是否获得通过,均不影响控股股东变更承诺行为的违诺性质^③。而且,实证研究结果表明,一旦公布变更议案就可能给投资者造成统计意义上显著的经济损失,在变更议案表决后会造成进一步的损失。因此,可以对《证券法》第84条第2款中“不履行承诺”行为进行扩张解释,将变更承诺行为纳入其中。也就是说,除法定的免责事由外,控股股东应对其变更承诺给投资者带来的经济损失进行赔偿。

需要进一步说明的是,即使股东大会审议通过了变更议案,应该仅作为证券监管机构对控股股东等承诺主体不采取行政处罚或纪律处分的条件,而不能豁免承诺主体因不能按时全面履行承诺而导致的民事责任。前文已述,从2005年的《深交所指引》到2013年的《监管指引第4号》,新增变更承诺制度的目的仍在于“保护投资者合法权益”,只是监管策略从“命令控制式监管”转向“自我监管”。证券监管机构的原意,应在于通过公司自治确定是否进一步追究无法按时全面履诺者的行政责任,激励控股股东等承诺主体加强与公司其他股东的沟通,缓解控股股东与中小股东之间的矛盾,同时节约监管资源,提升监管效率,促进承诺更好地履行。这种制度设计理念类似于“企业合规不起诉制度”,这两种制度的核心要义都是以责任减免来激励公司当事方合规履诺。但公法层面上刑事行政责任的减免,并不意味着私法层面上民事责任的免除。企业合规不影响检察院责令涉案企业赔偿被害人,或者与被害人达成赔偿协议^④。同样,股东大会通过变更议案也不应免除承诺主体的民事赔偿责任。

至于赔偿范围,变更承诺主体需要赔偿的损失,至少应包括变更承诺信息和议案表决结果披露后给投资者造成的损失。而且,投资者在获得损害赔偿后,如果承诺主体再次变更承诺或者出现其他违反承诺的行为而造成投资者损失,投资者仍然可以请求赔偿。当然,承诺主体也可以与投资者进行协商,达成赔偿协议,减少双方的诉讼成本。

要求控股股东等承诺主体赔偿投资者因变更承诺遭受的损失,并不是要加重控股股东等承诺主体的负担,激化承诺主体与投资者之间的冲突,而是让控股股东明确自己行为的后果,对自己的承诺负责。如果变更承诺方案确实“合法合规、有利于保护上市公司或其他投资者的利益”,那么市场自然会给出正向的反应,承诺主体也无需赔偿损失。只有在中小股东权益获得充分保护的情况下,控股股东等承诺主体方能从“规避责任”转向“合规履诺”,二者的关系才能从“对抗”走向“合作”^⑤,变更承诺制度的功能目标方能实现。

另外,在确保中小股东救济权利的同时,还应该强化变更承诺表决结果的信息传递有效性,加强对变更承诺行为的约束。通过实证结果可知,清洁样本的表决结果引发的平均财富效应比全部样本更加显著,这说明市场对单独的变更承诺议案表决结果的反应更加强烈。因此,控股股东等承诺主体可能会为了影响董事会而进行策略性提案,即向股东大会提交多个议案或者掺杂其他利好议案,从而缓和市场对变更承诺行为的反应,进而减少需要赔偿的数额。因此,为了缓解多议案的表决结果对变更承诺事项市场反应的弱化,可以要求上市公司对变更承诺议案的表决结果单独进行信息披露,降低投资者的信息识别和分析成本,加强对变更承诺行为的监督和约束。

① 在中国裁判文书网上却检索不到任何中小股东根据《证券法》第84条第2款请求赔偿的案例。数据来源:中国裁判文书网, <https://wenshu.court.gov.cn>, 访问日期:2021年8月25日。

② 上海证券交易所官网“承诺履行情况”数据库, <http://www.sse.com.cn/disclosure/credibility/supervision/promisho>, 访问日期:2021年8月25日。

③ 只是影响控股股东是否可以免除法律责任,以及免除何种法律责任。

④ 陈瑞华:《企业合规不起诉制度研究》,《中国刑事法杂志》2021年第1期。

⑤ 蒋大兴:《走向“合作主义”的公司法——公司法改革的另一种基础》,《当代法学》2021年第6期。

六、结论

综上,未来应该进一步推动证券民事诉讼,落实新《证券法》规定的对不履行承诺行为造成损失的民事赔偿制度。同时,应对条文中“不履行承诺”行为进行扩张解释,将变更承诺的行为纳入其中,弥补投资者因控股股东变更承诺所遭受的损失,如此方能解除中小股东行权的后顾之忧,使其面对变更承诺的议案时不必再作出“无奈的赞成”,促进中小股东依法正当行权,倒逼控股股东等承诺主体诚信履约,提升我国的公司治理水平。另外,对于上市公司来说,公司治理与证券交易血脉相通。通过本研究可以发现,对于上市公司治理问题或中小投资者保护问题的研究,不仅要充分挖掘某一部法律的内部资源,还应着眼于公司法(组织法)与证券法(交易法)之间的互动关系。既要关注不同部门法制度之间在概念逻辑上的体系协调,又要关注制度之间在功能实效上的交互影响。只有如此,控股股东与中小股东之间的治理冲突问题才能得到更好的调整,中小投资者的权益才能得到切实的保护。

Between a Rock and a Hard Place: How Do Chinese Minority Shareholders Vote When Controlling Shareholders Change Their Minds——An Empirical Assessment

Gong Haochuan¹ Cao Ning² Xi Chao²

(1.School of Law, Jilin University, Changchun 130012, P.R.China;

2.Faculty of Law, The Chinese University of Hong Kong, Hong Kong SAR, P.R.China)

Abstract: Binding undertakings by controlling shareholders are commonplace in Chinese listed companies. Our study empirically examines the events where Chinese controlling shareholders announced their intentions not to honor their undertakings. Using the event study method, our research shows that these events are associated significantly with shareholder value destruction. Chinese law requires that the proposed breach of undertakings by the controllers be approved ex ante by independent shareholders. Paradoxically, Chinese minority investors almost invariably approve these value-destructive proposals. This paradox is explainable by our empirical finding that vetoing these proposals is more costly than approving them. As such, Chinese minority investors find themselves between a rock and a hard place, and they are left with no choice but to approve the proposals that come at their expense. Our research proposes that Chinese public investors be duly compensated by the controlling shareholders for the non-compliance of their undertakings. We also propose for an enhanced disclosure regime pertaining to controlling-shareholder undertakings.

Keywords: Undertakings; Controlling shareholders; Minority shareholders; Shareholders' meeting; Event study method

[责任编辑:李春明]