

累积投票制和股东积极主义

——基于格力电器董事选举的案例分析

袁蓉丽 何鑫 李百兴 杨志慧

摘要：本文重点分析了格力电器股东大会在董事选举中以机构投资者为代表的小股东利用累积投票制选举了由机构投资者提名的董事候选人为董事，成功否决大股东提名的董事候选人的动机和原因，并得到以下启示：以机构投资者为代表的小股东可以借助一定的法律制度保护自身的利益；机构投资者的带头作用对公司治理起到积极作用；股权结构较分散、非“一股独大”的公司更能吸引机构投资者持股，从而更能促使机构投资者积极行为的发生。

关键词：累积投票制；股东积极主义；董事选举

一、案例简介

（一）公司背景

珠海格力电器股份有限公司（简称格力电器）于1991年由珠海经济特区工业发展总公司发起成立。1992年，发起人将其所持格力电器股本全部转让给珠海格力集团股份有限公司（简称格力集团）。1996年11月，格力电器在深圳证券交易所挂牌交易。2013年6月30日，公司总股本已达到300 786.54万股，均为流通A股。其中，限售2 165.39万股（高管限售股），占比0.72%；第一大股东格力集团持股比例为18.22%。

（二）格力集团高管变动

2012年5月，格力空调创始人、格力集团兼格力电器董事长朱江洪年近七旬，即将退出格力电器。2012年5月11日，格力集团通知格力电器管理人员的变动情况：在保留董明珠领导决策地位的同时，“空降”一名国资委领导周少强。而更早一些的时候，即5月3日

在格力电器召开的第八届董事会上，各大股东分别提名了第九届董事会换届选举的董事候选人。除董明珠、鲁君四和黄辉这三名原已就职于格力电器的管理层，格力集团还提名了周少强，并且提名顺序仅居于董明珠之后。

格力集团对格力电器董事会换届选举董事候选人的提名说明，格力电器的实际控制人——珠海市国有资产监督管理委员会（简称珠海市国资委）对格力电器未来掌舵人的确定具有较大的话语权，周少强即是格力集团推出的与董明珠共同经营管理格力电器的核心管理层人员之一。

由周少强的履历可看出，他较长经济相关事务，有近13年在国资委工作的背景，但没有企业实际管理的经验。格力集团意欲将此次格力电器的董事会换届作为他进入格力电器高层的机会，并且将其作为格力电器的下一代接班人培养。然而，一方面，周少强对格力电器的经营管理情况等不了解，在

企业管理方面亦无实际经验；另一方面，他对格力电器这种管理风格类似“私企”的公司一时难以适应。面对这样的未来董事长或总裁，格力电器的众多中小股东是否会同意？

（三）格力电器董事会选举

2012年5月25日，格力电器2011年年度股东大会如期举行，大会对公司第九届董事会换届选举的议案进行了表决，结果显示，在大股东提名董事中，周少强的支持率仅为36.60%，选举其为格力电器第九届董事会董事的议案未能获得股东大会审议通过。由于董事会选举采用了累积投票制度，董明珠和由两家机构投资者提名的冯继勇得票率均超过100%。从9名董事所获同意股数占比的合计数可知，9次投票中，占出席会议股份总数约40.94%的股东投了否定或弃权票。

周少强在股东大会上的落选表明了中小股东对其“空降”格力电器管理层的不满，而机构投资者提名的董事

候选人以超过100%的支持率当选董事。笔者从格力电器的股东背景、股权结构、投票制度等方面进行分析,以期对累积投票制和股东积极主义在我国上市公司的实践提供一些借鉴和启示。

二、案例分析

格力电器中小股东在股东大会上以少胜多,使机构投资者提名的董事候选人以超过100%的支持率当选董事,并否决了一向在股东大会尤其是董事会换届表决中占据优势地位的第一大股东所提名的董事候选人。笔者认为,主要原因在于以下几个方面:

(一) 根本原因——股权结构

格力电器第一大股东格力集团持有上市公司股权比例日益减少,其他股东如机构投资者所持比例日益增加。这是此次案例中小股东能够使机构投资者提名的董事候选人成功当选并否决第一大股东议案的根本原因。

1996年格力电器上市后,虽然格力集团一直作为其第一大股东占据着控股股东、实际控制人的地位,并在公司的董事会、监事会和高级管理层的决策中占据着重要地位,但随着2006年A股市场股权分置改革的全面推进,格力集团所持有的格力电器股权不断被稀释,从1999年的接近60%下降至2012年的20%左右,这样的变化使得其他股东在公司股权结构中占据较大比例,话语权更大,并能够积极参与公司治理。

(二) 动机——利益冲突

大股东和小股东间存在着代理问题,第一大股东提名的董事候选人不符合中小股东的利益,这是促使中小股东联合对抗大股东的主要动机所在。

因过去的辉煌业绩,广大中小股东对朱江洪和董明珠所掌舵的格力电器非常信任。案例所述股东大会召开之前,格力电器的众多基金投资者纷纷表

明了对朱江洪的退休、未来格力电器的高管团队能否保持原来面貌的关注。

在第九届董事会换届选举中,机构投资者联合提名一名董事候选人,这是机构投资者首次提名董事进入上市公司决策层,积极参与公司治理决策。机构投资者是中小股东的代表,其提名的董事候选人更能代表中小股东的利益。机构投资者提名董事候选人令格力电器第九届的董事会更加多样性,结构更为合理,能同时保证大股东、经销商及管理层的利益。

(三) 基本途径——累积投票制

累积投票制是指股东大会在选举两名以上的董事时,股东所持的每一股份拥有与待选董事总人数相等的投票权,股东既可用所有的投票权集中投票选举一人,也可分散投票选举数人,按得票多少依次决定董事入选的表决权制度。在格力电器股东大会中,董事、监事的选举实施的就是累积投票制。这允许中小股东给自己支持的董事候选人更多的选票,这是中小股东能够利用的可以联合在一起使用表决权、传达声音、共同维护权益的必要途径。

1. 制度基础

2002年1月,证监会发布的《上市公司治理准则》规定,在董事的选举过程中,应充分反映中小股东的意见。股东大会在董事选举中应积极推行累积投票制度。控股股东控股比例在30%以上的上市公司,应当采用累积投票制。2005年,新修订的《公司法》对累积投票制进行了正式的法律规定,但该规定对累积投票制的要求只是“可以”实行,如若不实行,也不存在违法风险。

格力电器在2005年3月修改了公司章程,增加了关于累积投票制的规定,符合《上市公司治理准则》中关于采用累积投票制的有关要求。2006年9月8日,格力电器对累积投票制进行修改,改后的规定与《公司法》中关于累

积投票制的规定一致。

2. 累积投票制的应用情况

格力电器《公司章程》中关于累积投票制的规定(“可以实行累积投票制”)带有一定的许可倾向,因此,其是否实施存在不确定性。但在最近3次涉及董事、监事选举所采用的投票制度,均为累积投票制。

累积投票制在格力电器董事、监事选举中的积极应用,为中小股东积极参与股东大会、支持代表自己利益的董事候选人提供了根本途径。累积投票制让中小股东有更多机会能为自己支持的董事候选人投票,但却不能帮助阻止不利于中小股东利益的董事候选人当选董事。在累积投票制下,董事候选人被否决更加取决于支持的股数与出席会议所有股东所持表决权的比例。

(四) 必要原因——机构投资者的联合

第一大股东和中小股东之间的代理问题导致双方在董事候选人人选上出现利益冲突,中小股东需要付出努力才能使代表自身利益的董事候选人当选,并阻止可能侵害自身利益的董事候选人当选。

1. 股东大会参与情况

在大股东持股数一定的情况下,出席股东大会股东所持总股数越多,大股东所支持的董事候选人所能获得的同意票数比例越低。因此,股东大会出席率对研究董事选举具有较大的作用。

2005年至2008年之间,格力电器第一大股东格力集团所持股份数比例较高,且前十大股东持股比例大都在60%左右,因此,出席股东大会股东所持股份数占上市公司有表决权总股份的比例较高。2009年之后,格力电器又依次召开了9次股东大会,出席股东人数参差不齐,但出席比例大致维持在30%~50%之间,而前两大股东持股比例约为29.35%。如果前两大股东保持

一致的立场,均投票支持第一大股东提名的国资委董事候选人,那么,他便能够获得超过50%的赞成比例,成功当选董事。

然而,2011年年度股东大会的出席股东总持股比例为66.34%,是自2008年以来股东大会出席股东的最高持股比例。这说明在该次股东大会中,众多持股数较多的中小股东联合起来参与股东大会决议。那么,是哪些中小股东联合起来?又是怎样联合起来的?

2. 基金公司

2007年格力集团大举减持股份,格力电器股权结构趋于平衡,基金公司和基金相应大量增加对格力电器的持股量。2007年之后,基金公司持有格力电器的股份比例一直在25%~45%之间,平均持股比例33.24%。

2012年3月底,耶鲁大学基金会向鹏华基金提议共同推荐新一届格力电器董事候选人。经过论证提名的可行性,鹏华基金立即着手对可能的候选人进行接触和考察。2012年4月,这两家持股比例合计为3.65%的机构投资者确定了联合提名的董事候选人,并成功提名该候选人。

虽然鹏华基金对格力电器的持股比例并不多,但一直在增长,表明鹏华基金看重格力电器的长期发展,以一种长期投资人的角度评价公司的渠道建设、质量控制和管理者,并因此积极且慎重地参与公司治理。

然而,鹏华基金并不是对格力电器持股数最多的基金公司。截至格力电器董事换届选举前,易方达基金公司共有16只持股格力电器的基金,合计持股比例为4.72%,却并没有提名董事候选人。这说明,国内基金公司在积极参与上市公司治理方面仍缺乏主动意识和行动。

尽管如此,在此次格力电器小股东与大股东的抗衡中,机构投资者担当了重任。嘉实基金、鹏华基金、融通基金、

兴业基金、中国平安、招商证券、重阳投资等多家国内机构投资者代表出席了格力电器2011年年度股东大会,争取中小股东利益的实现。

3. QFII

格力电器不仅吸引了大量国内基金公司,还获得了众多合格的境外机构投资者(QFII)的投资。在本次董事会换届选举之前,耶鲁大学、美林国际、摩根士丹利国际、花旗环球金融公司、瑞银证券等QFII已经大举增持格力电器的股份。

QFII之一的耶鲁大学基金会注意到格力电器董事会换届即将到来,便联手鹏华基金推出机构投资者自己的董事候选人。此次股东大会,小股东提名董事候选人的成功当选和大股东提名董事候选人的否决,都离不开耶鲁大学基金会这一主力对董事候选人的主动出击和对其他机构投资者尤其是国内基金公司的影响。

(五) 重要原因——公司环境

本案例中,机构投资者能够充分表达自己对上市公司的意见还与格力电器的公司环境有着密切关系:格力电器的高管与机构投资者保持着畅通的交流渠道;实际控制人珠海市国资委在经过数次博弈后,对投资者也保持着宽容开明的态度。

格力电器管理层和其机构投资者之间保持着良性的沟通互动,这一传统来自于格力电器股权分置改革时的分类表决制度。2005年下半年,格力电器大股东格力集团和珠海市国资委为了股改方案的顺利完成,四处拜访机构投资者。在这一轮拜访中,大股东认识到朱江洪对于机构投资者的价值,促使其继续留任。而且基金公司也提出对管理层进行股权激励的方案,并最终促成其实施。最终,格力集团将“保持格力电器核心管理团队的稳定”和“继续支持朱江洪担任格力电器董事长”加入

股改方案的承诺中。

此次董事会换届选举,机构投资者已经与企业管理层进行过沟通。高级管理层的通情达理和对机构投资者的重视是机构投资者“用手投票”的重要原因。

三、思考与启示

通过对格力电器股东大会董事选举的案例进行分析,笔者认为以机构投资者为代表的小股东联合起来可以发挥积极的治理作用,从而保护小股东的利益。但在中国上市公司中,机构投资者参与公司治理的情形仍然较少,积极行为只是个例。案例显示,在有带头进行积极行为的机构股东出现之后,国内机构投资者会积极响应,共同维护自身权益。其中,QFII由于成长环境的不同,投资理念和行为更为积极,对国内机构投资者尤其是基金公司有着积极的影响。

此外,机构投资者积极行为的成功受到上市公司相应制度及其实施、股权结构、股东结构、公司环境和大股东的态度等各种因素的影响。一般而言,股权结构较分散、非“一股独大”的公司更吸引机构投资者持股,从而更能促使机构投资者积极行为的发生。

分析的结论表明,政府推行的股权分置改革、累积投票制和QFII的政策已在上市公司股权结构和公司治理完善中发挥一定作用。政府机构可以考虑继续完善已有制度,如研究其他可能促进机构投资者积极参与公司治理的制度,引导上市公司建立与机构投资者的良好沟通渠道。同时,上市公司尤其是国有上市公司和机构投资者应保持良好的沟通,为公司治理的完善共同努力。■

(作者单位:中国人民大学商学院
全国中小企业股份转让系统有限责任公司

首都经济贸易大学会计学院

北京工业大学)

责任编辑 刘黎静