



“小股东”也能有“大主意”

——网络股东大会助力公司治理

网络股东大会是中国公司治理的一项创新，也为其他国家的上市公司提高中小股民在公司治理中的参与度提供了范例。



高华声

复旦大学泛海国际金融学院副院长
金融学教授、博士生导师

股东大会是一个上市公司的最高权力机构，理论上公司所有重大决策都应该在股东大会上由全体股东投票表决。

但是传统的股东大会的要求往往是：股东必须在规定的时间、在规定的地点参加会议——通常是年初在公司总部的会议室进行股东大会，参与的股民必须亲自到现场参与会议和表决。所有的行程、酒店住宿等成本全部由股东自行承担。

这种会议要求导致了绝大部分股民，尤其是中小股民不参加股东大会。以美国为例，上市公司的中小股民大约有70%不参加股东大会。这种情况在中国尤甚，90%左右的中小股民也从来不参加股东大会。而假设股东大会的参与人数非常少，这一公司治理的重要机制就会失效。只有大多数中小投资者都积极参与股东大会，股东大会才能有效进行，中小股民的话语权也才能体现出来。

别让股东大会，变成“大股东会”

在传统的股东大会无法摆脱地域限制的情况下，有没有一种低成本的有效方式，能够吸引更多的中小股东来参加股东大会，从而提升公司治理的水平？答案是有的，那就是网络股东大会。

随着网络信息技术的发展，很多公司开始推出网络投票，这样股民就不需要亲自抵达投票现场，而是可以通过网络远程参与股东大会，并在大会上对公司的议题进行表决。

在网络股东大会的发展与应用方面，中国走在世界前列。虽然美国在资本市场的成熟度方面全球领先，但在网络股东大会的实施方面，确实不如中国。这是因为美国目前很多州的公司法对网络投票都并不持友好态度。比如美国大约有三分之二的上市公司都在特拉华州注册，但在很长时间内特拉华州都不允许股东大会进行网络投票，而是要求必须在实体现场进行投票。截至2018年，乔治亚州、爱达荷州和纽约州等9个州仍然禁止在这些州注册成立的公司举办网络年度股东大会，并坚持仅允许在实体环境中举行年度股东大会。与此相

反，我国从2005年开始就有企业允许网络投票，到了2014年的时候，上交所和深交所发布规定，要求所有上市公司必须允许网络投票。因此，从2014年开始，中国所有的A股上市公司都允许网络投票，所有的股民都可以通过网络平台参与股东大会，并投出自己重要的一票。

那么，如果一个公司实行了网络股东大会，各类股东参与投票和公司治理的热情会发生怎样的变化？

我们的研究发现，网络股东大会对于大股东的参与度是没有任何影响的。大股东一般都会参加现场的股东大会，和管理层进行现场的沟通交流。毕竟面对面的交流会更加直接有效。但是对于中小股民而言，网络股东大会可以极大地激发他们参与投票的热情。如果一个公司不采取网络股东大会，每1万名中小股民中，大约仅有4个人会参加股东大会。如果这家公司采取了网络投票的方式，每1万名中小股民中，大概会有20个人参加网络投票，即相较而言，增加至五倍。

进一步来看，网络股东大会对于以下两类公司特别

重要：第一类就是那种处于偏远地区的公司。如果公司在北上广深这种交通便利的一线城市，是否进行网络投票对于中小股民参与股东大会的影响不是特别大，因为去现场参会的成本相对较小。但是如果公司总部处在偏远地区，交通不太便利，那么采取网络投票后的效用会特别明显，因为中小股东到现场参会的成本较高。

第二类就是股权集中度不高的公司。如果某家公司

由一个大股东掌控，比如说一个大股东掌握99%的股份，那么小股东无论投票与否，都不会改变公司的任何决策。这时，网络投票对中小股民参与公司治理影响也就很小了。相反，如果这个公司股权不是那么集中，中小股民通过积极参与股东大会，可能会改变最终的投票结果，那么在这种情况下，网络投票会进一步激发中小股民参与股东大会的热情。

聚拢“散沙”能否垒起高楼？

既然通过网络技术手段，我们能够激发中小股民在股东大会的参与度，那么它能否真正有助于提升公司价值呢？

金融学界对这个问题一直有分歧。一方面，支持网络投票的人认为通过网络股东大会，小股民可以更好地参与公司决策，提高了公司治理水平。因此，网络股东大会可以提升公司的价值。另一方面，反对方认为，这些中小股民一般不太清楚公司的实际运营情况，太多的中小投资人在公司决策中指手画脚会使得公司的管理层面临太多的噪音，最终可能会干扰公司管理层的正常运作，降低公司的价值。

我们可以通过累计超额回报率这个指标来回答这一问题。以公司首次宣布允许股东进行网络投票的消息当天为原点，计算该公司发布消息前五天后五天的累计超额回报率可以发现，其均值约为3%，折合成人民币相当于是1,000万元价值的提升。这说明，当一个公司允许网络投票之后，在股票市场上会得到更好的正面的反馈。

那么，在允许网络股东大会后，公司治理水平有何相应变化呢？我们发现在允许网络股东大会以后，在大会中管理层提出的议案（特别是关联交易这种很可能损

害中小股民利益的议案）被否决的可能性急剧上升。这说明，中小股民确实是在通过网络股东大会来维护自己的权益。同时，在进行网络股东大会后，公司进行财务造假的可能性也会降低，高管薪酬与公司业绩的关联程度会显著提升。这一系列证据都说明，当中小股民可以以较低的成本参与公司治理，他们参与公司治理的积极性会显著提高，公司的治理水平会有明显的好转。大股东欺压小股东或者管理层为自己谋私利的可能性会得到遏制。

综上，降低中小股民参与公司治理的成本对于我国这个以散户为主体的股票市场有着极其正面的意义。在网上进行股东大会是中国公司治理的一项创新，也为其他国家的上市公司提高中小股民在公司治理中的参与度提供了范例。□

本文根据“Can Online Annual General Meetings Increase Shareholders' Participation in Corporate Governance?”一文改写，即将刊载于美国财务管理协会（Financial Management Association）的期刊 *Financial Management*，原作者：高华声、黄俊、张天舒，编辑：朱念伊。