

aongsi zhili jieaou y njiu

公司治理结构研究

••••

——股东、管理者、利益相关者的动态博弈构型

audona au nlizhe liyi xi naau nzhe de donat i boyi aouxina

张新民 著

西南师范大学出版社

中国·重庆

图书在版编目(CIP)数据

公司治理结构研究——股东、管理者、利益相关者的动态博弈构型/张新民著. —重庆:西南师范大学出版社, 2003. 1

ISBN 7-5621-2860-X

I. 公... II. 张... III. 公司 - 企业管理 - 对比研究 - 中国、外国 IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第024714号

公司治理结构研究——股东、管理者、利益相关者的动态博弈构型

张新民 著

责任编辑:张六莲

封面设计:王正端

出版、发行:西南师范大学出版社

(重庆·北碚 邮编 400715)

印刷:重庆科情印务有限公司

开本:787×1092 1/16

印张:25.25

字数:520千

版次:2003年1月第1版

印次:2003年1月第1次印刷

书号:ISBN 7-5621-2860-X/F·64

定价:28.00元



目 录

导论——原始本能理性利用的多维解读 (1)

第一章 财富及其创造形式的演进 (9)

 第一节 企业的产生及其发展 (10)

 第二节 公司的诞生与现代企业制度 (12)

第二章 公司治理及其构型 (18)

 第一节 公司治理结构的不同表述 (18)

 第二节 公司治理必要性的多维分析 (25)

 第三节 公司治理结构的当代发展 (29)

第三章 公司治理构型的理论支撑 (34)

 第一节 企业理论 (34)

 第二节 产权理论 (36)

 第三节 人力资本理论 (42)

第四章 公司治理结构型构的基本理论问题 (49)

 第一节 公司治理结构型构逻辑起点的理论分析
 ——剩余索取权的归属 (49)

 第二节 公司治理的利益取向
 ——股东抑或利益相关者 (56)



第三节	公司治理结构型构的基本原则	(63)
第五章	英美公司治理结构	
——	股东主导型公司治理结构模式	(71)
第一节	发展历程和产生背景	(71)
第二节	英美公司治理结构的型构及其基本特征	(76)
第三节	英美公司治理模式有效性的一般分析	(81)
第四节	美国公司信用危机及其治理结构的反思	(83)
第六章	德日公司治理模式	
——	债权人控制型公司治理结构模式	(90)
第一节	德日模式的产生背景与发展历程	(90)
第二节	日本的公司治理结构	(95)
第三节	德国的公司治理结构	(100)
第四节	德国日本公司治理模式的一般特征	(102)
第五节	德国和日本公司治理模式有效性的一般分析	(104)
第六节	德国和日本公司治理结构的调整	(107)
第七章	家族主导型公司治理模式	(112)
第一节	家族企业治理模式的形成与发展过程	(112)
第二节	家族企业治理模式的特征	(117)
第三节	家族企业治理结构模式的效率	(119)
第四节	家族企业治理模式在中国的实践	(121)
第八章	经济转轨国家公司治理及其结构安排	(127)
第一节	东欧国家的私有化改革及其公司治理结构的调整	(127)
第二节	中国转轨时期的公司治理构型	(130)
第九章	西方主要国家公司治理结构的简要比较	(131)
第一节	公司治理机制比较	(131)
第二节	对公司治理结构模式的一般评析	(136)

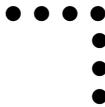


第十章	公司内部治理结构	
	——资本结构	(142)
第一节	股权结构	(142)
第二节	融资结构	(154)
第三节	我国公司资本结构及其进一步优化的基本构想	(168)
第十一章	公司内部治理结构	
	——股东会	(184)
第一节	股东会及其治理职能	(184)
第二节	股东会控制功能的“复兴”	(187)
第三节	重构股东会制度的基本构想	(190)
第十二章	公司内部治理结构	
	——董事会	(196)
第一节	董事会的构成及其治理职能	(196)
第二节	各国公司董事会构成的差异及其原因	(200)
第三节	董事会结构与公司治理绩效关联性的一般分析	(203)
第四节	独立董事与公司治理	(209)
第五节	中国公司董事会制度的变革与重构	(222)
第十三章	公司内部治理结构	
	——监事会	(246)
第一节	监督机制及其对公司治理的制度意义	(246)
第二节	不同监督机制之比较	(248)
第三节	重构中国公司监事会制度的基本构想	(258)
第十四章	公司内部治理结构	
	——机构投资者	(267)
第一节	投资者结构及其对公司治理的影响	(267)
第二节	机构投资者及其对公司治理的影响	(273)
第三节	培育我国机构投资者的基本构想	(277)





第十五章	公司内部治理结构	
	——激励机制	(288)
第一节	激励与公司治理	(288)
第二节	股票期权激励与公司治理	(290)
第三节	员工持股激励与公司治理	(297)
第四节	完善我国公司内部激励机制的基本构想	(309)
第十六章	公司外部治理结构	
	——制度环境	(322)
第一节	制度环境与公司治理	(322)
第二节	影响公司治理的基本法律制度	(324)
第三节	完善我国公司治理法制环境的基本构想	(327)
第十七章	公司外部治理结构	
	——控制权市场	(340)
第一节	代理权竞争	(340)
第二节	上市公司收购	(343)
第三节	经理市场	(356)
第四节	建立以上市公司收购为核心的公司控制权市场	(361)
第十八章	公司外部治理结构	
	——强制信息披露	(366)
第一节	公司信息披露及其治理功能的法理学分析	(366)
第二节	公司信息披露制度比较	(370)
第三节	美国上市公司信息披露规则的调整和完善	(375)
第四节	我国公司信息披露制度建设现状	(378)
第五节	完善我国上市公司信息披露制度的基本构想	(386)
	主要参考文献	(393)



导 论

——原始本能理性利用的多维解读



作为极富哲理的古老格言“人为财死，鸟为食亡”，形象地揭示了人性中存在着追求财富无限增进的天生内涵。无论是基于促进社会发展的崇高理想，还是出于敛财的自然癖好，从总体上讲，在其存在的任何历史阶段，人类都内生着一种神奇的欲望^①——无限的财产占有和增进。正是这种源自本能的神秘力量驱使着人类设计、完善和更新出各种最能适应当时科学技术水平和社会生产状况的财富增进机制。

从生成机制来看，财富或价值的生成方式可分为两种：一是自然生成。如在纯自然状态下生产的动植物，自然状态的矿物，等等；二是人为生成。即通过人的有意识地加工而生产出产品或服务。然而，不管是自然状态下的生成，还是人为环境下的生成，社会财富或价值实际产生的一个微观前提是，生成特定财富或价值的资源要素必须要能结合在一起。至于是自然力的作用，还是人力的作用，那只是一个技术性的程序要件。

通过自然力的作用来生成财富或价值，不仅要受多种因素的制约，如气候、降水、土质、种子等，而且无法生成新质财富或价值，整个财富只能在原质的基础上做量的扩充。因此，仅靠自然力生产的财富所提供的效用远远无法满足人类生存和延续的需要。发展的内在需求给人类的财富创造意识和能力以不断的刺激，经过无数次的“试错”和偶然成功的鼓励，人类发现自己能够创造原以为只有神

^① 韦伯在《新教伦理与资本主义精神》一书中将这种欲望称为人的非理性自然状态。



秘无穷的自然才能创造的财富^①。不仅如此,人类还可以通过与自然的互动,在现有的物质财富的基础上创造出能够提供特定效用,以满足自己某方面需要的各种各样的新社会财富形式。

当人类进入文明社会后,通过自然和与其变化相适应的人类劳动的互动而共同创造财富成为了社会财富增进的主要形式。随着人类对社会财富秘密和源泉的揭示,资源的组合方式或财富的增进方式逐渐成了人类逐利历程中的永恒主题。社会经济成果的持续展示,终于使人类发现“社会分工”和“规模发展”是增进财富的基本手段。因为分工和规模能产生出具有经济意义的分工效应和规模效应。分工效应指的是:具有不同偏好的两个或两个以上经济个体通过分工而获得额外效用或福利;而规模效应指的是:仅仅因规模的扩大而得到的效用或福利的增加。

尽管成本理论在上个世纪才被提出,但它所揭示的规律却在任何存在交易的时空都自发地发挥着作用。降低成本,以不断提高单位资源效率的心理,促使着人类发明或总结出千姿百态的财富生成形式。这些用以实现人类营利目的的各种构型就是现在所谓的“企业”。

由于支撑企业具体组织形态选择的基本因素(如:单个社会成员的财富拥有量、人们对财富组合方式的认同、主流理论以及社会的整体生产力,等),在不同的社会发展时代是不同的,因此,在不同的社会发展阶段以及在同一社会发展阶段的不同经济区域,企业或企业的构成体系不尽相同。

静态而微观地分析财富的追求者对某种具体企业形式的采纳要受多种因素的影响,在很多情况下它是一种偶然的結果。不管企业所有者最终选择了什么样的企业形式,也不管这种选择最终是否是成功的或是有效的,主导选择者的基本指导思想是最大程度地增进社会财富,只不过这种财富的性质有所不同罢了,有的时候是私人财富,有的时候是共同财富(如国有企业所创造的财富)。

尽管用独资企业、合伙企业和公司企业绝对无法对所有的企业进行归类概括,但这种较为成熟的逻辑思路无疑有助于我们对财富增进组织形式或资源配置方式发展轨迹和规律的认识和把握。

^① 在中国,对于社会财富的源泉大致有三类观点:一是劳动创造财富,如《大戴礼·武王践祚·履屨铭》就主张“慎之劳,劳则富”,墨子也认为“赖其力者生,不赖其力者不生”;以劳殿堂,量功分禄”。劳动价值论是目前的主流观点。二是自然创造财富,如孔子就认为“天何言哉,四时行焉,百物生焉”。在孔子看来,“天”是广泛的一切自然力的代表,也是“百物”产生的根据。三是自然和与其变化相适应的人类劳动共同创造财富。在西方,对于财富的源泉也有三类观点:一是由亚当·斯密提出的劳动是财富的惟一源泉。他认为“一国国民每年的劳动,本来就是供给他们每年消费的一切生活必需品的源泉。二是由威廉·配第和萨伊提出的财富由劳动、资本和土地等生产要素共同构成的。配第认为“劳动是财富之父,土地是财富之母”,而萨伊则认为“所生产出来的价值,都是归因于劳动、资本和自然力这三者的作用和协作”。三是由詹姆斯·穆勒和约翰·雷姆赛·麦克库洛赫提出的自然财富观。



由于生产力发展的不平衡,生产关系的多层次性以及制度“路径依赖”上的差异,即使在现代文明普照下的当代社会,以上三种企业形式不仅同时存在,而且各自显示着强大的生命力。它们分别以自己独特的制度设计,共同为社会财富的增进和人类的进步发挥着作用。

宏观地看企业是社会财富的基本体现和经济发展的组织平台,微观地看企业只不过是投资者营利的工具。尽管在投资者究竟采取哪种企业形式来完成自己的营利行为上存在很大的偶然性,但有两个基本因素对于投资者的选择行为起着关键性作用:一是投资者现有资产存量对某种具体企业组织形式的支撑度;二是投资者本人对该种企业组织形式的认识和把握能力。

由于独资企业、合伙企业和公司企业各自在设计功能上以及运行机制上的特性,它们的制度“内存”是不同的。由于在筹资机制和管理方式上的独特制度安排,独资企业和合伙企业主要为中小规模资本的运营和增值提供组织选择,而资源要素的大规模配置则只能借助公司企业这种企业组织形式。因此,在一国的企业体系中,尽管公司企业(尤其是股份公司)在数量上只占极少数,但它往往占据着该国经济的主导地位。“公司是一种特殊的手段,它们是一个具有法定权利的组织,通过它们将原材料、资本、劳动和独创性结合一起来生产和分配产品和服务”,“美国经济生活中大部分活动是由股份公司(corporations)来组织和落实的”^①。

公司企业的基本制度特征是所有权与经营权分离。公司所有权与经营权分离具有重要的制度性意义,它可以使资本由拥有丰富经营管理能力^②的职业经理人员进行运营,从而最大程度地提高和实现资本的效益和股东以及利益相关者的目的。然而,由于资本所有者与经营者价值取向上存在的差异,道德风险必然成为委托——代理制度的天然“副产品”或制度成本。道德风险的具体表现形式是多种多样的,但可将其概括为两种基本形式:一是经营管理人员不尽力、偷懒;二是管理层背离公司经营目的。因此,在公司制度下,需要一种制度安排来对经理人员的行为进行有效的监督和激励,以确保公司目的的实现。这种制度设计就是狭义的公司治理结构。

作为一种经济组织形式,公司不仅是一种经济活动主体,要承担相应的经济责任;同时,公司也是一种社会性的主体,它还应当承担一定的社会责任。也就是说,公司应在确保股东利益的基础上兼顾其他利益相关者的利益。利益相关者的这些利益最终同样需要通过公司管理层的具体经营管理行为来实现。也就是说,要使公司全面充分地完成其应有的责任和义务,应当在狭义治理结构的基础上,再安排一个维护利益相关者利益的

① [美]玛格丽特·布莱尔(Margareter Blair). 所有权与控制——面向21世纪的公司治理探索. 张荣刚译. 北京:中国社会科学出版社,1999

② 有的学者将这种能力概括为经营力。具体参见:唐丰义,房汉廷. 经营力:一个新的理论假说. 经济研究,1999(2)



制约机制。这两种制度安排所共同形成的制衡关系就是广义的公司治理结构。

公司治理所关注的不仅仅是管理公司的效率和公司的运作是否符合股东的利益,它还与公司的战略和盛衰密切相连。由此可见,公司治理对一个企业的重要性。因为,投资者只有在确信自己的利益能够受到保护之后才会向一个企业投资。因此,企业之间在资本市场上为获得融资而进行竞争,实际上就是公司治理方面的竞争。公司治理健全的企业更能得到投资者的青睐,可以比较容易地以较低的成本筹集到较大数额的资金,从而能够较快地发展自己,而公司治理不健全的企业则比较难以筹集到资金,筹资成本较高,能筹集的数额也较小,从而也就难以发展自己^①。这样的企业当然会在竞争中处于不利的地位。因此,早在20世纪30年代当所有权与控制权分离理论被提出后,公司治理问题就引起了学者的关注,并对其进行了认真的研究。但与企业的所有制等概念相比,公司治理即使在发达市场经济国家也是一个很新的概念。不过,在过去一二十年中,公司治理在北美、欧洲大陆和日本已经成为一个引人关注的政策问题。20世纪90年代以来,公司治理也是经济转轨国家政策研究的中心问题之一。亚洲金融危机之后,公司治理进一步成为东亚地区的热门话题^②。

目前,公司治理的改革实际上已经成为一个国际性的趋势。世界银行、经济合作与发展组织等国际组织以及各发达国家,都把推动国际性的公司治理改革作为自己的重要工作。一些重要的公司治理法律文件也先后被颁布实施,如:欧洲政策研究中心编写的《欧洲公司治理的建议》(1995年6月)、英联邦公司治理协会制定的《英联邦公司治理协会指南:英联邦公司治理的原则》(1999年11月)、经济合作与发展组织公司治理任务小组制定的《经济合作与发展组织公司治理原则》(1999年4月)、澳大利亚投资管理协会制定的《公司治理:投资管理者与公司指南》(1997年7月)、法国金融协会和证券投资协会制定的《公司治理的建议》(1998年6月)、德国公司治理组织制定的《德国公司治理指南》(1998年6月)、日本经济组织联合会的《关于公司治理的紧急建议》(1997年9

^① 1999~2000年,著名咨询公司麦肯锡对主要来自欧、美管理着32500亿美元资金的一批机构投资者(这些投资者的投资对象包括亚洲、欧洲和拉美的公司)进行了3次调查。调查结果显示,在公司治理总体状况较差的经济体如印度尼西亚,投资者愿意为一个公司治理比较健全的公司支付27%的溢价(premium),也就是说公司治理不健全的公司其融资成本要比公司治理健全的公司高出27%。根据一些著名国际投资银行的分析,国际投资者对中国在海外的一些上市公司的治理就不够满意,使这些公司的价值不能充分实现。比如:大陆在香港上市的电力公司华能、大唐2001年的市盈率(股标市价和赢利的比率)在7~8之间,而经营状况与之类似的几家香港公司的市盈率则在10~15之间。换句话说,同样是为1元的赢利,投资者愿意出10~15元买后者的股份,而不愿意出7~8元买前者的股份。在香港上市的大陆电信、石油公司也存在类似的问题。

^② 1997年之后公司治理之所以在亚洲成为热点话题,就是因为人们普遍认识到,亚洲金融危机本质上是一场公司治理危机。危机的根本原因是有关经济体在公司治理方面存在严重缺陷。公司治理与金融体系的安全有多方面的联系。其中之一,就是当上市公司的公司治理存在严重缺陷,投资者利益得不到充分保护时,投资者就不愿对该公司进行投资而转向短期炒作,导致市场投机成分加剧,泡沫增加。当泡沫破裂的时候也就是金融危机爆发的时候。



月) ,韩国证券交易所等机构发布的《公司治理委员会公司治理的最佳行为准则》(1999年9月) ,马来西亚公司治理高级金融委员会发布的《公司治理报告》(1999年3月) ,荷兰公司治理委员会制定的《荷兰的公司治理》(1997年6月) ,新加坡证券交易所颁布的《上市报告的修改和最佳行为准则》(1998年5月) ,南非董事学院提供的《公司治理金氏报告》(1994年11月) ,美国法学所拟订的《公司治理原则 :分析和建议》(1992年) ,全美公司董事协会发布的《首席执行官、董事会和董事表现评估 BLUE RIBBON 委员会报告》(1994年) ,等等^①。

1. 机构投资者的兴起。1955年 ,美国机构持股者(包括各种退休基金、互助基金、保险基金等)持有的普通股占全部上市普通股的23.7% ,1980年这一比例上升到35.8% ;国际资本市场的结构也发生了根本性的变化 ,各种机构投资者持有资产占企业总资产的比例由1970年的12.4% 提高到1997年的48% ^②。股东法人化和机构化的趋势使得在美国、英国等发达国家中股东高度分散化的状况发生了很大变化 ,出现了从“ 管理人资本主义 ”向“ 投资人资本主义 ”转化。这种所有权结构的变化要求恢复所有者主权 ,这就直接涉及到公司的治理问题。

2. 随着经济全球化和经济自由化的发展 ,企业面临的竞争压力加大。20世纪80年代出现了跨国并购浪潮 ,涌现了大量敌意收购、杠杆收购和公司重组等兼并形式。基于对自身利益的保护 ,股东和公司利益相关者要求健全公司治理结构的呼声越来越高。

3. 经理人员的高报酬引致广泛不满。从投资者的角度看 ,一个公司高级管理人员报酬水平及组成可以很好地说明该公司的治理的有效程度。但近些年来 ,人们普遍对经理人员与日俱增的高报酬感到不满 ,特别是经理人员的报酬并不总是与公司盈利的增长挂钩。

4. 各种腐败、丑闻及公司倒闭案件的增多 ,也是公司治理引起国际社会普遍关注的重要因素。

公司治理在我国就更是一个新概念了。在20世纪90年代上半期 ,公司治理结构的概念框架才开始引入我国。我国《公司法》规定 :公司法人治理结构是由股东大会、董事会、监事会和经理组成的一种组织结构。其中 ,股东大会、董事会、监事会和经理之间相互制衡、相互促进 ,共同实施对公司的治理。这些规定构成了我国公司治理的法律基础。

目前 ,我国完善公司治理结构的重点是上市公司治理结构。我国已经有1200家左右上市公司 ,但大部分是国有控股公司 ,也有一些家族控制的企业。由于我国许多上市

^① 张春霖 . 公司治理改革的国际趋势 . 见 :人大复印资料 . 工业经济管理 2002(8)

^② 武巧珍 ,贺晓春 . 公司治理结构的发展趋势与我国公司治理现状分析 . 经济问题 . 2002(4)



公司尚未形成有效的制衡机制；“大股东操纵”和“内部人控制”等现象为违规行为洞开了方便之门，从而损害了中小股东利益。资本市场上存在的如同“郑百文”、“猴王”等实例，相当一部分起因和不良行为都可以归结为因公司治理结构存在严重缺陷而导致的恶意决策。为此，中国证监会在2001年先后两次召开有关公司治理的会议，并在5月份举行“中国上市公司治理研讨会”之后，推出并实施了上市公司独立董事制度，9月份又举行了“中国上市公司治理大会”，并公布《中国上市公司治理准则》（征求意见稿）。2002年1月，证监会和国家经贸委联合颁布了《上市公司治理准则》（简称《准则》），此《准则》适用于我国境内所有的上市公司。这份《准则》阐明了我国上市公司治理的基本原则、投资者权利保护的实现方式以及上市公司董事、监事、经理等高级管理人员所应当遵循的基本的行为准则和职业道德等内容。

“公司治理是对公司中各种活动的总体控制，它涉及到公司长远目标和计划的制定，以及实现目标和计划所需的正确的管理结构（组织、体制、人员）。同时，要确保各种结构功能，包括保持公司名誉、声望，以及各种相关团体负起应有的责任。”^①

由于制度“路径依赖”不尽相同，不同所有制（如国有公司与私营公司）、不同法系（如英美法系与大陆法系）、不同国家（如英国与美国、德国与日本）、不同地区（如：亚洲与北美地区）、市场经济的不同发展阶段（如市场经济发展初期与市场经济成熟阶段）以及经济转轨时期（如由计划经济体制向市场经济体制转轨）的公司治理结构安排不尽相同，从而形成了林林总总各具特色的具体公司治理结构形态。实践证明，没有哪一种治理形式是完全适合于一切公司活动的。

各种公司治理结构构型都是经过多年的实践而逐渐形成的，在各种基本模式的基础上，不同的国家和地区通过结合自身特殊情况又创造或总结出了众多的具体公司治理结构形态。由于这些“模式”适用的制度环境、历史传统、文化习惯、价值观念不尽相同，因此，很难说谁优谁劣，谁先进谁落后。比如：在美国证券管理机关精心设计的公司治理制度下，美国企业的财务报告疑云依然久久不散。

因此，公司治理是一个动态的系统工程，要达到企业价值最大化的公司治理目标，需要的是政府、企业、投资、社会多位一体的共同努力。不仅政府必须从法律方面建立行之有效的公司治理制度，也需要企业充分认识到公司治理对蓄积企业发展能量的重要性，愿意落实强化董、监事功能及内部控制制度；更重要的是，投资人不能再漠视自身权利，必须以具体的行动要求企业提高信息透明度，实践股东应有的权利与义务，以形成公司

① [美]乔治·斯蒂纳(George A. Steiner)、约翰·斯蒂纳(John F. Steiner). 企业、政府与社会. 张志强, 王春香译. 北京: 华夏出版社、麦格劳—希尔教育出版集团, 2002. 733



治理的外部监督机制,加强对公司的非制度约束也是非常重要的。

就中国而言,在公司治理总体水平上我们与西方发达国家相比存在巨大差距,这在相当程度上影响了中国公司在国际市场上的竞争力。国务院发展研究中心的一份研究报告就明确指出:中外公司间市场竞争力上的差距从根本上看是公司治理水平的差异造成的。因此,我们应充分借鉴外国先进的成功治理经验。但是,在公司治理结构的研究和设计上切忌完全照搬西方,更不能简单模仿。我国与西方国家上市公司治理结构所处的制度背景和发展阶段不同,西方国家的公司治理研究主要处理上市公司的内部人控制、激励相容、道德风险、逆向选择、控制权争夺等问题,其着眼点在于如何完善现有的公司治理结构和保护小股东及利益相关者的权益。表面看来,中、西方上市公司治理所面临的问题是一样的,但国有上市公司的特性与西方的私人股份制公司在以下方面却存在明显的差异,因而我国国有上市公司治理所面临的问题比西方要复杂得多。(1)在制度环境上,国有上市公司是在政府的扶持和控制下成长起来的,除了要处理经营管理中的日常经济问题,还要应付政府的行政干预等“非经济”类问题;西方的上市公司属于私人企业,经营管理中不存在政企不分等制度因素的干扰。(2)在公司产权关系上,国有上市公司的产权仍然是不明晰的,一方面政府可以作为国有股的所有者代表理所当然地对国有上市公司进行干预和控制;另一方面国有股真正的产权主体并不明晰,因而在国有上市公司中出现了“政企不分”和“所有者缺位”并存、“行政干预”和“内部人控制”并存的奇异现象。(3)在股权结构上,国有上市公司股权结构不合理,具体表现为控股股东一股独大。西方国家第一大股东的比重远没有我们高,一般不超过30%。(4)在制度的成熟度上,国有上市公司尚不具备完善的法人治理结构和成熟的经营理念;而西方国家公司治理制度已处于较为成熟的阶段。

本书作者认为,公司治理(结构)是公司投资者、管理者和利益相关者之间(亦即股权、公司管理权和利益相关者权之间)的动态博弈构型。投资者、管理者和利益相关者之间的博弈不是在理想状态下进行的,而是在具体的限制性条件下进行的,如:制度环境(由法律、政策、行业规则等形成)、股权结构、融资结构、投资者结构、内部激励机制、内部监督机制、市场(包括产品市场、资本市场、劳动力市场等)成熟程度、博弈主体影响力的变化,等等。换言之,公司治理会受到诸多内外因素的影响和制约,而这些因素在不同的情况下所形成的具体公司治理影响力里的构成状况又各不相同。因此,不同国家的公司、同一个国家不同地区的公司以及同一个公司在不同的发展阶段或条件下其治理结构是不尽相同的,公司不可能有“放之四海而皆准”的治理结构安排。

基于上文的分析,本书将主要从法学、经济学和管理学的角度,对公司(包括有限责



任公司和股份有限公司 ,但以股份公司为主)治理结构的基本理论问题、已被模式化了的几种公司治理结构设计、影响公司治理的基本因素、我国公司治理中存在的主要制度性缺陷进行一般意义上解释、分析、论证 ,并在此基础上 ,对我国公司治理结构 ,特别是国有公司治理结构的完善提出相应建议。

第一章 财富及其创造形式的演进

任何亿万富翁的传记,任何关于金钱的故事与传奇,任何以财富为中心的趣闻轶事,都不过是演绎一个人为控制他周围的环境与当时最宝贵的资源而作出的努力。换言之,都是一部个人财富创造史。

“社会财富泛指自然界中不能自由、充分满足每一个人的生存与发展的需要,同时又为人们所需要的物质实体或文化成果。自然物质的衍生与运动和人类的劳动共同构成了社会财富使用价值的源泉,其中自然物质的衍生与运动对社会财富使用价值的形成起着决定性的作用,而人类的劳动却加速着社会财富的生成。”^①

政治经济学的逻辑归宿是,人的所有物质需求都要通过财富来满足。但是,当财富开始充足的时候,需求就会导致贪婪。在对财富的争夺越来越激烈的时候,人们就会关注起新的财富,或另辟蹊径,发财致富,创造新的财富,以满足自己不断扩展的需要。因此,社会财富的生产是人类生存与发展的基础,它为人类提供吃、穿、住、用、行等需要的生活资料和劳动工具、机械设备、劳动对象等生产资料。

“生产要素在劳动过程中互相协作,它们对产品价值都作出了自己的贡献。生产出来的价值都是归因于劳动、资本和自然

^① 周大明. 社会财富论. 序言. 北京: 中国经济出版社, 2001. 1



力^①这三者的作用,尤其以能耕种的土地为最重要的因素。由于劳动、资本和自然力这三者往往不是属于同一个人所有,它们的协作要通过租借^②来实现^③。由于自然进化和社会发展所提供的条件和可能的差异,在不同的社会发展阶段财富的产生和存在方式是不同的,并呈现出一种高级化和复杂化的动态趋势^④。尽管对于企业的性质尚存争议,但作为配置要素的具体组织形式——企业无疑是财富创造的最常用的正式制度安排。因为,“企业作为各种生产要素的组合物,其肌体构成可以解剖为三个相互联系的层次:首先是各种生产要素的存在;其次是各种组织机构的存在;然后是企业的动态运行过程。即:各种生产要素(人力资源、货币资本、生产管理机构、实物资本等)→各种组织机构(股东大会、董事会、生产管理机构、财务部门等)→企业运行过程。也就是说,企业是通过自身的各种机构将诸多生产要素组合起来的,各种生产要素通过企业的各种组织机构而发挥各自的作用。”^⑤

第一节 企业的产生及其发展

从一定意义上讲,人类社会是由个体和组织体两类主体组成的。财富创造活动也因此可以分为个体性的和组织性的创造活动。因其形成和运行过程中的突出博弈效应,无论在提高单位资源的效率上,还是在推进经济发展和社会进步上,组织化的经济行为都居于主导地位。因为“组织是人们为了一定目标的实现而进行合理的组织和协调,并且

① 萨伊在这里讲的自然力实际上就是我们现在所谓的自然资源要素。

② 从法律的角度讲,这里的租借应作为一种以资源要素的所有权和使用权为标的的合同关系。

③ 萨伊. 政治经济学概论. 见 宋承先主编. 西方经济学名著提要. 南昌:江西人民出版社, 2001. 114

④ 在《财富编年史》一文中西班牙学者玛丽安·贝尼托认为,在史前社会、新石器时代(公元前1万年至公元前5000年)、苏美尔时代(公元前5000年至公元前3000年)、巴比伦时代(公元前3000年至公元前1000年)、雅典与罗马时代(公元前1000年至公元前800年)、封建主义时代(公元前800年至公元前1100年)、贸易时代(公元1000年至1500年)、殖民主义(公元1500年至1750年)、工业化时代(18世纪至19世纪)、战后时代和信息时代,财富的构成、评价标准、产生和存在方式等是不同的。比如,在雅典与罗马时代,奴隶是社会财富的基础和基本体现,拥有奴隶就是富有的最好象征。而在信息时代,知识和技术则成为创造财富的关键因素,谁拥有知识谁就拥有社会财富的最终所有权和控制权。她认为,在信息时代,私有制已成为一种过时的观念,新自由主义正成为经济政策的理论支柱。在以创新为生命线的信息与全球化时代,知识经济占主导地位。从一定的层面上讲现在的国界正在被淡化,财富从来没有像现在这样飘忽不定,谁拥有信息,谁就拥有财富。

⑤ 魏杰. 制度安排——企业存亡诊断书. 北京:中国发展出版社, 2002. 217



具有一定边界的社会实体^①。它通过内部博弈将资源配置的成本降到最低程度。

对规模效应的无限追求激发着人类不断地设计或改良能创造财富的各种具体经济组织形式,这些经济组织形式后来被人们称之为“企业”。

从企业制度的发展历史看,它经历了两个发展时期:古典企业制度时期和现代企业制度时期。古典企业制度时期的企业主要有两种制度形式:一种叫业主制;另一种叫合伙制^②。

业主制是企业制度中的早期存在形式,甚至比资本主义的历史还要悠久。业主制企业的特点是(1)企业归业主所有,企业剩余归业主所有,业主自己控制企业,拥有完全的自主权;(2)业主对企业负债承担无限责任,个人资产与企业资产不存在绝对的界限,企业盈利时是如此,企业亏损时也是如此;(3)企业存续受制于业主的生命期,在法律上是自然人企业。作为一种具体经济组织形式,独资企业尽管在很早就出现了,但是由于其能满足资金能力较低的投资者对投资组织形式的需要,因此,直到现在其仍是经济组织体系中的基本组成部分。

合伙企业,是在独资企业基础上发展起来的一种经济组织形式。独资企业尽管有诸多制度优点,并在客观上促进了社会经济的发展,但独资企业存在重大的制度缺陷,那就是资本来源渠道单一,因此独资企业无法满足以较大规模资本为基础的生产对组织形式的一般性需要。在现实需要的催生下,一种新的企业组织形式——合伙企业应运而生了。合伙企业具有以下基本制度特性:企业为两人以上的合伙人共同所有;全体合伙人对企业均享有经营管理权,但在很多情况下,企业由合伙事务执行人具体经营管理,其他合伙人对企业享有监督权;相对于独资企业而言,合伙企业的经营规模较大,因为合伙企业的资金来源具有多元化的特点,全体合伙人就企业的债务对外承担无限连带责任。

相对于独资企业,合伙企业制度的功能“内存”要大得多,能为较大规模财富的资本化提供组织支撑。可是,由于其人合性的制度规定性,合伙企业无法为大规模资本的增值提供组织“平台”和规范、高效的经营管理系统。正是这种因无法满足现实经济发展需要而凸显出来的制度缺陷导致了更高层次的企业组织形式——公司企业的横空出世。

^① 根据科斯的观点,企业是一种市场交易的替代机制,而这种内部交易机制能够有效地降低总体交易成本,从而有利于提高资产运行的效率。

^② 杨洪兰,张晓蓉. 现代组织学. 上海:复旦大学出版社,1997.5~6



第二节 公司的诞生与现代企业制度

一、公司的性质

“公司”的语义,在不同法系的国家存在明显的差别。在大陆法系国家,公司的通常定义是:以从事商业行为或以营利为目的,依照公司法组建、成立的社团法人^①。法人身份与营利性质是公司的基本内涵。在外延上它是指除自然人、财团法人、公益性社团法人、合作社之外的私法主体。

在普通法系国家与公司有关的单词是“Company”和“Corporation”。“Company”与“Corporation”有明显的界限。“Company”一词并无确切的法律含义,人们为实现一定目标而组成的社团“Association”都可叫“Company”,不管该社团是否以营利为目的、是否具有法人身份。社团的特性在于若干自然人的组合,而不在于人们以何种形式、为何种目的而组合。具有法人资格的大公司和几个合伙人的集合体称“Company”,都是极为普遍的现象。“Corporation”一词专指法人社团,它大致有以下四种含义:(1)市政当局(Municipality Corporation)。它根据国家授权设立,由当地居民和市政官员组成,具有公法主体和私法主体的双重身份;(2)独体法人(Corporation Sole)。它是为了取得某种法律行为能力或特权,根据法律创设,由某一或他的继承人组成的法律实体。如:君主、红衣主教、教长,等等;(3)具有法人资格的非营利公司(Non-profit Corporation)。它是为推进慈善、宗教、教育、科学、文化、农业等事业而组建,其收益不在公司成员之间进行分配的法人社团;(4)具有法人资格的商业性公司(Business Corporation)。以获得经济利益为目的,其收益在公司成员之间进行分配的法人社团。因此,“Corporation”与大陆法系“公司”概念相对应的部分,仅仅是指具有法人资格的商业公司。

^① 《法国商业公司法》(66~537号法律)第1条第1款规定:公司的商业性质取决于它的组织形式或目的。第5条第1款规定:商业公司从它在商业公司注册处登记之日起成为法人。

《日本民法典》第53条第(1)项规定:以营利为目的的社团,依商业公司设立的条件成为法人。《日本商法典》第52条(1)项规定:本法所谓公司,指以从事商业行为为目的而设立的社团。第54条(1)项规定:公司为法人。

《瑞士民法典》第59条第2项规定:以经济为目的的法人,适用有关公司或合作社的规定。

《德国商法典》第6条规定:公司是采用法定组织形式的商人,不管它的行为或目的是否具有商业性质。

根据我国《公司法》的规定,中国的“公司”是指以营利为目的的社团法人^①。

二、公司的产生和发展

通常认为,现代的企业、公司起源于中世纪欧洲地中海沿岸。自11世纪西欧地中海沿岸的商业和城市手工业兴起,出现了威尼斯、热那亚、佛罗伦萨、比萨、布鲁日等依赖海上贸易的工商业城市。出于资本、人员联合和减轻风险的实际需要,便出现了现代企业、公司的以下三种雏形^②。

(一)船舶共有

从事海上贸易,需要巨额资金,且风险很大,人们便共筹资金、共担风险、共同拥有船舶及合伙从事海上贸易,形成船舶共有的企业形式。

(二)康孟达契约或组织

康孟达(commenda)是拉丁方言,含有信用和委托的意思。依康孟达契约,不愿意或无法直接从事海上冒险的人,将金钱或货物委托给船舶所有人或其他人,由受托人进行航海和交易活动,所获利润由双方按约定的方法分配,委托人仅以委托的财物为限承担风险。由此亦形成一种原始的企业形式,即经营者依其信用由他人处获得资本,出资者将资金委托他人经营而分享利润。这是后来的两合公司的雏形。

(三)家庭经营体或家庭企业(family business undertaking)

在封建社会,身份、血缘关系在社会生活中居于主导地位,家庭成员间的合伙,必然优先于异姓间的合伙,这在中外概莫能外;个体经营的合乎逻辑的发展,则是“父业子承”,由后辈共同拥有及经营从先辈处继承的某项工商事业,遂形成家庭经营体。

从历史的角度看,公司可分为无限责任公司和有限责任公司两大类。在此基础上公司又衍生出两合公司、股份两合公司、股份有限公司和股份合作制企业等具体形式。有两个基本事实对于公司制度的产生具有重大意义:一是合伙制度的巨大发展。合伙制度的发展使社会经济生活中出现了由两个以上出资人共同经营的经济实体,从而为公司制度的产生提供了设计上的启示和具体组织形式选择;二是法人制度的巨大发展。大量具有独立法人地位的经济实体的出现和相关理论的建立,为将独立法人地位确认为公司的基本制度特性提供了颇具说服力的实证资源和强有力的理论支撑。

1807年,法国商法典首次从法律上规定了股份有限公司,并明确股东仅以自己的出资对公司债务间接地承担有限责任;该法典也对18世纪末出现的股份两合公司作了规

^① 《中华人民共和国公司法》第3条规定:“有限责任公司和股份有限公司是企业法人。”第5条规定:“公司在国家宏观调控下,按市场需求自主组织生产经营,以提高经济效益、劳动生产率和实现资产保值增值为目的。”以“实现资产保值增值为目的”,实质上就是以营利为目的。

^② 史际春. 公司法教程. 北京:中国政法大学出版社,1995. 46~48



定。英国则于 1855 年制定《有限责任法》追随时代潮流,允许公司股东可以承担有限责任。至此,现代股份公司制度得以确立。如果仅从法律的角度看,而不考虑经济、科技等其他因素,那么我们可以说,在主要资本主义国家确立了财产独立和(股东及企业)有限责任的股份公司,也即有限责任法人制度的 19 世纪中期,现代企业制度就已经问世了。

有限公司出现在 19 世纪末的德国。1892 年,德国制定有限责任公司法,使中小企业的投资者与股份公司的股东一样,可以享受有限责任的便利,从而促进了社会的投资和经济的发展。接着,葡萄牙、奥地利、法国、日本等国,均仿效德国,建立了有限责任公司法律制度。英国亦步其后尘,于 1907 年颁布公司法,首次对非开放公司(private company,又译“私公司”、“封闭公司”等)作出规定,将其股份责任分为有限和无限两种,以达到与大陆法系国家的有限公司相同的效果。有限公司和有限责任的非开放公司的出现,是对法人制度的强化和宏扬。

19 世纪中叶以后,特别是进入 20 世纪以来,公司制度,主要是股份公司制度进入了发展的黄金时期。公司制度的发展呈现出以下基本特征:第一,股东结构发生变化,机构投资者逐渐占据了主导地位;第二,大量投资公司^①出现;第三,有限责任公司得以产生并获得广泛运用;第四,一人公司得到承认和发展。

公司制度不仅在西方发达的市场经济国家得到了巨大的发展,在发展中国家也得到了长足的发展和广泛适用。公司制度往往成为各国经济体制改革的突破口。

三、现代公司制企业的特征

(一)股权结构分散化和多元化

企业股权结构的分散化。企业的股权结构,经历了由少数人持股到社会公众持股再到机构投资者持股的历史演进过程。

最初股份制公司的股东主要是个人和家族,公司的股份也主要是由这些个人和家族掌握着。但在第二次世界大战后,股份制公司的股权结构发生了深刻的变化,主要表现在两个方面:一是个人持股者人数越来越多,公司股权日益分散;二是个人持股比率不断降低,以工商业公司为主体的公司法人和以商业银行为主体的金融机构逐渐取代个人或家族股东成为大公司的主要持股人,个人股东退到次要地位。如:美国机构持股在总量上约占全部上市公司股本的 50%,其总资产已由 1950 年的 1 070 亿美元增加到 1990 年的 5.8 万亿美元,主要的机构投资者是共同基金、保险公司、养老基金和捐赠基金等。

需要说明的是,尽管机构投资者快速发展,但 20 世纪 80 年代以前,这些机构都是实

^① 投资公司也叫投资信托、投资托拉斯,是一种以投资于各种证券为目的的投资公司。这种专门从事投资的公司更便于集中小额投资者,从而形成足以影响资本市场的巨大力量。



行分散投资,投资于单个企业特别是大企业的比重并不高,因而使得企业的股权结构高度分散,许多企业往往有成千上万个股东。例如:在美国,最大股东所持有的公司股份多在5%以下。

企业股权结构的多元化是指在全新的资本概念下的企业持股主体的增加。企业的经营者、雇员也可以成为企业的出资人或持股者。这并不等同于前面提到的企业股权结构的分散化,在这里,资本概念已经不再局限于物质资本或财务资本,也不是只有提供了物质资本或财务资本的人才能成为企业的“出资者”。企业的出资者包括向企业提供各种服务的所有成员,既包括传统意义上的股东,又包括向企业提供人力资本服务的企业经营者、雇员。在传统的资本概念下,企业的经营者、雇员不是“资本所有者”,他们没有向企业提供资本服务。

(二)融资方式的多样化

资本市场的发展,融资手段和金融工具的创新,使企业融资方式日趋多样化。在资本市场上,中长期的投资工具有政府债券、公司债券、公司股票、期权、不动产抵押以及越来越多的各种金融衍生工具。

所有权与经营权分离。从20世纪30年代开始出现的企业所有权和控制权的分离,引起人们对公司治理问题的注意。在所有权分散情况下的剩余索取权的优点是:收益不确定的风险由众多的人来分担,这使得公司能够筹集到大量的资金;分离增强了企业对环境变化的适应性。

所有权和经营权的分离对公司行为产生了一系列的重要影响。在古典企业里,所有者与经营管理者合二为一,因此不会产生所有者与经营者的利益矛盾。而所有权和经营权的分离是在两个利益主体之间的分割,由此产生了公司行为目标的冲突,产生了两种权利、两种利益之间的竞争。

四、公司的作用

公司作为经济组织的高级形态,对于社会财富的创造和人类文明的推动具有十分重要的作用。

(一)公司是资本筹集的最有效形式

经济的发展和社会的进步有赖于新的社会财富和价值的不断产生。从一定的意义上讲,社会财富和价值是各种资源要素组合和配置的结果,而在所有的资源要素中资本要素具有基础性的作用。静态地看,各种资源要素本身是分散、独立的,并分别属于不同的所有者,这就需要一种机制来从宏观上使各种资源要素的供求信息能够充分展现出来,同时,需要一些相应的经济组织形式为各种各样资源配置设计的实现提供具体载体。随着科学技术水平的提高和社会生产力的发展,为了适应社会经济发展的需要,人类发



明或设计出了各种各样的具体经济组织形式。从法律的角度看,这些经济组织形式可以概括为独资企业、合伙企业和公司企业。由于各自设计目标的不同,这些经济组织形式在资金筹集能力、经济规模的支撑力以及行为能力和责任能力等方面,均存在明显的差别。仅就筹资能力来讲,公司企业是最强的。因此,相对于其他企业形式,公司是资本筹集的最有效方式。

作为一种具体经济组织形式,公司(以股份制公司为最典型)的筹资有效性来源于其精妙的制度设计。首先,股东责任的有限性和利润回报的无限性,可以大大激发和调动资本所有者的投资动机和积极性。按照公司的设计原理,公司股东只以其所持有的股份或出资额为限对公司的债务承担民事责任,但股东却可以享受公司存续期间所创造的一切利润,并可在公司解散时参与公司剩余财产的分配。这种利益与风险设置上的非对称性无疑会产生巨大的投资吸引力。因此,股东的有限责任是公司筹资有效性的源泉。其次,资本结构的社会化可以最大程度地将单个资本集聚到一个公司中,从而为规模化经营提供强有力的资本支撑。从法律上讲,公司一般是由两个以上的股东组成的企业组织形态,公司的这一法律属性为公司成为众多单个资本的集合体提供了组织上的可能。最后,资本的股份化有利于最大规模地筹集资本。就公司的常态来讲,在现代社会,公司的资本均被划分为等额的股份。公司资本的等额化,不仅有利于最大限度地将各种规模的社会资本集聚到一起以形成各种营业顺利发展所需要的资本规模,而且便于股东权利、义务和责任的确定和计算,从而可以大大降低资本筹集和运营中的成本。

(二)公司是促进社会经济发展的主导经济组织形式

正如前文所述,为了给不同性质和规模的经营提供充分的组织形式选择,同时满足不同投资者对具体经济组织形式的偏好,各国或地区的公司法一般都确认了独资企业、合伙企业和公司企业等企业基本形态。在这三种企业形态中,尽管独资企业和合伙企业在数量上占绝大多数,但从资源占有量、财富创造能力和对社会经济的推动作用上看,公司企业无疑占据着主导地位。一些巨型跨国公司甚至主宰着所在国的经济命脉。

(三)公司是改善企业管理、实现最佳治理绩效的有效经济组织形式

公司制度设计的逻辑思路是两个主体、两种权利、两种责任,即:公司和股东是两个独立的权利主体,各自享有不同性质的权利,前者是所有权,后者是股权;同时,分别承担范围不同的民事责任。公司和股东在利益上既有相一致的方面,又有不相一致的地方。前者表现在公司最终是为股东的利益服务的,公司的财产最终属于股东,公司的经营利益与股东的投资利益是一致的;后者表现在股东希望少出资(少担风险)、多获利润,而公司则为了自身的发展而希望股东多出资、少分配利润。正是这种既对立又统一的辩证式产权结构安排,使公司成为实现最佳治理绩效的有效企业形式。因为,公司和股东的两个独立的主体地位使二者的权利既各自独立,又相互制约。对公司来讲,它对由股东出



资形成的财产享有所有权,可以独立地支配,但须接受股东的监督;而对股东来说,他对其出资所形成的财产不再享有直接的支配权,但能享有股东权。这样,一方面,公司可以凭借其享有的独立法人地位和公司财产所有权而对公司财产进行自主经营;另一方面,股东又能凭借其享有的股权可以通过一定方式对公司的行为进行有效的制约,以确保公司向符合股东利益的方向发展,从而实现资本效率的最大化。

(四) 公司是实现规模效益的最有效组织形式

从方法论的层面上讲,实现单位资源效益最大化的基本途径是专业化分工和规模经营。在所有的企业组织形式中,公司是实现规模经营最好的组织形式。公司不仅可以以单个经营体的方式进行组织和活动,而且还可以以由单个公司组成的公司集合体的方式进行组织和活动,从而为规模经营的实现提供组织支撑。这样,通过公司或公司联合不仅可以大大降低资本运营成本,而且可以使资本规模达到最佳边际,从而实现规模效益。

公司制度无疑是现代经济发展的基本制度支柱,但是公司本身也存在天生的制度缺陷。公司制企业,尤其是股份公司的一个基本制度特点是所有权与经营权相分离。这样,一方面,由于物质资本所有权主体人数众多且分散性和流动性特别强,公司的每个所有者不可能都亲自参与公司的经营管理,即使他们为此付出极高的成本,也难保证迅速有效地决策;另一方面,公司自身规模的扩大和市场的复杂化也给公司的经营管理提出了更高的要求,使得早期实行的业主制经营管理方式无法满足公司自身的生存和发展。这就迫使物质资本的所有者放弃对公司的直接占有和控制,而将公司的经营管理权以一定的形式让予经营管理人员。于是所有权与经营管理权在股份制下实现了分离。所有权与经营权的分离无疑具有重要的积极意义,但两权分离后也会必然出现管理层“道德风险”问题。因此,在所有权与经营权分离后,必须安排一种能确保公司目标得以实现的机制,即公司治理结构。



第二章 公司治理及其构型

第一节 公司治理结构^①的不同表述

一、外国学者对公司治理概念所作的表述

(一) 根据作用对公司治理下定义

奥利弗·哈特(Oliver Hart)在《公司治理理论与启示》一文中提出,只要以下两个条件存在,公司治理问题就必然在一个组织中产生。第一个条件是代理问题,确切地说是组织成员(可能是所有者、工人或消费者)之间存在利益冲突;第二个条件是,交易费用之大使代理问题不可能通过合约解决。他这样解释道:在没有代理问题的情况下,公司中所有的个人都可以被指挥去追求利润或企业净市场价值的最大化,或者去追求最小成本,个人因为对公司活动的结果毫不关心而只管执行命令,每个人的努力和其他各种成本都可以直接得到补偿,因此不需要激励机制调动人们

^① 不同的学者对 corporate governance 有不同的翻译。谭安杰在《中国企业新体制——督导机制与企业现代化》中,corporate governance 被译作“督导机制”,“它是一种进程和机制,其宗旨是保证公司能以及时和负责任的方式为其利益相关者的利益积极进行工作”。从一定的意义上看,“督导机制”也许比“治理结构”更形象和直观,也更符合中文的表述习惯。台湾学者有的将其翻译为“公司管理”、“公司控制”。但国内大陆学者在表述这一概念时均采取“公司治理结构”的提法,并得到了相当的普及和认同。



的积极性,也不需要治理结构来解决争端,因为没有争端可言。如果出现代理问题,并且合约不完全,则公司治理结构就至关重要。标准的委托代理人模型,假定签订一份完全合约是没有费用的,然而,实际签订合约的费用可能很大,如果这些交易费用存在,所有的当事人不能签订完全的合约,只能签订不完全合约。如果初始合约模棱两可,当新的消息出现,合约将被重新谈判,否则就引起法律争端。因此,哈特指出,在合约不完全的情况下(代理问题也将出现),治理结构确实有它的作用。治理结构被看作一个决策机制,而这些决策在初始合约下没有明确地设定,更确切地说,治理结构分配公司非人力资本的剩余控制,即资产使用权如果没有在初始合约中详细设定的话,治理结构决定其将如何使用。由此可以看出,哈特是将代理问题和合约的不完全性作为公司治理存在的条件和理论基础。

(二) 根据需解决的问题对公司治理下定义

科克伦(Philip L. Cochran)和沃特克(Steven L. Wartick)提出:公司治理问题包括高级管理阶层、股东、董事会和公司其他利害相关者的相互作用中产生的具体问题。构成公司治理问题的核心是(1)谁从公司决策/高级管理阶层的行动中受益?(2)谁应该从公司决策/高级管理阶层的行动中受益?当在“是什么”和“应该是什么”之间存在不一致时,一个公司的治理问题就会出现。对于这些问题,解决的办法可以是加强股东的参与、重构董事会、扩大工人民主和严格政府管理。他们认为:“理解公司治理中包含的问题,是回答公司治理是什么这一问题的一种方式。”

(三) 从制度安排的角度对公司治理下定义

将公司治理解释为一种制度安排也是一种很有影响的观点。英国牛津大学管理学院院长柯林·梅耶(Myer)在他的《市场经济和过渡企业的治理机制》一文中,把公司治理定义为:“公司是赖以代表和服务于他的投资者的一种组织安排。它包括从公司董事会到执行经理人员激励计划的一切东西……公司治理的需求随市场经济中现代股份有限公司所有权和控制权相分离而产生。”斯坦福大学的钱颖一也支持制度安排的观点。他认为:“在经济学家看来,公司治理结构是一套制度安排,用以支配若干在企业中有重大利害关系的团体——投资者(股东和贷款人)、经理人员、职工之间的关系,并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括(1)如何配置和行使控制权(2)如何监督和评价董事会、经理人员和职工(3)如何设计和实施激励机制。”

(四) 根据具体形式对公司治理下定义

在《新帕尔格雷夫货币与金融大词典》的“公司治理”条目中,接管市场被看作是过去25年里英美公司治理有效的、简单的和一般的方法,它的本质是使经营者忠于职责。因为没有接管市场的压力,经营者就会玩忽职守,侵蚀股东权益。而且,在其他对公司治理可能产生影响的因素不起作用的环境下,比如:在董事会、经理市场、产品市场、资本市



场、贷款人约束不起作用的情况下,接管却仍能发挥作用。但是,由于决策失误和成本高昂,近年来它的影响已经下降,人们重新对董事会发生兴趣,把它作为监督经营者、协调股东与经营者关系的工具。另一方面,机构投资者被视为改善公司治理的重要力量,尽管它们本身存在自己的代理问题。这个词条没有直接给出公司治理的定义,但对它的主要形式作了描述。

(五)根据制度构成与制度功能对公司治理下定义

就影响企业经营行为的因素而言,企业制度、企业文化、自我调控机制、资本市场以及企业的法律环境等,都是其中的组成部分。瞿林瑜(1996)认为,企业作为一个经济组织,它需要一个有效的制衡、协调、监督和赏罚的制度结构及市场结构。而企业的治理结构就是指该制度结构和市场结构。对于股份公司而言,股东会 and 董事会对企业管理者的任免、监督和评价以及监事会的监督,就是公司治理的制度结构,而通过来自债权人的监督以及来自股票市场的压力来对企业经营行为施加影响,即为公司治理的市场结构。

美国公司董事协会在20世纪80年代初是这样理解公司治理的:它是确保企业长期战略目标和计划得以确立,能够按部就班地实现这些计划的一种组织制度安排,公司管理机构还要确保能维护公司的向心力和完整性,保持和提高公司声誉,对与公司发生各种社会经济联系的团体和个人承担相应的义务和职责的职能。

蒙克(Monks, 1995)把公司治理定义为:影响公司的方向和业绩表现各类参与者之间的关系。主要参与者包括(1)股东(2)经理(3)董事会(4)其他利害相关者。它们之间的关系涉及主要参与者的权利、责任和影响以及在决定公司的方向、战略、业绩表现上能做什么和应该做什么。

二、国内学者对公司治理结构概念的主要表述

(一)吴敬琏的表述

吴敬琏认为:“所谓公司治理结构,是指由所有者、董事会和高级执行人员即高级经理三者组成的一种组织结构。在这种结构中,上述三者之间形成一定的制衡关系。通过这一结构,所有者将自己的资产交由公司董事会托管;公司董事会是公司的决策机构,拥有对高级经理人员的聘用、奖惩和解雇权;高级经理人员受雇于董事会,组成在董事会领导下的执行机构,在董事会的授权范围内经营企业。”^①

(二)李维安等人的表述

李维安等人认为:“公司治理是一个多角度多层次的概念。但从公司治理这一问题的产生与发展来看,可以从狭义和广义两方面去理解。狭义的公司治理,是指所有者、主

^① 吴敬琏. 现代公司与企业改革. 天津:天津人民出版社, 1994



要是股东对经营者的一种监督与制衡机制。即通过一种制度安排,来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系。公司治理的目标是保证股东利益的最大化,防止经营者对所有者的背离。其主要特点是通过股东会、董事会、监事会及管理层所构成的公司治理结构的内部治理。广义的公司治理则不局限于股东对经营者的制衡。而是涉及广泛的利害相关者,包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等与公司有利害关系的集团。公司治理是通过一套包括正式及非正式的制度来协调公司与所有利害相关者之间的利益关系,以保证公司决策的科学化,从而最终维护公司各方面的利益。因为在广义上,公司已不仅仅是股东的公司,而是一个利益共同体,公司的治理机制也不仅限于以治理结构为基础的内部治理,而是利害相关者通过一系列内部、外部机制来实施共同治理,治理的目标不仅是股东利益的最大化,而且是要保证公司决策的科学性,从而保证公司各方面的利害相关者的利益最大化。”^①

(三)张维迎的表述

张维迎认为:“公司治理结构(corporate governance),狭义地讲是指有关公司董事会功能、结构、股东的权利等方面的制度安排;广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一套法律、文化和制度性的安排,这些安排决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制,风险和收益如何在不同企业成员之间分配等这样的问题。因此,广义的公司治理结构与企业所有权安排几乎是同一个意思,或者更准确地讲,公司治理结构只是企业所有权安排的具体化,企业所有权是公司治理结构的一个抽象概括。在这个意义上讲,公司治理结构的概念也适用于非公司企业。”^②

(四)钱颖一的表述

钱颖一在他的论文《中国的公司治理结构改革和融资改革》中提出:“公司治理结构是一套制度安排,用来支配若干在企业中有重大利害关系的团体,包括投资者、经理、工人之间的关系,并从这种制度安排中实现各自的经济利益。公司治理结构应包括:如何配置和行使控制权;如何监督和评价董事会、经理人员和职工;如何设计和实施激励机制。”^③

(五)刘辉的表述

刘辉认为:“所谓公司治理,是根植于国家文化传统和基本制度上的一种保证对公司进行管理和控制的基础性架构体系,它规定了公司中的众多参与者(如董事会、经理层、股东和其他利益相关者)的责任和权利分布和运作机制,而且明确了在对公司事务进行

① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 39~40

② 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验. 北京:中国人民大学出版社,2000. 24

③ 青木昌彦,钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构. 北京:中国经济出版社,1995



决策时所应遵循的规则和程序,以及公司作为社会中的一个单位所应负的基本责任。”^①

综上所述,对于公司治理中外学者的表述不尽相同。总的来讲,西方有学者认为,公司治理就是委托董事,使之具有指导公司业务的责任和义务的一种制度,是以责任为基础的。一种有效的公司治理制度应提供能够规制董事义务的机制,以防止董事滥用手中的权力,从而确保他们努力实现广义上的公司最佳利益。他们还认为,公司治理应看成是公司与其组成人员之间的一种社会契约,从道义上使公司及其董事有义务考虑其他利益相关者的利益。而国内学者对公司治理普遍接受的定义是:根据契约理论,所谓公司治理就是协调股东和其他利益相关者相互之间关系的一种制度,涉及指挥、控制、激励等方面的活动内容。换言之,就是借以处理(治理)企业各种契约的那些制度。

根据中外学者各种不同表述的内涵和外延,公司治理存在广义和狭义之分。狭义的公司治理,是指在企业的所有权和管理权分离的条件下,公司董事会的结构与功能、董事长与经理的权利和义务以及相应的聘任、激励与监督方面的制度安排等内容。狭义的公司治理是一种指导和控制公司的体系,公司治理的目的在于明确公司的不同参与者(如董事会、经理、股东和其他利益相关者)之间权利和义务的分配,并清楚说明就公司事务进行决策的规则和程序,同时也提到公司目标的确定、实现这些目标的手段和业绩监控的结构。因此,就狭义而言,公司治理可以看做是企业内部界定和调节股东和管理层关系的一套规则和机构(Iskander and Chamlou, 2000),主要是股东大会、董事会、经理层及界定它们相互关系的一套运行规则。我们使用的“法人治理结构”基本含义就是如此。广义的公司治理则不仅包括狭义的公司治理的若干方面,还包括公司的人力资本管理、收益分配激励制度、财务制度、企业战略发展决策管理系统、企业文化和一切与企业高层管理控制有关的其他制度,或者说是董事和高级管理人员为了股东、职员、顾客、供应商及提供间接融资的金融机构的利益而管理与控制公司的制度或方法(胡汝银, 1997),即:公司治理涵盖了企业为谁服务、由谁控制、风险和利益如何在各利益集团之间分配等一系列问题。它所界定的不仅仅是企业与其所有者之间的关系,也包括企业与所有其他利益相关者集团(如雇员、顾客、供货商、所在社区等),统称为利益相关者之间的关系。因为这些利益相关者与公司有利害关系。比如:债权人虽然不是公司股东,但如果经理层或大股东损害公司利益,掏空了公司,导致公司破产,他们也要受损失;社会公众虽然不是公司股东,但如果公司为了赢利而污染环境,社会公众的利益会受到损害。公司雇员、消费者、供货商等也属于利益相关者的范畴。因此,越来越多的人认为:公司治理的要义应当是在履行公司的财务、法律和其他合同义务(即保护各利益相关者的利益)的前提下使公司价值最大化(即保护股东利益)(Iskander and Chamlou, 2000)。

① 刘辉. 公司治理失效是根本性打击. 中国经济日报 2002-10-08





构成公司治理的一套规则和机构范围相当广泛。公司治理的内部框架包括我们通常比较熟悉的所谓“新三会”：股东大会、董事会和经理层。这些机构的运行规则可以体现在公司法、证券法规、上市要求之中，也可以体现在公司章程和股东合同等公司内部规定之中。

公司治理的外部框架首先包括法律、法规和各种规则、会计准则。在发达经济中，这种外部环境旨在通过更大的透明度、协调机制和监管系统，达到缩小企业的经营目标与其社会回报的差距、减少代理成本的目的。其中主要的措施有竞争政策的法律框架、实施股东权力的法规、会计审计制度、监管良好的金融体系、破产制度和公司控制权市场。在公司治理的外部环境框架中，还包括竞争性的市场、健全的银行信贷体系和透明的、有效率的可转换证券和票据市场。此外，公司治理的概念还包括一系列所谓“名誉性机构”，即靠名誉生存的机构，如会计师事务所、律师事务所、投资银行、财经媒体等。

从上面列出的这些定义可以看出公司治理的本质，至少包含以下两层含义。

第一，公司治理结构是一种契约关系。公司被看作是一组契约的联合体，这些契约治理着公司发生的交易，使得交易成本低于由市场组织这些交易时发生的交易成本。“公司治理结构具体由一系列的契约所规定，所有这些契约可以划分为两大类：一类是正式契约（formal contracts）；另一类是非正式契约（informal contracts）。非正式契约是指由文化、社会习惯等形成的行为规范（norms），这些规范没有在正式合同中写明，从而不具有法律上的可执行性，但实实在在地起作用。如终身雇佣制就属于这样的契约。正式契约又可分为两类：一类是适用于所有企业的‘通用契约’；另一类是只适用于单个企业的‘特殊契约’。前者包括由政府颁布的一整套法律、条例，如公司法、破产法、劳动法、证券法、信托法、企业合并条例等；后者包括公司章程、条例，以及一系列的具体合同。”^①

由于经济行为人的行为具有有限理性和机会主义的特征，所以这些合同不可能是完全合同，即能够事前预期各种可能发生的情况，并对各种情况下缔约方的利益、损失都做出明确规定的合同。为了节约合同成本，不完全合同常常采取关系合同的形式，就是说，合同各方不求对行为的详细内容达成协议，而只对目标、总的原则、遇到情况时的决策规则、分享决策权以及解决可能出现的争议的机制等达成协议，从而节约了不断谈判、不断缔约的成本。公司治理的安排，以公司法和公司章程为依据，在本质上就是这种关系合同，它以简约的方式，规范公司各利害关系者的关系，约束他们之间的交易，来实现公司交易成本的比较优势。

第二，公司治理结构是一种配置公司有关各方权、责、利关系的构型。合同关系要能有效，关键是要对在出现合同未预先约定的情况时谁有权决策做出安排。一般来说，谁

^① 梁能. 公司治理结构：中国的实践与美国的经验. 北京：中国人民大学出版社，2000. 24



拥有资产 或者说 ,谁有资产所有权 ,谁就有剩余控制权 ,即对法律或合同未作规定的资产使用方式做出决策的权力。公司治理的首要功能 ,就是配置这种控制权。这有两层意思 :一层是 ,公司治理是在既定资产所有权前提下安排的。所有权形式不同 ,比如债权与股权、股权的集中与分散等 ,公司治理的形式也会不同 ;另一层是 ,所有权中的各种权力是通过公司治理结构的设计来具体进行配置的。这两方面的含义体现了控制权配置和公司治理结构的密切关系 控制权是公司治理的基础 ,公司治理是控制权的实现。

三、对公司治理结构的理论分析

(一)公司治理结构的实质

现代公司制企业是劳动所有者、物质投入和资本投入的提供者、产出品消费者等利益相关者所结成一组契约关系的中心连接点。周其仁称为人力资本和非人力资本的特殊合约。其隐含前提是作为签约人的企业参与者必须对自己投入企业的要素拥有所有权。按市场经济的内在逻辑 ,在契约达成前 ,参与博弈各方的获利机会在原则上是平等的 ,但由于理性选择能力、信息不对称及资本特性不同等引致的谈判实力差异 ,这些契约当事人在对公司的剩余索取权和控制权的分享上明显不平等 ,常常是资本雇佣劳动而不是劳动雇佣资本。这样 ,资本所有者的利益在公司处于至高无上的统治地位。然而 ,现代公司自诞生时起就面临两个问题 :一是经营者选择问题 ;二是激励问题。其实 ,选择和激励是同一问题的两个方面 ,选择是保证效率的前提条件 ,但不是目的 ,激励是保证被选择者的潜能充分发挥的必要条件 ,从而选择并激励是效率的充分必要条件。公司治理结构正是从所有者利益出发 ,为确保公司经济效益实现所有者利益最大化而对经营者的选择并激励为中心所作出的制度安排。

(二)公司治理结构的委托——代理关系

一般来讲 ,现代公司的所有者是股东。由于股东众多且分散 ,许多股东与公司甚至相隔千里之遥 ,且不少股东可能同时是多家公司的股东。另外 ,很多小股东的收入来源主要是劳动收入 ,加上股东自身原因的限制 ,每一股东不可能都参与决策。于是 ,股东们便通过一年一度的股东大会来表现各自的意志和行使各自的权利而把日常生产经营权交托给股东集体信任推选出来的董事会行使。这样就产生股东大会与董事会之间的托管关系。因此 ,从法律的意义讲 ,公司治理关系是一种委托——代理关系。

(三)公司治理结构的制衡关系及其制度设计上存在的缺陷

首先 ,股东作为所有者拥有最终控制权 ,可以决定董事会人选 ,有权推选或罢免直至起诉玩忽职守和未尽受托责任的董事会成员 ;在规范的证券市场条件下 ,股东还可“用脚股票”来约束董事会和经理人员的行为。但授权董事会后 ,股东不能再随意干预董事会。

其次 ,董事会作为公司法人代表全权经营公司 ,拥有支配公司法人财产和任命并指



挥经理人员的权力。但在股权日益分散的情况下,股东们会失去对董事会的制约,董事会对股东负责的规定将成一纸空文。正因这样,如何建立股东与董事会的制约平衡关系已引起经济学界和社会的关注。另一方面,就董事会对经理人员的监控而言,其作用也值得怀疑。因为现代公司中,董事会由执行董事和非执行董事组成,前者是高层经理人员,后者只拥有象征性股份或几乎没有股份。

最后,经理人员受聘于董事会并在其授权范围内负责公司的日常经营事务,经理人员绩效的优劣受董事会的监督和评判。由于董事会已将公司日常经营管理委托给了经理人员,在实际经济活动中,经营管理人员在公司的地位日益突出、权力逐渐膨胀,从而使经理人员所拥有的权力通常比法律规定的大。

由此可见,作为维护公司股东和其他利益相关者的利益的一种制度安排相应的公司治理结构与公司相伴而生。但公司治理结构始终存在缺陷。

第二节 公司治理必要性的多维分析

公司治理的基本作用是保护投资者(包括股东,尤其是中小股东,在广义上也包括债权人)的利益。公司治理对一个企业具有重要的意义。因为,投资者只有在确信自己的利益能够受到保护之后才会向一个企业投资。因此,从一定意义上讲,企业之间在资本市场上为获得融资而进行竞争,实际上就是公司治理方面的竞争。公司治理健全的企业可以得到投资者的青睐,可以比较容易地以较低的成本筹集到比较大数额的资金,从而能够比较快地发展自己,而公司治理不健全的企业则比较难以筹集到资金,筹资成本比较高,能筹集的数额比较小,从而也就难以得到充分的发展。

一、公司治理必要性的经济学分析

所有权结构理论的奠基者 Jensen 和 Meckling(1976)认为,在所有权与经营权分离情况下所进行的企业经营实际上是一种委托代理。而在公司的代理关系中,由于经理人员追求自身效用最大化,因此有足够的理由相信他们并不总是以委托人的利益最大化为决策目标,特别是当他们并不拥有或拥有少量的公司股权,他们对任何不符合股东利益最大化的行为不承担或只承担一小部分成本,这就为他们的私利行为提供了动力。因此,当经理人员拥有对公司的有效控制权时,他们可能沉溺于非公司价值最大化的行为中,这些行为包括对公司资源的直接掠夺、偷懒、个人王国的建立、按个人喜好进行投资等。即使股东对其不当行为有所察觉,或者认为他们的能力无法胜任现有的管理职位,也无



法对其进行及时的撤换,在这种情况下,公司价值的下降也就成为必然。对此,亚当·思密早在一个半世纪前就预见到了,他在《国富论》中指出:“就像公司的董事长一样,尽管他们所控制的别人的钱超过了他们自己的钱,但也不能过分地期望他们像私人企业的合伙人焦虑地关注自己财产那样去关注公司的财产。”^①

因此,从经济学的角度讲,要确保公司的运营能够产生再大的效益,必须建立一套对公司管理层的约束和激励机制,即公司治理结构。因为,从经济学的角度看,公司治理有两个基本功能:一是保证公司管理行为符合国家法律法规、政府政策、企业的规章制度,如章程等,保证公司信息记录的正确真实,保证各方面当事人对公司经营状况有一个全面真实的了解。二是对公司财富最大化的追求,即要促使经营者(即代理人)在守法经营的前提下,还要努力工作,建立经营者决策的监督机制和经营者考核撤换制度。而这两个功能又是为了达到公司治理的最终目的,即:使公司管理达到高效率的运作和取得高效益的结果,这是公司治理的最终目的。“治理(governance)这个概念是良好秩序的组织安排和组织运行有效性的重要估价系数,目的是通过治理机制来建立和维系组织的秩序。一种好的治理结构是一种组织框架,在这一框架中可以建立起一级交易和实现交易的完整性和有效性。”^②经济学家道格拉斯·C·诺斯在全面深入考察了西欧经济发展的基础上得出结论:一个有效率的经济组织是经济增长的关键,而要保持经济组织的效率就需要在制度上作出安排和确定产权,以形成一种激励,将个人的经济努力变成私人收益率接近社会收益率的活动^③。

二、公司治理必要性的法学分析

众所周知,市场经济的形成及其有效运行需要有与其相适应的私法秩序予以保障和制约。私法秩序的基本理念是私法自治原则。它的基本精神在于私法主体的自主决定和自负其责。在市场经济体制下,私法主体以自己能够占有、使用、收益和处分的所有物为基础,依自己的意愿开展经济活动,同时必须对其经济活动的一切后果承担责任。承担责任必然促使私法主体对其行为进行自我约束和监督。

私法主体分为自然人和法人。本来自我约束和监督机制发生作用是以自然人为前提的,但是因市场经济中的经济活动本身的要求,不可避免地需要大量资本。通过借款合同利用他人资金和以股份公司为媒介利用他人资金这两种情形同样都是以信用关系为基础,但二者有着质的区别。用借款的形式利用他人资金,是以借款合同的法律形态

① [美]玛格丽特·布莱尔(Margareter Blair). 所有权与控制——面向21世纪的公司治理探索. 张荣刚译. 北京:中国社会科学出版社,1999. 84

② 周立群. 组织理论与组织经济学. 经济学动态,1998(5)

③ 李俊林,徐勇. 论我国公司治理结构存在的问题及对策. 见:人大复印资料. 工业企业管理,2002(7)



作为媒介,合同一旦签订就形成出借人和借用人之间的债权债务关系,借用人必然受到合同的制约。而在以股份有限公司为媒介利用他人资金的情形中,公司的出资人不是处于公司之外的作为第三人的贷款债权人,而是社团法人股份公司的股东,他的法律地位实质上是聚集于公司中大量资金的所有人。公司经由法律拟制为法人,将来源于众多的出资人的他人资金转换为自己资金,它根本不用担心向出资人按其出资比例或所持股份数额分红即可,不像资金借用人那样,要受到合同的种种约束,接受债权人监督。

公司制的出现使得企业实现了所有者与经营者的分离,企业开始能够脱离某个具体的所有者而独立存在,具有了自己的“人格”和生命。有限责任的概念设计用来鼓励投资者为商业冒险活动提供风险资本而不需要担心一旦冒险活动失败可能危及投资者的其他个人财产。股份有限责任公司的有关法律赋予公司独特的法律人格,成为与出资者分离的“法人”。然而,赋予公司“法人”资格也产生了一系列问题。在“公司”的运作方式下股东的利益如何保护?谁来监督公司的行为?谁来监督公司的管理层?在现代公司制产生的初期,很多人怀疑这样的企业组织形式是否能够生存下去。18世纪20年代英国议会通过的著名“泡沫法案”^①就是这些怀疑的正式体现。

公司作为法人只是法律拟制的产物,其本身并不能为任何行为,公司行为必须由其代表人或代理人来行使。此代表人或代理人既不是股东资产的所有人,又不是公司资产的所有人。然而,由于现代经济的发展,管理公司、经营公司资产的权力又必须逐渐向他们转移。这就使得公司所有和公司经营不得不分离,但两权的分离又必然导致一系列的问题。因为:第一,现代公司的巨型化导致股权的高度分散化,成千上万的股东显然无法做到对公司业务经营实施统一有效的控制,而公司的有效经营在客观上又要求公司的经营决策必须面对竞争激烈、复杂多变的市场,迅速、灵活地作出反应,因此有效的经营决策只能委托给具有专业知识的董事和经理来决定;第二,股份的高度分散使得每一个股东均无法做到通过有效地行使其股东权对公司事务的决策起到有意义的影响作用。同时,公司股东又是一个高度流动的群体,股东之间也缺乏固定的密切联系。虽然公司股东在客观上存在共同利益,但从社会心理学的角度看,却容易形成“白搭车”的心理预期,即希望通过他人的努力而获得好处。因为每人所持有股份与巨大的公司总股相比不过是沧海一粟,如果通过自己的努力去为全体股东争取利益,不仅具有巨大的不确定性,而且会得不偿失。因此,股东在实际的选择上就采取“关心公司不如关心股市”这种更加实惠的态度;第三,现代的商事交易以迅速、确定为特征。公司的业务由经营者来经营必

^① 该法案是针对当时英国殖民公司南美公司在南美进行股票投机的“南海泡沫”事件而颁发的。它的目的是防止出现可以自由转让股票的经济组织。这个法案的通过使得股份公司一时处在一片疑云之下。直到100年后的1825年这个法案才被撤消。



然经常涉及公司与第三人进入大量的契约关系,如果经营者没有独立的权力使这种契约关系对公司产生约束力,而须由每年一度的股东会来批准,这必然会影响到公司的经营效率,更不利于保护与公司做交易的善意第三人,从而破坏交易安全;第四,非所有人行使资产经营管理权容易产生道德风险,经营者会利用该权力谋取私利或者怠于行使该权力。如何赋予非所有人行使资产经营管理权,又使这种权力之行使受到约束和监督,使其不至于脱轨,堕入肆意和放纵,正是各国股份有限公司制度需要解决的核心问题。

因此,根据制衡的权力是有效的权力的思想,应该在利益者、公司、公司管理层三方主体之间设定一种权力责任关系,以确保公司目的的实现。从法学的角度或立法的层面看,公司治理结构正是这种存在内在联系的、具有共同制度取向且相对独立的权利(力)义务(责任)体系,或一组行为规则体系。

三、公司治理必要性的社会学分析

社会学揭示,社会是一个由各种个体分别组成的子系统构成的不断“扩展”的动态系统。在这些系统中任何一个个体都是其他个体存在和发展所不可缺少的条件和基础,因为它和其他的个体所形成的环境是存在于此环境中个体互动发展的“能量库”和“动力源”。同样,任何个体的存在和发展也离不开其他个体的具体“能量”供给以及其他个体所形成的“土壤”和生存环境。

协调发展已成为评价社会存在和发展方式以及状态的基本价值标准。社会协调发展是指,在一个社会系统中,当有关各方进行交往,并相互行动时,在统一的目标引导下,各方功能都能得到充分的发挥,并促成统一目标得以最优化实现。根据韩明谟等人的观点,要实现社会协调发展必须做到以下基本原则^①:第一,优势原则。根据普利高津的耗散结构理论,一个开放性社会系统,只有与周围环境的介质进行物质和能量的交换,才能维持生命力并得到发展,一个社会系统只有具备了一定的优势,才能达到与别的系统取得协调发展的目的;第二,竞争原则。有效的协调只能在平等竞争基础上实现。协调不是调和,更不是摧毁。个体的能量只能在竞争的状态下才会得到充分的释放;第三,互补原则。任何个体和由个体组成的系统都不可能是全能的、无瑕疵的,也不是独立自主的。各个体和系统必须取人之长补己之短,只有这样才能达到相互协调,互促互长,最终实现共同发展;第四,互利原则。在现代社会,无论是个体还是团体,无论是民族还是国家,在交往中都必须考虑各方的利益。这是由社会系统中要素的相互依存性和互相制约性决定的;第五,发展原则。协调的根本目的是达到整体优化的最终目标。社会系统之间的协调,既有系统的自我的目标,也要符合更高一级系统的目标。换言之,社会的发展和进

^① 韩明谟等. 社会学家的视野——中国社会与现代化. 北京: 中国社会科学出版社, 1998. 25 ~ 27

步是建立在高效率基础上的经济增长,而这一目标的达到必须建立实现社会协调和稳定的机制,最终实现人们物质和精神生活水平的逐步提高。

任何一个具体的企业,既是特定经济目标的实现手段和工具,又是构成社会系统的一个要素。也就是说,企业的活动结构不仅关系到股东和企业本身的利益,还直接涉及到利益相关者的利益。企业利益多元化的揭示和接受需要相应的制度安排来确认和保障。从企业治理的层面看,就是需要在传统的公司治理结构中添加利益相关者保护机制。

第三节 公司治理结构的当代发展

由于股东本位的局限性,再加上信息不对称以及“搭便车”等问题的困扰,传统的公司法人治理结构已经难以适应当今经济社会发展的需要。因此,自20世纪末期以来,如何建立一套新的公司法人治理结构日益受到各国立法机关和法律组织的重视。在美国,美国法律协会在总结有关公司法人治理结构的理论成果以及80年代末期以来各州公司法变革的基础上,于1992年公布了《公司治理结构原理:分析与建议》(Principle of Corporate Governance: Analysis and Recommendations)的“白皮书”;在英国,1992年发表了《公司治理结构中的财务问题》(The Financial Aspects of Corporate Governance)的Cadbury报告;在欧盟,深受德国法影响并对传统股东本位的公司体制有着根本性否定的《第5号公司法指令草案》(简称《草案》),尽管尚未被欧盟立法机关通过,但该《草案》中有关“双层委员会制度”和“职工参与制”等条款,则为新的公司法人治理结构提供了范本^①;在日本,随着“双向式”的公司法人治理结构受到人们的关注,法人治理结构论坛于1997年公布了《法人治理结构的原则——关于新日本型法人治理结构》的中期报告^②。尽管各国法律传统与公司理论存在一定的差异,但从总体上看当代公司法人治理结构的发展趋势呈现出以下特点:

^① 该草案最初发表于1972年,后经1975年、1983年、1990年以及1991年修正后,形成了最后文本。参见 Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch, *European Company and Financial law*, Walter de Gruyter. Berlin. New York (Second Edition), 781 ~ 807

^② [日] 洒卷俊雄. 日本企业治理结构论与公司法的修改. 见: 李黎明. 中日企业法律制度比较. 北京: 法律出版社, 1998



一、股东的中心地位日趋衰落

受“资本基本主义”发展模式的影响,传统理论将公司看作是由股东组成的联合体和为股东赚钱的工具。然而,这种传统理论日益受到了公司契约理论和公司能力理论的挑战。公司契约理论认为:公司是一种有效率的契约组织,是各种生产要素(包括劳动、资本等)投入者为了各自的目的联合起来达成的一种具有法人资格和地位的契约关系网络。尽管有关公司契约理论对公司含义的表述不尽一致,但这种理论的根本点均在于公司不仅是一个由物质资本所有者组成的联合体,更重要的是在本质上它为劳动要素提供者、物质投入和资本投入的提供者等利害关系人之间的契约关系充当联接点^①。公司能力理论则认为,物质资本所有者以所有权的形式对公司的投入虽然是公司获取利润的一个因素,但不是关键因素。公司作为一个知识集合体而非物质资本的集合体,它通过知识积累过程获取新的知识,将该知识融入到公司中去,形成公司发展的主导力量。因此,公司内部的特型智力资本、资源、知识的积累是公司获得超额利润的关键。在公司能力理论看来,既然公司产生长期收益的原因在于公司内部的特殊智力资本,那么,如果仍然固守传统的股东本位理论,忽视智力资本所有者在公司法人治理结构中的地位和作用,将会严重影响公司产生长期的收益。股东本位不仅受到理论的挑战,而且在立法和实践中也日益被修正。在美国,自20世纪80年代以来,美国各州对以往的公司立法进行了修改,现行法规定公司的经营者除了对股东负责外,还应对非股东的利害关系人承担责任并受他们的治理^②。在德国,自“二战”以来,新的公司立法更倾向于将公司定义为劳动与资本之间的一种伙伴关系。1976年,根据德国法律,监事会中劳动要素与物质资本参与者之间的比例调整到1:1,从而全面地确立了劳动与资本共同治理公司这一基本原则^③。在日本,尽管传统的商法将公司定义为由物质资本所有者组成的实体,但这显然只是法律上的概念,作为一种社会现实,公司是指它的从业人员组成的实体^④。由于人的“经济价值”的提高,必然要求对以往的公司法人治理结构作出新的调整,以反映人力资本所有者在公司体制中的地位和作用;二是经济民主理论。众所周知,民主的首要含义在于参与^⑤。然而在股东本位的公司体制里面,公民民主只是体现了一种资本民主,参与公司治理只是股东们的专利。从而使得从事利润创造的雇员被排除在公司民主和法人治理结构之外。随着民主理念不断向公司内部延伸,就必然要求在社会政治生活中享有民主权

① M. C. Jensen and W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial, Agency Costs and Ownership Structure

② 崔之元. 美国二十九州公司法变革的理论背景及对我国的启示. 经济研究, 1996(4)

③ [德] 罗伯特·霍恩等著. 德国国民商法导论. 楚建等译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1996. 306

④ [日] 松本厚治. 企业主义. 程玲珠等译. 北京: 企业管理出版社, 1997. 1

⑤ 聂德宗. 人力资本所有权理论与实践探析. 人文杂志, 1998(5)



利的雇员参与公司的治理。职工参与制度的实施,尽管是一种历史发展的必然趋势,但是由于传统公司法人治理结构中的董事会和股东不愿意看到自己固有的决策权受到公司雇员的制衡与监督,更不愿意雇员与自己平起平坐并把他们的意志转化为公司行为,因此各主要发达国家职工参与公司治理仍然受到不同程度的限制,其规则呈现出各自的特色。在德国,职工在公司最高权力机关中所占的比例与股东相同,而且职工代表还有选择与监督经营董事的权利。在欧盟,为了体现其强制推行职工制度的决心《公司法第五号指令(草案)》规定了四种可供成员国选择的模式,即德国模式、荷兰模式、通过公司职工的专门机构实现其参与公司机关的模式,以及通过集体协议制度参与公司机关的模式。在日本,尽管职工参与制度尚未被立法正式认可,可是那些应由“资本家”兼经营者承担的责任,其中包括分担公司风险、组织公司经营以及采取革新措施等“企业家的职能”,却早已被广泛地分配给从业人员了;“全员参与”已被看作日本公司制的根本特征,由于公司属于“企业人”即在长期雇佣制度下的从业人员,当公司财务状况良好时,从业人员成为公司治理的主体和剩余索取者;只有公司财务状况恶化时,银行才以机构股东和治理主体的身份对公司的行为进行监督。在美国,对雇员权利的维护习惯采用集体谈判制度和民事诉讼程序来解决,但从1947年的《瓦格纳法》(Taft-Hartly Act)开始,联邦政府就着手支持雇员摆脱雇控制的权力^①。因而人们更习惯于将日本的公司理解为“人本主义”的体制,以区别基于“资本基本主义”而形成的公司理念,从而使得日本的公司法人治理结构在总体上呈现出劳动与资本共同治理的特征。

二、职工参股制度得到广泛运用

随着股东的中心地位日益衰落,作为人力资本所有者的雇员在公司法人治理结构中的地位日趋增强,职工参与制度日益得到各国立法的认同与重视。职工参与公司法人治理结构的理论基础主要来源于两个方面:一是人力资本所有权理论。这种理论认为,随着经济增长越来越依赖于技术以及技术创新,一个国家的经济发展会更多地取决于人力资本而非物质资本;与物质资本相比,现代社会中的人力资本正在发挥着更加重要的作用^②,因而人们更习惯于将日本的公司理解为“人本主义”的体制,以区别基于“资本基本主义”而形成的公司理念,从而使得日本的公司法人治理结构在总体上呈现出劳动与资本共同治理的特征。

到了20世纪80年代,美国公司立法的一个新的动向就是让经营者对包括雇员在内的非股东利益关系人承担责任,从而将公司法调整范围辐射到劳资关系方面。尽管目前

① [美]科恩著,论民主,聂崇信等译,北京:商务印书馆,1988,13

② [美]道格拉斯·L·莱斯利著,劳动法概论,张强等译,北京:中国社会科学出版社,1997,4



看来,美国有关雇员参与公司治理的法案尚未正式出现,但是在实践中从“管理人力资本”的角度让雇员参与公司的经营已成为美国公司的一种时尚^①,一些学者认为,在美国实现雇员参与公司法人治理结构只是一个时间问题。

三、银行等金融机构在公司法人治理结构中的地位和作用日趋增强

由于银行和公司各自的法律地位不同,两者间的关系形成了不同模式。以银行能否参与公司法人治理结构为标准,两者间的关系又可分为两种类型,即大陆法系中的德日模式和英美法系中的美国模式。德日模式的特点在于允许银行参与公司法人治理结构,并且银行在其结构中往往起着决定性作用。但是,由于德国和日本经济环境不同,银行参与公司法人治理结构的方式和治理手段又各具特色。在日本,银行参与公司法人治理结构虽然是日本的固有传统,然而,在“二战”结束后的一段时间,日本政府被迫采用美国模式,即限制金融机构持有其他公司的股票,禁止商业银行承销、持有其他公司的股票,从而将银行等金融机构排除在公司法人治理结构之外。但是,上述设计最终因日本1949年8月的股市崩溃而破灭。此后,日本重新允许银行等金融机构持股并参与公司治理^②,并为日本银行参与公司法人治理结构提供新的法律支持,从而形成了一种被学术界描述为“主银行体制”(main bank system)的银企关系。在这种体制下,日本公司法人治理结构呈现出以下特点:第一,主银行承担统一监督职能,即对公司统一承担事前监督、事后监督和事中监督的责任,不是像英美法系那样由分散的、不同的监督主体来实施。第二,相机治理或二元治理结构,即在公司财务状况良好时,公司治理由雇员组织来进行,由主银行所代表的投资者的控制作用不明显;反之,在公司陷入财务危机时,主银行对公司的控制将会变得非常突出,而雇员组织在治理结构中则只能处于从属地位。德国银行与英美国家的银行相比,它们与其提供融资支持的公司之间的联系更为紧密。这种联系体现在:银行在贷款公司中拥有股东权益、派遣其职员进驻贷款公司的监事会、代理其保管的股份行使投票权(即委托投票制度)以及作为贷款公司资金和其他金融服务的惟一提供者。银行与客户公司的这种联系对于法人治理结构的影响主要表现在:一是有利于银行随时了解公司的财务状况,以克服信息不对称条件下公司经营者的行为难以监督的问题。二是由于委托投票制度的适用,一方面使银行可以就任何事宜行使代理股份的投票权;另一方面由于许多小股东将自己投票权委托给了银行,致使这些小股东无需花费精力去监督经营者。三是无论银行是进行股权投资还是作为股份投票代理人,或是与公司建立长期业务关系,银行通常都能拥有半数以上的投票权,因而它们能够左右股东大会

① [美]迈克尔·比尔等著. 管理人力资本. 程化等译. 北京:华夏出版社,1998

② [日]青木昌彦等. 转轨经济中的公司治理结构. 张春霖等译. 北京:中国经济出版社,1995. 209

的决定。在德国,银行代表通常由股东大会选举进入公司监事会,从而成为银行控制公司机关的最为重要的机构投资者。在美国,以银行为主体的金融机构之所以不能在公司法人治理结构中处于主导地位,主要受制于1933年通过的《银行法》中的“格拉斯—斯蒂格条款”(Glass Steagall)的限制,从而也抑制了银行等金融机构在公司法人治理结构中的作用。所以,在美国模式中,尽管法律规定董事会是公司法人治理结构的核心组织,然而,由于“搭便车”以及信息不对称等问题的困扰,董事会并不能在公司陷入危机时摆脱困境^①。Glass Steagall条款实施后,一直受到美国学者的批评,不少学者认为正式废除这一条款只是时间问题^②。自20世纪70年代以来,美国政府已通过了一系列的法律,使得Glass Steagall条款所规定的内容已出现名存实亡之势。随着美国政府和法律对银行等金融机构管制的松动,以年金基金、商业银行、人寿保险公司、共同基金为主体的金融机构已成为一些大公司的主要持股人。据统计,美国金融机构等法人的持股比例在20世纪90年代发生了根本性的转折,已经超过个人股东持股比例^③。由于金融机构取代了战前的个人或家庭股东而成为公司的主要出资人,各公司的股权也进一步集中到少数金融机构等机构投资者手中。因此,在当代美国公司中,银行等金融机构在公司法人治理结构中的地位和作用也出现了强化的趋势,并且日益得到了美国学理和实践的认同。英国学者萨德沙纳姆在评价这一现象时就指出:“进入九十年代,美国出现了一股股东活跃主义的倾向,管理者要接受活跃股东集团非常多的监视与提问,金融机构对回答他们早期面对管理者的暴行‘失之体察的批语发挥了积极作用。”^④

① M. C. Jensen(1993) the Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. Journal Of Finance, NO. 3. 831 ~ 880

② 潘攀. 格拉斯—斯蒂格法的演化. 外国法译评, 1999(1)

③ 何自力. 美国大公司股份资本占有结构的新变化. 世界经济, 1997(4)

④ [英] P. S. 萨德沙纳姆著. 兼并与收购. 胡海峰等译. 北京: 中信出版社, 1998. 24



第三章 公司治理构型的理论支撑

从法学的角度或立法的层面看,公司治理结构只不过是存在内在联系、具有共同制度取向且相对独立的权利(力)义务(责任)体系,或一组行为规则体系。这种权利(力)义务(责任)关系或行为规则体系的确定是以相应的理论为基础的。无论是历史地看待,还是实证地分析,我们都可以发现,有什么样的理论基础就有什么样的公司治理结构模式。

第一节 企业理论

1937年,科斯(COase)提出了这样一个问题:为什么会存在企业?如果市场这只“无形的手”非常富有效率,那么为什么它不能很好地管理所有的经济活动呢?为什么不是每一个人,在生产的一个环节上,都可以成为一个独立的利润中心呢?科斯将理论上市场的有效性和现实世界中的企业之间的这种矛盾归结为交易成本的存在。换句话说,企业的产生是因为它可以降低交易成本。此即企业理论。

一、企业的基本制度功能是一定程度地替代市场,以降低交易成本,实现利润的最大化

科斯从市场机制运行成本的角度出发,认为企业在节约交易



成本的意义上是市场机制的替代物。因为,市场交易不是没有成本的;在交易成本不为零的情况下,与交易有关的成本导致了生产的组织创新,即从由市场组织的生产转变成为由企业组织的生产。这种转变减少了交易成本。企业是对市场的替代,即通过组织行为来代替价格机制配置企业内部资本,以降低市场交易费用。

在《企业的性质》一文中,科斯提出了一个新古典经济学家所忽视的简单问题,即企业为什么出现?科斯认为交易成本才是企业形成的真正原因。当企业的交易成本低于市场的交易成本时,就会用企业内部的科层制和权威关系来替代市场关系。企业和市场是两种组织劳动分工的方法。企业的边界是由企业内部行政管理费用与市场交易费用的边际比较来决定的。科斯理论的新颖之处在于论证了交易成本对企业制度的决定性影响。

二、企业是一系列契约的集合体

在企业契约理论看来,企业是一种关系契约,这一契约确定了企业成员的合作方式以及合作过程中重大事宜的处理程序和原则,其中最关键的,是确定了契约未尽事宜处理权的归属。企业契约理论对企业制度的探讨,集中在应该由谁在什么时候以什么方式行使企业决策权,并把风险责任与风险收益相对称作为决策权配置的原则。在企业契约理论看来,企业决策者必须是企业风险的承担者,必须具有风险承担的能力和动力。由于企业风险集中体现在剩余索取权上,因此决策权配置也围绕剩余索取权展开,表现为企业控制权与剩余索取权的匹配。剩余索取权归谁,企业控制权也就归谁,后者是前者的派生权益。

企业契约理论揭示:第一,控制权问题不是一个独立问题,而是一个从属问题,应在企业剩余索取权的研究范围内解决。虽然在企业契约理论中占重要地位的委托——代理理论对经营权与所有权分离的原因进行了分析,从而涉及了企业控制权的独立性问题,但它仍然恪守企业控制权服从剩余索取权的原则;第二,人们在剩余权益的归属方式上必然存在着机会主义行为。这就决定了企业控制权必须依靠外部约束力来维持,需要一定的监督机制才能实现。因此,监督问题始终是企业契约理论所关注的中心问题。

三、企业契约存在不完全的固有特性

尽管契约界定了企业中每一个利益主体的权利和责任,但仍然存在着潜在的冲突。未来的不确定性决定了各种无法预料的情况随时都可能发生,但契约却不能把它们全部考虑进去,因此,任何契约都是一种不完全契约。而契约的不完全性就使得当事人随时处在机会主义的风险中。

据此,阿尔钦(Alchian)和德姆赛茨(Demsetz)进一步把企业制度研究集中到监督问题上。通过选择一个监督者,承担企业风险和不确定性,同时也使其成为企业的剩余权



索取者,从而避免监督者偷懒行为的发生。这种企业制度安排是把企业的剩余索取权交给企业中的部分成员。这样的制度安排固然有其合理的一面,但又产生出一些其他内在的矛盾:第一,信息不对称会使监督者无法明察被监督者的努力程度和他们的贡献大小;第二,会增大管理成本。因为,在这种制度设计中始终存在对监督者的监督问题,而对监督者的监督必然会发生监督费用,这是不言而喻的。

四、企业理论对公司治理及其结构设计意义

根据企业理论,公司只不过是各种要素产权所有者之间通过契约进行产权交易的场所和方式。由于企业的契约天生存在不完全性(即:产权所有者永远不可能对未来的情况进行完全准确地判断和把握,并在此基础上进行权利、义务和责任的合理配置),作为一种财富增进形式,企业对于资源要素的充分增值具有重要的制度性意义。因为,即使明确界定了产权,单纯的市场交易也会带来过多的交易成本,而企业制度的建立,则会把市场交易变为企业内部的组织关系,使交易成本得以节约。当然,根据现代企业理论,企业内部的资本配置也并非纯粹的组织行为,其中含有一定成分的市场因素,而在企业的外部,仍然存在一个市场环境。然而,由于信息不对称的天生性,公司投资者始终会面临管理层的道德风险。因此,为了维护公司投资者的利益必须安排一种机制,既能对公司管理层进行有效的约束又能对其起到最大限度的激励。这种制度设计就是公司法人治理结构。根据企业在进行内部资本配置和对经理人员实施约束和激励时,在多大程度上依赖和引入市场机制,在不同的国家形成了组织控制和市场控制两类不同的公司治理模式。

第二节 产权理论

一、产权理论的提出

产权理论是由交易成本问题引出来的,而交易成本概念的确立,则是20世纪30年代后新制度经济学的贡献。交易成本是现代产权原理的基础。交易概念在正统经济学中早已存在,但第一次将交易概念一般化却是早期制度经济学派的代表人物康芒斯的贡献。他认为:交易是和生产相对应的概念,前者是人与人之间的活动,后者是人对自然的的活动,二者共同构成了人们的全部经济活动;经济制度的实际运转是由无数次交易构成



的,因而交易是制度经济分析的基本单位^①。康芒斯的上述功绩是不可磨灭的,但他并没有将交易活动背后的产权纳入到经济分析之中去,即没有证明交易成本的存在。当科斯提出了交易成本理论后,将经济学的方法运用于制度研究的革命才完成了。

在《企业的性质》一文中,科斯对交易成本作了如下概括:交易成本是运用价格机制的成本。它一般包括如下成本:度量、界定和保证产权即提供交易条件的成本;发现交易对象和交易价格的成本;计价还价的成本;订立交易合同的成本;执行交易的成本;监督违约行为并对之制裁的成本;维护交易秩序的成本,等等。可见,在科斯看来,交易并不像完全竞争理论所假定的那样,价格信息既定且为当事人所已知,而恰好是不确定,是未知的,要将不确定变为确定,将未知变为已知,企业是要付出代价的;与此相联系,市场机制也非一种完美和谐的自然秩序,企业之间建立任何联系都是要花费成本的。

交易成本是市场价格机制运用对社会资源的浪费。那么,如何使交易成本尽可能地小,对提高社会经济运行的效率就是至关重要的了。为此,第一,要明确交易界区,即建立一套法律上强有力的产权制度,通过确定和实施一系列的规章和约定,消除合作性谈判的障碍,降低社会内部的交易成本。第二,要组建一个组织并让某种权力(管理权)来支配资源要素以替代一部分市场交易活动,即引入现代企业制度。

二、产权理论的基本内容

产权理论是在企业理论的基础上发展起来的一种与企业理论有内在联系但又相对独立的理论。产权理论是企业理论的专门化发展。该理论认为,产权归属是决定产业绩效的决定性因素。它由三个基本理论构成。

(一) 剩余利润占有理论

该理论认为,剩余利润的占有是企业拥有者追求效益的基本激励动机,企业家对剩余利润占有份额越多,企业提高效益的动机也越强。当企业所有剩余都归企业家所有时,企业的经营者就成为企业的拥有人,这种“自然人”私有企业的激励机制是最完善的。

现代工业企业中的经营权与所有权一般是分离的,这种分离导致现代工业企业的激励机制永远不会完善。激励机制不完善是否说明现代工业企业的经营者的努力投入程度一定低于“自然人”私有企业呢?这个问题恐怕已超出剩余利润占有理论所能解释的范围。因为现代企业经营者不但受利润收益的激励,同时还要受控制权收益的激励。控制权收益是指利润外经营者的所有收入及从企业开支的消费。

控制权收益越高,经营者就越珍惜他的控制权。当存在市场竞争时,控制权的稳定就

^① 交易分为三种基本类型:1.买卖的交易,即平等人之间的交换关系。2.管理的交易,即上下级之间的命令和服从关系。3.限额的交易,主要指政府对个人的关系(如征税)。这三种交易类型覆盖了所有人與人之间的经济活动,不同的经济制度不过是这三种交易类型的不同组合。



会受到威胁。企业一旦在竞争中失手,经营者就会丧失控制权。由此,面对市场竞争,经营者最理性的选择是努力工作,提高绩效。市场竞争越激烈,经营者的努力投入就越多。所以,即使在利润占有率不变的情况下,经营者也会提高努力程度。很显然,应用剩余利润占有理论来解释经营者的努力投入程度与效益改善,其假设前提必然是“给定市场竞争与控制权收益”。

(二)资产拥有理论

该理论认为资产被私人拥有后,资产便有了排他性,这种排他性保证了拥有者的资产以及使用资产带来的收益不被他人所侵占,使企业所有者产生了一种对资产关切的激励。相反,资产一旦被公共所有,便具有了非排他性,这种非排他性意味着每个人都期望别人去关心资产,自己“搭便车”去享有资产,从而最没人去关心公共资产,使公共资产过度使用,甚至流失毁损。

这个理论似乎为我们解释了为什么资产私有才能被处置好的原因。但是它对解释下列现象却不那么具有理论与实际的内在逻辑性:英国有2000多座被政府列为具有文化遗产价值的房屋,其中大多数房屋归私人所有。按产权论推断,私人总有积极性去维护好自己的资产。但事实却是,这些资产大多数缺乏护养,陷于塌毁的边缘,使英国文化遗产局不得不决定拨巨款去抢修这些房屋。这个例子表明了私有资产的排他性并不能保证就一定会产生对资产关切爱护的激励。因为在道德风险(moral hazard)存在的条件下,任何人都有可能产生反向选择爱护自己资产的行为。由此可见,商业交易激励机制往往可以改变资产拥有者对自己资产的处置行为。所以,产权论的应用前提只能是:不存在道德风险产生的条件。

由此可见,资产归属对影响资产的关切行为很重要,但它并不能绝对保证资产会被关切好。只有资产关切的激励机制才是决定关切行为的根本条件。

(三)私有化理论

私有化理论是在对国有企业的弊端进行分析的基础上提出的。私有化理论认为,国有企业通常存在三个主要的弊端:第一,企业目标多元化。企业要承担社会福利、就业等社会义务,并不惟一追求利润;第二,对经理激励不足。由于企业目标多元化,所以企业绩效无法准确评价;第三,财务约束作用软化。因此,要充分实现资源的增值,必须尽可能对国有企业实行私有化。私有化理论认为国有企业私有化能够产生以下效果:第一,改变及强化企业的利润激励机制;第二,赋予企业利润最大化的目标;第三,把政府的手从企业经营中彻底抽离出来;第四,使财政约束硬化,让企业承担所有的商业风险。

产权理论的内在逻辑,是通过财产所有的强化充分调动资产所有人对资产运行效益进行关切的积极性,最终达到对公司管理层的有效监控,提高公司的治理绩效。然而,实践证明,影响公司管理层具体治理行为的基本因素是多方面的,它既包括公司资产所



有者的监控行为,还包括其他一些重要因素。因此,试图仅仅通过强化产权所有来完全实现对公司运行的有效监控是远远不够的。刘芍佳、李骥在论及此问题时也曾举了一个有关一家英国国有公司由亏转盈的例子,以此说明,产权私有化并不是决定公司治理绩效的根本原因。中国国有企业改革的历史和现状也在一定程度上说明了此问题。因此,只有将其他有关因素共同利用起来,公司的治理才能取得最好的效果。此即“超产权”理论。

三、“超产权”论(Beyond Property-Right Argument)

“超产权”论实际上是在“产权”论的基础上发展起来的一种经济理论。该理论认为:仅仅通过内部激励无法真正解决公司治理绩效问题,利润激励只有在市场竞争存在的前提下,才能达到刺激经营者增加努力和投入的作用。英国经济学家马丁和帕克(Martin & Parker)对英国各类企业私有化后的经营成效做了综合广泛的比较后发现:在竞争比较充分的市场上,企业私有化后的平均效益有显著提高;在垄断市场上,企业私有化的平均效益改善不明显。他们认为,企业效益与产权的归属没有必然关系,而与市场竞争程度有关系,市场竞争越激烈,企业提高效率的努力程度就越高。同一时期,澳大利亚经济学教授泰腾郎(Tittenbrun)在分析了85篇有关产权与效益的经济文献后也发现:企业效益主要与市场结构有关,即与市场竞争程度有关。这些综合研究表明,竞争才是企业治理机制往效益方面改善的根本保证条件,竞争会迫使企业改善机制,提高效益。如:当美国计算机行业由垄断市场结构演变为竞争市场的时候,就迫使IBM公司放弃职工终身雇用制,削减调整职工队伍,重构企业治理机制,从而使IBM扭亏为盈。

在“超产权”论看来,如果变动产权没有给企业创造“生”与“死”的抉择,而只改变了企业的激励机制,那么,这种改变并不保证企业绩效一定会提高,比如英国铁路局私有化后的绩效比私有化前下降;再比如俄罗斯在市场竞争未发展的前提下进行大规模企业产权改革(私有化运动),导致了企业从计划垄断到市场垄断,造成工业产出在私有化后普遍下降,单一的产权改革对提高企业有效供给并未奏效。由此可见,产权变化并不是企业治理机制改善、效益提高的必要保证条件;相反,企业只有通过竞争才能改善机制,提高效益,原因是竞争将会创造两种结局:“生存发展”与“淘汰死亡”。企业如果不改进治理机制,它将面临竞争淘汰,要生存发展,就要不断地创造有利于提高效益的治理机制。这就是为何英国经济学家在实证中发现在竞争市场中私有化后的企业效益普遍比国有化时有显著提高的直接原因。

超产权论(beyond property-right argument)在此基础上做了进一步扩展,认为利润激励只有在市场竞争的前提条件下才能发挥其刺激经营者增加努力与投入的作用。换言之,超产权论不认为利润激励与经营者努力投入之间有必然的正相关关系。在完全没有



竞争的市场上,企业产品无替代性,经营者完全可以通过抬价的方式来增加利润收益。这种“坐地收租”的方式不会刺激经营者增加努力与投入。这就是英国经济学家马丁和帕克发现在垄断市场上,企业私有化后效益改善不明显的根本原因。

超产权论把竞争作为激励的一个基本因素,其逻辑依据是20世纪90年代发展起来的竞争理论,具体内容由四部分组成,即:竞争激励论、竞争发展论、竞争激发论与竞争信息完善论。

竞争激励论指的是竞争能产生一种非合同式的“隐含激励”(implicit incentives)。这种隐含激励来自于三个方面的动力:(1)信息比较动力。竞争可以让企业经营者的能力与努力程度的信息更加充分公开,从而做到更有效地监督与激励经营者。比如同一市场中两个企业在产品同质、技术工艺相同的条件下竞争,其差异反映了两家企业经营者的能力与努力程度的不同;(2)生存动力。完善的竞争产生两种结局:“生”与“死”。经营者为了生存,在竞争面前只能奋发努力,提高效益;(3)信誉动力。企业经营者的能力只有在竞争中才能体现出来,竞争为企业经营者的能力提供了信誉认可。因为没有经过竞争锻炼出来的经营者,他的能力认可可是极为有限的,由此为了在竞争中体现自己的能力,竞争者的理性选择是高努力多投入。

竞争理论的第二个方面是竞争发展论。该理论的第一个主要论点是生存竞争筛选论。竞争把高效率的企业筛选出来,让其发展;同时又把低效率的企业筛选出来,让其关闭。第二个主要论点是企业发展论。竞争加强了效益对企业发展的直接影响,这种影响使得高效益企业不断发展市场,扩大规模。如果没有竞争,高效益企业不会发展,低效益企业也不会被淘汰,结果企业没有动机去提高效益。

竞争理论的第三个方面是竞争激发论。该理论阐明的是决定企业竞争的基本因素有三个:(1)企业的目标利益是否具有对抗性,比如企业是否都追求利润最大化,对抗性是保证激发竞争的必要条件;(2)短期违约利益与长期合作利益比较,前者大于后者有利于竞争;(3)企业之间非对称性。竞争力高的企业愿意竞争,竞争力低的企业愿意合作。这个理论的贡献在于它否定了在市场中只有私有企业占主导的时候才能发展竞争的论点。换言之,创造市场竞争与企业产权归属无关。

竞争理论的最后一方面是竞争信息完善论,该理论阐明在信息不对称的情况下,比较竞争有利于信息完善。

这些竞争理论不仅为超产权论发展竞争激励提供了理论基础,同时还为把企业治理机制从产权中分离出来提供了逻辑依据。市场竞争给企业创造“生”与“死”的抉择,在这个抉择面前,不管企业属于谁,只要它们想生存发展,它们就得改善企业治理机制,提高效益。这种选择的最终结果是企业治理机制与效益趋于类同,否则治理机制差的企业就会被淘汰。这个逻辑告诉我们,在考虑竞争因素后,市场进化的长期最终效应是治理机制不受产权归属



所决定。这也许就是法马 (Fama) 所说的企业产权归属对现代工业企业并不意味着什么真正含义。不过,这种长期结论并不排斥产权影响治理机制的短期结论,因为在短期中,市场竞争还未达到最后均衡,企业之间仍存在着机制与效益的差异,这种差异很可能受产权归属或其他因素所影响,但这种差异最终会被竞争消除掉。

由此可见,在短期内,通过产权而迅速改善治理机制是有积极意义的。但是,产权变换后并不等于企业就可以高枕无忧,企业持久成功取决于治理机制能否不断改善来适应市场竞争,否则,即使产权变换后,企业也会被淘汰。另外,对坚持产权归属不变的国有企业,只要实施企业治理机制改造,引入与市场竞争相适应的治理机制,那么,最终为市场竞争所淘汰的应是国有企业的旧体制。这就是为什么一些中西方国有企业能够在激烈的市场竞争中生存发展,而另一些私有化了的企业却经营不善、效率低下最终成为收购“靶子”或破产的原因。

从上述的讨论中所得到的启发是:面对长期的市场竞争的进化结局,讨论如何改善企业治理机制应该比讨论产权归属更具有现实与长远的意义。(1)产权变换对改变企业的治理机制有积极作用,但是治理机制的改善才是产权变换的真正含义及目的。西方很多国有企业之所以私有化,其目的在于通过产权变换来改变治理机制,即从行政治理机制转变为商业化的治理机制。(2)如果不同产权制度下的治理机制都类同并趋于完善,则产权变换对改变企业成效不会有本质影响,但有一点例外,就是通过改变产权会给企业带来发展资金和新的发展机会,如中国国有企业的股份制改革。(3)产权变换不等于治理机制一定会改善,竞争才是保证治理机制的先决条件。竞争越激烈,企业提高绩效的动机就越强烈,因为竞争给企业带来了“生”与“死”的抉择。

如果一个经营者对企业产权的拥有程度能用其对剩余利润的占有率来衡量的话,则根据传统产权论,经营者利润占有率越高,产权拥有也越多,由此他对企业的关切与投入的精力也越多,这样企业绩效也会越好。与传统产权论不同的是,超产权论认为靠利润激励去驱动经营者的努力必须要有竞争市场为前提。给定利润激励,市场竞争就像一个放大控制器,竞争越激烈,利润刺激经理努力工作的作用也越大。同时,竞争还影响企业治理机制的改善,市场竞争不仅对利润与经理的努力之间的关系有影响,而且对企业治理机制的改善也有影响。

超产权论丰富和发展了产权论。产权论只阐明了产权或利润激励与企业效益之间的关系;与之相比,超产权论不但概括了这一关系,同时还发展竞争激励和企业治理机制与效益之间的关系。产权论只阐明了自然人私有企业是激励机制的最高形式,而超产权论却阐明了在什么条件下自然人私有企业比公共(包括私有)企业具有优势,在什么条件下前者又比后者具有劣势,尤其是国有企业要改革成功的先决条件是什么。超产权论认为激励、完善信息、企业发展和市场进化对于企业治理具有重要的影响,但竞争是企业机



制改善、效益提高的最根本的保证条件。相比之下,超产权论所强调的竞争激励与治理机制,比产权论在实证解释方面更具有内在逻辑性,它既能解释私有企业的成功,也能解释国有企业的不败,而产权论却无法对有些现象进行解释,如国有企业的成功。

超产权理论对于公司治理的理论价值集中体现在它使公司治理结构的设计者们将注意力投向了股东以外的能影响公司治理绩效的其他因素。

第三节 人力资本理论

自美国经济学家西奥多·舒尔茨于20世纪60年代提出人力资本理论以来,人力资本已经成为经济学等社会科学中一个极其重要的范畴。相对于物质资本概念的人力资本,对于经济发展的重要性日益引起了理论界及实务界的高度重视。有关理论成果对于公司治理结构的型构也产生了直接的影响,人力资本理论也因此而成为人们研究和设计公司治理结构的一个重要的理论基础。

一、人力资本产权及其产权特征

(一)人力资本的概念

什么是人力资本呢?从现有文献来看,这个问题仍存在较大的争议。在古典经济学和新古典经济学中是没有人力资本这个概念的。在那里,资本仅仅被视为投入生产中的与劳动相对立的非人力生产要素,如资金、厂房、机器设备、原材料等。目前,国内外经济学界对人力资本的定义主要有三种代表性观点^①:一是从人力资本的内容加以定义。舒尔茨指出:“人的知识、能力、健康等人力资本的提高对经济增长的贡献远比物质、劳动力数量的增加重要得多。”一些学者以此为据,把人力资本定义为劳动者的知识、技能、体力(健康状况)的总和。还有一些学者对人力资本的内容进一步扩充,认为国民的道德素质、信誉和社会关系可以节约社会和个人的交易费用,因而也属于人力资本的内容;二是从人力资本形成的角度进行定义。贝克尔指出:“人力资本是通过人力投资形成的资本;……用于增加人力资本投资。”^②因此,一些学者又认为,人力资本是指人们在教育、职业培训、健康、移民等方面的投资所形成的资本;三是从人力与资本两方面的特点对人力资本进行定义。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》这样解释:“作为现在和未来产出与收入流

① 西奥多·舒尔茨著. 人力资本投资. 北京:商务印书馆,1990. 47

② 加里·贝克尔著. 人力资本. 北京:北京大学出版社,1987



的源泉,资本是一个具有价值的存量。人力资本是体现在人身上的技能和生产知识的存量。”^①因此,又有一些学者把人力资本定义为依附于人身上的具有可投资性和增值性的价值存量。

以上三种观点各有利弊。第一种观点虽然强调了人力资本的内容,但忽略了人力资本的“资本”特征,这使得人们很难将人力资本与作为“体力和脑力总和”的劳动力概念区分开来。第二种观点虽然强调了人力资本的投资性,但忽略了人力资本的“人力”特征,这种简单地把资本理论扩展到人身上,在物质资本与人之间进行简单类化,很容易抹杀劳动与资本的本质区别。第三种观点虽然比较全面,但对人力资本的“资本”特征与“人力”特征的认识遗漏了两个关键:一是人力资本化的产权含义,即人力资本作为一种产权,是其产权主体追求效用最大化的重要手段,本质上体现了人与人之间的经济利益关系;二是人力资本具有异质性和边际收益递增性,这与物质资本的同质性和边际收益递减性相比,是一个显著特点。

综合上述分析,笔者认为,人力资本是指特定行为主体为增加未来效用或实现价值增值,通过有意识地投资活动而获得的,具有异质性和边际收益递增性的依附于人身上的知识、技术、信息、健康、道德、信誉和社会关系的总和。这一定义不仅明确了人力资本的主要内容,而且揭示了人力资本的“人力”特征和“资本”特性。与劳动力范畴相比,人力资本具有投资性、增值性和收益性等“资本”特征;与物质资本范畴相比,人力资本具有人身依附性、异质性和边际收益递增性等“人力”特征。

(二)人力资本产权

从历史的角度看,企业的组织形式大体上经历了这样一个发展变化过程,即从古典资本主义企业、合伙制企业,到无限责任公司、有限责任公司,再到股份公司、分享制股份公司。这个过程表明,人力资本所有者在企业中的地位不断上升,而非人力资本所有者在企业中的地位不断下降,即这是一个人力资本在企业中被逐步挖掘和重视的过程。

一般认为,人力资本产权是关于人力资本的所有权、支配权、使用权、收益权等一组权利的总和,人力资本产权关系包含了人力资本投资、人力资本使用和人力资本收益等过程中的一系列经济关系。从这个定义出发,人力资本产权的结构包括人力资本的所有权及其派生出来的使用权、支配权、收益权等权利。

二、人力资本产权的特征

(一)人力资本与其所有者天然融为一体,不可分离

众所周知,非人力资本与其所有者是可以分离的,非人力资本可以在不同的所有者

^① 新帕尔格雷夫经济学大辞典(中文版),北京:经济科学出版社,1992



之间相对容易地转移,而人力资本却做不到这一点。周其仁(1996)的研究表明,不管在什么样的社会中,人力资本与其所有者不可分离的状况都是无法改变的。不仅在罗森(Rosen,1985)所说的“自由社会”里,人力资本与其所有者是不可分离的,而且在巴泽尔(Baze,1971)所考证的奴隶社会里人力资本也只属于个人的命题仍然成立。因为在奴隶社会里,奴隶主尽管可以全权支配奴隶的劳动并拿走全部产出,但奴隶是一种“主动的资产”,他(她)依然可以控制自己劳动努力的供给。所以,为了节约奴隶制的费用,一部分奴隶主不仅必须善待奴隶,而且只好实行定额制,即允许奴隶在超额后拥有自己的私产,以至一些能干的奴隶积累了财富,直到最后买下了他(她)自己,成为自由民。这说明,即使在奴隶制的法权结构下,人力资本天然属于个人的产权特征依旧没有改变。此外,在马克思设想的社会主义社会里,尽管一切非人力资本都已经归全社会公有,市场也已消亡,但还要“默认不同等的个人天赋,因而也就默认不同等的工作能力是天然特权”^①。也就是说,人力资本与其所有者不可分离的产权特征是一种天然属性,不会因社会制度的变迁而改变。

(二)人力资本的价值难以准确度量,而且价值信息易于隐蔽

首先,不管是实物形态的非人力资本,如机器设备,还是价值形态的非人力资本,如有关价证券,其价值的大小都可以通过一定的尺度来度量,可人力资本,如管理能力、知识等,是难以用普遍认可的标准来进行度量的。人力资本的定价问题一直是经济学中一个悬而未决的难题。其次,在非人力资本市场上,虽然也存在卖方与买方的信息不对称问题,但非人力资本所显示出来的市场信号,总是可以让双方据此作出大致的估计。而在人力资本市场上,虽然也存在学历证书、职业证书、个人简历等人力资本价值显示信号,但相对非人力资本的价值信息而言,这些信息是残缺的,而且是难以直观量化的。同时,由于人力资本价值更多的是在人力资本运用的过程中体现出来的,这就必然决定了人力资本价值信息具有更大的可隐蔽性,即:一个人能够做什么,不能做什么,在工作中付出了多大的努力,只有他(她)自己最清楚,别人是无法知晓的。

(三)人力资本具有多样性与专用性

同丰富多彩的非人力资本一样,人力资本也是多样性与专用性的有机结合。每个人都有自己的爱好与特长,每所大学都有自己的不同专业,每个企业也都有各自的不同工种,这些差异从总体上表现出人力资本的多样性,从个体上表现出人力资本的专用性。

三、人力资本产权的基本结构

(一)人力资本产权的所有者

对于人力资本究竟归谁所有存在不同的观点。

^① 马克思:哥达纲领批判。见:马克思恩格斯选集3卷。北京:人民出版社,1972。12



第一种观点认为,人力资本属于其承载者,持这一观点的人为数众多。为了证明自己的观点,许多研究者都引用马克思、罗林、巴泽尔等人的有关论述来加以佐证。如:马克思在其《哥达纲领批判》中曾写到:“默认不同等的个人天赋,因而也就默认不同等的工作能力是天然特权。”新劳动经济学的代表人物舍温·罗森则指出,人力资本的“所有权限于体现它的人”,亦即人力资本产权归属于人力资本的携带者而与多元的投资者无关,但他强调此种产权特性的前提条件是必然在“自由社会”里,其意是排除掉可以蓄奴的奴隶社会,因为既然奴隶是属于奴隶主的私有财产,那么奴隶的人力资本当然也是奴隶主的私人产权。另一位美国经济学家巴泽尔根据其对奴隶制度的研究对罗森的上述观点进行了修正,从奴隶是一种能够控制其人力资本供给的“主动财产”的角度出发,他认为即使在奴隶制下人力资本仍然属于其承载者——奴隶所有,从而进一步强化了人力资本“天然”属于其承载者的论点。

但国内研究者黄乾对巴泽尔的上述观点又提出了反驳,他认为,虽然奴隶可能选择怠工、逃跑等方式来影响其人力资本的供给从而迫使“奴隶主必须花费资源,才能监督奴隶的劳动,维持奴隶的消费,防止奴隶逃亡”,但这些只是奴隶主为维持奴隶制度的正常运作而支付的必需的“监控成本”和“管理成本”,并没有如巴泽尔所认为的那样否定了奴隶主对奴隶(及其人力资本的)完全所有权。

第二种观点认为人力资本属于其投资者。该种观点的主张者认为,在判断人力资本的所有权问题上应该同样适用产权经济学中的“谁投资,谁所有”的原则。根据现代经济的法则,人力资本产权应该通过对人力资本的投资(或某种形式的交换)来获得,或者说,人力资本产权归人力资本投资者所有。既然人力资本的投资主体包括了国家、企业、人力资本承载者个人等多种主体,由此形成的人力资本也就具有了国家、企业、个人等多个所有者,而不是独一无二地属于承载者个人。

但是,由于无论在何种情况下人力资本的形成均需要其承载者付出相应的时间、精力等等学习成本,因此,如果从长期角度来考虑,应该把人力资本承载者视为唯一的投资者,至少是最主要的投资者。这是因为可以把他人(包括父母、企业、政府及其他机构和团体)的投资视为一种借贷资本,并通过收入、保险、利润、税收等经济利益形式偿还债权人。这是又一种人力资本归属观点。除此之外还存在一种将此种投资视为股本投资的观点,即人力资本产权具有“股份性”,将进行人力资本投资的个人、国家、企业、父母等投资主体视为由此形成的人力资本的股东。

笔者认为,在分析人力资本的所有权归属时有两个因素是至关重要的:一是特定的社会经济制度下个人(人力资本承载者)的人身自由程度;二是人力资本的投资主体结构。

据此,人力资本“天然”、“独一无二地”属于其承载者所有的观点是值得商榷的。这



一观点既不符合历史事实(如奴隶制度下的情形),也无法对当代经济生活中的一些现象作出合理解释。例如:在当前的高等教育制度下,国家对于“跨范围就业”或出国留学的高校毕业生会收取一定金额的“培养费”,企业在为员工提供培训进修机会的同时,往往会要求有关员工签订为企业服务一定年限的劳动契约,等等。如果认为人力资本理所当然地为其承载者所专有,那么如何理解这些在日常生活中普遍存在的经济行为?合理的解释应该是:“谁投资,谁所有”的经济原则同样适用于对人力资本所有权归属的分析。同一人力资本可能有多个所有者,但其承载者总是最主要的所有者,并且其与人力资本的其他投资主体(所有者)的关系通常表现为一种类似债务债权的关系。

(二)人力资本收益权

人力资本的收益权是指人力资本产权主体享有的对人力资本因使用而产生的经济利益的分配权。人力资本的收益权问题是一个关于人力资本所有者(企业经营者、技术创新者等)应否及如何分享企业利润的问题。在我国,由于众所周知的社会制度、意识形态上的原因及转轨时期公有制企业在收入分配上存在的一些弊端,人力资本产权关系中的这一方面被普遍地与企业的所有权、治理结构问题密切联系在一起,并在人力资本和非人力资本所有者之间何者应该拥有企业所有权的问题上引起了广泛激烈的争论。

在早期的资本主义企业里,通常所说的资本家实际上是人力资本所有者和物质资本所有者两种身份的合一,尽管在经典作家的有关论述中其人力资本所有者的身份往往被忽略。在此情况下,由于企业经营收入在扣除工资、成本之后的利润全部归身兼两种身份的资本家所有,因此人力资本的收益权就没有必要单独作为一个问题提出。随着企业组织制度的逐渐演进,人力资本与非人力资本日益相互分离,出现了通常所说的所有权与经营权分离的企业模式及一个相对独立的职业经理人阶层。在此情况下便出现了作为人力资本所有者的经营者阶层与作为非人力资本所有者的公司股东之间如何确定合理可行的利润分享比例的问题,人力资本的收益权问题由此开始凸显。进而,随着人力资本理论的兴起,理论界逐渐倾向于将现代企业制度视为人力资本与非人力资本之间的契约,其直接含义即不仅将企业家放在经营者的地位,而是将之提高到与出资人同等的地位。

人力资本的收益权问题实际上是一个关于人力资本应否及如何分享企业利润的问题。在创造企业财富中起着重要作用的人力资本理应参与企业的利润分配,得到与其贡献相对应的资本报酬。这一观念可说已经逐渐成为各界上下的共识,因此人力资本的收益权问题就集中体现为一个企业利润如何在人力资本所有者和非人力资本所有者之间进行合理分配的问题。这一分配比例由企业中人力资本与非人力资本所有者双方的契约所确定,具体地取决于特定的企业环境中某一人力资本的使用价值、人力资本与非人力资本所有者双方的谈判能力、社会制度环境等诸多因素,而不必要也不应该与企业所



有权问题联系在一起。

就人力资本所有者而言,其人力资本的收益权具体表现为要求得到与其贡献相应的资本报酬的权利,而不论这种报酬是以货币还是股份的形式实现的。只要这些不同的报酬表现形式是可以方便转换的,它们对得到报酬的人力资本所有者来说就没有差别。可以认为,人力资本的收益权其本质只在于要求得到与其贡献相对应的报酬,而并不要求对企业的所有权。

四、人力资本理论对公司治理结构安排的影响和意义

(一)人力是一种能创造价值的资本

马歇尔在研究古典经济学范式时发现,同样的要素投入在不同的组织里,产出能力会出现很大的差异,这部分产出增加或产出漏损在古典经济学中并没有得到应有的解释。究竟是一种什么要素的参与产生的呢?马歇尔发现:由于劳动力、资本力和资源禀赋力相互之间具有一定的替代性,但决定这种替代性能否在企业中实现却并不取决于劳动力、资本力和资源禀赋力本身,而决定于一种决定这些“力要素”的组织。一个主要由劳动力投入为主的企业形态通常被称为劳动密集型企业,由资本力投入为主的企业被称为资本密集型企业,而由资源禀赋力为主的资源型企业则被称为资源密集型企业。所以,企业的产出能力还要决定于劳动力、资本力和资源力之间的替代率以及决定这种替代率实现的“力”——组织力。于是,马歇尔把组织力作为第四种生产要素纳入到经济学理论分析中。

随着知识经济的兴起,知识力要素又继组织力要素而成为又一个生产力要素,并被纳入经济学分析的范围,成为企业生产函数的一个参数。

然而,虽然我们通过“力”要素的逐步加入,找到了许多要素投入和产出流量及服务流量之间的漏损原因,但在现实经济活动中,我们依然还能看到这样一些情况——在同样的要素投入和同样的环境中,企业最后的产出结果还是存在很大差异。显然,这里还有某种“力”要素被遗漏了,否则同样的要素投入所得到的产出流量应该是相等的。这种“力”要素就是我们要寻找的“经营力”。“经营力”是企业“配置力”要素中的提升力,是企业综合素质、核心竞争力的反映,是经营者群体对企业结构优化和决策优化产生的生产力^①。这种力要素有三个特点:(1)它贯穿在企业的整个经营过程,使企业的运作表现为一种经营意识和经营行为;(2)经营力是企业对自身未来发展的一种设计力。经营力强的企业,通常会表现出卓越的企业风格,这种风格会贯穿在企业对内的组织、管理和对外的市场机会捕捉等若干领域;(3)经营力是企业内部与环境相互交换物质、能量、信息

^① 唐丰义,房汉廷.经营力:一个新的理论假说.经济研究,1999(2)



的能力。一个经营力强的企业,既能与外部进行有效的物质、能量交换,更能与外部进行有效的信息交换,并从中确定自己的市场机会和竞争定位。经营力薄弱的企业,通常表现为这种对外交换过程的低效,不能在有限的时间、空间内达到交换过程的帕累托优化。

综上所述,经济增长要素除劳动力和资本(物质资本)外,还有其他要素。在这些要素中人力^①已成为一种财富增长的一个独立因素,一个对价值的创造具有原创作用的资本。

(二)人力资本的所有者应对公司享有剩余索取权

按传统的企业理论,企业仅仅是由物质资本构成,企业运行的所有风险均由物质资本所有者来承担,因此,企业的剩余索取权或企业所有权只能由物质资本所有者享有。然而,人力资本理论和新经济增长理论的研究表明,在以知识经济为基本特征的现代社会,人力资本和物质资本一样是价值和财富的直接创造力量。人力资本的所有者和物质资本的所有者一样与企业运行的结果存在密切的关系,同样要承受企业运行的风险。既然人力资本所有者和物质资本的所有者一样与企业存在利害关系,那么,就应该在企业与人力资本所有者之间设定一种具有“刚性”的关系。从法学和立法的层面上看,设定这一“刚性”关系的技术性手段就是在人力资本所有者和企业之间形成一种权利义务关系。具体而言,就是也给人力资本的所有者赋予一个剩余索取权。

(三)人力资本所有者应成为公司治理结构的一支独立力量

既然人力资本所有者对于公司的运行具有利害关系,那么,公司治理中就应该安排一种机制以便让人力资本所有者的利益能够得到合理的体现和保障。从公司治理的角度看,实现这一目的的途径和手段就是在让人力资本的所有者成为公司治理结构中一支独立力量。

综上所述,人力资本理论不仅对劳动价值理论的发展和完善具有重要意义,而且对公司治理结构的型构也具有重大的影响。因为,根据这一理论的政策含义,人力资本所有者将被确认为合法的企业所有者,这无疑将改变公司治理结构设计的逻辑基础。仅就其对公司治理结构的影响来看,它为职工参与公司治理、激励(包括对经理层的激励、对职工的激励、对技术专家的激励)手段的开发和运用提供了直接的理论支撑。

^① 人力有各种表现形式,如组织力、知识力、经营力等。

第四章 公司治理结构型构的基本理论问题

第一节 公司治理结构型构逻辑起点的理论分析——剩余索取权的归属

一、剩余索取权及其归属

根据经济思想史提供的文献,对剩余索取权归属的经济学分析至少可以上溯到17世纪资产阶级古典政治经济学。迄今为止,经济学在有关剩余索取权归属问题的理论分析中,大致形成了以下四种模式^①。

(一)三位一体模式

该模式由法国庸俗政治经济学的鼻祖萨伊创立。萨伊认为,劳动、资本(生产工具)和自然(土地)是商品生产的三个要素,同时也是商品价值的创造者。萨伊从“效用价值论”出发,认为商品生产的三个要素既然创造了效用(价值),因而也就创造了收入:劳动创造工资,资本创造利息,土地创造地租。既然生产三要素是价值的源泉,那么,每一个生产要素的所有者都应得到他们各自创造的收入:工人得到工资,资本家得到利息,土地所有者得到地租。马克思把萨伊的这种模式称为“三位一体公式”。

^① 赵磊. 剩余索取权归属的理论分歧与现实变化. 经济学动态, 1998(8)



(二) 剩余价值模式

该模式由马克思创立。马克思认为,商品价值的源泉只能是工人的劳动。工人的劳动既创造了新价值,又转移了旧价值。工人的劳动又分为必要劳动和剩余价值。因此,资本家所拥有的剩余索取权,本质上是对工人剩余劳动的无偿占有。需要指出的是,尽管马克思主张剩余价值应当归劳动者占有,但他同时认为,剩余价值在现实中的占有取决于生产资料的所有制形式。

(三) 效率选择模式

该模式是在当代西方产权理论的基础上逐步发展起来的。虽然“效率选择”模式的内容比较庞杂,立论依据也不尽一致,但其理论分析中都包含着一个共同的命题:剩余索取的归属取决于能否产生出更高的效率。

1. 低交易费用

由于某些资产的特异性和信息不对称,剩余索取权的非对称分配有助于降低交易费用(格罗斯曼和哈特,1986)。管理者拥有剩余索取权之所以必要,乃是因为对管理者服务直接定价的成本过高,使得企业的剩余索取权最好由管理者来获得。因此,管理者拥有剩余索取权其实就是对管理服务的间接定价。

2. 激励监督

企业本质上是一种“团队生产”方式,为了避免团队成员的偷懒问题(搭便车),就必须让部分成员专门从事监督其他成员工作。问题在于,如果监督者不拥有剩余索取权,他们就会缺乏监督的积极性(阿尔钦和德姆塞茨,1972)。

3. 不确定性和风险

在市场竞争中,企业家(经营者)创新精神的发挥与企业产出的剩余正相关。资本所有者的投入行为承担着选择风险,因而他应当获得相应的风险报酬;而经营者的创新活动承担着不确定性,因而其报酬中应当包含剩余收益。剩余索取权是对经营者在不确定性背景下发挥创新精神的回报。

(四) 人力资本产权模式

该模式是在人力资本理论的基础上发展起来的。周其仁(1996)对其内容作了较为深入的阐发:在古典企业里,企业的物质资本所有者同时又兼任企业的管理者和企业家。随着现代企业组织的发展,企业家才能和管理才能这些人力资本从一体的资本里分离出来,古典“资本家”逐渐被一分为二:一方面是单纯物质资本的所有者;另一方面是企业家(管理者)人力资本的所有者。与此同时,物质资本本身固有的“消极货币”本性也逐渐凸显出来:人力资本在现代企业中的相对地位急剧上升,而物质资本在现代企业中的相对重要性日趋下降。不是非人力资本的存在,才使得个人、经理和企业家人力资本的所有者“有碗饭吃”,而是人力资本所有者保证了非人力资本的保值、增值和扩张。人力资本



所有者的权利一旦受损,产权的主人就会将其人力资本“关闭”起来,其资本的经济利用价值便会立刻贬值或荡然无存。因此,企业家和管理者作为人力资本的所有者,应当享有企业经营的剩余。

二、公司治理的主要理论流派

(一)金融模式论

金融模式论,也称金融市场理论。该流派的方法论和理论逻辑是,从金融的角度来观察公司治理制度存在的缺陷,并通过改变融资关系的变量来制约和控制公司。这是美国主流观点,该理论认为,股东拥有公司,公司应按照股东的利益进行管理。公司的价值可以在金融市场得到表现,或者说最大化股票的价值即等同于最大化公司财富创造,其理论基础是有效市场理论,即股票价格完全由金融市场决定并有效地反映该公司的所有相关信息。根据这一理论,金融市场能够比较有效地解决代理问题,特别是在校正公司扩张投资或建立公司帝国以及公司管理层对股东的不负责任的行为等方面,因为,控制权市场的存在将使价值下降的公司面临被收购的威胁。

然而,这一理论同时也承认,迫使不负责的经理人员承担责任的主要机制——控制权市场事实上在很大程度上被摧毁或削弱了,因此,该理论也提出了相关的改革公司治理结构的措施,其政策着眼点在于试图促使经理人员对股东的利益更负有责任。

(二)市场短视论

这一理论认为,金融市场是短视和缺乏忍耐性的,股东们并不了解自身的长期利益,在公司为长期利益进行投资(如在研究与开发以及在市场拓展战略等方面进行持续投资而延期对股东支付)时,股东们通常会倾向于卖出股票进而降低股票的价格。因此,该理论认为,来自金融市场的短期压力迫使公司管理层在很多情况下将精力集中在短期业绩上,因此公司可能实际上是在进行低业绩的操作,并导致牺牲了长期利益和竞争能力。早在1980年哈佛大学商学院的哈耶斯(Hayes)和阿伯纳思(Abras)就指出:美国公司控制和管理方式中的制度安排将削弱整个美国的竞争地位,美国公司管理正遭受“竞争性短视”的损害。市场短视理论认为:金融市场模式理论的基本前提是错误的、不现实的,股票价格在公司实际潜在的价值上提供的只是一种粗浅的信息。因为:第一,股票价格运动基本上是无规律的;第二,股票价格的变化是由投资经理们的交易行为所带动的,而这些经理们则是根据他们的短期业绩来取得报酬的;第三,投资经理们在评估公司长期投资方面可能是误导性的。

基于以上观点,市场短视理论提出了与金融市场模式截然相反的公司治理改革措施,即当金融模式理论的主张者极力强调增加股东对公司的监督和控制时,市场短视理论则将改革方案集中在如何使经理人员从股东的压力(或者说金融市场的短期压力——



短期股票价格业绩的压力)中解放出来,包括替代性地通过阻止交易和鼓励长期持有股票来试图实现股东的利益等。

(三)利益相关者论

与金融模式理论和市场短视理论的分歧不同的是,第三种理论与前两者的分歧首先体现在公司的目标上。相关利益者理论认为,公司存在的目的不是单一地为股东提供最大化回报。这种观点又有两种不同的意见:一种意见认为,公司应是一个社会责任的组织,它必须服务于一个较大的社会目的,这种观点在20世纪60至80年代初普遍被消费者主权的倡导者、环境保护主义者和社会活动家等接受,并于80年代为部分公司经理人员用来支持其反接管政策;另一种意见认为,公司的存在是为社会创造财富,股东们实际上十分了解什么是他们拥有资本的自我利益(无论是长期的,还是短期的),但很可能股东利益的最大化往往同整个社会的财富创造最大化不一致,也就是说,公司政策可以为股东创造更多的财富,却未必形成最佳的社会总财富。

相关利益者理论的支持者认为,公司治理改革的要点在于:不应把更多的权利和控制权交给股东,相反,公司管理层应从股东的压力中分离出来,将更多的权利交给其他的利害相关者,如职工、债权人,或者(在某些场合还包括)供应商、消费者及公司运行所在的社区(布莱尔,1995)。其中,一个重要的改革方案就是增加职工的所有权和职工对公司财产的控制权,赋予关键的利益相关者进入公司董事会。

另外,卢昌崇在1999年提出了“公司治理是对政府管制的部分替代”的观点也较有新意^①。

三、公司控制权归属的实证分析

(一)公司控制权应该归谁

企业契约理论认为,企业之所以在一定范围内取代市场,是因为能够借助权威节约交易费用,提高企业效益。在企业契约理论看来,企业是一种关系契约,这一契约确定了企业成员的合作方式,以及合作过程中重大事宜的处理程序和原则,其中最关键的,是确定了契约未尽事宜处理权的归属即企业权威的主体。企业契约的理论对企业制度的探讨,集中在应该由谁在什么时候以什么方式行使企业决策权,并把风险责任与风险收益相对称作为决策权配置的原则。在企业契约理论看来,企业决策者必须是企业风险的承担者,必须具有风险承担的能力和动力。由于企业风险集中体现在剩余索取权上,因此决策权配置也围绕剩余索取权展开,表现为企业控制权与剩余索取权的匹配。剩余索取权归谁,企业控制权也就归谁,后者是前者的派生权益(张维迎,1995)。

^① 卢昌崇. 企业治理结构. 长春:东北财经大学出版社,1999



(二) 控制权实际归谁

关于企业控制权实际归谁的研究,是一种描述性研究,需要判断的依据。就是说,在说明企业控制权实际归谁之前,应先界定什么叫企业控制权。现有的研究对此尚无统一回答,但从对企业内部人控制^①问题的研究中,可以看出如何理解企业控制权实际归谁的共同思路。

即从内容上看,企业控制在谁手中,意味着谁在支配着企业行为并以此实现着自己的利益。从形式上看,企业控制在谁手中,意味着谁有能力支配企业行为并使这种能力取得合法的地位。由此可以得出如下结论:所谓企业控制权,是支配企业行为以实现自身利益的能力。谁具有这种能力,企业控制权就归谁所有^②。

把这个定义应用于分析实际状况,可以建立判断企业控制权实际归属状况的操作性标准。第一,企业的经营管理活动由谁支配。例如企业的生产、投资和就业水平是由谁决定的。第二,这种经营管理活动以谁的利益为中心。例如企业经营收益主要体现为利润还是体现为员工福利(陈清泰,2000)。以此考察企业控制权状况,可以看到控制权实际归属的不同类型,即归投资者所有、经营者所有、劳动者所有和共同所有等。

考察企业控制权实际归谁的研究,可以得出如下的结论:第一,企业控制权归属是企业控制状态的集中体现,具有客观规定性,必须通过对实际情况的描述来加以概括。第二,由正式制度所确定的职权是企业控制权归属的重要标志,但不是根本标志,二者之间可能统一也可能分离。也就是说,不能简单地认为职权拥有者就是企业控制者,二者没有必然的联系。

(三) 企业控制权能够归谁

企业法人治理结构所要解决的,是由于所有权和经营权分离所造成的代理问题。但由于人们对所有者和经营者这两个概念的理解不同,因此关于法人治理结构建设也就有不同的思路。企业契约理论认为,企业所有权的实质是企业剩余权益归属,剩余权益归谁谁就是企业所有者。但从同样的原则出发,对于剩余权益归谁却有不同的结论。一种观点认为只能归投资者,由此提出投资者本位的法人治理模型(张维迎,1995);另一种观点认为应该根据不同情况归企业不同利益相关者,由此提出相机治理的法人治理模型(杨瑞龙,1997)。前一种观点对所有者和经营者做出了严格划分,认为二者分别属于物力资本所有者和人力资本所有者,后者不能凭其拥有的人力资本成为企业所有者;后一

^① 秦志华将企业内部人控制概括为4种类型:1.事实上掌握了企业的资产使用权。2.事实上掌握了企业的资产使用权和剩余索取权。3.合法地获得了企业的资产使用权。4.合法地获得了企业的资产使用权和剩余索取权(费方域,1996)。

^② 秦志华. 企业控制权归谁所有. 经济理论与经济管理, 2002(5)



种观点认为所有者和经营者的区分是相对的,人力资本所有者一旦取得剩余索取权,同样可以成为企业所有者。从总体上看,认为企业所有者只能是企业投资者的观点占主流地位,法人治理结构建设的理论和实践主要是在这种观点指导下展开的。

企业运行情况的实证研究表明:第一,经营者能够有效地控制企业。第二,经营者对企业的控制有可能摆脱投资者的约束。第三,投资者必须控制经营者才能实现自己的企业所有权。法人治理结构建设的任务,就是力图通过一套合理的机制,把经营者的行为纳入所有者的目标之下。为此必须解决如下问题^① 经营者对企业的控制是如何实现的?这种控制方式能否用于投资者对经营者的控制?如果不能,那么有什么其他办法?对这些问题的回答,也就是对企业控制权能够归谁的回答。

先看经营者是如何控制企业的。对这一问题可以简单地回答:一凭制度,二凭能力。所谓制度,是指经营者的经营权来自于投资者的委托,这种委托需要正式制度的确认。所谓能力,是指经营者之所以能够获得投资者的委托,是因为其自身的经营能力为投资者所需要。但一个有能力的人在取得经营权之后,是否就一定能够有效地控制企业?事实证明未必如此,控制状况还要取决于另一个重要条件,即:职权拥有者能否取得其他企业成员的信任,尤其是企业核心员工的信任,否则其决策活动就不能被有效执行。那么这种信任是怎么形成的?前面已经指出,人与人之间的理性博弈不能产生真正的信任,只有放弃了相互算计之后信任才会产生,而共同利益的形成是信任赖以产生的基本条件。也就是说,经营者之所以能够取得企业成员的信任,是因为他与企业成员形成了利益共同体,并依靠其能力成为了利益共同体的代表。由正式制度赋予职权的经营者,一旦在工作过程中建立起对企业成员的信誉,就能够有效地控制企业。

投资者能否也用这样的方式来控制经营者?不能。因为投资者和经营者的利益存在着机制性差异,二者不可能形成利益共同体,而是处于讨价还价之中。因此,投资者需要经营者又不能信任经营者,经营者离不开投资者又不能依靠投资者。为了处理好这种复杂的关系,二者必须进行理性博弈,力图通过这种博弈建立起合理的交易契约。从整体上看,契约的合理程度取决于两个要素:一是能否尽可能统一二者的目标函数;二是能否对无法统一的环节和事项建立有效的监控办法。这就是所谓的企业约束激励机制问题。

由此可见,企业控制权能够归谁的问题实际上是从一定的企业目标出发,创造条件使目标得以实现的问题。解决这一问题的关键在于两个环节:第一,经营者是否具有控制企业行为的能力;第二,投资者是否具有控制经营者行为的能力。因此,企业控制权能够归谁,最终取决于不同利益群体在企业中的地位和作用,这种地位和作用与企业组织

^① 秦志华. 企业控制权归谁所有. 经济理论与经济管理, 2002(5)





形态直接相关。

综上所述,剩余索取权应当归谁是一回事,而实际归谁又是另一回事。在传统的资本主义社会(即自由竞争时期的资本主义社会),剩余索取权由资本的所有者(资本家)所独占;在传统的社会主义社会(即计划经济背景下的社会主义社会),剩余索取权归国家和集体共同拥有。在这两种不同性质社会中,剩余索取权的归属完全符合马克思关于“生产资料分配决定生产成果分配”的命题。然而自21世纪以来,无论是资本主义社会还是社会主义社会,剩余索取权的归属都出现了不容忽视的变化。第一,在私有制仍然是财产关系基础的当代资本主义社会,出现了资本家向社会公众让渡部分剩余索取权的变化。首先,资本家向经营者让渡部分剩余索取权;其次,资本家向普通职工让渡部分剩余索取权;再次,资本家向机构法人让渡部分剩余索取权;最后,资本家向社会让渡部分剩余索取权。这种“让渡”主要是从税收政策的变化上体现出来的。对于私有财产而言,税收并不是什么新生事物。然而自20世纪以来,资本主义国家的税收发生了一些新的变化:一是普遍实行了个人累进所得税;二是无一例外地开征了遗产与馈赠税;三是出现了“负所得税”的改革,即让无纳税能力的纳税人得到一种相反方向的赋税收入援助。虽然从本质上讲,资本主义国家的税收变化意在维护资产阶级的统治,但由于国家承担社会义务的部分随之相应增加了,因而这种变化也反映了资本家向社会让渡了部分剩余索取权。第二,在公有制仍为财产关系基础的当代社会主义社会,却出现了向“新富阶层”让渡部分剩余索取权的变化。自20世纪80年代以来,随着非公有制经济成分的兴起和发展,中国社会出现了一个“新富阶层”。这个阶层主要由两类人构成:一是有资本者阶层;二是有权者阶层。就有资本者阶层来看,目前我国这个阶层的资本及其收益有三个显著特点^①:首先,资本积累率高。抽样调查表明,20世纪90年代以来,我国私营企业的年均积累率高达31%~56%。其次,剩余价值率高。有人测算,目前我国私营企业的剩余价值率平均为240%。最后,收入水平高。据调查,按中位数计算,目前我国私营企业主的年收入为2万元,利润收入为7.2万元,其它收入为0.7万元,合计约10万元。就有权者阶层来看,其成员主要包括公有企业中的厂长经理等。迄今为止,剩余索取权的界定在国家与企业之间尚未定形。这种“未定形”,一方面表明国家作为名义所有者对企业的控制正在逐步削弱;另一方面也使得某些厂长经理对占有企业剩余的要求正在逐步强化。由此形成的“内部人控制”现象已经引起了经济学界的普遍关注。

由此可见,无论是在资本主义国家还是在社会主义国家,剩余索取权的归属都正在发生着不以人的意志为转移的变化。从变化的对比中,我们可以看到:在当代资本主义社会,非物质资本所有者对剩余索取权有越来越强的要求,而在当代社会主义社会,物质

^① 赵磊. 剩余索取权归属的理论分歧与现实变化. 经济学动态, 1998(8)



资本所有者对剩余索取权有越来越强的要求。撇开社会性质和意识形态的区别暂且不论,这些变化实际上都是对各自社会所存在的弊端的一种纠正。当代资本主义国家所发生的变化是对传统资本主义无视人力资本的一种纠正,而当代社会主义国家所发生的变化则是对传统社会主义忽视物质资本的一种纠正。虽然当代社会主义所发生的变化与当代资本主义所发生的变化是如此矛盾,但两个变化都隐含了一个共同的命题:分享而不是独占剩余索取权^①。

第二节 公司治理的利益取向 ——股东抑或利益相关者

一、关于公司目的基本观点及争论

根据布莱尔的研究,关于公司治理的利益取向有两种不同的观点:

第一类观点是,公司治理的利益取向是股东利益的最大化。这类观点又可再分为两种,即金融模式派和市场短视派。这两派的不同之处主要体现在,如何圆满地实现公司治理目标的具体方法上。前者认为,通过政策激励和采取最大化短期股票价格的方法,是实现股东利益最大化的最佳方式。因为,今天的股票价格是反映公司未来利润增长的最佳市场评估。因此,他们主张为公司的控制提供一个不受限制的市场,并主张增大股东的权利。而后者却担心,来自金融市场上的压力会对公司的长期管理产生一种经验供应决策上的误导。

这是一种关于公司目的的传统观点。从传统公司法的角度来讲,股东是公司理所当然的所有者,公司存在的目的就是追求股东利益最大化。在美、英等国,公司治理的最高目标就是股东财富的创造和最大化,股东往往被视为最重要的受益人。

传统的公司法是建立在市场没有缺陷、具有完全竞争性,市场可以充分地发挥优化资源配置的假定基础上。然而,在现实中市场机制并不充分,股东利益作为一种个体利益在很多场合与社会公众的整体利益存在冲突。公司既是商事主体也是利益的聚焦点,除了股东利益之外,还存在着与其他利害相关者的利益关系。为确保公司的繁荣与发展,股东及其代理人有必要与职工、债权人、消费者、客户、社区密切合作。成功的公司既需要增强对客户和消费者的凝聚力,也需要调动职工的劳动积极性。

第二类观点的基本思想是,公司存在目的并不单一地为股东提供回报,而是必须服

^① 赵磊. 剩余索取权归属的理论分歧与现实变化. 经济学动态, 1998(8)



务于一个较大的社会目的。他们认为,公司应该是一个具有“社会性责任”的组织。这个论点曾于20世纪60年代至80年代初期普遍为消费者、主权倡导者、环保人士和社会活动家所接受,并于80年代为部分经理人员用来论证政策支持反接管的重要性,或应赋予公司更多的保护以抵制接管。在英国,早在1973年CBI公司事务委员会在《英国公众公司的责任》报告中提出为了长期收益,董事会必须承认他们对雇员、债权人、消费者、社区及全社会如同他们对股东那样负有责任,尤其强调与雇员之间保持令人满意的工作关系的重要性。英国1980年的公司法案提出,要求公司进行经营决策时既要考虑股东的利益也要考虑雇员的利益。德国的公司治理最终着眼于公司的长期财富,他们考虑的不仅仅是所有者,同时还包括其他利害相关者,如:供应商、债权人、消费者,特别是职工的权益。在日本,公司治理的目标是“家庭”的维持和兴旺。日本公司是一个利害相关者的集合,公司的发展正在被当作在受益人集团所有人的一份潜在财富。在德国和日本,尽管所有的受益人都被加以考虑,但在管理过程中仍然比英美等国公司更加重视雇员,其中一个原因是德国和日本历史上就有维持高就业率和稳定产业关系的传统。

由于这一论点在理论上从来没有得到过严谨的论证,因此,它不能给出一个明确的解释来帮助经理人员和董事在为社会利益而使用公司资源的竞争性过程中建立优先权和做出决策,也不能为公司履行其社会责任和义务提供一个强制性的机制保护。尽管如此,这种认为公司在最大化股东回报之外还应拥有部分社会目的的观点仍然获得了一些学者、政策制定者和公司治理改革的主张者的支持,而且还使那些率先思考公司治理问题的人对公司的目标问题形成了一种新的认识,即公司的存在是为社会创造财富。一些探讨公司治理问题的学者和法律实际工作者,已经在这一时期多角度地描述了公司应该追求的目标。如·德拉克(Drucker, 1991)认为,德国和日本公司的机构所有制“并不企图最大化股东的价值或任何企业‘相关利益所有者(Stakeholders)’的短期利益。确切地说,它们要最大化的是一个企业财富的生产能力(强调最初的)”。而麦尔斯特恩(Millstein, 1992)更认为:“有知识和勤奋的所有者(关联投资‘Relationship Investing’)在促使公司更好地最大化其世界经济中财富生产能力的过程中,可以发挥重要的作用(强调后者)。”依照这一论述,公司治理的目标和董事的责任是最大化公司财富的创造,在某些情况下,这一宽泛的目标将等同于最大化股东的回报,但它并不总是这样。

这些坚持公司必须为较大社会目标服务观点的人认为,金融模式派和市场短视派所提出的治理改革方案过多地强调公司经理人员和董事将精力集中在最大化股东的回报上,从而会损害其他的较大的社会目标。

从一定意义上讲,公司是社会发展到一定的阶段,人类为了更有效地促进社会经济的发展,经过反复实践而创造出来的一种经济组织形式。因此,微观地看,公司只不过是一种各种资源的要素的配置机制。历史地看,公司的根本使命是使所涉资源的配置能产



生出最大的社会经济利益。而经济学的实证研究成果告诉我们,实现资源要素最大化配置的有效手段和途径是,使各资源要素的所有者与公司运营结果之间形成一种利益关系,以确保各种资源要素能在最大的关切力下进行组合,从而产生出最大的资源效益。素罗(Thurow,1988)就主张,为公司提供关键性长期贷款的机构,应该在其公司战略的导向中发挥积极作用。因此,长期贷款人应拥有投票权,或既有与股份相关的权利,也应有投票权。

公司利益取向的社会化发展,也是资源要素稀缺性的必然要求。随着科学技术的发展,人类利用各种资源能力的不断增强,加之人口数量的增加,各类资源供需之间的矛盾越来越突出,人类面临着日益严重的资源危机。资源要素合理使用和可持续发展已成为全世界共同面临的任务。

从法学的角度讲,解决资源危机的具体方法和措施是,通过相应的权利、义务和责任的安排,使单位资源的利用能够产生出最大的社会经济利益,以达到最充分和最有效地利用有限的资源要素。从立法技巧上讲,促使某项资源要素得以充分有效利用的具体办法是,给所有资源要素的所有者赋予一种权利,使得他们能够对资源要素的利用进行有效的监管。作为个人民法向社会民法转化的具体体现的公司社会责任的确立,正是这一要求的立法反映。

基于以上分析,笔者以为,相对于将公司治理利益单一化为股东回报的最大化,而将公司治理利益设计为社会总体效益(自然包括股东的回报)最大化更为合理和科学。

二、利益相关者及其权利保护合理性的多维揭示

(一) 利益相关者

1. 利益相关者的定义

根据《牛津词典》记载最早出现利益相关者一词是1708年,它表示在某一活动或某企业中“下注”(have a stake),在活动进行或企业运营的过程中抽头或赔本(Clark,1998)的人。第一次提出公司应该为利益相关者服务的想法可以追溯到1929年通用电器公司的一位经理的就职演说(刘俊海,1999)。潘罗斯被认为是“企业利益相关者理论的先行者”(Pitelis,1998)。他在1959年出版的《企业成长理论》一书中提出了“企业是人力资产和人际关系的集合”的观念,从而构建了利益相关者理论的“知识基础”(Penrose,1959)。

20世纪60年代至70年代是利益相关者理论的初创期,对于利益相关者的定义是狭隘的,80年代至90年代初期,对利益相关者从广义上认识后,迅速兴起了对利益相关者的细分热潮,90年代中期以后,量化的评分法大大促进了利益相关者的界定工作,也使利益相关者理论具有了很强的可操作性。

对于利益相关者,不同的学者有不同的界定。1963年,斯坦福研究院的一些学者给



出的利益相关者的定义是：对企业来说存在这样一些利益群体，如果没有他们的支持，企业就无法生存（Clark, 1998）。而最早正式使用“利益相关者”一词的经济学家安索夫则认为：“要制定理想的企业目标，必须综合平衡考虑企业的诸多利益相关者之间相互冲突的索取权，他们可能是雇员、工人、股东、供应商以及顾客。”（Ansoff, 1965）到20世纪70年代，利益相关者理论开始逐步被西方企业接受，并逐渐产生了影响。进入20世纪80年代以后，随着经济全球化的发展以及企业间竞争的日趋激烈，人们逐渐认识到经济学家早期从“是否影响企业生存”的角度界定利益相关者的方法有很大的局限性。1984年，美国经济学家弗里曼给出了一个广义的利益相关者定义。他认为：“利益相关者是那些能够影响企业目标实现，或者能够受企业实现目标的过程影响的任何个人和群体”（Freeman, 1984）。这个定义不仅会影响企业目标，而且个人和群体也被视为利益相关者，同时还将受企业目标实现过程中所采取的行动影响的个人和群体看作利益相关者，正式将当地社区、邮政部门、环境保护主义者等实体纳入利益相关者的范畴，大大扩展了利益相关者的内涵。弗里曼的观点与当时西方国家正在兴起的企业社会责任（Corporate Social Responsibility）的观点不谋而合，受到许多经济学家的赞同，并成为了20世纪80年代后期90年代初期关于利益相关者界定的一个标准范式。另一位美国经济学家马科思·克拉克逊，1993年在加拿大多伦多大学专门组织了关于利益相关者管理问题的国际学术会议。与会者普遍赞同这样的观点，即：“企业的目标是为其所有利益相关者创造财富和价值，……企业是由利益相关者组成的系统，它与给企业活动提供法律和市场基础的社会大系统一起运作”（Clarkson, 1994）。对于利益相关者，布莱尔认为：“它的含义只是那些已经贡献了公司专用化资产而这些资产又在企业中处于风险状态的人和集团。”^①

2. 利益相关者的分类

经济学家们普遍认识到，企业的生存和繁荣离不开利益相关者的支持，但利益相关者可以从多个角度进行细分，不同类型的利益相关者对于企业管理决策的影响以及被企业活动影响的程度是不一样的。20世纪90年代中期，“多维细分法”在利益相关者界定中逐渐成为了最常用的工具。

查克汉姆按照相关群体与企业是否存在交易性合同关系，将利益相关者分为契约型利益相关者（Contractual Stakeholders）和公众型利益相关者（Community Stakeholders）。前者包括：雇员、顾客、分销商、供应商、贷款人；后者包括全体消费者、监管者、政府部门、压力集团、媒体、当地社区（Charkhaxn, 1992）。

克拉克逊也提出了两种有代表性的分类方法（1）根据在相关企业经营活动中承担的风险种类不同，可以将利益相关者分为自愿利益相关者（Voluntary Stakeholders）和非自

① [美]玛格丽特·布莱尔. 所有权与控制——面向21世纪的公司治理探索. 张荣刚译. 北京: 中国社会科学出版社, 1999. 2



愿利益相关者(Involuntary Stakeholders)。前者是指在企业中主动进行物质资本或人力资本投资的个人或群体,他们自愿承担企业经营活动给自己带来的风险;后者是指由于企业活动而被动地承担了风险的个人或群体。换言之,克拉克逊认为,利益相关者就是“在企业中承担了某种形式的风险的个人或群体”(Clarkson, 1994)(2)根据相关者群体与企业联系的紧密性,可以将利益相关者分为首要的利益相关者(Primary Stakeholders)和次要的利益相关者(Secondary Stakeholders)。前者是指这样一些个人和群体,倘若没有他们连续参与,公司就不可能持续生存,其范围包括股东、投资者、雇员、顾客、供应商等;后者是指这样一些个人和群体,他们间接地影响企业的运作或者受到企业运作的间接影响,但他们并不与企业交易,对企业的生存也没有根本性的作用,比如媒体和众多的特定利益集团(Clarkson, 1995)。因此,根据克拉克逊对利害相关者的定义,公司利害相关者除股东、经营者、债权人、职工以外,还包括消费者、供应商、政府、社区等。债权人,如银行尽管不一定是公司的资产所有者,但它是公司治理的利害相关者,它向公司发放贷款后,出于防范自身风险,要求对债务人的资本经营进行监督或参与治理,这种权利来自债权。应当说,企业是人力资本与非人力资本的合约,公司职工由于提供了人力资本,而拥有参与公司治理的权利。公司治理主体结构多元化是产权内涵的逻辑延伸,仅仅具有人力资本的劳动者也应是产权主体。所以,良好的公司治理制度设计,应充分保证公司直接利害相关者参与共同治理的权利,这些权利应包括:剩余索取权、剩余控制权、监督权、管理权。当然,这些权利对于不同的利害相关者有所侧重。

随后,威勒将社会性维度引入到利益相关者的界定中。他认为,有些利益相关者是有社会性的,即他们与企业的关系直接通过人的参与而形成;有些利益相关者却不具有社会性,即他们并不是通过“实际存在的具体人”和企业发生联系的,比如自然环境、人类后代、物种等(wheeler, 1998)。结合克拉克逊提出的紧密性维度,威勒将所有的利益相关者分为以下四种:(1)首要的社会性利益相关者,他们与企业有直接的关系,并且有人的参加,包括顾客、投资者、雇员、当地社区、供应商、其他商业合伙人等;(2)次要的社会性利益相关者,他们通过社会性活动与企业形成间接联系,包括居民团体、相关企业、众多的利益集团等;(3)首要的非社会利益相关者,他们对企业有直接的影响,但不与具体的人发生联系,如自然环境、人类后代等;(4)次要的非社会性利益相关者,他们对企业只有间接的影响,也不包括与人的联系,如物种等。

美国学者米切尔在仔细研究了利益相关者理论产生和发展的历史后,归纳了27种有代表性的利益相关者定义,并提出了一种评分法以界定利益相关者。米切尔认为,要对利益相关者下一个合理的定义必须解决两个核心问题:一是利益相关者的认定(Stakeholder Identification),即谁是企业的利益相关者;二是利益相关者的特征(Stakeholder Saliency),即管理层依据什么来给予特定群体以关注(Mitchell, 1997)。由此可以从三个属性上对可能的利益相关者进行评分,然后根据分值的高低确定某一个人或者群体是不是企业的利益相



关者,是哪一类型的利益相关者。这三个属性是(1)合法性(Legitimacy),即某一群体是否被赋有法律和道义上的或者特定的对于企业的索取权(2)权力性(Power),即某一群体是否拥有影响企业决策的地位能力和相应的手段(3)紧急性(Urgency),即某一群体的要求能否立即引起企业管理层的关注。米切尔认为,要成为一个企业的利益相关者,至少要符合以上一条属性。根据企业的具体情况,对上述三个特性进行评估,企业的利益相关者可以被细分为以下三类:(1)确定型利益相关者(Definitive Stakeholders),他们同时拥有对企业问题的合法性、权力性和紧急性。为了企业的生存和发展,企业管理层必须十分关注他们的愿望和要求,并设法加以满足。典型的确定型利益相关者包括股东、雇员和顾客(2)预期型利益相关者(Expectant Stakeholders),他们与企业保持较密切的联系,拥有上述三项属性中的两项(3)潜在的利益相关者(Latent Stakeholders),是指只拥有合法性、权力性、紧急性三项特性中一项的群体。除非他们能够展现出其要求具有一定的合法性,或者获得了某种权力,否则对于这一类利益相关者管理层并不需要,也很少有积极性去关注他们。

(二)确认利益相关者与公司存在相关利益的合理性分析

1. 利益相关者及其权利的确认为有利于企业发展

系统论认为,任何一个事物或现象都可以被看成一个系统,而每一个系统是由众多的子系统构成,每个子系统又是由更多的更小的系统组成。而任何一个系统都具有整体性、相互联系性、有序性和动态性。所谓整体性,是指每一个母系统都是一个具有不同功能的子系统共同组成的有机整体。所谓相互联系性,是指组成每个母系统的各个子系统之间不是相互孤立的,而是相互联系的。所谓有序性,是指构成每个母系统的各个子系统之间的关系不是杂乱无章的,而是有一定的次序的。所谓动态性,是指每一个母系统的构成都不是一成不变的,而是通过与其他系统进行互动使自己永远处于一种变动状态以适应环境变化的需要。

格鲁克曾说过:“重要的是管理者应当意识到他们必须考虑公司政策和公司希望对于社会的影响。他们必须考虑一定的行为是否有可能促进公众的利益,有利于社会基本信仰的进步,有利于社会的稳定、强盛与和谐。”^①认识到企业组织是由社会产生并且要得到社会的接受是很重要的。如果社会不接受某个企业的活动,那么,这个企业不是应受到干预,就是应当进行改组。因为,在任何一个时点上,企业和社会之间都存在一种基本的协定,这种协定实际上完全可以称之为社会合约(social contract)。大卫·洛克菲勒(David Rockefeller)在1971年就曾说过:“关键是社会责任要变成企业行为的有机组成部分,而不是外加的慈善行为。只有在这种情况下,企业才能保证健康的社会环境有利于

^① 彼得·格鲁克(Peter Drucker). 管理实践(The Practice of Management)New York:Harper&Row, 1955. 342. 转引自〔美〕乔治·斯蒂纳(George A. Steiner)约翰·斯蒂纳(John F. Steiner)著. 企业、政府与社会·前言. 张志强,王春香译. 北京:华夏出版社、麦格劳—希尔教育出版集团 2002. 1



自己未来的兴旺发达。”

2. 利益相关者及其权利的确认有利于社会的可持续发展

作为一种发展观,可持续发展(sustainable development)是20世纪80年代提出的、反映当今世界发展理念的一个新词汇、新概念。迄今为止,有关可持续发展的定义已多达百余种^①。但最为广泛接受和认可的是由布伦特兰等人提出的定义,即:“可持续发展是既满足当代人的需要,又不对后代人满足其自身需求的能力构成危害的发展。”^②无论是作为一种发展观、发展理论,还是一种发展战略,或者是一种确定人与环境关系的价值指引,可持续发展的本质是在经济发展与环境保护、人类需求与自然资源再生能力之间动态平衡基础上的代际公平^③。

作为一种社会资源配置机制和财富创造机制,公司对于社会经济的发展做出了巨大的贡献,它不仅是财富和价值的创造“平台”,更是财富基本存在方式。但是,公司在其创造财富的同时又给人类的生存和发展带来了严重的威胁。如:在今天的中国,很多公司把公司本应内化的成本予以外化,转嫁给社会并造成一系列包括污染环境、掠夺性资源

① 陈泉生. 可持续发展与法律变更. 北京: 法律出版社, 2000. 58 ~ 59

② 20世纪80年代,为了解决人类面临的三大挑战,即南北问题、裁军与安全问题、环境与发展问题,联合国成立了由当时西德总理勃兰特、瑞典首相帕尔梅、挪威首相布伦特兰夫人为首的三个高级专家委员会,并分别制定和发表了《我们共同的危机》、《我们共同的安全》和《我们共同的未来》三个纲领性文件。可持续发展的概念就是在《我们共同的未来》中首次被正式使用,并在1992年的联合国环境与发展世界首脑大会上得到确认。对于可持续发展的内涵,不同学者的具体表述不尽相同,但基本内容是一致的。徐世英(2001):可持续发展的发展是以经济发展为基础的新的综合协调“发展”观念,该种发展应被视为一个自然—社会—经济复合系统的运行轨迹,并且,该意义上的发展还能够引导此复合系统朝着更加均衡、更加和谐、更加互补的方向进化。

③ 作为人与自然的一种关系状态可持续发展首先表现出来的是一种经济发展与环境保护之间的动态平衡。雷德利夫特(Redelif, 1987)认为:在经济行为导致的环境污染使生态差异量种类量减少、环境质量降低时,生产和经济系统的恢复性就会降低,从长远看,系统也就难以保持持续发展的能力。因此,他认为,可持续发展的本质在于维持生产与环境之间的动态平衡。正是基于这样的思想,一些经济学家将可持续发展直接定义为“保护和加强环境系统的生产和更新能力”,即可持续发展是不超过环境系统再生能力的发展。可持续发展的本质还体现在它的价值目标是实现人类的代际公平。当本代人开发利用地球的自然资源和文化资源的时候,必然会遇到在现代人与后代人之间产生的财富分配问题。由于后代人没有现实的代言人,因此,他们的要求和利益在现代人的决策(如是否减少温室气体的排放以尽量减少全球气候的变化,是否封闭核废料,以及是否投资于植树造林等)中得不到具体的体现,当代人和后代人的利益权衡也就往往被忽略掉了。不仅如此,当代人在开发利用资源并从中获利时常常常不自觉地以后代人的利益为代价。人类既是一个永恒的过程,也是一个持续的实体,这个持续的实体要能够持续下去的基本前提是后代人生存的条件和环境(具体体现在物种的多样性、资源环境的质量和文化遗产获取的可能性)不能低于现代人,也就是说,世代之间在开发利用资源环境上应得到公平的待遇,否则,人类将不仅无法发展,就是持续也将难以为继。其中最为重要的应是公益诉讼权的确认。1993年菲律宾最高法院在一个判例中承认了42名儿童代表他们自己和未来世代保护他们对健康环境的权利资格。这些儿童起诉要求停止对热带雨林区的大规模出租。自从判决确认了主体资格后,政府有关部门随即取消了65个原有的租约,包括多年的雨林租约。类似的案件在其他国家,如印度等,也发生过。这些案件的审理显然与公司治理没有任何联系,但它所包含的法理和具体运行机制却为利益相关者权利的确认和具体实现提供了理论支持和模式参照。





利用、滥用经济优势垄断价格、排挤中小竞争者、欺诈消费者、法人犯罪等社会问题。因此,强化公司的社会责任已经成为当务之急。环境保护和资源合理开发与利用已成为人类的共同主题。

将环境保护作为公司的一项义务,将全体居民环境利益的代表(可以是政府的有关机构,也可以是一些公益机构等)设定成利益相关者,无疑有利于社会经济的可持续发展。因为,根据利益相关者的定义和法理,这些代表对公司享有某种权利(不管什么形式),而这种权利的行使必然对公司的与环境有关的行为产生相应的影响和约束,从而有利于环境保护和社会经济的可持续发展。

3. 利益相关者及其权利的确认有利于社会文明程度的提高

社会文明包括物质文明和精神文明两种形态和存在方式。精神文明尽管具有不断发展变化的内涵界定,但社会责任感及其体现的总体水平应是衡量一个社会精神文明发达程度的重要指标,尤其是现代社会。因为,现代社会存在方式的基本特征是市场化、全球化、高科技化。社会运行的市场化、全球化和信息化决定了现代社会是一个信用社会,而信用社会的重要体现就是社会主体社会性责任感的强化。利益相关者及其权利的确认无疑有助于企业这种十分重要的社会主体将更多的需要纳入自己的责任范围。

第三节 公司治理结构型构的基本原则

一、效率与公平兼顾是公司治理结构设计应坚持的基本原则

(一)效率是现代公司治理结构设计必须坚持的首要原则

1. 将效率设定为公司治理结构首要原则的必要性

公平与效率源自市场主体竞争的需求。在与其他的市场主体进行交易时,公平是一种利益的衡量,在资源的配置过程中,效率又是市场主体追求的最大目标。所以,市场中公平与效率的问题,只在市场关系中发现并通过市场主体的博弈来实现。当然,在其他领域,也会出现公平与效率的问题,但由于这一类公平与效率问题不是源于市场的基本需求,不是产生于资源的配置关系中,因而不能遵从市场的基本规律,而只能用其他的标准来衡量,也只能通过其他方式来解决。因此,效率与公平问题是很多领域中必须考虑的问题,但是在不同性质的领域对于效率与公平的关系的处理基本要求又是不同的。

在公司治理结构的安排上,效率应是现代公司治理结构设计的首要基本原则。根据



制度经济学的观点,公司治理结构实际上是规定公司利益相关各方的权利和责任,保护股东权益和社会利益,协调公司内外部环境以实现公司运行效率最优和利润最大化的一种制度安排。而这种安排显然不应该是随意的,它必须遵循一定的基本原则。微观地讲,公司治理结构的基本制度功能有二:一是使资源要素能得到最佳配置,产生出最优的社会经济效益,即追求最高效率。二是使公司运营产生的收益,在股东及其他利益相关者之间进行合理分配,即追求合理的公平。总之,在兼顾效率与公平的基础上最大限度地提高公司的竞争力。

根据本书第一章的分析和论述我们完全可以得出这样的结论:在一定意义上公司只不过是人类在其发展过程中所总结出来的一种资源配置机制,一种大规模创造新财富和促进社会经济发展的专门经济工具。因此,公司存在的基本理由和目的是它内涵的无与伦比的财富或价值创造机制。也就是说,尽管在其他的理论或学科领域中公司还被设定为具有其他社会职能的组织体,但不管如何公司的基本“身份”和“天职”是作为一种经济工具而存在。对公司(当然不包括行政性公司)的这一基本分析和判断决定了效率应是衡量一切公司行为的首要标准。作为一种制度安排公司治理结构在很大程度上是实现公司上述根本目的的组织保证。因此,公司治理结构设计时必须将效率作为首要原则。

2. 竞争力是公司治理结构安排效率性的重要体现

这是一个与公司效率直接相关或派生出来的必然要求。如前所述,公司治理结构安排的首要原则是效率,而效率只是公司运行结果的一种抽象的价值评判,它是由各种相关因素“合成”的和体现的。这些因素作用的发挥与其共同形成的竞争力是一种相互作用关系,即效率影响因素的作用程度越高公司的总体竞争力就越强,反之,则越弱;而公司整体竞争力越强其效率影响因素的发挥程度也就越充分,公司的效率也就越高。作为一种获取市场机会的能力,公司竞争力在一定意义上讲是公司的生存能力。在高度发达的市场经济背景下它是公司生死存亡的基本“筹码”。公司竞争力不是固有的,在很大的程度上它是精心培植的结果。公司竞争力的形成可以通过多种渠道和方式来实现,不同的学科,尤其是经济学和管理学也提供了具有本学科特点的具体建议。就公司治理结构来讲,不同的制度安排可以产生不同的竞争力,这从传统国有企业与现代公司竞争力的比较中完全可以看出来。因此,在设计公司治理结构的时候,应将有利于最大限度提高公司竞争力作为重要的原则进行考虑。

3. 治理成本是衡量公司治理结构有效性的基本因素

在讨论公司治理结构的效益性原则时,还必须考虑公司的治理成本问题。这里讲的效率,指的是对公司运行结果的一种总体价值评价。影响这种总体价值评价的基本因素包括交易成本和治理成本。有关研究揭示,公司治理会产生以下成本(1)控制经营者的成本。在大型公司尤其是公众公司和大型合作社中,所有者人数众多,经营管理权只能



赋予职业经营者,即现代企业理论通常所说的代理,这就产生了代理成本,即控制经营者的成本。主要包括:监督经营者的成本;经营者的机会主义产生的成本。(2)集体决策成本。主要包括:决策自身的成本;决策程序的成本;冲突协调机制之成本;经济民主化成本。(3)分担风险之成本。因此,我们在设计公司治理结构的时候应充分考虑到该种构型的运行成本,如:董事会的规模、股东会召开的方式、代表诉讼权形式方式、利益相关者的作用方式,等等。

(二)公平是公司治理结构设计中必须遵循的重要原则

从法学的角度看,一个具体的公司只不过是众多民事主体中的一种,它的存在、发展和自身功能的实现,都是通过与其他民事主体具体权利义务关系的建立、变更和消灭来完成的。也就是说,公司的行为结果,直接关系到其他相关利益主体的利益。因此,作为公司行为的形成和监控机制,公司治理结构在设计上必须坚持的一个基本要求,就是要在公司各个利益主体之间形成一种合理的利益关系,这就是公平。作为一种利益平衡,公平具有重要的经济学、社会学和法学价值。无论是社会稳定的维持,还是经济持续发展的实现,或者是法治价值的充分体现,公平都是基本的影响因素和力量。否则,如果公平被打破,即从微观经济学的角度讲,资源要素所有者在自己的贡献没有得到相应报酬时,他们就会增大其拥有要素与其他要素之间的摩擦,从而增大公司内部的摩擦成本。因此,相对于效率,公平实际上是资源配置的“一个硬币的另一面”。公司追求效率必须以不损害或不合理损害公平为前提。同样,公平又不能超过一定的限度,否则公司的效率将会受到不合理的影响。

一个国家或地区的公司治理结构取决于其自身的经济、政治、社会、文化及其制度惯性。这是一种由经济、政治、社会、文化等方面的历史演进所决定的制度变迁的趋势。诺斯称其为“路径依赖(Path Dependence)”。我国有些学者(卢根鑫,2001)将其称为“制度惯性(Institution Inertia)”。因此,公司治理结构的公平内涵,或者说公平所能体现的内容,在不同的历史发展时期是不同的,也存在“制度惯性”问题。早期的公司治理结构主要涉及的是股东的所有权、剩余索取权和控制权之间的关系。这时的利益对立者只涉及股东和公司职员。公司治理结构所要体现的公平,也基本上是通过股东与公司职员利益关系的具体设计来体现和完成。然而,随着社会经济的发展和人们对权利社会化的认识和接受,特别是企业社会责任的立法确认,公司利益者的范围不断扩大并越来越清晰。为此,各国纷纷通过立法,从微观的角度确立了一系列措施来平衡股东、公司、雇员、债权人和社会公共群体之间的利益关系。从英国“一英镑股票是大英帝国的基础”口号的提出,到美国广为人知的雇员持股计划;从日本的合理化建议活动,到西方国家广为流行的工人参与管理等,正是这一思想的制度化体现。为了缓和公司与股东和其他利益相关者



的矛盾,从1989年起,美国共有29个州对本州的原有公司法进行了修订,明确要求公司经理要为包括公司雇员、债权人、共同体等在内的利益相关者的利益服务,而不仅仅只为公司股东的利益最大化服务。

公司利益分配上公平原则的体现可以通过多种途径和方式来完成。其中一个基本的方式是通过公司治理结构的具体设计,使公司治理结构具备内在的利益公平保障机制。从立法和法学的层面上讲,就是要创设一个权利,使公司各个利益主体或者他们的代理人,能够对公司的运行及其收益的分配,进行合理有效监督和制约,以确保公平价值的充分实现。

(三)实现效率与公平契合的基本路径

既然公平和效率是市场中的一个问题,如何解决这个问题呢?首先,公平和效率不是一个对应的概念。公平的存在并不必然影响到效率,而对效率的追求并不必然损害公平。“自行车快骑”固然“不倒”,但人们关心的是自行车属于谁的问题。如果公众思考的是公平的问题,而学者给出的是效率的答案,公众当然会有不满的情绪。所以,回答公平与效率的问题不能绕开问题的实质,不能试图以效率来掩盖不公平的问题,而应该从公平的基本判断入手,正视不公平的问题,并找出解决这些问题的方法。

从市场主体之间的关系来看,公平与否完全取决于主体之间的利益衡量。而从整个社会来看,市场主体之间的交易如果损害了大多数人的利益,公平问题也会凸显出来。所以,公平可以分为个体公平与社会公平两类。个体公平的实现依靠主体之间的博弈,国家只需提供博弈的规则即可;而社会公平的实现,不但需要国家的规则,而且需要政府的参与,需要为实现社会公平而参与博弈的政府规则。因此,公平的实现不仅仅是市场主体的问题,它需要国家提供规则,在必要时还需要国家直接干预。现代文明国家的法律无不以实现公平为自己的终极目标,只不过在解决个体公平的时候,法律充分地强调意思自治原则。惟恐规则的不科学损害或扭曲了市场公平;而在政府直接参与博弈的时候,则严格限制政府的权力,防止政府的不当干预破坏了市场竞争。

其实,在经济面前,法律既是一个交易规则,也是市场主体博弈的结果。只不过与市场博弈相比,法律是市场主体通过国家的立法机关博弈的结果。法律仍然是一种利益的衡量。在立法机关的博弈过程中,公平的标准被确定下来,今后不管市场个体是否认同,凡违背法律规则的,就是不公平的,反之则是公平的。所以,公平是一种利益的衡量,在法制国家,它是一种法律规则的衡量。法学家在分析法律的公平问题时,如果抛开了法律中所蕴含的利益分配内容,仅仅从外国的法典中寻找答案,或者通过极个别的案例分析得出结论,有时不但是错误的,而且是极其可笑的。

至于效率问题,在笔者看来完全是市场主体应该考虑的问题。政府在进行市场调控时当然也考虑效率问题。但是否有效率,完全应该由市场主体作出判断。现在的问题



是,由于市场主体不可能完全充分地通过合法的程序在立法机关表达意见,因此,关于公平的实现就变成了具体化的个案中市场主体与司法机关的经济博弈,在这种权钱交易中,公平被扭曲了,效率也牺牲了。所以,改进我们的立法体制,让市场主体更直接、更充分地表达意见才是实现公平和提高效率的最好方法。

二、中国公司治理结构安排的基本要求

(一) 应坚持广义公司治理,并在此基础上建构中国的公司治理结构

公司治理结构问题本来是一个微观层面上的问题,但随着企业社会责任理念的导入和立法确认,公司治理及其结构安排问题已不再是一个微观层面的问题,已不再是一个公司的私事,而是一个必须也应该与宏观环境结合起来考虑的问题。具体来讲,我们必须构筑以股东、经营者、职工、债权人、供应商、客户、社区等利害相关者为主体的共同治理机制,保证各利害相关者作为平等的权利主体享受平等待遇。

(二) 应坚持股东平等原则,不得在股东间实行不合理的待遇

1. 规定中小股东的自行召集权

应当确保股东大会的及时召开,并赋予中小股东的股东大会召集请求权和召集权。参加股东大会被视为股东权利,但经理和控股者时常寻求办法以使公司经营方向不受非控股的或外国的投资者影响。应明确规定股东大会必须为所有股东的参与创造条件,股东大会应成为拓宽股东与董事会之间意见交换的场所,公司必须尽力清除参加股东大会的人为障碍,以方便广大股东普遍参与股东大会。

董事会一般是由大股东操纵的。如果任由大股东决定股东大会,尤其是临时股东会的召集及其决议事项,在一定程度上就很可能侵害中小股东的权益。为维护中小股东及公司的利益,世界上很多国家和地区的公司法均规定中小股东具有股东大会召集请求权和召集权。我国《公司法》第104条第3款也规定,持有公司股份10%以上的股东有临时股东大会召集请求权。但对董事会拒绝召集时,中小股东所应有的自行召集权却无规定。不规定中小股东的自行召集权,中小股东的召集请求权也不可避免地流于形式。

2. 设立股东投票权排除制度

股东投票权排除制度,是指当某一股东与股东大会讨论的决议事项有特别的利害关系时,该股东或其代理人均不得就其持有的股份行使表决的制度。欧盟及英美法系国家正致力于该制度的建立与完善。股东投票权排除制度的主旨在于保护中小股东与公司的利益,因此,我国应借鉴这一制度,设立股东投票权排除制度,来完善公司治理结构。

3. 建立累积投票权制度

股东的累积投票权,可以有效地保障中小股东将代表其利益的代言人选入董事会和监事会,从而在一定程度上平衡大股东和中小股东的利益关系。累积投票权起源于美国



伊利诺斯州 1870 年制定的《宪法》,目前美国有近半数的州实施了累积投票权。我国台湾省也采用了累积投票制。

借鉴其他国家的做法,我国公司治理制度的设计应明确规定股东在选举董事、监事时实行累积投票权制度。为此,应对《公司法》做相应的修改。因为,在我国《公司法》中,对股东大会选举董事、监事的具体程序上是合并选举还是分开选举没有明确规定,若分开选举在很大程度上会抑制累积投票权的功能,不利于中小股东权益的维护,因此应明确规定股东大会选举董事、监事时采用合并选举方式。

(三) 应有利于维护债权人及其他投资人的利益

1. 维护债权人的利益,禁止内部人交易和滥用权力进行自我交易

公司治理制度的设计必须维护债权人及其他投资人的利益,建立自己的融资信用。融资信用是一个公司构筑良好发展空间的必要条件,同时也有利于规避经营风险。在我国,故意侵害债权人利益的企业案件时有发生,有些企业利用有限责任侵害债权人及其他投资人的利益,尤其在企业集团中,由于母公司的滥用权力及内部交易,使子公司的其他利害相关者的利益受到侵害。为了解决这个问题,很多国家对在企业集团中是否使用有限责任提出了质疑,并通过立法加以规范。欧共体公司法第 9 号建议案,就对母公司对子公司的责任问题进行了规定,该建议案第 239 条规定,集团母公司须对子公司的债务承担责任。依据该指令,如果事实上企业集团的母公司介入子公司的经营活动,则母公司应负违反诚信义务的责任。

2. 主要债权人进入董事会,使其有权参与公司重大经营决策

债权人是公司重要的利害相关者,我国《公司法》第一条明文规定保护公司、股东、债权人的合法权益。但由于债权人的“外部人”地位和公司有限责任的特性,使其权益往往受到侵害,对债权人利益的保护成为了公司治理的重要课题。

债权人对公司投入了债权资本,并因此承担了经营风险,所以,债权人应有权过问公司经营活动,以保障其自身利益。传统的治理模式将债权人排除在公司治理之外,债权人只有在债权受到潜在或直接威胁时才有机会对公司施加影响,这种被动的债权债务关系往往导致债务纠纷和债权人利益受到损害。作为利害相关者,债权人应在公司治理中发挥更大的作用。根据共同治理原则,可以考虑主要债权人进入公司董事会,对公司日常经营活动享有知情权,对可能影响债权安全的重大事项享有表达意向的权利。这样,就可以建立一种主动的债权债务关系,通过有效的沟通和共同决策最大程度地保证债权安全,维护债权人的利益。

(四) 建立职工参与制度,维护职工的权益

1. 职工应在公司治理中享有充分的权利

职工董事、职工监事的设立应制度化,工会、职代会应拥有参与公司重大决策的权



利。职工是企业重要的利害相关者,对其合法权益的保护十分必要。我国《公司法》第十五条规定,公司必须保护职工的合法权益,加强劳动保护,实现安全生产;此外,还规定公司在关于职工工资、福利、安全生产、劳动保护和劳动保险等涉及职工切身利益和公司生产经营重大决策时,必须听取工会和职工代表的意见。但是,相关法律并没有对职工权益的保护提供有效物质保障,也缺乏切实可行的操作手段。公司董事会应有职工代表参加,设立专门的职工董事;监事会的功能应进一步完善,以充分发挥职工监事依法监督的职能。职工董事、职工监事应由工会和职工代表大会本着民主选举的原则产生,由其代表职工的权益,如果职工认为他们已经不能代表自身利益,有权通过保法手段提请罢免。职工董事在董事会议中独立地行使其权利,有权否决损害职工利益的董事会决议,对公司所有重大事项都享有参与决策的权利。职工监事对公司活动进行全面监督,有权列席董事会会议,对公司经营中损害职工利益的行为,有权向董事会提出质询,或提议召开特别股东大会追究董事会的责任。

2. 以法律和制度的手段维护职工合法权益

积极推进公司经济民主,强化公司对劳动者的社会责任,以法律和制度的手段维护职工合法权益。应通过集体劳动合同的形式为公司所有劳动者的利益提供一般性的保护,个人劳动合同的内容不得与集体合约相抵触。目前我国国有、集体企业中,虽然普遍建立了工会组织,但是在代表职工利益、维护职工权益方面还很不完善,该在《工会法》的指导下,积极建立和完善工会组织,使其在维护职工利益、参与公司治理方面发挥更大作用。

我国现行的《劳动法》等法律对职工劳动者权利的保护主要是自益权方面,例如平等就业权、劳动报酬权、休假权、劳动安全保护权、社会保障权等。而公益权的保护上还比较薄弱,因此,应通过对劳动者共益权的保护,强化公司对劳动者的社会责任,为职工权益提供法律化、制度化的保障。

3. 建立客户、供应商等利害相关者的代表列席董事会会议制度

客户、供应商等在利害相关者中处于相对弱势的地位,应该在公司治理结构中充分考虑这些利害相关者的地位,这些利害相关者应享有对公司重大决策的知情权和表达自身意愿的权利,并能够通过合理的渠道表达自己对公司经营决策的不满,使各利害相关主体能够维护自己的利益,允许客户、供应商等利害相关者的代表列席董事会会议等是实现这一目的的重要制度性措施。这不仅可以维护他们的权益,更可以发挥他们对公司管理层的监督作用,完善公司的治理结构。

4. 在董事会中设立社会责任委员会,协调公司与社区的关系

社区是企业生存的外部环境,与社区关系的好坏某种程度上决定了企业发展的未来。公司应充分考虑所在社区的利益,积极维护社区环境,促进社区就业,推动社区发展。为此,有必要在董事会中设立社会责任委员会,负责协调公司与社区等利害相关者的关系。在企



业日常经营中,应树立环保意识,建立“绿色管理”模式,对社区发展做出贡献。

5. 公司治理制度应有充分的机制保证利害相关者享有求偿权

当利害相关者的合法权益受到侵害时,公司治理制度应有充分的机制保证利害相关者享有求偿权。保障利害相关者的权益,必须以权益受到侵害时的求偿权为基础。当前,我国现行保护利害相关者权益的法律主要有《工会法》、《劳动法》、《消费者权益保护法》、《破产法》等。但这些法律对利害相关者的保护还不够具体,更为重要的是,法律只能提供一种事后的保护或补偿,它以利害相关者的权益已受到侵害为前提。对于有效的公司治理,应该形成一种机制。将利害相关者的力量整合力,推动公司的长远发展。这种机制能够有效地保证利害相关者权益的求偿权,应当说,补偿不是目的,而是通过补偿或补偿为代价使利害相关者融入公司治理,防患于未然。

(五)建立有效的激励机制

1. 进一步完善职工持股计划

这种制度能将劳动与资本有机结合起来,从而形成有效的制约机制、激励机制。我国虽然已有80%的股份制企业实行了内部职工股制度,但这并不是真正意义上的职工持股计划。因为内部职工股制度很大程度上是企业内部集资的手段,既不能对职工形成有效的激励,也不能推动职工参与公司治理,而且还存在着持股条件苛刻、职工股东权利得不到保障、职工股转让不规范等问题。因此,应从利害相关者激励的角度考虑,改革和完善职工持股制度,从而达到改善公司治理结构、进行长期激励的目的。

2. 推行债转股

推行债转股制度是转换债权人角色、使之从“局外人”变为“局中人”,进而推动利害相关者参与公司治理的有效手段。

3. 建立为所有利害相关者提供有效沟通的机会和途径

公司在进行与外部环境相关的决策时,应主动就相关问题与政府和社区进行沟通。沟通形式应以约见会谈为主,辅之以文函,并将沟通结果形成对双方有约束力的文件。

从20世纪80年代开始,在西方发达的资本主义国家对公司治理制度进行调整的同时,中国等原计划经济国家开始了向市场经济的转轨。经济转轨的过程也是产权变革的过程。产权变革在增进竞争、刺激经济增长的同时也带来严重的问题。于是,转轨经济中的公司治理问题提上了议事日程。但转轨国家在设计公司治理制度时,常常忽略了治理的成本,并且总是以股东权益最大化作为衡量治理效率的标准,忽视了债权人和职工的权益,更不消说其他利益相关者。资本所有权的明晰是企业有效治理的前提条件,而不是首要条件;在既定的经济技术和制度环境下,只要企业所有权安排得当,任何与其经济技术和制度环境相适应的资本所有制形式都是可以有效的,衡量治理效率的标准是多重的,但治理的基本原则应是治理成本的最小化或治理主体收益的最大化。

第五章 英美公司治理结构

——股东主导型公司治理结构模式

第一节 发展历程和产生背景

一、英国公司治理构型的发展历程

英国是最早产生公司的国家之一。在英国公司形成、发展的几百年历史中,公司治理从最初的孕育到成熟经历了一个漫长的过程。公司治理中责任、监督、利益保护等概念的古老渊源可以追溯到十二三世纪的英格兰。那时英国尚处于原始公司阶段,出现了被称之为“行会”的组织,这是对当地市场进行管理和控制的协会组织,它通过阻止无照营业者并确保市场每一成员都拥有公平份额的手段来保护个体成员的利益。行会除了保护自己的成员外,还通过规定标准保护公众的利益。由此我们可以从英国的公司历史中看到公司治理中责任、监督、利益保护等概念的古老渊源。虽然这些行为并不是我们如今所谈的公司治理,但它对于后来公司治理理念的形成具有直接的孕育作用。

到14世纪出现了将有共同利益的成员联合到一起的“商业冒险者公司”,它们不是在自己的权力范围内进行贸易,而是一个制约机构,垄断、限制其成员的活动。此时的公司是在皇室的授权垄断之下。



到了十六七世纪英国的商业贸易出现了极大的繁荣。从 1553 年到 1680 年,先后成立了 49 个远洋贸易公司。它们从国王那里获得特许,专营海外某一地区的商业。此时的公司已有股份形式,但它只是一种松散的组织形式,最有代表性的就是东印度公司。1599 年,东印度公司从近东公司中分离出来,并于 1600 年获得伊丽莎白一世的特许,定名为“伦敦商人对印度贸易公司”。该公司按照合股原则筹资,按股金比例分配利润,并将股本退还投资者本人。

受东印度公司这样的贸易公司在筹措资金、利润分配方面所起的示范效应的影响,英国公司的数量迅速增加。从 1688 年至 1695 年,先后有 100 家新公司宣告成立。1711 年,著名的南海公司成立,所有政府公债持有人都可以凭借政府债券来认购该公司的股票。其后由于股票价格剧升,又促使更多的公司涌现出来。仅 1719 年 9 月至 1720 年 8 月,就新成立公司 195 家^①。

到 18 世纪早期,英国独资企业和小型的合资企业得到了巨大的发展。在这种企业形式下企业主和商人是典型的所有者,并为企业提供资金。面对新的机遇,企业主极力扩大企业的资金来源,从商人、地主那里筹措资金,由此,出现了一批非法人公司,即联合公司。在这种形式下,一些成员经营公司,而其他成员则成为公司的股东或隐名股东。为了取缔投机行为和诈骗活动,以保护投资者的利益,1720 年英国议会提出了“泡沫法案”。“泡沫法案”是英国的首次公司立法,自此英国开始了运用法律手段来规制公司行为的做法。而且,公司治理的变革在相当程度上是通过公司法及相关法律法规的调整来实现的。

到 19 世纪,随着公司法的改革,创建、注册、治理和规范公司的方法也发生了变化。1825 年,“泡沫法案”被废除。1834 年公司交易法颁布,规定公司所有成员必须公开注册。1837 年又颁布了一般公司法,规定了公司的法人性质和公司的注册程序。1844 年通过了股份公司法,要求所有非法人公司都要进行注册和规范,这是一种政府干涉行为,其目的是保护投资者不受公司创建者欺诈行为的伤害。股份公司法明确了董事长、股东会和审计员职责,但没有明确限定股东责任。该法案提出董事长要负责指挥并经营公司事务,指派秘书、职员和下属,定期召开股东会,并指派一名主席来主持会议。董事长要向股东提交决算表,审计员由公司任命,该任命必须向股份公司的登记部门进行注册。这些审计员要向公司股东汇报决算表。该法案为延续至今的公司注册、组建和规范奠定了基础。

针对越来越明显的股东责任的问题,1855 年 8 月议会通过了一项对股份公司的股东责任进行限定的“有限责任法案”。这项法案属于现代公司范畴,它明确规定了股东只负

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 389



有限的赔偿责任,由此奠定了现代公司制度的法律基础,确立了公司制的基本框架。在此基础上,1857年和1858年进一步修订了这项法案。1862年英国对以前的法律作了彻底修正,通过了统一的《公司法》。该法律规定了建立公司的模式,按规定只要有七个或七个以上人数在协会章程上签字,就能组建一个有限责任公司。它规定章程中应包含注明有限责任字样的公司名称、注册地址、公司建立的目标、股东责任限定的说明和公司打算注册的数额。从那以后,这些建立公司的基本原则就没有改变。

19世纪末的工业高潮和20世纪初的经济危机之后,垄断组织开始在主要工业部门中得到巨大发展和推广,股份公司成为加速资本集中、促进垄断形成和发展的有力工具。与此同时,还出现了公司合并运动,一些私营公司被合并为大的公众公司。股份公司大量向制造业扩展,成为国民经济中占统治地位的企业组织形式。20世纪初,在英、美、法、德等国,股份公司控制了国民财富的 $1/4 \sim 1/3$ 。不过,在英国这类合并形成的公众公司并未导致“外部”股东获得资产控制权。总的说来,投票权掌握在企业的创办者手中。

20世纪以来,英国对公司法进行了多次修正,现行的英国公司法是以1948年的公司法为基础的。公司法规定了公司权力分配以及公司权力制衡的基本框架。公司概念的兴盛以及公司法的不断调整所带来的成果就是公司的大量增加。1983年初,英国登记在册的公司已有807 817家,其中既有大量的小公司,也有规模巨大的国际性大公司,公司治理问题也随之日益突出^①。

20世纪80年代以来,随着经营者权力的过大和职权滥用问题的尖锐化,公司治理问题表现得越来越突出。在英国,有关学者较早地针对经营者的控制、董事会的职能、说明责任、审计报告等问题开始了专门研究。1991年5月由英国伦敦证券交易所的财务报告厅组织成立了公司治理财务问题委员会。1992年7月该委员会正式发表了著名Cadbury报告,该报告针对公司财务报告的程序、标准、说明责任、审计、董事会职责等问题进行了说明和探讨。这使英国成为最早对公司治理问题进行专门研究的国家之一。

二、美国公司治理的发展历程

19世纪40年代以前,美国基本上还处于古典企业时期,业主制企业和合伙制企业在美国经济中占主导地位,公司制企业不仅数量少,而且规模小。因此经营结构和管理方式非常简单,谈不上什么组织结构,更谈不上公司治理。19世纪40年代以后,随着铁路等现代交通运输工具的迅速发展,美国国内许多分散的地方市场迅速融合起来,形成了统一的国内市场,现代公司也随之产生和发展起来。

19世纪70年代后相继发明的发电机、无线电、电灯、电话、电车等,为工业电气化提

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002.390



供了可能。新兴的工业部门,如:电力、石油、汽车、化工在此基础上发展起来,矿业、钢铁、运输等重工业部门日益居于国民经济的统治地位。这些企业要求具有较大的规模,同时需要吸引大量的资金投入,这为股份公司的发展提供现实的推动力。为了扩大企业的规模和实力,企业纷纷采取股份公司的形式以期在竞争中取胜。股份公司的经济实力在美国经济中占绝对优势。

到19世纪的后半期,各个州通过了简化公司组建过程的法案。法案规定,公司治理通过股东会实现,股东会有提名并选举董事会以及要求董事承担说明责任的权力。

有关学者在评述美国股份制的发展时说道:“从业主制、合伙制过渡到股份制,同时从家族统治过渡到两权分离,形成企业家和经理阶层,这是资本主义对生产关系的重大调整,对推动生产力的发展起着明显的作用。这两个转变在美国比英国和德国做得快、做得好,这是美国在19世纪末未能迅速赶超英、德的重要原因之一。”^①

严格地说,美国公司治理基本结构的形成始于第二次世界大战之前。作为具有特殊制度意义的历史事件,1919年,密歇根州最高法院在道奇对福特公司的诉讼中所作的裁决,成为公司治理发展历程中的重要事件。这一裁决进一步明确了企业是为了股东的利益而组建运作,管理者不能无视股东的利益而滥用其权力。虽然在当时要想完全做到确保股东的利益有一定的难度,但尊重股东的利益已经成为普遍接受的法律观点和治理理念。

美国企业在实行股份制之后,逐渐形成了一支专业的、高质量的经营管理人员力量,并且建立了一套行之有效的管理人员培训教育方案。这使美国企业的竞争力得到极大的提高。但与此同时,经营者的权力也发展得越来越大,以至于发展到独断专行,所有者对经营者的权力失控问题日趋明显,从而使当时的企业出现“强经营者,弱股东”的组合。另外,由于美国证券市场发育比较早,也比较成熟,美国公司注重外部控制机制,即来自于股东的监控。美国的公司治理模式根植于19世纪末的公共证券市场。当新的工业公司为扩大生产规模而筹措资金时,他们可以选择主要从事政府债券和公共事业公司股票交易的证券市场。纽约证券交易所于1792年成立,它为当时美国公司筹资活动起到了重要的中介作用。从19世纪到20世纪不断出现的金融危机导致了股票市场的大波动。其后,国会所做的调查发现了银行与投机者联手操纵市场,把存款人的钱借出去搞投机、向官员行贿等种种弊端,国会因此决定通过立法对证券交易所加强管理,建立了一套自我约束机制,监督向公众出售证券的经纪人的活动,成立了联邦证券交易委员会,执行新的联邦证券法,严格划清投资银行和商业银行的界限,同时更加严格地要求上市公司彻底公布财务状况并给局外人以更大的监督权。自此,股票和债券交易活动增长惊人,证

^① 陈宝森. 浅议美国股份制的有益经验. 世界经济与政治, 1997(12)



券市场也得到了前所未有的大发展。纽约证券交易所的成交量从 1976 年到 1991 年每年增长 15%。股东通过在证券市场上“用脚投票”买入卖出股票,或对企业进行并购接管等方式实现对经营者的监督。这种外部环境的变化,赋予 20 世纪 80 年代的公司治理以新的内涵,使其又增加了许多防止敌意收购的新的内容,如毒丸计划、绿色铠甲以及秘密投票权的导入等等。仅 1985 年至 1990 年,通过恶意接管易主的公司股票价值达 1 400 亿美元^①。

到 20 世纪 80 年代中期,美国政府决定鼓励持股人参加公司投票选举,即“用手投票”。一些大股东出于自身利益的考虑开始直接关注企业的经营,恶意接管几乎停止。机构投资者的迅速发展使其在股东监控机制中所发挥的作用引起了越来越多的关注,种种法律规制也做出了调整。90 年代以来,美国公司治理进入了一个变革的时期,其核心在于如何强化董事会的监督。

三、英美模式的产生原因

英美现代公司的发展是在 19 世纪中后期。科学技术的发展导致了经济规模的迅速扩大,这就需把众多的劳动力和资本集中在一种单一的组织之中,组成一个富有成效的实体。在这种背景下,股份公司成为最适当的形式。在股份公司发展的初期,所有权与经营权的分离是不可避免的。尤其随着经济的发展,公司经营规模、范围的扩大,专业化的经理阶层出现,更加大了所有者与经营者的分离速度。由此而产生的利益冲突也就出现了。公司作为法人,是市场经济的主体,它要求经营者追求公司利益的最大化。而公司的经营者作为自然人,也在追求自身利益的最大化。经营者为了满足自己的利益,就有可能滥用权力损害公司的利益,进而损害公司所有者的利益。这种利益的冲突可以说是公司治理形成的内在因素,也是各种公司治理模式共同的产生原因。而造成公司治理模式之间差异的因素则来自于特定的法律与制度、资本市场的发育水平、利害相关者的价值观以及政治、文化和历史因素等。

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002.392

第二节 英美公司治理结构的型构及其基本特征

一、内部治理结构的型构

(一) 股东会

根据法律的规定,股东会是公司的最高权力机构。但是,英美公司的股东非常分散,而且相当一部分股东是只有少量股份的股东,其实施治理权的成本很高,因此,不可能将股东会作为公司的常设机构,或经常就公司发展的重大事宜召开股东代表大会,以便作出有关决策。在这种情况下,股东会就将其决策权委托给一部分大股东或有权威的人来行使,这些人组成了董事会。股东会与董事会之间的关系实际上是一种委托代理的关系。股东们将公司日常决策的权力委托给了由董事组成的董事会,而董事会则向股东承诺使公司健康经营并获得满意的利润。

(二) 董事会

董事会是股东会的常设机构。董事会的职权是由股东会授予的。关于董事会人数、职权和作用,各国公司法均有较为明确的规定,英美也不例外。除公司法的有关规定以外,各个公司也都在公司章程中对有关董事会的事宜进行具体规定。公司的性质不同,董事会的构成也不同。

英美公司的董事会在内部管理上有两个鲜明的特点。

1. 在董事会内部设立不同的委员会,以便协助董事会更好地进行决策

一般而言,英美公司的董事会大都下设有执行委员会、任免委员会、报酬委员会、审计委员会等。这些委员会一般都由董事长直接领导,有的实际上行使了董事会的大部分决策职能,因为有的公司董事太多,如果按正常程序进行决策,则很难应付千变万化的市场环境。也有可能因为决策者既是董事长同时也是最大股东,对公司事务有着巨大的影响力,所以不愿让太多的人分享他的决策权。在这种情况下,董事会是股东会的常设机构,而执行委员会又成为董事会的常设机构。除这样一些具有明显管理决策职能的委员会外,有的公司还设有一些辅助性委员会,如审计委员会,主要是帮助董事会加强其对有关法律和公司内部审计的了解,使董事会中的非执行董事把注意力转向财务控制和存在的问题,从而使财务管理真正起到一种控制的作用,增进董事会对财务报告和选择性会计原则的了解。报酬委员会,主要是决定公司高级人才的报酬问题。董事长的直属委员会,是由董事长随时召集讨论特殊问题并向董事会提交会议记录和建议的委员会,尽管

它直属于董事长,但它始终是对整个董事会负责,而并不只是按董事长的意图行事。近年,美国的有些公司又成立了公司治理委员会,用以解决专门的公司治理问题。

2. 内部董事和外部董事

公司董事分成内部董事和外部董事。内部董事是指公司现在的职员,以及过去曾经是公司的职员,现在仍与公司保持着重要的商业联系的董事。外部董事包括三种人:一是与本公司有着紧密的业务和私人联系的外部人员;二是本公司聘请的外部人员;三是其他公司的经理人员。外部董事一般在公司董事会中占多数,但一般不在公司中任职;内部董事一般都在公司中担任重要职务,是公司经营管理的核心成员,美国大多数公司的内部董事人数为3人,很少有超过5人的。外部董事有的是私人投资者,他们通过在股票市场上购买公司股票而成为公司大股东,但他们往往对于公司的具体业务并不了解,大部分外部董事作为其他公司的代表进入公司董事会,而这些公司又常常是法人持股者。自20世纪70年代以来,英美公司中的外部董事比例呈上升趋势。然而,由于英美大公司中普遍存在公司首席执行官兼任董事会主席,这种双重身份实际上使董事会丧失了独立性,其结果是董事会难以发挥监督职能。

(三)首席执行官(CEO)

从理论上讲,董事会有权将部分经营管理权力转交给代理人代为执行。这个代理人就是公司政策执行机构的最高负责人,这个人一般被称为首席执行官,即CEO。在多数情况下,首席执行官是由董事长兼任的,即使不是由董事长兼任,担任此职的人也几乎必然是公司的执行董事并且是公司董事长的继承人。但是,由于公司的经营管理日益复杂化,经理职能也日益专业化,大多数公司又在首席执行官之下为其设一助手,负责公司的日常业务,这就是首席营业官,即COO(chief operation officer)。在大多数公司,这一职务一般由公司总裁(president)兼任,而总裁是仅次于首席执行官的公司第二号行政负责人。也有的公司,由董事长同时兼任公司的首席执行官和总裁,常设一名首席营业官协助董事长兼首席执行官的工作。此外,公司还设有其他一些行政职务,如首席财务官等。在英美公司的行政序列中,以首席执行官的地位最高,其次为公司总裁,再次为首席营业官,接下来是首席财务官。在总裁以下,各公司还常常设有多名负责具体业务的副总裁,包括执行副总裁和资深副总裁。这些副总裁一般都负责公司的一个重要业务分部,或者是作为公司董事长和首席执行官的代表担任重要子公司的董事长兼首席执行官。由于首席执行官是作为公司董事会的代理人而产生,授予他何种权力、多大的权力以及在何种情况下授予,是由各公司董事会决定的。首席执行官的设立,体现了公司经营权的进一步集中。

(四)独立审计

英美公司中没有监事会,而是由公司聘请专门的审计事务所负责有关公司财务状况



的年度审计报告。公司董事会内部虽然也设有审计委员会,但它主要是协助董事会或总公司监督子公司财务状况和投资状况。由于英美等国的股票市场非常发达,股票交易又在很大程度上依赖于公司财务状况的真实披露,而公司自设的审计机构难免在信息发布的及时性和真实性方面有所偏差,所以,英美等国很早便出现了由独立会计师承办的审计事务所,企业聘请他们对公司经营状况进行独立审计并发布审计报告,以示公正。英美等国公司每年的财务报告书都附有审计事务所主管审计师签发的审计报告。政府的审计机构也在每年定期或不定期地对公司经营状况进行审计并对审计事务所的任职资格进行审查。这种独立审计制度既杜绝了公司的偷税漏税行为,又在很大程度上保证了公司财务状况信息的真实披露,有助于公司的守法经营。

二、英美公司外部治理机制及其基本特征

(一) 银行只作为纯粹的资金提供者,在外部治理中发挥的作用非常有限

在英美,尤其是在美国银行的股份投资受到严格的限制,英美股权分散化和公司的融资方式直接相关。与其他发达国家相比,英美公司的融资方式以直接金融为主,即:公司主要是通过发行股票和债券的方式从资本市场上直接筹措长期资本,而不是依赖银行贷款。这一特点是由英美实行的金融体制所决定的。虽然美国商业银行众多,但美国法律规定,银行只能经营短期贷款,不允许经营7年以上的长期贷款。这样,美国公司的长期资本就无法通过银行间接融资,而只有依靠证券市场直接筹资。英美都是具有反垄断传统的国家,公众一向对因财富集中而导致的垄断非常反感,政府为迎合大众这一心理,制定了多项持股限制法案。1863年美国国家银行法把银行限制在州的范围内,后来的立法更是将商业银行和投资银行分离开来,并对其持股份额进行限制。通过这些立法,银行在公司的势力得到限制,但证券市场却得到了巨大的发展。美国1933年为了缓解当时濒临绝境的银行的困难,通过了Glass-Steagall法案,规定了商业银行与投资银行相互分离,商业银行自己不得直接持有工商企业的股票。如果商业银行持有公司的股票,必须事先得到美联邦储备银行的批准,而且还必须是一个“消极的”股东,即不得参加投票和干预公司活动。这样,基本上就把银行从公司的股东队伍中排挤了出去^①。

英国对金融机构集中持有公司的股票虽然没有具体法律限制,但实际上却存在许多谨慎规则,这使得银行在公司治理的作用同样受到了极大的限制。例如:如果商业银行在一个公司持股较多,必须事先得到英格兰银行的许可;如果承受的风险大于银行

^① 20世纪90年代以来,这个法案开始出现松动。1998年,花旗银行和旅行者集团合并组建花旗集团。新的花旗集团是一家大型金融集团,能提供全球领先的商业银行、保险和投资银行业务。1999年,美国国会通过的《金融服务现代化法》正式废除了《格拉斯——斯蒂格尔法案》。2000年,JP摩根和大通曼哈顿银行合并,组建了摩根大通公司,为客户提供多样化的金融服务。金融行业分业经营的禁令被突破。



资本金的 10% ,也必须得到英格兰银行的批准等等 和美国一样 ,英国的内部交易法也反对股票投资者为控制公司而大量持有公司的股票。

(二)机构投资者在外部治理中扮演着日趋重要的角色 ,但分散的股权仍限制其作用的发挥

在过去 20 年里 ,美国机构持股增长很快 ,机构投资者所占比例不断加大 ,但股权尚不集中。为了适应企业外部直接融资的需求 ,美国非银行的各种金融机构逐渐发达起来 ,各种养老基金、互助资金、保险、信托公司成为公司筹措资金的极其重要的中介机构。尤其是近几十年来 ,中介机构的持股率上升很快 ,使原先占有压倒优势的个人股东持股率持续下降 ,由 20 世纪 70 年代的 70% 下降到目前的不足 50% ,而各类机构投资者的持股率则由 20 世纪 50 年代的 23%、60 年代的 28% 上升到 70 年代的 37.8%。到 20 世纪 90 年代 ,机构投资者的总资产已由 1950 年的 1 070 亿美元增加到 1990 年的 58 000 亿美元。机构投资者拥有美国全部大公司 60% 以上的股权。但是由于法律与公司章程的限制 ,各金融机构在每家公司的持股比例都不大 ,从而没能导致公司股权的高度集中。如 :纽约保险法规定人寿保险公司只能将其资产的 20% 或盈余的 50% 投资股票 ,并规定保险公司投入到任何一家公司的股票不能超过其资产的 2%。另外 ,美国的反托拉斯法还反对公司间相互持股 ,美国的证券法也不鼓励任何投资者集中持有一家公司的股票。因此 ,尽管从总体上看 ,美国非银行机构持有公司的股票已超出一半 ,但法律的限制仍使美国公司的股权分布非常分散。英国的情况和美国很接近。英国 1975 年机构投资者在资本市场上所持股份占 42.9% ,到 1990 年增至 61.3%^①。

(三)个体股东比重高 ,但所持股份却很小

英美股东结构的分散性特点决定了其股东监控机制的特征 ,即对公司高层经理人员的监督主要来自股票市场。在 20 世纪 80 年代中期以前相当长的时期里 ,这种机制主要是通过两种途径来达到股东对公司经营的监督和控制的 :一是“用脚投票” ,即 :股东们对公司经营如果不满意 ,就卖掉自己手中的股票 ,以此对公司管理层施加压力 ,改善经营。二是恶意接管 ,即 :如果公司经理的工作成效不好 ,公司股票价格就会持续下跌 ,这样就有可能发生局外人通过竞价购买该公司的大部分股票 ,从而收购该公司。

总的来看 ,英美股东在对公司所行使的监控权上表现得比较消极。从个人股东的方面来看 ,小股东不具备控制或者影响董事会决策的能力。另外出于个人利益的考虑 ,个人股东对公司的监督也极少积极投入。从机构投资者来看 ,尽管他们的出现为解决公司控制和监督问题提供了可能性 ,也克服了一般小股东不懂专业知识的弱点 ,但是至少到目前为止还未能充分发挥其监督作用。从事实来看 ,美国的机构投资者近年来已开始表

^① 李维安 ,武立东 . 公司治理教程 . 上海 :上海人民出版社 2002. 403

现出某些积极性,英国的机构投资者也在为保护股东利益作出努力。但总的来看,机构投资者仍处于消极股东状态。在美国和英国,大部分机构投资者不愿意陷入公司的经营和管理中去,很少干预和影响公司经营者的入选。在英国他们甚至很少投票,大部分机构投资者认为投票是浪费时间且毫无意义。机构投资者表现出的消极股东状态出于多方面的原因。

1. 机构投资者“免费搭车”

对于机构投资者而言也存在着“免费搭车”的问题。

只有同一个公司的大多数机构投资者联合行动,才可能达到真正控制公司董事会的目的,但集体行动的成本过大,它与投资者的收益相比是一个难以平衡的问题。而且每一个机构投资者都希望通过其他投资者的监督行为而使自己获益。

2. 投资者为了获取利润

投资者的持股目的和投资标准是为了获取利润,为了向基金参与者支付收益,他们往往要在股票的股息率和其他的证券收益率之间作出权衡,在股票收益率高的时候买股票,在股票收益率低的时候卖股票。机构投资者还要根据股息、股价在各种不同的股票间进行选择,以购买良性股票。这样机构投资者就不会长期地持有一种股票。例如:美国机构投资者持有一种股票的时间从20世纪60年代和70年代的7年减少到20世纪80年代末90年代初的1.9年^①。

3. 法律规定的限制

根据美国有关法律,保险公司在任何一个公司所持股票不能超过公司股票总值的5%,养老基金会和互助基金会则不能超过10%,否则就会面临非常不利的纳税待遇,它的收入要先缴公司税,然后在向基金股东分配收入时再纳一次税。因此,通常对于一个机构投资者而言,在一个特定的公司中,并不总是处于优势地位。一般每个金融机构持有一家公司的股票只在1%到2%之间^②。因而其单独行事难以达到监督的目的。

4. 机构投资者或者委托经营人多从本身的利益出发

机构投资者或者委托经营人往往与其所持股份的公司有利害关系,甚至与他们所持股的公司有业务往来,这样他们在行使股东权时,多从本身的利益出发,而不是从所有股东的利益出发,与被监督的经营者容易保持一种暧昧的合作关系,从而无法对其进行真正的监督。

然而,应该看到,机构投资者的治理能力是很有潜力的,当然,这种可能性要变为现实尚需要进一步的变革,需要排除不利的因素和障碍。

① 李维安,武立东编. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 405

② 李维安,武立东编. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 406

第三节 英美公司治理模式有效性的一般分析

一、内部治理结构的有效性分析

实践证明,作为一种制度安排,英美公司的内部治理结构是比较有效的。董事会与经营者各尽其职,有利于经营者集中精力,排除干扰,搞好经营,提高公司业绩。除此之外,英美公司的经营者,特别是美国大公司的高级管理人员有相当的经营自主权,这样可以保持经营者的工作热情和创新力,这是英美公司普遍具有活力的重要原因。

但是,英美公司内部治理结构也存在着比较明显的问题。在英美国家,根据法律规定,股东行使对公司经理的监控权,主要是通过投票选举自己信任的董事,并通过董事会对公司经理实行控制与监督。董事会是公司惟一的也是最重要的对公司经理及其决策进行监督与控制的机构,因为至少从名义上说它拥有聘任、解雇公司经理的一系列权力,因此,选举自己信任的代表进入董事会是股东主动行使自己控制权的基本方式。然而,英美国家的公司董事会常常被戏称为“橡皮图章”。之所以如此,主要是因为董事会基本上被公司总经理(首席执行官)所左右。来自公司内部管理层的董事会成员,是总经理兼董事长的下级,不可能对公司总经理作出尖锐的批评。而来自公司外部的董事会成员,因为是由经理推荐或由受经理操纵的提名委员会推荐的,所以也不可能对经理作出强烈的批评。另外,外部董事并非是全日制工作,对公司的生产经营情况的信息掌握得很不充分,因而也削弱了董事会控制与监督公司经理的实际效果。现实中存在的问题也不少,实践中,内部董事和外部董事的角色定位尚不清。在许多公司中,外部董事只不过是公司根据法律所行使的一道程序,并未能发挥所设想的监督职能,同时还存在着谁来监督外部董事的问题。目前,如何发挥外部董事的实质性作用已成为人们关注的焦点问题。从理论上讲,内部董事和外部董事(执行董事和非执行董事)的设置对于监督整个决策过程而言是一个比较合理的结构。这种结构有利于决策的事前监督、事中监督和事后监督,避免不必要的损失。

二、外部治理结构的有效性分析

在英美公司治理模式中,对经营者的外部监督是通过股东监控机制来实现的,这种模式是在特定的环境和背景下形成的。实践证明,英美国家公司的外部治理结构是比较有效的,甚至可以说,英美国家公司的治理主要是通过外部治理结构来发挥作用的。英美国家公司外部治理结构的有效性主要来自股权结构的分散性和证券市场的流动性。



(1)流动性好能够使投资者容易卖掉手中的股票,从而减少投资风险,保护投资者的利益,同时有利于证券市场的交易活跃、信息公开。

(2)证券市场流动性大有助于带来资源的再分配,市场中的资本容易重新得到优化组合,公司也就容易筹措资金。

(3)从社会整体来看,它有利于避免由于一家公司的经营不利或环境变化等原因所带来的连锁反应。

(4)股东们通过自己在证券市场上的股票交易活动来控制监督经营者,可以在很大程度上让经营者按自己的意志办事,经营者的创造力得以发挥。

(5)尽管对于“用脚投票”和恶意接管所发挥的效力人们存在不同的看法,但客观地评价,其积极的作用在于这种方法对经营者所产生的直接压力有利于其努力经营。同时,它可以保证资本市场的竞争性,约束经营者为股东的利益工作。当然,人们也在试图对此做出进一步调整,以期更有效地发挥其积极的一面,同时减小其负面作用。

和内部治理结构存在一定缺陷一样。英美国家公司的外部治理结构也同样存在缺陷。主要表现为:

(1)高度分散的股权结构造成了经营者的短期行为。由于股东判断企业经营优劣的标准主要是股息红利和股票价格的高低,公司经营者在股东追求短期利润和高分红率的巨大压力下,不得不以满足股东收益最大化作为经营目标。在这种情况下,公司的经营者们面对激烈竞争的环境只能对短期目标更为注重,这种监督机制带来的直接后果就是损害企业的长期利益和发展。

(2)公司股权的高度流动性会引起公司资本结构的稳定性。由于股东以追求投资收益率最大化为其目标,企业经营一旦出现波动,股份便不断转手,这不仅使公司的长期发展没有稳定的资本结构的保障,而且很容易造成企业兼并按管的动荡。在20世纪美国就曾产生过五次兼并浪潮,即20年代、50年代、60年代、70年代至80年代和90年代。兼并活动对公司经理人员具有极为重要的影响,因为公司被兼并按管后原班人马一般都会被撤换,经理人员的人力资本因此受到损失。从积极意义的一面来看,公司控制权的易手可能是淘汰无能之辈的最好方式,而且迫使经理必须搞好经营,但也要看到对经理人员所带来的消极影响。公司的经营者要时刻面临着被接管的压力,如果经营无方便会随时被取而代之。这样就进一步促使公司经理人员将注意力仅仅集中于公司的短期效益上。

(3)公司收购在很多时候不利于经理人员积极性的发挥。公司收购在20世纪60年代曾被认为是监控经营者的有力方式,有些公司在被收购接管后确实提高了绩效,但也逐渐出现了相反的情况。特别是到80年代中后期,公司收购逐渐被演变为一种掠夺财产的方式,一些公司在被收购后,被分割出卖,公司收购成为一种套利的行为,而且出现

了小公司吃掉大公司、经营差的公司吃掉经营好的公司的反常现象。

为了克服短期行为,一种新模式正在股东与经营者之间形成。这种模式就是要投资者在一家公司成为拥有长期利益的投资者,而不是赚了钱就走的短期谋利者,由此形成一种更加紧密的利益共同体,同时鼓励投资者、董事会和经理人员的合作,由股东中的积极分子监督企业的表现。这样做一方面是要解决以往英美模式所产生的短期行为问题;另一方面也是要进一步发挥对经营者的监督作用。人们试图在英美模式和日德模式之间取长补短的基础上,进行新的开拓和尝试。为此,进入20世纪90年代以来,公司治理模式日益呈现出趋同化的特点。

第四节 美国公司信用危机及其治理结构的反思

一、财会丑闻与信用危机

2001年12月2日资产达498亿美元的能源巨头安然公司突然申请破产保护,创下了美国申请破产保护有史以来之最。紧接着,世界通信、施乐和法国的威旺迪等国际大公司相继爆出假账丑闻,而且愈演愈烈。这些国际大公司的丑闻不仅引起人们的震惊和愤怒,同时严重打击了投资者的信心和欧美两地的股市。

更为严重的是,安然、世界通信等公司的假账丑闻并不是个别现象。最近魏斯评级公司在调查了7000家公司后发布的报告说,有多达1/3的美国上市企业可能存在捏造盈利报告的问题,信用危机正震撼整个华尔街^①。为此,美国总统布什多次表示要对假账丑闻进行全面调查,并把有关人员绳之以法。此外,美国证券交易委员会、国会、纽约证交所、全国证券交易商协会等机构也提出了一系列加强金融监管的措施和建议。

上述一系列事件所损害的不只是公司的声誉、会计师事务所的信誉、证券分析师的名声,而是美国经济及其影响的全球经济的复苏前景。

(一) 假账丑闻的原因分析

1. 与欧美宏观经济形势的变化有关

20世纪90年代初,随着以网络为代表的新经济的崛起,美国经济繁荣,华尔街股市牛气。与此同时,美国政府又实行了放松管制的政策,国内的金融、能源、电信、航空等市场纷纷放开。许多公司利用股价高涨之机,盲目扩张但又“消化不良”,最终在股市泡沫

^① 参见中国新闻网,2002-07-30



消散时露出马脚。如安然公司,该公司的主要手段是创造性地实现了能源产品的“金融化”。安然的金融创新独具一格,它所开发出的一系列金融工具,复杂到令专业人士都未必尽然了解的程度。作为华尔街的宠儿,安然的触角还伸入到因特网,做起了宽带资源交易,并把能源交易搬到了网上。但是,“新经济”的衰退和网络神话的破灭,使安然已无法用真实的利润来支撑高扬的股价,做假账似乎成了惟一的选择。

2. 会计、审计、律师事务所等中介机构的诚信和监管存在问题 and 缺陷

假账问题的另一面,则涉及到会计、审计、律师事务所等中介机构的诚信和监管问题。在安然、世界通信等公司的假账丑闻中,以安达信为代表的会计师事务所都扮演了极不光彩的角色。

3. 财务制度设计上存在缺陷

导致假账的直接制度性原因是财务会计制度上存在缺陷。如此多的知名公司出现假账丑闻绝对不是偶然的,其中一个重要的微观原因是美国财务制度存在严重漏洞。根据美国会计规则,公司如将某项开支列为资本开支,就可以推迟从利润收益中扣减的时间,而且可以将扣减分摊到以后数年内,从而能够抬高公司当年或当季的账面利润。不过,美国会计规则对列为资本开支和营业开支的项目作了明确的规定,并规定营业开支必须立即从当期利润收益中扣除。世通将营业开支转列为资本开支后,就不需在当年或当季的利润收益中扣除这笔费用,可以逐年分摊到从未来的利润中扣除,导致当期的账面获利上升。此外,营业开支被转列为资本开支的另一大好处是资产的折旧费用不会在未扣利息、税金、折旧的利润收益上显现出来,而未扣利息、税金、折旧的利润收益是目前美国电信行业最常用的经营业绩衡量指标。因此,公众普遍认为美国会计标准是美国大公司财务造假的元凶之一。索罗斯在接受英国 BBC 采访时就说:“必须在会计制度方面进行改革。”他认为,与美国不同的是,欧洲的会计制度以会计原则为基础,虽然欧洲也会出现像美国这样的会计丑闻,但“不会有这种系统问题”。

除此之外,无形资产制度也为企业提供造假机会。世界通信公司的问题就直接出在无形资产上。从公布的情况看,该公司将应该费用化的 38 亿美元研究开发费用资本化了,所以公司从巨额亏损变成盈利 15 亿美元。美国的研究开发费用准则规定,公司的研究费用要费用化,开发费用可以资本化,但这是在研究开发项目成功的前提下。如果项目不成功,开发费用就不能资本化,要计入费用。而世界通信公司是在开发项目不成功的条件下,将开发费用都资本化了,没有计入费用。

由此,美国接二连三的财务造假问题都出在知名的大公司上,就不再奇怪了。因为小公司不会有高昂的研究开发费用。世界通信公司的问题很明显是违反了美国的研究开发费用准则,是公司自身造假。而美国施乐公司由于没有公布会计统计错误是怎样的错误,所以无法判断施乐是如何造假的。

4. 与公司治理结构也存在一定的关系

美国安然公司、安达信和世通三大公司倒闭,虽然直接导火索是某些业务处理不当,但就制度层面来看都是治理结构上存在问题。

(1)所有权和经营权分离的利与弊。现代市场经济已经走出家族企业模式。在现代企业中,普遍由职业经理人员代替股东进行企业管理,这就是公司的所有权和经营分离。由于缺乏在两权分离后对经营权的有效监督机制,经理层往往可以利用自己掌握的经营信息进行损人利己的事情。如:1年前安然公司的股票每股还值85美元,到1年后已跌到每股不到1美元。在股票价值暴涨时,该公司高级主管曾大量出售公司股票,却禁止公司员工出售股票。股票价值暴跌后,这些员工遭受重大损失。美国《商业周刊》载文指出:“这是一场大规模的腐败。许多无辜员工眼看着自己退休的积蓄因为金字塔顶的少数人把钱抽走而化为乌有。在解除管制的幌子下面,企业进行着骇人听闻的暗箱操作,曾经值得信赖的专业人员信奉的行为道德准则遭到严重的破坏。”

美国《纽约时报》也载文说:“安然公司的崩溃不只是一个公司垮台的问题,它是一个制度的瓦解。”文章说:“自亚当·斯密以来的很多经济学家指出,公司的所有权和经营权分离为内部人滥用职权创造了可能性。”“如何限制和防止少数高级主管的权利和暗箱操作,在美国也是一个需要解决的问题。”

(2)双重角色的会计业危机四伏。自20世纪90年代中期以来,全球五大会计师事务所之一的安达信会计公司一直充当着双重角色:既是安然公司的外部审计员,又是该公司内部审计员。这就是说,安达信公司一只手做账,另一只手证明这只手做的账。为此,安达信每年得到上千万美元的丰厚报酬。

安达信公司充当双重角色,从事财务欺诈活动由来已久。过去20年期间,安达信公司已卷入十几起财务报告欺诈案件。安然公司以做假账的方式欺骗投资者、套取银行贷款的行为败露后,安达信公司承认,在审计不列入安然公司财务报表的合伙经营项目时犯下了错误,没有发现安然公司把债务放到这些合伙经营者账目上,掩盖财务困境,4年间虚报盈利5.86亿美元。不仅如此,安达信公司还销毁了有关审计文件。

当然,这里面还有美国大公司聘请会计师事务所既做会计工作又做审计工作,提供了做假和内幕行为的温床,公司高层管理者有利用期权制等新兴的薪金激励方式隐瞒公司真实业绩、欺骗股东等等的行为。如果再看得远一点,我们还会想起美国华尔街证券公司、投资银行的证券分析师私下抛售自己推荐股票的事件,这件事也被视为是美式资本主义市场经济制度的空前丑闻。

(3)政府对企业如何监管。成立于1934年的美国证券交易委员会,是致力于保护投资者的利益和保证金融市场的正常运转的专门机构。而早期通过的一项联邦证券法案,规定上市公司必须进行独立审计。但是联邦政府允许公司雇用自己的审计师。



近年来,美国股票市场得到了迅猛发展。首先,表现为交易量大增,道·琼斯指数也以越来越快的速度跨上新台阶;其次,美国公众参与股市活动的程度也越来越高。据统计,美国目前有超过 8 800 万的股票投资者,51% 的美国家庭持有股票。然而在 20 年前,仅有 5.7% 的家庭拥有股票^①;最后,金融工具的不断翻新和复杂化。随着金融业的发展和更多金融工具的产生,更多的人开始通过以各种各样的组合方式积极投资股票市场,人们甚至把退休养老的资金也拿去投资。可以想象,金融市场上的欺诈活动无疑更大地增加了广大投资者的风险,其后果是不堪设想的。最近纽约股价大跌,同不断披露的金融丑闻密切相关。种种现象表明,美国现有的金融监管体系已无法适应现实的需要。比如,现在各会计师事务所不仅给上市公司提供审计服务,还提供咨询和税务服务。并且,会计事务所对上市公司提供的审计服务的所得仅占事务所总收入的 40%,而大部分收入来自对同一公司的税收与咨询业务。去年安然支付安达信的审计服务为 2 500 万美元,而咨询费用却高达 2 700 万美元^②。在这种情况下,要求审计师保持独立性是非常困难的。美国证券交易委员会意识到,面对股票市场发展的新形势,仅靠制定规章制度和采取行政管理手段来监管金融市场是不够的,作为补充,还必须依靠更广泛的其他部门的力量来进行定期的、更为细致具体的监管工作,从根本上落实各家公司信息披露的透明性、及时性和准确性。

但是,加强金融监管任重道远,加强监管会遇到一些华尔街上市公司的阻挠,新的机构如何运作还有很多具体问题,是否能确保它的可靠性和有效性,这都需要进一步观察。美国证券交易委员会也表示要继续广泛征求各方意见,争取在今年年底取得有实质性的改革成效。而且,美国总统布什亲自指派的美国证券交易委员会主席哈维·皮特(Harvey Pitt)不久前在华盛顿总部的一次讲演中说到:“依靠财会业自行管理的时代已经结束。”言下之意,从外部加强对金融财会行业的监管已是当务之急。经过几个月来的酝酿,2002 年 6 月 20 日,美国证券交易委员会正式提议成立了一个独立的监督机构——公共责任委员会(Public Accountability Board),专门负责监督和检查会计公司和股票上市公司的会计行为是否符合职业道德、会计业务是否规范化以及业务水平是否达到财会质量标准等等,以改变长期以来各公司基本上是自行负责管理公司财务和审计的状况。提议还指出要采取向财会公司和股票上市公司收费的办法来支持新的监管机构的运作。另外,新机构的成员将主要由财会行业以外的人士组成,以保证机构的独立性,但也有少数来自财会行业的专家或退休人士,以确保新机构在财会业务上具有较高的专业水准。

美国证交会主席皮特 2002 年 3 月 21 日在参议院作证时就已经指出,美国证交会将

① 新华网 2002-07-26

② 经济参考报 2002-07-29



主要负责处理财务欺诈案件,而当时尚在讨论之中的公共责任委员会将负责财会部门的职业道德和财会业务质量的监管,所涉及的问题可能还没有触及法律纠纷。因此,美国证交会成立公共责任委员会的提议意在从不同侧面来加强金融监管。

二、进一步完善的措施

美国参议院银行委员会 2002 年 6 月 18 日通过一项法案,内容是加强对美国会计行业的监督,并限制会计师对其所负责审计的公司提供咨询服务。

法案决定成立一个新的政府委员会,专门监督和规范会计审计行业,以取代目前该行业基本上实行自我约束的制度。在这个 5 人委员会中,在会计行业工作过的成员不得超过 2 人。委员会成员将由美国证券和交易委员会同财政部以及联邦储备委员会磋商后任命。

法案还授权新的政府委员会制定会计和审计行业的道德规范。

这项法案是在美国司法部门裁定安达信会计师事务所犯有妨碍司法罪后,以 17 票赞成 4 票反对的表决结果通过的,也是银行委员会内共和党和民主党议员妥协的产物。由于越来越多的美国公司做假账被曝光,严重影响了投资者的信心,美国参议院此前拒绝了不少比较宽松的法案条文建议。新法案的条款比安然公司破产后众议院 4 月份通过的类似法案更加严格。

另外,美国证券交易委员会也将于近日成立一个专门委员会,以加强对美国会计和审计行业的监督。

美国参议院议员保罗·萨班斯日前就提出的一项有关财会业改革具体办法的议案。这项名为“2002 年上市公司财会改革和投资者保护法”的议案内容主要包括:建立一个强有力的体系来监管上市公司的审计业务,禁止财会人员为一家上市公司同时提供审计和咨询服务。也就是说,审计人员必须有明确单一的工作职责,如果负责审核公司的财务,就不能兼职为公司管理人员提供财务咨询。

此外,该议案还规定了一些具体细节。例如:成立一个独立的审计监督委员会,代表公众的利益。委员会由 5 名成员组成,其中 2 名成员必须具有公证会计师的背景。这 5 名成员必须是全职人员,不允许在别的行业兼职,更不允许从财会公司拿取好处。委员会运转资金来自上市公司,也就是说上市公司今后要自己掏钱接受监管。议案还规定,由审计委员会任命和监督上市公司的审计员,并负责支付报酬。

针对美国现行会计制度存在的问题,有关业内人士提出了七项具体改革建议^①:

(一)制定有效的行业自律规则

按照目前会计行业自订自律规则的体制,难以断定谁应承担 responsibility。在现行体制下,

^① 根据参考消息及有关报道整理。

众多团体组成的行业协会——美国注册会计师学会(AICPA)监管独立会计及审计机构的工作质量。而由AICPA管理的公共监察委员会(CPA)负责保护公众利益,但它的资金来源靠的是成员公司。

(二) 严禁向审计客户提供咨询

根据有关方面统计,1993年,会计行业的收费有31%来自咨询业务,到1999年,增长到51%,而到2001年,只有40%的收费来自审计业务。据2001年2月所进行的调查,美国的563家独立会计师事务所中,来自非审计业务的收入已是审计业务收入的2.9倍。

(三) 审计轮换制

2001年9月11日,储备管理局局长在参院银行委员会作证 SUPERRIR 银行一案时,就强烈要求实行审计轮换。这对投资者和管理者都有好处。

支持审计轮换制的人士认为:一个审计员知道几年后如有竞争者接替自己的业务,他所做的假账就会败露的话,那么,像废物处理公司这样虚报14亿美元之类的丑闻就不会发生了。反对者则认为:审计轮换也会产生新问题,新来的审计员需要时间来熟悉一个公司的情况。他们主张,在现行体制下,应定期轮换审计员,但是要用来自同一家事务所的审计员以降低成本。

(四) 提倡答辩审计

有学者通过对40宗审计失误案件的调查分析发现,在许多案件中,五大会计师事务所都没有采取能够及时揭露问题的补充措施。在计算机登录账目的情况下,到了年终突然出现了不同寻常的手工输入,审议数据人员不问问“为什么”,鼓励提出质疑的惟一办法就是在一般审计中引进答辩审计机制。

(五) 限制审计人员向公司流动

从很多丑闻事件中,可以看出该公司的许多财会人员都曾经是安达信事务所的审计人员。

虽然,许多公司有这种制度,财会人员在公司和审计事务所之间实行轮换,也从来没出过问题。但现在看来应当从法律上有所限制,不让会计业人员随心所欲选择工作单位。

(六) 改革审计委员会

1999年,美国证券交易委员会(SEC)提议,审计委员会应由独立的董事组成,每位董事都应精通财会工作,其中至少有1人有财会管理经验。但是美国证券交易所制定的上市公司条例没接纳这一提议。如果完全按照SEC的提议,安然公司的6人审计委员会中至少有一半人员应当回避。

(七) 清理审计条例

审计是一件非常复杂的工作,其标准也非常复杂。很多人认为,负责制订审计行业



标准的金融财会标准委员会的应变能力太慢,应将合伙制引入审计。

欧美上市公司假账丑闻看似与中国无关,实际上这些事件对于加入世贸组织后的中国金融和企业界有着深刻的警示作用。目前,我国正在加快建立现代企业管理制度,完善对上市公司和财会人员的监管机制。如何防止安然、世界通信等公司的假账现象在中国发生,是一个非常值得思考的问题。



第六章 德日公司治理模式

——债权人控制型公司治理结构模式

第一节 德日模式的产生背景与发展历程

一、德日模式的产生背景

(一) 法制的影响

1. 德日金融机构管制政策较为宽松

德日两国的金融机构在持有企业股权方面具有更大的自由度,这是德日模式产生的关键性制度因素。1987年之前,日本的反垄断法规定,商业银行可持有一家企业股份的上限为10%,1987年以后,这一比例下降为5%(但对超过5%范围的股票处理问题,却设定了10年延缓期,这等于对银行没有限制)。保险公司最多可持有一家公司10%的股份,共同基金和养老基金在投资分散化方面不受任何限制。

德国在银行持股方面的限制更少,不仅如此,银行作为融资主体还会受政府政策、国家法律的保护,例如:银行对非金融企业的股权投资只要不超过银行总资产额的15%,就再无其他任何份额限制。根据德国实行的全能银行(universal banking)原则,银行可以提供从商业银行业务到投资银行业务的广泛服务(包括信



贷、信托、证券投资等),可以无限量地持有任何一家非金融企业的股份,德国银行的持股率平均为9%。德国反托拉斯法也没有对其作出任何限制^①。

2. 对证券市场的限制非常严格

德日两国传统上对非金融企业进行直接融资采取歧视性的法律监管。在日本,长期以来债券市场只对少数国有企业和电子行业开放,而且债券发行委员会通过一套详细的会计准则对企业债券的发行设置了严格的限制条件,因此日本的证券市场较为落后。

在德国,企业发行商业股票和长期债券必须事先得到联邦经济部的批准,而批准的条件是发行企业的负债水平在一定的限度以下,发行申请必须得到某一银行的支持,企业发行股票要被征收1%的公司税。另外,企业在国外发行债券也受到严格的限制。如:商业票据和国内债券等的发行直到1989年才获允许,外汇债券和欧洲债券的境外发行则分别在1990年与1992年才获批准。股票市场交易的高额征税也是在1992年之后才有所松动。由于德日对企业直接融资采取过于严格的监管,与英美证券市场相比德日两国的证券市场要幼稚得多。

3. 信息披露方面的规定不严格

1989年经合组织曾对各国跨国公司合并财务报表进行了一次调查,在经营结果披露方面,被调查的53家美国公司中,有34家公司完全符合经合组织规定的要求,被调查的23家日本公司只有2家公司完全符合要求,而19家德国公司中居然无一家完全符合要求。在内部转移定价的披露方面,完全符合要求的美国公司占62%,日本公司只占10%,德国公司仍然无一家。这一资料表明,德日在信息披露方面的规定不太严格,其结果造成外部投资者得到内部信息的机会减少,增加了信息成本,影响了投资积极性,对企业直接融资市场的行为起到阻碍作用^②。

(二)政治、文化和历史因素的影响

德日两国在政治上习惯于集权统治,德国在俾斯麦时代起就把经济的统治权集中于银行手中。日本的经济控制权则是集中于少数的大财团和家族手中。

在各自的历史的发展中,德日两国逐渐形成了其独特的文化价值观。两国都强调共同主义,具有强烈的群体意识和凝聚力量,重视追求长期利益。因此德国被称为“合作的经理资本主义”,日本公司的集体主义更是海外皆知。日本的集体主义以企业为中心,职工不仅从工作上,而且从精神上等其他方面也都要依存于该企业,这种集体主义的行为已经超出了一般营利性团体的范畴,可以说是建立在营利基础上的具有浓厚共同体色彩的团体。它可以把个人的利益与公司的利益紧紧地结合在一起,为了企业的发展而努力奋斗,直至退休。

^① ^②李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 416~417



而形成了高度集中的“金字塔”式的股权结构。战后初期,日本公司总资本 323 亿日元,其中三井、三菱、住友、安田四大财阀及其所控制的资本就达 79 亿日元,占 24.5%,十大财阀所控制的资本高达 114 亿日元,占 35%。

第二次世界大战后,美国占领军总司令部试图在日本通过“经济民主化”建立市场控制公司型的治理结构,最终使日本企业制度美国化,因此,通过解散财团层级制所有权结构来消除家族控制以及解除控股公司与子公司之间的层级控股关系。为此,一方面,设计出一个以个人为中心的分散的所有权制度,通过市场和股东会监督管理人员。当时在全国 437 亿日元的股份资本中属于高度集中股份资本为 181 亿日元,高达 42%。在美国占领当局主持下,对其进行了分割。其分割结果,从业人员拥有股份 38.5%,一般出售占 27.7%,投标占 23.3%,战时特别补偿税占 7.4%,公司分割费占 2.9%,偿还外国人财产为 0.2%。这样经过战后解散财阀的民主改革运动,日本战前的股权结构发生了根本性变化,出现了分散化特征。另一方面,为了避免控制权再度集中,1947 年实施的《禁止垄断法》禁止工业公司持有股份,并限制金融机构不得持有有一个公司 5% 以上的股票。1947 年的《证券交易法》脱胎于美国的《格拉斯——斯蒂格尔法》,禁止商业银行承销、持有和交易公司的证券。对金融机构按照框定的模式进行分工,即:一个项目的“事前监督”委托给投资银行;“事中监督”委托给商业银行;“事后监督”委托给股票市场。这样就将商业银行与投资银行分离。另外在财阀解散的过程中,通过了 1948 年 1 月生效的《终止财阀家族控制法》,该项法律要求十大财阀公司中有影响的官僚离职,而支薪职业执行人员取代了原先的执行人员接管了最高管理层,占据了经理位置。这种管理权的移交对日本大企业的公司治理产生了重要影响,即完全消除了外部董事。

1950 年以后,随着日本经济的恢复与发展,公司所需的新的重建资金已不再从股票市场筹集,而是由城市银行(私人金融机构)提供。与此相对应的则是股本融资迅速减少,城市银行的贷款则靠日本银行贷款支持,日本战后向城市银行提供的贷款在 1949 ~ 1950 年间增加了 3 倍,这些来自城市银行的借贷方式被称为系列融资,它意味着最大的 6 家银行(三井、三菱、住友、富士、第一劝业、三和)和日本兴业银行通过日本银行大量借款,来满足同系列的公司近半数的货币需求。这样随着激烈的贷款竞争,主银行及其监督体系得以确定下来,形成了日本公司的治理模式。

德国企业治理模式可以追溯到 19 世纪 70 年代。从 1870 年开始德国的公司法就要求,除了股东会以外,公司还应当设立两个机构:一个是监事会;一个是管理董事会。一方面,股东们可以通过股东会行使自己的基本投资权利;另一方面,也可以通过由股东代表所组成的监事会有效地履行监督和控制职能。按两会制的要求,管理董事会负责管理公司的日常经营业务,并代表公司与外界打交道。监事会要监督和确保公司的生产经营业务能够顺利地展开和进行,原则上并不直接插手和干预具体的生产经营过程。但是,



对某些公司章程或监事会另有特别规定的项目或决策,管理董事会在具体执行、落实之前必须报经监事会审批或认定,而且监事会对这些项目和决策享有否决权。当管理董事会的项目或决策遭到监事会否决后,管理董事会可以要求召开特别股东大会对被否定的议案进行复议。如果股东们对管理董事会所提议案投赞成票的比率高于75%,则监事会的否决便告失效,管理董事会仍可实施原项目或计划决策。在德国企业治理结构中,监事会和管理董事会是两个独立的机构,为确保监事会和管理董事会独立行使职能,两会中的成员不得交叉任职。

在第一次世界大战期间,德国政府明文规定,凡是与军务生产有关的企业,一旦雇工超过50人就必须设立企业工厂委员会,职工参与式的联合决策制度就此产生。在1933年,纳粹政府取消了企业工厂委员会。1948年盟军对战败的德国实行了联合控制,职工参与式的联合决策制度又得以实施。联合决策制度最初只适用于千人以上的煤炭和钢铁企业,其核心内容是工会代表和职工代表进入监事会,监事会是企业治理结构中唯一的一个管理机构,其功能与规范化公司中的董事会极其相似。监事会由5名股东代表、5名职工代表和1名中立的董事长所组成。1950年5月16日,盟军最高委员会将这些工业企业移交按联邦德国公司法新成立起来的公司的手中。本来,当时联邦德国的公司法并不承认联合决策制度的合法性,这就意味着,随着工业企业移交过程的结束,联合决策制度就应当完成其历史使命。但是,由于这种治理模式确实具有很多优点,另一方面也慑于工会组织以罢工相要挟,联邦德国议会在1951年通过了《煤炭和钢铁行业参与决定法案》,使联合决策制度以法律形式确定下来。

在非煤、钢行业中,联合决策制度主要是通过企业工厂委员会来实现。企业工厂委员会是联合决策制度的一种初级形式,是在1952年的《企业制度法》中加以确立的。1976年7月1日《德国参与决定法》(1976年5月4日通过)正式生效,它突破了原联合决策制度只限于煤、钢行业的局限性,适用于职工人数在2000名以上的股份有限公司、股份两合公司、有限责任公司等等。这一法案规定职工代表必须进入监事会,而且所占席位上升到50%,与股东的席位持平。监事会的规模视企业职工人数而定:不足1万名职工的中小型企业,由12人组成(劳资双方各6人,劳方监事由4名雇员和2名工会代表组成);1万至2万名职工的大型企业,由16人组成(劳资双方各8人,劳方监事由6名雇员和2名工会代表组成);2万名职工以上的超大型企业,由20人组成(劳资双方各10人,劳方监事由7名雇员和3名工会代表组成)^①。

至少从俾斯麦时代起,银行在德国公司治理结构中就起着十分重要的作用。俾斯麦

^① 杜景林,卢谔译. 德国股份法·德国有限责任公司法·德国公司改组法·德国参与决定法. 北京:中国政法大学出版社,2000.332~333



曾通过银行促使经济增长。开始时,银行只是公司的债权人,但当银行所放款的那家公司到证券市场融资或拖欠银行贷款时,银行就变成了该公司的大股东,银行可以持有一家公司多少股份,并无法律上的限制,只要其金额不超过银行资本的15%就行。第二次世界大战后德国工业重建初期,银行成为企业资金的主要供应者,从提供贷款、认购风险资本到帮助发行股票、认购债券、提供流动资金,从而逐渐确立起在德国金融体系中的核心地位。

第二节 日本的公司治理结构

一、日本公司治理结构的基本构型

日本的公司治理结构一般采用股东大会—董事会—高级经理(包括社长、副社长、专务、常务等)三层结构。

股东大会是公司的最高权力机构,董事会是最高决策机构,高级经理负责日常经营活动。由于在日本法人大股东相互持股,经理人员又是法人大股东的代表,股东大会选举董事会、董事会任免经理的法定程序实际上是经理自己选自己。董事会成员基本上由按序列位置的副社长、常务和专务等常务会成员构成,董事会以社长为中心。

在日本公司中,由于股东相互持股以及个人股东比例相对较小,股东大会实际上被公司经营者操纵,使股东大会“形骸化”。主要表现在以下两个方面:一是多家公司的股东大会同一日召开。这实际上把拥有多家公司股票的个人股东从股东大会中排除出去。二是即使参加股东大会,大会进行的时间很短,多在30min内通过经营者事先写好的方案,根本没有讨论的时间。

虽然在法律上,董事会的职责非常明确,即具有制定公司经营决策和选举代表董事的权力,但在实际中,尤其在所有权与经营权分离的大企业中,董事会不但没有起到监督经营者的作用,相反成为经营者权力强化的一个重要工具。事实上,社长掌握了董事会的人事权,董事会的大部分成员是由以社长为中心的高级经理人员构成,而且董事会成员的构成是以社长为顶点的序列组织,也就是说,社长可以决定下期董事的人选,这样由社长组成的董事会不可能自我监督。另外日本公司的外部董事比例极少,即使有也是由社长推荐的,监事会也在社长的控制之下。所以,日本公司的腐败案件是比较多的。



二、日本公司治理的特征^①

(一) 注重对管理者的直接激励

日本公司经理的报酬普遍低于经济合作与发展组织(OECD)的其他国家。由于对公司回购股票的限制和收入所得税因素,股票期权在日本没有得到广泛使用。而且,日本公司高层与基层人员的收入分配差异也较小。不过,近期的研究表明,在日本与其他国家之间,决定经理薪金、提升和人事变动的因素的差异并没有想象中的大。日本也许只在程度上与美国有所不同,没有本质的区别,而另一种激励机制——声誉可能在日本更能发挥作用。尽管在其他国家也缺乏有说服力的证据表明高额经理薪金支付和股票期权对公司业绩的影响,日本仍然在1997年7月消除了股票期权使用的法律障碍。

(二) 公司接管受到限制

大股东在某种程度上被他们的公司“锁住”(locked in),他们应积极行使投票权而不是退出。这明显暗示着间接或外部公司控制的第一种方式:接管和相关的收购与兼并活动。在英美,接管是最广泛使用的股东控制机制。而在日本,接管使用得相对较少,这不是由于法律对接管者设置了障碍,而是他们将其公司视为并非以盈利为目的、由雇员和其他相关利益集团组成的一体化组织。另外,如果交叉持股和稳定持股盛行,通过市场购买大比例股份是非常困难的。

(三) 股权集中

日本公司的股东采用与英美不同的直接参与式的治理模式。采用这种公司治理模式时,一方面,股东的直接控制、所有权集中程序和大股东身份这三者可能是公司控制有效性的重要决定因素。由于公共物品问题,小股东几乎没有动机监督公司管理层。只有对于所有权大量集中在大股东手中的公司,大股东可能才有动机进行代价高昂的监督。另一方面,大量、集中持股也许造成对管理层的不正当妨碍,甚至会鼓励某些股东同管理层以其他股东、债权人利益为代价进行合谋。

在1994年,日本的机构或公司拥有近70%的外发股份,其中25%的股份由非金融公司拥有,44%属于金融机构。同时,国内个人持股份额从“二战”开始连续下滑;从大约70%降为刚刚超过23%。在日本,金融机构中的银行与保险公司处于统治地位,而养老基金持股极少。

所有者地位的重要性也许小于持股的集中程序。在持股集中程序上,日本大大高于美国,而小于德国。而且,多种证据表明大部分股份处于“稳定持股”状态,这说明了,未征得发行者认可,这些股份正常情况下不能出售。在大型日本制造公司中,高层持股人

^① 张双才,马洪涛. 日本公司治理结构的特征及其近期变化. 日本问题研究, 2002(1)





往往与公司有商业关系，或是母公司或同属一集团公司。最近的一些调查表明，许多（63.5%）的公司报告称稳定持股者所占份额在60%~70%之间，这大致相当于机构投资者所占份额。

（四）推行公司交叉持股

“交叉持股”是一种稳定持股结构。稳定持股常常通过相互持股得到强化：一些公司当互有业务关系或同属一个商业集团时，它们会有目的地持有彼此的股份。

OECD的调查数据（1996）表明公司交叉持股所占份额集中在10%~40%之间，同稳定持股的估计数相比是一个相当小的比例。

随着日本经济泡沫的破灭，有人说交叉持股正在迅速瓦解，然而，对目标是强化伙伴关系的交叉持股而言，它们并没有太大变化。目前，仍然没有确凿的证据证明交叉或稳定持股是否发生了实质性变化。不过这种持股结构正呈逐渐减少的趋势。这种持股结构是在20世纪50年代和60年代早期的特定环境中建立起来的。虽然在泡沫经济时期积累的大比例交叉持股正在减少，可它仍将继续保持关键性的比例。

（五）大股东的的影响明显

日本的机构持股者像是一个集中的、潜在的关联集团，因此，它们就会有动机参与企业事务。传统观念认为，在日本的特定环境中，股东的作用较小。不过，有某些迹象表明股东的权力很大。这表明，持股者，特别是集团持股者正在对企业进行监督，甚至在企业运转良好时也如此（不过在企业业绩不良时，债权人也会对其进行干涉）。根据内部交易法案的规定，大股东和管理层在年度例会前交换信息更为容易（虽然这些条款明确禁止这一行为，但该法案对当事人的惩罚较轻）。因此，一旦双方达成一致，股东将会授予管理层代理股票权，管理层在会议上也就有了多数投票权。

（六）股东通过对董事会的约束实现对公司的影响

同其他国家一样，日本的商法赋予普通股股东大会最高决策权，这包括董事、监事和其他重要职务的任命和罢免。商法也鼓励由股东选出的董事代表，让他们依据董事会决议执行公司事务。

在实践中，日本公司的董事会主要由本公司内部提拔出的董事组成。从法律上来看，日本公司的董事会同美英公司颇为相似，董事成员没有正式的劳工代表。虽然董事会由股东正式选出，可是董事会成员一般是在同大股东协商之后由CEO（首席执行官）选择，而且主要由外部人员和管理层成员组成。除非企业陷入危机，大股东通常不会出席董事会，高层管理者、大债权人和股东共同召开每月的例会。

日本公司董事会通常包括董事长（有时还有1名主席，他地位名义上高于董事长，但并无实权），下级执行董事（副董事长）和其他执行董事。因而，董事会的层次划分是按照等级而不是功能。



日本公司董事会与众不同之处突出表现在大部分执行董事一直由公司内部的中层管理者担任。他们从公司内部提拔,造成企业管理者与董事会成员间角色重叠。公司外部董事和内部董事的法律地位相同,普遍认为他们并不独立于公司。实际上,他们绝大部分来自相关利益集团。理论上,日本的小股东能够以公司发放的代理表格的形式,公开提名董事会成员,不过在实践中却很少使用这一程序。在变更董事会构成之前,管理层通常由大股东协商。这意味着当某种情况出现时,美英公司在这种情况下也许会出现接管,而在日本公司仅仅是大股东更换董事会成员。

日本证券市场的2200余家上市公司中,外部董事成员占全部董事的25%,从1985年以来这种情况一直没有什么变化。银行扮演了一个相当温和的角色:它只派出了大约5.4%的外部董事,关联公司派出的外部董事最多。令人惊奇的是,普通外部董事和来自银行的特定董事所占比例,在长时期内一直保持稳定!虽然近期日本经济放缓,但银行或其他股东向企业派出的董事在数量上没有什么明显变化(人们本来期望当公司业绩不佳时,股东为了增强监督力度会增派董事,或者,为了切断同企业的关系而召回董事)。主席、董事、副主席、副董事长并没有从公司内部选择,其中相当高的比例来自公司外部。

如果日本公司的董事会真的像人们普遍认为的那样只是一种法律形式,那就很难理解为什么大股东想在公司董事会中安插董事。安插外部董事暗示着大股东会因此受益。这一机制是接管机制的一个替代机制。当一定公司的股票行情、销售收入、利润或投资业绩低于同行业水平时,银行向其委派董事的概率上升。在派出董事之后,企业业绩会有所改善。但重要的是,该公司的就业增长率和股票市场表现在相当长时期内好转。这种现象可以解释为:当管理层不能在企业内部完成重组时,会在银行指导下进行企业重组(或裁员)。但银行并没有将普通股东的利益放在心上,后者不会从中获益。随着公司所属主银行和其他机构股东持股比例上升,日本公司裁员与临时解雇的频率也随之升高。同时,经营业绩会随着裁员得到改善。

(七)变更经理是改善公司治理状况的重要手段

大量研究表明,日本企业的经理也受企业业绩左右。CEO的变更同公司绩效指标——股票回报、销售增长、资产税前收益率的变化、税前收入、就业增长密切相关。为了防止经营不善,公司非常规人事变动的可能性会增加。除此以外,同没有主银行的企业相比,与主银行有密切联系的企业更有可能因为盈利表现不佳而更换高层经理。在日本公司中,主银行和集中持股制度共同扮演了重要的治理角色。股东直接干预的一个重要结果,就是它替换并扮演了英美公司治理模式中接管市场的角色,而后者令人生畏。日本银行的双重身份,决定了其在行使监控权时必然要发挥主导作用。日本银行及法人股东通过积极获取经营信息对公司主管实行严密的监督(1)银行作为公司的主要股东,在财务状况良好时,只是作为“平静的商业伙伴”而存在。(2)如果公司盈利开始下降,



主银行由于所处的特殊地位,能够很早通过营业往来账户、短期信贷、与公司最高领导层商业伙伴的长期个人交往等途径获取信息,及时发现问题。如果情况继续恶化,主银行可以通过召开股东大会或董事会来更换公司的最高领导层。

日本公司的董事会与美国很相似,基本上是业务执行机构与决策机构合二为一。但是,日本公司董事会的股东代表特别少,总体上看具有股东身份的仅占9.4%(主要股东为5.7%,股东代表为3.7%)。而在上市公司,特别是大公司中,具有股东身份的仅占3.9%,其余大部分是内部的高、中层经营管理人员。从董事会成员的构成可以看出,董事会不是股东真正行使监控权力的机构。丰田汽车公司董事会的董事就多达55人,其中绝大部分为内部董事。另外,从表面上看,日本公司董事会没有银行的代表,实际上并非如此。在日本公司董事会中,有1名以上的董事常常是公司主银行的前任主管,这是日本商业银行的通行做法。这位前任主管的职责就是为主银行收集信息,并对公司主管实行严密监控。当对公司经营者的经营业绩不满意时,他可以利用股东大会罢免经营者^①。

日本公司还通过定期举行的经理俱乐部会议对公司主管施加影响。尽管经理俱乐部会议是非正式的公司治理结构,但它是银行和其他主要法人股东真正行使权力的场所和形式,就如另一个董事会,这与德国的监事会相似。在经理俱乐部会议上,银行和法人股东的负责人与公司经理一道讨论公司的计划项目、经理的成功计划以及重大的公司政策等。虽然会议每月开一次,而且在会议上并不投票,参加者也不相互发布指令,但经理可以感受到会议所达成共识的约束。这主要是因为会议成员是一些联合起来能够控制经理所在企业投票权的人。因此,经理俱乐部会议并非是一个等级官僚组织,而是一个相互沟通和进行平等协商监督的论坛。

日本还重视公司员工的治理作用。在日本公司中,经营者的选拔、连任以及工作业绩都需要得到员工的支持和认可。日本企业的员工把进入公司董事会看做是毕生的追求,与美国相比,董事由员工晋升的比例较高。日本企业内部员工的终身雇佣制、企业工会组织的存在为从业人员发挥治理功能提供了良好组织平台。因此,从某种意义上讲,日本实行的是由股东、从业人员、银行以及社会组成的多元化共同治理模式。

^① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 119



第三节 德国的公司治理结构

一、德国公司治理结构的基本构型

从本质上讲,德国的公司治理结构是双层结构。德国公司的董事会是公司的法人机构,其职能主要是负责公司的经营管理,向监事会报告和负责,向股东及其他利益相关者提供必要的信息。监事会对董事会的工作有监督的权利,可以提出具体的建议,并承担重要的决策职能。德国公司由监事会和董事会组成的双层治理结构在监督经理人员行为方面比较有效,因为德国公司的监事会由非执行董事组成,能够有效地敦促经理人员管理公司,为股东和利益相关者尽心尽责。

二、德国公司治理机制的特征

(一)德国公司的业务执行职能和监督职能相分离,并成立了与之相应的两套管理机构,即董事会和监事会,亦称双层董事会

依照德国法律,股份公司必须设立双层董事会。监事会是公司股东、职工利益的代表机构和监督机构。德国公司法规定了监事会的主要权责:(1)任命和解聘理事,监督理事会是否按公司章程经营;(2)对诸如超量贷款而引起公司资本增减等公司的重要经营事项作出决策;(3)审核公司的账簿,核对公司资产,并在必要时召集股东大会。德国公司监事会的成员一般要求有比较突出的专业特长和丰富的管理经验,监事会主席由监事会成员选举,须经2/3以上成员投赞成票确定,监事会主席在表决时有两票决定权。德国公司的监事会是一个实实在在的股东行使控制与监督权力的机构,因为它拥有对公司经理和其他高级管理人员的聘任权与解雇权。这样无论从组织机构形式上,还是从授予的权力上,都保证了股东确实能发挥其应有的控制与监督职能。由于银行本身持有大量的投票权和股票代理权,因而在公司监事会的选举中必然占有重要的地位。据德国垄断委员会统计,在100家最大的股份公司中,银行在70家有监事,有些还担任监事会主席,银行代表占股东代表的22.5%^①。如果公司经理和高层管理人员管理不善,银行在监事会的代表就会同其他代表一起要求改组执行理事会,更换主要经理人员。由此可见,德国在监事会成员的选举、监事会职能的确定上都为股东行使控制与监督权提供了可能性,而银行直接持有公司股票,则使股东有效行使权力成为现实。

^① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 116

(二) 德国公司治理机制有别于其他国家的重要特征是员工参与决定制度

德国在历史上曾是空想社会主义和工人运动极为活跃的国家,早在200年前早期社会主义者就提出了员工民主管理的有关理论。1848年,在法兰克福国民议会讨论《营业法》时就提议在企业建立工人委员会作为参与决定的机构。1891年重新修订的《营业法》首次在法律上承认工人委员会。德国魏玛共和国时期制定的著名的《魏玛宪法》也有关于工人和职员要平等与企业家共同决定工资和劳动条件等内容,工人和职员在企业应拥有法定代表并通过他们来保护自身的社会经济利益等规定。尤其在第二次世界大战以后,随着资本所有权和经营权的分离,德国员工参与意识进一步加强,德国政府颁布了一系列关于员工参与决定的法规。目前,在德国实行员工参与制的企业共有雇员1860万,占雇员总数的85%^①。德国的员工参与制,通常分为三种形式:(1)拥有员工2000名以上的公司(包括股份有限公司、合资合作公司、有限责任公司等),依据1976年通过的《参与决定法》进行。主要内容有:1)公司员工和行业工会代表在公司监事会和执行理事会中必须拥有一定的席位,对重大决策有一定的表决权;2)监督保护员工利益法规的执行情况;3)监督劳资协议的执行情况;4)与资方平等参与社会福利政策和方案的表决;5)了解和咨询公司的生产经营状况。该法规定,监事会的人数视企业规模而定,在拥有员工2000名以上的企业中,监事会成员要有一半职工代表,进入监事会的职工代表中,一般员工和高级职员按比例选举,但每一群体至少有1名代表,执行理事会中至少要有2名职工代表。(2)拥有职工1000名以上的公司,依据1951年的《煤钢行业参与决定法》进行。该法规定,执行理事会中要有1名劳工经理,并由监事会选出,监事会的人数为11人,其中劳资双方分别提出4名代表和3名“其他成员”,再加1名双方都能接受的“中立的”第三方。“其他人员”不允许与劳资双方有任何依赖关系,也不能来自那些与本企业有利害关系的企业。(3)雇员在1500名以上的公司,依据1952年的《企业组织法》进行。该法规定职工代表在监事会中要占1/3,由工人委员会提出候选人名单,再由员工直接选举产生。在监事会席位总数多于1个时,至少要有1名员工代表。

这种员工通过选派代表进入监事会和执行理事会参与公司决策的共同决定制,使得企业决策比较公开和民主,既有利于股东和员工对经营者的监督,减少失误和腐败,降低代理成本,也有利于调动各方面的积极性,减少摩擦和冲突,保持企业和社会的稳定与持续发展。因此,从某种意义上讲,德国公司治理机制是由股东和公司员工共同治理的模式。

^① 瞭望新闻周刊. 2002-07-12. <http://business.sohu.com>

第四节 德国日本公司治理模式的一般特征

一、商业银行是公司的主要股东^①

德国和日本长期以来一直把银行作为公司治理的核心力量。在经济发展过程中,银行深深涉足其客户公司的经营事务中,形成了颇具特色的银企关系。这在日本具体表现为主银行制度。所谓主银行是指某企业接受贷款数额居第一位的银行。由主银行提供的贷款叫做系列贷款,包括长期贷款和短期贷款。日本的主银行制主要包括三个基本层面(1)银企关系,即企业与主银行之间在融资、持股、信息交流和管理等方面结成的关系(2)银银关系,即指银行之间基于与企业的联系而形成的关系(3)政银关系,即指政府管制当局与银行业之间的关系。这三层关系相互交错、相互制约,共同构成一个有机的整体。这种结构对于公司治理结构的构型具有决定性作用和意义。如:日本在1956~1960年,公司向银行的借款占其全部资金来源的73%,1971~1975年高达89.5%。20世纪80年代到90年代初,这一比例虽然有所下降,但主银行作为公司最大债权人的地位并未动摇。另据资料表明,日本公司的主银行排在公司前五大股东之列的约占72%,排在第一二位的约占39%,而主银行不在前20位股东之列的公司只有11%。在日本的上市公司中,主银行既是公司的最大贷款者、同时又是公司最大股东的占57%。考虑到分散的个人股东仅持有22.6%的公司股份,主银行无可争议地成为控制公司的最大力量。

在德国这种银企关系具体表现为全能银行制。所谓全能银行是指银行作为单独的金融机构提供着各式各样的金融服务,不仅包括传统的银行业务,还包括投资和证券业务(股票发行和交易,股票存放或托管服务、代理服务,股票自营业务,组建并拥有投资基金)、不动产交易、组织救助陷入财务危机的企业、进行并购等。德国全能银行可分为三大类:商业银行、储蓄银行和合作银行。德国至少从俾斯麦时代起,就认识到通过银行来促进经济增长的作用。一开始银行只是公司的债权人,从事向企业提供贷款的业务。当企业拖欠银行贷款时,通过债转股银行变成了企业的股东。银行单独持有一家公司股份的数额,在德国没有法律限制,德国所有的银行在33家大公司中的投票权占82.7%,3家最大银行在这33家公司中的表决权达45.5%,其中德意志银行占21.1%,贴现银行占

^① 本部分的所有资料请参见:朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京:经济管理出版社, 2001. 109~113

15.3% ,商业银行占 9.1%。

此外 ,德国银行还间接持股 ,即兼做其他股东所持股票的保管人。德国的大部分个人股东都把股票交给自己所信任的银行托管。股东可把他们的股票权转让给银行 ,这种转让只需在储存协议书上签署授权书就可以了 ,股东和银行的利益分配一般被事先固定下来。这样 ,银行得到了大量的委托投票权 ,能够代表储户行使股票投票权。到 1988 年 ,在德国银行储存的股票达 4 115 亿马克 ,约为当时德国国内股票市场总值的 40% ,加上银行自有股票(约为 9%) ,银行直接、间接管理的股票占德国上市股票的 50% 左右。

在德国和日本 ,商业银行是公司的最大股东 ,公司股权结构呈现公司股权相对集中的特征 ,但两国间仍然存在一些区别。日本公司股权结构表现为银行的作用十分明显 ,特别是在日本的企业集团中 ,银行成为集团的核心 ,通常拥有集团内企业较大的股份 ,并控制了这些企业外部融资的主要渠道 ,如日产汽车公司。而德国公司更依赖于大股东的直接控制 ,由于大股东的股权十分集中 ,使得大股东有足够的动力去监控经理阶层。另外 ,由于德国公司更多地依赖于内部资金融通 ,所以德国银行不像日本银行那样 ,能够通过控制外部资金来源对企业施加有效的影响。

二、法人持股或法人相互持股普遍存在

法人持股 ,特别是法人相互持股是德国和日本公司股权结构的又一基本特征 ,这一特征在日本公司中尤为突出。第二次世界大战以后 ,随着持股主体多元化和股东数量的迅速增加 ,日本企业的股权日益分散化。但在这一过程中 ,股权并没有流向个人而是流向了法人企业 ,从而出现了日本企业股东法人化现象 ,构成了法人持股的特征。据统计 ,1949 ~ 1984 年 ,日本个人股东的持股率从 69.1% 下降为 26.3% ,而法人股东的持股率则从 15.5% 上升为 67.0%。1989 年 ,日本个人股东的持股率进一步下降为 22.6% ,法人股东持股率则上升为 72.0%。正是由于日本公司法人持股占绝对比重 ,据此 ,有人称日本公司为法人资本所有制 ,称日本经济为法人资本主义。

德国和日本在法律上对法人持股缺少具体规制 ,导致法人相互持股现象比较普遍。法人相互持股有两种形态 (1)垂直持股。如丰田、住友公司 ,它们通过建立母子公司的关系 ,达到密切生产、技术、流通和服务等方面相互协作的目的。(2)环状持股。如三菱公司、第一劝业银行集团等 ,其目的是相互之间建立起稳定的资产和经营关系。

总之 ,公司相互持股加强了关联企业之间的联系 ,使企业之间相互依存、相互渗透、相互制约 ,在一定程度上结成了“命运共同体”。不过 ,德国和日本法人相互持股也并不是漫无边际的 ,通常是在公司与公司之间、银行与公司之间相互持股。

第五节 德国和日本公司治理模式有效性的一般分析

一、德国日本公司治理结构模式的制度优势

(一)所有权结构更为合理

现代公司中,由于股东、债权人、劳动者与经营者的目标不一致以及信息不对称,拥有高度自主权的经理人员有可能违背所有者的意愿,谋求自身利益最大化。从一定的意义上讲,这是一种制度性“副产品”。为了解决此种代理问题,需要合理配置企业权利,形成有效的激励、监督和制约机制,即“最优的所有权安排”。所谓“最优的所有权安排”,是指剩余索取权和剩余控制权的安排要匹配。德日模式通过银行参与使债权人获得了剩余索取权和剩余控制权,由“潜在”所有者一跃成为现实所有者;通过员工参与使人力资本所有者——劳动者也获得了剩余索取权和剩余控制权,由单纯的被监督者成为兼具监督者和被监督者双重身份,较好地解决了目标不一致和信息不对称带来的问题。如银行,在德国和日本,商业银行不仅是公司股票的主要持有者,也是公司的主要债权人。德国和日本的商业银行不仅具有行使监控权的动力,而且具有行使监控权的能力。作为大股东,银行有丰富的专业知识和经验,有一般股东所缺乏的时间和精力,能够对公司经营活动进行有效的监督,以防止经营者侵吞或转移公司财产。银行作为公司的主要债权人,为了资产的安全,必然会及时获取和掌握公司有关经营活动的信息,并有效地进行事前、事中和事后监督。当公司财务状况恶化时,银行还可以“相机治理”,通过介入公司的经营甚至改换公司的经营者,帮助公司摆脱困境。

(二)更有利于实现公司的长期稳定发展

在德国和日本,作为一个安定性股东银行它不仅有效地制止了公司并购事件的频繁发生,而且决定了公司经营者以及整个公司的行为都是一种长期行为。因为银行既是公司的持股者,又是主要债权人,银行主要关心的不是股息,而是通过与企业的贷款交易以及与此有关的各种金融交易来获取长期收益,并保证投资的安全,因此银行不能不关注公司的经营状况,对所持有的公司股票很少转手,与公司的持股关系比较稳定。这对公司的长远发展是非常有利的。美国国家科学基金会的研究表明,德国和日本公司在研究与开发、固定资产投资方面的开支都超过了美国。

此外,公司法人相互持股不但没有造成垄断和侵犯股东利益,相反,相互控制、相互依赖的协调关系,形成了促进公司长远稳定发展的强大推动力。一旦有联系的某企业发



生困难,则由集团内主要银行出面予以资金融通,其他成员企业也相应分担困难,如放宽支付条件、收购过剩产品、安排人员就业、派遣高级职员等。这从某种程度上避免了企业倒闭,对于整个集团的稳定经营与长期发展具有极其重要的作用。与美国相比,日本企业更注重长期经营。

(三)能有效地降低成本,提高治理效率

(1)德国和日本公司债权和股权比较集中,这可以降低融资成本,如重复谈判的费用等。同时,更易于解决长期投资所需要的资金以及短期所遇到的财务困难。

(2)金融机构在企业中同时持有大量股权和债权,其所拥有的信息和管理优势有利于提高企业的经营效率和获利能力。在日本,凡是金融机构持有较大比例股权的企业,其生产能力和获利能力都比较高。在德国,大企业的获利能力与德国三大银行在企业中拥有的权益比例也存在正相关性。

(3)法人相互持股的股权结构可以节约交易费用。法人相互持股的一个重要功能是把分散竞争的企业凝聚在一个企业集团内,在集团内部,法人股权所有者持股的目的不在于以股权控制和支配企业的经营,而是通过维持企业间长期稳定的交易关系,扩大交易量,节约交易费用。根据日本公正交易委员会的调查,日本企业集团内部的交易比例很高,财阀企业集团的内部购买比率和销售比率平均分别为11.4%和10.2%,非财阀企业集团平均为5.2%和4.6%,六大企业集团平均为7.6%和6.9%。特别是三菱集团,由于相互持股比例高,其集团内购买比率和销售比率高达16.9%和14.2%。在与集团外部大企业的交易中,相互持股企业以及具有持股关系的企业仍然具有优先交易的特权,即集团内企业与具有持股关系的系列企业、关系企业具有密切的交易关系,其交易额之大甚至超过集团内部交易。例如,1989年日本六大企业集团在最大30家销售企业中,集团内销售额所占比率为10.5%,国内关系企业(持股10%以上的非集团内企业)销售额占20.3%,海外关系企业销售额占20.3%,同期购买比率则分别为15.2%、24.6%和28.2%^①。总体来说,以法人相互持股的股权结构为基础的企业集团内部,关系企业交易比率高达1/3以上。这种治理结构模式不仅可以稳定交易、建立长期关系,还可以避免一次次寻找对象、决定交易条件,由此可以大大节约交易费用,提高交易效率。

二、德国日本公司治理结构模式的制度弊端

(一)缺乏外部资本市场的压力,公司制度的监督“空洞化”

自然人持股的目的在于投机、获利和实施股权的控制职能。法人持股的目的不在于

^① 李维安. 现代公司治理研究——资本结构、公司治理和国有企业股份制改造. 北京:中国人民大学出版社, 2002. 122



获得短期利益,而在于加强企业间的业务联系,通过稳定经营增加企业利润。这使得企业的股权相对稳定、流动性差,资本市场难以发育并有效地发挥对企业经营者的监督和制约作用,使经营者免受来自市场的压力。最终导致股东大会难以发挥作用,职能极度弱化,经营者在法人相互持股的静态均衡中获得了自立,成为企业的决策中心和权力中心。经营者不但摆脱了股东所有者的监督与控制,还掌握和控制了董事会,成为绝对的内部人控制,造成公司与法律制度的背离。

(二)经营者缺乏危机感,创新动力不足

由于公司之间相互持股,形成相当稳定的安定股东,加之缺少英国和美国公司那样的来自于外部市场的压力(在日本敌意并购案几乎没有),因此德国和日本公司的经营者缺少来自外部的危机感,对企业发展的创新动机并不十分强烈,后劲不足。近年来,德国和日本公司在世界500强中的数量变化也许可以说明这一点。

(三)银行与企业高度依存,容易产生泡沫经济

德国和日本公司的资本结构使银行与企业相互依存,形成利益共同体。随着经济的快速发展,这种银企之间的依存度越来越高,成为一条环环相扣的利益锁链,只要其中一个环节出现问题,就会殃及全体。20世纪90年代日本经济泡沫的破灭,使日本主银行背上了沉重的不良债权的包袱。截至1997年3月,日本银行不良债权高达217497亿日元,其中不能收回的债权达143546亿日元。如此沉重的不良债权,不仅严重影响了银行的经济效益,也不可避免地削弱了银行对企业的支持力度^①。

由于德日公司法人之间的相互持股通常预先约定不出让股权,因此,上市的股票数量很少,这样资本的流动性自然就比较低了,最终造成企业外部筹资困难,而更多地依赖银行借债而不是依赖于证券市场。另外法人相互持股也容易剥夺分散的个人股东的利益。

20世纪80年代以来,日本中央银行以扩张性的货币政策支持经济增长,使证券市场和房地产市场出现了轮番上涨的震荡。与此同时,银行为了招揽生意,不但向公司进行大量的贷款,而且还为自己的关联公司寻求发行外债的途径,这样就助长了公司的过度扩张。所以主银行制被看作是日本“泡沫经济”形成的一个重要原因。90年代以后,由于股票市场和房地产市场的一路下跌,日本“泡沫经济”最终崩溃,银行也因此背上不良贷款的沉重包袱,甚至破产倒闭。

随着近年来德日经济相继陷入衰退之中,企业中利益冲突日益突出,通过持股来维系商业伙伴关系也不如过去那样有效,日本六大企业集团成员公司之间的生意额直线降低到营业额的10%,作为公司主导者的银行,现在不得不拼命艰难地争夺公司的生意,

^① 李维安. 现代公司治理研究——资本结构、公司治理和国有企业股份制改造. 北京:中国人民大学出版社, 2002. 123



股东与经营者的冲突也不断增多。德日最近不断出现占少数股权的股东为得到较高的投资回报而将经营者诉诸法律的事件。在德国,这类股东敦请公司经理们公布自己的主要持股情况,与此同时,德国也颁布了一项禁止内部交易的新法令。在日本,股东们争取到了审查公司账簿的新权力。

第六节 德国和日本公司治理结构的调整

一、开始重视“用脚投票”的监控作用^①

(一) 强调个人股东的利益,加速证券市场的发展,加大资本结构中股权融资的比重

随着金融自由化的发展,德国和日本公司的直接融资在企业资金来源中占有日趋重要的地位,间接融资的地位相对下降。1975~1985年,德国和日本企业直接融资总额占对外融资总额的比重分别为12.5%和14.6%;1986~1990年,该比重分别上升为18.2%和30.4%。与此同时,两国还进一步放宽或取消了对证券市场的限制。日本于1996年11月制定了彻底改革现行金融体系的计划,提出了“公平、自由、全球”的三项原则。其中证券市场监管体制的改革是这一计划的核心内容,如:实行股票交易手续完全自由化,取消了有价证券的交易税,废除了对养老基金、保险公司及投资信托业务等资产运作的限制。

(二) 公司负债率呈下降趋势

企业高负债经营是德日模式的一个重要特征。但20世纪80年代以来,随着证券市场发展的明显加快,以及企业自我积累能力的增强,直接融资在企业资金来源中的增加,企业对银行贷款的依赖性减弱,负债率呈下降趋势。20世纪80年代初,日本主要大公司的平均债务——股本比为2.75:1,其中64%的外部融资来自于银行贷款,到了1990年,总的债务——股本比约为1:1。与此同时,银行与企业之间的双向选择,银行不得不放松对企业贷款的审查和监督,从而开始弱化银行对企业的控制,导致企业脱离银行现象的出现,法人资本主义的支柱——主银行体系开始动摇。(1)更改主银行系统的企业增多了。如:1986~1990年与1981~1985年相比,更改主银行的企业数量大幅度增加。(2)日本公司的融资方式发生了很大

^① 李维安. 现代公司治理研究——资本结构、公司治理和国有企业股份制改造. 北京:中国人民大学出版社, 2002. 123~126



的变化。这表现在,一方面对外部资金依赖程度降低,外部资金中的银行借款比例减少;另一方面利用有价证券(股票等)融资的比例扩大了。内部融资比率从1970~1974年的37.7%升至1985~1988年的59.5%;银行借款比率同期由41.4%降至3.2%,股票与公司债券比率从8.3%升至28.7%。

(三)相互持股的数额减少

公司相互持股在过去数十年对德国和日本企业的发展与壮大起到了积极的促进作用,但近年来,随着市场竞争的加剧,公司之间相互持股正在减少,银行和企业都在抛售对方的部分股票,对持股结构进行重组。在日本,由于经济泡沫的破灭,各公司纷纷抛售自己持有的部分股票,相互持股数额逐渐减少,1992~1993年相互持股所占比例为36.2%,比1991~1992年下降了0.2%。1993年东京股票交易所上市股票(包括人寿保险公司所持股票)相互持股所占的比例已从1988年的43%下降到40%。1975年德意志银行持有奔驰汽车公司57.9%的股份,到1990年已下降到28%。

二、机构投资者的作用开始受到重视

与英国和美国相比,在德国和日本公司中,机构投资者的地位规模并不突出,其原因主要在于德国和日本的相关经济制度。如:养老基金的收益率和养老基金的投资组合一直是由政府部门规定的。这种非市场性的约定收益率大大降低了养老基金的投资积极性,极大限制了养老基金在资本市场上有效地发挥作用。近年来,德国和日本公司为了促进机构投资者的发展,完善公司治理机制,在制度等方面进行了改革。1947年,日本《独占禁止法》制定以来,为了避免财阀复活,日本在长达50年的时间里禁止纯粹的控股公司存在,原来属于同一财阀系列的企业只能通过相互持股重新连接,形成企业集团。经过高度成长期,日本企业集团迅速增加,从20世纪70年代开始,日本经济界要求控股公司解禁的呼声日趋强烈,1997年最终实现控股公司的解禁。促使这一结果实现的原因主要在于泡沫经济破灭以来,要求利用控股公司进行企业重组、再建的议论逐渐增多,特别是为大量不良债权所累,在竞争中处于劣势的公司要求金融控股公司解禁的呼声更是日益高涨。在这种情况下,1995年12月,日本金融机构委员会决定部分实行解禁。但该决定遭到了自民党和行政改革委员会的强烈反对,开始转向全面自由化。根据1997年12月修改的《独占禁止法》,除了企业支配力过于集中的情况(如(1)企业的规模极其巨大的控股公司(2)拥有大型融资企业与一般实业企业的控股公司(3)在相互关联的行业中,各个行业中的大企业强强联合形成的控股公司),一般的企业可以采取控股公司的形式。金融机构也可以依据相应的法律设立控股公司。设立控股公司的有利之处在于:(1)由控股公司对企业集团进行统一决策,既有利于发挥各被控股公司的自主性,又可以提高企业整体的运营效率(2)企业集团的战略决策职能统一由控股公司来行使,可以加



快企业集团战略决策的速度(3)各个企业是控股公司的子公司,有利于企业的出售和收购。控股公司的解禁,从另一方面使日本企业的相互持股制度趋于弱化。1997年,日本取消了养老基金的资产组合限制,允许非信托银行、生命保险公司管理养老基金,允许参与投资国外共同基金。1998年,允许银行柜台交易其自身的委托投资资产,允许证券公司扩展资产管理服务。1999年,取消银行、信托公司和证券公司相互禁入的规定。由此可见,日本公司治理未来发展的一个重要举措,显然是要让机构投资者代替银行成为企业的主要股东,通过机构投资者的监督来完善对企业的监管,同时解决银行的不良债权。

三、外部董事制度被导入

根据日本2002年1月通过的《商法修正案》,为了保持董事会的独立性,加强对公司经理层的控制和监督,维护股东的利益,大企业中导入外部董事制度以取代实行多年的监事制度。外部董事不担当具体的业务工作,只针对企业的经营活动在董事会上发表意见。其有利之处在于可以从局外人的角度对企业的经营状况进行监督,防止经营者独断专行。外部董事可以由其他企业的经营者或者学者来担任。近几年来日本建立外部董事制度的企业逐渐增加。据有关调查,截至2002年夏季,东京证券交易所上市公司中有40%的企业建立了外部董事制度,另有20%的企业准备导入该制度。此次法制审议会通过的这个修正案,被认为是日本企业治理结构改革的一个重大举措,也是日本型企业治理结构向美国型企业治理结构转化的一个重要标志。但其效果究竟如何,还有待实践来检验。

四、相关公司立法得到了进一步完善

(一)确立了公司治理的基本原则

1998年日本制定了由16条原则组成的《日本公司治理原则》,分别对说明责任和信息披露、董事会及监事会等的改革指出了方向。

(二)完善股东代表诉讼制度

日本1993年修改了股东代表诉讼制度,取消诉讼费用与损害赔偿索取额相联系的规定,一律为8200日元,这使大公司的董事作为被告的诉讼案件增多,1993年为84件,1994年为145件,1995年为174件,1996年为188件,1997年增加到219件^①。

(三)引入了股票购入权制度

本公司股票购入权制度是指公司给予董事和员工以预先确定的价格购买本公司股票的权利,使员工可以通过购买股权来获得报酬。根据1997年5月修改的《商法》,日本

^① 李维安. 现代公司治理研究——资本结构、公司治理和国有企业股份制改造. 北京:中国人民大学出版社, 2002. 124



从同年6月1日开始实施股票期权制度。第二天,根据《日本经济新闻》的报道,有29家上市公司和店头公开企业开始导入股票期权制度。1998年4月,日本在对《租税特别措置法》修改时,规定行使股票期权获得的收益可以免于课税。

(四)修改和完善了监事制度

日本对其公司监事制度就进行了多次修改。日本的监事制度是根据《商法》设立的,已有100多年的历史。其间监事的职权范围几经变化,监事的主要职能是监督董事会成员履行职责的情况,包括财务审计和业务监察两个方面。由于现实与制度的差异,日本对监事不能有效履行职责的批评很多。特别是20世纪90年代以来,日本经济长期处于低迷之中,一些著名的大公司、大企业不断暴露出贪污、贿赂等丑闻,更显示出监事制度有名无实,不能充分行使其职责。在日本,监事不履行职责的重要原因在于,企业的监事事实上是作为企业内的晋升的一个职位,是由董事长选任、解任的,由专业人士担任监事的情况非常少。1974年的《商法》规定,大中型公司的监察包括财务审计和业务监察两个方面,小型公司只进行财务审计,监事的任期为2年,1993年《商法》修改时则将监事的任期延长为3年。同年《商法特例法》修改时,将大公司的监事的人数从2人以上增加到3人以上,同时规定必须有1名以上外部监事,而且为了实现监察的有效性,开始导入监事会制度,试图强化监事体制。由于日本企业监事的主要职能是监察企业经营的违法行为,在大公司中设立外部监事制度和监事会制度,被认为是改善企业经营监督状况迈出的第一步。

五、重视最低资本金制度

原日本《商法》规定企业资本金只要在3500日元,1982年后改为在35万日元以上,有7个以上发起人,每人持有1股以上股票,就可以设立股份公司。由于从形态上看,股份企业要优于其他公司形态(有限责任公司及合伙公司),再加上在日本法人企业的税务负担要低于个人企业,因此造成了股份公司的泛滥。

1990年,日本对《商法》进行了修改,规定股份公司、有限责任公司实施最低资本金制度。即股份公司的资本金的最低额要在1000万日元以上,有限责任公司要在300万日元以上。导入最低资本金制度,可以防止股份公司的泛滥,保护债权人的利益。由于只承担有限责任,股份公司必须保持一定额度的财产以备企业经营失败时偿付债权人;而在实际上,最低资本金制度的导入从客观上强化了股权融资的重要性,使企业更多地采取扩股融资的方式来充实企业的资本金。最低资本金制度实施当年日本有股份公司100817家,占公司总数的51.8%。其中,资本金在1000万日元以下的股份公司有649350家,占股份公司的64.3%。到1996年,最低资本金制度适用宽限期结束时,由于达不到最低资本金要求而解散、终止的企业有11万多家。到1998年,资本金在1000万

日元以下的股份公司进一步减少为 18 941 家 ,仅占股份公司的 1.7% ,而资本金在 1 000 万至 1 亿日元之间的股份公司迅速增加到 1047 080 家 ,占股份公司的 95.2%。最低资本金制度的作用明显地表现出来^①。

总之 ,由于受特定经济、政策、政治、历史和文化等诸多因素的影响 ,德国和日本形成了与英国和美国公司不同的以债权为主的资本结构、所有权高度集中的股权结构 ,以及银行主导型的公司治理模式。然而随着环境的变化以及德国和日本公司治理机制的不足 ,德国和日本公司治理模式也在不断吸收英国和美国公司治理模式的长处。

^① 张双才 ,马洪涛 . 日本企业治理的变革及其制度背景 . 经济管理 · 新管理 (2002(10))



第七章 家族主导型公司治理模式

第一节 家族企业治理模式的形成与发展过程

一、家庭公司治理模式的形成与发展过程

(一) 家族企业治理模式的起源

家族企业治理模式是伴随家族企业的发展而不断发展起来的。东南亚各国家族企业的创业期始于 20 世纪 50 年代以前,即东南亚各国处于西方列强的殖民统治时期。这一时期,大量华人移居东南亚国家。经过一段时期的努力和积累,这些移居东南亚的华人开始在外国资本的夹缝中创办企业,进入了家族企业的创业期。企业创立后,一些企业生存下来并有了一定发展,一些企业没有生存下来而消失。那些生存下来的企业,随着业务量的增加,企业规模的相对扩大,开始吸收自己从事其他活动的兄弟帮助自己管理企业,或从中国自己的故乡把兄弟招来协助自己经营和管理企业。还有一些企业的创业者从一开始就把从中国来投奔自己的兄弟和其他亲人安置到自己的企业,协助自己管理企业。现代意义上的家族企业开始诞生。在这一时期,企业的所有



权基本上由创业者控制,创业者既是企业的所有者又是企业的经营者,家族的其他成员处于协助创业者经营和管理企业的地位。当然,这一时期,也有一些家族企业是由兄弟姐妹或堂兄弟姐妹共同出资建立并共同进行管理的,如1948年组建的马来西亚郭氏兄弟有限公司(郭鹤年家族企业)。还有一些家族企业是由家族创业者与家族外其他人员共同创办并进行管理,之后逐渐成为家族企业的。但这两种情况在家族企业创业期不占主导地位。

除东南亚国家外家族企业也是韩国企业领域中的一支十分重要的力量。韩国家族企业始于第二次世界大战或朝鲜战争结束后至20世纪60年代前。由于朝鲜战争的破坏,韩国经济陷入困境。战后,在美国的援助下,韩国实施了以轻工业替代战略为核心的经济重建工作,私营家族企业进入了创业期。韩国的家族企业是通过两条途径进行创业和发展的。一是一些韩国人利用朝鲜战争爆发前从事工商活动积累的资金或从家庭父辈那里继承的遗产创办企业。二是李承晚政权把第二次世界大战后没收的日本统治时期的国营企业和日本人的私人企业,在朝鲜战争后以分散付款的方式,几乎全部以较低的价格出售给了企业家、军政人员和其他人员,许多家族企业因此而起家。这一时期,韩国家族企业或是由单个创业者自己创立,或是由创业者与其兄弟、创业者父子、创业者夫妻或是由创业者与具有亲缘、姻缘关系的家族成员共同创立,企业的所有权由创业者拥有或由创业者和参与创业的家族成员共同拥有,企业经营管理权由家庭或家族成员共同控制。

(二)家族企业治理模式的成长

东南亚各国家族企业的成长期大体上是从20世纪50年代至70年代。第二次世界大战后,随着西方殖民体系的崩溃,东南亚各国在20世纪50年代纷纷独立,外国资本逐步从东南亚国家退出,华人家族企业有了相对宽松的生存空间。华人家族企业通过购并、控股、参股形式,控制了过去为西方资本控制和垄断的行业,企业有了迅猛发展。同时,独立后,东南亚国家都采取了大力发展经济的战略,这为华人家族企业提供了有利的发展机会。基于上述两个方面的原因,华人家族企业进入了快速成长期,并逐步在一些国家经济中占据了主导地位,甚至在许多行业形成了垄断。在家族企业成长期,创业者家族介入企业和企业所有权的状况也发生了相应的变化。主要表现在(1)携带兄弟共同创业的创业者开始对企业所有权进行分割,把过去由自己单独控制的所有权分成多份,赠予自己的兄弟(但创业者所掌握的股权一般要多于自己赠送出的任何一份股权),形成了企业所有权在家族内部多元化的格局。创业者的兄弟开始分别掌管家族企业集团的一方面业务或管理集团下属的核心企业。同时,创业者及其兄弟姐妹的子女也已长大成人,这些子女纷纷加入家族企业集团,参与家族企业的经营管理。(2)一些属于独立创业者的企业,随着子女的成人并加入企业,开始形成创业者及其子女共同管理企业的



新格局。这些子女要么管理着家族企业集团某一方面的业务,要么管理着家族企业集团下属的核心企业。此时,家族企业的创业者也开始把过去由自己完全掌握的所有权进行分割,在创业者夫妻、创业者子女间进行分配,形成了企业所有权在家庭内部多元化的格局。

而韩国家族企业的成长期始于20世纪60年代至90年代前。韩国于20世纪60年代实施的出口主导型发展战略、70年代实施的重工业化战略、80年代实施的高新技术战略,使韩国家族企业实现了超常规的膨胀式的快速成长。从60年代后期开始,在家族成员控制大部分股权情况下,韩国家族财团下属的核心企业纷纷上市,企业的所有权开始社会化。同时,随着多元化战略的实施,韩国家族财团所涉及的产业范围也不断扩大,所控制的系列企业不断增多,有血缘、亲缘、姻缘关系的家族成员大量进入企业,并控制着家族财团及其下属的系列核心企业的经营管理权。70年代末和80年代,部分家族企业的领导权开始向家族第二代传递。

(三)家族企业治理模式的定型

东南亚家族企业治理模式的定型期大体上是从20世纪80年代至今。20世纪80年代以来,东南亚华人家族企业经营的产业层次不断提高,在越来越多的高新技术产业领域崭露头角,多元化经营范围进一步扩大。许多大型家族企业开始采用跨国公司战略,经营业务的国际化程度不断提高。这一时期,随着国内外合资、合作范围的扩大,上市公司数量的不断增多,华人家族企业公开化和社会化程度的不断提高,在家族成员仍然控制企业所有权的情况下,家族企业所有权出现了多元化格局。许多企业的领导权开始向第二代或第三代传递。企业主要经营管理权仍然掌握在家族成员手中,但同时,来自家族外的高级经营管理专门人才开始大量进入企业,并掌握了部分高层管理职位。在部分家族企业,高层经营管理职位已主要被企业所吸收的高级经营管理优秀人才所控制。

韩国家族企业成熟期始于20世纪90年代。90年代以来,韩国政府实施了“通过自由竞争,诱导产业结构升级和资源的有效配置”的新的产业政策。在这一政策指导下,韩国政府一改过去自行确定重点产业的做法,主张由企业自己在竞争中选择“优势产业”作为其“主力产业”,经政府批准后给予重点扶持。1997年金融危机爆发后,韩国实施了重点对大企业结构进行改革的产业政策,采取了取消政府在贷款、税收和融资等方面的优惠政策,只允许大企业财团保留3~6个子公司等改革举措。上述产业政策和改革举措的实施,使韩国家族企业进入了成熟发展阶段。这一时期,韩国家族企业所有权仍然主要由家族控制,企业主要经营管理权在由家族成员把握的情况下,部分高层经营管理权开始向家族外优秀经营管理人才转移。一些家族企业的领导权开始向家族成员第二代传递。

事实上,家族企业并不仅仅存在于儒家文化的环境中。在西方发达国家,如美国等,



很多企业都是家族企业,不少私人、家族及民营类企业甚至演变成上市公司,如微软、福特、杜邦、柯达、通用电气、摩托罗拉等为数不少的业界巨头都属于家族。资料显示,在美国公开发行股票的上市企业中,被个人或家族所控制的超过了40%。

哈佛大学经济学者的研究则指出,除了美国以外的其余国家的大部分企业均由家族控制。另一个由世界银行进行的研究,详细分析了东亚9个地区所有上市公司的控制权分布情况,研究显示,大约7成东亚公司都是与集团关联,而这些集团均操控很多其他公司。相对地,家族操控的情况在日本并不明显。研究还表明,亚洲是全球家族控股最严重的地区。香港地区作为亚洲的金融中心,已经开始着手治理这一问题,目前家族控股公司的数量正在日益减少。有关研究也表明,欧洲家族垄断的情况跟亚洲同样严重。欧洲各国(爱尔兰和英国是例外)大部分上市公司也由家族控股。因此家族控股是常态,而大众控股反而比较少见。有关学者的研究认为,一般私营经济的发展必须依靠家族的关系网累积资本,然而在爱尔兰和英国是例外,这是由于历史的缘故而造就了大众控股的企业。大众控股的企业起源于10世纪时爱尔兰和英国的天主教会。因为按照教义,在爱尔兰和英国的教会企业从财产中所得的利益只能是回归给企业即教会本身,而并不是它的经理及家人。这个历史缘由已经成为今天股份制中所有权与管理权分开的主要原因,而所有权与管理权的分开又是大众控股企业诞生的主要原因。另外有一项研究表明,目前约46%的欧洲企业是与集团关联,而亚洲为48%;43%的欧洲企业是与家族关联,亚洲则为38%。最重要的是,在68%的欧洲企业中,主要行政人员是来自操控家族的委派,而在亚洲这个比例只有57%。研究事实表明,家族操控的情况在欧洲相当普遍。

对于家族企业,西方发达国家也有不同的观点。一些学者主张,家族企业并不是一种天生落后的企业类型,而是一种具有普遍性意义的企业类型。一些研究家族企业管理的学者们甚至认为,家族企业实际上比大多数非家族企业更关注股东利益的最大化。实际上,即便是在对家族企业戒心重重的美国,家族企业的权势也绝对超出美国人的想象力。在美国,90%以上的企业是家族企业,这些企业为美国创造了78%的工作机会,受雇家族企业的人数占有所有受雇者的60%,美国GDP的半数以上来自于家族企业。这个数字在美国以外的国家和地区还会更高。更令人震惊的是,这些家族企业占据了《财富》杂志全球500强排行榜上的将近1/3。在国外,一些家族企业虽然已经走向社会化,然而家族对企业的控制,仍然非常强,如杜邦、安利、摩托罗拉等公司。

当然,东西方国家的家族企业无论在产生背景和企业文化上,还是在治理模式和运行机制上都存在明显的差异。

二、家族企业治理模式形成原因

(一)家族企业治理模式形成的共同原因

儒教文化是家族企业治理模式形成的共同原因。由于韩国人和东南亚国家的华人



长期生活在儒教文化氛围中,儒教文化的伦理道德规范便很自然地成为东南亚华人和韩国人根深蒂固的行为准则。因此,儒教文化中关于重视家庭把家庭看作是社会经济生活基本单位的思想;关于注重“和谐”,谋求“和为贵”、“家和万事兴”的思想;关于“仁者爱人”,把对亲者的爱摆在优先地位的思想;关于家庭和家族内应体现尊卑的伦理观念和思想;关于家庭或家族权力的传递应基于血缘关系的思想;关于重视包括血缘、亲缘、姻缘在内的人缘关系,任人惟亲和裙带关系的观念和做法,对韩国人和东南亚华人有较强的影响,并在韩国人和在东南亚华人中形成了稳固的家族观念。在企业创办和发展过程中,这种植根于儒教文化的家族观念便很自然地韩国人和东南亚华人引入了企业,由此形成了企业的家族性,并在企业运营过程中形成了由家族成员共同治理企业的家族治理模式。

(二)东南亚国家家族企业治理结构模式形成的特殊原因

除了受儒教文化的影响外,东南亚家族治理模式形成还存在一些特殊原因,主要包括:第一,民族歧视。在东南亚国家独立前,华人由于长期受西方殖民主义者的歧视,因此只能采取家族成员共同创业的形式。东南亚国家独立后,华人作为少数民族又受到了所在国土著人的歧视,使华人在开展经济活动时只能借助于家族成员的人缘和人和的力量。第二,东南亚国家土著人经济文化的落后。由于长期受西方殖民主义者的压制,东南亚国家土著人文化素质相对较低,观念陈旧,经济落后。而华人在殖民统治时期形成了一定经济实力,积累了从事工商经营的经验,同时,华人一般都受到了良好的教育,文化素质较高。东南亚国家独立后,由于经济、文化和观念上的差距,使华人和土著人的合作受到了限制,这种情况促使东南亚华人企业只能采取家族治理的方式。第三,政府对华人企业的控制。独立后,东南亚国家在不同时期都采取了限制华人企业发展的举措。为了保持企业的控制权,保守企业秘密以免引起政府不必要的限制,华人企业只能采取家族治理的模式。

(三)韩国家族企业治理模式形成的特殊原因

韩国家族治理模式形成的特殊原因包括:第一,长期以来工商业者的低社会地位。韩国是一个传统的儒教社会,工商业者几乎没有什么社会地位,工商业工作是不受人们尊重的职业。因此,在20世纪60年代前,在韩国创办企业,只能主要借助家庭或家族的力量。60年代朴正熙上台后,逐步提高了企业家的社会地位,使从事工商业工作成了受人尊重的职业,人们对工商企业的观念也发生了变化,许多进不了政府机构的大学毕业生纷纷到父母办的家族企业工作,使家族企业的家族性得到进一步加强。第二,不倾向团结的民族特点。由于崇尚到政府机构任职以及由此带来的人们对官位的无休止的争夺,造成韩国派系林立,使韩国形成了不团结的民族特点。因此,家庭和家族成员间所具有的团结和稳定的特点,也使得韩国人在创办和发展企业过程中,会优先考虑和吸收家族成



员的介入。第三,朝鲜战争后的国弱民穷。战后,韩国经济倒退,国贫民穷,资金非常短缺,创办企业所需要的资金很难通过其他渠道获取。因此,在家族企业的创业期,由家庭中的兄弟、父子、夫妻或家族成员共同出资、共同创业、共同经营管理企业,便成为创办企业所需资金的主要来源。

家族企业治理结构模式不仅盛行于儒家文化占主导地位的国家 and 地区,在非儒家文化地区和国家家族企业治理结构模式同样是一种重要的企业治理结构构型。如德国《世界报》就曾专题介绍了意大利的家族企业。

第二节 家族企业治理模式的特征

一、公司所有权和经营管理权主要由家族成员控制

在家族企业治理模式下,公司所有权和经营管理权由家族成员控制,具体表现为以下几种情况:(1)公司的初始所有权和经营管理权由单一创业者控制,当创业者退休后,公司的所有权和经营管理权传递给子女,由子女共同控制。(2)公司的初始所有权和经营管理权由参与创业的兄弟姐妹或堂兄弟姐妹共同控制,待公司由创业者的第二代经营时,公司的所有权和经营管理权由创业者的兄弟姐妹的子女或堂兄弟姐妹的子女共同控制。(3)公司的所有权和经营管理权由合资创业的具有血缘、亲缘和姻缘关系的家族成员共同控制,然后顺延传递给创业者家族第二代或第三代的成员,由其共同控制。(4)家族创业者或家族公司与家族外其他创业者或公司合资创办公司时,由家族创业者或家族公司控股,待公司股权传递给家族第二代或第三代后,形成由家族成员联合共同控股的局面。(5)一些原来处于封闭状态的家族公司,迫于公司公开化或社会化的压力,把公司的部分股权转让给家族外的其他人或公司,或把公司进行改造公开上市,从而形成家族公司产权多元化的格局,但这些股权已经多元化的家族公司的所有权和经营管理权仍然主要由家族成员控制着。

二、公司决策家长化

在家族公司治理模式下,公司的决策被纳入家族内部序列,公司的重大决策,如创办新公司、开拓新业务、人事任免、决定公司的接班人等,都由家族中同时也是公司创办人的家长一人做出。家族中其他成员做出的决策必须得到家长的首肯,即使家长已经退出公司经营的第一线,即使由家族第二代成员做出的重大决策,也必须征询家长的意见或征得家长的同意。当家族公司的领导权传递给第二代或第三代后,前一代家长的决策权



威也同时赋予第二代或第三代接班人,由他们做出的决策,前一輩和同一輩的其他家族成员一般也必须服从或遵从。但与前一輩的家长相比,第二代或第三代家长的绝对决策权威已有所降低,这也是家族公司在第二代或第三代出现矛盾或冲突的根源所在。

三、经营者激励约束双重化

在家族公司治理模式下,经营者受到来自家族利益和亲情的双重激励和约束。对于家族第一代创业者而言,他们的经营行为往往是为了光宗耀祖或使自己的家庭更好地生活,以及为自己的子孙后代留下一份产业。对于家族公司第二代经营者来说,发扬光大父輩留下的事业、保值增值作为公司股东的家族成员资产的责任、维持家族成员亲情的需要,是对他们的经营行为进行激励和约束的主要机制。因此,与非家族公司经营者相比,家族公司经营者的道德风险、利己的个人主义倾向发生的可能性较低,用规范的制度对经营者进行监督和约束已经成为不必要。但这种建立在家族利益和亲情基础上的激励约束机制,使家族公司经营者所承受的压力更大,并为家族公司的解体留下了隐患。

四、政府对公司发展有较大的制约

如东南亚家族公司在发展过程中都受到了来自政府政治、经济和法律方面的影响和制约。凡经营活动符合国家政治、经济和法律要求的家族公司,政府会在金融、财政、税收等方面给予各种优惠政策进行扶持;反之,政府则会在金融、财政、税收等方面给予限制。因此,注重搞好与政府尤其是与政府官员的关系,是东南亚家族公司的一个共同特征。

五、来自银行等金融机构的外部监督较弱

以经济建设为中心,实现工业化,是20世纪50年代以来东南亚国家的基本国策。在这一国策指导下,作为金融资源主要提供者的银行等金融机构,对所在国企业在融资上一般都呈现出软约束的特征。只要公司的生产经营活动符合政府宏观经济政策和产业政策的要求,就能从银行等金融机构获得源源不断的贷款,而银行等金融机构对贷款公司的金融体质是否健康、贷款投向是否合理则很少关心,从而使得东亚家族公司受到来自银行等金融机构的监督和约束力度较小。

第三节 家族企业治理结构模式的效率

一、家族企业治理模式有效性的一般分析

(一)对加强公司内部控制的有效作用

1. 有利于增强公司的内部凝聚力

家族公司所具有的家族与公司合一的特征,使得家族成员把公司资产视为家族财产,把公司的业务看做是家族事务的一部分,形成了公司是家族的延伸和模拟家族的观念意识。在这种观念意识作用下,建立在血缘、亲缘和姻缘关系基础上的家族成员,把家族成员在家族内的伦理和情感带进并融入到公司之中,能够也更容易为了家族利益而相互配合、团结奋斗,在公司内部形成了较强的凝聚力。

2. 有助于提高公司的稳定性

在家族公司中,由于家族成员控制了公司的所有权和经营管理权,公司的核心层领导及公司下属的核心事业的领导由家族成员担任,使得公司的经营管理层在亲情的制约下,必须按照家族的伦理道德规范行事。正是由于家族伦理道德规范的制约,使得家族公司能够像家庭和家族一样存在并保持较高的稳定性。

3. 有助于提高公司的决策速度

由于家族公司是在家族伦理道德规范制约下进行运作和管理的,因此家族中辈分、资历、权威最高的成员便成为公司的最高领导人,他可以独裁式地指挥家族公司的事业,并对家族公司的重大事务做出决策,这在一定程度上节约了决策时间,保证了决策过程的迅速性。同时,由于家族成员在利益、观念和对问题认识上的一致性,以及家族成员对作为家族和家族公司最高领导人所具有的绝对服从的伦理规范,使得家族公司最高领导人做出的重大决策很容易为家族成员所理解,并能很快在公司中得到贯彻执行,避免了公司决策在执行过程中的扯皮和时间延误现象,这在一定程度上保证了公司决策在执行过程中的迅速性和决策执行效果反馈的迅速性。

从以上三个方面可以看出,家族治理模式对公司内部控制是有效的。

(二)对公司成长和发展的有效作用

1. 有利于公司规模的扩充

东南亚家族公司都是在资金数额较少情况下建立起来的小型公司。经过几十年的发展,许多家族公司已经成为拥有资产规模达几十亿美元甚至几百亿美元的世界性大公



司,其中印度尼西亚和韩国等国家的一些家族公司甚至曾经进入了世界 50 强和 500 强的行列,这与企业家族治理存在紧密的联系。

2. 有利于公司从单一经营转向多元化经营

经过几十年的发展,东南亚家族公司的经营领域已从创业期的小规模单一经营发展到大规模多元化经营。这些家族经营的产业少则几个,多则几十个。

3. 有助于实现公司的国际化经营

20 世纪 80 年代以来,东南亚家族公司海外直接投资和业务范围已经延伸到亚洲、大洋洲、欧洲、美洲的几十个国家(地区),成为世界性跨国公司。这些家族公司从小到大、从单一经营到多元化经营和国际化经营的成长和发展过程,虽然是许多因素共同促进的结果,但不可否认的是,家族治理模式在公司成长和发展过程中起了主要作用。

二、家族企业治理模式的制度缺陷

(一) 忽视了小股东的利益

在家族控股公司中,公司创业者家族作为大股东控制着公司的所有权和主要经营管理权,并参与公司的经营管理活动;家族外的小股东由于人数众多,人员分散,所持股份少,一般很难介入公司的经营管理活动。在这种情况下,公司在发展过程中所进行的重大的决策和重要经营活动,就由掌握公司控制权的家族成员围绕着作为大股东的家族的利益展开,而很少围绕着包括小股东在内的所有股东的利益展开,从而损害了小股东的利益,使小股东不能对公司的经营管理活动实施必要的监督。

(二) 对家族以外公司人力资本的激励作用不够

家族公司通过采取在经济不景气时不辞退员工,对达到一定工龄的员工实行全薪退休制,为员工提供包括宿舍、食堂、通勤班车、职工医院、浴池、托儿所、员工进修条件在内的福利设施等形式,在公司中创造和培育一种家庭式的氛围,使员工产生一种忠诚感和归属感,对提高公司的亲和力和凝聚力发挥了重要作用。但上述做法只对稳定家庭内的人力资本发挥了作用,而在激励家族外人力资本方面却没有发挥出应有的作用。这是因为,家族公司由于等级森严,家族外员工一般很难进入到公司的最高管理层;同时家族外员工包括高级管理人员由于不持有公司股份,因而对公司的关切度低。这种情况使具有人力资本潜值的家族外员工的能力和智慧不能通过有效形式充分发挥出来,造成了公司人力资本的巨大浪费。这也是家族公司技术水平和管理水平比欧美公司相对低下的重要原因。

(三) 任人惟亲可能给公司带来经营上的风险

家族治理模式虽然具有公司凝聚力强、稳定程度高和决策迅速等优点,但这是以参与管理的家族成员具有相应的管理才能为条件的。如果参与公司管理的家族成员经营



管理能力较差,不仅家族公司的上述优势发挥不出来,还会给公司带来经营上的失败,甚至导致公司破产倒闭。

(四)公司领导权在传递给第二代或第三代后可能导致公司分裂、解散和破产

一些家族公司的创业者在把公司领导权传递给第二代时,由于承接领导权的第二人选没有得到家族成员的拥护而导致企业的分裂。还有一些公司,当家族领导权传递给第二代或第三代后,由于投资或经营失误,发生家族内讧和家族关系破裂,并最终导致家族公司解散。

(五)公司社会化、公开化程度低

在东南亚国家,家族公司一般都在经济中处于主导地位。但由于家族公司的所有权和经营管理权为家族所控制,公司的社会化和公开化程度低,因而容易受到社会公众的批评和反对,使公司社会形象受到影响,发展受到制约。同时,也正是由于家族公司社会化和公开化程度低,使得公司的融资渠道狭窄,公司所需资金只能主要通过银行借款获得,公司运营只能通过高负债来维持。当银行拒绝融资时,公司会马上陷入困境,甚至破产倒闭。

(六)企业的发展受政府的制约较大

家族企业在发展过程中都受到了政府的制约。在东南亚国家,家族企业一般存在于华人中间,而华人又是这些国家的少数民族(新加坡除外),且掌握着国家的经济命脉,华人经济与当地土著经济之间存在着较大的差距。因此,华人家族企业经常受到政府设置的种种障碍的限制。为了企业的发展,华人家族企业被迫采取与政府及政府的国营企业合作,与政府国营企业合资以及在企业中安置政府退休官员和政府官员亲属任职等形式,来搞好与政府的关系。而在韩国,政府对家族企业的制约主要表现在政府对企业发展引导和支持上。家族企业的经营活动符合国家宏观经济政策和产业政策要求的,政府会在金融、财政、税收等方面给予各种优惠政策进行引导和扶持,反之,政府会在金融、财政、税收等方面给予限制。

第四节 家族企业治理模式在中国的实践

一、中国家族企业的发展

(一)中国家族企业发展的现状

据统计,目前在中国大陆的非公有制经济中,家族式经营的企业至少占到了90%以

上,而在江浙等沿海地区比例更高。在这些企业中,既有家庭作坊式企业或单一业主制企业,同时也有合伙制企业、股份制企业,还有家族成员保持临界控制权的企业集团。随着国家政策的调整,中国已出现了第一代家族控股上市公司。在2002年前,上海、深圳两地股市已经有家族控股上市公司。如:1998年在深圳上市的以饲料行业起家的新希望(0876);第一家以自然人身份发起成立并成功上市的纺织类公司帝贤B(2160),发起人、董事长王淑贤个人持股8510万,占总股本的比例39.58%,从而实现了个人对于B股上市公司的相对控股。2002年2月以来,又先后有4家个人股份占很大比例的家族型公司在资本市场上出现。它们在为我国资本市场注入新的活力的同时,也创造了格外引人注目的资本神话,即:他们在由私人独资或家族向公众公司转化中,利用原始资产存量的资产评估、溢价发行和挂牌交易的三级放大,把握上市资源的稀缺、资本市场严重供不应求和股本规模小的先机和便利,顺利实现了高市盈率、高溢价的首次公开发行股票和上市后价格的高开,成为利用上市政策,实现“一夜暴富”的典型。

很显然,家族制在我国广泛存在的合理性是不容怀疑的,尤其是在中国市场经济和社会改革的初级阶段。有专家认为:“家”在中国人心目中已根深蒂固,家族和传统的家庭结构是中国人价值体系的核心内容。这种社会价值观长期以来对经济结构和经济制度影响巨大,它不仅仅是价值体系的组成部分,也是中国传统社会结构的最重要特征。同时,中国传统的儒家思想中贯穿着道德说教,千百年来根植于中国人的心目中,形成了中国强大的道德基础,其强大的力量和合理性足以稳定社会并推动经济发展,而且显示出了极高的效率。因此,我国的台湾、香港和世界其他地区的华人所建立的家族企业,在世界范围内充分地显示出了他们的效率和竞争力。所以说,中国的家族企业应该是经济形式中相对有效率的一种。

(二)中国家族企业兴起的背景原因分析

改革开放以来,我国一直提倡学习西方国家的先进管理理论、方法和经验。20世纪90年代以来更是提倡要建立现代企业制度,谁也没有提倡建立家族企业,谁也没有倡导用家族制的方法来管理企业,但家族企业如雨后春笋般地建立起来,用家族制的方法来管理企业成为70%~80%的民营企业的普遍管理模式。这不得不使我们得出这样一个结论:家族企业在当代中国的社会土壤中有它生存的充分理由^①。

1. 社会信用制度残缺

政治体制和法律制度以审慎的态度和有限的政策(尽管现在越来越宽松)允许它的存在和发展。传统的社会人际信用规则也受到极大破坏,甚至出现“杀熟”现象。这使得家族的资本、人力和亲情连接成为创办企业最主要的依赖。任何企业的创办、成长

^① 储小平,李怀祖. 家族企业变革剖析. 经济理论与经济管理, 2002(10)



都必须得到正式的法律契约信用制度和社会伦理信用的强有力的支持,否则就只能以封闭的家族或家族制形态在夹缝中生存。

2. 民间意识

民间意识的疑虑,特别是仇富心态、老板剥削及不义致富等根深蒂固的心态,使得企业主与非家族成员的员工,特别是与管理人员之间难以形成有效的信任合作关系。

3. 难以得到正式金融信用制度的支撑

国有金融机构与私营企业之间信用链条的断裂,使得企业难以得到正式金融信用制度的支撑。虽然近几年,正式的金融机构越来越倾向于向私营企业贷款,要求企业填写大量详细的表格,提供规定的信息。但是,由于社会转轨的特定状态,使得私营家族企业主对企业信息的披露有很大的顾忌,害怕承受信息披露的风险,于是,企业资本只能保持家族制状态。

4. 管理简捷有效

企业在创办和发展初期,规模小,业务内容简单,家族制管理简捷有效。同时,家族企业方式又能满足创业者成为“老板”的心理需要,与传统中“宁为鸡头,不做凤尾”的意识相吻合。

由于信用缺失,使创办私营企业的人除了自身的资金积累和家庭、家族、少数亲朋的借款或合股外,他们几乎没有其他的资金来源。于是,绝大多数私营企业靠内源式融资发展起来,其管理人员也只能从“自家人”中产生出来。因此,以血缘为基础的亲情关系使资源快捷方便地组合起来;“自家人”和谐默契、信任聚合、敬业奉献、家长权威及其协调能力等使企业创办时的交易成本大大降低,企业内的管理简化高效,提高了竞争和生存能力。“老板”意识的根深蒂固对家族企业的创办与顽强的生命力提供了深层的心理支持。

二、家族控股企业上市的利弊分析

(一) 家族控股企业上市的积极意义

家族企业的上市,是其发展到一定规模的必然结果,否则不足以解决企业永续发展和家庭成员全身而退的问题。而在有民营背景的家族企业中,家族成员高比例持股现象的出现有一定的可以理解的客观原因。这些企业大多由家族成员携手创业而成,所以创业者对自己的企业往往保持着相当的控制权。

因此,从总体上看,家族绝对控股上市企业的突出优点在于:创业者往往比较精明能干,业绩一般也比较卓著,企业产权往往比较清晰,一般不存在出资人虚置的现象;主营业务往往比较突出,主营业务利润比较集中;总股本以及可流通股本一般比较小,往往容易受到大投资者和一般投资者的关注。如太太药业董事长朱保国,就认为民营企业是上



市公司中风险最小的企业。因为家族企业的最大优势就是全体中小股东的利益最大化与个人最大股东的利益最大化的一致度最高,不存在伤害中小股民利益的问题,不太可能出现像在一些国企中存在的乱投资项目等问题。所以,他认为家族企业不一定是劣势。更重要的是,这种治理结构保证了公司的运营效率。如果公司的股权过于分散,不利于建立有效的公司治理结构,会造成股东的“搭便车”的心理,对公司的经营状况不闻不问,对经理人员的监督变得软弱无力。

(二)家族控股企业上市可能带来的负面影响

1. 股权过于集中在一个家族甚至一个家长手里,决策失败的可能性增大

这种高度集中的决策机制,在创业初期是高效率的,然而当企业规模越来越大,个人综合素质还不全面时,缺乏集体的决策机制,特别是约束机制乏力时,企业的决策风险极大。

2. 家族内部的矛盾常常会影响到公司的运作

在家族控股企业里,往往是一个家族的亲朋好友都在该企业里担任要职,其人事关系比较复杂,家族内部的矛盾与公司的运作往往有着密切的联系,甚至会影响到公司的运作。

3. 道德风险更大

在家族控股企业里,大股东侵占小股东利益的事情可能更容易发生。如:可能产生控股家族通过控制上市公司的资产重组、股权交易等方式达到自身收益最大化,然而却损害上市公司利益的行为。从目前存在新的一股独大现象的上市公司来看,其发起人数量及其独立法人地位都符合公司法要求。这种合法性可能会增添日后关联交易的隐蔽性,从而加大了防范和监管关联交易的艰巨性。

4. 家族管理能力将面临巨大挑战

管理上市的家族控股企业这么多的人和资金,对控股家族自身的经营管理能力和素质是一个很大的挑战,对于尚未实施职业化经理经营的家族式企业,其接班人的风险非常突出,企业经营决策的科学化、规范化常常与家族式管理模式发生冲突。中国家族企业大多数经营权、管理权、决策权都高度集中在投资者特别是企业主手中,而在企业主身上不少人都具有家族式甚至是家长式管理方式的特点。家族式管理在企业发展初期有一定的合理性,但它很可能成为企业进一步发展的桎梏。

三、加强我国上市家族公司治理的基本对策

(一)注意解决家族公司的“一股独大”问题

对此,笔者以为可以从以下几个方面入手来加以解决。

1. 加强专门监管



从监管的角度来看,中国证监会应加强对家族公司的专门监管,以尽可能减少家族企业控股股东对其他中小股东利益进行侵害。

2. 加强法制建设,完善相关法律制度

这方面目前比较薄弱,中小股东很少用法律办法来保护自己。中国证监会上市公司监管部副主任董道驰指出,根据《公司法》、《证券法》和其他有关法律的规定,中国证监会制定了《中国上市公司治理准则指引(征求意见稿)》(简称《准则》),目前正在征求内部讨论,预计可在今年内向社会征求意见。待广泛征求意见后将尽快颁布实施。《准则》主要是依据 OECD(经合组织)公司治理的原则,参照了其他国家的公司治理原则,同时充分考虑到我国上市公司治理结构的特殊情况而制定的。我们认为《准则》在不久的将来的正式出台,将可以在一定程度上保护中小投资者包括家族控股上市公司中小投资者的利益。同时,除了要有法可依外,还必须有法必依、执法必严、违法必究,关键是要用《准则》和其他法律、法规加强监管,促使上市公司建立内部的制约机制。如:中国证监会可以利用发行审核、巡回检查、完善信息披露制度等监管手段,督促上市公司建立现代企业制度,规范法人治理结构,切实转换经营机制。同时,引导舆论监督、建立退出机制和发挥社会诉讼机制的震慑作用,形成监督上市公司董事勤勉尽责、守法经营的强大约束力量。

(二)在我国新的《公司法》及交易所上市规则中引入“终极所有人”概念

目前中国出现的私人 and 家族控股上市公司都是在有效的法律范围中出现的,其公开发行和上市的全部过程往往都符合我国现有的公司和证券法规,有些公司还充分利用了在不同地点注册不同的、然而却是由同一个私人股东主要控股的私人有限公司的形式来做上市公司的直接发起人,而不是其本人直接发起。这使得投资者在投资时仅仅从招股说明书上并不能真正了解该上市公司股权结构的真实情况。而真实的股权结构则决定着上市公司的治理结构和管理规范,它对投资人的正确判断起着非常重要的作用。为了使家族企业和私人上市公司更加透明,以及考虑到今后家族控股公司必然大量出现的趋势,应该在《公司法》、有关政策和上市公司相关信息披露中引入“终极所有人”的概念。这将有利于“撩开家族公司的真正面纱”,从而看到它的真实面目,从而维护投资者的利益。

(三)逐步完善经营机制

家族控股上市公司应该彻底转变经营机制,既要明晰产权并形成制度保障,又要逐步分散股权,让公司中的外来优秀人员也拥有一定的股份,同时应切实实施所有权与经营权的分离,最终形成真正意义上的职业经理人管理队伍,并淡化家族企业的色彩,使企业的任何变迁都有制度依据。但是,必须明确的是,股权结构的优化只是改善公司治理结构的前提条件,而并不是优化公司治理结构的充分条件。如:近年来个别民营企业及



集体企业通过资产重组的方式进入了上市公司, 尽管改变了公司股份集中在国有股东手里的局面, 然而这些企业在获得了上市公司的控制权后, 并不是真正希望改善公司治理结构, 而是将上市公司作为大股东“圈钱”的工具。这些事实说明, 除了改善股权结构外, 要真正建立起上市公司包括家族控股上市公司的现代公司治理制度, 还需要做更多的工作。





第八章 经济转轨国家的公司治理及其结构安排

第一节 东欧国家的私有化改革及其公司治理结构的调整

一、私有化浪潮的兴起和对股东主权的重新确认

1987年东欧的中央计划经济国家(保加利亚、捷克斯洛伐克、民主德国、匈牙利、波兰、罗马尼亚和苏联)经济生活中最重大的事件无疑就是开始了一场彻底的经济体制改革。这些国家公开宣布将抛弃传统的计划经济体制,即:“严格的计划指标”“层层分解”和物质资源用实物形式集中分配的体制,兴起了以市场为取向的自由化改革浪潮,改革的核心是强调市场机制在自我调控基础上自动实现平衡的可能性,从而为这些国家的私有化浪潮奠定了理论基础。

转轨经济中的国家为建立西方式的市场经济,实行了大规模的私有化,以达到提高经济效率、公平分割财产和增加财政收入的目标。

在私有化浪潮的推动下,企业的产权主体发生了根本性变化。在中央集权的计划经济体制下,国家代表广大人民行使对企业的控制权,职工虽然可以通过职代会等民主机构参与对企业的



管理,但是在信息不对称情况下,这种控制只能是流于形式。事实上,企业的控制权仍掌握在各级政府部门及其代理人手中。随着计划经济向市场经济转轨,尤其是大规模的私有化,使得企业控制权逐渐从政府转移到机构及个人股东手中,股东主权得以确认,并在此基础上试图实现有效的公司治理。

在传统的股东主权治理模式中,对经理层的监督和控制是由公司外部股东来完成的。而外部股东作用的发挥程度,依赖于一个有效率的、具有评定公司价值和转移公司控制权功能的资本市场,以及竞争性的买卖经理人员和工人的劳动服务的劳动力市场。但在经济转轨中,竞争性的资本市场与劳动力市场都不可能发展得很成熟,从而使转轨经济中“内部人控制”现象变得越来越明显。

二、“内部人控制”现象加剧

(一) “内部人控制”现象的产生

“内部人控制”是伴随着计划经济体制向市场经济体制的转轨而出现的。转轨阶段一开始,在以市场为基础的私有化方案付诸实施之前,工人捷足先登,掌握了对企业资产的控制权。因为,有活力的国有企业并不是被公司化,而是被“清算”,一家新的公司租下或买下它的大部分资产,原企业的大多数工人则成为新公司的股东。同时,在第一次股东会召开之前,董事会完全由原企业的经理人员和工人组成。这些措施无疑都有利于内部人特别是管理人员在企业中建立起牢固的控制权。

“内部人控制”现象的产生与外部监督机制的残缺和无力也存在必然的联系。虽然东欧各国都实现了中央银行与商业银行的分离,但是其金融机构仍然有待发育,金融中介过程也相当有限,信用中介程度和信贷分配的分权化程度也存在着很大的差异。因此,对于“内部人控制”现象软弱的金融系统无法进行有效的制约。

(二) “内部人控制”的表现及其治理

1. “内部人控制”的表现

转轨经济中“内部人控制”的加剧导致所有者的意志和利益被架空,所有者的资产被蚕食、转移或流失。“内部人”把企业作为谋取自身福利的工具,采取各种措施实现个人福利的最大化。这些措施包括:通过大量举债等方式,摆脱所有者的控制,耗费资本于非生产性项目以提高工人的福利;只建机器设备比例高的工厂以便提高人均产出,对那些冒风险的创业项目则退避三舍;在向债权人还款和向股东付息之前,为自己提供超出竞争性标准的报酬;在团队生产的场合尽量少付出劳力,搭别人的便车,等等^①。

2. 对“内部人控制”的治理

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 482





(1) 基于债权的“契约治理”。 “契约治理”的特点在于,投资者不直接干预企业经营战略决策,投资目的仅在于得到契约中规定的给付。当企业无力支付融资契约规定的给付时,他们可以行使融资契约中规定的对公司资产或现金流量的取消抵押品赎回权。

对于公司而言,资产的流动性越高,可以筹措到的资金量就越多,因为抵押品的存在,会对企业与其投资者的谈判地位造成影响。同时,投资者对企业信息的掌握来自于完善的市场环境中独立的审计机构,法律规定这些机构公布的信息必须是客观、公正、真实的。而且,外部融资被局限于通过法院的强制执行,即可信的有效契约范围之内。所以,这是一种在不健全的法律环境中,通过以企业可流动的资产作为抵押品的契约来对内部人进行控制的治理机制。

但是,在转轨经济中,产权模糊以及对某些特定资产转让的禁止强化了资产市场缺乏流动性的状况。同时,在转轨经济中的许多企业中,几乎没有什么可以在合约中加以规定的抵押资产。另外,市场环境的不完善,也是转轨经济中的重要特征。所有这些都表明,基于债权的“契约治理”并不是转轨经济中有效的治理机制,因为它得以有效运作的条件在转轨经济中目前还不完全具备。

(2) 基于股权的“相机治理”。相机治理的特点在于,通过投资者拥有公司的股权,直接干预公司的经营决策来进行治理。当公司经营状况良好时,投资者袖手旁观。当公司状态不佳时,投资者则进行必要的控制,包括否定无效率的决策,或是通过行使控制权促使有效率决策予以实施。当企业管理层不执行投资者的决定时,投资者便对之进行改组。在这种方式下,作为投资者的金融机构特别是银行,不仅是资本的提供者,而且它们在公司治理中起着至关重要的作用。由于它与贷款企业的密切联系使它们有更大的机会得到内部信息,也使它们在其他贷款人的心目中成为“委托监督人”。作为一个搜集顾客信息的中心,它们能给在公司中具有重大利害关系的投资者提供重要信号。这一点在转轨经济中尤为重要,因为转轨经济中不完善的市场环境,使得外部投资者难以得到贷款人的充分信息,而信息的收集成本又很高,基于股权的“相机治理”能有效地解决这个问题。

(3) 以银企关系为核心的治理模式。目前,东欧转轨经济国家中银行部门的市场化程度还比较低,银行中大多数的决策仍是集权式的。如俄罗斯,企业偿付能力的变化和政府的救助密切联系在一起,使得银行对企业监控的激励机制弱化,再加上实施有效的监控必需的信息和技能都极为匮乏,所以在现实中,银行在公司治理中的作用微乎其微。所以,从控制“内部人控制”的目的出发,必须对银行进行必要的改革。



第二节 中国转轨时期的公司治理构型

在传统的中央集权的计划经济制度下,中国国营企业的治理模式属于典型的行政型治理模式,它最大的特点就是政企不分,企业治理行为行政化。这种典型的行政型治理模式中,国家作为国有资产的代表者,不仅拥有对国有资产的所有权,同时还掌握着国有资产的经营权。这种两权不分强化了政企不分,从而使政府作为国家管理者的职能与国有资产所有者的职能并存,国家管理的行政职能与企业治理的经济职能合一,导致企业治理行为的行政化。

由于在政府控制这种产权制度下,行政型治理是一个必然的产物,其本身存在的缺陷,也是由其赖以为基础的产权制度所内生的,所以必须对国有企业的产权制度进行改革,为构筑经济型治理创造条件,重塑国有企业治理机制,可以说“股份制试点”开始了对经济型治理的探索。

我国国有大中型企业的“股份制改造”从1986年底全面开始,1992年以后按“规范意见”^①进行试点。但是,在过去几年“股份制改造”的过程中,由于认识上的偏差、实际工作的缺陷和客观条件的限制,构建“公司”治理模式的工作没有取得真正的突破,股份制试点离预期目标存在很大的距离。所构建的公司治理模式仍保持着行政化的运作,真正体现现代企业制度内涵的经济型运作机制并没有形成。我国国有大中型企业的出路是建立现代企业制度,这一点已经成为共识,我们进一步认为,建立现代企业制度的核心就是构建经济型公司治理机制。关于中国转轨时期的公司治理结构问题,笔者将分别在后文作详细分析。

^① 这是指1992年2月29日至3月4日,国家体改委和原国务院生产办在深圳联合召开了“股份制企业试点办法座谈会”之后,国务院13个部门共同制定、批准下发执行的《股份制企业试点办法》等11个法规。





第九章 西方主要国家公司治理结构的简要比较

第一节 公司治理机制比较

一、公司机关设置比较

德、美、日三国股份有限公司设置上的共同点有二：一是都包括股东会和董事会；二是实行董事会中心主义。美国《示范公司法修订本》第 8.01 条规定：“所有公司权力应当由董事会行使或在它的许可下行使，公司的业务和事务也应当在它的指导下经营管理，但上述一切均应受公司组织章程中写明的限制的约束。”德国《股份公司法》第 76 条规定：“董事会本身负责领导公司。”日本《商法》第 260 条规定：“董事会决定公司业务的执行，监督董事职务的执行。”

但德、美、日三国在股份有限公司机关设置上的区别也是明显的。美国股份有限公司机关构造的基本特征是没有独立监事会这一公司机关，其公司机关只有股东会和董事会。这种构造被公司法学者称为单一委员会制。不过美国股份有限公司的董事会构成上又有经营董事和外部董事之分，外部董事的主要职责是提供咨询，监督经营董事及管理层的经营活动，因而美国股份有限公司的董事会实际上集经营权与监督权于一体。德、日股份



有限公司的构造被法学家称为双层制,但两国又有一些不同规定。德国《股份公司法》第8条、第111条、第90条规定,监事会有权任命和罢免董事会成员并决定其报酬,董事会在执行公司章程或监事会规定的某些业务时,要经监事会同意,董事会应就法定事项向监事会报告。可见,在德国法中,董事会和监事会虽然同设于股东会之下,但二者并非平行的机构,监事会的地位和权力在某些方面要高于董事会。在日本,根据其1997年修订的《商法》和《商事特别法》的规定,大型股份有限公司必须设置专门的监事会,而小公司只须设监事。与德国不同,日本公司的监事只有监察权,不能参与公司决策和具体经营管理。监事会和董事会是平行的机关,均由股东会选任和罢免,相互之间没有隶属关系。

二、公司内部监督机制的比较

公司内部监督主要包括股东大会、监察机构、股东诉讼等监督形式。股东大会对公司经营的监督,德、美、日三国规定大同小异。三国股份有限公司立法均确立了“董事会中心主义”,股东大会的权限仅限于法律规定或公司章程约定的范围之内。不过股东大会支配、监督公司经营的大原则仍然保留。股东大会不但仍然对公司组织结构的变更等重要事项有决定权,而且对公司的财务会计报告、利益分配等重大事项有决定权,对公司经营享有监督权。如《美国示范公司法》和《特拉华州公司法》规定的股东大会的权限有:审计会计表册和董事会报告;选举董事和审计员;分配盈余和宣布股息;审议董事会提议的事项;任命董事;其他属于股东大会职责范围内的事项。德国《股份公司法》规定的股东大会权限有:任命监事会成员;结算盈余的使用;减免监事会成员和董事会成员的责任;任命结算审计员;修改章程;筹集资本和削减资本的措施;任命审查公司设立和业务经营过程的审计员;解散公司。日本《商法》规定的股东大会的权限主要有:选任董事会、监事会、审计员,并决定其报酬;分配盈余和宣布股息;批准会计表册、董事、监事报告;分配股份;增加或减少股本;发行债券、新股和可转让公司债;营业的转让和股份的合并;公司清算。为了强化股东,特别是少数股东对公司经营的监督作用,增强股东大会的活力,使股东的意见能充分反映到股东大会中来,三国公司法都规定了股东提案权,即符合一定条件的股东可以向董事请求将一定的事项列入股东大会议程。股东提案权也是股东行使对公司经营监督权的一个途径。

因股东大会终究不是常设机制,无法时常监督公司经营活动,故公司一般另设监察机构行使监督权。正如前文所述,在监察机构的设置上,德、美、日三国股份公司立法差别较大。美国是采取单层制的国家,其公司法中没有规定必须设监事会,董事会融公司经营与经营监督两种职能于一身。其基本做法是:由股东大会选举产生董事组成董事会,董事会对有关公司的经营政策等重要事项作出基本的意见决定,然后委任由部分董事和由董事会聘任经理负责执行意思决定。董事组成包括经营董事和外部董事,外部董



事主要承担监督职能。这样,美国股份有限公司董事会就具有了自我监督和监督经理的职能。

然而,在德国股份公司法中,负责公司经营的是董事,对董事经营行为加以监督的是监事会,监事会对董事会任免有决定权,有义务行使职权来监督董事的经营行为。法律还明文规定,公司不得将具体的经营行为委任给监事会。德国法有关公司监察机构的结构中另一个最显著的特点是工会代表的参与制。德国1976年制定的《共同决策法》规定2000人以上职工的股份有限公司监事会中,工会推选的监事人数要和股东大会选举监事人数相当。

日本商法自制定起接受德国法模式,但在1950年商法修改后导入了美国董事会制度,赋予董事业务监督权限,剥夺了监事的业务监督权限,监事会只对公司会计进行监督。但是经1974年商法修改后又恢复了监事的业务监督权限。总的看来,日本的公司内部监察制度兼具德、美模式,形成了日本特色。

股东大会和监察机构是股份有限经营的自我约束和监督的实现形式。但是,由于股东大会的意思决定须以全体股东的意思表示为之,带有某种程度的虚构性,股东大会的内部经营监督作用的发挥带有很大的局限性。针对这一情况,西方国家公司立法纷纷引入了股东诉讼这一监督形式。股东诉讼包括撤销股东大会决议诉讼和股东代表诉讼。前者是指,股东特别是支配股东为了追求自己或第三人的纯个人利益,客观上通过了有极为不公正内容的股东大会决议,侵害了公司或少数股东(小股东)利益,公司或股东有提起诉讼、请求撤销该决议的权利。日本、德国股份公司法明确规定了这一制度。股东代表诉讼是指,违法行为人(支配股东、董事、监事等)因其违法行为给公司造成损失,而公司怠于向该违法行为人请求损害赔偿时,公司股东有权代表其他股东,代替公司提起诉讼,请求违法行为人赔偿公司损失。股东代表诉讼在美国发展得最为成熟,美国法对股东诉讼的原告资格、股东的担保责任、诉讼和解等都有较为详细的规定。德国股份法没有单独就股份有限公司规定代表诉讼制度,但是该法第309条规定了联合企业之子公司的少数股东有代为公司提起诉讼的权利。日本商法对股东代表诉讼也有详细的类似规定。

三、公司激励机制的比较

除了规定经营阶层的权力及对经营活动的监督以外,法律明文规定经营阶层的报酬,允许经营阶层获得高额的收入,是德、美、日三国股份有限公司经营机制的另一重要内容。美国《示范公司法》第3.02条第12款规定:“公司有权‘支付年金和设立年金计划,年金信托组织,利润分享计划,股票红利计划,购买股票特权计划,以及对它现在的和过去的董事、高级职员、雇员和代理人的福利和激励计划’”,第8.11条规定:“除非公司组织



章程或工作细则另有规定,董事会可以确定给董事的报酬”。德国《股份公司法》第86条规定:“董事会成员因其工作参与可分享红利。原则上说,分享的红利是公司年度盈余中的一份额”;第87条规定:“监事会在确定每位董事会成员的全部收入时(工资、分享红利、费用补助、保险补偿金、佣金以及各种附加收入)要考虑到,总收入应与董事会成员的任务和公司的状况相适宜。这一点也原则上适用于养老金、死者家属收入以及类似情况的现金支付”。日本《商法》第269条规定:“董事应得的报酬,未在章程中规定其数额时,以股东大会的决议规定。”根据这些规定,结合德、美、日三国的实际,对于三国公司的激励机制我们可以得出如下结论:第一,经营阶层的报酬都含有广泛的内容,其总额足以激励经营阶层为公司经营尽职、尽责。第二,经营阶层报酬均与公司经营绩效挂钩。第三,决定经营阶层报酬的权限三国规定有所不同,美国由董事会决定,德国由监事会决定,日本则由章程或股东大会决定。

四、公司外部约束机制的比较

德、美、日三国股份有限公司内部经营机制设计各有特点,但都能达到公司经营高效化目标,与他们各自外部的约束机制之不同分不开。美国法律严格限制股份有限公司股权、债权的集中,这就意味着股东对公司经营的管理、监督十分有限,所以美国股份有限公司设计了集经营权与监督权于一身的董事会制度,这种制度并不意味着董事会可以为所欲为。美国的股票市场十分活跃,单个股东可以在股票市场“用脚投票”(一旦公司经营不善就卖出其股票)。美国的接管市场也十分活跃,公司一旦经营不善,就有可能被其他公司兼并和收购,从而完成对其经营阶层的更换。这样的外部市场对于美公司经营阶层的作用十分重大,可以说,美国股份有限公司经营绩效的提高绝对离不开外部市场的约束。

在德国,监事会的作用比较独特,但监事会作用之发挥也离不开其他法律的配套规定。德国法律对投资中持股比例没有限制,因而其企业股权集中的程度很高,而且其职工持股的比例也较高。德国多数控股上市公司比例远高出其他国家。这样的情况与其股份有限公司监事会成员由股东及职工代表构成绝对不是巧合,可以说,德国股份有限公司治理的成功,主要依靠大股东对管理层的直接监督以及职工的直接参与管理。

在日本,公司治理结构大多为联合商社形式,即以金融机构为核心,涉及不同产业的企业集团。企业股权和债权的集中相对较高;银行是企业最重要的大股东,同时也是企业主要外部融资来源。所以,银行在企业中占据了主要监督地位,可以通过董事会,也可以非正式地通过总裁俱乐部方式,以控制企业外部融资渠道等方式来进行监督。这种模式与德国、美国模式均有较大不同。日本股份有限公司董事会地位不及美国公司,监事会地位不及德国公司也是与此相适应的。

五、董事会独立性和权力的比较

美英企业董事会成员必须由股东选举出来。实践中,由于股权非常分散,董事会成员一般由最高管理者中现任管理人员组成,很少出现单个股东通过持有大额股份取得董事地位的情况。董事会的主要控制力量为外部董事,其由最高管理者和董事会来委任。尽管董事会的职责是根据股东大会的委托来实现企业价值最大化,但由于不了解企业的具体业务,无法对经营决策产生实质性影响。日企企业董事会与英美企业董事会在结构上类似。虽然董事会由股东大会正式选举,但董事会成员一般由最高管理者挑选,并由管理阶层内外部成员组成。大股东通常不参加董事会,除非企业处于经营危机之中。按照德国股份公司法,公司应设立理事会和监事会。理事会负责公司日常经营管理,其成员由监事会任命和解聘。监事会负责监督理事会的行动,但不具备任何管理功能,这就要求理事会成为一个有关公司营运信息的最重要来源。德国的监事会体制相对英美董事会结构来说具有两个优点:(1)其成员是由股东代表组成,管理人员必须与大股东代表保持接触。(2)公司内部人,包括最高管理者不能支配监事会。

六、管理层报酬比较

董事会必须通过设计报酬方案向管理阶层提供激励来实现企业价值最大化。管理报酬政策可以通过许多途径来提供激励,包括效益现金奖励、提高薪水、提供股份、企业股权和解雇决策。对美日企业的比较研究表明,现金补偿是二者采用的最积极方法。对业绩主要根据企业股票价格、销售和收入增长来考核。二者间重要的差别仅在于高层管理人员持股的程度:日本管理人员为美国管理人员的1/4到1/2,这说明美国管理人员所得到的物质激励更多一些。

七、公司治理市场比较

可以认为接管市场是一种重要治理机制。英美金融系统与德日金融系统之间的最大区别在于企业经营不善时发生接管的频率。日德的公司治理市场比较沉闷,其主要原因是美英上市公司的数量远多于日德。当然,兼并和收购发生的原因很多,不一定是公司治理动机所致。更准确地衡量是否用于公司治理目的可以基于两点:是否撤换高层管理人员或从本质上改革了针对管理阶层的激励方案。在日本,很少出现通过接管企业来实现高层管理人事更迭的情况。相反,1980年美国《幸福》杂志所列500家大企业中近10%都发生过收购交易。日德故意接管情况少见的主要原因是由于法律和规章制度限制了这一机制作用的发挥。如日本,没有明确的法律规定限制收购活动,特别是国内兼并活动,反垄断法的干预亦较少。

在德国,由于大量职工代表出任监事,故通过接管来更换管理人员在实践上不大可行。德国企业限制个人股东投票数量的能力也不利于接管。但是,德国允许无关的股东



联合投资施行接管。与美国和英国不一样,德国不限制股东的一致行动。此外,德国对股东持有企业股票必须披露的限额比美英(5%)要高得多,为25%。德企业的收购者比在美国和英国更容易控制企业的大比例股份,但很少会改变企业现有的管理层。德国企业中少数股东的地位较美英企业一般要低得多。日德企业的持股比例结构是一个主要的问题。例如,德上市企业中股权分散的只是少数,故而投资者在未经最大股东同意的情况下,很难取得德企业的大比例股份来实施接管。在日本亦然。不过,这一问题还不能视为德日企业公司治理机制的决定性因素。事实上,德日企业的持股比例结构阻碍了公司治理市场的兴旺与发展。

第二节 对公司治理结构模式的一般评析

一、几种公司治理模式互有利弊,各有优劣

在美国发生一系列的假账丑闻后,不仅美国的会计制度遭到批评,甚而连美国人一向引以为傲的“美国经济模式”也遭到许多人的质疑。前不久德国总理施罗德在路德维希港发表演讲时,就对所谓的“美国模式”颇多讥讽之词,认为正是自私自利的美国企业文化导致了假账丑闻的发生。他说,在美国,股东的利益高于一切。公司管理层为了使股价不断上升,不惜采取各种手段,假账丑闻只不过是“冰山的一角”。与此同时,施罗德却对以德国为代表的“欧洲模式”大加赞赏。他为德国长期实行的劳资双方通过集体谈判确定工资水平的做法进行了辩解,认为德国的公司更强调雇主和职工利益的“平衡”,只有通过雇主和职工的合作,才能实现经济的长期增长。施罗德强调:“欧洲人不应盲目仿效‘美国模式’的一切。”^①

与此相反,美国最近一期《时代》杂志欧洲版发表了一篇文章,对欧洲人的“幸灾乐祸”表示了强烈不满。作者虽然承认假账丑闻使“美国模式”有些失色,但表示这并不意味着“欧洲模式”就胜人一筹,投资者在对美国股市投了不信任票的同时,并没有显示出对欧洲股市的青睐,欧洲经济仍然复苏乏力。并对“欧洲模式”进行了批评,认为“欧洲的劳动力市场太过僵化、政府管制太严、应放宽对企业并购的限制、开放更多的市场、鼓励私人资本竞争,等等。”

被美国公司的一系列丑闻所震惊,外国管理人员和公司主管正在重新审视他们对公

^① 参考消息,2000-07-03





司行为的管理,并反躬自问他们是否太热衷于模仿美国式资本主义。多年来,美国一直是全球强化公司管理的先驱。管理人员和公司主管一直争论说,欧洲、亚洲和拉美地区需要打破传统,增加透明度,结束董事会会议室那种安逸舒适的现象。

美国人曾严厉指责俄罗斯没有保护少数股东的利益,指责日本允许公司、银行、客户和供应商之间交叉持股,指责亚洲和拉美国国家喜欢把企业和政府挂钩,指责西欧迟迟不愿向外界开放董事会,不愿为公司主管的表现提供鼓励措施。而欧盟发言人乔纳森·托德却说:“人们会有这种印象,即美国的会计制度是用来抬高股价的工具,而不是反映公司的真正价值。”^①

对很多外国公司主管来说,美国的企业文化向来把首席执行官视为神灵,不仅让他们享受极为优厚的待遇,而且只要他们能抬高公司股价,即便走捷径也无所谓。前英国赫尔梅斯养老金管理公司负责人阿拉斯泰尔·罗斯·戈比说:“这种首席执行官一手遮天的公司模式使一些人想念他们并非凡人。”^②

辩证地分析,无论是所谓的“美国模式”还是“欧洲模式”,或者是“东南亚模式”以及“家族管理模式”,都是在长期的经济发展过程中逐渐形成的,它与各国的习惯、文化和价值观念密切相关,并无绝对的高低优劣之分。“美国模式”尽管可以较为有效地解决大股东与中小股东的利益矛盾,但由于公司股权非常分散,因此美国公司监管的责任便落在董事会上。但问题是,董事会成员却往往由公司CEO推荐,由此造成CEO及经理层的薪金和红利无法同长期绩效挂钩,同时员工期权的滥发也导致公司上下重视短期绩效,甚至铤而走险造假账以粉饰短期业绩,而忽视了公司的长期目标。而“德国模式”、“日本模式”尽管能较好地解决大股东与中小股东的利益冲突问题,但难以解决的日益严重的“内部人控制”问题又使它们看起来并非“完美无缺”。因此,不同模式既有许多共性,也有种种不同。不同治理模式各有优点,也各存不足。不同之处,主要在于如何处理社会经济发展中公平与效率、市场与政府的关系等。简而言之,“美国模式”强调个人成功至上、自由竞争和追求最大限度的经济利益,而“欧洲模式”则偏重于政府对市场的干预,强调社会福利的重要性,希望能实现社会和个人利益的“完美结合”;“东南亚模式”则强调家族力量在公司治理中的作用。美国属于个人主导市场经济体制,德国属于社会主导市场经济体制,而东南亚各国的公司治理机制则具有浓厚的家族特征。

不管是“美国模式”还是“欧洲模式”,或者“日本模式”以及“家族管理模式”,其内涵也并非是一成不变的。股票期权曾被视为美国新经济崛起的奥秘之一,许多公司为了激励管理层和员工创造更多的利润,以股票期权的方式使他们的个人收入与公司的股价联系起来。而现在,股票期权却被视为公司造假账的一个诱因而备受责难。此外,美国人

① ② 新华网. 2002-08-06



大力提倡的“CEO(首席执行官)”制,将传统的董事长与总经理的职能合二为一,在加快了公司决策效率的同时,也使CEO们权力日益膨胀,从而使经营权得不到有效的制衡。美国证券交易委员会现在已明确要求增强独立董事的职能,以加强对CEO们的监督。而在欧洲,随着经济一体化的深入,欧盟各国也意识到给经济注入更多活力的重要性,逐渐对金融、能源、电信、航空等市场实行了放松管制和开放的政策。

由此看来,公司治理结构模式的生命力,主要在于它是否符合当地的历史和传统文化,适应不断变化的经济发展需要。各国应当通过对各种治理模式的对比研究,扬长避短,趋利避害,找到适合自己情况的治理结构模式。

二、各种治理结构安排的生命力来源于其对所处环境的适应性

德国、日本和美国作为三个具有代表性的国家,其所有权结构和公司治理制度具有较大的差异。德国以银行控股和职工参与控制为特征,对外部资本市场的依赖很弱,从而导致了所有权的高度集中;日本以债权人“相机治理”和法人交叉持股为特征,侧重于内部治理;美国则以经营者控制为特征,高度依赖资本市场和外部治理,所有权集中度较低。不过,尽管德、日、美三国所有权结构和公司治理制度各不相同,但它们却在20世纪80年代共同成为世界三大经济强国。这说明它们的治理制度安排应该是有效的,因为一个高度发达的经济是不可能拥有束缚其大企业成功运作的治理制度的,否则这个国家的经济就不可能是高度发达的。虽然有些国家经济出现了暂时困难,但不能由此否定其治理制度的有效性和曾经有过的历史功绩。那么,为什么德、日、美三国公司治理制度安排各不相同,却取得了相同的绩效呢?原因主要在于治理结构的安排适应了各自的制度环境。

众所周知,美国是一个移民国家,移民中许多人曾在母国遭受各种各样的政治迫害,他们不喜欢政治和经济权力在私人手中大规模集中;另外,许多人会从对大机构的限制中获利,他们形成了利益集团(马克·J·洛,1999)。具有平民主义意识的个人和利益集团通过各种途径对政治施加影响。一些正直的政治家则顺应了这一大势,对金融中介实行了严格的管制。1823年,杰克逊总统对美国第二银行要求在1836年重新核准成立的议案的否决,扼杀了第一个全国性中介组织。此后,美国银行业的基本框架——一个不能随意跨州设立分行的分散化的银行体系就开始形成了。由于分散化的银行体系缺乏及时直接地提供金融服务的能力,当现代工商企业需要巨额资金时,不得不求助于证券市场。此外,美国根深蒂固的私有财产观念和源远流长的股东主权思想传统使美国的公司法及有关法律,把董事及董事会的选举权赋予了股东,尽管有的地方(如美国的某些州)法律规定董事会也可由债券持有者或从业人员(职工)选出,但从来没有真正实行过。



与美国不同,德国是沿着另外的路径演进的。19世纪70年代,俾斯麦统一德国后,实行集权统治,为发展工业,积极创建大银行,并促进了中央银行的建立和发展。当德国对证券交易要征收印花税时,股票所有者为了避税,自愿把股票存放在银行里,由银行以自己的名义登记持有,并对客户之间的股票买卖相机进行配对。由于交易是在银行内部完成的,没有发生印花税的交割行为,因此,用不着纳税。这样,银行就获得了客户的委托投票权。尽管德国的银行也受到了来自政治方面的压力和限制,但比美国要小得多,对德国银行的限制常常是非正式的和自愿实施的。另外,由于德国是马克思的故乡,民主社会主义思潮具有一定基础,工人的政治觉悟较高,因而法律赋予人力资本的所有者(劳动者)拥有和股东同等重要的权利——选举监事会成员,实行并同决策。

从日本来看,“二战”期间,日本实行战时经济体制。为方便对战时生产的监督,军方指定一家银行牵头对军火制造商审计,这是主银行体制的萌芽。“二战”后,受美国的影响,日本政府和实业界普遍接受了雇员持股和参与管理的思想。而盟军最高司令部则将重点放在解散财阀上(青木昌彦,钱颖一,1995)。尽管盟军对银行持股做出了限制,规定日本银行不得持有其他企业5%以上的股票,并分离了商业银行和投资银行业务,但后来却对金融业与工商业密切关系的发展采取了漠视的态度,从而使日本在短短几十年的时间内,股票迅速由个人流向银行和保险公司,并通过交叉持股将金融业与工商业绑在了一起。

由此可见,治理制度的形成具有路径依赖的特征。如果安德鲁·杰克逊不在1823年摧毁美国第二银行,就很有可能不会有美国发达的证券市场和分散的所有权,也就不会出现以经营者控制为核心的美国公司治理结构模式;如果没有俾斯麦的强权统治和证券交易印花税,就不会有德国的全能银行和代理投票制;如果没有第二次世界大战和战后美国的军管,就不会有日本的主银行体制和法人的交叉持股。当然,偶然事件的背后是制度环境在起作用。随着世界经济一体化和国际竞争的加剧,世界各国的治理制度出现了趋同的迹象。美国的治理制度吸收了国外的一些特点,但遵循着美国的制度演进路径,即通过构筑一个完善的董事会来进行。在德国,许多公司的监事会正在由一种表面上的形式向真正的监督机构变化。在日本,金融危机的爆发严重影响了日本企业的国际竞争力,日本不得不对传统的治理制度进行反思,提出要改革董事会制度,加强股东和董事会的治理功能,并同时完善激励机制。这些变化可能是有意识的、自觉的,也可能完全是因为适者生存规律的作用,但并没有改变各自的特点。它们只是由于制度环境发生了变化,才不得不在治理制度上作出相应的反应。

三、公司治理结构呈现趋同化趋势

(一) 股东运用投票权对管理层约束成为潮流

传统委托——代理理论的研究成果表明,对于股权分散的公司,由于监管成本高和



股东/委托人遇到的“搭便车”问题,管理层行使着极大的权利,他们可能追求自身机会主义的目标,而不是股东价值的最大化。因此,股东实施监管的惟一切实可行的办法就是接管机制。但是随着公司经营透明度的提高、科技手段的进步以及机构投资者的兴起,股东不一定选择消极退出作为公司治理的惟一手段,股东可以更加积极地运用投票权。

(二)机构投资者发挥着日益积极的作用

由于国际竞争加剧,银行业加强成本控制,强化核心竞争力和减少外围业务,进行大规模重组,银行与企业关系正趋于松散;由于国际竞争和放松管制,机构投资者特别是共同基金有了长足发展。养老金制度改革使养老基金也有了较大发展,从而促进了资本市场的发育,组织控制型模式日益呈现出许多市场导向型模式的特征。

在市场导向型模式中,很大一部分机构投资者和公司也不再是传统的疏远关系,而是更偏好多样化的“关系投资”,并强化与公司管理层的联系。近年来,养老基金、保险基金和投资基金等机构投资者的持股数额越来越大,他们不再像以往那样通过“用脚投票”来表达对管理层的不满,而是不断加强与管理层的接触,在公司治理中发挥积极主动作用。

(三)股东利益日益受到管理层的重视

由于西方企业越来越重视通过证券市场筹集资金,而且证券投资的跨国化趋势也迅速发展,因此股东利益日益受到公司管理层的重视,股东价值已被普遍接受为衡量管理层业绩的基准。上述趋势在20世纪80年代首先在英、美等国出现,目前已经蔓延到欧洲大陆国家和日本。对股东利益的重视导致企业更注重盈利能力和竞争地位,并使企业的经营更加透明、决策更加民主,有利于企业的长远发展和股市的稳定。

(四)董事会的独立性大大增强

保持董事会的独立性有助于加强对公司经理阶层的控制和监督,维护股东的利益。20世纪90年代以来,大量的外部董事加入董事会,使西方企业董事会的独立性大大增强。在公司董事会中配置非执行董事和独立的非执行董事,以对企业的经营战略提供外部人的观点,并且制约董事会的执行董事,或者在监事会——管理委员会双层结构中加强监事会对管理委员会的监督。全美公司董事协会的有关研究报告表明:规模小,积极并富有专业技能,具有充分信息的真正独立的董事会有助于公司的长远发展。目前在日本等主要组织控制型模式国家中,企业董事会中也开始引入外部董事。

(五)董事会职能专门化受到普遍重视

注意发挥董事会中执行、审计、提名、薪酬等委员会的作用,并保证独立董事在这些委员会中占多数。

(六)员工和其他利益相关者成为公司治理中重要力量

公司治理结构中的利益相关者(stakeholder)通常包括投资者、雇员、债权人和供应商



等。这些利益集团通过人力资源贡献、投入品供应、资金往来等与公司治理结构形成了密切的联系,这些力量的共同合作和有效协作,是公司保持竞争优势和持续发展的重要基础。很多组织控制型模式国家早就认识到利益相关者在公司治理结构中的重要性,如德国、荷兰、比利时和奥地利等国在监事会中提供给员工代表少数席位。在市场导向型模式的国家管理层也开始重视雇员的作用,如英国有一部分公司已经或考虑设立职工委员会。

综上所述,在不同国家和不同历史时期,不同的治理因素对公司治理绩效所起的作用是不同的。日德银行在公司治理中占主导地位,资本市场地位相对弱一些。而美英的情况则正好相反。各国的公司治理机制都与公司所处的法律和规章环境有关,如:反托拉斯法、内部交易法、财务披露规则、金融机构在公司中持股能力和企业非银行来源的外部融资能力等。每种公司治理机制的目的都是根据本国法律和规章制度来抑制管理人员滥用股东赋予的权力,但各有利弊。日德机制的优点在于采用低成本的、由银行和大股东管理的直接监督,而美英则主要采用高成本的接管方式来达到同一目的。尽管日本模式从企业价值最大化的角度看较佳,但从长期来看还存在其他的成本而会削弱其基础。各国的公司治理机制都是在不同的限制企业和投资者行为的法律和规章制度下发展和完善起来的。在美国和英国,大比例和主动性控股受金融机构投资组合规定、内部交易和反托拉斯条例的限制而无积极性,这就必须注重外部市场和董事会的监督制约作用,而无法依托股东和银行的直接监督。在日本和德国,由于法律对非银行融资的限制,机构投资者的交易成本大为提高。一般来说对企业债权的集中控制是解决代理问题最有效的途径。近年来日本的经验表明,现行有关法律和规章制度正面临金融创新、国内利益集团、国外对金融体制改革要求的巨大压力。这说明,基于过于刻板的法律和规章制度形成的公司治理机制从长期来看是不可行的,尽管其可以有效地解决公司代理问题。如果各国通过建立规范的法律环境,通过市场迫使企业采用最佳的公司治理方法,则整个国家都将获益。在美国和英国,这将至少意味着放宽对大投资者积极持有大量企业股份的限制,而在德国和日本,则起码意味着进一步开放和发展证券市场。



第十章 公司内部治理结构

——资本结构

第一节 股权结构

一、股权及其结构安排

公司治理的模式和绩效受很多因素的影响,股权结构是其中很重要的因素,它在很大程度上影响公司控制权的配置及其治理机制的运作方式,并在一般情况下影响甚至决定公司治理的绩效。吴敬链认为,股权结构是决定公司治理机制有效性的最重要的因素。股权结构对公司治理的影响作用已受到了世界各国的广泛重视。

公司的股权结构是指公司股权的构成,包括股东的类型以及各类股东持股所占比例、股票的集中或分散程度、股东的稳定性、高层管理者的持股比例等^①。就大多数上市公司来讲,股东包括个人、非金融企业、非银行金融机构、政府、国外投资者、一般职工及高层管理者。在一些国家,商业银行也成为上市公司的股东,甚至是大股东。很显然,股东的种类不同,各类股东持股比例不同以及股票的集中程度和流动性不同,导致的股权结构也截然不

^① 赵增耀. 股权结构与公司治理. 经济管理·新管理. 2001(16)



同。不同国家甚至一个国家内部,公司的股权结构都有较大的差异在所有权集中度方面,德国公司最高,上市公司中近 3/4 的公司都有一个大股东,其投票权至少在 50% 以上。另根据许小年等人(1991)的研究,大型非金融公司前 5 位最大持股比重的平均值为:美国 25.4%,日本 33.01%,德国 79.2%,捷克为 57.8%^①。

一国股权结构的形成与诸多因素有关,但起关键作用的是该国的融资政策。美国由于推崇新古典经济学的理念,注重资本市场在资本配置和公司治理中的作用,在上述管制方面都采用严格的规制。如:要求上市公司按季度填报财务报表,严格限制内部人(如经理、董事及持有公司发行股票 10% 以上的大股东等)利用未公开信息从事公司证券交易,一经查处,就要没收非法所得,加倍处罚以致受到监禁。证券法还要求内部人必须定期向证券管理部门汇报其拥有和交易公司股票的情况。对于制造虚假信息、欺诈等市场操纵行为,也做了很明确的规定,并用法律严加制裁。特别是美国将商业银行与投资银行的业务分开,禁止交叉,禁止商业银行持有非金融企业的任何股票。这样的规制显然不利于大股东和积极参与公司治理的投资者的形成,因为缺乏公司内外部之间的非对称信息及潜在的内部交易利益,大股东很难从持有有一个公司的大量股票中受益,证券不分散的风险成本不能从获得的信息优势和在公司治理中的优势来弥补,因此,理性的投资者就不愿意放弃证券分散的好处而持有有一个企业的大量股票,也不愿意积极参与公司治理,而在监督经营上“搭便车”。这种规制也明显限制了银行在公司治理及资本配置中的作用,使银行只能用债权影响企业,并使企业通过直接融资减少对银行的依赖。另一方面,在这种规制下,信息非对称程度的降低和对内部交易及市场操纵的严格管制,增加了资本市场的透明度,保护了中小投资者的利益,从而鼓励大量中小投资者参与资本市场,持有企业的股票,进而有利于资本市场的发育,并使股票市场在资本配置和公司治理中发挥十分重要的作用。

而日本和德国则注重发挥银行和大投资者在资本配置和公司治理中的作用,因此,其股权结构的集中度是比较高的,在上述管制方面也采取较宽松的态度。如不要求上市公司按季度披露财务报表,直到 1994 年由于欧洲一体化的要求,德国才通过了随意性较大的反内部交易法律,在此之前主要靠非法律手段(如自律、承诺等)来限制内部交易。德国公司的内部人不一定要公开其证券交易,仅从 1995 年开始,主要股东在其投票权变化超过规定幅度时,才要求公开其投票权。日本也被视为反内部交易法规宽松的典型,其法律及执行程序传统上被认为是为了保护证券业而非个人投资者,只是一系列沸沸扬扬的内部交易案件的发生才迫使国会于 1988 年修改了证券交易法。值得一提的是,德国和日本对银行的管制很宽松,其中德国允许全能银行的存在,允许商业银行进入证券

^① 赵增耀. 股权结构与公司治理. 经济管理·新管理. 2001(16)



投资领域,并对商业银行持有非金融企业的股票不做任何限制。日本虽然将商业银行与投资银行的业务分开,禁止交叉,但允许商业银行持有非金融企业5%以内的股票。很显然,日德式的资本市场管制,造成公司内外部人之间较大的非对称信息,使股票不分散的风险被参与公司治理的好处所补偿,从而有利于大股东的形成,并发挥银行在公司治理中的作用,但不利于中小投资者进市场,进而阻碍了股票市场的发育。

我国上市公司的股权结构也与我们对资本市场的管制密切相关,如:规定国有大企业的大部分股份应由国家和法人持有,其中法人股是指被国内机构持有的股份,这些机构包括股份公司、非银行金融机构及非独资的国有企业,非银行金融机构又包括证券公司、投资信托公司、财务公司、共同基金和保险公司。由于不允许国家和法人持有的股票上市交易,也不允许银行持有上市公司的股票,从而使我国上市公司出现一种特殊的股权结构,即:大多数公司国有股和法人股所占比重过高,占60%左右(其中大型企业国家股的比重大于中型企业国家股的比重),可交易股票只占30%左右,银行不持有企业任何股票,只能以债权影响企业^①。

二、世界各国股权结构的基本模式

纵观世界各国,主要有三种不同的股权结构模式,即美英模式、日德模式和东亚、拉美模式。在美英模式中,公司的所有权比较分散,而现代公司中所有权和管理权的分离使分散的股东不能有效地监督管理层的行为,公司的实际控制者是公司的经营者。在内部约束机制相对较弱的情况下,主要通过外部监控来加以控制。在日德模式中,公司的股权较为集中,银行在融资和公司治理方面发挥着巨大的作用。而在东亚、拉美模式中,公司的股权集中在家族的手中,这些家族一般都参与公司的经营管理和投资决策。因此,公司治理的核心从管理层和股东之间的利益冲突转变为控股大股东、经理层和广大中小股东之间的利益冲突。

三、股权结构安排及其对公司治理绩效影响的一般分析

(一) 股权安排对公司治理方式选择的影响

股权结构与公司治理的方式或机制有着十分密切的关系。在股权集中的公司,大股东有积极性参与公司治理,并通过选派董事、参与代理权竞争、提议召开股东大会及起诉违背股东利益的经营者在公司治理中发挥重要的作用。在股东分散的公司,由于在监督经营者上存在严重的“搭便车”心理,小股东参与股东大会和代理权竞争的积极性很小,也无力从事这些活动,进而使公司运作容易形成内部人控制或经营者主导,此时小股东主要利用退出机制和接管来约束经营者。当企业严重脱离利润最大化时,小股东就会抛

^① 赵增耀. 股权结构与公司治理. 经济管理·新管理. 2001(16)





售其股票,引起该公司股价下降,当下降到一定程度时,企业的价值就会被严重低估,此时就会有人以高于市场的价格收购该公司的股票,在达到控股额后改组董事会,任命新的经营者,这样,成功的接管可以替换不称职或不忠于股东利益的经营者,使企业重新回到利润最大化轨道,股价上升,接管者便从中受益。不成功的接管也有作用,因为成为被接管的目标,犹如向在位经营者“踢了一脚”,使其警觉,发现并改正经营中的失误。而且,接管即使没有实际发生,但有可能发生的本身已对经营者构成一定的威胁,为了避免它的发生,经营者就必须努力经营,至少不敢脱离利润最大化太远。

对分散的小股东来讲,单独行动对市场几乎不施加影响。然而,当小股东将其资金以中介机构的形式投入企业时,由于机构投资者持有企业的股票较多,往往成为大股东,抛售股票会对股价产生明显影响,退出的成本会加大,此时机构投资者也就由消极的投资者变为积极的投资者,积极监督企业经营。因此,随着机构投资者的兴起,股权分散公司的治理便由资本市场的外部治理为主向机构投资者积极的内部治理为主转换,或二者并重,这在今天的美国表现得最为明显。

对于股权集中的公司,大股东对公司治理参与的目的和方式还与其主体性质的特征有关。若大股东是银行,其股权的行使往往和债权结合在一起,银行可以通过派往到企业的董事参与决策,并通过对贷款的控制以及利用银行开设账户所提供的信息,对企业形成很强的控制。这在德国和日本的公司治理中表现最为典型。

如果大股东是非银行的金融机构,其股权的行使和它们既是企业的大股东又是分散投资者的代理人的双重身份结合在一起,所以不仅要考虑所持股企业的利益,更要考虑自己所经营基金的利益,当二者发生冲突时,要么以大股东的身份向经营者施加影响,以使企业做出有利于自己的决策,若影响不成功,就可能抛售股票,即“用手投票”和“用脚投票”同时并用,这在今天美国许多公司的治理中表现得也很明显。

假若大股东是工商企业,其股权的行使往往和企业间的交易结合在一起,持股的目的主要是为了保护企业间的长期交易,特别是当相关企业通过交叉持股组成企业集团时,企业股票的流动性就降低,股东和股权结构都比较稳定,能防止企业股票流入敌意接管者之手,从而能使经营者躲避资本市场施加的短期压力,集中于企业的长期经营。而这些大股东平时一般不干预企业经营,只有在企业绩效恶化时才介入,一旦他们联手干预,就能对经营者构成很大威胁,起到和接管一样的作用,这在日本的企业集团表现得最为突出。

当高层管理者通过持股或股票期权拥有企业较大股份,其股权的行使和他们既是股东又是管理者的双重身份结合在一起,那么就能从激励机制上缓解股东与经营者之间的目标不相容和责任不对称,弥补监督机制的不足,形成管理者权力运用的自我约束。现在,许多美国大公司对高层管理者采用股票期权,或利用风险基金为高层管理者持有企

业大部分股份提供资金支持,实现经理人收购(MBO),其主要目的在于为高层管理者提供像所有者那样的激励,从激励机制上解决公司治理中的代理问题,并使经营者的作用能得以充分发挥。同样,若职工持有企业较大股份,其股权的行使往往和其既是企业股东又是企业职工的双重身份结合在一起,能从激励机制上弥合职工与股东的利益冲突,协调公司治理中的劳资关系,这在职工持有企业较大股份的公司以及职工所有型企业中表现得较为明显。

在我国大多数上市公司,国家和法人是大股东,其股权的行使主要通过以下的手段:政府和法人向企业派遣董事和监事,甚至直接任命董事长和总经理,要求企业的重大决策要向政府主管部门汇报或经政府批准,对一些特大型国有独资或国有控股企业,还由国务院派遣稽查特派员,监督企业经营者。可见,股权的行使有很强的行政色彩,这是国家所有制的必然产物。至于中小股东,由于其持股份额太小且投机性很强,很少“用手投票”去监督经营,由于股票市场不健全且投机性很强,中小股东也很难“用脚投票”来制约经营者。

(二) 不同股权结构安排与企业治理有效性关联度的一般分析

1. 法人股比例与公司绩效

关于法人股比例与公司绩效之间的关系,不同的研究得出了不同的结论:薛建峰(2001)认为法人股比例对公司绩效具有正效应,其他一些研究虽然从总体上支持正效应的结论,但是却发现二者的关系不是简单的线形关系,如张红军(2000)运用二次回归的方法发现,法人股比例与公司绩效之间的关系为U型,当法人股东持股比例大约为30%时,托宾Q值最小,许小年和王燕(1997)同样运用二次回归的方法得到了类似结论(最低点在33%的位置),但是他们采用的公司绩效衡量指标有所不同,是公司市值与账面值的比率,同时他们指出,如果采用会计利润指标,如ROE和ROA,上述关系不存在,施东晖(2001)更是指出法人股比例与市值和净资产收益率之间存在着3次函数关系。与上述结论完全不同的是,高明华(2001)、陈小悦、徐晓东(2001)的研究则认为法人股比例与公司绩效之间不存在显著的关系。

2. 国有股比例与公司绩效

不同的研究者对于国有股比例与公司绩效之间的关系同样存在着争议:许小年和王燕(1997)认为国有股比例对公司绩效存在负效应,但高明华(2001)、陈小悦和徐晓东(2001)、张红军(2000)和施东晖却认为(2001),国有股比例与公司绩效之间的关系不显著。

据权威部门统计,截至2001年4月,我国共有上市公司1124家,其中发行A股公司1102家,第一大股东持股份额占公司总股本50%的有890家,占全部公司总数的79.2%,其中持股份额占公司总股本超过75%的有63家。统计表明,大股东中,第一大



股东为国家持股的公司,占全部公司总数的65%,第一股东为法人股东的,占全部公司总数的31%。在全部上市公司中,有55%的股权属于国家所有和国有法人所有,在上市公司的全部董事中,有73.3%的董事有国有股和国有法人股的背景^①。

在监管层和大多数专家学者眼中,一股独大几乎是中国证券市场百病丛生且久病不愈的根源。国有股一股独大,使投资者利益得不到保护,大股东利用关联交易侵吞上市公司资产的行为缺少有效制约,投资人和经理层的有效约束机制也无从建立,上市公司往往出现内部人控制偏向。周小川称之为“内部人控制下的一股独大”。

郑德埏、沈华珊对国家股绝对控股(持股超过50%)的上市公司和法人股相对控股(法人股作为第一大股,持股比例在20%到50%之间)的上市公司的历年治理绩效进行了比较分析。分析表明,123家国家绝对控股的上市公司每股收益率1996年为0.33,1997年为0.29,1998年为0.23,1999年为0.19,而78家法人股绝对控股的公司则分别为0.31 0.26 0.24 0.27。这一情况表明,两类公司的治理绩效近年来大体呈下降趋势,但法人股绝对控股公司的业绩相对于国家股绝对控股的公司,其下降的趋势较为缓慢,1999年已开始回升,且总体业绩比国家股绝对控股的公司要好。由此可见,相比而言,法人股绝对控股的股权结构安排比国家股股权占主导的股权结构安排更有利于上市公司治理绩效的提高^②。

2002年以来,一批民营企业相继敲开了股市的大门。家族和民营创始人一股独大的股权结构引发了新的争议。民营企业上市公司一股独大所引起的后果可能比国企上市公司更为严重。

一股独大似乎成了中国上市公司脆弱的治理结构的天敌。减持国有股,使投资主体多元化和公司股权分散化,打破国有股一股独大的格局呼声日高。而面对一批在证券市场门外等候的民企,一些专家干脆提出,在核准上市时就应该挑选那些私人或家族持股比例不超过20%的民营企业。

然而,也有不同的声音。如中国经济研究所仲继银就认为,一股独大也有其正面的意义。上市公司股权集中于少数股东,可以增强大股东积极参与公司治理,限制管理层私人利益行为的组织能力,解决外部分散的股东在公司治理方面激励能力不足的问题。

清华大学经济管理学院朱武祥也认为,股权结构合理化的说法含糊,股权分散化既不是形成有效的公司治理的目的,也不是公司治理有效的手段或必要前提。他说,一股独大并非中国独有。上市后,风险投资短期内出售股份套现退出,导致股权分散,更凸显

^① 中华工商时报. 2001-08-27

^② 郑德埏 沈华珊. 论中国上市公司股权结构的合理安排——相对控股模式在中国的运用. 开放时代. 2001

创始人的一股独大。

因此,简单地认为强制股权分散或多元化,打破一股独大,并不能解决大股东不规范的现实。解决这一问题的根本对策是,完善有关法律制度,形成强大的对上市公司大股东董事会和管理层及相关中介机构行为,进行公开评价和迅速采取行动的外部监控和威慑力量。比如:国有控股的境外上市公司同样一股独大,但其投资、关联交易和红利分配行为比内地 A 股公司规范得多,就是一个很好的例证。

3. 流通股比例与公司治理绩效

关于流通股比例与公司绩效之间的关系同样存在着争议。陈小悦和徐晓东(2001)认为流通股比例与企业绩效之间具有负相关关系,而许小年和王燕(1997)、高明华(2001)和施东晖(2001)则认为流通股比例对公司绩效没有显著影响。

除此之外,陈晓和江东(2000)却得出了法人股比例与上市公司的业绩成正相关,而国有股比例与上市公司的业绩负相关,流通股比例与上市公司的业绩正相关的结论。同时,他们的研究还进一步表明:上述根据混合样本回归结果所得出的结论具有很强的误导性,因为该结论只对竞争性很强的行业成立,而对于其他行业来说并不成立。

4. 管理层持股比例与公司绩效

由于中国上市公司管理层持股比例普遍低,而且管理层持股基本上以内部职工股的形式存在,因此相关研究在这一领域得到了共识。袁国良等(1999)、高明华(2001)和于东智等(2001)的研究都表明,管理层持股比例与公司绩效之间无显著相关关系。但值得注意的是,于东智和谷立日(2001)认为公司风险(用股价的波动性)与管理层持股比例之间具有相关性。

5. 股权集中度与公司绩效

关于股权集中程度与公司绩效的关系,许小年和王燕(1997)、张红军(2000)的研究表明是一种正相关关系,即股权集中程度越高,公司绩效越好;姜秀华和孙铮(2001)的研究结果表明,股权越集中,公司越不易被 ST,这也为上述观点提供了一个新的佐证。但是施东晖(2001)的研究却得到了相反的结论:股权分散型公司的盈利能力和市场表现都要好于股权集中型公司,即使在股权集中型公司中剔除国有股控股公司,实证结果仍然表明,股权分散型公司的绩效要优于法人控股型公司。

然而,许多经济学家认为,企业的所有权及其结构是很重要的,因为它影响市场发挥作用的程度。格罗斯曼(Grossman 1983)证明,如果公司股份过于分散,就没有股东愿意积极监督经营者,因为监督的费用大大高于监督对个人的回报。布莱尔(Blair 1987)等人则认为,由于股权分散而过于依赖接管机制的成本很高,会造成经营者的短期行为,使股东利益压倒一切,损害其他利益相关者的权益。施莱佛(Shleifer 1985)等人认为,股份的相对集中有利于并购市场作用的发挥和完善,解决小股东在接管过程中的“搭便车”行



为。还有一些经济学家虽然认为股权结构很重要,但认为股权集中并不见得有效,大股东的监督会损害其他利害关系者的利益,因为大股东想通过监督来弥补其股票不分散的代价,诸如利用内部交易损害小股东的利益,迫使经理降低工资,损害工人的利益,银行作为大股东还可能要求企业支付高利息或扩大贷款,企业之间相互作为大股东可能使低效企业长期存在,等等。

郑德呈、沈华珊在《论中国上市公司股权结构的合理安排——相对控股模式在中国的运用》一文中根据股权的集中(或分散)度将股权结构划分为三种模式,即英美模式、日德模式和相对控股模式。英美模式的基本特征是股权分散,如20世纪90年代美国通用汽车公司5个最大股东仅拥有该公司9%的股份。日德模式的典型特征是股权比较集中,如20世纪90年代德国奔驰汽车公司5个最大股东所持有的股份占68%。相对控股模式是在前两种模式的基础上经过趋同而形成的一种新的股权结构模式,其基本的制度特点是股权具有一定的集中度,存在相对控股股东。股权的平均集中度^①美国为25.4%,日本为33.1%,德国为79.2%,而中国为60.39%。作者在上述种类划分的基础上对三种模式下的公司治理绩效进行了比较分析。根据2000年深沪两市1022家上市公司中期报表数据作者对我国不同股权集中度下公司的治理绩效进行了实证研究,结果显示,1022家上市公司中的711家(占73.6%)属于高度集中股权结构,其每股收益为0.18元,净资产收益率为6.13%,249(占25.78%)家属于中度集中股权结构,其每股收益为0.19元,净资产收益率为9.39%,6家(占0.62%)属于分散型股权结构,其每股收益为0.12元,净资产收益率为8.14%。由此可见,股权高度集中下公司治理绩效是最差的,而中度集中股权结构模式的治理绩效是最好的。以上的结论是依据中国的上市公司的情况得出来的,其普遍适用性自然值得商榷,但它对于中国公司股权结构的安排无疑具有启示价值^②。

施莱佛还从对股东的法律保护程度上,分析了大股东在公司治理中的作用,发现在对股东特别是小股东的法律保护程度低的国家,不仅企业的资本结构中债务的比重较高,而且股权也较集中,大股东比较普遍,因为大股东的存在可以弥补法律保护不足,减少股权实施中的法律介入。在发达国家,美国和英国对股东特别是中小股东的法律保护程度最高,德国和日本相对较弱,与此相对应,前者的股权分散,后者的股权集中,这从另一个方面解释了股权集中程度差异的原因。相对来讲,在对股东的法律保护程度较低

^① 股权集中度是根据上市公司前5大股东的合计持股比例来确定的,超过50%为高度集中,介于20%到50%之间的为中度集中,低于20%的为股权较为分散。

^② 郑德呈、沈华珊. 论中国上市公司股权结构的合理安排——相对控股模式在中国的运用. 开放时代. 2001(6)

的国家,小股东权力的行使会遇到很多困难,或需要持有更多的股份才能控制企业,在经营者设置障碍时更是如此。据说西方投资者需要持有75%的股票才能控制一个俄罗斯企业,而俄罗斯投资者只需要25%的股票就能控制相同的企业。原因在于经理可以利用许多法律空缺对付外国投资者,但难以用同样的方式对付国内投资者。根据这种分析,在对投资者的法律保护不健全的国家,股权的集中有助于解决代理问题。

可见,关于股权结构的重要性及孰优孰劣,在理论上莫衷一是,各种学说都有其主张,并有一些事实来支持。

上面的理论分析和经验支持主要是就成熟市场经济国家而言的,就转轨经济国家特别是我国而言,情况又大有不同。由于我国大多数上市公司的股权结构中,国有股和法人股的比重占绝对优势,这两种大股东在董事会和监事会中的代表也占绝对优势。根据许小年等人对我国上市公司的实证分析(1)法人股所占比重与公司业绩正相关,它们在上市公司中的地位可能比德国和日本的银行的地位低,但可能比美国的机构投资者的地位高,它们所依赖的方法是直接控制董事会,而不是用并购威胁来迫使经理为股东利益服务。(2)国家股所占比重与公司业绩有负相关关系,这种低效可能是由于国家控股公司常常追求政治目标而非利润最大化,也可能是中央政府(国有资产管理局)与其他股东的利益冲突引起的。当公司需要发行新股来筹资时,国有资产管理局在董事会的代表往往持反对意见,因为发行新股会使旧股的权益稀释。一旦这种反对意见被采纳,就会使公司失去投资机会,进而伤害长期的增长潜力。如果这种假设成立,国家控股公司的负债与资产的比率就会较高,而在法人控股公司中较低,这一结论也与实证分析相一致。(3)个人持有的A股比重在MBR回归中为显著负相关,在ROE和ROA回归中系数为0。这一结果是因为国有股和法人股在绝大多数公司占有绝对优势,个人股在这些公司的董事会和监事会中没有一席之地,他们既没有积极性也没有能力参与公司治理,只是“搭便车”。据计算,中国股票持有的平均期限只有1~2个月,而在美国是18个月,这足以说明中国的小股东没有监督企业经营的激励,有很强的投机性。

然而,正当“最优所有权结构”的讨论进行得如火如荼,却有一派观点悄然兴起,它不仅给持“最优所有权结构”观点的学者以当头一棒,而且也提出了一个所有权结构研究不容回避的问题:所有权结构的内生性。

所有权结构内生性问题首先由Demsetz(1983)提出,他认为,公司的所有权结构,不论是集中型还是分散型,实际上都是股东自主选择的结果,股东(或内部人)会根据对自身成本和收益的考虑来确定最佳的持股比例,公司最终的所有权结构必然是股东之间理性选择的均衡结果,因此,所有权结构是一个内生变量。Demsetz和Villalonga(2001)进一步为自己的观点提供了证据,他们认为从公司内部人角度来看,由于他们具有内部信息以及公司普遍采用以绩效为基础的报酬计划,因此,可以直观看出:公司绩效影响所有权



结构,最明显的例子有两个:一是管理层收购;二是股票期权计划。

所有权结构内生理论否定了“最优所有权结构”理论的前提假设,认为所有权结构影响公司绩效的前提假设并不符合现实,在更多情况下,所有权结构同样是公司绩效决定的结果。

不仅如此,迄今为止,关于所有权结构研究大多是针对某一国家内公司之间差异的研究,特别是关于美国公司的研究占据了所能查阅到文献的大多数。但是,逐渐引起学者们注意的是,不同国家之间在公司所有权结构上存在的明显的差异,例如,美国和英国公众公司的典型所有权结构是分散型所有权结构,而德国、日本、法国及大多数发展中国家的典型公司所有权结构则是集中型所有权结构,对于这种差异,一些学者提出了相应的理论解释,具体来看,主要有以下几派观点:法律决定论、政治决定论、路径依赖论,这些观点见仁见智,不一而足。但是这些论点却给我们一个启示:在所有权结构研究中应考虑各个国家的市场特殊性。

综上所述,我们对于股权结构(所有权结构)与公司治理绩效之间的关系可以得出以下一般判断:第一,影响一国公司股权结构的因素是多方面的,但资本市场管制差异和对中小投资者的法律保护程度差异是主要因素。第二,股权结构与公司治理方式有着必然的联系,不同的股权结构会形成与之相适应的方式。第三,就成熟的市场经济而言,无论是从理论还是从实证分析上,股权结构与公司治理绩效之间的关系都没有定论,很难从绝对意义上说清哪种股权结构及其与之对应的治理模式的效率最高。第四,不管公司的股权结构如何,公司治理不单是指基于股权结构基础上的股东治理,还包括外部市场对公司的治理,即:消费者通过产品市场,股东通过股票市场,债权人通过破产,潜在的管理者通过经理市场,职工通过劳动力市场,都会对现任经营者施加压力,使得经营者不至于过分追求自身利益,或严重损害相关者的利益,从而有利于公司治理效率的提高。当然,这些机制要发挥作用也是有条件的,其中,外部市场和竞争的完善是必备条件。第五,对我国来讲,以培育市场为主的改革虽然在一定程度上提高了国有企业的效率,但不改革国有企业的产权是不能从根本上提高国有企业的效率的。而国有企业产权改革的目标应是国有股从大多数企业退出或减少,实现股权结构多元化,但又不能像英美模式那样太分散。许多研究都证明,在像我国这样对投资者的法律保护欠健全的国家,股权的适当集中有助于提高公司治理的效率,而且股权应集中在机构投资者手中,并使机构投资者持有的股票能流通,这既是我国国有企业产权改革的需要,也符合发达国家公司治理模式演化的趋势和规律,因此应积极创造条件,发展机构投资者,并使其持有的股票逐步上市流通。

(三)股权结构的理论与实践

一直以来,股权的高度分散被视为公司治理研究的根本出发点,但是实际的情况并非



如此。由于上述三种股权结构模式的存在,股权集中的情况也是比较普遍的。因此,股权结构对公司治理和绩效表现会产生两种相反的效应,即利益趋同效应和利益侵占效应。

利益趋同效应支持者认为,股价上涨带来的财富使控股股东和中小股东的利益趋于一致。在这种情况下,控股股东既有动机去追求公司的价值最大化,又有能力对企业的管理层施加足够的控制以实现自身的利益,从而较好地解决了传统的代理问题,因而股权集中型的公司相对于股权分散型的公司而言要具有较高的盈利能力和市场表现。

利益侵占效应支持者认为,控股股东的利益和外部小股东之间的利益经常并不一致,两者之间可能存在着严重的利益冲突。在缺乏外部控制威胁,或者外部股东的类型比较多元化的情况下,控股股东可能以其他股东的利益为代价来追求自身的利益最大化。此时,股权分散型公司的绩效和市场价值要优于股权集中的公司。

有学者对我国上市公司的股权结构进行的实证研究,得出了这样的结论:股权分散型的上市公司的绩效要优于法人控股型的上市公司,而法人控股型的上市公司的绩效又优于国有控股型的上市公司。可以说,在我国,利益侵占效应还是十分明显的。

四、内部人持股比例与公司治理绩效

与先前同类实证研究相比,Morck, Shleifer 和 Vishny(1988)从1980年《财富》500强公司中抽取371家作为研究样本,以托宾Q值作为业绩度量指标,最低持股比例在0.2%以上的所有董事持股总额作为所有权结构变量,并且引入公司规模、无形资产比率、长期债务比率、研发费用比率、广告费用比率、行业等控制变量对两者的关系进行了研究,结果表明:当内部股东持股比例在0%~5%区间内,托宾Q单调递增;当内部股东持股比例在5%~25%区间内,托宾Q呈下降趋势;当内部股东持股比例大于25%时,托宾Q再次恢复递增的趋势。但是,他们同时发现,一旦采用会计利润率(调整ROA)作为业绩度量指标,上述趋势只在第一种情况下才成立。

McConnell 和 Servaes(1990)以1976年1173个样本公司以及1986年1093个样本公司所做的研究同样表明这种非单调曲线关系的存在,但是曲线的拐点与Morck等发现的曲线不同,是一个倒U型曲线,当内部股东的股权从0开始增加时,曲线向上倾斜,至这一股权比例达到40%~50%之后,曲线开始向下倾斜。特别值得指出的是,他们在研究中还对本样本进行调整以便更接近Morck等所采用的样本,并且使用Morck等研究中所采用的研究方法进行实证分析,但是无法得到与Morck等一致的结果,只在0%~5%区间内发现存在正相关关系,当内部股东持股比例超出这一范围后,Morck等的结论并不成立。

此外,Hermalin 和 Weisbach(1991)的研究同样发现上述非单调关系的存在,但曲线形态又是另一番形态:当内部股东持股比例分别在0%~1%、1%~5%、5%~20%、20%



以上4个区间内,公司业绩分别呈上升、下降、上升、下降的变化趋势^①。

以上得到内部人持股比例与公司价值之间都是非单调关系的结论,但 Faccio 和 Laffer(1999)对英国公司数据的研究以及 Himmelberg 和 Palia(1999)的研究却表明两者之间不存在显著的统计关系。需要特别说明的是,Himmelberg 和 Palia 借鉴 Demsetz 和 Lehn(1985)的研究思路,他们认为内部人持股比例是一个内生变量,但是与其他持内生性观点不同的是,他们并不认为内生性意味着公司价值对所有权结构的反向作用,而是认为公司内部人持股比例和公司价值同属外生变量,共同受公司签约环境因素的影响,这些环境因素既包括可观察的因素也包括无法观察的因素,在此基础上,他们并不否定股东与经理人员之间代理问题的重要性,而是强调在统计研究中要对可观察的和不可观察的影响因素分别进行控制。

五、外部人持股比例与公司治理绩效

Holdemess 和 Sheehan(1988)选取1984年美国114家有绝对控股股东的公司作为样本,同时确定相应的股权分散公司作为对照样本,对两组公司的业绩进行对比统计检验,结果表明两者并不存在显著差异,同时进行的时间序列分析也表明,同样的公司在存在绝对控股股东的年份和不存在绝对控股股东的年份业绩没有显著差异,因此他们认为绝对控股大股东并没有显著地侵吞公司财富。此外,他们的实证研究还得到了两条有价值的结论:第一,控股股东的类型对公司绩效有影响,当绝对控股股东为机构投资者时,公司绩效与股权分散公司无显著差别,但是当绝对控股股东是个人股东时,公司绩效显著低于股权分散公司。第二,拥有绝对控股股东的公司与股权分散公司同样会经受股权的变动,从而说明绝对控股股东并没有办法彻底保证自身的控股地位。

Edwards 和 Weichenrieder(1999)以德国公司作为研究对象,他们认为德国公司具有典型的集中型股权结构,从而为实证研究提供了最佳的样本,另外他们还从实证角度就如何区分集中型股权结构的正面效应和负面效应提出了一种新方法并将其应用于对德国公司的数据分析,结果表明:对于大多数类型的大股东来说(非银行企业股东和公共部门股东除外),股权集中所带来的监督效应及因现金流量索取权增加而减少对小股东的利益侵害,明显超出负面效应,即伴随控制权增加而产生的控制权私利。同时,他们的研究还指出,第二大股东持股比例的增加也会增加公司的股票价值,这或者是因为第二大股东对管理人员的监督效应,或者是因为第二大股东对第一大股东的监督效应。

Fuerst 和 Kang(2000)以1992~1993年在美国上市交易的947家公司作为研究样本,他们的结论表明(1)CEO、内部人、外部董事持股比例对公司业绩、公司市场价值具

^① 文彤. 所有权结构研究综述. 经济研究资料. 2002(7)



有正向作用。(2)外部股东持股比例对公司经营业绩具有负向作用,对于具有控制性股东(持股比例50%以上)的公司,持股比例对市场价值具有负向作用。因此,尽管公司经营业绩因为更好的内部监督机制而提高,但是大股东对其他股东财富的潜在掠夺会导致股价的下降,因此有必要将大股东对经营业绩的正向作用和对股价的负向作用分别予以考虑。

Lins(2000)对22个新兴市场公司所有权结构进行的实证研究表明,新兴市场普遍具有股权集中的特点(除了我国台湾和韩国),而且随着大股东控制权和现金流量索取权的增加,公司价值呈上升趋势,特别是在大股东处于绝对控股地位的情况下,公司价值明显优于其他公司。此外,Lins在研究中还发现,样本中超过2/3的公司具有家族控制的特点,而且这些家族普遍同时占据管理职位,这些公司较多采用控制权与现金流量索取权分离的机制,这种机制一旦被过分使用,将导致公司价值的下降。

第二节 融资结构

一、融资结构与公司治理

(一) 融资结构及其对公司治理的意义

融资结构(financial structure)又称金融结构,是指企业在取得资金来源时,通过不同渠道筹措资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。主要包括短期负债、长期负债和所有者权益等项目之间的比例关系。融资结构与资本结构具有密切关系。资本结构(capital structure)又称财务结构,是指企业取得长期资金的各项来源的组合及其相互关系,即企业长期融资工具的组合,也就是企业负债和权益的比例。刘汉民(2001)认为资本结构实际上有三重含义:(1)指股权资本或债权资本各构成部分之间的比例关系,通常称之为股权结构(所有权结构)或债权结构。(2)指股权资本和债权资本之间的比例关系,这是最常见的定义,习惯上称之为融资结构或财务结构。(3)指物质资本(包括股权资本和债权资本)与人力资本之间的比例关系。这是适应知识经济的资本结构定义。事实上,学术界通常把资本结构、财务结构、融资结构作为可相互替代的名词^①。本书在第二种含义上使用本概念。

企业的融资结构不仅揭示了企业资产的产权归属和债务保证程度,而且反映了企业

^① 范文燕,刘宗华.论融资结构与治理结构的关系.财经科学,2002(5)



融资风险的大小,即流动性负债所占的比重越大,其偿债风险越大,反之则偿债风险越小。在市场经济条件下的企业中,债务和股权不仅仅应被看作是不同的融资工具,而且还应该被看作是不同的治理结构(Williamson, 1988)。哈特(1995)甚至认为,给予经营者以控制权作为激励并不十分重要,至关重要的问题可能是要设计出合理的融资结构,限制经营者以投资者的利益为代价,追求他们自己目标的能力。企业从不同来源渠道获得的资金在融资成本、融资风险、净收益、税收方面各不相同,股东和债权人在企业治理结构中的作用也有很大的不同,对企业形成不同的约束,导致不同的绩效。在既定的制度框架下,融资结构无疑是公司治理的基础和依据,公司治理结构是融资结构的体现和反映。融资结构决定和影响公司的治理结构,进而导致公司的绩效差异。

由此可见,约束管理层的另一个重要资源是由公司的融资结构提供的,具体地说,就是由公司的负债选择所提供的。如果一个公司选择了负债,由于经理至少不得不偿还债务,这就对管理层的效率形成了一定的限制。负债使得经理作出的不把利润盲目投资建造公司帝国的承诺成为可信的。债务可能是由公司的初始所有者在公司上市前安排的,可能是由一个以后会进行干预的活跃的股东安排的,也可能是由管理层自己为抵御敌意接管的威胁而安排的。为使债务成为约束的有效资源,它必须有一个合适的破产程度来支持,即在违约拖欠时必须有一个合适的惩罚。如果破产程序对管理层来说是软的,比如使债权在很长时期内处于被搁置之境,可能会减少管理层避免拖欠之激励,从而降低甚至破坏债务的约束或惩戒作用。

值得注意的是,就约束管理层来说,债务可能是比其他普通激励计划更为有效的工具。一个典型的激励计划通常是通过给管理层财务回报来鼓励他们减少懈怠,如通过股票期权,让他们持有的股票获得很好的资本利。但是,为说服管理层放弃建造公司帝国,或在极端的情况下说服他们放弃其职位,需要给予他们更大的回报。但就债务治理来说,如果经理不能按照事先签订的债务契约偿还债权人的债务,债权人就可以强迫他们放弃控制权,这就是债务治理机制的有效性的机理所在。

有效的公司治理结构的建立与融资结构的重塑是互为依赖、相互促进的。规范的企业治理结构是在产权清晰和责权利统一的基础上,实现对企业控制权的合理配置,从而在企业所有者和经营者之间形成相互制衡的机制和有效的激励与监督机制,以最大限度地提高公司的经营效率。这决定了企业融资结构所代表的企业金融关系应以相互制衡为原则。通过企业股权结构的多元化和逐步实行机构投资者控制,强化企业所有者与债权人的约束和监督机制。

不同的融资结构会形成不同的公司治理约束力,融资结构的变化会导致企业治理结构发生变化:第一,随着企业资金的充裕和融资渠道的多元化,主银行在企业融资中的重要性逐步下降,其在企业治理结构中的作用也变得越来越弱。第二,随着以股价最大化

为经营目标的外国机构投资者的比重迅速增加,以年金运用为中心的国内机构投资者逐渐成熟,企业股权结构更加多样化。如:日本大企业中属于相互持股系列以外的股东的份额正逐步增加,在企业治理中发挥着越来越重要的作用。正是这些股东份额的增加,使日本型企业的经营目标与公司治理结构发生了根本变化,由重视从业人员利益向重视股东利益迅速转化。第三,为了解决股权所带来的代理问题,企业开始引入股票期权制度,以强化对经营者的激励与约束。

(二) 融资结构对公司治理行为影响效果的一般分析

1. 公司融资方式的选择决定企业破产可能性的大小

从控制权的角度看,股权出资者在任何情况下都可以行使对企业的控制权;而债权人出资者或给企业提供贷款的银行,只有在企业无力支付本息时才能行使对企业的控制权。企业在选择不同的融资方式时,就决定了其控制权在出资人之间转移的顺序和时间。一般来说,企业控制权只有在破产时才由股东向债权人转移,因此,企业对不同融资方式的选择就决定了其破产的概率。

2. 企业融资方式决定投资者对企业的控制程度和干预方式

从股东的控制和干预方式来说,会因为股权结构的不同而不同,如果股权比较集中,且投资一方是大额股份持有者,则可以通过“用手投票”来进行控制和干预;相反,则通过“用脚投票”来反映对企业经营者行为和重大决策的控制和干预。

3. 融资结构可以在一定程度上抑制经理的过度投资行为

我国的很多股民称上市公司配股或增发新股为“圈钱”,认为公司发行股票而获得的资金是“无成本的”,因而经理可“随心所欲地进行运作”。这种说法从某种意义上讲确实不无道理,因为股权的分红约束是软性的,其支出比之于公司总体现金流量而言也是微不足道的。而债务融资则完全不同,对于所负债务公司要有足够的收入或其他现金,以偿还债务本息,否则面临的将是诉讼与破产。因此,负债较多或债务杠杆比例增大,将在很大程度上减少经理随心所欲支配的现金,进而抑制经理追求扩张公司的过度投资行为。对于那些能产生巨大现金流量的行业与公司,如我国的烟草、电力、电信等行业而言,债务的这种作用更加明显。它可以抑制经理乱投资办实体、乱搞三产等行为,进而一定程度上降低代理成本。

4. 融资结构可影响经营者的工作努力水平和其他行为选择,从而影响公司收入和市场价值

詹森(1986)指出,由于债务要求企业用现金偿付,它将减少经理可用于享受其个人私利的自由资金流量。据此,债务支出削弱了低效投资的选择空间,从而可以抑制经理的过度投资行为。格罗斯曼和哈特(1982)也认为,债务可作为一种担保机制,能够促使工作人员多努力工作,减少个人享受,并作出更好的投资决策,从而降低由于所有权与控



制权分离而产生的代理成本。因为公司的负债经营,实际上界定了管理部门无效益的程度。由于公司不同的融资结构可以对公司经理的股权收益率产生直接的影响。我国学者孙永祥用数学模型的分析方法也对此进行过专门的分析和论证。孙的研究结果也从另一个角度印证了上述命题。他的研究显示,随着债务融资量的增加,经理的股权收益也趋增加。特别地,如果公司能获得足够多的债务融资,以支持公司运作或项目开发经营,进而公司可以直接减少其他股东的股权投资金额,或者可以通过回购股份减少其他股东的股权投资金额,在这种情况下,经理的股权收益可以获得较大地增加^①。

公司的债务数量可以反映公司的经营状况,从而对公司经营者形成现实的直接压力。罗斯(1977年)通过其信息传递模型说明了这一点。由于在经营者与外部投资者之间存在关于公司收益的不对称信息,如果市场对公司的证券估价过高,经营者将受益,但是,如果公司破产,经营者要受到重大损失,在破产概率与公司质量负相关及与负债水平负相关的前提下,外部投资者把较高的负债水平视为高质量的一个信号,而低质量的公司无法通过发行更多的债券来模仿高质量的公司。

5. 融资结构对于公司的清算或产业退出和收缩具有影响

由于存在委托代理关系,经理的利益与股东的利益并不完全一致。当公司进行清算或退出某一行业对股东而言是公司所有选择中的最佳选择时,经理往往会因留恋自己的职位而拒绝做出清算或退出的决策,进而导致社会生产的过剩以及股东权益的损耗。这种现象在公司的资金来源均通过股权融资的情况下,更易发生。张维迎(1996)指出,在极端的情况下,即企业选择100%的股票融资的情况下,公司就没有任何破产清算的可能,即是指能获得纯股权融资的公司在促使公司清算及产业退出方面的无效率。相比之下,有债权融资的公司由于面临着偿债及诉讼的压力,其陷入清算或退出产业的可能性也就较大,因此,从这个意义上而言债务可以减少该种代理成本。

当然,从另外角度看,债务也会增加委托代理成本。这种成本增加效应主要表现为债务会导致经理倾向于投资高风险高收益的项目。这是由债务合同的性质所决定的。债务的另一种代理成本效应表现为:由于从声誉与平稳的角度看,公司或经理倾向于选择相对安全、能保证还清债务的项目,而不是真正价值最大化的项目。对于那些历史悠久,在项目投资方面没有大的失误,因而声誉较好的公司来说,保持自己的这种荣誉,是公司的责任。更为重要的是,声誉还能降低债务融资的成本。从这一意义上讲,债务融资可能是公司缺乏创造性与进取心的罪魁祸首之一。从制度层面分析,我国的很多民营企业的资产负债率极低的原因可能正源于此。

6. 从收购兼并或公司股东控制权争夺角度来看,融资结构在其中也扮演着重要的角色

^① 孙永祥:所有权、融资结构与公司治理机制. 经济研究 2001(1)



债务杠杆之所以会成为一种重要的抵御购并的策略,原因在于债权的所有者并不拥有控制公司的投票权,而股权的所有者则拥有控制公司的投票权。在公司目前的控制者或其支持者拥有一定的股份的情况下,由于该控制者具有对债务融资和股权融资进行安排的权力,因此,他便可以通过增加债务融资的数量,进而扩大自己所占有或能控制的股份比例,以抵御外来收购。

但对公司的当前的控制者而言,债务的数量并不是可以无限扩大的(即抵御外来收购并非一定是最优选择)。对他而言,必须权衡几个因素,以确定最佳债务数量。增加债务虽然减少了目前公司控制者被剥夺控制权的可能性,但同时也失去了因收购兼并使公司资源获得更好的管理,进而使目前的控制者获得更多的资本利得的可能。债务因两方面因素而减少了控制者对公司的控制收益。一方面,公司债务比例的上升增加了公司破产的可能性,而破产意味着控制者将失去所有的控制收益;另一方面,债务合约往往包含很多限制获得控制收益的约束条款。正如 Jensen(1986)所指出的那样,债务迫使控制者承诺在未来支付现金流量,因而对控制者的控制及其利益形成了约束。

对上述因素的权衡影响了公司的融资结构,与此同时,也决定了各种购并方式的可行性。例如,较高的债务水平使得目前的控制者可以获得 50% 以上的股权,进而阻止任何购并的企图,这也就是杠杆收购的例子;相反,很低的债务水平可能导致成功的标价收购;中间的债务水平意味着结果是不明朗的,控制权可能由代理权竞争决定。

就中国而言,对融资结构与公司治理关系分析的政策价值在于这有利于我们正确理解和较好实施“债转股”的政策。因为债转股本质上是一种公司融资结构的人为变化,而融资结构的变化理应导致治理结构的变化。但在目前,这种认识无疑是欠缺的。

(三) 金融性债权对公司经营权关注力的一般制度分析

不论是内部融资体系,还是外部融资体系,任何国家的公司均需要利用银行信贷。即使在公司自有资本比例最高的美国,在 20 世纪 80 年代的公司收购过程中,绝大多数公司收购活动均依靠银行信贷的支持。因此,美国公司自有资本比例不仅是全球最高的,其负债比例也相当高,如其平均负债率在 1985 ~ 1994 年之间,从 50.3% 上升到 54.9%。日本和意大利公司自有资本比例相当低,其负债比例均在 60% 以上。奇怪的是,德国公司自有资本非常低,其借贷比例也最低,大大低于美国、意大利和法国公司借贷水平。那么,德国公司发展资金从哪里来? 内部资金是德国公司最重要来源,主要是内部留利、折旧和分摊逐年也在增长,1992 年与 1960 年相比,公司所提取的折旧和分摊资金增长 15 倍,而发行股份获得的资金仅增长 3.73 倍。银行信贷只是第二大资金来源,在 1960 ~ 1992 年之间,银行信贷从 285.6 亿马克增加到 3 158.1 亿马克,即增长 11.1 倍^①。

^① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效益分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 242





传统公司理论认为,股东是公司的剩余索取者,享有剩余索取权,承担剩余风险,股东享有剩余控制权应该是顺理成章。而信贷人则不承担任何经营风险,即能获得固定收益,因此,理所当然不应该享有剩余索取权,贷款人分享公司控制权似乎于理无据,也大可不必。那么,贷款人究竟应否享有剩余控制权,关键要看信贷契约是否完全、公司经营者是否具有从事契约后机会主义行为的激励、信贷契约能否对贷款人提供周全的保护,如果答案是肯定的,银行作为贷款人何必多此一举,插手公司经营管理活动,不如心安理得地收取信贷契约所规定的固定收益。问题是上述答案均可能是否定的,信贷契约并不足以保护贷款人利益。

1. 信贷契约具有不完全性

信贷契约面向未来,其中有许多不确定性。如果人的理性是无限的,即无所不知、无所不晓,能够对未来不确定性进行完全准确的预见,就可能订立完全的信贷契约。但是,人的理性恰恰是有限,并非无所不知、无所不晓,不能对未来不确定性进行全面的预见。这就决定了契约中必然有许多事先无法加以明确约定的事项和情形。从个体的人来看,每个人的知识、阅历丰富程度、非理性因素等,均可影响其预见能力。这就进一步说明信贷契约不可能完备无遗。即使我们能够全面预见未来的各种可能,也不一定能够订立完全的信贷契约。因为信贷契约是用语言来表达的,语言是无限客观世界的有限符号世界,世界上的事物比用来描述它们的语言丰富得多,多得多,语言在许多只可意会、难以言传的情况下,只能保持沉默。

2. 借贷双方所获信息不对称

就算能够订立完全的信贷契约,也并不能保证其能够得到完全执行,因为借贷双方所获得的信息不对称,公司具有从事契约后机会主义行为的激励。公司在获得银行信贷之后,其经营者既有激励又有机会将所借入的部分或全部资本转移给自己。最直接的方式就是为自己支付过高的工资和报酬,或者通过自我交易将公司本来应该用于还本付息的资本转移给自己。结果是公司濒临倒闭,不能偿还本息,债权人无法收回其本息,而公司经营者或所有者却大发横财。另外一种较为间接的却有异曲同工效果的方式是,经营者利用借入的资本从事高度投机性项目,如果投机成功,公司可能破产倒闭,受损失的主要是贷款人。为了遏制所有者的这些机会主义行为,当然可以采用以下两种方式:第一,要求公司提供贷款担保。如果公司利用借贷资本购置的资产具有高度流通性,这样的安排当然十分可行,因为债权人可以留置这些资产,相当于将其出租给公司使用而已。如果公司利用借贷资本购置专用性的资产,担保也就不可行。当然还可以要求公司所有者或经营者以其个人资产作抵押,对于小公司来讲可行。如果公司规模庞大,股东众多而且分散,这就不可行。因为对这些众多所有者的抵押资产进行评估和监督非常困难,而且在公司违约时,强制执行也十分困难。此外,公司的所有者本身只承担有限责任,即仅



仅以其投资部分承担责任。第二,在借贷合同中限制公司从事高度投机性业务或者限制将公司收益转移给所有者或经营者。如果公司借贷金额很大,这样的限制条件在借贷合同中很常见。但是很难做到两全其美,既不影响公司的自主经营,又能为债权人提供适当的保障,并且可以得到强制执行。如果公司的债务——股本比率本身较高,要作出这样两全其美的安排就更加困难了。

3. 公司存在进行契约后机会主义的激励^①

就算贷款人能够要求公司所有者或经营者提供适当的担保,且担保能够得到强制执行,由于专用性资产的锁定问题,不但不能对贷款人进行有效的保护,也不利于资源的有效利用。因为,公司购置长期性专用资产,贷款人无法随时撤除其出资。如果债权人只提供短期借贷,不仅增加了不断进行补充贷款的交易成本,而且使得公司不能有效地利用其资产。只要部分债权人怀疑公司将缺乏还本付息能力,他们就会要求撤除其贷款,或者要求提高贷款利率。于是,凡是没有及时从公司撤除其贷款的债权人,其贷款安全性就进一步受到损害。这样一来,只要公司有什么风吹草动,所有贷款人都会争先恐后地撤除其投资。

股东和贷款人同为出资者,其间目标是否相同?股东对经营者的控制和监督能否替代贷款人对经营者的监督?答案是否定的,因为股东和贷款人目标并不一致,一方面股东收益可能来源于公司资源的更加有效使用,也可能来自对包括贷款人在内的其他利益相关者的压榨和剥削,股东对经营者的监督当然代表不了贷款人在公司的利益;另一方面贷款人对经营者的监督同样代表不了股东利益。究其原因,如果贷款人势力太大,可能导致公司资源的无效率使用。事实上,股东和贷款人对控制强度的要求完全相反。如果公司主要以股份融资,贷款人对公司进行控制的要求就很低,股东则要求强有力的控制。反之,在公司处于财务困境或者是破产情况下,贷款人对公司控制的要求达到最高峰。

由此看来,由于信贷契约的不完全性,贷款人和公司之间信息不对称,公司具有从事契约后机会主义行为的激励,契约安排难以对此提供有效保护,贷款人具有控制和监督公司经营者的激励,以便保障其信贷安全。贷款人所提供的信贷数额愈大,其控制和监督激励愈大。因此,股东的控制并不能代替贷款人对公司的控制。

二、主银行制融资结构及其对公司治理绩效影响的实证分析

(一)主银行制的特点及其运行机制

1. 主银行制的含义

^① 袁步英. 从日本银企关系的变化看我国的主办银行制度. 南开经济研究, 1998(4)



“主银行”概念最早是学者对日本企业和银行关系特征的一种概括性描述。主银行制度又称主银行关系,它是银行与企业之间关系的总称。在日本,一个企业从许多银行获得贷款,其股份也由许多银行共同持有。但有一个银行承担监督企业的主要责任,即被称之为主银行。因此,主银行一般是指对于某些企业来说在资金筹措和运用等方面容量最大的银行,并拥有与企业持股、人员派遣等综合性、长期性、固定性的交易关系。在企业发生财务危机时,主银行出面组织救援(允许企业延期还本付息或提供紧急融资等措施)。企业重组时,银行拥有主导权。主银行还往往是企业最大的债权人和股东。以上这些行为与机构安排上的总和就构成了人们通常所说的主银行制度。因此,从本质上讲,主银行制是一种公司融资和治理的制度,该制度涉及工商企业、各类银行及其他各类金融机构和管制当局之间非正式的实践、制度安排和行为^①。

2. 主银行制特点

作为日本、德国和韩国等国银企关系的基本模式,主银行制将银企双方紧密结合在一起,在长期的交易过程中,银行和企业关系呈现如下特征:

(1)主银行是企业资金的最大出资方,银企之间存在债权债务关系。在日本,银行贷款一直是企业外部融资的主要方式,借贷联系便成为日本银行和企业间相互连接以保证银行中心地位的关键。对企业而言,重要的不是在稳定的市场环境下得到金融支持的大小,而是在市场形势变化时,取得信贷和其他优惠政策的把握,这就要求与银行保持长期而稳定的资金交易关系。

(2)主银行持有企业股份并参与企业的财务管理。主银行通过信贷关系对企业的控制是表层的,仅仅是一种资金和风险控制的经济关系;其对工商企业更深层次的控制则在于资本结合股权的参与和人事渗透。日本反垄断法允许银行最多持有5%的股份,1987年放宽到10%,这在股权分散的情况下足以控制一家企业。主银行在必要时还可以动员集团的信贷银行、保险公司、贸易公司和其他企业一起投票,有权要求公司在一定期限内公开详细的公司战略、经营情况,它不仅关心企业当前盈利能力,更注重企业长期稳定发展。

(3)主银行有义务为企业提供信息,并派出自己的人事代表参与管理。主银行不仅为客户企业提供有关对资产处理、购买及介绍的商业伙伴服务,而且主银行还向公司派遣内部董事。对银行来说,人事参与的目的主要有:1)分担公司的业务风险,银行向公司派遣的都是与公司业务有关的专业人员,这样有助于加强公司的业务管理尤其是风险管理;2)获得第一手信息。派遣管理人员的另一重要目的在于了解公司决策的过程,并不是要获得公司的各种一般性财务报表,而是要获取“第一手的信息”,即预先信息或比公

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海人民出版社, 2002. 306

众所知更详细的信息。这些信息对于银行来说,在业务上有使用价值,同时为承担企业风险所必需。3)确保派遣者的职位,以加强对公司发展战略制定与实施的控制。

总之,主银行制下的商业银行与企业之间不是简单的信贷关系,它主要由以下三层关系构成:(1)银企关系,即厂商与伙伴银行之间的融资、信息和管理等多样性关系;(2)银银关系,即主银行间的相互关系;(3)政银关系,即管制当局与银行业之间的关系。

3. 主银行制的运行机制

日本、德国和韩国等国的主银行制在长期的实践过程中形成了一套有效发挥作用的内在机制。

(1)在主银行制中形成了通畅、准确的信息传导机制。战后日本经济运行的一个重要特点就是企业的自有资本率低而负债率高。在这种情况下,银行贷款给企业实质上是为企业提供了一部分风险资本,而企业为获得这部分资本,则必须及时、主动地向主银行提供内部经营信息。同时,主银行作为最大的债权人和主要股东,依据银企之间的交易合约,也定期收集企业的经营与财务信息,全面、准确地把握企业的经营状况。这样可以使主银行获得信息优势,先于他人发现其客户企业的经营问题,及时采取有效措施,迅速弥补企业决策失误造成的损失,并帮助企业扭转不利的经营局面。

(2)主银行具有相机治理机制。企业财务状况较好时,主银行只作为企业平静的伙伴而存在,向企业提供日常金融服务,听任经营管理者自主经营,几乎不进行直接干预、控制。当企业出现严重财务危机时,主银行对客户企业业务的参与则表现得最为突出,它拥有决定企业命运的强大的商业和法律地位。主银行对企业经营管理的干预,除了提供紧急贷款等紧急措施外,还可以根据实际需要采取更换经营管理人员、直接派遣干部乃至企业重组等综合性措施,由此形成了对企业经营管理者们的有效约束。

(3)主银行制形成了有效的风险规避机制。主银行作为企业主要股东和最大债权人在帮助企业规避风险方面处于有力的地位。许多单纯依靠自身努力难以为继的企业,在主银行介入经营后之所以能起死回生,是因为主银行除了可以果断压缩不合理的资产外,通过平时对众多借款企业的监督和信息积累,还可以积极推进企业向有发展潜力的领域转移,彻底改造企业的收益风险结构。日本商法规定,即使企业事实上已经处于资不抵债的状况,如果银行提供紧急贷款,使得该企业的商业票据能如期兑付,企业就不算破产,就不可冲销银行对该企业的贷款。因此,银行只要对该企业前景看好,并且采取有效的救助措施,也不会因为银行介入企业的经营而使债权的偿还顺序后移。因此,一般说来,主银行在企业经营发生困难时,采取紧急融资等积极对策,常常是利大于弊。此外,主银行采取救助行动,除了可以取得避免其贷款余额损失的直接效果外,还可以维持和提高银行的声誉,以扩大存贷款余额。

(4)主银行制度形成了银行间、银企间的有效约束、协调机制。银行与企业间形成主



银行关系,是一个双向选择过程。从总体的发展过程来看,银行和企业为追求自身利益所进行的双向选择经历了一个由信贷联系到资本结合的演进过程。在此过程中,信贷联系的加强是双向选择的前提,资本结构则是双向选择进一步深化的结果。从具体的双向选择过程来看,某几家银行与若干家企业结成主银行关系,既是某几次选择的结束,又是另外若干次选择的开始。正是在这种动态变化的选择过程中,形成了银行间、银企间有效的制约、协调机制。这一机制在主银行救助经营困难企业的过程中,表现得十分典型、明显。

(二)主银行对公司治理行为的影响

1. 事前影响

主银行对公司的事前治理影响主要体现在投资者对法人企业提出的投资项目的经济价值进行评价和考查。其作用在于克服投资者和法人企业内部治理在关于拟投资项目的利润和风险潜力及企业的管理和组织水平等重要信息掌握上的不对称和不完全,使交易双方在完全地占有信息的基础上达成契约,从而避免“逆向选择”问题的产生。主银行作为大公司债券和股票的主要持有者,这就决定了它有条件、也有能力对大公司进行事前监督或治理。虽然主银行并不是大公司信贷资本的惟一来源,但这并不妨碍主银行在事前治理中发挥主要作用。

2. 事中影响

主银行对公司治理的事中影响主要体现在资金注入企业后,投资者介入法人企业,直接检查经理人员的经营行为和企业的运营状况以及资金的使用情况。其作用在于克服由于对经理制约和监督不力所可能引起的经理背离投资者利益使用资金的机会主义行为。事中治理实质是监督并控制公司经理阶层的行为和决策活动,使投资者或所有者对经理阶层的治理成为一种现场治理,即主要投资者直接决定公司经理人员任免,贯彻和体现投资者的利益和权力意志。如:日本主银行常常派遣干部进入企业高级管理岗位,常常决定公司总裁、副总裁的人选,还决定负责公司财务和计划事务的执行董事。因此,主银行可以更好地审核公司的财务状况,监督公司重组过程。通过这种方式,主银行积极地参与到重组过程之中并能够自由决定采取各种措施实现自己的意图和要求。

3. 事后影响

主银行对公司治理的事后影响主要体现在投资者检验厂商的经营绩效或财务状况,判断公司在出现财务困难情况下能否继续长期生存下去,并利用这些信息决定是否对经理阶层给予可能的校正或惩罚。

与美英等国不同,对于财务状况不佳、经营状况不良的企业,日本、德国和韩国等国则是通过主银行机制来治理,竞争性的公司控制权市场几乎不存在,因而主银行控制的上市公司不用担心来自该市场的敌意收购的威胁。主银行事后治理的显著特征是治理



过程不依靠法院,也不改变现有公司的法律存在,在这里主银行取代了检察官和法院指定的清算人的位置。在日本,主银行对财务状况不佳的企业的治理是按以下方式进行的。第一,重新协商和安排贷款的偿还。当贷款企业由于出现财务困难而不能履行合同义务时,银行便出面面对企业债务进行重新协商。第二,提供新的资本。除了重新安排债务,主银行还在提供紧急贷款或组织银行团体贷款以向企业补充新的资本方面起主导作用。出于与危机中企业的已有业务联系以及加强与其他企业联系的考虑,主银行往往会对经营危机企业注入新资本,以便使企业重新恢复生机和活力。第三,派遣经理人员。主银行还可通过将自己的人员安排到企业的关键岗位和主要部门,而更好地监督公司的财务状况,直接介入公司的重组过程,自主指定并实施各项旨在挽救企业的政策和措施。由于主银行用自己人控制了企业,主银行就可以在治理过程中发挥主导作用,可以保证公司的调整和安排符合自己的利益和要求。第四,制定恢复计划。在对经营危机的企业进行救助的过程中,通常都要制定一个挽救计划,该计划旨在制定企业打算采取的解决财务问题的各种政策。恢复计划通常是在主银行主持下制定的,这是由主银行的特殊地位决定的。

由此可见,相对于英美模式,日本、德国和韩国等国的主银行制融资结构是一种干预性治理结构安排。

三、“距离”银行制及其对公司治理绩效影响程度的实证分析

(一)“距离”型银行的含义

所谓“距离”银行,是指对公司融资并通过公司控制权市场或破产机制等对公司进行监督的银行,即一种保持“距离”的融资方式。保持距离融资的一个很重要特征就是:如果他们得到了契约中所规定的报酬,投资者就不会直接干预公司的经营战略决策。当然,投资者不直接干预公司的经营决策并不排除投资者对公司的干预,只不过干预的形式有所不同而已。一般而言,当公司财务状况不良、经营不善时,最初投资者可以通过诸如公司控制权市场或法院主导下的破产机制和并购机制来实现其干预。美英等国商业银行(委托其信贷部)作为公司最初的投资者之一,同样只能通过完善的资本市场来加强对公司的监督和控制,而不是对公司的经营决策直接干预。美英等国商业银行对工商企业的融资就是一种保持距离融资而不是一种控制导向型融资。可见,“距离”型银行的最重要的特征,就是通过市场和法律而不是通过人事参与等直接干预来实现银行对公司的控制。这也是美英等国商业银行与日本、德国、韩国等国主银行制区别的所在。

(二)“距离”型银行与工商企业的关系

商业银行与工商企业的关系受到一系列因素的影响,如经济发展水平、市场发育程



度、金融结构、宏观调控能力以及法律和制度安排的约束和规范等。美英等国商业银行与工商企业的关系也不例外。种种制度和非制度的约束造就了现在模式下的银企关系。特别是法律的约束和规范、市场的交易形式以及美英等国的制度安排,对于美英等国商业银行和企业关系的形成具有重要的影响,是促进“距离”型银企关系的形成和巩固的直接因素。

从法律体系上看,西方国家分为两大法律体系,即英美法系和大陆法系。英美法系属于判例法体系,而大陆法系属于成文法体系,两者在法律原则、法律分类及法律解释等方面均存在很多差异。在银行与企业的关系上,由于受法律体系制约的银行法在规定允许或禁止银行同工商企业持股关系和人事渗透关系上具有很大差别,因而形成了不同模式的银企关系。在规定银行与企业关系方面,美国的做法和习惯明显不同于日本。1933年美国在《银行法》和《格拉斯—斯蒂格尔法案》中严格禁止银行持有工商企业的股权,投资银行与商业银行业务分开。另外,在《格拉斯—斯蒂格尔法案》中还规定,美国私人银行的业务选择只能在投资银行和储蓄银行中选择其一。这就是说,私人银行的业务要么选择股票、持有企业股权等投资业务,要么选择储蓄业务只办理银行的一般信贷业务。美国银行法及其一系列相关法规限制了美国银行与企业关系的进一步发展,银行对企业的业务关系和控制关系只能表现在信贷规模和通过银行控股公司间接对企业实行股权控制上。据美国《银行持股公司法》规定,银行控股公司可以持有任何一方企业5%的股权,这样,银行控制公司就可以避开“银行”的定义,持有企业的股份并对企业进行监控。

受英美等国自由市场经济模式的影响,英美等国银行与企业之间的交易关系呈现市场化特征。英美等国的银企关系以自由市场经济为运行基础,银企间产权制约较弱,而主要靠短期的债权联系并靠系统严格的法制来解决争端。根据“啄食顺序理论”^①,企业资金首先来源于自我积累和直接融资,然后再求助于外部融资。在这种银企关系下,银行被严格禁止直接拥有工商企业配股权和对企业开展信用担保业务,以尽可能地排除风险。

由于银行从企业那里得到的信息只是外部的公开的信息,银行就不可能做到对企业的风险控制,因此,在申请贷款时银行会要求企业实行抵押或担保贷款。在这种情况下,对于那些经营绩效好的企业,由于其信用级别高风险小,因而能够争取大量贷款,各银行也乐意贷款。而对于那些经营不善面临危机的企业,则不管其问题性质如何,银行会敬而远之,以前的旧债主也会迫不及待地争相逼债,要求企业破产清算。

^① 所谓啄食顺序(Pecking Order)理论是指,当公司要为自己的新项目进行融资时,将优先考虑使用内部的盈余,其次是债权融资,最后才考虑股权融资。也就是说,内部融资优于外部债权融资,外部债权融资优于外部股权融资。啄食顺序理论认为,存在一个可以使公司价值最大化(公司发行的股票和债券的价值最大化)的最优资本结构,并且可以对不同性质的资本进行排序的方式,给出了决策者应当遵循的行为模式。

除了受法律市场交易行为影响,英美等国商业银行与企业的关系还受其制度安排的影响,如市场经济体制、金融体制等等。在美国,银行与企业及资本市场机构的关系的特征表现为:

1. 银行资产负债比较低

其中缘由大概受美国企业融资的“啄食顺序理论”理念的影响。根据(Stenherr, 1991)的数据,美国非金融企业债务对总资产比率为44.96%,银行贷款占此债务的份额为19.91%^①,如此低的银企负债比率说明美国企业受银行的约束比较小,同时由于大部分企业债券都是以公司债的形式存在,而公司对决策的约束力又比较小,因此推断企业债务资金来源无论是在总量上还是在结构上都不构成对企业决策的有力影响。

2. 企业筹资渠道多元化

在市场主导型的金融体制中,商业银行与投资银行是分业经营的,双方在与客户的关系中利益冲突小,企业在筹资时自主权较大。

3. 股票市场发达

上市公司数量多,机构投资者成熟,因此在利用股票市场实现对企业控制方面形式多样。

(三) “距离”型银行对公司治理行为的影响

美国经济学家凯斯特认为,世界不同地区公司治理结构制度的主要差别之一在于金融机构特别是商业银行与工业公司之间的关系。不同的持股主体导致监督的主体也有所不同,由此产生了不同公司治理结构与市场约束,并影响着公司的行为。在英美公司的所有权结构中,养老基金是金融机构中最大的持股者,而在日本和德国的金融机构中,银行和保险公司在所有权中占优势。与这些所有权的差别相联系,金融机构在公司治理结构中的影响力也具有很大差别。

美英等国实行以资本市场为基础的体制,公司对证券市场的依赖较深。美国公司主要股东是个人股东,个人股占股票总市值的55%以上。而对于金融机构,尤其是银行,美国法律严格禁止其成为工业公司的股东,限制银行对公司的治理结构实施影响。而其他金融机构,如养老基金、保险公司、互助基金等虽然是美国最重要的股东(机构投资者),但由于它们只是股权的代理人,而非正式的所有者,再加上对其持股数量的限制,使它们在董事会中实际上没有任何代表。美国1933年通过的证券交易法规定,任何基金股东不能进入公司董事会或控制、影响公司的经营管理,以防止各基金操纵董事会,损害个人股东。持股的目的更倾向于股息和红利,而对股票持有时间的长短,也仅取决于该种股票价格的高低及股金分红率的大小。此外,美国公司之间很少相互持股,因为金融机构一般不鼓励公司拥有其他企业的股份。

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 315



在美国很多公司里,董事长一般兼总经理,权力高度集中。股东对公司经营者(董事长、总裁)的监督主要通过董事会里的外部董事来进行。美国公司一般不设监事会,但董事会由两种人构成:一种是兼任公司高级管理职务的执行董事;一种是从外界聘来的外部董事。执行董事为公司的专职人员,并在公司领取薪金;外部董事则通常是其他公司的执行董事和有一定声望的教授、专家、律师、退休政治家等。外部董事都属兼职性质,没有报酬。外部董事的主要职责包括:监督公司的经营活动,维护股东利益,参与董事会的重大决策,为公司提供咨询意见,考评执行董事的工作绩效,并决定其报酬。但是,由于董事会并不经营公司,外部董事又不过问公司具体运作,加之外部董事中大部分本身就是其他公司的经营者,故较倾向于同情和支持执行董事和总经理,因此,外部董事的监督是有限的。

尽管美英等国企业内部监督作用有明显不足,但企业外部存在着一种有效的监督机制,即资本市场上的并购机制,因此对公司治理结构施加真正的影响和监督。当一个企业经营不善或表现欠佳时,公司的投资者,特别是股权持有者意识到其所持股票的收益会下降,于是就会出售其所持股份以逃避风险。股票持有者抛售股票必然导致股票价格下跌,而股价下跌则给其他投资者以较低价格收购企业股份以良机。只要企业股份被其他投资者收购到一定数额,企业控制权就相应转移,企业面临改组、重新设置管理队伍的危机。通过股价下跌而实现对企业的兼并,由此实现所有权的转移,这可谓股权市场对企业外部监督的“善意”并购机制。近年来,在美国股权市场流行一种所谓“敌意收购”行为。尽管企业面临困难,企业经营者或董事会会抵挡来自股权市场企业兼并者收购公司股份的意图。在这种情况下,敌意并购者会提出高于该企业股票市场价值的价格来实现对该企业的并购或接管。当收购到足够成为最大股东的股份时,公司控制就会发生转移,收购者就有权召开临时股东会并通过投票来改组董事会、撤换董事长和高层管理人员,在这种收购中,股东实际上是最大的受益者。据哈佛大学估计,从1977年至1980年的10年间,兼并与收购活动就给被收购企业的股东带来了3460亿美元的增值。美国企业的兼并与收购活动在20世纪80年代后期达到高潮,每年都有数千家企业被兼并或被收购,1989年的兼并收购总值就高达2450亿美元^①。这种外部监督机制使企业的经营效率大大提高,生产资源因得到重新配置而提高效率;反之,如果企业经营者要让本企业的股东不出售自己的股权,就必须不断提高企业的经济效益,为股东提供满意的回报。

由此看出,美英等国“距离”型银行通过股权市场对公司的监督是一种外部监督机制,通过对外部股权市场中公司控制权市场的争夺达到对公司的控制,提高公司的效率,并由此实现外部投资者对企业的监控。

^① 李维安,武立东. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002.317



综上所述,由美英等国商业银行对工商企业提供的直接融资所形成的治理应是一种监督导向型治理。这在各自市场经济运行中形成一种强烈的对比,两者都堪称世界公司融资和治理中的典范。

通过上面对债权人或融资结构与公司治理关系的分析我们可以看到,在市场经济条件下如果债务是硬性约束的债务,则融资结构应当被看作为治理结构。这一分析结论对债转股的政策含义在于,债权转变为股权这种融资结构的变化,理应导致公司治理的变化。而这种认识目前无疑是欠缺或必须强化的。但是,在我国的国有企业中,由于债务软性约束的特征以及破产程序的不合理性,使得融资结构在调节股权激励以及影响控制权转移等方面难以起到较强的作用,因而弱化了融资结构与公司治理间的关系。

与此同时,关于不同的融资体制和公司治理之间的关系问题,存在着许多争论。一是关于不同治理模式下的代理成本问题,许多经济学家认为银行主导型公司治理模式能通过主银行(或德国的全能银行)与企业之间密切的资金关系而有效地降低代理成本(Michael Porter, 1992)。二是德日模式由于银行和其他企业股东的介入目的是控制权,公司的经营战略不会受到股票市场价格波动的影响。三是德日模式可能会造成银行和经理人员的合谋,如主银行从企业获得了超出常规许多的高利率和其他名目的费用,并以纵容经营业绩不佳的公司经理层作为代价。四是美国模式下公司经理持有股份的数量多于日本,这一点从制度上刺激了美国的经理阶层努力工作并减少无效投资。当然,争论还在继续。事实上,这两种模式本身也是在变化的。如前所述,20世纪80年代以来,英美模式和德日模式的公司治理机制出现了趋同的态势。表现在,一方面,英美模式开始重视银行在公司治理结构中的作用,如放松对于银行持有公司股权的限制;另一方面,德日模式原有的企业与银行的关系也走到了极端,带来了一系列银行与企业间的连锁性倒闭,日本开始弱化银行对企业的控制,强调个人股东的利益,改变以前的公司治理模式。

第三节 我国公司资本结构及其进一步优化的基本构想

一、我国公司资本结构现状分析

(一)国家股所占比重过大

仅从我国上市公司来看,据统计,在我国1000多家上市公司中,国有股最高持股比例分别高达84.98%(沪)和88.58%(深),在40%左右的上市公司中,国有股东持股超过50%,大股东中国家股和法人股占压倒多数,相当一部分法人股东也是国有控股的。



国有企业的资本金结构也不合理。在国有企业的出资人中,往往仅有国家一人。即使是改制后的国有企业,国家股所占比例也都在50%以上,截至2001年4月底,我国沪深两市共有上市公司1124家,其中A股上市1102家,公司第一大股东持股比例超过50%的有890家,约占79%。第一大股东中国家股和法人股占压倒多数,相当部分法人股也是国有控股的。第一大股东是由国家控股的占公司总数的65%,由法人控股的占公司总数的31%,两者合计比例高达96%。上市公司第一大股东是由国家持股的公司占全部公司总数的65%,第一大股东为法人股的占公司总数的31%,两者合计占96%。同时,机构投资者比重很小,流通股十分分散。1999年末机构投资者开户数的比重仅为0.36%,机构投资者所持股票市值仅占约10%^①。

(二) 股权过度集中,上市公司处于第一大股东的超强控制状态

我国上市公司的股权集中度极高,但大股东之间持股比例相差悬殊,在一股一票和简单多数通过的原则下,由于第一大股东平均持股达到50.81%,从而决定了第一大股东在公司的股东大会上对公司的重大决策及在选举董事上拥有绝对的控制权,相应地也就控制了公司的经营方向和公司的实际运营。根据不久前一份中国上市公司治理的问卷调查显示,来自第一大股东的董事人员已达到董事会的50%。由此可见,我国上市公司实际上处于第一大股东的超强控制状态。这种情况显然不能适应我国国企改革和证券市场发展的需要,也很难实现社会资源的合理有效配置和国有资产的有效增值。如此多的股份被集中控制,其负面效应显而易见。一方面,从上市公司来看,大股东可以利用自己的地位把整个公司与自己的腰包连在一起,从而形成关联方交易;另一方面,从市场来看,由于国有股无法上市流通,因此,在二级市场上可流通的股票太少,这样可以被主力控制,操纵股价的升降,使公司的财务指标失去意义,市盈率变化太快,难以真正反映企业的经营情况。这种一股独大的股权结构,不仅与现代股份公司产权主体多元化相背离,而且使产权多元化的股东制衡机制被极大削弱^②。

(三) 融资结构不合理,债权资本过高,但金融债权人又无法对公司治理进行有效制约

有关资料显示中国国有企业大约有70%的资金来源于银行贷款,29%是内部融资,只有1%是资本市场融资。相比其他市场经济国家,美国内部融资比例为65.1%,银行融资为14.9%,证券融资为20%^②。然而,由于受到《商业银行法》的限制,商业银行不能持有公司的股权,导致银行不能以股东身份参与公司治理;而《公司法》也规定,董事、监事代表的是股东的利益,排除了债权人在公司正常经营条件下参加公司治理的法律途径。

① ② 黄震. 试论我国上市公司的股权结构问题. 人大复印资料. 金融与保险. 2002(7)

② 瞭望新闻周刊. 2002-07-12. <http://business.sohu.com>

此外,我国商业银行自身产权结构的特点^①也决定了银行的经理人员缺乏足够的动机去争取参加公司治理的权利。我国经济体制改革的中心环节是国有企业改革,国企改革的首要难题是产权问题,但解决了产权问题还远远不够,还必须具备足够的资本实力,以应对全面开放市场条件下的国际化竞争。

(四)资产负债率偏高^②

根据国家体改委、经贸委以及《中国统计年鉴》的资料,1993~1998年我国国有企业资产负债率分别为:71.79%、75.1%、71%、68.5%、67.3%、65.5%。即使是债转股后,1999年、2000年国有及国有控股企业资产负债率平均仍分别达到61.51%和60.81%,更有1/3以上的国有中小企业资产负债率超过90%,个别企业甚至100%地依靠负债经营。另外,国有企业还有一定数量,甚至大额的账外隐形负债,如对职工的养老金负债、医疗保险、对外担保等,国有企业的实际负债率高于其账面负债率。世界公认的资产负债率一般不高于50%,警戒线为60%。

资产负债率高对经营效益好的企业来说,可以产生较高的节税效应,带来较多的财务杠杆利益。但由于目前我国国有企业普遍经营效益较差,如2000年全国国有及国有控股企业实现利润总额为2408.33亿元,资产总额为84014.94亿元,资产报酬率仅为2.86%,约2/3中小型国有企业处于亏损状态。而同期银行贷款利率为5.58%,1998年以前国有企业效益更差,银行贷款利率更高。较高的资产负债率,沉重的还本付息压力,实际上使本已处于困境中的国有企业更加艰难。

(五)自有资本严重不足,资本金结构单一

2000年国有企业资产总额为126211.24亿元,而资本金(即实收资本)只有20156.14亿元,仅占15.97%。资本金不足使企业缺乏发展后劲,企业承担偿债风险的能力下降。

国家一方出资保证了国有企业的绝对国有地位,但却容易形成政企不分、职能错位、所有权与经营权混淆、公司治理结构不健全等弊端,企业难以真正成为独立的法人实体。国有企业效率低下,国有资产流失严重。

对于上市国有控股公司而言,由于国家股所占比例较大,企业也很难摆脱国家的控制和行政干预。另外,国有股一般由国资部门授予股东权,其对公司享有的权利并非个人出资所形成的经济授权,而是一种行政授权,公司经营业绩与其个人经济利益没有直接的联系,他们只行使“廉价投票权”,却对公司经营不承担任何责任,企业决策失误严

^① “上证联合研究计划”的研究报告显示,中国上市公司的资本结构也有着不同于其他国家的特征。与发达国家(美国、日本、德国、法国、意大利、英国和加拿大)和一些发展中国家(印度、巴基斯坦、土耳其)相比,中国公司长期负债和总负债水平较低,所有者权益占总资产的比例较高。可见中国上市公司与发达国家的上市公司相比往往更依赖对外融资,特别是较高水平的股权融资。

^② 刘银国,席玉玲. 国有企业资本结构的现状、成因及对策. 经济问题探索. 2002(9)



重。一些公司股票上市后“一年绩优、二年绩差、三年亏损、四年 ST”。

(六) 负债结构不合理

国有企业负债结构不合理,一是短期负债过度,二是负债多为银行借款和应付账款。统计资料显示,2000年末全国国有企业负债总额为50 693.84亿元,其中,短期负债32 237.41亿元,约占负债总额的63.59%。而同期流动资产总额为32 628.81亿元,流动比率仅为1.01,与一般所公认的流动比率为2的标准差距甚远^①。

短期负债属企业风险最大的融资方式。短期负债到期日近,容易出现不能按时偿还本金的风险,短期负债的利率不稳定,导致其在利息成本方面也有较大的不确定性。从而产生较大的财务风险。

另外,国有企业在利用负债方式融资中,往往采用银行贷款和商业信用,银行贷款过多使企业对银行的依赖性较大,导致企业受制于银行,资产流动性降低。应付账款占用过多,说明企业现金流入不足,支付能力下降,应付账款拖欠时间较长,会使企业信用降低,信誉恶化,进而影响企业的正常生产经营。

(七) 长、短期资本结构不合理

短期资本往往形成企业的流动性资产。但流动资产由于一部分要永久占有,需要长期资本来提供。同时,短期资本往往需要在一年之内用流动资产偿还,流动资产中的存货(占流动资产的一半左右)流动性又较差,因此,短期资本不能高于流动资产的1/2或长期资本不能低于长期资产与流动资产的1/2之和。

2000年末我国国有及国有控股企业长期资本为55 540.53亿元,短期资本为32 237.41亿元。而同期国有及国有控股企业长期资产为51 386.13亿元,流动资产为32 628.81亿元,企业的长期资本仅够长期资产使用,企业的资产流动性较差,偿还到期债务的能力较低,财务风险较大。

二、资本结构不合理所带来的弊端^②

(一) 影响了资源的有效配置

国有股(包括国家股和国有法人股)比例过大且不能流通,限制了政府调动社会资本的能力,阻滞了资源配置的渠道。

(二) 市场操纵风险增大

国家股、法人股比例过大,使得上市公司股票价格易于被庄家机构操纵,造成市场机制扭曲,甚至出现上市公司与机构联手违规操作、非法谋取暴利等情况,不利于股市的健康

^① 刘银国,席玉玲. 国有企业资本结构的现状、成因及对策. 经济问题探索. 2002(9)

^② 刘永祥,刘晓春. 我国上市公司股权结构的优化途径. 经济研究资料. 2001(2)



康、稳定发展。

(三)破坏了股票市场的基本运行规则和程序

上市公司股权结构的市场人为分割,造成了“同股不同价”和“同股不同权”,破坏了股票市场的基本运行规则和程序,而市场的人为分割使得市场价格失去了共同的基础,容易使股票市场蜕变为政策市、投机市,从而失去对资源配置的引导功能。

(四)影响上市公司各投资方权益的顺利实现

国家股投资主体缺位,谁代表国家行使股东权利和承担股东义务不得而知;国有法人股目前主要是由集团公司或国有控股公司持有。但这些国家委托的代理机构,或由于自身发展目标与上市公司不相一致,或信息不对称,极易造成事实上的“内部人控制”,并存在国有资产流失的可能性。社会法人股目前主要由集体(或乡镇)企业、合资公司、社团法人等持有。相对于国家股和国有法人股,社会法人股股东较为分散,社会法人股转让的比例也明显低于国有股的转让比例,这就使我国利用股票市场进行资产重组较为困难,不利于盘活资产。

(五)容易导致严重的“内部人控制”现象

目前我国许多上市公司召开股东大会时,对参会股东有最少持股数量的限制,而绝大多数流通股的持股主体都是小股东,这样大多数持流通股的股东无权参与股东大会。从理论上讲,国家股作为大股东,应在股东大会上为维护自身权益发挥重要作用。而由于国家产权主体缺位,事实上则变成了股东大会控制在“内部人”手中,使上市公司作为较规范的现代公司制企业所应当建立起来的股东会、董事会、监事会三会相互制衡的机制遭受破坏。

三、优化我国公司资本结构的基本构想

(一)完善公司资本结构的环境

1. 完善法律环境

企业资本结构的完善和优化必须遵守相关的法规制度,如《公司法》、《证券法》、《企业财务制度》等。但现行的一些法规制度有的还存在一些缺陷或不足,如《公司法》中对企业发行股票、债券的条件限制过多、过死,不利于规模较小但又有相当发展前景的企业直接融资;《企业财务制度》对固定资产计提折旧范围限制过窄、无形资产摊销年限限制过长等,不利于企业资产及时足额地补偿,限制了企业自我积累能力;《破产法》执行不力,债务软约束,使企业不怕借债,不怕赖账。法规制度不配套,也制约着企业的资本结构,如国有资本的流通、转让及减持,至今尚无配套的法规。

修改《公司法》使其不仅适用于上市的股份有限公司,还应适用于一般的股份有限公司、国有独资公司。放宽企业发行股票、债券的条件,使中小型国有企业可以对外直接融



资,扩大其资金来源渠道。修改《企业财务制度》,允许企业可以根据自身情况自主确定固定资产折旧年限、折旧方法值,未使用、不需用的固定资产也应计提折旧或计提减值准备金,以补偿其损耗价值。允许企业自主确定坏账准备计提率以及无形资产、长期待摊费用摊销期限,以使企业资产及时足额地得以补偿。严格执行《破产法》,使不能还债的企业破产倒闭,使企业、企业经营者、职工都有风险意识,自觉履行债务,建立偿债机制。尽快制定《国有股流通与转让暂行办法》,允许国有股、法人股上市流通转让,实现国有资本结构调整和存量资产优化配置。

2. 完善金融环境

金融环境包括直接融资环境和间接融资环境两方面。(1)完善间接融资环境。间接融资环境是指银行融资环境。按现代企业制度的要求,对国有商业银行体制进行改革,完善银行内部的经营机制和约束、激励机制。要逐步建立一个可以灵活调节的利率体系,根据贷款企业的信用标准,确定贷款利率,使贷款风险与收益相匹配。要强化信贷约束机制,提高信贷质量,降低不良资产,使商业银行能够良性循环发展。(2)完善直接融资环境。要完善资本市场结构。我国的资本市场结构严重畸形,表现在资本市场股市化,重视证券市场发展,轻视非证券市场发展,重视股票市场发展,轻视和限制债券市场(尤其是企业债券市场)发展(2000年企业债券发行额为73亿元,而股票发行筹资则高达1417亿元,债券筹资额仅相当股票筹资额的5%)。重视交易所场内交易发展,禁止场外交易市场发展。这种畸形结构,一是使资本市场难以扩大;二是扭曲市场运行机制。完善资本市场结构,一是要大力发展债券市场,扩大企业筹资的渠道和方式;二是允许场外交易,解决目前股票交易市场容量不足问题;三是积极发展长期票据市场、长期信贷市场规模。目前中国内地股市的市价总值占GDP的比率仅为30%左右,与日本(172.7%)、英国(125.3%)和我国香港(198.2)台湾(70.9%)等地相比,相距甚远。扩大资本市场规模具有较大的潜力。要完善政府行为,强化有效监管。一方面要减少政府对市场的干预,避免“政策市”;另一方面要强化市场秩序的监管,杜绝市场违规行为。要放宽股票上市的条件和数额限制以及简化审批手续,建立退市,使股票、债券成为企业经常性筹资的手段^①。

3. 完善企业环境

完善企业环境包括(1)企业治理环境。要建立规范的法人治理结构,明确划分股东会、董事会、监事会和经理层的职责,使它们各负其责、协调运转、有效制衡。要把董事长和总经理分开,解决“内部人控制”问题。董事会要有一定比例的独立董事,确保产权主体能以平等机会参与公司重大决策。监事会应以外部监事为主,确保每个利益相关者通过相应的信号显示机制以及投票机制,约束和监督决策者和经营者的行为。(2)企业内部

^① 刘银国,席玉玲. 国有企业资本结构的现状、成因及对策. 经济问题探索. 2002(9)



制度环境。要建立、健全各项人事制度、分配制度以及各种管理制度 (3) 经营决策环境。要建立高效、有序、完善的经营决策机制,使企业能正确把握经营方向,使企业产品更能适应市场竞争的需要,以便提高企业的营利能力 (4) 财务决策环境。国有企业应单设财务机构和人员,健全各项财务制度,强化财务管理,合理筹措、使用和分配资金,提高资金的使用效率。

4. 完善市场环境

完善市场环境,首先要完善市场体系,使企业的一切交易行为都要按市场规律办事,强化市场的资源配置,以提高资源的使用效率。其次要完善市场法规,使市场主体的正当权利受到法律的保护,同时又要使市场的一切经济行为受到法律的约束。最后还要完善市场规则,公平竞争,公平交易,优胜劣汰。实现资源合理配置。

(二) 优化股权结构

1. 发展企业法人相互持股,重构公司股权结构

在赋予企业法人代表以直接对外投资的股东代表权前提下,鼓励企业之间按照经济上的内在联系相互参股。这在目前企业自有资本比率偏低,资产负债率达 70% 以上的情况下,作为一种注资方式对企业只会有利而无害,而且易于推行。同时,对一家公司在另一家公司持有股份的比例加以限制,以避免单个股权偏重的弊端。这样运作的结果,一方面可以使企业之间形成稳定的交易关系;另一方面,这些企业的经营者在被持股公司以大股东或董事会成员的身份出现,即在公司内部形成一个经营者集团,再由这一集团按特定的经营能力标准经过民主程序推选出经营者。这样使原有政府部门直接干预的渠道被堵塞,政企分开有了现实的较为宽松的环境。这种经营专家集团选出的经营者是确有能力的,经营者集团本身也为实现决策的科学化、民主化和保证决策的质量方面准备了素质基础,万一企业经营过程出现暂时的困难也容易找到可行的对策,从而只要对经营者进行有效监控的制度具备,其经营决策就能得到较好的实施。

2. 减少国有股比例

(1) 允许外资受让国有股和法人股。中国 1995 年曾因法规不健全而暂停了将上市公司国有股和法人股向外商的转让。随着中国加入世界贸易组织和对外开放步伐加快,证券市场规范发展以及监管手段的进一步加强,2002 年 11 月 3 日经国务院批准,证监会、财政部和国家经贸委联合发布《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》(简称《通知》),再次允许向外商转让上市公司的国有股和法人股,并加以规范管理。《通知》对国有股和法人股转让的原则、领域、审批权限、方式作了明确的规定。《通知》规定,向外商转让上市公司国有股和法人股,必须符合《外商投资产业指导目录》的要求。凡禁止外商投资的,其国有股和法人股不得向外商转让,必须由中方控股或相对控股的,转让后应保持中方控股或相对控股地位。《通知》要求,向外商转让上市公司



国有股和法人股,涉及产业政策和企业改组的,由国家经贸委负责审核;涉及国有股权管理的,由财政部负责审核;重大事项报国务院批准。向外商转让国有股和法人股必须符合中国证监会关于上市公司收购、信息披露等规定。《通知》还要求,向外商转让上市公司国有股和法人股原则上采取公开竞价方式。

经过半年多的酝酿,深圳市于2002年8月底正式将能源集团、水务集团、燃气集团、公交集团、食品总公司等5家市属国企推向国际招标;“联姻”对象首选跨国公司。其中,能源集团拟转让给外资持股25%,市属国有持股75%;水务集团拟转让给外资持股45%,市属国有持股55%;燃气集团拟转让给外资持股24%,内资持股16%,市属国有持股60%;公交集团拟转让给外资持股45%,市属国有持股55%;食品总公司拟转让给外资方两家,各持股40%和30%,市属国有持股30%^①。

外资并购国有股和法人股可以采取以下几种模式。

第一,协议收购。1995年7月5日北旅股份与日本五十铃自动车株式会社、日本伊藤忠商事株式会社签订合作经营协议,五十铃和伊藤忠联合以协议方式,一次性购买北旅股份不上市流通的非国有法人股4002万股,占公司总股本的25%。《通知》出台后,这种方式可能适用范围最广泛。

第二,外资定向增发B股。1998年,华新水泥以每股2.16元的价格向Holderbank集团的全资子公司“Holchin”B.V.定向增发B股7700万股,使后者持股比例超过20%,成

^① 21世纪人才报,2002-09-13 深圳市政府通过国际招标,转让深圳能源集团等5家市属国有企业部分股权的消息,在社会上引起强烈反响,国务院体改办、国家经贸委、财政部、中国证监会的领导对此给予充分肯定,此举也得到有关经济学家首肯。经济学家认为,此举在多个方面取得了重大突破。首先在优质公用事业领域进行国际招标是一个大胆的突破。在目标战略投资者选择上,勇于在国内外选择优秀对象,是一大突破。在这次招标中,为企业选择战略合作对象时,深圳强调了两个条件:一是战略投资者;二是国际知名企业或世界500强企业等国际同行业的佼佼者。两道“门槛”一卡,法国电力公司、加拿大枫叶集团等外国同行的佼佼者纷纷前来报名,达到了预期目的。在对外引资方式上,采取国际招标与策略私募的有机结合是一大突破。实行国际招标,既在世界范围内公布国企股权出让的信息,又避免了暗箱操作,防止腐败行为发生。之后,进行策略私募。在政府的指导下,企业对符合条件、前来报名的投资者进行一对一的谈判。将这种国际通行的做法运用于国企改革,是大胆的实践和创造。在运作模式上,聘请具有国际资质的财务顾问机构作为政府、企业顾问,是一个重大的创新与突破。这些被聘请的、具有国际资质的财务顾问公司,有着丰富的国际市场运作经验。他们在政府的领导下,按照国际惯例,制定出科学、公正的招标程序,使招标全过程按市场规律和既定程序顺利进行。在国际招标工作程序上,设计总结出“520”程序,是一大突破。在这次国际招标中,根据国际惯例,结合深圳实际,深圳逐步摸索出一套符合实际的工作程序,分为5个阶段、20个步骤。这种程序的创立,大大开阔了国有企业改革的工作思路,为今后开展国际间的购并提供了很多有益的探索和成功的借鉴。在公用事业监管体制上取得突破。在市场化运行方式上,走出了一条政府决策、中介组织参与、企业为主运作的新路子,是一大突破。在这次招标中,政府是决策者,制定游戏规则,之后,中介组织进场工作。企业在政府的领导下,在财务顾问的技术指导下,做好一线谈判工作。工作原则上的创新是一大突破。深圳在此次改革过程中坚持6个原则:国有资产的保值增值原则;公开、公平、公正原则;廉洁原则;符合WTO规则和国际惯例原则;依法办事原则;企业内部民主监督原则。



为其第二大股东,从而实现了外资的并购。但是,由于我国目前发行B股的公司不多,因此,这种模式的适用范围将很有限。

第三,由合资公司控股上市公司。即由外资与上市公司组建由外方控股的合资公司,然后由合资公司反向收购上市公司的核心业务,从而间接控制上市公司。2001年3月,轮胎橡胶与米其林组建合资公司,合资公司斥资3.2亿美元收购轮胎橡胶核心业务和资产,且由米其林控股。这样,米其林公司就通过这种间接方式进入到了我国证券市场。这种模式的好处在于外资通过直接投资的方式绕过了收购上市公司股权所要面临的审批程序。

第四,收购上市公司母公司。即外资通过取得(购买或增资)上市公司的大股东的控股权来间接控股上市公司。如:香港德富集团有限公司2002年3月通过全资收购香港运盛的母公司,从而成为运盛实业的间接控股股东。但这种方式要求上市公司的大股东资产简单,尤其对原股东即为境外公司的情形最为有效。

(2)通过再融资的方式,减持国有股,优化股权结构。1)上市公司通过再融资优化资本结构来实现国有资本的退出。目前上市公司国有股主动放弃配股或将配股权转让,以及上市公司增发新股,既是相对降低国有股比例的有效途径,也为上市公司进行国有股回购创造了良好的条件,还能够引进新的战略投资者。实证分析表明,放弃配股、转配、增发新股,公司的股权结构都会发生变化,变化的幅度为5%~10%不等。按照我国公司现有的股权结构,国有股占较大比例的公司应能经得起两次以上这样的冲击。另外,对于国有资本拟进行战略性退出的上市公司来讲,上市公司利用配股和增发的资金进行国有股的回购或配合增发新股直接出售部分国有股,将国有股的比例降至30%甚至以下,保持相对控股地位,应该是一种较为理想的退出方式。2)上市公司通过再融资优化资本结构能够使公司治理机制更加有效。不同的股权结构对公司治理机制作用的影响是不同的。首先,就代理权的竞争而言,股权集中程度有限或大股东仅处于相对控股地位,其他股东就有能力影响公司的重大决策,致使经营能力低下、经营业绩不佳的经理得以更换。其次,就监督机制而言,对于有相对控股股东的公司来说,股东具有对经理进行有效监督的优势,在经理是相对控股股东的代理人的情况下,其他大股东也会因其具有一定的股权数量而具有监督的权力。从当前的情况来看,部分上市公司通过再融资来引入其他战略投资者,或利用募集到的资金进行股权结构的进一步调整,实现国有股持股比例相对降低,由绝对控股股东变为相对控股股东,对于我国上市公司治理结构的完善和治理效率的提高是有利的。3)上市公司通过再融资优化资本结构能够实现股权激励。上市公司公布的年报资料显示,上市公司董事中有近40%零持股,总经理中有20%左右零持股,即使有的董事、经理持股,平均持股量也很低。不可否认,我国上市公司的经营者(为数不少是董事长兼总经理)对公司负有重大的责任,这样,如何克服经营者与众多股



东利益不一致的现象,如何避免决策行为的短期化,就是需要我们认真研究的重大问题。学术界普遍认为,股权激励的办法能使经营者处于类似股东的地位,可以促使他们着眼于股东利益最大化。但是由于一些基本的制度问题还没有解决好,使得对管理层的股权激励制度在推行中遇到一些障碍,而其中最难解决的问题之一就是没有符合法规规定的股票来源。如果上市公司利用企业资金从二级市场购买本公司股票,会与《公司法》中“公司不得收购本公司股票”的规定相抵触;如果不能从二级市场购入实施经营者持股所需要的股票,公司只能将发起人持有的股权转让给经营者,这又会与《公司法》中“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起3年内不得转让”的规定相矛盾;如果在激励制度中使用非流通股份,则又会由于股票不能在市场上变现、经营者不能得到实际利益而大大降低激励效果。但是,上市公司若在再融资过程中定向将部分股票配售给管理层成员,管理层持股问题便可以较好地得到解决。

(3) 国有股和法人股应向民营资本公平开放。更多民营企业入主上市公司,将为国内证券市场注入新的活力。一方面,采取协议转让的方式把国有股权转让给民营企业,既可以使原来过分集中的持股结构得以分散化,又将促进上市公司治理结构的完善,从而提升上市公司业绩;另一方面,在当前产业结构大调整的背景下,民营企业入主上市公司可以给许多失去成长性的传统企业带来新的活力,使公司在转型后业绩出现大幅增长。而市场主力借题发挥的炒作更使得民营资本暗流涌动,欲借其雄厚实力加紧入主上市公司。从内江峨柴变为方向光电、青岛国货变为健特生物,由于民营企业的成功入主和运作,上市公司主营业务得以成功转型,未来的业绩收益和利润率等方面也有望进一步提升。另外,民营企业的新生代,如新希望在进行资本扩张的同时在市场扩张方面更是长袖善舞。自2002年8月份以来,先后出资近2亿元收购多家乳业公司股权,一举成为与光明、三元、伊利齐名的乳业巨头,从而使公司继成为饲料业老大之后又成功进军乳业,由此也显现出民营企业的勃勃生机。

在外资对国内银行垂涎三尺的同时,民企接盘国有股权身影频现。2002年8月15日,沈阳国泰受让方向光电国有股获批。随后的1个多月内,财政部又陆续批复健特生物、ST鑫光等6家上市公司国有股转让给非国有企业。据了解,从2000年8月至今,有70多家上市公司签订了100多份股权转让协议,公开披露受让方为非国有单位的有40余家。除已获批的几家外,其余都在等待财政部的审批^①。

在国有股出让上,内外资应获得公平待遇。深圳市政府2002年8月28日宣布将深圳市涉及能源、水务、公交、燃气、食品的5家大型国有企业的部分国有股权进行国际招标,拟转让给外资持股。按照目前的方案,深圳市政府在进行国际招标时只将燃气公司的

^① 邹光祥:定价、流通和治理——国有股协议转让三大难题,21世纪经济报道,2002-10-05



16% 股权预留国内企业,其他股权只对外资开放。由于此次股权转让的这 5 家企业是关系到国计民生的企业,资质比较优良,在进行国际招标时不应将国内企业排除在外。股权招标应保持对内对外的公平性^①。

如何解决定价、流通和治理是国有股转让中的难题。在国有股向社会法人的转让中,证监会的主要职责是关注转让对上市公司以及证券市场的影响,譬如要约收购等问题。而转让带来的所谓“国有资产流失”的问题,到目前为止交由财政部把关。目前“国转非”的定价问题并没有详细的政策规定。根据现行有关规定,国有股转让的定价方式已基本明确,即以公司净资产值为依据。但是转让规则方面还没有一个明确的规定出来。

事实上,目前的转让价格通常都是双方在一起谈出来的。有时,他们也许会找一家中介机构来评估,但更重要的是双方的协商。即使是有多家受让方,也不是谁给的价钱最高就转让给谁。诸多的因素都在考虑之中,譬如重组后的职工安置、税收等一系列问题。目前市场上普遍认可的转让价格,一般介于超出净资产的 30% ~ 40% 之间。

“国转非”并不能解决国有股流通的难题,这只不过是一种简单的所有权的转移。转让很可能使受让者以极低成本取得将来能够在二级市场高价套现的权利,也使受让者更多怀有二级市场的投机动机。

(4) 国有股转让应注意的问题。1) 行政管理制度应作相应的完善。根据规定,任何国有股股权转让均须有关部门审批,但目前的审批程序过于烦琐冗长。审批速度缓慢,已成为影响上市公司重组的重要因素。对于一些急需要重组改变经营状况的公司来说,国有股转让迟迟不能得到审批,造成重组方迟疑不决,重组不能有效展开,有的公司甚至面临退市的边缘。现行的国有股转让行政审批方式不断受到人们的质疑,市场化操作已成为普遍的呼声。国有股减持停止后,国有股协议转让开始重新获得财政部的审批,不过得到批准的多是在国有企业之间,国有股向非国有企业如民营和外资企业转让相对就困难得多。虽然从法律上讲,并没有限制国有股的转让对象,但是在实际操作过程中,总存在一些障碍。有关专家认为,最主要的原因是有关部门担心国有资产流失。国有企业之间转让,价格高低关系不大,但是如果是在国有企业和非国有企业之间转让,审批者往往要承担无形的压力。如果将来受让公司出现什么问题,有人就会对当初的转让提出疑问,因此,向非国有企业转让国有股往往审批时间较长。国有股转让还处于行政管理体制当中,财政部门只有权利没有义务,股权转让方只有义务没有权利。财政部门在审批时随意性很大,符合转让条件的公司也可能不批准,而且审批没有时间约束。股权转让双方即使谈得很好,但对转让能否获得批准也没有把握,延误了企业重组的进程。市场

^① 深圳国企股权转让 不应只对外资开放. 粤港信息日报 2002. 9. 3





经济应当做到权利义务相统一,因此现在迫切需要建立国有股转让的市场规则,使国有股转让从行政方式变为市场方式。有关专家指出,如果每一家企业的国有股转让都需要财政部审批,不仅工作量大、效率低,而且也不符合国家对国有企业进行战略性重组的方针。应当尽快以法律的形式确定国有股的转让规则,比如,转让价格不必具体,可以只规定一个界限,转让对象只需划定一个不能随意转让的范围,这个范围之外的企业可以自由转让。如果没有这样一个政策,大规模的国有股转让是很难开展的。2)实行国民待遇原则。在国有股的转让上应坚持内资和外资同等对待的原则,不应一味地偏重外资,在完善国有企业股权结构上内资可以发挥巨大作用。3)建立和完善相关具体制度。主要包括:资产评估制度,中介服务制度,产权移交制度等。4)处理好善后事宜。主要包括:职工利益的维护,社会保险费用的缴纳,欠交税款的缴纳等。

3. 股权相对集中

我国上市公司股权结构的情况可分为三类:一是股权高度集中,公司拥有一个绝对控股股东,该股东对公司拥有绝对的控制权;二是股权高度分散,公司没有大股东,所有权与经营权基本完全分离;三是公司拥有较大的相对控股股东,同时还拥有其他大股东。股权较为集中,但集中程度有限,并且公司又有若干个大股东,这种股权结构,可能是最有利于经理在经营不佳的情况下能被迅速更换的一种股权结构。因为,正如前文所述,那些有相对控股股东或其他大股东的股权相对集中的公司,股东对经理进行有效监督具有优势。在经理是相对控股股东的代理人的情况下,其他大股东因其持有一定的股权数量而具有监督的动力,他们不会像小股东那样产生“搭便车”的动机,监督成本与他们进行较好监督所获得的收益相比,后者往往大于前者。另外,国家的法律大都支持大股东对董事会或经理的诉讼请求,这就使得大股东在监督经理方面具有较大的优势。因此,就总体效率而言,此类股权结构的公司在股东监督方面的好处较为突出。

4. 培育机构投资者,改善公司的股权结构

在经济发达国家机构投资者在市场中起着举足轻重的作用^①。但在我国,机构投资者还很不成熟,这不仅表现在机构投资者的数量还比较少,资金规模比较小,而且还表现在机构投资者的市场把握能力与理财水平也比较低,还不能起到发现投资价值、引领市场方向的功能和作用。不过,机构投资者,包括证券投资基金、产业投资基金、保险公司、证券公司、养老保险基金等社会保障基金及各种专项基金,正悄然成为中国资本市场一

^① 机构投资者在公司治理中的作用主要通过如下两种机制来实现。第一是对公司价值的评估和对股票的定价。机构投资者不但有动力也有能力对公司价值进行合理评估和对股票进行合理定价,具备“精明投资者”的特征。第二是所谓的“政治机制”,即对公司管理层提出各种议案,以及通过媒体等公开途径迫使管理层接受提案,所以他们也具有一定程度的“积极投资者”的特征。



支革命性的力量。2002年以来,这种变化尤为明显,以证券投资基金、证券公司、商业保险公司、社会保险基金为代表的机构投资者正在逐步成为证券市场的脊梁。完全有理由相信,“阳光资金”有望成为中国证券市场上的主力资金^①。

第一,封闭式基金和开放式基金还将陆续推出,社会保险基金也将全面启动和运营,国内基金业的整体规模将超过1200亿元人民币,一些新的基金产品也将推出,一大批中资基金管理公司和中外合资基金管理公司也将浮出水面,国内基金管理业将打破垄断,基金管理公司的数目有望达到30家左右,中国基金业将日趋成熟并走向国际化。

第二,2001年后期出台的《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》和《中外合营证券公司审批规则》(征求意见稿)等,为券商增资扩股和中外合作的步伐的加快提供了制度保证,《关于规范证券公司受托管理业务的通知》则使券商的投资资金不再受到注册资本的限制,为券商扩大资金管理提供了规范化的制度环境。预计会有更多的证券公司增资扩股,而上市也将为券商注入新的活力,业内兼并也将在中外合营背景下更好地展开;委托资产管理业务的进行,也使券商的投资行为更注重效益与信誉。证券公司将迎来新的发展。

第三,2001年12月《全国社会保障基金投资管理暂行办法》(简称《办法》)的出台,为社会保障基金进入资本市场提供了强大的政策支撑。《办法》原则规定了全国社保基金的投资比例,投资于证券投资基金、股票投资的比例不得高于40%。据报道,目前这部分社保基金约为600亿元,如按40%的入市比例,则可以进入股市的资金为240亿元左右。有足够的理由相信,未来社保基金入市的规模会越来越大,社保基金有望成为中国证券市场最重要的机构投资者。并且,社保基金对基金管理公司的选择,势必对整个基金管理业产生重大的影响。基金管理公司将更注重诚信、业绩、信息披露与风险控制,社保资金对基金管理人的选择将成为市场评判基金的重要标尺之一。

更长远来看,社保基金间接入市与直接入市并举也是可以期待的,不过直接入市的比例会有一定限制。未来社保基金在资金对投资股票的选择,市场对股票或上市公司的评判方面起到风向标的作用。

第四,保险资金也即将进入资本市场。保监会曾经多次公开表示鼓励符合条件的保险公司尽快上市,原保监会主席马永伟就曾经指出,保险公司上市后,可以轻而易举地融入资本,并通过资本运作进行大规模地购并活动,这对未来金融业向着全球化或是金融控股集团的方向发展具有积极的意义。目前,平安、太平洋、新华人寿、华泰、大众等保险公司已经在积极筹备上市事宜,其中部分公司已经结束了上市辅导期。预计2003年将会有2~3家保险公司率先上市。现在,国家允许保险公司进入银行间拆借市场、债券市

^① 刘传葵,刘文弟. 机构投资者悄然成为引领中国资本市场力量, <http://business.sohu.com>



场,允许保险公司的资金间接进入证券市场,买卖证券投资基金。估计2003年管理层将对我国保险资金运用体制作出调整,拓宽保险资金的投资渠道,将允许保险公司成立具有独立法人资格的资产管理公司管理自有资金,对一些偿付能力强、资金运用较为规范的公司允许其按一定比例进入股票二级市场。保险资金直接进入资本市场,将为资本市场带来稳定的资金来源和规范的机构投资者。现任保监会主席吴定富强调,保险监管工作要体现时代性,积极进行监管创新。首先,要从深化改革入手,积极防范化解保险行业风险,要加快推进国有保险公司股份制改造和上市的步伐,进一步转换经营机制,建立健全法人治理结构,建立约束机制,完善股份制保险公司的运行机制,并积极支持股份制保险公司规范上市。其次,要从加强法制建设入手,规范保险公司经营行为,为保险业发展创造公平、公正、公开、有序的市场竞争环境。其三,要从加强管理入手,保护被保险人利益,进一步建立健全最低偿付能力指标体系,积极创造条件,逐步对保险公司实施偿付能力监管。其四,要利用社会力量形成合力,完善风险监管体系,加强保险公司信息披露工作,切实维护被保险人对保险公司的知情权和选择权,接受社会公众监督。另外,要进一步加强监管系统信息化建设。

第五,投资基金将全面进入股市。《中华人民共和国投资基金法》草案已提交全国人大常委会进行审议,该法的颁布和实施无疑将有利于投资基金全面进入资本市场。

除了企业实体间的转让,笔者以为,风险投资公司与相关公司的股权转让也不应忽视。

5. 形成合理的债权结构,强化债权对公司治理的约束

(1)真正发挥债权融资在国有企业的治理结构中的作用。由于传统的国有企业与国有银行之间不存在根本的利益冲突,也不存在相互的制约关系,所以,它们之间的债权债务关系没有交易的性质,因而也不存在强制的约束力,两者之间呈现一种虚拟的债权债务关系,债权融资结构及其约束力不可能对企业的治理结构有任何的作用。在公司化了的国有企业资本结构中,由于债务约束的软弱,企业形成了普遍的高比例债权融资,有关资料表明,至1998年底,全国6.47万家国有及国有控股工业企业的平均资产负债率仍然达到63.74%,流动负债率为96.5%,短期偿债率持续恶化。国企所面临的“软预算约束”使得它们偏好于债权融资。但企业的控制过程则未有实质性改变,金融风险不断上升。要改变这一点,关键是要把真正商业化的债权债务关系引入国有企业的融资结构。引进银行的“相机治理”,即商业银行作为国有企业债务资金的提供者和企业经理之间激励与制衡的一种制度安排。而要实现这一点,一个可行的思路是对国有银行进行产权改革。除此之外,债权融资在企业治理结构中作用的发挥,还需要以适当的破产程序为依托,也就是如果企业违约,必须给一个适当的处罚,从而使其对企业经营者形成一个负的激励,并使企业的控制权实现随融资结构的相机转移,以实现最佳的治理效果,而要实现



这一点,必须完善我国的《破产法》等经济法规。

(2)科学设计股权资本与债权资本的比例关系,形成合理的良性融资结构。我国上市公司从来具有强烈的股权融资倾向,大多保持了较低的资产负债率。其直接原因在于股权融资成本偏低。中国上市公司股权融资偏好对公司治理不良影响的关键在于:内部人控制、股权融资偏好与公司治理间已经形成或者很可能形成恶性循环。也就是主要因为股权结构不合理、国有股比重过大而导致治理结构的失衡即内部人控制;内部人控制又成为股权融资偏好的重要原因,股权融资比例的扩大又强化内部人控制,增加改善公司治理结构的难度。

(3)改革投融资体制和银行体系,强化债权人治理。改革投融资体制,使企业成为真正的投资主体和融资主体,使投资主体和收益主体相匹配,鼓励多样性的融资手段和融资机构。考虑到国有银行是我国企业的最大债权人和主要融资渠道,对公司治理结构改革至关重要,因此要加快国有银行的商业化改革,更要扶持国有体制外的商业银行的建立和发展,以建立完整的商业银行体系,实现债权人监督的多元化。商业银行可以通过以下手段加强对公司治理的约束。

1)银行持股。银行可以通过持有公司股份和行使股东权的方式对公司管理层的行为进行约束,这是银行制约公司治理行为的最基础的方式。但是,根据德日等国的经验,银行所持有股份并不比非金融公司所持股份多多少。因此,银行如果仅仅依靠其股份发挥影响力,其控制力并不具有任何优势。

2)委托投票权。委托投票权对于增强银行的控制力具有重要的制度价值,尤其是在股份分散的公司。由于绝大多数公司均发行无记名股份,不管机构投资者如何发展,个体股东仍将是公司股份的主要持有者。事实证明,个体股东出席股东大会的出席率是很低的,从而无法对公司的治理构成任何现实约束。但是,如果通过由银行代表其客户行使委托投票权就可以较好地解决这一问题。当然,为了防止银行与公司共谋损害委托人的权利,必须对银行行使委托投票权进行法律限定,以既达到充分利用分散股权对公司治理进行有效约束,又维护中小股东的利益。比如:银行必须向委托股东通知公司表决事项,寄送其所制定的符合股东利益的表决方案;股东可以提出异议,即使没有异议,银行也必须按照已经送达给股东的表决方案予以投票,等等。委托投票权有助于增强银行控制力,但不能夸大其单个因素的作用。

3)参与董事会或(和)监事会。银行可以通过派遣代表参加董事会或(和)监事会直接参与公司的经营决策活动或(和)监督活动来约束公司管理层的治理行为。

4)银行通过业务了解公司的经营信息,并有针对性地对公司的具体管理行为,如资金的流向、关联交易行为等,进行监督。银行通过信贷和结算业务可以获得很多内幕信息,这有助于增强其监督和控制的力度。但是,必须对银行的相关行为进行规范,禁止利用



所获得的内幕信息进行任何违规行为。

6. 推进二板市场出台

二板市场区别于主板市场的最主要的一点是要实现普通股的全流通,即发起人股。无论是国有股、法人股还是个人股,在一定时间后均可上市流通,这就从根本上避免了国有股权过大且不能流通的问题,应当成为我国今后公司上市融资的重要途径。同时,为了使在二板上市的公司从一开始就能建立起比较合理、规范的股本结构,还可能考虑和设计对经营者的期权期股激励问题。





第十一章 公司内部治理结构

——股东会

第一节 股东会及其治理职能

一、股东大会控制功能的嬗变

早期的公司属于股东绝对主权主义形态,其股东大会至高无上,是汇总股东意见、决定公司意志的最高的万能的机关。董事会权限也来源于股东会。然而,现代世界绝大多数国家公司法均从股东绝对主权主义转向股东相对主权主义。

(一)只授予股东会形式决策权

各国不仅只授予股东会形式决策权,而且只能就法律所明确规定事项行使表决权,明定事项之外的权力则归董事会。比如:日本《商法典》第130条第10项规定,股东大会可作出限于本法或章程规定事项的决议;法国《公司法》第155~157条明确列举股东大会职责范围;德国《股份公司法》明确规定,股东大会决定事项以法律明确规定、公司章程规定或理事会请求为限。该法第119条还明确列举了股东大会决议的事项,即代表股东的监事的选任、监事的解任、利润分配、会计师和审计员的任命、公司章程的修改、公司股份的增加或减少、公司解散。可见,股东大会不过是一种仪式性的东西,有人称其为股东大会的空壳化或空洞化。

(二) 董事会的地位得到明显提升和加强

各国均提升和加强了董事会的地位,不仅享有代表公司、领导公司的权力,而且还享有法律或章程未明确授予股东大会的余权。英美法系判例中就有一格言“凡公司能干的,董事就能干”,便充分反映了董事会的核心地位。可见,股东大会控制职能缩小,董事会权限的扩大乃是世界性趋势。

尽管股东大会控制职能被大幅度削弱,仅仅行使有限的、形式化的决策权,而董事会享有着充分的领导、管理公司的权力。但是,世界各国均继续维持股东大会制度,作为股东主权的象征,仍然是股东对公司进行直接控制的惟一法定机关。其主要表现为:

(1) 股东大会仍在一定范围内享有决策权。比如:1992年以来,美国就出现了一个前所未有的解雇总裁的高潮,说明股东大会可以有所作为。先后解雇总裁的著名大公司有国际商用机器公司(IBM)、通用汽车公司等。20世纪90年代以来,日本也有数家公司解雇了其总裁,如松下电器公司等;

(2) 董事会或监事会权限虽已超过股东大会,但依法律仍然是由股东大会选举董事或监事,进而组成董事会或监事会;

(3) 个别国家或地区对股东权虽有所限制,比如:1989年美国宾西法尼亚公司法修正案规定,任何股东不论拥有多少股票,最多只能享有20%投票权,但是,作为股东主权的基本原理即一股一票、按股分红、多数议决制等仍未改变。

二、股东会职能及其发挥情况的基本判断——空壳化

(一) 股东会职能空壳化

如果说从法律上来看,各国均维持了股东主权的象征——股东大会制度。然而,在实践中这种象征意义的股东大会正一步步被架空,无论是公司股份分散化的英美国家,还是股份高度集中的欧洲大陆和东亚国家,均是如此,从而产生通常所说的股东大会的空壳化^①。股东大会变成了一个“一点实际意义也没有、唯命是从的机关”;是一个由指挥者演出的,然而观众又是非常少的短剧”。在美国,据联邦交易委员会对1922~1926年股东大会出席情况的调查,在石油类的公司中历次出席股东大会的平均还不到10人,标准石油公司的历次股东大会平均只有4人出席。出席股东大会人数最多的是泰克斯公司,有515名股东出席了一次股东大会。在英国,实际上只有不到1%的股东参加股东大会。可见,股东大会已经完全流于形式,实际上任凭经营者操纵^②。

在德国,由于公司所有权集中度非常高,小股东一般也不会出席股东大会。出席股

① 朱义坤. 公司治理理论. 广州:广东人民出版社,1999. 403~419

② 梅慎时. 现代公司机关的权力构造论. 北京:中国政法大学出版社,1996. 114



东大会的股东代表的股份平均为 73% (1994), 1997 年德国股份有限公司平均只有 63.05% 表决权持有者出席, 不少公司出席股东大会的股东所代表的股份在 50% 以下。在股份十分分散的公司, 出席率就更低。在 1992 年的一项调查中, 出席股东大会的股份有 84.09% 属于银行, 其中银行委托投票权占 60.95%。可见小股东基本上没有出席股东大会, 只是委托其托管银行投票而已。达尔姆斯银行出席股东大会的股东为 52~98 人, 土尔斯坦银行为 32~41 人, 麦斯诺机械制造公司为 8~15 人, 彼台尔斯公司为 18~20 人, 伏伊尼斯克保险公司仅为 11~12 人。据有关专家调查, 在日本, 从 20 世纪 30 年代末期到 80 年代中期出席股东大会的人数平均仅为 87.1 人, 出席人数 40~80 人的公司占 51.7%。在 1984 年, 以委托书和书面投票形式出席股东大会的股东占公司总数的 76.8%。在许多公司, 只需用委托书和书面投票形式就能保证足够法定人数的 76.6%。在 1993 年, 38 家大型公司中共有股东 244 724 名, 实际出席股东大会的仅有 449 人, 大会平均仅仅持续 48.42 分钟, 会场上平均仅仅 1.61 人提问。股东大会的时间在 30 分钟以下的占 66.2%, 60 分钟以下的占 88.4%, 超过 2 小时的仅占 4.8%^①。

其实, 一般小股东不参加股东大会是一种理性选择。究其原因, 每个股东所持股份如此之少, 以至于他们作为单个股东是否投票对公司经营决策没有任何影响。公司股东大会表决是实行一股一票, 多数议决制。即使某个股东以其所持少量的表决权参加股东大会, 但由于各项议程早已事先确定好了, 甚至在大多数情况下公司的领导人士的更迭都早已安排好了, 面对这些完全定型的各项决议, 必定处于无可奈何的境地。正如伯利和米恩斯所指出, 由于股权非常分散, 而且持有足以支配公司各项活动的少数权益的个人或集团也不复存在, 因而也就不存在着任何凭借自己的股份额来对经营者施加压力的股东, 股东大会只能是流于形式。

(二) 股东会职能空壳化的原因分析

股东职能空壳化, 现行股东大会制度及其运行机制亦难辞其咎。从股东大会召开的方式来看, 实际上是由董事长或经营者一手操办, 而不是股东, 会议的议程完全由其决定, 董事长完全可以对会议中的辩论和表决施加重大影响, 从而控制整个会议过程。如果是一般股东要单独提出议案, 将面临重重障碍。这主要表现为^②:

(1) 股东大会通知的法定期限太短, 没有时间准备有关议案。英国的通知期限为提前 21 天, 其他许多国家更短, 有的为 14 天或 15 天。在许多国家, 股东大会的通知并不包括有关公司的重要信息, 股东无法了解有关董事的合同、候选人的背景或公司章程的修正案。由于股东不知道内情, 即使想提出议案, 也非常困难。

① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 292

② 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 294



(2) 必须作成书面形式。在英国,还要求会议召开在 28 日之前提交,或公司宣布开会之前的任何时间提出。如果情况非常特殊,尚须更多时间。公司通知召开股东大会只是提前 21 日,而股东提交议案则须提前 28 日,这显然偏向公司经营管理者。

(3) 并不是说把议案交到公司就万事大吉了,议案就自然成为股东大会的提案。决不是这样简单,要成为股东大会议案,还得将其送达给所有的股东,最好是与公司的股东大会会议通知和委托投票书一并邮寄。

4. 公司董事并没有责任邮寄股东所提出的议案,如果需要公司董事负责邮寄,还得符合特定条件。如果不符合这些条件,股东还得自己邮寄。如果不自己邮寄,议案便就此夭折,没有机会成为股东大会的正式提案。相比之下,只有美国的条件较为宽松,即只是要求股东持有公司总股份的 1% 达到 1 年,或 1 000 美元的股份达到 1 年,即可提出议案,并由公司承担邮寄等有关费用。在英国,其条件就相当苛刻。如果需要公司董事邮寄,须符合 3 个条件:(1) 至少在股东大会会议召开之前 6 周,或股东大会会议通知之前任何时间向公司提出书面请求;(2) 须具有持有公司有表决权股份 5% 的股东签字,或至少有 100 名平均持有公司 100 英镑股份的股东签字;(3) 交付足够的资金,以便公司印刷有关资料并将其邮寄给其他股东。可见,绝大多数情况下股东根本无法将这些议案正式提交到股东大会,并作为其正式会议议程。即使侥幸作为会议议程之一,也只是得到很少的赞成票。

第二节 股东会控制功能的“复兴”

一、股东主权运动的勃兴

20 世纪 80 年代以来,在美国机构投资者的推动之下,首先在美国,随后在全世界掀起了股东主权运动,旗帜鲜明地要求公司重视股东权益,重视投资者关系,使股东大会名实相符。以 CALPERS、CII 为首的机构投资者,向众多业绩低下、却又漠视股东权益的公司发起了进攻,将许多公司经营管理者赶下了台。CALPERS 制定了《公司治理核心原则和指南》、《国内委托投票指南》,详尽阐明了其在若干公司治理结构上的投票立场。在国际层面上 CALPERS 制定了《全球公司治理原则》,还专门针对英国、法国、德国和日本公司具体情况,制定了不同国家公司治理原则。对于外国公司的股东大会表决,还专门制定有《国际委托投票指南》,详尽地阐明了其在外国公司股东大会上在若干治理结构问题上的投票立场。美国机构投资者理事会同样制定有《公司治理核心政策》,作为其在世界各国



公司股东大会行使投票表决权的指针。这些美国机构投资者在全球范围内都有其投资，其所到之处无不要求改善公司治理结构，提高财务信息透明度，尤其是要求实行一股一票，反对歧视小股东，经营者应该对股东负责。

20世纪90年代，英国先后出台了3个公司治理结构方面的报告，即1992年《凯得伯利报告》、1995年《格林伯利报告》和1998年《韩陪尔报告》。这些报告尤其是《凯得伯利报告》具有里程碑意义，对世界其他国家产生了巨大的影响，后来许多国家治理结构方面的报告均以此为蓝本。

股东主权概念在20世纪90年代传播到欧洲大陆国家，许多大公司率先对股东权益予以重视，比如德国奔驰汽车公司、维巴公司和霍茨特公司瑞士联合银行等，法国的欧洲隧道公司等。

股东主权运动团体集团和各种治理结构顾问公司不断产生。比如德国股东协会（DSW）、法国的小股东行动协会（ADAM）、比利时的DEMINOR等。还有些股东主权活动家在进行独立行动，如著名经济学家温格尔（Ekkehard Wenger）和瑞士的艾伯纳（Martin Ebner）。

在股东主权运动推动下，有20多个国家和国际组织出台了公司治理结构方面的法规、行为守则、报告等文件，这些文件均有提升股东权利、强化股东大会控制功能的要求。此外，各国公司董事协会、许多大型公司也发表了公司治理方面的声明或指南。英国在发表《凯得伯利报告》之后，伦敦证券交易所将其纳入了《综合上市规则》，成为上市公司必备条件。在前述3个报告发表之后，伦敦证券交易所以其为基础，进一步修改了《综合上市规则》。世界许多国家和地区，尤其是南非的《金报告》、印度工业联合会的《理想公司治理结构》、爱尔兰投资经理协会的《关于公众公司董事作用和职责最佳行为守则的声明》、比利时的《卡敦报告》、荷兰的《比特报告》、香港的《最佳行为守则》等，基本上以英美模式尤其是英国《凯得伯利报告》为蓝本。1999年5月经合组织（OECD）所通过的《公司治理原则》，则是博采众长。

二、强化股东大会控制职能的基本举措

（一）强化股东大会决策权

经合组织《公司治理原则》规定，股东参与股东大会并进行投票表决，是其基本权利。持有同类股份的所有股东应得到平等待遇，享有同等表决权，表决权的变更须经股东表决通过。公司股东大会的规定和程序适用于所有股东，不得使投票表决不适当地非常困难或成本高昂。其目的就是让股东能够行使其表决权，而不至于因为烦琐复杂、成本高昂的程序而望而却步。从各个国家来看，美国CII在其《公司治理核心政策》中明确规定，公司的所有普通股，不论其类型，均享有一股一票表决权，不得发行限制表决权的普



通股。美国 TIAA-CREF 在其《公司治理报告》中也明确要求,普通股得一律实行一股一票。众所周知,德国公司对股东表决权限制较多。德国的《DSW 指南》有的放矢,要求尊重一股一票原则,废除一股多票和表决权限制制度,原则上不得发行无表决权的优先股。

(二)明确规定须由股东大会决定的事项

经合组织《公司治理原则》中规定,以下 3 个方面的公司重大变更,须经股东大会决议并让股东充分知悉(1)公司章程或其他类似公司治理文件的修改(2)增发股份(3)可能导致公司出售的特大交易。澳大利亚《投资经理协会指南》规定,凡是事实上或实质上可能淡化或削弱股东权利的公司重大变更,均应该经过股东表决通过。在股东表决之前,应该向其提供充分的信息,以便其在知情基础上作出理智的判断。美国 CII 的《公司治理核心政策》主张,以下事项须经股东以多数票表决通过(1)对股东价值具有实质性影响的公司资产出售、抵押(2)公司章程或细则的修正(3)公司的收购,但以高于市价 5% 向所有股东要约收购除外(4)限制或淡化股东权。

(三)完善股东大会的召集方式

经合组织在其《公司治理原则》中要求,公司在召集股东大会时,应该让股东有机会有效参加股东大会,股东及时、充分地获悉股东大会日期、地点、议事日程、表决事项。美国 CII 在其《公司治理核心政策》中要求,公司在考虑股东大会会议时间和地点时,应该把股东参加会议的成本和方便性作为首要标准。在决定之后,应该适当地通知股东,如遇变更,应该将变更后的时间、地点及时通知股东。英国《韩陪尔报告》建议,股东大会会议通知及其有关文件,应该在会议前 20 个工作日送达股东。美国 CalPERS 在其有关公司治理原则中还规定,股东经过多数决议可以召集特别股东大会。荷兰《比特报告》还建议,公司原则上应该支持股东向股东大会提出的议案。

(三)强化股东大会议事程序

对于股东大会议事程序,经合组织的《公司治理原则》规定得很简约,只是要求公司给予股东向董事会提问的机会。各个国家层面上的准则和守则比较具体。为了使得股东大会名实相符,美国商业圆桌会议的《公司治理声明》指出,公司最好准备书面议程,发给每个会议参与者。会议进行的主要规则,尤其是股东议案、提问、时间限制、提问人数限制等,最好做成书面形式,发给到会者。美国 CII 的《公司治理核心政策》要求,董事应该到会,并回答股东的问题。会议所议定事项应该在股东经过充分讨论和听取公司董事对所提出问题的回答之后,才付诸表决。英国《韩陪尔报告》对此所提出的建议更加具体,该报告建议公司董事长大会回答股东提问,会议上谁回答股东提问由董事长决定。如果董事长不能当场回答有关问题,应该视具体情况给予书面回复。董事会的 3 个专门委员会的主席即审计委员会、报酬委员会和提名委员会,最好能够到会回答股东提问。股东大会出席率高的公司应该考虑在会议上作公司业务陈述,并回答股东提问。



(五)改革股东大会表决方式

经合组织在其《公司治理原则》中重申,股东可亲自投票或委托他人投票,且具有同等效力。各国的公司治理原则、守则、准则在重申一股一票原则之后,还批评了许多公司旨在对股东应付了事的“捆绑表决”方式,即把数个不相关事项纳入一个议案,只是进行一次表决。美国 CII 的《公司治理核心政策》明确要求,不相关事项应该撤开,分别予以表决,尤其是像公司章程修正、反收购规定事项更不能“捆绑”在一起进行一次表决。TIAA-CRE 在其《公司治理报告》中有同样要求。澳大利亚投资经理协会在其《公司治理指南》中指出,将互不相关事项“捆绑”在一起,使股东无法单独对每个事项进行表决,实际上是淡化股东权利,应该废除这种做法。英国《韩陪尔报告》建议,股东应该有权单独对每个事项进行表决,应该停止将数个不相关事项“捆绑”在一起一并进行表决的做法。部分国家的公司治理原则、准则或守则还对股东表决的秘密性有明确要求。美国商业圆桌会议的《公司治理声明》要求,公司应该采取适当措施以确保计票程序的秘密性、及时性和准确性。美国 TIAA - CRE 在其《公司治理报告》中亦要求,公司坚持秘密表决原则。为了保证股东知悉股东大会表决实际情况,英国《韩陪尔报告》还建议,如果公司实行举手表决,应该在表决之前单独对收集的委托投票权进行计算,在举手表决之后公布每个议案的委托投票得票情况。由于机构投资者代表众多终极股东进行表决,该报告建议,如果其客户有要求,机构投资者应该向其客户提供每个议案的投票情况。股东大会结束之后,公司可以对会议讨论情况做成书面记录,如果股东有要求,可向有关股东提供。

第三节 重构股东会制度的基本构想

一、充分发挥机构投资者的作用

20 世纪 80 年代以来人们普遍看好机构投资者,甚至视其为公司治理结构大救星。世界各国机构投资者在市场融资金量中均占相当大比重。英国机构投资者已经成为其最大股东,1994 年其所持股占上市公司总股份的 60.2%,1998 年则将近 80%,尤其是投资基金和养老基金,其持有所有公司股份在 21% 以上,占最近 5 年上市公司股份的 19%。尽管英国机构投资者持股数量最大,但是基本上都是被动投资者,并没有积极介入公司治理结构,在股东大会上也没有实质性影响力。在欧洲大陆,机构投资者持股数量相对要少得多。德国机构投资者持股为 30.3%,其他国家均在 30% 以下,比利时、挪威和意大



利还在 20% 以下^①。究其原因,欧洲大陆国家的养老金筹资办法不一样。除荷兰之外,绝大多数欧洲大陆国家实行内部养老金制度(Pay-as-you-go)。这些养老金主要是作为内部融资,很少流向外部市场,也就没有机构投资者的用武之地。欧洲大陆机构投资者多属于银行集团或金融集团,不是真正独立的企业,不具有独立性。加之,绝大多数国家公司股份集中度很高,即使机构投资者持有较多股份,也难以在股东大会有所作为。不过,欧洲大陆机构投资者的势力也有逐步增强的迹象,不少机构投资者已经明确表示要参加股东大会,行使表决权,有的甚至对公司经营者诉诸法律行动,有的则是针对控股股东而采取行动。

美国机构投资者持股数量虽然只是屈居第二位(1995年为44.1%),但从参与公司治理结构来看,美国机构投资者最为活跃,影响力最大。其公务员养老基金、工会养老基金和其他几个机构投资者从20世纪80年代开始着手建立组织机构,以便推动机构投资者参与公司的经营和管理。1985年成立了机构投资者理事会(CII),该委员会成功地游说了有关强化包括机构投资者在内的股东权利的立法和证券交易委员会决定。之后又成立了机构投资者服务中心,为机构投资者就特定的公司治理问题提供信息和咨询,鼓励参与公司的表决,增强股东在股东大会、董事会的发言权。最初这些组织进攻的目标只是敲竹杠、毒药片、操纵表决权、债权置换股权式的资本重组以及其他反收购的措施。从1987年开始,机构投资者在50多个公司掀起了反对限制收购的运动,还向反收购法律发起进攻。1990年宾西法尼亚州通过的反收购法,就是由于机构投资者的强烈反对,而不得不在其中规定公司可以自行决定是否采用法律所规定的保护。CALPERS(加利福尼亚州公务员退休系统)和其他机构投资者还向其持有股份的宾州公司致函,要求它们不要援用机构投资者所强烈反对的法律规定。否则,它们将抛售其股份。在宾州设有总部的《幸福》杂志500家公司中,60%以上公司只好俯首遵命^②。

机构投资者在股东大会的直接行动有两种:一是投反对票;二是股东议案。投反对票虽然不至于使公司董事或经营者下台,但能够向公司董事和经营者发出不信任的信号和警告。美国机构投资者理事会还号召其成员采用这一机制,其成员亦纷纷响应。1991年美国ITT公司股东反对票为1%,1992年通用汽车公司的反对票为2%,美国快递公司的反对票达到3%,西屋公司的反对票为4%,西尔斯公司的反对票为6%,国际查皮恩公司的反对票达到9%。从股东大会的股东议案来看,自1986年成立美国联合股东协会之后,其会员遍及50个州,每年都提出大量的股东议案。从20世纪80年代后期开始,一些大型公司尤其是绩劣公司每年都会至少收到一份股东议案,有时达到5~6份提案。这

① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 296

② 朱义坤. 公司治理论. 广州: 广东人民出版社, 1999. 448 ~ 449



些提案大多为机构投资者提出,有关公司对此越来越重视,通常是在股东大会之前就与这些机构投资者达成协议,避免提交股东大会表决。如 CALPERS 的 12 个提案中有 11 个就是在股东大会之前达成协议的。在股东大会上,股东议案的得票率通常为 20% ~ 40%,极少数可以获得多数票。可见,机构投资者在股东大会直接行动的影响力远远不如其各种非正式途径和手段。简言之,机构投资者同样难以单独通过自己的力量改变股东大会空壳化局面^①。

尽管如此,与势单力薄的个人投资者相比,机构投资者确有其优势,主要表现为以下三个方面(1)有利于克服集体行动的困境和“搭便车”问题。机构投资者资金多、实力雄厚,在特定公司可以持有较多的股份,这些机构投资者是否参加股东大会、是否赞同经营者的经营方案,对于股东大会能否形成合法的决议、在职经营者能否继续留任具有举足轻重的影响力,经营者不得不重视其意见,所以还是愿意听取其意见,愿意与其私下进行磋商、谈判,为避免股东大会形成僵局,愿意事前就与其在大多数问题上达成协议(2)经济上的合理性,即机构投资者更有能力将其监督成本和干预成本内部化。由于机构投资者往往在数个公司持有股份,一旦它们花费资源对特定公司的治理问题进行调查研究,形成了特定的改革方案,并在特定公司试验获得成功,这些经验可以移植到其所持股的数十家、数百家公司去。这就把监督成本内部化了,如果其所持股公司相对较多,且具有同质性,分摊监督成本的范围就愈大,就愈有规模经济效益(3)强化机构投资者的影响本身就有利于整个社会,因为其利益与整个社会利益更趋一致^②。

制约机构投资者作用发挥的原因主要有两个方面(1)制度方面的约束(2)机构投资者自身的局限性。从制度约束来看,各种机构投资者要成为积极股东,积极参与股东大会,提升股东权利,不仅有诸多法律障碍,而且与其自身目的不兼容。这就意味着机构投资者仍然只是其所持股公司的匆匆过客,单个机构投资者在特定公司所拥有的股份数量仍然有限。如果寄希望它们成为积极股东,有效地进行控制和监督,则同样受到集体行动和“搭便车”问题的制约。

机构投资者自身也存在局限性,主要有以下四个方面(1)独立性欠缺。机构投资者缺乏独立性,严重地制约了控制和监督职能的发挥。不同的机构投资者独立性不一样,银行信托和保险公司与其所持股的公司之间往往具有相互依存的业务关系,大学、基金会和民间养老基金与其所持股公司之间同样具有商业利益冲突,公共养老基金虽然没有商业利益冲突,但是受政治约束甚大(2)代理环节的增加、代理链的延长。由机构投资者对公司经营者进行控制和监督不但没有解决公众公司的委托代理问题,反倒增加了代

① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 299

② 朱义坤. 公司治理论. 广州: 广东人民出版社, 1999. 449 ~ 454



理环节,延长了代理链,可能增加代理成本。(3)大股东谋取私利。即使机构投资者能够解决“搭便车”问题,又产生另一个问题,即大股东利用其优越的地位为其自身牟利。如果机构投资者持股份额很大,它们完全可能与公司经营者进行私下交易,捞取个人利益,以弥补其监督成本。比如,华化·布菲特基金通常以特别优先股形式向公司投资。(4)激励不足。机构投资者之所以存在着严重激励问题,是因为它们都是受托人,管理的都是他人的财产,而不是自身的财产。虽然各类机构投资者面临的激励问题不尽一致,然而有一点是共同的,即都设法规避其投资决策的责任。

总之,机构投资者确有对公司进行控制和监督的实力和能力,然而,由于各种制度约束和其自身局限性,这种能量只是在少数国家、少数公司得到释放。从整体来看,机构投资者还没有成为积极股东,更没有因为机构投资者持股在各国的迅速增长,而改变股东大会的空壳化局面。因此,必须改革相关法律制度为充分发挥机构投资者在“复兴”股东会职能中的作用创造良好的制度环境。

二、建立委托投票机制,使分散的股东控制力得以整合

委托投票是世界各国用于克服分散股东“搭便车”问题,使得股东大会得以合法召集和运行的最重要机制之一。世界各国均允许股东委托投票,只是由于各个国家证券市场发达程度和文化传统不同,各国具体制度安排有所不同。

与绝大多数国家不同的是,美国已经规定养老基金受托人具有投票义务,而不是可投票,可不投票。英国公司的每个股东均可以自己出席股东大会,或者委托他人出席,委托投票人不一定是股东。所有会议通知均须载明股东有委托他人投票的权利。英国允许以邮寄方式行使委托投票权,这在机构投资者中尤为普遍。股东可以向其他股东收集委托投票权。不过,英国机构投资者尚没有必须投票的法定义务。爱尔兰股东可以委托他人投票,委托投票人可以为股东,也可以为非股东。公司章程或附则可以规定,如果股东不是亲自出席股东大会,须至少于会议前48小时通知公司。股东可以主动向其他股东收集委托投票权,公司经营者必须将公司股东名册和地址提供给这些股东,因此发生的费用由股东自己承担。

德国不允许邮寄投票,不允许以电子方式投票,股东要么亲自出席股东大会,要么委托他人。委托投票人可以是股东,也可以不是股东,可以为银行或股东协会。一般情况下,绝大多数小股东均委托其托存银行,绝大多数银行均提供委托投票服务。德国机构投资者如保险公司或投资公司,没有行使其所持股份的表决权的法定义务。当然,股东有权随时撤消其委托。如果股东对其表决权没有具体要求,则全由银行自行决定如何行使表决权。

法国不仅允许邮寄投票,股东还可以传真方式投票,但是必须将正式表决书邮寄公

司。股东无疑可以亲自出席股东大会,但有些公司要求至少须持有 10 股才能参加股东大会除外。股东可以委托他人投票,公司的表决书的设计,是便于股东将委托投票权给予会议主席。股东还可以委托其配偶或其他股东投票,委托书的效力一般限于 1 次股东大会。公司向股东寄送的委托投票资料中,必须向股东说明有关情况及其用途。

意大利股东可以亲自出席股东大会,也可以委托他人。在最近私有化公司中,允许邮寄投票。不过,在其他公司还没有这样的做法。

瑞典股东也可以委托他人投票,为此须出具书面委托书,载明具体日期,有效期以 2 年为限。委托投票人可以是任何个人,或银行,或股东协会。但是,股东不能以邮寄方式或电子方式进行投票。瑞典公众公司大股东为机构投资者,上市公司的 80% 以上股份为机构投资者所持有。不过,保险公司和养老基金并没有行使其所持有表决权的义务。

通过委托投票机制,可以将分散小股东的投票权集中起来,从而有效地影响公司决策。从理论上来看,任何人只要有能力收集足够多的委托投票权,便可以在公司股东大会享有相应的发言权,从而对公司进行控制和监督。然而,实践中一般股东收集委托投票权难上加难。委托投票机制的实际受益者主要有两类:一是银行,以德国为代表;二是现任经营者或董事长,以英、美、日为代表。德国银行在公司持股量并不大,却能够在公司治理结构中起关键作用,委托投票权功不可没。通过委托投票权,德国银行表决权增幅达到 10.1% ~ 47%。在英美国家,一般股东出席股东大会的还不到 1%,其委托投票权绝大多数为现任经营者或董事长所收集。

普通股东难以收集委托投票权的主要原因有四个方面(1)“搭便车”问题。牵头的在野异见股东要承担较大的初始成本,如发现公司不良经营的情况,发起争夺委托权行动,寻找股东的名单、地址、邮递委托书等均须开销。这些费用均得由发起者承担,但成功之后,所有的股东都受益,而发起人仅仅分享其中一小部分的利益。显然其成本大于收益,许多小股东不愿做这种于公司有益却于己无利的事(2)信息不对称。即使已经发起争取委托投票权行动,股东投票时也会对投谁的票没有什么激励,因为在他们看来选谁都没有什么差别,小股东的通常思维是,与其选我不知道的坏蛋,还不如选我所了解的坏蛋,于是通常将委托投票权给予在职经营者(3)物质条件处于劣势。许多国家允许经营者用公司的资金为亲善在职经营者的董事拉票,这样便进一步使在职经营者处于比在野异见者更有利的地位(4)制度制约。有些国家对于委托投票人能够代理股东数量有限制,比如意大利规定:在公司股份为 500 亿里拉以上的公司,每个委托投票人只能最多代理 200 个股东。这使得委托投票人难以获得达到简单多数的投票权^①。

我国《公司法》第 38 条和第 103 条对有限责任公司和股份有限公司的股东会的

^① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京: 经济管理出版社, 2001. 307 ~ 308

职权作了基本一致的规定。根据这些规定,我国公司股东会可以享有以下职权:决定公司的经营方针和投资计划;选举和更换董事,决定有关董事的报酬事项;选举和更换由股东代表出任的监事,决定有关监事的报酬事项;审议批准董事会的报告;审议批准监事会的报告;审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案;审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案;对公司增加或减少注册资本作出决议;对发行公司债券作出决议;对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算等事项作出决议;修改公司章程。除此之外,公司章程还可以赋予股东会职权。

《公司法》第108条对委托投票制度作了原则性规定:股东可以书面方式委托他人代理本人出席股东大会,代理人在授权范围内行使表决权。然而,由于相关制度没有建立起来,因此,从实际效果来看,这一规定并未发挥多大作用。我们应借鉴其他国家的一些成功的经验对这一制度进一步具体化,特别是银行委托投票制度。



第十二章 公司内部治理结构

——董事会

第一节 董事会的构成及其治理职能

一、董事会的职能及其对董事会构成的一般要求

(一) 董事会的职能

作为公司的经营决策机构,董事会的行为对于公司治理绩效产生直接的影响。在公司治理的整个权力链中经营决策权居于中心地位,起着关键性的作用。它既是防止所有权对经营权不合理干预的“防洪墙”,又是对经营管理权进行有效制约和监控的“安全阀”。关于董事会的职能,学术界有不同表述,但都强调董事会的战略管理职能以及选择和监督总经理的职能。这些职能有的侧重于公司内部,有的侧重于公司存在的外部环境;有的侧重于过去,有的则侧重将来。所有这些职能中,最重要的是保证公司有一个能干的总经理及其所领导的管理系统。为了更好地履行董事会的职责,全美公司董事会蓝带委员会强调,董事会应具备以下核心能力,其中,每位董事至少应在一个领域内贡献其知识、阅历和技能(梁能 2000)(1)会计和财务(2)事业判断能力(3)管理才能(4)危机反应能力(5)行业知识(6)国际市场



的经验(7)领导才能(8)战略远见^①。由于个人的智慧和能力有限,要全面发挥董事会的职能,就应对不同董事的知识、技能、特长和年龄进行搭配,以形成合理有效的董事会结构。

(二)董事会结构

董事会行为质量的影响因素是多方面的,如知识、信息、时间、权力等,但笔者以为最为重要的因素是董事会的结构。这里讲的董事会的结构主要是指董事会的组成及各组成部分相互之间的关系。董事会结构的首要表现形式,是执行董事与非执行董事(或外部董事)在董事会中的构成情况,该种结构划分笔者称之为董事类型结构,董事会结构的另一种表现形式是董事会内部划分出几个职能委员会来,分别为执行委员会、审计委员会、报酬委员会、提名委员会、预算委员会、筹资委员会等。这些委员会由具有各自独立的职能和成员组成,最终则应向董事会负责。据美国1993年所作的一项调查报告显示,在纽约证券交易所上市的公司中,有审计委员会的公司占98.5%,有报酬委员会和提名委员会的公司分别占95%和60%。审计委员会和报酬委员会的全体成员以及提名委员会中的80%的成员均由外部董事组成^②。美国上市公司中董事会职能分工具有普遍性。因此,从公司治理的角度看,董事会结构主要是指董事会中内部董事与外部董事的结构比例状态。

二、执行董事与非执行董事的优势与不足

由于其不同的身份和专长的执行董事和非执行董事,在执行董事会的不同职责时,有其固有的优势和缺陷。在监督职能上,执行董事由于直接负责公司内部某方面业务的决策和执行,能掌握较多的内部情况,对监督提供重要的信息,但若他们履行监督职能,就会模糊监督者和执行者之间的界限,难以自己监督自己,同时由于受总经理的指挥,在监督总经理上的独立性不强,从而不利于董事会监督职能的发挥。相反,由于非执行董事来自商界或学术界的名流,而不是公司职员,与企业无直接的利害关系,他们能从中立的立场发挥监督作用。但正是由于他们与公司没有直接的利害关系,不像大股东的代表那样,有足够的利润动机去进行监督,而主要靠维护自己的声誉去监督。另外,非执行董事大都很忙,他们可能是别的公司的总经理、董事长,或同时兼任几个公司的董事,因而没有足够时间去收集自己所担任董事的公司的详细信息,而主要靠经理提供的信息。此外,非执行董事可能由总经理推荐、聘请,为了感恩、获得连任和薪水以及其他利益,他们可能在很多方面迁就于总经理。

^① 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验. 北京:中国人民大学出版社,2000.48

^② 朱羿锜,赵增耀. 董事会的构成与其职能发挥. 管理世界,2002(3). 公司控制权配置论——制度与效率分析. 北京:经济管理出版社,2001.299;





在战略管理方面,非执行董事由于精通财务、金融、投资、法律等方面的知识,能对公司的战略管理提供专门知识和咨询、指导;执行董事则会对公司的战略决策提供更多的企业内部信息,并有利于战略决策的执行。在保证企业家精神的发挥方面,执行董事和非执行董事也被认为有较大的差异。非执行董事由于缺乏公司内部足够的信息,因而被认为往往依靠财务准则而非创新准则来评价企业的长期经营。非执行董事也被认为偏好于支持用收购和接管等外延方式来扩大企业规模。因为这符合财务准则。相反,执行董事由于拥有企业内部活动的更多信息,比非执行董事能更准确地评价企业创新的价值,更能从战略和创新方面考虑企业的经营和发展。贝森格(Baysinger, 1991)的实证研究表明,执行董事的比例与企业的研究开发支出成正向关系;而扎热(Zhara, 1996)的研究也表明,非执行董事的比例与企业家的创新活动(冒险、生产要素更新等)成反向关系。需要说明的是,这些研究可能只是一面之词,因为所选择的样本企业的创新活动,还与该企业所处的产业、技术状况、竞争程度等许多因素有关。

三、董事会的构成

上面的分析表明,应在董事会中有适当比例的执行董事和非执行董事,并让他们从事适合其身份和角色的职责,这样既能发挥执行董事在掌握企业内部信息和执行董事会决议等方面的优势,又能发挥非执行董事的监督独立性,以及拥有投资、财务、法律、管理等专业知识方面的特长。相反,清一色的执行董事或非执行董事组成的董事会,在结构和功能上未必是最好的,执行董事、非执行董事在履行的职责上出现角色错位,也会严重影响董事会的功能发挥。然而,怎样的执行董事和非执行董事结构比例才算最优?对此,无论从理论还是实证上都无法给出一个令人满意的回答。如果说有最优的话,也只是针对特定的公司,而且一个公司的最优与其他公司的最优可能大不相同。因为影响董事会构成的因素很多,除了上面分析的法律、股权结构、对战略管理的介入程度等因素外,企业的规模和发展阶段、所处产业的创新和风险特征、对决策及其执行的时效性和应变性的要求、高层管理人员的素质及企业文化等,在不同企业间可能出现很大差别,从而会直接或间接影响董事会的构成差异。比如:从极端情况来看,如果公司的高层经理人员个个都是投资、金融、证券、法律等某一方面的专家,就不需要从外部再聘请这方面的专家做董事;相反,如果公司内部上述方面的人才很缺乏,就需要多从外部聘请专家做董事。再如:对股权很分散或存在一股独大的公司,当董事会内部出现争执时,若独立董事占1/2以上,就有可能强化董事会中的积极因素,使其做出正确的决策,因此,在这样的公司,独立董事占1/2以上,可能是一种好的董事会结构,而对于存在多个实力大体相当的大股东的公司,上述结构未必最优(如日本)。这些都说明,对于董事会的构成,除了对财务、审计等独立性很强的职责要求由独立董事来做外,对于执行董事和非执行董事的



比例,不宜用法律或制度作出统一的规定,若要规定,充其量也只能对独立董事比例的底线作出规定,具体的比例应由企业根据自己的实际来定。

尽管不能从一般意义上回答什么样的董事会构成最优,对于特定的公司,仍可按照以下步骤,大体上找到合适的董事会构成。一是参照规模和业务大体接近的大多数公司,确定本公司董事会的规模,即董事的总人数;二是在既定的董事人数下,对独立性很强的职责,如董事提名、总经理报酬、审计等,全部或基本上由独立董事来做,对投资、法律、证券等专业性很强的业务,如不能靠聘请顾问而必须由董事来做,外部的独立董事一般也是最合适的人选;三是对剩下的其他职责,应首先在本企业的管理人员中寻找,找不到合适的,再聘独立董事。按照上述步骤确定的董事会构成,基本上能保证不同董事的身份和专长与其所承担的职责特征相符。

四、董事会构成形态的发展及现实特征

在各国公司法中,董事会都被赋予治理公司的重任。近10年来,各国进行的公司治理改革也都把董事会的改革放在最重要的地位。这类改革的背景是董事会被管理阶层控制,管理阶层决定董事会的构成,这与公司法的要求正好相反。改革的主要内容包括:总经理(CEO)与董事长(董事会主席)职位相分离,后者由外部(独立)董事担任;增加外部(独立)董事比重;建立和完善完全由外部(独立)董事组成的各种职能委员会(特别是董事提名委员会、报酬委员会和审计委员会等);以股票和股票期权形式向董事提供报酬。

作为一种资源配置的具体组织形式,从其出现到现在公司制度已发生了巨大的变化,整个制度更趋完善,运行效率越来越高。仅就董事会制度来讲就发生了以下明显变化^①:

(1)独立性更强。从20世纪80年代开始大部分公司的董事会都已经主要由外部人员组成。独立董事在董事会中的比例不断增加,英美等国的独立董事在董事会中的比例平均超过60%,有的甚至高达90%以上;大陆法系国家,如法国、德国等,其董事会中独立董事的比例相对来讲要低一些,一般为30%左右。有的学者预言“独立董事长”将在不久的将来出现。

(2)董事会规模变小。随着规模经济理论、边际效益理论和新型融资工具的提出和广泛运用,公司的规模普遍扩大了,但董事会的规模却越来越小了。如美国,1987年公司董事会成员平均为14人,到1992年却减少到了12人。

(3)董事会的职能专门化。随着生产经营活动的专业化发展,董事会的职能逐渐被专门化并由相应的专门委员会来分别行使。这些专门委员会一般包括:执行委员会、审

^① [美] 玛格丽特·M·布莱尔. 所有权与控制——面向21世纪的公司治理探索. 张荣刚译. 北京: 中国社会科学出版社, 1999. 65



计委员会、提名委员会、报酬委员会、决策委员会,有的公司董事会还设有特殊社会责任委员会、环保委员会、公司职业道德委员会和公司治理委员会等。

(4) 董事长兼总经理的现象大为减少。

第二节 各国公司董事会构成的差异及其原因

一、不同国家董事会构成上的差异

董事会的构成可以从董事的年龄、性别、董事长与总经理(CEO)是否兼任等不同方面进行划分。但此处,笔者拟主要从董事的独立性大小或是否直接参与公司的高层管理,将董事会的构成分为执行董事和非执行董事,也称内部董事和外部董事。北美一些国家所称的内部董事,是指那些同时也是公司职员的董事;外部董事则指那些不属于公司职员的董事。而在英国及英联邦国家所讲的执行董事,是指同时兼任公司高级管理人员的董事,他们既参与董事会的决策,同时也在其管理岗位上执行董事会的决策,显然,执行董事都是内部董事。非执行董事是指公司从外部聘请的在战略管理、金融、投资、财务、法律、公关关系等方面具有专长的知名人士,他们通常是某一方面的专家、学者或其他公司的总裁、董事长,只参与董事会决策而不参与高层管理。非执行董事明显包括了外部董事,除此之外,那些兼任公司中低层管理人员或一般职员的董事,也视作非执行董事。不过,在实践中,由于中低层管理人员或一般职员担任董事的情况比较少见,因此,一般而言,内部董事与执行董事、外部董事与非执行董事涵义几乎一致。为方便起见,此处统一用执行董事与非执行董事的划分。

最近,在我国呼声很高的独立董事,是指不持有公司股票或持有的股票少于公司全部股权5%的那一部分非执行董事,也就是说,独立董事首先是非执行董事,独立于总经理;其次是非股东或非大股东,从而独立于大股东。很显然,执行董事和非执行董事相对于经理层的独立性及拥有的专长有很大差别,他们在董事会中所占的比例不同,对董事会的结构及职责的发挥可能产生较大的影响。

一些学者还从治理与管理的关系上分析了董事会的构成。穆勒(Mueller, 1981)认为,治理涉及到公司战略方针的制定、控制和监督,以及公司与外部的社会、经济和文化联系,管理则是运用一定的方式来指导或监督某一活动,以达到特定的目标。具体讲,治理的焦点在外部,管理的焦点则在内部;治理基于战略考虑,管理基于战术考虑;治理考虑公司往哪里去,管理则考虑怎样使公司到那儿。Tricker(1994)在此基础上进一步指出,治理是董事会的工作,管理则是经理层的事情,管理是一个等级体系,而董事会成员



则拥有同等的权利和责任,尽管董事长可能拥有更大的权力或影响力,但是并没有法定的等级。治理与管理虽有这些区别,但不能截然分割,其中战略管理、执行董事及公司的组织体制是联结治理与管理的重要纽带。根据这种分析,Tricker把董事会比作一个圆圈,置于管理体系的最高层,其主要任务是从事公司治理,而管理体系是一个等级型,主要从事经营管理事务。这样,按照上面对董事会成员与管理层关系的分析,可有四种董事会构成:第一种类型是全由执行董事构成;第二种是主要由执行董事构成;第三种是主要由非执行董事构成;第四种是双层结构,董事会(在德国称监事会)和管理层(在德国称理事会)没有交叉和重叠,没有人既是董事又是管理人员。

上述四种类型在现实中也都能找到对应的原型,其中第一种类型对应着许多小型公司、家族公司以及集团公司内部子公司的董事会结构;第二种类型的典型是日本公司,董事会几乎全部由执行董事构成;第三种类型的典型是美国公司的董事会,非执行董事占绝大多数(见表12-1);第四种类型的典型是德国公司的监事会(相当于其他国家的董事会),高层管理人员不能兼任监事。

表 12-1 美国七大公司董事会组成人员略表

公司名称	董事会总人数	内部董事人数	外部董事人数	外部董事组成				部董事所占比率
				专家董事人数	其他公司(前)任董事长人数	投资机构代表人数	个人投资者人数	
IBM	19	5	14	7	6	1	1	74%
AT&T	16	3	13	5	7		81%	
阿莫科	13	4	9	1	6	2		69%
英特尔	13	5	8	5	3		62%	
联合技术	12	2	10	5	4	1		83%
DEC	11	1	10	5	5			91%
美国运通	16	4	12	5	4	2	2	75%

资料来源:陈晓剑等. 贵公司的董事会构成合理吗? 中外管理, 1999(10)。

表 12-2 日本代表性公司的董事会构成表

名称	佳能	夏普	东芝	丰田
董事会主席	-	1	1	1
总裁	1	1	1	1
副总裁	1	2	2	4
高级管理董事	3	4	5	7
管理董事	6	5	8	11
董事	12	15	11	26
法定检察人	3	3	3	5

资料来源: Bol tricker Corporate Governance, Prentice Hall, 1994. page. 20



二、造成董事会结构构成差异的原因

(一)法律、制度上的差异

如美国的有关制度规定,上市公司董事会内部必须设立报酬委员会、董事提名委员会和审计委员会,这些委员会的董事都必须或基本上是独立董事。其他国家没有这样严格的制度规定,从而从规制上造成美国上市公司独立董事的比例大大高于其他国家。而是否进行这样的法律规定,又与不同国家对董事会的独立性和其他利益相关者在公司治理中权利重视程度不同有关。如:美国的公司法特别强调董事会的独立性及其对股东利益的忠诚,由此造成独立董事和股东利益主导型的董事会结构;德国和日本则在公司治理中强调劳资关系协调和其他利益相关者的重要性,股东、员工和债权人等利益相关者在董事会中都有其代表,其中德国还用法律来确认并保障合作决策的实施,要求大公司的最高权力机构——监事会中,职工代表和股东代表各占一半,且监事不能同时兼任高级管理人员;与其他国家强调外部董事的独立性相反,日本公司的董事会人员,几乎都是按照内部晋升体系,从职工中的优秀者层层提拔而来,而且董事会也是一个等级型结构,其中名誉董事长的地位最高,一般由前任总经理(社长)担任,主要利用其声望,以利于与外界(政府、银行等)的联系,其次是总裁(社长),董事又按职位高低分高级管理董事、管理董事及董事。由于日本大公司还把董事作为社会身份和地位的象征奖给那些对公司有突出贡献的人,并不赋予实权,从而使董事会人数膨胀,少则30人,多则50人,而美英同样规模的公司一般为十几人。

(二)公司的股权结构、资本市场的发育程度以及公司文化的差异

这在美、日公司董事会的构成上反映得最为明显。相对于日本,美国上市公司的股权比较分散,小股东在利用董事会进行公司治理上存在着明显的“搭便车”行为,在此情况下,如不强调董事的独立性,董事的提名、报酬及是否连任等就会被经理层控制,从而使董事会可能变成由经理层操纵的“橡皮图章”,丧失在公司治理中应有的作用。另一方面,美国的股票市场高度发达,敌意接管频频发生,“用脚投票”即公司控制权市场在公司治理中发挥着十分重要的作用,这在一定程度上也弥补了董事会实际职能的不足;又由于美国的传统观念把公司看成利润最大化的组织,在企业管理中更多强调集权和专家决策,从而降低了执行董事的重要性。相反,日本上市公司的股权比较集中,股票市场的流动率及发育程度明显比美国低,敌意接管的威胁也比美国小得多,在此情况下,大股东就主要靠董事会来进行公司治理;又由于日本的企业文化把公司看成是社会的构成单位,注重公司的社会责任,因此似乎不再需要外部董事进入董事会,加之日本企业在管理中,注重员工参与,强调决策的一致性和员工的认同感,从而增加了执行董事的重要性。



(三)董事会对整个战略管理过程的介入程度不同所引起的内、外部董事比例的差异

管理理论认为,战略管理过程可以分为以下5个阶段:战略方向与使命的确定;战略方案的提出与选择;战略实施;战略实施中的控制;实施效果的评价。按董事会参与战略管理过程的程度可以把董事会扮演的角色分为两种极端:“看门人”型(松控型)和“领航人”型(紧控型)(田志龙,2000)。当董事会只起“看门人”作用时,战略管理的大部分职能移到经理层,董事会起到的只是审批结果或事后控制的保障作用,如对经理班子工作的业绩进行评价,决定他们的报酬和聘任工作。而在“领航人”型董事会模式下,战略管理的大部分职能都由董事会亲自完成,经理层只部分参与到战略方向确定、方案拟订中,并主要负责战略实施工作。很显然,董事会扮演的角色不同,对董事会的构成和运作机制的要求有很大差别。在“领航人”角色下,董事会相当于一个常设机构,而不是1年召开1~2次会议。显然,执行董事最适合这一情况。如上所述,日本公司的董事会几乎完全由内部的执行董事构成,每月甚至每个星期都举行会议,这样的董事会更可能发挥“领航人”作用。相反,在“看门人”角色下,董事会更像一个监控机构,定期召开会议,非执行董事容易适应这一情况。美国公司的董事会由于其体制特征,更可能发挥“看门人”作用,给企业家留下了较大的活动空间,也增强了企业家的权力和责任。

第三节 董事会结构与公司治理绩效关联性的一般分析

一、董事会结构与公司绩效

(一)董事会结构与董事会行为特征

有两种方法可以揭示董事会结构与公司绩效的相互关系。一是研究董事会结构与董事会履行具体职责方面的行为特征,比如经营者解任、发起收购、抵制收购等方面。这可以揭示不同董事会结构在履行不同职责时所体现的不同行为特征,这方面数据比较容易收集和处理,得出有统计意义的结论。但是,这种方法不能揭示董事会结构与公司整体绩效的关系。同一董事会结构在履行不同职责时可能有不同的效果,比如多数独立型董事会经营者解任方面可能表现突出,而在其他方面则不一定,相互抵消之后,其整体业绩可能是零。第二种方法就是研究董事会结构与公司整体绩效的关系。这种方法避免了第一种方法的局限性,但是也有其自身的不足,主要是因为考察公司绩效需要涉及相当长的时间,这当中有许多环境因素。即使是董事会与公司绩效之间具有某种相关关



系,也难以形成有统计意义的结论。我们首先在本节采用第一种方法,在下一节采用第二种方法,以弥补各自的不足。

1. 解任经营者

经营者解任是董事会的中心任务。威斯巴克(Weisbach,1988)研究发现,多数独立型董事会比其他董事会更善于解除绩劣经营者,而一般董事会在解除绩劣经营者方面行动迟缓。

董事会除了负责经营者解任之外,还要为公司物色优秀经营者人选。这不仅是经营者被解任情况下需要,在经营者主动辞职或者退休情况下,均有此需要。有关研究发现(Borokhovich, Parrino & Trapani, 1996),独立董事比例高的董事会倾向于任命外部经营者,而其他董事会则倾向于任命内部经营者。这种抉择孰优孰劣,也尚难下定论。

总之,即使说多数独立型董事会善于控制和监督经营者,在经营者解任和审查收购要约条件方面表现突出,但是由于这些董事对公司业务不熟悉,可能并不善于为经营者出谋划策。在美国,由于《克莱顿法》的作用,董事不得在相互竞争的公司兼任董事,使得独立董事对其所在行业了解甚少,更有可能降低独立董事的控制和监督质量。

2. 收购

拜尔德和希克曼(Byrd & Hickman, 1992)的研究表明,作为收购方,如果其董事会为多数独立型,其平均股价收益为零,其所发出的要约价位较低。如果没有多数独立型董事会,其净损失为1.8%。另一项研究也发现(You et al, 1986),内部董事比例与收购回报之间具有负相关关系。这说明独立董事有助于制约经营者缔造公司帝国,乱铺摊子,使出高价购买其他企业同样得以遏制。

3. 反收购

布利克利等人(Brickley, Coles & Terry, 1994)研究发现,在设立毒药丸之后,如果该公司是多数独立型董事会,股市反应为非常强烈的正面效应;如果没有多数独立型董事会,股市则有显著的负面效应。这说明投资者相信,多数独立型董事会更加可能为其争取更好的收购价位,而不只是阻止收购而已。但是,另一项研究则发现完全相反的结果(Sundara - muthy, Mahoney & Mahoney, 1996),设立毒药丸和其他反收购措施之后,恰恰是多数独立型董事会带来更多负面反应,而不是更多正面效应。马莱特和佛勒(Mallette & Fowler, 1992)研究表明,独立董事的比例与公司设置反收购措施之间没有大的相关关系。

4. 经营者报酬

科尔等人(Core, Holthausen & Larker, 1997)发现,经营者报酬数量与公司独立董事比例呈正相关关系,而董事会所确定的报酬恰好与公司未来业绩呈负相关关系。显然,独立董事并不善于确定适当的经营者报酬。这有可能是由于独立董事过去是经营者或其



他公司现任经营者。在独立董事比例高的公司,其他高级管理人员报酬也相对较高(Lambert、Larcher & Weigelt,1993)。有人研究发现(Yermack,1997),董事会独立性愈大,愈有可能在公司股价上升前夕减少经营者股票期权。

5. 公司成败

查甘缔等人(Chaganti、Mahaian & Sharma,1985)对1970~1976年之间21组成功和失败的公司进行对比之后,发现公司的成败与其董事会结构无相关关系。失败公司在其前5年,无增加独立董事的明显倾向。迪州等人(Dechow、Sloan & Sweeney,1996)还发现,内部董事为主的公司,如果没有审计委员会,更可能从事欺诈性财务报告。莱特(Wright,1996)则没有发现董事会结构与财务报告整体质量有任何相关关系。

6. 影响董事会结构变迁的因素

赫马林和威斯巴克(Hermalin & Weisbach,1988;Weisbach,1988)发现,在公司业绩不好时,公司有可能增加独立董事比例。克莱因(Klein,1997)和巴格特等人(Bhagat & Black,1998)也发现,过去赢利率较低的公司,有较高比例的独立董事。但是在其研究中,他并没有发现在1991年股价回报最低的公司,比绩优公司在1992年和1993年增加更多独立董事。丹尼斯和萨林(Denis & Sarin,1997)研究显示,在前一个年度股市回报高于平均水平的公司也大幅度增加独立董事。浦菲斐(Pfeffer,1972)研究发现,董事会结构与规制环境具有相关关系。政府规制愈多的公司,内部董事愈少,律师等独立董事就愈多。

(二)董事会结构的调整与公司整体绩效的变化

1. 任命新董事

罗森堡和怀特(Rosensten & Wyatt,1990)研究指出,如果公司增加新的外部董事,股价上升0.2%。

2. 董事会规模的变化

耶迈克(Yermack,1996)发现,公司董事会规模与托宾Q之间呈显著的负相关关系,其与公司盈利率的若干会计指标之间同样呈显著负相关关系。艾森堡等人(Eiscnberg、Sundgren & Wells,1997)对芬兰900家中小型公司研究后发现,董事会规模与资产回报率呈负相关关系。

3. 董事会专门委员会的组成

克莱因(1998)对是否设立专门委员会及其人员构成情况与公司绩效之间关系进行了研究,她发现很少有证据表明,以独立董事为主的专门委员会,比如审计委员会、报酬委员会和提名委员会等影响公司绩效,不管其是否配备相应职员。相反,投资委员会的内部董事席位则与公司绩效有正相关关系。可见,绝对独立型董事会并不一定好,因为缺少这种角色的内部董事。

4. 董事会结构



万斯(Vance, 1964)发现内部董事与公司多项绩效指标有相关关系。贝辛格和巴特勒等人(Baysinger & Butler, 1985; Hermalin & Weisbach, 1991; MacAvoy et al, 1983)均发现,董事会结构与当年公司绩效各项指标之间没有显著相关关系。他们发现20世纪70年代独立董事比例与20世纪80年代股份回报相关,独立董事愈多,股份回报率愈高。

目前绝大多数研究都是集中考察内部董事和独立董事对绩效的影响,没有排除灰色董事因素。惟一例外就是克莱因(1997),她发现不同类型的灰色董事与公司绩效没有相关关系。灰色董事之所以能够进入有关公司董事会,主要是这些公司需要灰色董事的专长。在澳大利亚,劳伦斯和斯塔普顿(Lawence & Stapledon, 1997)移植巴格特和布莱克(Bhagat & Black, 1997)同样的研究方法,对澳大利亚董事会进行了研究,其结论类似,即独立董事比例与公司各项绩效指标之间只是具有非普遍性的分散性的相关关系。巴格特和布莱克的研究方法是,旨在克服以前只是就董事会结构与单项绩效指标的关系进行研究的局限性,综合考察较长时期多项绩效指标与董事会结构的关系。其结果是,如果董事会结构与公司绩效之间具有直接相关关系,则这种关系较为薄弱,且随时变化。没有连贯的证据表明,独立董事比例影响公司未来绩效。高比例的独立董事与近期缓慢增长和低股份回报具有相关关系,但是与未来绩效没有相关关系。内部董事的比例与过去股份回报高、盈利率的许多会计指标之间具有正相关关系。这种相关关系在单项指标考察中尤其显著,比如托宾Q,如果加入其他因素,显著性则下降。内部董事比例较高的公司,资产运用状况较好。然而,独立董事比例则与这些指标呈负相关关系。

二、独立董事主导的董事会机构及其对公司治理绩效的影响

经合组织(OECD)1999年的调查显示,独立董事在董事会中的比例,美国为62%、英国为34%、法国为29%。而1999年《财富》所评出的1000强美国公司汇总董事会的平均规模为11人,其中外部董事为9人,内部董事只占2人。为此,经合组织在《OECD公司治理结构原则及注释》中指出:“独立的董事会成员能对董事会的决策做出重大贡献,对董事会和经理层的业绩做出客观评价。另外,当经理层、公司和股东在某些方面利益不一致时,如执行官报酬、职位继承计划、公司控制权的变化、反收购计划、大规模收购以及审计职能等,他们都能发挥重要作用”^①。具体来讲包括:

(一)有利于完善董事会的素质结构、实现董事资源的高效配置、提高董事会的整体决策能力

现代公司理论表明,公司整体决策能力是由知识、信息、权力、时间等经营资源要素

^① 程定华. 让独立董事既“独立”又“懂事”. 经济日报, 2001-08-06





共同作用形成的^①。在这些因素中,权力、动机和时间等要素的可变性较小,而知识和信息的可变性和可变量却比较大。由于独立董事的选任原则上可以不受对象范围的限制,各公司可根据自己的生产规模、业务范围、产品特点等依法或公司章程聘请一定数量的独立董事。独立董事都是某一方面的专家,他们进入董事会不仅可以直接带入公司发展所需的各种知识和信息,而且还可以大大提高董事会的整体决策能力,为公司的发展提供可靠的组织保障。

独立董事的这一作用具体表现在(1)为公司带来新信息、新思想、新技能(2)帮助公司更广泛地接触其他行业、金融市场、政府和新闻媒体(3)对公司的计划和绩效评价提供客观和理性的意见(4)帮助管理层识别机会,预期潜在的问题,制定合适的发展战略。

(二)有助于在公司所有权、决策权和管理权之间形成合理的制衡机制,实现公司权力资源配置最优化,并有效遏止“内部人控制”现象,维护公司所有者、特别是小股东的权益

从经济学的角度看,“内部人控制”是指公司内部人掌握了公司的剩余控制权和剩余索取权的状态。根据现代公司理论,“内部人控制”是公司所有权与经营权分离后不可避免的一种内生现象。只是在不同的制度环境下“内部人”对公司控制的程度不同罢了。辩证地分析,“内部人控制”对公司生产经营的影响既有有利的一面,也有不利的一面。对于“内部人控制”问题可以从内外两方面加以控制。就外部方面看,可以通过营造良好的外部竞争环境,如建立经理人员市场,给经理们形成强大的就业竞争压力,从而迫使公司经营者更加关注公司的利益。就内部方面而言,则可以通过完善公司所有权、决策权和经营权之间的制衡机制来实现对“内部人控制”的有效遏止。

独立董事的这一作用具体表现在(1)审查公司的重要决策(2)保证公司的财务及其他控制系统有效运作(此功能可通过在董事会内设立审计委员会完成)(3)保证公司的运作遵守法律、法规 and 公司章程(4)依照较高的标准评价和监督管理层的表现(5)保证股东准确、及时、完整地掌握公司的有关信息(6)判断公司是否达到了其他主要利益相关者——雇员、债权人、供应商、消费者、特别利益集团、社会等的预期。

(三)有利于促使上市公司客观、公正、准确地披露公司有关信息资料,确保资本市场的基本安全,维护公司潜在投资者的利益和社会经济秩序

公司制度和证券制度是现代市场经济运行的两大制度支柱。股市是人类迄今发明的最便利的融资场所,发行股票也就自然成了商海弄潮儿最乐意采取的也是成本最低的

^① [美]约翰·科特、苏曼塔·侯莎尔. 未来的总裁. 李小刚,张志武译. 成都:四川人民出版社,2000. 130~



融资手段。然而,对于投资者来说,购买股票则是一种效益性与风险性共存的投资方式。与此同时,作为经济运行的“晴雨表”,股市也是现代社会经济秩序的基本影响因素。作为一种制度设计,或者说一种制度性资源,证券制度,特别是股票制度其内设价值的实现程度取决于投资者对股市的信任度,而决定股市信任度的基本因素应是上市公司所披露信息全面性、客观性和准确性的可信度。因此,为了培养、保护和提高投资者的股市投资积极性,维护投资者的合法权益,充分发挥资本市场的融资效能,必须建立有效的上市公司信息披露制度,以确保投资者能够全面、准确、及时地获取股票发行公司的有关信息资料。独立董事制度应不失为解决这一问题的有效手段。独立董事在这方面的作用主要是通过有关独立董事的一些特殊权力和责任来体现和完成。如规定上市公司的有关信息资料,必须经过独立董事或由独立董事组成的专门委员会审查后,才能提交证券交易所按法定程序和方式进行披露。

为了从制度层面解决日益严重的大股东操纵董事会、“内部人控制”及信息披露中的严重违规行为,中国证监会也决定在上市公司中引入独立董事制度。据有关规章要求,到2002年6月上市公司的董事会中必须有2名独立董事;到2003年则必须有3名或3名以上的独立董事。为此,中国证监会已开始培训独立董事。根据即将出台的相关文件,独立董事由股东大会决定,但须得到证监会认可。接受专门培训是获得独立董事任职资格的必经程序。据有关部门统计,到目前中国已有100多家上市公司设立了独立董事。尽管在具体运行中还有许多不规范的地方,实际效果也无法与英美等独立董事制度原创国相比,但其在个案中显现出来的实际作用已在一定程度上证明了这一制度在中国证券领域这块沃土上的适应性。如:白云山制药股份有限公司在1999年聘请了两名独立董事,两名独立董事到任后在认真分析市场和公司的实际情况后提出了调整公司产品结构的建议。公司根据独立董事的建议对公司的产品结构和业务范围进行了重大调整,结果公司当年的主营业务比上年增加80%,并一举扭亏为盈^①。

三、董事会规模对公司治理绩效的影响

对董事会作为一种治理机制研究的另一个问题是董事会的规模问题。董事会中董事人数太多,对于董事会作用的较好发挥与公司的治理具有不良影响。这种不良影响,首先表现为董事会规模太大,会出现董事会成员间沟通与协调的困难;其次表现为董事会成员会倾向于不再坦率地批评总经理的错误做法,或者对总经理的工作绩效进行直率的评价,原因主要在于在很多董事会成员面前批评总经理会招致其极大的怨恨和报复,因而使得董事们在评价、监督经理时变得迟疑与犹豫,最后表现为董事会成员们会产生

^① 人民日报,2000.9.5





“搭便车”的动机。这种情况在董事会成员们所持股份较少,公司项目失败或经营亏损对董事们而言实际损失不大的情况下更易发生。

当然,董事会规模大也会存在一定的益处:一是董事会人数较多会使得董事会内部的专业知识、管理知识得以较好地达到互补;二是大的董事会往往有代表多方利益的代表参与,如代表少数民族、妇女、劳工、社区乃至环境保护者等的代表参与,因而有利于协调各方利益;三是大的董事会有利于吸收各种不同的意见,减少公司的经营风险。

然而,董事会规模偏大导致的缺乏创新与效率以及导致董事会存在机能障碍的负面影响超过规模较大带来的正面影响。这从西方经济学者对有问题公司为摆脱困境所采取的措施的研究结果中,似乎可以找到证据,因为这些绩效较差公司的新的控制者或收购方一般都采取了缩减董事会规模的措施(Yermack,1996)。另外,董事会规模较大导致公司缺乏创新对公司而言也可能是致命的,因为从企业经营的角度来说,创新因素是关键。

四、专业化分工的董事会构造及其对公司治理绩效的影响

应该说,委员会的存在对于董事会很好地发挥作用是非常有益的。第一,它明确了董事会的各种职责,并且将这些职责落实到了几个人身上,这无疑有利于董事会的作用发挥与效率提高。第二,像执行委员会之类的常设机构,可以有助于董事会直接参与公司的重大问题,也有利于董事会对公司经营信息的获取。它使非执行董事感到对公司事务的参与更多了,同公司的关系也更近了,同时有利于委员会内的非执行董事之间及执行董事与非执行董事间的交流。它创造了一些条件,使非执行董事能够相互就公司的关键问题,包括董事长和总经理的能力、经营情况、报酬等交换看法,并形成判断。第三,一个强有力的审计委员会或报酬委员会和提名委员会,将可以对一位成功的、有领袖魅力的董事长或总裁的权力形成最有力的制约。

综上所述,董事会的类型结构与职能分工结构对公司治理行为的影响具有重要作用。规模较小的董事会,可能更有利于公司治理。

第四节 独立董事与公司治理

一、独立董事制度溯源

独立董事(independent director)原指外部董事(outside director)或非执行董事(non-executive director),前者是英国公司法的称谓,后者为英国及英联邦国家的用语,是指那



些不在公司全天工作(director who attends board meeting and gives advice ,but does not work full-time for the company)或不受雇于一家公司的董事(director who is not employed by the company)^①。上述称谓在香港演变成“ 独立的非执行董事 ”,即担任这类职务的人员,非但不是公司的雇员,而且不能是公司的大股东。在大陆,依照我国目前的有关规定,独立董事是指“ 不在公司担任除董事以外的其他职务,并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事 ”^②。

独立董事制度的产生与公司治理结构不断完善是紧密相连的。独立董事的概念和制度来自美英法国家。提议和接受在一般公众公司中推行独立董事制度的背景可归于美国 20 世纪 60 年代的政治混乱——越南战争、水门事件及其他的政治、经济丑闻,使人对政治,也包括对大公司失去了信心。20 世纪 60 年代后期,随着公司损害股东利益事件的增加以及许多曾经名声显赫的大公司不断倒闭,董事会的作用,尤其是执行董事会的作用,受到了人们的普遍质疑。在加拿大,劳伦斯委员会报告(Lawrence Committee Report , 1968)强调非执行董事对公司绩效提高的重要性。Kimber(1969)认为这预示着一种趋势,即人们开始将非执行董事视为股东权益或(间接的)公共利益的主要保护者。英国著名的公司治理专家 Bob Tricker(1978)加强了这一概念,强调这些董事不但应该是“ 非执行的 ”,而且还应该独立于公司和管理层。Tricker 认为英国的董事会必须打破由执行董事把持的状况,独立董事应该在董事会中占主导地位,这样董事会才能在管理层的专业技能与独立董事的独立性和客观性之间取得更好的平衡,而这种平衡是董事会正确决策的必要条件。

1982 年,英国成立了“ 非执行董事促进协会 ”(PRONED),该协会得到了包括英格兰银行在内的许多英国全国性组织的财务支持。协会的目的就是促进英国的公司更广泛和更有效地使用独立非执行董事。从那以后,独立非执行董事在英国公司董事会中的数目逐渐增加。1991 年 5 月,英国的 Cadbury 委员会调查研究后认为,公众公司的董事会应当至少有 3 名非执行董事,其中至少有 2 名是独立的,董事会主席应该由非执行董事担任。

20 世纪 70 年代由于几家美国公司卷入了向官员行贿等丑闻及一些性质恶劣的不当行为中,法院判决要求公司改变董事会结构,要求董事会必须由大部分外部董事组成。美国证监会为阻止大公司滥用权力,也积极推动对公司治理结构的改革。相关的研究也发现董事会的职能日渐削弱,CEO(首席执行官)和内部董事等高层次管理人员获取了董事会的控制权,董事会在确定公司目标和发展战略时形同虚设,丧失了监督经营者的职

① [英] P·H·科林·英汉双解法律词典·陈庆柏等译·北京:世界图书出版公司,1998.172

② 中国证监会·关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见·中国证券报,2001.8.22



能。如 20 世纪 70 年代末 80 年代初,美国出现了很多对公司董事会或管理层不信任的法律诉讼案。类似的情况,在其他市场经济国家也有发生。如何防止内部人控制及大股东操纵,完善董事会的职能与结构,从而重树投资者的信心,成为全球范围内企业所关注和需要解决的问题。于是,人们开始意识到引入独立董事制度以强化董事会的职能,确保董事会运作的公正、透明的必要性。因此,就有咨询机构开出了引入独立董事参与决策的咨询报告。在董事会中引进独立董事正是在这一背景下产生的。

“独立董事”的概念最早出现在 1992 年的一份研究报告。20 世纪 80 年代,国际上几家有名的大型公司相继倒闭,基于此,伦敦几家著名的从事审计和管理规范的研究机构在 1992 年提交了一份名为《社团法人管理财务综述》的报告,即《凯得伯利报告》(简称《报告》)。《报告》指出:“董事会中应有足够的有能力的非执行董事,以保证他们的意见能在董事会的决策中受到充分重视。”这就是独立董事(Independent director)概念的产生。

美国是独立董事制度建立最早,也是最为完善的国家。从 20 世纪 30 年代开始,美国证监会就建议公众股份公司设立“非雇员董事”。美国 1940 年《投资公司法》中规定,董事会中至少 40% 的董事必须为独立董事。1977 年,纽约证券交易所开始在上市条件中规定上市公司应该自 1978 年 6 月 30 日开始设立监督委员会,该委员会应该全部由外部董事组成,以确保公司会计和审计的准确性。1991 年,美国证券交易所规定,上市公司至少应有 2 名独立董事,并设立监督委员会,其中一半以上的成员为独立董事。全美证券经纪商协会(NASD)最初规定 NASDAQ 市场的上市公司董事会必须至少有 2 名独立董事,1998 年又进一步要求上市公司的审计委员会必须由至少 3 名独立董事组成^①。

二、独立董事制度比较^②

(一)制度规定形式比较

独立董事制度规定主要出现在各国和地区有关机构和企业制定的“公司治理指引”(Corporate Governance Guideline)、“公司治理原则”(Principle)、准则(Code)和最佳做法(Best Practice)中。一般而言,证券监管部门和交易所的规定具有强制性,上市公司必须遵守,而由一些国内、国际组织、机构和基金公司等制定的制度规定对公司只具有指导意义,不具有强制性。

在诸多涉及独立董事制度规定的公司治理原则、准则、最佳做法中,一个值得注意的现象是,其中很大一部分是由投资基金或基金管理公司为首的机构投资者制定的。美国加利福尼亚公职人员退休基金(CALPERS)的公司治理原则对美国和国际公司治理产生了巨大影响。

^① ^② 孔翔. 中外独立董事制度比较研究. 管理世界 2002(8)



为什么基金公司会热衷于制定公司治理指引、独立董事制度呢？前面谈到，英美传统的公司治理机制强调的是外部市场对公司的压力，股东对公司治理的参与主要采用被动的“用脚投票”的方式，即通过买进卖出股票对公司的管理层施加影响。20世纪40年代以来，尤其是过去的20年，以养老基金和共同基金为主的机构投资者已拥有上市公司越来越多的股份，到20世纪90年代，机构投资者总体上已持有所有上市公司近一半的股权。尽管个别基金很少持有某一公司超过1%或2%的股票，但是作为一个整体，机构投资者常持有某些大公司60%以上的股票。机构投资者在实践中逐渐发现，单纯使用“用脚投票”的方法有时比较困难。机构投资者一般持股数量较大，当公司经营业绩不佳时，很难像小股东那样“用脚投票”，将手中的股票及时抛出。一旦他们决定出售某股票，由于持股数量较大，通常会对该股票的价格造成较大冲击，这就在客观上迫使机构股东长期持有股票。由于机构股东不能像小股东那样单纯通过出售股票来影响公司治理，它们逐渐将目光转移到公司内部，试图通过影响诸如公司董事的聘任、激励与约束机制、重大事项表决等发挥治理作用。

与国外独立董事制度规定相比，中国证监会发布的《关于在上市公司中建立独立董事制度的指导意见》（以下简称《指导意见》）可以说是最详细的。对独立董事制度做如此详细规定，并且对上市公司具有强制性，可以说全球仅此一家。

我国之所以对独立董事制度作如此详细的规定，其原因在于改善公司治理的原动力问题。在西方国家，改善公司治理的原动力来自于市场、来自于公司自身，是投资者、股东的需求。因此，监管部门、交易所等对公司治理、独立董事制度的规定只是对上市公司的基本要求。通常，公司自身制定的标准比监管部门、交易所制定的标准更高。

而在亚洲国家，包括我国，企业本身对改善公司治理的内在需求不足，改善公司治理的主要推动力来自政府，属政府主导型。由于企业自身缺乏内在动力，在遵守公司治理准则、独立董事制度等方面属于被动型，主要表现为仅仅满足最低标准。如果没有一个详细的制度规定，改善公司治理、建立独立董事制度等很可能会流于形式。因此，中国证监会对独立董事制度进行详细的规定是非常必要的，为独立董事在我国上市公司中发挥作用提供了制度上的保证。

（二）独立董事独立性比较

独立董事制度的核心内容是关于独立董事独立性的规定，而独立性的核心是与公司不存在重大利益关系。根据这个原则，各国和地区对独立董事的独立性从与公司的雇佣关系、与关联人的亲属关系、与公司的利益关系等几个方面进行了定义。

与国外独立董事制度相比，中国证监会的《指导意见》在“与公司的雇佣关系”和“与关联人的亲属关系”的规定比较接近，均对“上市公司或者其附属企业任职的人员及其直系亲属、主要社会关系”进行了限制。差别之处在于对上述人员任职时间的限制。《指导



意见》规定“最近1年具有以上所列举情形的人员”。美国证监会(SEC)的规定为2年,而美国全国证券交易商协会(NASD)的规定为3年。

《指导意见》在“与公司的利益关系”方面的规定与国外的差别较大。与美国证监会和全美证券交易商协会的规定相比,我国的《指导意见》在对“与公司的利益关系”的规定方面限制是比较松的,且主要侧重于对大股东进行限制,对与上市公司有业务往来公司仅限于“为上市公司或者其附属企业提供财务、法律、咨询等服务的人员”,没有对这些公司的其他雇员加以限制,也没有对主要供应商、经销商等与公司存在重大业务关系的其他公司雇员进行限制。

由于我国目前正处于独立董事制度建立的初期,考虑到如果对“独立性”的要求过于严格,上市公司可能难以找到合适的独立董事人选,因此《指导意见》对独立性要求较低是可以理解的。但是,随着今后独立董事制度的不断发展和完善,对独立董事独立性制定更加严格的标准,与国际接轨是很有必要的。

(三)独立董事人数与比例规定比较

独立董事人数与在董事会中所占的比例是一个关系到独立董事能否有效发挥作用的重要因素,几乎所有国家和地区制定的独立董事制度都对此作出了规定,我国也不例外。

与国外监管机构相比,中国证监会《指导意见》对独立董事人数与比例的要求是比较高的。但是,国外机构投资者对这方面的要求更高。我们前面已经谈到,由于西方国家改善公司治理的原动力来自于市场和投资者,因此监管机构制定的标准只是对公司的基本要求,公司自身的标准通常要远高于监管部门的要求。根据经济合作与发展组织(OECD)发布的研究报告《1999年世界主要企业统计指标的国际比较》,独立董事在董事会中所占的比例,美国为62%,英国为34%,法国为29%。另据Korn—Ferry公司2000年5月发表的调查结果《财富》美国公司1000强中,董事会的平均规模为11人,其中内部董事2人,占18.2%,外部董事9人,占81.8%。

从我国的情况来看,由于改善公司治理具有政府主导型特征,大多数上市公司往往仅限于满足最低标准,因此从有利于独立董事有效发挥作用的角度出发,监管部门有必要对独立董事人数与比例提出较高的要求。

(四)独立董事的任职资格比较

作为董事会成员,独立董事首先必须满足担任董事基本资格要求。此外,部分机构还对独立董事的任职资格提出了一些特殊要求,其中有些比较具体,而另一些是指导性的。

在对独立董事任职资格的要求方面,中国证监会的规定与国外比较接近,都强调独立董事的选择应侧重法律、经济和企业工作经验,并且必须包括至少1名会计专业人士。



在独立董事的选择上强调法律、会计等专业人士体现了各国建立独立董事制度的主要目的及因此赋予独立董事的特殊职责：保证公司遵纪守法、保证财务会计信息披露的真实可靠。

(五) 独立董事的职责与行使职权机构比较

国外对独立董事职责一般不做专门的规定。除了履行作为一般董事应尽的职责外，独立董事的特殊职责主要体现在其在一些董事会专门委员会中扮演的角色中。董事会内部设立专业委员会是一种受到普遍认可、便于独立董事发挥作用的有效形式。多数国家和地区的独立董事制度都明确要求公司必须设立独立董事占多数并担任负责人的审计、薪酬、提名等委员会，通过这种形式向独立董事授权，为独立董事发挥作用提供舞台。有些国家和地区还对各委员会的职责、功能作了详细规定。

针对我国上市公司大多数没有设立审计、薪酬、提名等董事会专门委员会的情况，中国证监会发布的独立董事制度《指导意见》对独立董事的职责作了比较详细的规定：（1）赋予独立董事一些特别职权，如对重大关联交易进行审核等；（2）如果上市公司董事会下设审计、薪酬、提名等委员会的，独立董事应当在委员会成员中占有 1/2 以上的比例；（3）对重大事项发表意见，并予以披露。

根据我国目前上市公司的现状，《指导意见》对独立董事职责以这样的形式进行规定仅仅是权宜之计。《指导意见》中除了少数几项职责规定比较明确外，大多数是以“可以”、“应当”、“提议”等形式规定的，在实践中难免流于形式。从长远来讲，为了使独立董事真正起作用，还是应当参照国外的做法，通过在审计、薪酬、提名等委员会中任职的形式，向独立董事进行实质性授权，使独立董事在审计、薪酬、提名等执行董事、经理层与公司之间容易产生利益冲突的事务上起主导作用。

(六) 独立董事的薪酬激励比较

独立董事最重要的特点是与公司不存在利益关系与冲突。因此，独立董事不能与公司之间存在重大经济利益关系，这决定了独立董事的津贴不能过高。独立董事不能对收入产生依赖性，否则独立性无法保证。

如何确保独立董事在与公司之间不存在重大经济利益的情况下，仍然能够有足够的积极性和动力为公司出谋划策、监督公司的管理层？传统的解释是出于声誉机制，因为一旦独立董事在公司中表现出应有的独立与客观，无形中将提升其声誉，增加其人力资本价值。因此声誉机制激励独立董事去监督执行董事和经理人员，从而在某种程度上避免独立董事与执行董事和经理人员之间的合谋。这也说明了为什么专家学者和知名人士会成为好的独立董事人选，因为人们预期专家会珍视自己的声誉，这促使他们更好地监督管理层。

然而，独立董事也是现实的“经济人”，在缺乏其他激励的情况下，他们可能没有足够



的动力有效地发挥作用。因此,通过一定方式给予独立董事与其职责相适应的报酬是非常必要的。

传统的方法给独立董事支付报酬主要采用固定津贴制,包括年费和出席会议费,与公司的业绩无关。从短期看,这种薪酬形式是合理的,因为独立董事的工作量与公司业绩可能是负相关的——公司的问题越多,越需要独立董事发挥作用,独立董事的工作量就越大。因此,将独立董事报酬与公司的短期业绩挂钩不具有合理性。

针对我国上市公司过去普遍实行的不向董事支付报酬的做法,为了激励独立董事充分发挥作用,也为了吸引优秀人才担任独立董事,中国证监会《指导意见》明确规定:“上市公司应当给予独立董事适当的津贴;除上述津贴外,独立董事不应从该上市公司及其主要股东或有利害关系的机构和人员取得额外的、未予披露的其他利益;上市公司可以建立必要的独立董事责任保险制度,以降低独立董事正常履行职责可能引致的风险。”

从国外的情况来看,有关的制度没有对独立董事薪酬作专门的规定,一般与其他董事相同。除了传统的固定薪酬制以外,近年来,部分美国公司为了激励独立董事更加积极地投入工作,使独立董事的利益与股东的利益保持一致,开始向独立董事提供股票期权,这是一个值得关注的发展方向。从长远来讲,如果独立董事充分发挥作用的话,将会影响公司的长期业绩,因此,对独立董事建立长期激励机制也有合理的一面。但是,在具体实施过程中,从保证独立性的角度来看,独立董事的股票期权方案应该不同于执行董事和高管人员的股票期权方案。

三、独立董事的作用和制度意义

尽管法律没有对董事进行分类,更没有规定不同类型董事应该承担不同的职责,但在实践中,独立董事的角色与执行董事是很不相同的。在西方国家,独立董事被看作是一个站在客观公正的立场上保护公司利益的重要角色,人们普遍预期独立董事能够承担起发现公司经营的危险信号,并且对公司的违规或不当行为提出警告的责任。因此,如果他们事先发现公司的违规或不当行为,就会受到股东和社会的谴责。从这个意义上讲,独立董事在公司中扮演的角色就像体育比赛场上的裁判员,如果比赛正常进行,则独立董事一般不对其进行过多干预。然而,一旦场上出现违规行为,独立董事的责任就是吹哨叫停,以纠正违规行为。

近年来,投资者、股东及市场越来越依赖独立董事密切监督公司的表现,并且在公司与经理层存在利益冲突的问题上,倾向于主要听取独立董事的意见与看法。越来越多地当公司出现问题时,人们期望独立董事质询、批评、甚至公开谴责管理层。现在,当公司面临收购、重组、清盘等可能与管理层发生潜在利益冲突的重要决策时,西方新闻媒体已习惯于引述独立董事的意见、态度与行动。

然而,仅靠独立董事不能保证公司不发生违规或不当行为。在美国,关于独立董事的角色与贡献仍然存在着争论。影响企业表现与行为的因素是复杂多变的,单凭独立董事就能解决公司治理中的所有问题的想法是不现实的。当且仅当公司董事会中独立董事达到一定比例,并且建立起一套完整的、有利于独立董事发挥作用的机制时,独立董事才有可能发挥一定的作用。

独立董事由于不依附或受制于任何利益集团,他们可以在监督公司经营管理、提高公司绩效、保护股东权益等方面发挥一定的作用。

四、在我国引入独立董事的争论

(一) 独立董事制度在中国的实践

对于独立董事制度,中国证券监督管理委员会在1997年12月发布的《上市公司章程指引》第112条中已有规定:“公司根据需要,可以设独立董事。独立董事不得由下列人员担任:(一)公司股东或股东单位的任职人员;(二)公司的内部人员(如公司的经理或公司的雇员);(三)与公司关联人或公司管理层有利益关系的人员。”但该条特别注明“此条为选择条款”,也即并非强制性的规定。

1999年3月29日,国家经济贸易委员会、中国证券监督管理委员会发布了《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》(以下简称《意见》),要求境外上市公司都应逐步建立健全外部董事和独立董事制度。《意见》第6项规定:“公司应增加外部董事的比重。董事会换届时,外部董事应占董事会人数的1/2以上,并应有2名以上的独立董事(独立于公司股东且不在公司内部任职的董事)。外部董事应有足够的时间和必要的知识能力以履行其职责。外部董事履行职责时,公司必须提供必要的信息资料。独立董事所发表的意见应在董事会决议中列明。公司的关联交易必须由独立董事签字后方能生效。2名以上的独立董事可提议召开临时股东大会。独立董事可直接向股东大会、中国证监会和其他有关部门报告情况。”

2000年11月3日,上海证券交易所发布的《上市公司治理指引(草案)》(简称《指引》)中提出,将来上市公司“应至少拥有两名独立董事,且独立董事至少应占董事总人数的20%”。这个《指引》关于设立独立董事的要求同样是非强制性的。

中国证监会主席周小川2000年1月中旬在全国证券期货监管工作会议上明确表示,要把“在A股公司中推行独立董事制度,进一步完善法人治理结构”作为重点工作之一。中国证监会于2001年5月19日发出通知,要求基金管理公司(包括正在筹建中的公司)必须完善治理结构,实行独立董事制度,其人数不少于公司全部董事的1/3,并多于由第一大股东提名的董事人数。

中国证券监督管理委员会在2001年8月21日颁布的《关于在上市公司建立董事制



度的指导意见》对独立董事在中国的实施作了明确的规定。比如：独立董事中至少 1 名会计专业人士，在 2002 年 6 月以前，境内上市公司中至少应有 2 名独立董事，在 2003 年 6 月 30 日以前，至少应当拥有 1/3 的独立董事，独立董事应当按照证监会的要求参加培训。这份文件对独立董事制度的规范将有重要作用。

据统计，1999 年报披露设立的上市公司为 18 家，聘请 36 名独立董事。2000 年报披露设立的公司达到了 56 家，聘请 103 名独立董事。截至 2001 年 7 月 20 日，披露聘请独立董事的公司达到 204 家，聘请 314 名独立董事^①。

（二）关于在中国引入独立董事的争论

1. 中国应该引入独立董事制度

在我国，独立董事制度的出台是证券市场发展到一定阶段后，在一系列内因和外因共同作用下的必然结果。就内因看，对董事会缺乏监督以及对管理层缺乏控制的治理结构已严重威胁到我国上市公司的持续健康发展，上市公司本身已具有对其董事会结构进行改革的需要。多年来的实践证明，我国上市公司股本结构集中度偏高，国有或非国有股“一股独大”的局面司空见惯，在这种资本结构下，许多上市公司的监事会形同虚设，董事会几乎无人监督，“内部人控制”问题严重，中小股东利益被侵犯的事件频繁发生，上市公司由“绩优”到“绩差”的进程越来越快。

从外因看，主要有 3 个方面：第一，随着近期我国证券市场多年积累的一些制度问题开始集中爆发，证券监管部门对完善上市公司法人治理结构、加强上市公司内部监管部门对完善上市公司法人治理结构、加强上市公司内部监管力度的要求越来越高，并出台了包括建立独立董事制度在内的一系列规则，证监会正以“只争朝夕”的精神推进这些规则的施行；第二，一些大型国有企业在赴海外（主要是我国的香港地区和美国等英美法系国家）上市的过程中，为适应海外市场的上市要求，也需要对其法人治理结构进行相应调整，设立了独立董事；第三，随着二板市场的开场锣声临近，为与国际惯例接轨，拟在创业板上市的公司也纷纷开始推行独立董事制度。

2. 中国不应该引入独立董事制度

第一，外部董事机制本身存在固有缺陷^②。

首先，外部董事“独立”难。据美国律师协会（American Bar Association）的观点，只有董事不参与经营管理，与公司或经营管理者没有任何重要的业务或专业联系，他或她才可以被认为是独立的。美国证券交易委员会（SEC）对和公司有“重要关系”的董事进行了具体界定（1）他受雇于公司，或在前 2 年中曾受雇于公司（2）他是一位在前两年中被

① 娄芳. 独立董事制度在中国实践中的主要问题. 经济管理·新管理. 2001(22)

② 外部董事机制的固有缺陷. 法学. 2001(7)



公司聘为高级管理人员或高级执行人员的人士的直系亲属(3)他在前两年财政年度中的任何一个曾向公司作出商业支付或者从公司获得商业支付超过20万美元,或者他在公司创办的一家商业组织中享有权益资本份额超过了20万美元(4)他加盟于一家律师事务所并在其中担任专业职务,而这家律师事务所在前两年中是公司主要的法律咨询机构。不具备上述条件的董事即为“独立”的外部董事^①。

《密歇根州公司法》规定,独立董事在过去3年内不得是(1)本公司或子公司的高级职员或雇员(2)与公司之间从事过10万美元以上的交易(3)上述两类人的直系亲属或是他们的合伙人,或与他们之间有业务关系(4)独立董事在公司任职不得超过3年,满3年后,独立董事可以继续作为董事留任,但失去其独立董事的资格^②。

中国证监会《上市公司章程指引》第112条则比较原则地规定,独立董事不得由下列人员担任(1)公司股东或股东单位的任职人员(2)公司的内部人员(如公司的经理或公司雇员)(3)与公司关联人或公司管理层有利益关系的人。

美国律师协会、美国证券交易委员会、《密歇根州公司法》、中国证监会等的标准,是独立的必要条件而不是充分条件。至今所给独立下的定义都不禁止外部董事可以是管理层的社交朋友或同一俱乐部、协会的成员。而这对中国具有特别重要的意义。中国文化中有给熟人“留面子”,在熟人面前“拉不下面子”等所谓的“熟人主义”或“熟人本位”的天生内涵。在“熟人主义”文化特点的影响下,董事会的会议室里常常会出现这样的情况:作为“批评者”或“对立面”的外部董事,尽管是“合格的”董事(即符合上述种种“独立”的标准),但总会尽可能地避免提一些令熟人董事长、总经理难堪的事情。在这种情况下,以上述“独立”标准为前提假设的理想型外部董事机制在实践中就很难发挥设计者所预期的作用。

退而言之,假如存在一个完全独立的人,但由于同化是一种普遍存在的现象,他(她)在担任外部董事后也可能很容易被内部董事同化。在具有“集体主义”或“集体本位”文化特点的中国公司中,“独立”的外来人一旦进入董事会,就成为董事会这个集体的一分子。而作为董事会的一分子,为了董事会的利益,就必须与内部人董事相互妥协,且由于内部人“董事们”具有优势^③,妥协往往是单向的,即由外部人董事向内部人董事作出妥协,否则外部人董事就会被视作董事会的异己而处处受到排挤,处处遭遇冷眼,结果是灰溜溜地退出董事会。

① 汤欣. 降低公司法上的代理成本——监督机构法比较研究. 见 梁慧星. 民商法论丛 卷7. 北京:法律出版社,1997. 54

② 梅慎实. 现代公司机关权力构造论. 北京:中国政法大学出版社,2000. 448

③ 内部董事的“优势”是相对外部董事的“劣势”而言的。关于外部董事的“劣势”见下一段。



另外，独立并不必然等同于公正^①。笔者认为，有两方面因素在同时或单独制约着外部董事公正地行事。一方面是客观因素，即外部董事在公司的大多数经营业务的决议方面处于被动地位。美国现代巨型公司的内部董事尽管在董事会里通常只是少数派，但往往在董事长或总经理（在董事长也为外部董事的场合）的领导下能作为一团结得很紧密的团体来投票。由于对公司及其技术和业务了解得比较透彻，这个团体在董事会里投票的影响力得到了加强。外部董事不像内部董事那样全天在公司里工作，彼此之间也没有持续交往的基础，因此对公司业务知之不多且在投票时也难以形成合力。在中国的大型公司中，由于控股股东的普遍存在，外部董事的被动性会显得更加突出。另一方面是主观因素，即外部董事的私欲：对权力、声望、地位和金钱的追求。

另外，董事仅仅独立于管理层是不够的，必须使他依赖于中小股东。在中国，由于控股股东的存在，必须使他依赖于中小股东。否则，独立董事事实上将不对任何人负责。没有理由相信这样一个人会比执行董事带来更好的业绩。

其次，独立董事由于其独立而缺乏必要的激励。从上述种种“独立”的定义可以看出，“独立”一般都以与公司及其管理层“无重大利益关系”为标准。而利益趋向是人之本性，换言之，一项事业越是与己有关，人们就会对它倾注心血。因此，董事越独立，他就越缺乏动力来努力工作，他越有动力努力工作，他就越不独立。公司经常不向外部董事支付大额报酬且其报酬极少与公司的表现有关，对还是另一家公司的全职高级管理人员的外部董事而言，从经济角度来看，外部董事为公司勤勉、细致和顽强地工作几乎得不到什么^②。由于潜在的责任与独立董事所得的报酬太不成比例了，独立董事不但没有动力去工作，而且还会努力去避免各种风险。同时，笔者认为，独立董事在觉得自己所面临之风险将可能无法避免时，他一定会选择一个安全而又方便的出路——辞职。

最后，独立董事的存在会分散内部董事的责任。设立独立董事可以使董事长或者总经理或者控股股东以公正的外貌来保护自己。如果有人指控他压制不同意见或者少数股东，他可以说：“但是，我获得了由独立董事组成的董事会的同意”。这就减少了本来可以使他对自己的决定向公众承担全部责任的道德限制，这甚至可以使他免于法律责任。

公司董事会是会议体机关即集体领导机关，董事长或代表董事并不是董事会的领导。董事长或代表董事虽然拥有一些特殊的法律权力，但这受到法律的严格限制。如果董事长或代表董事的权力过大，突破了法律所设置的界限，致使董事会虚置。这种现象

^① 一般认为，独立是公正的必要条件，但不是充分条件。譬如：尽管人们通常认为法官只有独立于双方当事人才能公正裁判，但我们显然不能说只要法官独立于双方当事人他就能公正地裁判。

^② [加拿大]布莱恩·R·柴芬斯. 公司法：理论、结构和运作. 林华伟等译. 北京：法律出版社，2001. 657



在中国表现得更加严重。在中国公司制度的实践中,董事长(特别是董事长兼任总经理的场合)往往成了董事会甚至是公司的第一号人物,董事长的意志往往就成了董事会甚至公司的意志。在这种情况下引入外部董事机制,不仅不能改善董事会原有的集权状况,相反会恶化这种状况。

第二,中国不存在实行独立董事制度的制度基础。国外独立董事制度的建立是以公司股东与董事的分离和董事与管理人员的分离为制度基础的。而我国目前的情况却是股份异常集中,以1997年6月至1999年5月期间发行上市的全部222家上市公司作为调查样本显示:有120家的大股东持股比例超过50%,而大股东持股比例不足30%的仅有31家,占13.96%^①。即使这两年这种情况已有所变化,但股份集中、大股东占有控制地位仍然是主要现象。由于上市公司基本上是国家控股,因此面临“所有者缺位”问题,类似于当时英美企业由于股权极端分散而在大量股东缺乏监管公司的积极性、“用脚投票”的情况。从这方面讲,引进独立董事制度是为了借鉴英美国家的经验,解决目前国有股“所有者缺位”问题,加强公司监管,保护股东利益。但必须注意的是我国引进独立董事制度的背景与英美国家是不同的,其最终作用在中国目前产权制度尚未真正建立的情况下会否产生“江南为桔,江北为枳”的结果还值得研究,搞不好甚至会出现“邯郸学步”、“东施效颦”的结果。从中国证券市场的情况来看,由于股权的集中,管理层的任命在中国目前仍是掌握在大股东的手上^②,大股东对管理、重组公司、提高公司收益的积极性也相当高(从大量存在的公司重组案例中可以看出都是公司大股东在主导),大股东和管理层的利益是相当一致的,管理层的投资管理策略更多是大股东投资管理策略的体现,很少存在像英美国家的公司由管理层控制的情况。就算建立公司审计委员会、薪酬委员会、提名委员会、投资决策委员会等多个董事会下设委员会,其报告最终还是由股东大会通过的。大股东在这两方面都拥有决策性发言权。从这方面讲如何保证独立董事对管理层的监督作用,如何保证独立董事维护小股东的利益不受大股东侵犯呢?与大股东利益一致的管理层甚至可以为自己的行为这样辩护:我的行为是获得了由独立董事组成的董事会下设委员会的同意的。也就是说独立董事反而成为被大股东、管理层利用的工具。在中国,要加强对管理层的监督,关键不是推行独立董事制度,而是要解决大股东对公司的控制问题。就算独立董事制度在加强对公司监督方面的作用是积极的,也是治标不治本,甚至有可能由于其正面效果而使政府拖延对产权问题的解决,而后者才是问题的根本所在。

① 李东明,邓世强. 董事会结构调查. 资本市场,1999(12)

② 这里的大股东应称之为大股东(国家)的代理人,也就是国有资产管理公司或国有资产管理局,并不是完全意义上的股东。





第三,在中国推行独立董事制度会引发与现行相关制度的冲突。英美国家的公司监督机制是随着公司的发展由董事对股东的信托义务和管理层对董事的信托义务发展而来,可以说是自发自觉形成的,因此英美国家是没有监事会制度的,其将对公司的监督职能授予了公司董事会。而中国公司监督机制的设立是自觉的,考虑到了分权制衡的因素,我们很容易从中看出“三权分立”的影子,因此在中国董事会成了股东大会的执行机关,享有部分决策和管理职能,而将监督职能授予了监事会。《公司法》第126条规定:“监事会行使下列职权:(1)检查公司的财务;(2)对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督;(3)当董事和经理的行为损害公司的利益时,要求董事和经理予以纠正;(4)提议召开临时股东大会;(5)公司章程规定的其他职权。”而《上海市证券交易所上市公司治理指引(草案)》(以下简称《治理指引》)第17条却规定:“审计委员会的职能主要是:①检查会计政策、财务状况和财务报告程序;②与会计师事务所通过审计程序进行交流;③推荐并聘任会计师事务所;④检查内部控制结构和内部审计功能;⑤检查公司遵守法律和其他法定义务的状况;⑥检查和监督所有形式的风险,如财务风险和电脑系统安全风险;⑦检查和监督公司行为规则;⑧董事会赋予的其他职能。”将公司的监督职能又赋予了董事会,这是不是与公司法的精神相违背呢?就算上市公司按照《治理指引》执行,那么如何协调监事会和董事会下设委员会的关系呢?将同一职责同时授予两个机构,只会引起混乱,造成两个机构之间职责不清、相互推委;“两只猫逮同一只老鼠”^①。

第四,我国还不具备实行独立董事制度的人力条件。在美英国家,其经理资源十分丰富,选任市场也十分完备,挑选的余地很大。实际上在美国,独立董事大多由其他公司的现任高级职员或本公司的退任高级职员出任,他们能对公司经营提出内行意见。在我国,目前出任独立董事的大多为一些专家学者。就独立董事个人来讲,其要具有相应的专业知识,尤其要精通财务、法律、管理及与公司业务相关的专门知识。并且出任独立董事还需要有足够的时间条件和一定的经济条件作保障。独立董事在经济上不能依赖于出任独立董事所得到的报酬。一旦独立董事在经济上对公司有所依赖,则其独立性就会受到怀疑。由此看来,在我国可供上市公司挑选的人员十分有限。更不用说要有足够的董事资源和有效率的市场对不称职的独立董事予以撤换。所以在我国还须下大力气培育独立董事人才及市场。目前不妨眼界开阔一些,大胆从国外引进独立董事,以解燃眉之急。

独立董事不但需要时间去管理公司,更需要一定的专业素质。在英美国家,由于存在相当发达、完善的经理市场,独立董事一般都是由本公司退休董事、其他公司的董事或

^① 罗培新.冷眼看独立董事.金融法苑 2000(12)



退休董事担任的,也就是说是由专业人员担任的,进而形成了一个细分的独立董事市场。独立董事的信誉是他通过长期的管理成绩得到的市场评价,尽管关于独立董事自身的能力问题也会引起人们的争议,如一个独立董事可能在其本行业是成功的,那是否能保证他也拥有在其他行业所必需的专业知识呢?^①而在中国由于缺乏完善的经理市场,更别谈独立董事市场了,很多独立董事是由经济学教授或法学教授担任的,我们不否认他们在其本专业的素质,但其对公司经营、公司财务是否具有一种敏感性却是让人怀疑的。而且,目前的独立董事对其职务的重视程度和对其责任的理解也是值得探讨的。《21世纪经济报道》曾举一例:某设置独立董事的上市公司的董事会秘书工作中的一项大事,就是飞来飞去找独立董事在每一次公司董事会会议记录上签字^②。

第五节 中国公司董事会制度的变革与重构

一、中国公司董事会制度的现状

(一)董事会机构职责不清

1. 董事会与经理层成员重合

一方面是董事长与总经理职位合二为一;另一方面则是经营管理层占据董事会的大多数席位,形成内部董事占优势的格局,于是管理层可以对自我表现进行评价。董事会由大股东操纵或由内部人控制,没有形成健全的独立的董事会来保证公司的正常运作。上海证券交易所2000年的一项调查表明:上市公司的董事会超过50%的董事是由一个大股东委派,且有超过50%的董事属于公司内部的执行董事。非执行董事(包括独立董事)比例偏低,他们中的多数不如内部董事熟悉情况,决策时难以充分发表自己的意见。上市公司董事会缺乏内部相互制衡的机制。

2. 集团内部的多层法人制度

集团公司越权干预公司的经营业务,甚至直接任命公司的董事长或总经理,直接违背了《公司法》中公司治理结构成员的职责与权利。由于集团公司的干预,公司屡屡发生不利于公司利益的内幕交易和不正当的关联交易。截至2001年4月,通过对沪深两市1073家上市公司公布的2000年年报进行统计,可以发现共有332家公司的关联企业存在

① 何美欢. 公众公司及其股权证券. 北京:北京大学出版社,1999:517

② 罗培新. 冷眼看“独立董事”. 金融法苑,2000(12)





侵害上市公司权益的现象,占公布年报总数的 30.94%。这些被掠夺的上市公司很多成为 ST 或 PT 公司^①。

(二) 内部人控制”现象严重

众所周知,由于我国发展证券市场的一个主要动机和目的是为国有企业改革服务,其他的目标都要服从于此。正因为此,目前我国的上市公司绝大部分是由国企改制而来,由国有资本相对或绝对控股。国有上市公司作为名义上的现代股份公司,虽然都设立了由股东大会、董事会、监事会和经理层所组成的企业组织管理机构,但其中大部分公司的董事会和经理层成员几乎就是由原企业的高级管理人员原班人马组成。有些是原来的厂长担任新公司的董事长并兼任总经理;有些则是由原企业的上级主管部门象征性地派出一名董事长,而由原厂长担任总经理。绝大多数公司的监事会主席都是原企业行政首长的助手,或工会主席,或党委领导。在国有股占绝对优势的条件下,股东大会实际上成为国有股东会议或国有股控制下的股东扩大会议,董事会成员、总经理的聘任都是由国有股东或原主管部门指定,多数情况下董事长兼任总经理。据全国 100 家股份制企业统计,董事长兼总经理的有 37 家,董事长兼党委书记的有 26 家,身兼三职的有 18 家^②。上市公司经理班子与董事会高度重合,或者执行董事在董事会中占优势,从而导致“内部人控制问题”,使董事会与经理层间的制衡结构失效。

在这种存有明显缺陷的组织结构下,经理层受不到严格有效的制约和监督,上市公司“内部人控制”的产生和强化也就自然而然了。“内部人控制”导致了以下制度危害:(1)董事会无法真正代表所有股东利益,往往偏向大股东而损害中小股东利益;(2)董事会与经理层间的制衡结构失效,往往合伙损害中小股东利益,甚至大股东利益。2001 年,上市公司的业绩普遍触底,但高管人员的薪酬却大幅上升。据上海荣正咨询有限公司发布的“中国上市公司高管年薪排行榜”,2001 年度全国上市公司高管年薪平均值为 12 万~13 万,比 2000 年年薪 8 万的平均值大幅提高约 50%。从这份资料中还可得出的一个明显结论是:薪酬与公司的业绩关联度较弱。2001 年沪市业绩排行榜前 10 名中,没有一位高管人员的年薪位居整个市场的前 20 名,深市业绩排行榜前 10 名中也只有 3 家入围。尤其讽刺意义的是,2001 年巨亏 15 亿元的 ST 科龙,一位高管人员的年薪在 700 万~800 万元,一位超过 600 万元,一位超过 500 万元,两位超过 300 万元,稳居两市上市公司之冠^③。因为,在“内部人控制”的情况下公司高级管理人员的薪酬基本上是由他们

① 武巧珍,贺晓春. 公司治理结构的发展趋势与我国公司治理状分析. 见:人大复印资料. 工业经济管理. 2002(7)

② 武巧珍,贺晓春. 公司治理结构的发展趋势与我国公司治理状分析. 见:人大复印资料. 工业经济管理. 2002(7)

③ 戴铁舫. 上市公司业绩普遍走低、高管薪酬却上升 50%. 证券日报, 2002-05-15



自己定。(3)由于董事会成员不拥有上市公司的产权,因此,在约束与激励机制不健全情况下无法避免现代企业理论中的“搭便车”与机会主义动机,甚至更严重地会发生损害上市公司利益而中饱私囊的现象。健力宝集团的问题,从公司治理结构上分析,实际上主要也是一个“内部人控制”问题^①。

(三)董事的身份结构不合理

据有关统计,在我国的上市公司的董事会成员中,100%为内部董事的公司占有有效样本数的22.1%,50%以上为内部董事的公司占有有效样本数的78.2%,董事长和总经理一人兼任的公司占有有效样本数的47.7%^②。由此可见,我国的股权结构属于股权集中型,这种集中不利于企业的发展,难以保护中小投资者的利益。我国的许多上市公司实际是控股股东的子公司,这些大股东与上市公司之间存在关联交易,甚至将上市公司当成“提款机”,在这种情况下,控股股东侵占上市公司的资金,侵害广大中小股东利益的现象屡见不鲜。像前一段时间震动证券市场的“猴王集团”、“三九医药”等事件,特别是“三九医药”,大股东居然能拿走上市公司95%的净资产。可见,我国的股权结构问题,已经严重影响了证券市场的健康发展。

尽管执行董事和非执行董事各有其利弊,很难从理论及实证上说明哪一种占主导的结构具有绝对优势,但就我国大多数上市公司的情况看,由于国有股一股独大且其所有者缺位、董事长和总经理一人兼任以及公司控制权市场的作用很小,的确需要董事会特别是独立董事来监督经营者,防止大股东对中小股东利益的侵害。然而据统计,我国20.4%的上市公司的董事会成员全部是内部董事,78.2%的上市公司内部董事占全部董事的比例超过50%(陈晓划,1999)。有关研究显示,我国上市公司独立董事所占的比例只有3%,这与美国的68%相比,形成明显的反差。目前我国上市公司董事会中独立董事不但比例很小,仅有的独立董事也未能发挥应有的作用,不少被企业聘来作为一种摆设,主要是利用其声誉来提高本企业的知名度,求个轰动效应,很少让这些独立董事参与重大决策,或在重大决策中吸收他们的合理建议。就独立董事本人来讲,国内一些被聘为独立董事的知名经济学家、大学教授、证券从业人员,大多同时受聘于多家公司。据悉,北京一位知名学者目前已同时担任5家公司的独立董事,涉及冶金、交通、汽车等多个行业(杨光,2001),如果真正按照董事的标准去要求,他得花多少时间?事实上,这些独立董事实难做到“懂事”。他们既没有时间和精力顾及公司事务,更谈不上对经理的监

^① 从1993年起健力宝集团曾多次酝酿改制,但最终都因公司管理层的利益未能得到充分满足而被公司决策人物否定了。如1993年的上市规划就因李经纬害怕披露有关财务信息而被李否决;1998年的香港上市计划又因几位老总不能购买H股而再次被管理层否定。所以,整个健力宝集团的控制权实际上被完全掌握在以李经纬为核心的职业经理手中。他们个人利益的最大化是他们采取任何治理行为的逻辑基点。

^② 黄震. 试论我国上市公司的股权结构问题. 见:人大复印资料. 金融与保险 2002(7)



督。由于缺乏足够的公司内部信息和行业知识,他们要么提出脱离公司实际的方案,要么在决策中过多依赖总经理的报告。

在对独立董事的独立性认识上,也有模糊之处。目前大多集中在独立董事是否与所聘请的公司存在工作或亲戚关系,是否领取报酬或在公司拥有股份。实际上,独立董事独立性的大小,关键不在于是否领酬与持股,而在于是谁在聘用他们,是谁决定他们的报酬,这将决定着他们最终站在谁的立场上。如果我们希望独立董事捍卫中小股东的利益,就必须在如何建立一种由中小股东选聘独立董事的机制上下功夫。如果还是由经营者或大股东来决定的话,就很难达到目的,而目前我们的大多数上市公司却是这么做的(杨光,2001)。证监会在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(简称《指导意见》)中提出“持有已发行股份5%以上的股东可以提出独立董事候选人”,等于将宣告大股东控制独立董事人选的合法化。另外,独立董事的作用到底有多大,还与赋予他们的权力有关。一些西方国家规定:公司财务报告须经过独立董事审计;公共关联交易须经独立董事签字后才能生效;独立董事在一些重大决策中具有否定权;两名以上独立董事可提议召开临时股东大会,等等。而我国证监会颁布的《指导意见》中关于独立董事的权力,大都是“提议”和“建议”,几乎没有任何决定权的阐述。可以想象,只能建议而不能决定的监督,将是一个软弱的监督。

可见,董事会职能的有效发挥,并不是一个简单引入或盲目增加独立董事的问题,而应从发挥独立董事作用所需的一系列条件入手,重点做好以下工作:第一,明确独立董事应具备的资格。独立董事首先应是专家,拥有某一领域的专业知识和能力,具有超出一般人的思维和判断力,对社会地位和名望的关注是其参与公司治理的重要动力和约束力。独立董事的价值则主要在于其独立性,这主要体现在两个方面:一是独立于大股东,即独立董事应成为中小股东利益的捍卫者;二是独立于经营者,即独立董事要成为全体股东利益的捍卫者。第二,适当增加独立董事的人数。独立董事作用的发挥,必须有足够的数量保证。在我国不少企业“一股独大”的特殊环境下,二三个独立董事在董事会中的作用犹如杯水车薪,他们在董事会中的席位若占不到1/2以上,将依然难逃“花瓶”命运,因此,应积极创造条件,特别是大力培训和聘用合格的独立董事,使其在大多数企业董事会的比例达到1/2以上。第三,完善相关制度条件,特别是董事会的决策程序、独立董事的选聘机制、董事会工作制度等,用制度和公司章程支持独立董事的工作。为了促使独立董事尽心尽职,除了利用声誉机制外,还应建立重大决策失误追究制度,使独立董事对其所参与的决策负法律责任,将独立董事与企业聘请的顾问严格区别开来。

二、完善中国公司董事会制度的基本构想

董事会是公司的常设专门权力机构和最高决策机构,董事会的构成如何,对公司的



兴衰乃至存亡具有决定性的作用。布莱尔曾说：“一种灵活并反应灵敏的制度同时也是一种容易受职权滥用影响的制度。因此，避免滥用职权的第一道和最重要的防线必然是有效和负责的董事会。”^①梁能也主张“一个好的利益机制并不能代替一个好的董事会，有远见的企业家和投资者应当重视董事会的建设”。

（一）董事会构建的基本要求

1. 独立性

董事会有效性的核心内涵是董事会的独立性。它是指董事会能够独立于股东大会和管理层独立自主进行管理和决策。董事会的独立性，可以确保董事会有效地行使其使命和职责，并在相当程度上促使管理层对股东负责，以保证治理的公平和效率。董事会独立性通常表现在两个方面：一是董事会中独立董事的人数；二是董事长与经理兼职情况。独立董事指其独立于公司和经理层，与公司无重大利益关联。通常符合下列条件：（1）非现任或前任企业雇员（2）非公司任何雇员的亲戚与公司无任何利益及商业关系。由于董事会成员基本上由企业内部经营人员组成，董事会形同虚设，董事会的工作受控于经理层，无法独立地经营决策和对经理人员实施强有力的监督，并且董事与经理人员合谋，侵犯股东利益，继而产生“内部人控制”。

董事长作董事会的代表以及整个公司的法人代表，它与经理的关系也在很大程度上影响着董事会的独立性。董事长与总经理原则上应该分开，以形成相互制衡的机制。在中国，董事长与总经理兼任是一种普遍的现象。两者合一，虽然可以克服两者因角色不同带来的矛盾和冲突，有利于提高创新自由度，但却使董事会不能有效监督经理，监督机制难以发挥。两者兼任虽然可短期内产生稍高的公司相对价值，但实行两者分任可以在长期内促进价值成长能力的改善。

如何生成和保持董事会的独立性，西方国家的一些主张和做法是值得借鉴的。其主要观点有（1）所有公开上市的公司都应该拥有一个外部董事占多数的董事会（2）外部董事必须是独立的董事。这意味着他们同一般的董事和股东相比，与公司没有业务或其他的关系（参见通用汽车公司董事会备忘录，全国公司董事协会，1992；考伯斯，Koppes，1992）。这是通用汽车公司的做法（3）董事会应该包括相应的客户、供应商、金融顾问、职工以及社区的代表（鲍特，Porter，1992）（4）董事会主席应该是一位外部董事而不应该是公司的总经理（劳思奇和迈克利尔，Lorschand Maclver，1989；凯得伯利委员会，Cadbury Commission，1992；斯特恩，Stern，1993 以及考伯斯，Koppes，1992）（5）董事会应该包含一定数量的“专业”外部董事。他们应由机构投资者在合格的候选人中提名（格尔森

^① [美]玛格丽特·M·布莱尔. 所有权与控制——面向 21 世纪的公司治理探索. 张荣刚译. 北京: 中国社会科学出版社, 1999. 290



和克拉克曼 (Gilson and kraakman, 1993) (6) 每个董事会都应该正式列出它的外部董事主席, 或像一位主张者对此的称呼: “董事会副主席”(里普顿和劳成奇, Lipton and Lorsch, 1992, 凯得伯利, Cadbury, 1993) (7) 建立一个“公司参议院”性质的机构, 当董事会卷入到利益冲突中的时候, 它有权否决董事会的决议。公司将依法向这些参议员(也向所有的董事)提供了解公司信息的便利并要求每位董事向参议员报告任何一项利益冲突。参议员的产生将采取由股东 1 人 1 票的方式选举, 这样, 小股东也和大股东一样获得了相同的投票权利(廷保尔, Turnbull, 1993) (8) 外部董事应该定期与证券分析家和选定的大机构投资者面谈(怀顿, Wharton, 1991)。

2. 民主性

这主要是指董事会在成员组成上是否多元化, 董事会是否充分考虑到相关利益者, 以便保持董事会的民主性。通过董事会的多元化, 一方面有利于形成董事内部相互监督、相互制约的平衡机制, 保持董事会的公平和公正; 另一方面, 使董事会成员在技能和经验上形成互补, 形成协同作用, 迅速提高董事会的决策效率。

目前, 在我国国企中董事会的民主性主要体现在职工董事、银行董事和相关利益者参与制上。它要求在董事会人员组成上必须有一定职工的比例, 一方面将企业与员工的利益长期结合起来, 有利于缓解劳资矛盾; 另一方面也可以集职工智慧, 获得一些信息, 发挥职工工作积极性和主动性, 加强企业的民主管理。在我国, 尽管从政治意义上讲员工是企业的主人, 可在法律上及实际上员工的权益并没有得到实际的保障, 职工参与董事会比例还十分低。这样不可避免导致如下情况 (1) 职工权益屡受侵犯, 职工利益难以得到保证 (2) 职工工作积极性低下; “磨洋工”现象严重 (3) 职工与经理及董事会矛盾激化 (4) 职工难以监督董事会及经理层, 加剧“内部人控制”。至于银行董事, 一方面只是出于有效保全银行债务考虑; 另一方面, 也可利用银行的信息和法律优势, 提高董事决策效率。由于我国采取了“两业分离”的模式, 杜绝了银行参与公司决策的途径。这也就导致了我国银行贷款大多成为呆、滞账, 而企业也因贷款约束软化, 信贷膨胀导致投资“饥渴”, 重复建设现象严重, 不考虑“成本—利润”, 生产经营效率低下。而相关利益者参与, 主要考虑与企业生产经营关系较为密切的组织参与董事会决策中, 如列席董事会。在我国, 由于治理结构尚不完善, 相关利益者很难参与到企业经营决策中去。这往往造成企业与相关利益者之间尤其供需方之间合作较少, 三角债普遍存在, 相关利益主体未能得到保护。

对此, 以下一些发达国家的主张和做法值得我们借鉴 (1) 为了保持控制和防范违法活动, 董事会应详细阐述他们的共同决策中的一些特殊的保留意见(凯得伯利委员会, 1992) (2) 董事应该与外部股东、公司的经理人员和雇员会谈, 如果必要的话, 还应与外部顾问商谈, 以确保他们能够获得履行其职责所必需的信息(米诺和宾汉姆, Minow and



Bingham, 1933) (3) 公司应该提供一个年度非正式会谈制度, 使公司 10 位以上最大的股东可以直接与董事会见面, 以改善机构投资者与董事们之间的相互理解, 这样, 就可以避免过多的书信往来、会议要求、董事席位要求以及部分机构投资者一直在关注的代理权方案的争议(里普顿和劳思奇, Lipton and Lorsch, 1992)。

3. 明晰性

与独立性不同的是董事会的明晰性主要是从董事会的责任和权力角度来进行分析。一方面, 董事会的明晰性要求董事会的职权要与股东大会和经理层区别开来, 明确董事会所承担的义务; 另一方面, 从董事会内部明晰董事长与董事之间的职权关系。通过明晰性, 使董事会、股东大会和经理层各司其责, 提高治理的专业化, 使形成权利与责任的对等。

4. 专业性

从世界范围看, 在解决了经理人职业化的问题之后, 董事的“职业化”已经提上了改革日程。英国《银行家》杂志的研究报告称, 有两种趋势正在形成: 一是非执行董事的角色将会扩大, 他们将拥有更多的资源, 因而也更具独立性; 二是机构投资者被要求在公司治理标准的把关上加强力度。

对此, 我们可以借鉴西方发达国家的一些做法 (1) 董事会应设立报酬委员会。报酬委员会的组成不应超过 5 人, 并应配备独立的董事。总经理不应该成为各公司报酬委员会的成员。报酬委员会可以辞退由它支付薪水的顾问。董事会应向股东提供它与公司总经理所签订的年薪合同的详细情况(奥科里朗, O'cleireacain, 1992; 米诺, 1992; 卡德伯瑞委员会, 1992; 商业圆桌会议, 1992; 考伯斯, Koppes, 1992) (2) 董事会应该拥有一个由独立董事组成的审计委员会。这个委员会应在没有经理董事成员参加的情况下, 每年至少与最终审计员会见两次(卡德伯瑞委员会, 1992; 全国董事协会, 1992; 考伯斯, Koppes, 1992) (3) 董事会应该拥有一个由外部董事组成的监督委员会(劳思奇和迈克利沃尔, Lorsch and MacIver, 1989; 卡德伯瑞委员会, 1992; 考伯斯, Koppes, 1992) (4) 外部董事应该依据董事会组建的资格要求审查和推荐董事会候选人(公司治理研究小组, Working Group on corporate Governance, 1991; 蒙克思和米诺, Monks and Minow, 1991)。

(二) 优化董事结构

1. 专长、技能与经验合理组合

董事会是一个集体, 要发挥集体智慧, 形成合力, 就需要不同董事的多种专长、经验、经历、背景能够互补, 从整体上形成强有力的组合。如果每个董事都很优秀, 但是其间不能配合, 不能形成集体力量, 结果就是著名的明星队综合症。各国都认识到了这个问题, 强调有效的董事会所需要的董事应具有多样性, 即包罗多种专业、经验、经历、视角和背景。选择董事的标准是看其知识、技能、经验、经历等是否对公司有益, 是否符合董事会



整体技能和专长的组合。有些国家或公司甚至要求每年对其董事会的技能和专长的组合结构进行检讨,看其是否适合公司发展的需要,是否需要增加或减少特定要素。尤其值得注意的是,以往各国公司法只是对董事任职具有消极条件的规定,即具有特定情形的人不能担任董事。其结果是几乎谁都可以担任董事,董事整体素质不高,显然不能适应瞬息万变经营环境的要求。现在有不少国家和公司已经对董事的最低技能标准作出了明确要求,比如,美国著名的 CalPERS、通用汽车公司和英特尔公司,就要求董事应该在财务会计、国际市场、经营管理、工业知识、客户交往、应付危机、领导或战略规划等方面具有专长或经验。德国股东协会也规定公司监事应该是力所能够胜任的可靠专家。这些规范的推行无疑有助于从整体上提高董事队伍的素质。董事会均有不可替代的作用,前者具有专业知识和经验,献身于其所在公司,工作十分投入,对所在行业有着深刻的了解,对公司的业务和发展动态了如指掌。但是,他们工作时间一长,其眼光和视野可能会比较狭隘。后者则十分超脱,具有其他行业或者公司的丰富经验,其视野相当开阔。如果执行董事占据多数席位,非执行董事只能是配角,只能是随声附和,人云亦云,不具有独立判断力和批判性,董事会成为一团和气的俱乐部。英国《凯得伯利报告》认为涉及重要人事任免、行为标准、战略、绩效、资源等问题,非执行董事应带来独立判断。为此建议,所有董事会至少应有 1/3 董事为非执行董事。英国《韩陪尔报告》也指出,大型公司的执行董事和非执行董事通常是平分秋色,基本上各占一半,小型公司通常是执行董事占多数,非执行董事在公司治理结构中起重要作用,董事会至少应该有 1/3 为非执行董事。绝大多数非执行董事往往是其他公司执行董事或前董事,其经验有助于董事会进行建设性决策和监督,其他背景的非执行董事通常是由于其专业技术知识、国际市场经验和政治背景。荷兰《比特报告》建议,监事会中最多只能有 1 个前理事,该人选主要应该考虑前理事会主席。易言之,荷兰监事会全是非执行董事,这与德国一样。

2. 引入独立董事

我国应导入独立董事制度并逐步加以完善。对此,后文将详述。

3. 科学设定董事长与最高经营者的关系

英国《凯得伯利报告》原则上支持这两个职务的分离,但是并不彻底。该报告指出,在公司的首脑部分,其职责应该有明确的划分,以确保权力的平衡,避免有人的权力不受制约。如果董事长与最高经营者职位没有分离,董事会中应该有一个强有力的、独立的成分,这是非常关键的。《韩陪尔报告》在此问题上立场更加鲜明,认为这两个职位应该分离,如果不分离,除应该说明原因外,董事会中还应该有明确的首席非执行董事。澳大利亚投资经理协会、爱尔兰投资经理协会、法国 1999 年《维也纳特报告》和日本公司治理论坛最后报告均采用了类似的方式,即原则上应该予以分离。不过,美国则是原则上坚持不予以分离,尤其是美国的大型公司。美国商业圆桌会议就是其最大 200 家公司最高



经营者的俱乐部,认为绝大多数公司仍将沿用其行之有效的董事长和最高经营者合一的领导结构,是否分离均由公司董事会自行选择。从实践来看,通用汽车公司、英特尔公司等大型公司均没有作出明确选择,是否分离概由董事会自由裁量,这实际上是倾向于合一,而不是分离。美国两大著名机构投资者 CalPERST 和 CII 并不支持两者分离,但是公司选择不分离时,应该指定首席董事。

4. 合理确定董事人数

董事人数多少对于董事会的有效性具有重要影响。如果人数过少,不利于吸纳确实需要的多方面人才。如果规模过大,不仅难以找到所有董事均合适的时间经常开会,即使开会,由于人员过多,会议能够让每个人发表意见的机会相对减少,有的董事可能干脆偷懒,这不利于对问题进行充分的讨论。

日本和德国公司董事会规模偏大,就有这样的问题。在日本,实际上是常务会在很大程度上替代了董事会,董事会被架空。在德国,资方和劳方代表往往分别与公司经营者开会,实质性决定并不在监事会,监事会徒具虚名。但是,要给为数众多的公司董事会定下具体人数,只能是主观臆断。英国的三大报告均没有涉及这个问题,经合组织的《公司治理原则》也回避了这个问题。美国商业圆桌会议只是原则性指出,精干小型的董事会比大型董事会效率更高,并不对具体人数予以限定。日本公司治理论坛最后报告也采用了同样的态度。

对于上述各国的成功做法中国应充分地加以研究、分析,并在结合中国的实际情况的基础上确定一个较为合理的董事会结构范式,以备各个公司根据自己的具体情况进行参考。

(三)完善董事报酬激励机制

董事报酬是激励董事勤勉地为公司贡献的重要因素。与欧洲大陆和日本相比,英美国家对董事报酬最为关注,英国尤其如此,其三大报告均有相当大篇幅描述董事报酬问题,其中《凯得伯利报告》专门讨论董事报酬问题,并提出了若干实质性建议。英美国家董事报酬制度有以下特色(1)董事报酬应该足以吸引和激励董事,但是要避免支付不必要的工资(2)应该考虑公司的相对地位及其相应业绩(3)董事报酬应该与公司绩效挂钩,使董事和股东利益相一致(4)股份和股票期权占董事报酬尤其是执行董事的报酬的相当大比重(5)报酬委员会确定董事报酬,董事报酬应该每个年度向股东披露。当然,英美国家这些报告或原则也强调适当的灵活性。比如在股份和股票期权问题上,英国《韩陪尔报告》和美国商业圆桌会议均指出,许多杰出的董事,尤其是政府公职人员和学术领域人士可能偏好现金报酬。英国《韩陪尔报告》还明确建议,不得要求非执行董事参与股票期权计划。

法国 1995 年《维也纳特报告》对董事报酬未提出任何建议,只是要求报酬委员会成



员不得相互交叉兼职。1999年《维也纳特报告》打破了这种沉默,明确建议修改有关法律规定,允许公司以股份形式支付董事的部分或全部报酬。在年度报告中,应有专章披露董事报酬和期权情况。比利时的公司治理报告也把与业绩挂钩的报酬作为优秀治理机制。如果公司已经设立报酬委员会,董事报酬则由报酬委员会确定,董事报酬计算方式应该在年度报告中予以披露,只是无须披露每个董事的具体数额。银行和金融委员会还要求披露董事报酬总数。荷兰《比特报告》则认为监事会监事的报酬并不是公司业绩的函数,并不赞成支付股票期权,监事报酬不得与公司业绩挂钩。该报告要求,公司年度报告应该披露监事与公司业务关系、其所持有的股份,监事在公司持股应该为长期投资。理事会经理则依其与公司合同领取报酬,其总数亦应该在年度报告中予以披露。

另有一些做法也值得我们学习和借鉴,如:公司必须经过由外部专家进行的定期业务审计,为公司业绩的评估提供佐证(德拉克,Drucker,1991;里普顿顿和罗珊布鲁姆,Lipton and Rosenblum);必须要求公司披露有关总经理的报酬是如何与其业绩相关联的信息,还应该要求公司披露它支付给经理们额外报酬的市场价值(克莱思特尔,Crystal,1992)。

相对于欧美发达国家,我国远没有建立起一套行之有效的董事专门激励机制。至于如何完善我国的董事激励机制后文将详细论述。

(四)建立统一的董事任用与评估机制

1. 建立完善的董事遴选机制

让优秀董事进入董事会,这是增强董事会控制职能的首要步骤。大多数国家所发布的各种公司治理原则、守则或报告,都涉及到董事的遴选和任命问题。有一个高度一致的提议就是,在董事会设立提名委员会,由董事会牢固地行使新董事提名权。董事提名不得像以前那样,任凭最高经营者操纵,任人惟亲。比利时《卡敦报告》虽然没有提出如此明确的建议,但其中提及要发挥提名委员会作用,从而限制大股东在任命董事方面的特权,该委员会还可以敦促董事会增强独立性,不要依附于大股东。英国《凯得伯利报告》则要求该委员会由非执行董事占多数席位,董事长负责主持其工作。法国1995年《维也纳特报告》有类似建议,要求该委员会至少有1名独立董事,同样由董事长主持其工作。1999年的《维也纳特报告》进一步提高了提名委员会独立董事比例,即1/3董事须为独立董事。美国商业圆桌会议要求提名委员会均由非执行董事组成,美国的著名机构投资者如CalPERS和CII则要求所有成员均为独立董事。澳大利亚投资经理协会要求所有成员为非执行董事,由独立董事任主席。日本也要求1/2以上成员为非执行董事。其他一些主张也值得我们注意和借鉴,如:选定的外部董事主席应该在业绩评审之后见总经理,以补充决策的主要内容。总经理应该随即向外部董事们作出必要的反应(怀顿,Wharton,1991),董事应该明确董事会成员与股东沟通的限制条件(公司治理研究小组,

Working ,Group on Corporate Governance ,1991 ;竞争政策委员会 ,Competitiveness Policy Council ,1992) ;在聘任新董事时 ,必须要求这些新董事以书信方式将他们的时间限定通知总经理 ,公司律师应向这些将承担责任的新董事明确阐述他们的责任和义务(劳思奇和迈克利沃尔 ,Lorsch and MacIver ,1989)。

2. 建立董事辅导培训制度

不仅要选择优秀的董事进门 ,而且要帮助他们进入董事角色 ,这才有利于提高董事会有效性。英国《韩陪尔报告》和澳大利亚投资经理协会明确要求 ,要对新董事进行辅导。一些大型公司已经确立了新董事辅导计划 ,比如美国通用汽车公司 ,向新董事介绍公司业务情况、安排与高层经营者见面、参观公司有关场所等。英国董事协会和一些大学已经开设董事培训和继续教育的课程。

3. 进一步明晰董事职责

为使董事能够履行其职责 ,职位说明书可以帮助董事明确其职责。英国《凯得伯利报告》和澳大利亚投资经理协会均明确要求 ,公司给予非执行董事正式任命书 ,载明其职责、任期等事项。美国商业圆桌会议对于职位说明书没有明确要求 ,只是概括性地要求董事须有学习和了解公司业务的能力和意愿。美国 CalPERS 要求董事掌握核心技能 ,即财会、国际市场、经营管理、工业知识、客户经验、应付危机、领导和战略规划等方面技能。美国 CII 也要求董事独立了解公司情况 ,不断进行知识更新 ,不能被公司经营者牵着鼻子走。明确董事职责 ,只是帮助董事有效地履行其职责 ,并不能保证董事能够履行职责。为此 ,许多国家还在董事履行职责的时间和精力方面进行了规范。经合组织的《公司治理原则》概括性地要求 ,董事应有足够时间来履行其责任 ,至于董事需要多少时间才能履行其职责 ,则因不同国家或不同公司或同一公司不同时期而异。董事年龄和兼职多少是影响其精力的重要因素 ,各国都注意到这个问题。法国 1999 年《维也纳特报告》作了明确限制 ,除本集团附属机构之外 ,董事担任法国上市公司或外国公司的兼职董事不得超过 5 个。美国 CII 在《核心政策》中也非常明确地予以限制 ,有全日制工作的董事 ,另行担任兼职董事不得超过 2 个。如果董事为最高经营者 ,其所经营的公司在同行业处于领先地位之时 ,方可担任 1 个兼职董事。英国《韩陪尔报告》和美国商业圆桌会议只是要求公司董事会警惕这个问题 ,对于董事年龄和兼职个数没有作出具体划一限制。实践中 ,一些大型公司比如通用汽车公司和英特尔公司倾向于采用弹性规定。

4. 建立董事会和董事业绩评估机制

绝大多数国家都意识到对董事会和董事业绩进行评估的价值。虽然董事会工作很难以量化 ,难以评估。从高度一致方面来看 ,各国均主张对董事会和董事业绩定期进行评估。董事会负责其自身业绩的评估 ,董事会为此须制定正式或非正式的评估程序。美国商业圆桌会议要求把评估结果作为有关董事能否提名再选的基础。著名的 CalPERS



和 CII 提出了董事会业绩评估的最低标准,包括其技能、背景、经验、年龄、种族、性别的多样性,是否适合公司发展需要。对董事来说,则是其会议出席率、参加会议是否有备而来、参与度等。CII 还规定,董事连续 2 年参加董事会及其专门委员会会议低于 75% 的,不得提名进行再选。

董事会选择董事应该形成正式的规则,对公司战略的评估、对自身和总经理的评价以及衡量公司的长期业绩,都应该具有正规的评判标准(竞争政策委员会,Competitiveness Policy Council,1992)。公司应制定特别的长期业绩的量化目标,并将这些目标向所有的公司投资者们公布。投资者和董事应该周期性地对公司经理们实现这些目标的进程进行评价(里普顿和劳思奇,Lipton and Lorsch,1992)。董事们应该对总经理的业绩进行年度评估,以审查公司的运行是否如总经理年初所许诺过的那样出色(里普顿和劳思奇,Lipton and Lorsch,1992;公司治理研究小组,Working Group on Corporate Governance,1991)

(五)完善董事会会议制度

1. 会议频度合理化

董事会是会议体,如果不开会,当然不能履行其职责。但是,各个公司面临具体情况不同,很难作出划一的规定。英国《韩陪尔报告》概括性地建议,董事会只有定期开会,而且会议频度合理,才能履行其职责。美国商业圆桌会议、法国《维也纳特报告》和荷兰《比特报告》都是采用了这种弹性立场。从实践来看,大多数美国大型公司每年召开 8 次会议。有的会议频度稍低,每次会议时间稍长,便于有集中时间进行充分讨论。美国和荷兰还要求非执行董事要单独开会,每年至少 1 次,以便讨论和评估最高经营者业绩等问题。

2. 会议议程科学化

要有效地发挥董事会作用,董事会必须牢固地掌握会议议程等会议准备工作,不能任凭经营者操纵。易言之,是否开会、开什么会、议什么事等应该由董事会决定。除美国之外,其他国家的公司治理报告或原则均没有明确涉及这个问题。美国公司则高度重视会议议事日程问题,美国商业圆桌会议、CalPERS 和 CII 均有明确要求。从实践来看,通用汽车公司和英特尔这类大型公司也非常注意议事日程等会议准备工作。其共性方面包括(1)董事长与董事会商议之后确定议事日程(2)每个董事有权要求增加议题(3)会议议程以及其他材料应该在会议之前送达董事,便于董事进行准备,把董事会开好,开得有效率。

3. 建立董事决策支持系统

董事会决策来自每个董事的意见、建议和判断,为帮助董事正确决策,需要一定的决策支持体系,确保董事真正“懂事”。绝大多数国家均认同了董事决策支持体系的价值,



从共性方面来看,主要有以下几个方面(1)董事可以向公司索取有关信息,最高经营者必须予以支持(2)董事可以接触公司高层经营者或其他雇员,以便了解情况(3)董事可以咨询有关外部独立专家意见,公司承担其费用(4)允许非董事经理列席会议,便于向董事会提供有关信息,或回答有关问题。

(六)建立专门委员会制度

为确保董事会高效运作,各种专门委员会作用日益重要。各个国家高度一致的是,基本上都建议公司设立提名委员会、报酬委员会和审计委员会。由于这3个委员会工作和任务的特殊性,绝大多数国家均高度强调其独立性。英国要求报酬委员会全部由独立董事组成,法国要求报酬委员会由独立董事占多数。美国商业圆桌会议和澳大利亚投资经理协会要求这3个委员会均由非执行董事组成,执行董事不得染指。在执行董事一统天下的日本公司,日本公司治理论坛最后报告也要求审计委员会由1/2以上非执行董事组成。从实践来看,许多大型公司的专门委员会独立性相当高,通用汽车公司有7个专门委员会,其中6个委员会全部由独立董事组成。为保证专门委员会正确决策,凡是一般董事能够利用的决策支持,专门委员会均可以采用。

董事会的专业性是保证董事治理能力发挥的关键。其主要表现:一是专业性的董事成员;二是董事会内的专业性分工。通过专业性,可提高董事成员工作的熟练程度和专业化程度,使董事成员各尽所能,分工协作。专业性分工,是要求董事内部有明确分工的专门委员会。它的存在有助于实现(1)职责分明(2)团队协作(3)客观独立(4)专业优势(5)相互制约。而我国目前83.65%的国企无专门委员会且董事人数过多,这样董事会不可避免出现下列问题:无明确责任分工导致董事之间苦乐不均;“搭便车”和“鞭打快牛”现象,董事个人也无法对董事长或总裁的权力形成有力的制约,董事之间交流与合作缺乏,竞争创新不足,效率低下,等等。

在这方面我们可以借鉴国外的经验,实行连锁董事制度。所谓连锁董事是指同时在两家或两家以上公司的董事会担任董事职务的董事(Mizuchi,1996)。如甲是A公司的监事或董事,同时他又担任B公司的董事。此时,甲被称为连锁董事。由甲连接的两家公司A与B,从而具有共同分享一个董事的关联关系。实际上,一个董事同时兼任超过两个董事职务的现象在西方并不罕见。而此时围绕该董事形成的关联关系的公司可能会是3个、4个、或更多。连锁董事可以分为直接连锁董事(Direct interlocks)和间接连锁董事(Indirect interlocks)。A公司的董事甲分别到B公司和C公司做事,对于A公司与B公司或A公司与C公司而言,甲即为直接连锁董事,此时A公司分别与B公司及C公司之间因董事甲而形成直接连锁董事关系;而B公司与C公司之间因同时拥有第三方A公司的董事甲而形成间接连锁董事关系,甲对于B公司与C公司是间接连锁董事。

(七)全面提高董事的综合素质

董事会的整体决策能力的形成是多方面因素共同作用的结果,一个重要的因素,也是其中最为活跃、最积极的因素是董事的素质。对于董事素质的基本决定因素,钟朋荣认为主要包括三个方面:第一,董事是否拥有决策所需要的基本的知识和信息;第二,董事在决策的过程中是否尽职尽责;第三,董事是否以权谋公,即将整个公司的利益放在第一位。他将这三个方面的条件概括为“三有”,即有决策知识、有责任心、有公心。董事会决策的科学性和合理性,首先取决于“有”的总量。在董事会人数相同的情况下;“有”的总量越多,则决策的合理性、科学性和公正性也就越强。董事会决策的科学性和公正性还取决于“有”的结构。在“有”的总量确定的情况下;“有”的结构越合理董事会的决策也越科学和公正。

四、引入并不断完善独立董事制度

(一)我国推行独立董事制度过程中存在的主要问题^①

1. 相关法律不健全

就我国一些上市公司已推行的独立董事制度的实际情况看,无法可依是最主要的问题。我国股票市场成立时间本身就不长,而设立独立董事更是近两三年才有的事情,公司法以及其他涉及公司制度建设的法律中并没有关于独立董事的具体规定,因此,这些年来,在我国上市公司中推行的独立董事制度,基本上是在权利和义务、在董事会中的绝对量和相对量等都没有明确界定情况下的一种探索。2001年8月21日,中国证券监督管理委员会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,这为在中国推行独立董事制度提供了基本的法律依据,也从立法上正式确立了独立董事制度在我国公司治理中的地位。但仅此措施是远远不够的,还需要出台一系列具体规定和办法。

2. 与“二元制”公司模式存在冲突

我国的《公司法》属于典型的大型法系,所适用的是“二元制”的公司模式,其中,对董事的监督是通过监事会来进行的。这有别于英美法系的“一元制”公司模式下由独立董事行使监督权的运作方式。换句话说,英美法系下独立董事的职权与大陆法系下监事会的职权存在重合之处,如果监事会真正是强有力的,那么,独立董事就有些多余了。现在的情况是我国上市公司的监事会往往是无力的,所以独立董事与监事会的潜在冲突并没有激化。

3. 薪酬支付方式及支付标准五花八门

在国外,由于独立董事要承担相应的义务,所以董事会是要付给独立董事薪酬的,而

^① 经济日报. 2001. 1. 16(8)



在国内,由于对独立董事的权利和义务的理解差异很大,所以,施行独立董事的上市公司之间,在给独立董事支付报酬方面花样繁多,有的是以车马费,有的是以顾问费,还有的是以议事津贴等名义支付给独立董事。当然,绝大多数上市公司都是纯粹以现金形式支付,只有很少一部分公司已经或正计划以期股或期权的形式支付。

4. 由大股东举荐或聘用独立董事较为普遍

推行独立董事制度的一个重要的初衷就是保护中小投资者,按理说独立董事应该由中小投资者推举产生,但事实上,在我国施行独立董事制度的上市公司中,独立董事基本上都是由公司的大股东或管理层推荐,以董事会的名义或经由大股东控制的股东大会投票产生的。

5. 独立董事的权利和义务不对称

无论是从独立董事制度在我国上市公司的实践情况看,还是从《指导意见》的条文来看,我国上市公司更多的是赋予独立董事以权利,而较少有得力的义务约束,尤其是法律约束。造成这一情况的主要原因包括:第一,相关法规不配套,无法可依;第二,独立董事,尤其是合格的独立董事稀缺,能请到就不容易了,哪敢提太多的条件;第三,独立董事多流于形式,为了不出问题宁肯少提异议。

6. 对独立董事业绩的考核标准模糊

如何客观公平地评价一个独立董事的作用,这是令我国很多上市公司头疼的事情。尽管我国很多上市公司,如宝钢股份等公司所施行的独立董事制度卓有成效,但我们也应该看到,这些公司对其聘请的独立董事其实并没有一个系统的或者说规范的考核标准,在这些独立董事都很敬业的情况下,你好我好,大家相安无事,似乎没有考核标准也算不上什么,但是,在那些问题公司,加强独立董事考核标准工作就显得非常迫切了,例如:在前不久爆出的“猴王事件”中,猴王公司也是有独立董事的,但事已至此,投资者能对独立董事说什么呢?独立董事又能对投资者解释什么呢?

7. 多家兼任的情况比较突出

在已经公布的2000年年报中,我们可以看到,国内一些知名的经济学家、大学教授、证券从业人员同时受聘为多家公司的独立董事。客观地说,他们的介入,对上市公司拓展视野是大有裨益的,但能否有“足够的时间和精力履行公司董事职责”则不免让人产生怀疑。事实上,这些董事难做到很“懂”事。为此,深交所一位研究人员建议,我国在推行这项制度之初,最好能把兼任的数量限定在2~3家,让独立董事真的做到“言必行,行必果”。

8. 年龄普遍偏大

总的来说,目前上市公司在聘请独立董事时渐趋务实,但一些公司在拟定的独立董事候选人中,依然可以看到为数不少年逾七旬的“老黄忠”。有的独立董事如果干满3



年,就将近 80 高龄!这些“老黄忠”大多担任过政府要职,官至市长、厅长甚至副省长,管理经验、社会阅历比较丰富,这是上市公司竞相发聘的重要原因。但在市场经济瞬息万变的今天,他们的应变能力、超前意识势必会受到年龄的限制(当然不排除有例外),其健康状况也将直接制约履职效果。针对这种情况,有部分券商研究人员指出,这些“老黄忠”精神确实可嘉,聘请他们当顾问似乎更加合适,但若作为董事则有点勉为其难。据国外专家实践考察,对于大多数人来说,最适合担任独立董事的时期是退休前 10 年。

9. 独立董事综合素质较低

不同的公司出于自身需要,对独立董事的技能要求也不一样。但业内人士认为,独立董事不仅仅是行业里的技术权威,最好是综合性人才,能够做出有价值的商业判断,必须具有相当的企业和商业阅历,要具有一定程度的教育背景,同时要有直抒己见的勇气和魄力。

(二) 独立董事的功能定位

国外独立董事在公司中主要承担三类角色:第一,监督角色。独立董事在选择、监督考核、奖励和惩罚经理层方面扮演着重要角色,通过减轻经理人和股东利益的冲突提高企业的效益。因而独立董事的主要功能是解决现代企业所面临的代理问题。第二,战略角色。独立董事可以其丰富的商业经验、掌握的技术和市场方面的知识,来帮助企业内部经理层解决所面临的不熟悉的问题,他们对于企业形成商业战略具有重要的作用。这些董事主要来源于其他公司的管理层、原来在公司任职的高级管理人员、独立的管理咨询机构等等。第三,政治角色。当政治对公司的影响越大(主要是大的公司),具有法律背景和政治背景的独立董事就越多。而且当公司同政府的合作较多时,如:公司向政府销售物资,公司出口受政府政策影响很大,需要对政策游说,具有政府背景的独立董事就比较多。当公司同政府的斗争较多时,如:公司是否污染环境,是否存在垄断行为,具有律师背景的独立董事就比较多。这些独立董事主要用他们拥有的丰富经验和背景,为企业提供有关政府工作方式可能给企业带来的影响提供具有洞察力的意见,或者直接迎合政府的偏好、预测政府的相关行为等。

我国在上市公司中引入独立董事制度,它的功能和使命的定位和制度设计,与美国实行的独立董事制度是有所差别的。我国上市公司的股权结构与西方国家上市公司的股权结构有很大的差别,美国上市公司的股权非常分散,而我国上市公司的股权非常集中。到 2001 年 5 月 10 日为止,在深、沪两地上市的公司有 1 206 家。第一大股东持股比例超过 66% 的公司有 177 家,占上市公司数的 15%,超过 50% 的有 510 家,占上市公司数的 42%,超过 37.5% 的有 742 家,占上市公司数的 62%,超过 30% 的有 888 家,占上市公



司数的74%。这表明我国70%以上的上市公司有控股的股东^①。控股股东控制了股东大会,从而控制了董事会的选举。董事代表委派股东的利益而不是全体股东的利益,缺乏保护中小股东、特别是公众股东的机制。这是我国上市公司屡屡出现重大问题的制度性原因。许多上市公司的控股股东通过其控制的董事会和股东大会,作出侵害其他股东、攫取不正当利益的行为。

因此,我国上市公司的独立董事现阶段的功能主要是对大股东在公司中一手遮天的行为进行制衡,而不像美国公司独立董事除了监督职能以外还要对公司发展战略进行决策。我国独立董事制度的功能,应该集中定位于对控股股东及其派入上市公司的董事、经营管理人员与公司关联交易的监督和审查。在《指导意见》中,强调的也主要是独立董事的监督职能。具体说来,独立董事的功能主要是:在制衡控股股东方面,协助、确保董事会考虑的是所有股东的利益而非某一特定部分或团体的利益;在监督经营者方面,可以通过独立聘请外部审计机构或咨询机构,聘请独立财务顾问,向董事会提议聘用或解聘会计师,可以在股东大会召开前公开向股东征集投票权,监督高级管理人员内部人控制和大股东操纵的行为;在公司治理方面,应检讨董事会和执行董事的表现,确保遵守最佳行为准则,对于公司的关联交易需经独立董事签字后方能生效。这一点对于独立董事其他方面的功能设计具有决定性的影响。

(三) 独立董事的任职要求和条件

为了使独立董事在董事会的决策中充分发挥其独特的作用,使其更具科学性和公正性,独立董事必须有决策能力,拥有决策所需要的知识和信息,在决策过程中有责任感,能尽职尽责,要有公心,坚持以权谋公,把整个公司的利益放在第一位。而从其法律特征的角度来说,独立董事必须具有独立性、客观性、公正性。

1. 独立性

独立董事的独立性主要在于两个方面:一是独立于大股东;二是独立于经营者。所谓独立于大股东,即独立董事应成为中小股东利益的捍卫者。在公司的股东群体中,大股东、特别是控股大股东与广大中小股东的利益是有差别的。大股东不仅拥有控股地位,更重要的是他们拥有信息优势,拥有公司重大决策和实务的操纵权,这就为他们进行不正当的关联交易创造了条件,从而为他们损害广大中小股东的收益提供了现实可能。为使中小股东的利益在企业重大决策中得到保证,一个重要措施就是让独立董事真正成为广大中小股东利益的代表。

所谓独立于经营者,即独立董事要成为全体利益的捍卫者。经营者作为企业经营活

^① 娄芳. 独立董事制度在中国实践中的主要问题. 经济管理·新管理 2001(22)





动的操作者和企业的管理者,其最大优势是拥有操作权,并拥有信息优势。在这两点上,不仅一般职工是弱者,就是股东、甚至大股东都是弱者。经营者有可能利用其信息优势和操作权,对上损害所有者利益,对下损害职工利益,以获取自己的最大利益。这时就需要同样具有信息优势的独立董事站出来,维护广大股东的利益。

而要实现上述目标,独立董事还必须做到:第一,财产独立。独立董事不能是公司的股东,或不能具有大额的股份,并且不应代表任何重要的股东,这样可防止与大股东形成利益共同体,从而以利于保护广大中小股东的利益。如英国著名的海尔梅斯养老基金管理公司强调,独立董事不存在与公司或管理人员有其他重大的、会妨碍其对股东的忠诚的财务关系或个人关系。第二,人格独立。要能够对公司重大事项进行独立的判断并且能够阅读公司的财务报表。纽约证券交易所的《上市公司守则》认为,独立董事意味着该人应独立于管理层,且不得有在董事会看来会影响其作为审计委员会成员进行判断的任何关系。第三,业务独立。如美国法律协会在《公司治理结构》中提出,独立董事的独立性源自于他们与经营董事和管理层无“重大关联”。第四,利益独立。如英国海尔梅斯基金管理公司强调,独立董事不代表大股东或其他单个利益团体(供应商或债权人等);未从公司获得独立董事费之外的收入;未参加公司的股票期权计划或以公司业绩为基础的报酬计划;无利益冲突或交叉担任董事。第五,运作独立。独立董事既要独立于董事会其他成员,又要独立于公司的经营管理层。

2. 客观性

独立董事应拥有与公司经营业务相关的经济、财务、工程或法律等专业知识,勤勉敬业的执业道德,一定的经营管理经验和资历,能以其专家型的知识层面影响和提高董事会决策的客观性。

3. 公正性

与其他董事相比而言,独立董事要能够在一定程度上排除公司所有人和经理人的“权”、“益”干扰,代表全体股东的呼声,公正地履行董事职责。

(四)完善独立董事的选拔机制

从理论上讲,独立董事作为改进公司治理结构的重要制度安排,独立董事应当积极维护股东的利益,在重要的决策方面发表独立的意见,在选择经理、制定报酬、评价业绩方面起到有效的作用。但实践中,独立董事的产生程序,通常是由原来的董事会成立专门的委员会进行提名,然后由股东大会进行选举并通过产生。经理层常常介入独立董事的选择,公司的首席执行官经常是提名委员会的成员,或者能够影响提名程序,这自然对独立董事的作用产生了影响。国外的研究表明,经理层在选择新的董事会成员时扮演非



常重要的角色。那些批评经理层的独立董事在任期满后常常会失去独立董事的资格,而那些对管理层不进行挑剔的独立董事会继续处在这一位置。当公司经历财务危机时,银行家和其他外部股东则常常被选举为外部董事。当首席执行官介入独立董事的提名选举时,独立董事对管理层的监督就会弱化。另外,有人对独立董事任职宣布的市场反应研究发现,这一事件公布后,股票的非正常回报显著为正,说明独立董事在监督管理层和维护股东利益方面的作用得到了市场的认可。他们还对首席执行官提名独立董事事件的市场反应进行了研究,市场对这些独立董事任职的反应远远小于其他非经 CEO 提名的独立董事。因为市场认为这些独立董事对经理层的监督会弱化,从而不利于经营业绩的提高,不能导致股东权益最大化。这些都说明如果最高管理层介入独立董事选拔机制,必然对独立董事行使职权产生重要影响。

独立董事的功能,目前主要是行使监督职能、制衡职能,这就要求独立董事必须做到真正独立。在《指导意见》中对独立董事的独立条件进行了规定,但对于独立董事的产生机制并未做具体规定,这主要表现在:独立董事由谁提名、如何产生,他们将代表谁的利益,以何种立场去作出判断和行事。如果独立董事是由大股东提名、选举产生,则很难对大股东的行为进行监督和制衡。《指导意见》规定:“上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份 1% 以上的股东可以提出独立董事候选人,并经股东大会选举决定。”但是目前中国上市公司的董事会和监事会主要控制在大股东手中,由他们提名产生的独立董事,实际上代表的仍然是大股东的利益。根据一份问卷调查,上市公司的现任独立董事的上任路径很不统一,提名方式有三:一是由董事会提名的独立董事最多,约占被访者的 60%;二是由大股东提名,约占 26.7%;另有 13.3% 的独立董事由管理层提名担任^①。因此,这份调查反映出来的核心问题就是,大股东在独立董事的任命上处于优势地位。《指导意见》公布后,单独或者合并持有上市公司已发行股份 1% 以上的股东,虽然可以提出独立董事候选人,但必须经股东大会选举决定,股东大会则主要反映大股东的意志。

因此,独立董事作为公司整体利益和中小股东利益(还可以说是作为社会利益和与公司利益相关者)的代表进入公司董事会,以控制股东及其派出的董事、高级管理人员为主要监督对象,那么就不应该由控股股东或其控制的董事会选择和决定独立董事候选人,在选举投票时,控股股东及其派出的董事应该回避表决。否则,如果让控股股东及其派出的董事在独立董事选举中起决定性的影响,而选出的独立董事所要重点监督的正是

^① 娄芳. 独立董事制度在中国实践中的主要问题. 经济管理·新管理 2001(22)



选择他们的控股股东及其派到公司的代表,指望在这种产生机制下产生的独立董事独立发挥监督作用是不现实的。这些被大股东提名的董事在很大程度上扮演的是顾问的角色,而不是监督主体。

根据《指导意见》,独立董事的比例到2003年6月至少要达到董事总人数的1/3,为了从选拔上切断这些独立董事和大股东的关系,除了大股东在提名和投票上回避以外,还可以采取其他选拔方法来保证独立董事的独立性。比如:公开招聘,给独立董事在公司行使职权充分的法律保证,在重大的关联交易问题上独立董事具有否决权,董事会不能随便解聘独立董事,等等。

除了要考虑独立董事和内部董事的比例关系外还应注意独立董事本身的结构,目前,我国独立董事中很多是“学院派”,这就造成了与实际运作的脱节。国外公司聘请的独立董事多是管理经验丰富专业人士,比如通用电气(GE)的董事会成员中除一位哈佛商学院教授外,其余独立董事都是各行各业(本行业外)在职或退休的CEO、总经理,从而保证了企业决策的可行性。我国公司,特别是国有公司设立独立董事无疑是有意义的尝试,但把独立董事理解为纯理论专家,则无疑是一种偏差和错位。

据有关机构统计,目前深、沪两市还有近1000家公司没有选定独立董事,即使按每家2人计算,至少还有2000个名额虚位以待。那么,上市公司如何面对这一巨大的人才需求缺口?有关专家认为,一些公司不妨效仿深市桂柳工的做法,不拘一格,在全国范围内公开招聘独立董事。据该公司董事会秘书透露,2001年公司刊登招聘广告后,有20多人毛遂自荐,效果颇为理想。另外,在目前人力资源有限的情况下,采用将大公司有能力的高级内部董事之间交叉聘用,互为独立董事,也不失为一个好办法。近日发行新股的用友软件就聘请了联想集团CEO杨元庆担任独立董事。专家还建议,上市公司也可以把眼光放得更远些,努力创造条件,争取吸引一些海外英才。不久前一家上市公司就成功引进美国硅谷的一些高管人员。

(四) 独立董事的权利、义务和责任

1. 独立董事的权利

(1) 出席权与表决权。这一点是独立董事行使权力的基础和前提,故可理解为基本权利。从另外一种角度看,出席董事会也可以视为独立董事履行义务的主要途径之一,因此,它又是独立董事的法定义务。各国的公司法为了保证董事可以有效地履行职责,一般都规定,召开董事会会议之前,必须给全体董事发出会议通知,以便各位董事可以出席,行使权力。发出通知的具体时间各国规定并不一致,英国公司法规定得较灵活,即要求“有足够的时间送达董事手中,以便他们能准时出席会议”。我国《公司法》第116条规

定：“董事会……每次会议应当于召开十日以前通知全体董事”；第118条规定：“董事会会议，应由董事本人出席……”而且与股东大会不同，董事会表决不是按照股份多少，而是每人一票。对独立董事而言，出席会议与行使表决权，不但是其基本权利，作为一种义务，其履行程度还有法定标准，即：“独立董事连续三次未亲自出席董事会会议的，由董事会提请股东大会予以撤换。”^①

(2) 报酬请求权。董事的报酬是由公司股东大会而非董事会决定，可以是固定的，也可以是弹性的。除此之外，董事包括独立董事，不应再从公司取得其他报酬（但是在德国、奥地利、意大利、比利时等国家，允许公司董事除了领取薪金之外，还可以参加公司的盈余分成）。如果股东大会没有对董事的报酬事宜做出决定，董事们享有报酬请求权。对独立董事而言，为上市公司的经营与发展付出劳动，并且取得一定的报酬，是其正当权益之一。按照《指导意见》的规定：“上市公司应当给予独立董事适当的津贴。津贴的标准应当由董事会制定预案，股东大会审议通过，并在公司年报中进行披露。”^②

(3) 工作知情权。独立董事作为非执行董事，与其他董事相比，对公司情况了解和熟悉程度必然存在一定差距，同时，作为独立董事，又必须对公司的一些重大问题独立发表意见，因此，享有必要的知情权是其履行职责的基础。《指导意见》中规定：“上市公司必须按照法定的时间提前通知独立董事，并同时提供足够的资料，独立董事认为资料不充分的，可以要求补充。”^③ 独立董事行使职权时，上市公司有关人员应当积极配合，不得拒绝、阻碍或隐瞒。^④ 显然，对独立董事知情权的强调，体现了管理机构希望独立董事正常发挥作用的良苦用心，同时，也使独立董事行使职权有了基本保障。

(4) 对重大事项独立发表意见权。根据中国证监会《指导意见》第6条之规定，独立董事对六类重大事项应当向董事会或股东大会发表独立意见。这六类事项包括董事的提名和任免、公司高层人员的薪酬标准、关联交易、可能损害中小股东权益的事项等内容，而且在需要披露时，独立董事的相关意见必须予以公告。

(5) 特别职权。包括：重大关联交易认可权；聘用或解聘会计师事务所提议权；召开临时股东大会提请权；召开董事会提议权；独立聘请审计、咨询等中介机构协助决策权；公开征集委托投票权。这六项特别权利在行使过程中如果未被上市公司采纳或不能正常行使，公司有义务将有关情况向社会公众予以披露。

2. 独立董事的义务

(1) 谨慎注意义务(duty of care)，也称合理注意义务。我国《公司法》在有关董事义

① ② 中国证监会：《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，中国证券报，2001.8.22



务方面没有对此加以规定,显然是个漏洞。在英美法系中,各国的公司法对董事的注意义务都有一定的描述,加之独立董事制度来源于英美法系,因此,作为独立董事,对此更应当予以关注,并有效地履行这一法定职责。

所谓注意义务,这里一般是指董事应当“以其有理由认为是符合公司最高利益的方式,并以一位处于同样地位和类似环境的普通智者处事的谨慎态度,来履行其作为董事的职责”^①。实践中,对是否尽到注意义务的判定有一定困难。各国对董事的注意义务履行程度判定上,标准并不一样。美国的法律标准较低,其要求是:“注意程度的认定应当包括如下三方面的内容:第一,行为之善意性;第二,以处于相似地位的普通谨慎人在相似情况下所应尽到的注意义务;第三,属于以其合理相信的、公司最佳利益的方式。”相比之下,德国的法律标准较高。对董事注意义务的要求是指“通常正直而又严谨的业务领导者的注意”^②。显然,对独立董事而言,这种注意义务完全可以理解为一种专家标准的注意。国内某上市公司的一位独立董事,长期不过问公司事务,在就职公司出现重大违规行为而受牵连被处罚时,又深感迷惑不解,觉得冤枉。其实,仅就其未履行注意义务这一条过失,恐怕就应受到追究,这是每位就职于独立董事岗位的人员均应做好的一个思想准备。

在实践中,英美法系对“合理注意”的判定是通过衡平法判例加以规定的。按照英国的法律规定,对不具有某些专业资格和经验的非执行董事,对其是否尽到注意义务采用主观性标准,即普通人的标准;对所涉及事务具有专业经验或资格的非执行董事,则采用客观标准,也即专家标准。同时,对公司的执行董事要求还要严格,在判定标准上采用“推定知悉原则”,体现出执行董事对公司事务在事实上拥有更大影响力的同时,风险和责任的也更加重大。

综上所述可知,目前,我国对独立董事是否履行注意义务进行审查时,只能采用专家标准,而不可能是普通谨慎人的标准。

(2) 忠实义务(duty of loyalty)。所谓忠实义务,这里是指“独立董事应当对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉义务”^③中的诚信义务。从法理上说,是指两层意思:一是禁止背信弃义;二是禁止自我交易。我国《公司法》第59条第1款规定:“董事……应当遵守公司章程,忠实履行职务,维护公司利益;第2款规定:“董事不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入,不得侵占公司的财产;第60条规定:“不得挪用公司资金或者将公司资金

① 沈四宝译. 美国标准公司法 35 条第 2 款. 北京: 北京大学出版社, 1981

② 梅慎实. 现代公司机关权力构造论. 北京: 中国政法大学出版社, 1996. 213

③ 中国证监会. 关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见. 中国证券报, 2001. 8. 22



借贷给他人,第60条第3款规定:不得以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保,第62条规定:公司董事不得泄露公司秘密。上述这些规定都是独立董事忠诚义务的内容。

除此之外,独立董事的忠诚义务还应包括两方面内容:一是“竞业禁止义务”;二是“兼职禁止义务”。竞业禁止义务,这里是指独立董事不得自营或为他人经营与其所任职公司同类的营业,这一点在我国《公司法》第61条第1款有明确规定。在西方国家看来,不履行这一义务,就可能篡夺公司机会,使董事个人牟利。在基本理念上普遍认为,在公司与董事之间,商业机会应属于公司而非董事。因此,竞业禁止业务对每位公司董事而言,应当是不言自明的。对什么是“公司机会”,英美法律通过大量判例,也有明确的界定。“兼职禁止义务”比较容易理解。这里是指任何公司董事未经董事会同意,不应在其他同类公司兼职。因为利益冲突会使董事无法履行“忠实义务”。这一点我国《公司法》没有明确规定。从忠实义务的原则上理解,这一点应当包含在内。目前《指导意见》中有类似规定,意思也比较清楚。

(3)特别义务。在我国,独立董事在承担上述一般义务的同时,还负有若干特别义务,包括:1)出具独立意见的义务。即必须对上市公司在运营过程中的六类事务独立发表意见,做出“同意、保留意见、反对、无法发表意见”的选择,而不能放弃行使权力。此六类事项事关公司发展前途和股东利益,身为独立董事,必须对此表明自己的态度。六类事务的具体内容在《指导意见》中有明确规定,此处不赘述。2)说明及报告义务。即:自身是否存在与任职资格相悖的情况,特别是《指导意见》中列出的不得担任独立董事的前五种情况,独立董事有义务做出承诺或说明。如果在任职期间出现上述情况,独立董事负有及时报告并进行披露的义务,以便公司及主管机关对其任职资格重新做出审查认定。

3. 独立董事的法律责任

独立董事是董事会的有机构成部分,引入独立董事制度,是希望在公司决策过程中,减少决策失误,防止个别大股东侵害中小股东利益及社会其他方面利益行为的发生,这与监事会的事后监督,是有区别的。独立董事不仅仅是一种荣誉,更多的是一种责任。从目前的法律规定看,责任形式已经从行政责任、刑事责任延伸扩展到董事个人的民事赔偿责任。据了解,在最高法院就上市公司违规违法行为给投资人造成损害,从而可能产生民事赔偿问题的受理范围公布之后,一些公司股东已经就损害赔偿问题准备向一些公司及董事会成员提起股东代表诉讼。今后,独立董事在未能有效履行职责时,其民事赔偿责任可能将是巨大的。

按照《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》和《刑法》的有关规定,



独立董事在执行职务时,未履行上述义务,给公司造成损害的,应承担赔偿责任。所任职公司因虚假陈述或重大遗漏使投资人在证券交易中遭受损失的,应承担连带赔偿责任。如果可以证明在表决时独立董事本人曾表明异议,并记载于会议录的,可以免除责任。如果在表决中投弃权票或未出席会议也未委托他人出席的,不能免除责任。此外,因虚假陈述、重大遗漏等原因,在上市公司受到行政处罚的同时,独立董事本人也可能受到3万元以上30万元以下的行政罚款;有些情节严重者,还将被中国证监会认定为市场禁入者。构成犯罪的还要追究刑事责任^①。

^① 《公司法》第118条第3款规定：“董事应当对董事会的决议承担责任。”第212条规定：“公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告的,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以一万元以上十万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”

《刑法》第161条规定：“公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告,严重损害股东或者其他利益的,对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。”

《证券法》第63条规定：“发行人、承销的证券公司公告招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告,存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。”第177条第1款规定：“依据本法规定,经核准上市交易的证券,其发行人未按照有关规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏的,由证券监督管理机构责令改正,对发行人处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处三万元以上三十万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”《证券法》的这两条规定把责任个人的范围收缩为“负有责任的董事、监事、经理”、“直接负责的主管人员”和“其他直接责任人员”,但没有解释“负有责任”、“直接负责”和“直接责任”的涵义,这需要《实施细则》进一步明确。

《股票发行与交易管理暂行条例》第74条第2款规定：“任何单位和个人违反本条例的规定,有下列行为之一的,根据不同情况,单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款……(二)在股票发行、交易过程中,作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的……”



第十三章 公司内部治理结构

——监事会

第一节 监督机制及其对公司治理的制度意义

财富创造活动可以分为个体性的和组织性的创造活动。因其形成和运行过程中的突出博弈效应,无论在提高单位资源的效率上,还是在推进经济发展和社会进步上,组织化的经济行为都居于主导地位。因为“组织是人们为了一定目标的实现而进行合理的组织和协调,并且具有一定边界的社会实体”^①,它能够通过内部博弈将资源配置的成本降到最低程度。

对规模经济效应的无限追求激发着人类不断地设计或改良能创造财富的各种具体经济组织形式,这些经济组织形式后来被人们称之为“企业”。从企业制度的发展历史看,它经历了两个发展时期:古典企业制度时期和现代企业制度时期。古典企业制度时期的企业主要有两种制度形式:一种叫业主制;另一种叫合伙制。

相对于独资企业,合伙企业制度的功能“内存”要大得多,能为较大规模财富的资本化提供组织支撑。可是,由于其人合性的制度规定性,合伙企业无法为大规模资本的增值提供组织“平台”和规范、高效的经营管理系统。正是这种因无法满足现实经济发

① 杨洪兰,张晓蓉.现代组织学.上海:复旦大学出版社,1997.5~6





展需要而凸显出来的制度缺陷,导致了更高层次的企业组织形式——公司企业的横空出世。

公司企业的基本制度特征是所有权与经营权分离。公司所有权与经营权分离具有重要的制度性意义,它可以使资本由拥有丰富经营管理能力的职业经理人员来进行运营,从而最大程度地提高和实现资本的效益和股东以及利益相关者的目的。然而,由于资本所有制与经营者价值取向上存在的差异,道德风险必然成为委托——代理制度的天然“副产品”或制度成本。道德风险的具体表现形式是多种多样的,但可将其概括为两种基本形式:一是经营管理人员不尽力、偷懒;二是管理层背离公司经营目的。因此,在公司制度下需要一种制度安排来对经理人员的行为进行有效的监督和激励,以确保公司目的的实现。

公司制的出现使得企业实现了所有者与经营者的分离,企业开始能够脱离某个具体的所有者而独立存在,具有了自己的“人格”和生命。然而,公司只是被法律拟制的“人”,它不可能像自然人那样实现决策、执行和监督功能的个体统一。它的所有作为民事主体的功能只能由相应的机构来完成。就一个具体民事行为的完成来讲,它需要意思表示、决策完成两个基本环节。对于公司来讲,这两个环节的完成必须转化为相应的组织化的机构的具体行为来实现,即公司的权利机构的决定行为,决策机构和执行机构的经营决策行为和经营管理行为。但由于公司权力机构不是常设机构,它无法对公司经营决策机构和执行机构的行为是否符合法律、公司章程和股东会决议的要求进行日常性监督,而两权分立后管理层道德风险的必然产生,就从制度设计上要求在公司治理结构的设计中必须安排一种机制来对公司管理层的经营行为进行日常的监督。这种机制就是公司的监督机制。

各国对监事会这一机构的称谓不同。有的称为监事会,有的称为监察委员会,有的叫会计监察人或监察人。尽管称谓不同,但性质并无差别。监事会对公司的业务活动进行监督和检查的常设机构。作为公司运行过程中的“免疫”系统和监督机制对于公司的健康运行具有重要的作用,是直接影响公司治理绩效的基本因素。不同的监督体制设计的运行环境和运行机制是不同的,对于公司治理行为的影响方式和效果也是不尽相同的。



第二节 不同监督机制之比较

一、英美法系的监事制度

(一) 英国的审计师与审计委员会的职能

一般认为,英国的 auditor,就是指监事。事实上,auditor 主要负责对公司财务的审计,与严格意义上的监事是不同的。因英国没有特别的监事制度,我们就主要讨论起监督功能的 auditor。根据《布莱克法律大词典》的解释,auditor 是指检查会计记录的正确性、公正性和客观性及对此声明和证实的人。因此,有的学者将 auditor 译成审计师^①。

在英国的公司法体制下,执行财务审计功能的主要是股东任命的外部审计师(external auditors),同时,董事会下设的审计委员会也起日常监督的作用。

根据 Cadbury 报告第 5.1、5.2 节的规定,年度审计是公司治理的基石之一。由于所有权与经营权的分离,董事必须就他们的工作以年度报告和财务说明的形式向股东报告。而审计就提供对此财务说明进行外部和客观的检查。审计是使所有对公司有财务利益的人有一种放心感。按照英国 1985 年《公司法》第 236 节的规定,审计师的职责是就公司的年度会计账目是否正当向股东报告,并给出正确和公正的观点,同时也对董事的报告是否符合会计账目向股东报告。第 237 节规定,审计师在起草报告时,应展开必要的调查,就公司是否保持了正当的会计记录,从分支机构获得的收益是否正当以及公司的个别会计账目是否与会计记录和收益相符等事项作出自己的判断。如果审计师未能得到所有的为审计所必须的信息和解释,他们应在报告中说明这一事实。

英国 Auditing Prances Board 于 1998 年 4 月公布的《审计师和审计委员会的沟通》报告关于审计委员会职责的表述是这样的:1. 一个审计委员会的职责被正常地理解为考虑并向董事会报告董事会是否正当当地履行其财务方面治理的职责,具体主要指,评价并适当地对经理层就与财务报告程序有关的所做的行动和判断提出疑问。2. 监督经理层对建立和维持一个满意的控制环境及有效的内部控制制度所作的承诺。3. 考虑审计安排的充分性,并通过以下手段来支持外部审计师的独立性和客观性:评价审计的范围;促进对审计所发现的问题的讨论;帮助解决经理层和审计师观点之间的分歧;对任命审计师提出推荐意见;审查非审计服务的性质和范围,必要时应将非审计工作公开招标。需要

^① 倪建林. 公司治理结构 法律与实践. 北京: 法律出版社, 2001. 181





指出的是,对任命外部审计师提出建议也是审计委员会的一项职责。从审计委员会的职责来看,审计委员会对监督经理层、审查内部控制情况也担负了一定的职责。应该说,外部审计师主要负责审查公司年度财务报告的真实性,使与公司利益相关的人对公司的财务报告产生可信性。而审计委员会则在更大程度上负责了公司内部日常的财务监督、内部控制审查和外部审计的独立性。这两者有机的结合,是英国的审计监督制度的重要特色。

由于审计涉及到对董事的财务报告的评价,审计的独立性一直是个最为关键的问题。如果审计师不能独立,公众对审计报告的可信度就会降低,审计的监督功能也就失去了价值。正如《Cadbury 报告》(第 5.1 节)所指出的那样,问题不是要不要审计,而是如何保证审计的客观性和有效性。《Cadbury 报告》(第 5.3、5.4、5.5 节)指出,由于下述一些原因,审计师进行审计的客观性与股东所期望的仍可能存在差距:1.会计标准和操作实践有时给董事会可以从不同的方法提出事实和数据留出了太多的空间。如果它是在标准允许的范围内,审计师并不能对其进行严格的特别处理。2.虽然股东任命审计师,审计师也是为股东的利益行事,但股东并没有有效的办法进行审计谈判,与审计师也没有直接的联系。而审计师是与其审计的对象——经理层一起工作的,而且审计师事务所就如其他的商业企业一样,也希望与他们的客户建立良好的关系。3.审计师事务所是相互竞争的,他们总希望从审计中实现最大的利益。4.公司也受制于竞争的压力,他们希望所付出的审计成本最小,以满足股东的期望。另外,一个更重要的问题是,缺乏对审计师角色的性质和范围的理解。也就是所谓的“期望差距”,即审计师做到的目标与他们想做到的目标及应该做到的目标之间的差距。对此,已采取措施强化审计制度,如:要求所有的审计师的能力、经验和所受训练应符合监督者的身份,并接受正常的监督。《Cadbury 报告》(简称《报告》第 5.8、5.9 节)也指出,为提高客观性,两个有效的途径是完善会计标准和让审计师直接接触董事会中的非执行董事。值得注意的是《报告》对应禁止审计师事务所向其审计客户提供其他服务的建议未采纳,而对审计师事务所应强制轮换的建议予以采纳。至于解决“期望差距”问题,《报告》认为审计师的角色应予以明晰,审计师并不负责起草财务报告,也并不对财务报告中的数据的正确性提供绝对的保证,也不保证公司仍将继续存在。所以,审计师和董事的各自责任应在各自的报告中声明。

《Hampel 报告》(第 6.8 节)认为,审计师必须客观并保持对公司经理层的独立性是普遍接受的原则。要求审计师事务所独立而保持良好的声誉也有很强的商业理由。但是,当从单个的审计客户中的收入占审计师事务所的收入很大部分时,审计师事务所也有可能放弃独立性进行妥协。因此,应对是否应降低现行规定中的从一个公司中的收入不能超过其总收入的 10% 的限定作审查。另外《Hampel 报告》(第 6.9 节)也认为,审计委员会是保证审计师独立性和客观性的重要保障。审计委员会应在审计师向公司提供



重大非审计服务时扮演关键角色。

由对审计师的角色定位而引发的审计师的责任的争论,起源于英国上议院对 Caparo 案件的判决。在该判决中,上议院认为审计师对公司和股东集体负有法律上的注意义务,但对股东个人和第三方不负责任。这个判决遭致了很多争论,认为其有两个明显的误解(1)审计报告是对账目准确性的一种担保,甚至是对公司可靠性的一种担保。(2)任何人(包括投资者和债权人)可以依赖审计,不仅是在总体感觉上,而且如果审计师有疏忽的话,可以起诉他们。在决定这个案件时,上议院曾仔细研究了在平衡有关当事方利益上的复杂性。但这样的判决还是遭到了普遍的反。《Cadbury 报告》(第 5.32 节)也认为,在制定相关法律时,应将 Caparo 案判决应负民事责任的法律地位的规定改正过来。很多支持修改这一规定的人认为应将审计师的注意义务限定在一个确定的基础上,以更好地达到各有关当事方利益之间的平衡。其中,有两项修改建议是值得关注的(1)合理分担责任。建议法律规定对遭受损失的各方来说,应各自承担合理的一部分损失(2)有限责任。建议法律规定允许审计师通过与有关公司签订合同来限制他们的责任。但《Cadbury 报告》认为这两项建议实际上并不可行,《Cadbury 报告》对此也未给出确切的建议。



《Hampel 报告》(第 6.19 节)也未对审计师的责任提出建议,且指出其不想就审计师的地位和他们的公共报告责任提出任何修改建议。最好的操作实践应允许它发展和演变。

(二)美国的实践和经验

美国的审计监督制度类似于英国的制度。1999 年 2 月,由 Ira Millstein 和 John Whitehead 领导的提高公司审计委员会的有效性蓝带委员会(简称 Millstein/Whitehead 委员会)公布了他们的报告——《Millstein/Whitehead 报告》(简称《报告》)。这份《报告》对审计委员会的职能定位等作了详细描述。但《报告》公布后,很多学者认为该《报告》存在着很多缺陷。John F. Olson 就认为《Millstein/Whitehead 报告》中的主要问题是,首先是对小公司(市值在 2 亿美元以下)的审计委员会放低了要求,但小公司的内部审计实际是很弱的;其次是将上市标准作为提高审计委员会标准的主要执行机制,但市场实际上根本不可能去监督或执行这样的标准。法院也认为上市公司和证券市场之间的上市协议书只是私合同(private contract),承认股东或其他人没有权力执行协议的规定。而实际上有效的解决办法只有让证券交易委员会(SEC)采纳新的披露要求。该《报告》的另一个问题是,对审计委员会成员赋予了太多的职责(多达 20 项职能),这可能会带来 3 个负面效应:1.委员会的精力被分散反而导致过于忙碌而降低效率;2.好的董事可能不愿意承担审计委员会的职务;3.可能使审计委员会的成员面临比其他董事更多机会被起诉而承担个人责任的风险。基于此,John F. Olson 提出了 10 项提高审计委员会有效性的建议:1.承



认实践中的限制。即有效的审计委员会应承认他们并不能宏观管理公司而只能集中关注他们能做的财务完整性和风险管理的监督人。2. 审计委员会不是审计师或律师。也就是说, 审计委员会不应做应由审计师做的工作。3. 有效的审计委员会应集中在大的事项上。4. 有效的审计委员会应避免承担过多的职责。5. 审计委员会应朝前看, 而不是朝后看。也就是说, 审计委员会应更多地关注潜在的风险和问题。6. 有效的审计委员会应集中关注管理层的有效性。7. 良好的审计委员会应强化内部控制并支持内部审计功能。8. 有效的审计委员会应制定现实的会议计划和议程。9. 有效的审计委员会成员应不断地了解公司。10. 最好的审计委员会应是建设性的怀疑论者, 即应经常询问公司的管理层。

除专门的内部监督机制, 美国公司中对公司治理的监督只能还由董事会行使。

二、大陆法国家和地区的监事会制度

双层制结构虽然是大陆法的特色, 但事实上, 并不是所有的大陆法系国家都强制实行双层制结构。在欧洲大陆, 德国、丹麦和荷兰实行双层制, 而在法国、葡萄牙和西班牙则是选择性的。事实上, 监事会制度在大陆法系国家的具体安排上也不尽相同。另外, 日本作为大陆法系国家, 其监察制度也很有特色。下面就监事的资格选任机制、监事会的结构、监事会的职能定位及监事的责任等问题分析各国对此的不同规定。

(一) 监事的选任机制及监事会的结构

监事, 德国称 mitgliederd des aufsichtsrats, 法国称 commissaire de surveillance ou censeurs, 日本称监察役, 我国台湾地区称“监察人”^①。

按照德国《股份法》第 101 条的规定, 监事由股东大会选任和劳方委派, 向监事会派遣成员的权利, 只能由章程、并且只能为特定的股东或为特定股票的持有人设定。在特定的情况下, 也可以由法院选任。《股份法》第 104 条规定, 监事会不拥有为进行决议所必要的成员人数的, 经董事会、1 名监事会成员或 1 名股东申请, 法院应向监事会对该人数进行补充。监事会也是由劳方监事会成员组成的, 公司的总企业参决会、另一个企业的总企业参决会、至少 1/10 的雇员或 100 名雇员、拥有建议劳方监事会成员的权利的工会的最高组织机构和拥有建议劳方监事会成员的权利的工会都有权提出申请。另外, 《股份法》也对监事会成员的人身要件作了限定。按《股份法》第 100 条第 2 款的规定, 监事会成员只能为具有无限制行为能力的自然人。在处理其财产事务时全部或部分受允许保留的限制的被照管人, 不得担任监事会成员。第 100 条第 2 款对不得担任监事成员的具体情况作了列举。按照《股份法》第 95 条的规定, 监事会一般由 3 名成员组成。章

^① 倪建林. 公司治理结构 法律与实践. 北京: 法律出版社, 2001. 186



程可以规定某个较多的人数,人数必须能够被3整除。监事会成员的最多人数限定为:公司股本在150万欧元以下的9人;150万欧元以上的15人;1000万欧元以上的21人^①。据欧洲政策研究中心提供的数据表明,在德国100家最大的企业里,工会和职工代表,在监事会中占据了近50%的席位;在次重要的企业里,工会和职工代表也占据了近25%的席位,而银行和其他金融机构仅占据10%的席位,而且监事会中的银行代表仍有下降的趋势^②。由此可见,职工代表进入监事会是德国监事会模式的重要特征。需要指出的是,委派职工代表进入监事会的做法,在瑞典也是普遍的。

法国《商事公司法》第134条规定,监事会成员由创立股东大会或普通股东大会任命。在第88条规定的情况下,首任董事或监事成员以及首任审计员由章程予以任命。对监事的人身条件限制,与德国法的规定有很大的不同。《商事公司法》第135条规定,法人可以被任命为监事会成员,在其被任命为监事会成员时,法人必须指定1名常任代理人。该代理人受和他以自己名义担任监事会成员时同样的条件和义务的约束,并承担相同的民事和刑事责任,但不影响他所代表的法人承担连带责任。另外《商事公司法》还对监事拥有公司的股份作了要求。第130条规定,每个监事会成员必须拥有章程确定数量的公司股份。对监事的兼任限制《商事公司法》只是规定任何监事会成员均不得参加经理室。至于监事会的规模《商事公司法》规定应至少由3名至12名组成,但在合并的情况下,监事会成员人数可以从12人增加到6个多月来一直在被合并的公司里任职的监事会成员的总人数,但不得超过24人^③。事实上,在法国,委派职工代表进入监事会也是可以的。

总的来说,在欧洲大陆,监事会成员一般由股东会任命。但荷兰是个比较特殊的例外。按照荷兰的法律规定,监事会由自身选举产生并且可以是永久性的。事实上,在荷兰,公司机关的设置可归纳为三种类型^④:单一委员会体制(适用于中小型公司),即只设董事会不设监事会;自发型体制(适用于中小型公司),即同时设置董事会和监事会;强制型双层委员会(适用于大型股份公司),其监事会称强制性监事会。在强制性双层制委员会体制下,强制型监事会首届成员由章程规定,也可从已具备了强制型公司条件的现任自发型体制监事会成员中挑选。之后,应由监事会自身挑选新监事。在挑选前监事会应听取股东会、董事会和工会理事会的意见和推荐。若股东会或工会理事会拒绝了监事会提出的人选,这时可提交“社会经济理事会”决定。若“社会经济理事会”认为候选人不宜

① 杜景林,卢谔译.德国股份法·德国有限责任公司法·德国公司改组法·德国参与决定法.北京:中国政法大学出版社,2000.44~50

② 倪建林.公司治理结构·法律与实践.北京:法律出版社,2001.187

③ 卞耀武.当代外国公司法.北京:法律出版社,1996.413~415

④ 唐波.荷兰公司治理法律制度.华东政法学院学术文集.杭州:浙江人民出版社,2001.147~159



任职或认为对他们的任命将会导致监事会构成出现问题,则应支持股东会或工会理事会的意见;反之,可任命该候选人。若“社会经济理事会”拒绝监事会的提名,监事会应提名新候选人并重新履行上述手续,对于“社会经济理事会”的决定,不许上诉。

日本《商法》第280条第1款和第254条第1款规定,监事由股东大会选举产生,根据《商法》第239条第1款、第280条第1款和第256条之2的规定,选任监事的决议为普通决议,不准采用累积投票的方法。关于监事的资格,没有特别的限制,第280条第1款和第254条第2款规定,在章程中不能规定只限制于股东。和董事一样,《商法》对不够担任监事的资格的特殊情况作了列举。另外,第276条规定,监事不能兼任该公司和子公司的董事或经理人,也不能兼任使用人。至于曾担任过董事的人和顾问律师能否担任监事,日本学界有争论,并未达成一致的看法。另外,根据商法特例法规定,大公司的监事为3人以上,对其他公司没有限制监事人数,1人以上即可。对大公司来说,其中1人以上必须为社外监事(就任前5年未担任过该公司或子公司的董事、经理或其他使用人)。而且应通过监事之间的互选设立常设监事。对大公司来说,应有监事组成监事会。因此,监事会实际上只在大公司存在。根据日本《商法》特例法等规定,小公司(资本金1亿日元以下)的监事只进行会计监察;中型公司(1亿日元至5亿日元)的监事,具有会计监察权和业务监督权,对董事的职务一般可以进行监督;大公司(5亿日元以上或负债总额200亿日元以上)的监事具有一般的监察权限,关于会计监察由会计监察人进行监察。

除监事外,日本的监察制度中还有会计监察人。根据《商法》特例法的规定,会计监察人的资格限定于公认会计师或监察法人。会计监察人也由股东大会选任。对于会计监察人和公司的关系,有学者认为会计监察人不是公司的机关,也有学者对此持反对意见。多数人认为,公司与会计监察人的关系是准委任关系,而公司与监事是委任关系。

在某些特殊情况下,日本的监察制度还设有检查人。它是为了调查特定事项,临时选任的公司机关,由股东大会或创立全会选任产生。在特殊情况下,可由法院选任或董事或股东等申请。检查人与公司的关系适用准委任关系。

由此可见,日本的监事制度与欧洲大陆的监事制度又有很大的不同,其体现了更加灵活和实用的特点。

(二) 监事及监事会的职能及职权定位

德国《股份法》第111条规定,监事会的职责和权利是(1)对业务的执行进行监督;(2)可以查阅和审查公司的账簿和文件以及财产,特别是公司金库和现存的有价证券及商品;(3)召集、召开股东大会;(4)不得将业务执行措施移转于监事会;(5)监事会成员不得将其职责交由他人履行。另外,按照《股份法》第84条第1款的规定,董事会的成员



由监事会选任。第 112 条规定,监事会在诉讼上和诉讼外,对董事会的成员代表公司^①。

德国公司治理专家小组于 2000 年 1 月公布(2000 年 7 月更新)的《德国上市公司治理规则》对监事会职责的描述则更为清晰(1)监事会定期对董事会经营公司提出建议,并对公司长期目标的实现进行监督。监事会任命董事会成员并保证其长期继任(2)监事会可以要求某些交易必须得到监事会的批准。如投资项目、贷款、设立分支机构、兼并和处置一定金额以上的股权(3)规定董事会的信息披露和汇报义务(4)监事会任命审计师对公司的年度会计报表进行审计(5)监事会成员和公司间的咨询合同应得到监事会的批准(6)监事会定期接受董事会有关由监事会决定的超过一定金额的捐赠的报告。另外,监事会可以成立若干下属专业委员会,如综合委员会、会计和审计委员会、人事委员会、提名委员会、市场和信用风险委员会、调解委员会^②。这与绝大多数国家在董事会下设专业委员会的做法是很不相同的。

总的说来,德国的监事会拥有相当大的权限,从拥有任命董事会成员和批准某些特别交易的权力可看出,监事会实际上已拥有了几乎控制董事会的权力。在这个意义上,德国公司法下的董事会更接近于经理层的角色。在监事会下设专业委员会也说明了监事会实际上已不仅仅担负监督职能,而已充当了决策者的角色。

与德国法相比较,法国《商事公司法》规定的监事会并没有拥有如此大的权限。按照《商事公司法》,董事会成员并不由监事会任命,而是由股东大会任命。不过,根据《商事公司法》的规定,监事会也拥有对某些特殊交易进行批准的权力。《商事公司法》第 128 条规定,监事会对经理室的公司经营活动进行长期监督。章程还规定,进行其列举的经营活动必须事先获得监事会的批准。监事会可在 1 年中的任何时候,进行它认为适当的检查和监督,并可要求提供它认为对完成其使命必要的资料。经理室至少每季度 1 次向监事会提交 1 份报告。根据第 143 条的规定,公司和经理室或监事会成员间的合同,也必须事先得到监事会的批准^③。由此看来,法国公司法下的监事会,更多的是履行监督的职能。

日本的监察制度是在不断的变革中完善的。1974 年以前日本《商法典》没有规定在股份公司中设置专门的监事会,而是规定设置监察人来履行公司的内部监督职能。根据法律的规定,监察人享有非常广泛的监督权。《日本商法典》第 274 条、275 条规定,监察人监督董事的职务执行情况,可随时要求董事及经理人员和其他使用人提出营业报告,

① 杜景林,卢谟. 德国股份法·德国有限责任公司法·德国公司改组法·德国参与决定法. 北京:中国政法大学出版社, 2000. 165~178

② 倪建林. 公司治理结构·法律与实践. 北京:法律出版社, 2001. 192

③ 卞耀武主编. 当代外国公司法. 北京:法律出版社, 1996. 413, 418





或调查公司的业务及财产状况 ;董事发现对公司有显著损害危险的事实时 ,须立即向监察人报告 ,如果行使职务需要 ,母公司的监察人有权要求子公司提供营业报告和调查子公司的业务及财产状况 ;因董事的不在公司目的范围之内的行为、或其他违反法令或章程的行为 ,有对公司产生显著损害危险时 ,监察人有权请求停止董事的行为 ;公司对董事、或董事对公司提起诉讼时 ,对该诉讼监察人代表公司。《日本商法典》第二编第 267 条规定 6 个月前起连续持有股份的股东 ,可对公司以书面方式请求提起追究董事责任的诉讼 ;公司收到前项的请求之日起 30 日内未提起诉讼时 ,前项的股东可为公司提起诉讼 ,如存在经过前项规定的期间而对公司发生不可恢复损害的危险 ,每一项的股东可直接提起前项诉讼 ,而可不管前两项的规定。

通过 1974 年修改法后 ,监事的职能扩大到可以对业务进行全面监督 ,并区分公司的规模来区分监督的内容。1981 年的修改 ,更强化了监事的权限和独立性 ,新设了复数监事制度和常设监事制度 ,并强化了监事和会计监察人的合作关系。1990 年的修改 ,又进一步扩大了监事的职务范围。1993 年的修改 ,则在大公司确认了社外监事和监事会制度^①。

根据 1974 年的修订法 ,大、中型公司的监事不仅可以进行会计监察 ,还可以监察董事的职务执行。由此 ,监事的业务监察权限和董事会的业务监察权限的关系成了争论的话题。日本国内的多数学者认为 ,董事会的业务监督主要是妥当性的监察 ,而监事的业务监察只限于合法性监察 ,不涉及妥当性监察。事实上 ,董事会的业务监督是一种自我约束和监督 ,而监事的业务监察是一种独立、客观的监督 ,比董事会的自我监督可能更有效 ,两者并不冲突。基于监事对董事的职务执行拥有监察权 ,监事拥有个别的权限 ,如 :监事随时可以要求董事及经理层或其他使用人提供营业报告或调查公司的业务及财产状况 ;监事也可以出席董事会会议陈述意见 ;在董事有实施公司目的范围外的行为 ,或者其他违反法令或章程的行为 ,使公司产生重大损害危险时 ,监事可以请求董事停止其行。另外 ,公司对董事 ,或董事对公司提起诉讼时 ,监事可以代表公司。

会计监察人的职权 ,一般仅限于监察财务计算文件和附属明细表。在与监事的监察的关系上 ,一般认为会计监察人的监察范围限定为会计的合法性 ,而具体的业务监察则由监事履行 ,当然监事的监察可以参考会计监察人的报告。而检查人的职权 ,主要限定在一些特殊的事项上 ,例如 :设立时调查非常设立事项 ;调查有无认定股份总数 ;调查公司的业务及财产状况 ;调查股东大会的召集或决议方法 ;调查董事提交的文件及监察报告书 ;调查事后设立和调查新股发行时的实物出资等^②。

由此看出 ,日本公司法的监事职能也只是定位在业务监督上 ,而且会计监察人的职

① [日]末永敏和. 现代日本公司法. 金洪玉译. 北京:人民法院出版社, 2000. 165

② [日]末永敏和. 现代日本公司法. 金洪玉译. 北京:人民法院出版社, 2000. 168 ~ 178



能更为有限。这种职能定位明晰的做法,可能使其运作更有效率。另外,由于社外监事制度的设立,也使监事的独立性增强了。

(三) 监事的责任

在德国,监事和公司的关系被视为代理关系,因此,关于董事的责任也是适用于监事的。根据德国《股份法》第116条的规定,监事会成员的注意义务和责任,准用关于董事会成员的注意义务和责任的规定^①。因此,对德国公司监事的责任就不再赘述。

在日本,监事和公司的关系适用委任的规定,因此监事负有善良管理者的注意义务。由于监事在执行业务时与公司没有利害关系,关于董事的忠实义务也就不适用于监事,对监事也没有禁止竞争义务和利益相反交易的限制,也没有股东的停止请求^②。日本《商法》第277条规定,监事懈怠任务时,对公司连带负有赔偿损害的责任。第280条第1款规定,这种责任只有在全体股东同意时才能免除。股东自然享有对监事提起诉讼权。另外,监事在执行职务过程中有故意或重大过失时,对第三者连带承担赔偿责任。对会计监察人来说,由于与公司的关系适用准委任关系,在其不当行为对公司造成损害时,也承担连带责任。因监察报告书上有关重要事项的不实记载,第三者蒙受损害时如不能证明执行职务时未懈怠注意义务,就应该对第三者承担赔偿责任。检查人对公司同样负有善管注意义务^③。

综上所述,德国法和日本公司法对监事的责任基本适用董事的责任。这主要是监事和董事的法律地位类似,这就决定了监事应负同样的责任。不过,由于德国公司法和日本公司法对监事的职能定位有所不同,日本公司法把监事的忠实义务排除了,而德国公司法则没有排除。

三、对不同的监督机制模式对公司治理绩效影响度的一般评价

从上述的比较分析中,我们可以得出,监事制度实际上存在着四种基本制度设计^④,即:英美的不单设监事会而由审计委员会及外部审计师执行财务监督的模式;德国的强有力的监事会(同时享有决策管理权和监督权)模式;日本的设有仅履行监督职能的监事会模式;法国的可设有监事会(仅履行监督职能及享有部分业务执行限制权)或不设监事会的选择性模式。

^① 杜景林,卢谔译.德国股份法·德国有限责任公司法·德国公司改组法·德国参与决定法.北京:中国政法大学出版社,2000.56

^② [日]末永敏和著.现代日本公司法.金洪玉译.北京:人民法院出版社,2000.171

^③ [日]末永敏和著.现代日本公司法.金洪玉译.北京:人民法院出版社,2000.171~178

^④ 倪建林.公司治理结构·法律与实践.北京:法律出版社,2001年.196





正是各国法律传统的不同,特别是经济结构的不同,才造成了监事制度的巨大差异。在英美,股东特别是机构股东在公司治理中的作用较为突出,而且资本市场的有效性较强,股东可以通过市场的力量对董事会及经理层实行一定的控制,加之董事会的独立性较强,董事会可以实现对经理层的一定监督和控制,因此单设监事会也就没有成为一种必然的选择。而在欧洲大陆和日本,股权相对集中,银行持有大部分股权或相互持股现象相当普遍,资本市场的流通性远不如英美。在这种情况下,依靠监事会的监督以弥补股东对经营者的监督 and 控制的不足,也就成了一种必然的选择。事实上,学者一般把英美模式称为外部人体制(outsider system),而欧洲大陆和日本的模式称为内部人体制(insider system)。另外,日本和法国的资本市场结构也不完全同于德国,或者说资本市场的流通性强于德国,所以其监事会的模式又不同于德国模式,这也是现实的选择。因此,强有力的监事会和让更多的职工参与监事会的模式实质上是德国资本市场结构的要求。

在英美模式下,审计师的角色定位、审计委员会的角色定位及审计的独立性是些争议较大的问题。事实上,外部审计师和董事会下属审计委员会的结合,若没有很明确的职责划分,是很容易造成角色错位的。因此,明确审计师由专业人士担任并负责对财务报告的审计,审计委员会由独立董事组成并负责内部的财务监督和风险控制是至为关键的。另外,强化审计师的独立性,也是保障审计有效性的重要前提。而在现实中,审计师的独立性是个颇为棘手的问题。由于审计服务提供者和公司间的利益关联并不可能完全切断,要求审计师完全独立也是个难以达到的目标。因此,如何解决这些问题,是英美模式下审计监督有效性面临的重要挑战^①。

在德国模式下,由于监事会拥有干预董事会的强大权力,董事会和监事会在经营公司事务中极易发生错位。如果监事会过度干预董事会的经营和决策,无疑会影响公司的经营效率,并可能导致经营成本的增加。德国学者汉斯-彼得·马鲁奇克指出,监事会主席往往是从董事会退休下来的,监事会主席定期参加董事会会议,甚至参加所有的董事会会议,这种做法的危险是显而易见的。拥有自己的工作班子和其在作为原董事会主席时积累下来的关系的监事会主席出席在董事会中,他实际上很快会影响到企业决策,不管这种影响是否通过表决的形式进行,也不管他本人是否希望这种影响发生,这种影响是否为公司所接受。这种做法很容易导致董事会和监事会的工作发生混淆,从而导致

^① 安然事件,特别是世通会计丑闻后美国决定对其审计制度进行改革和完善。美国参议院银行委员会2002年6月18日通过一项法案,内容是加强对美国会计行业的监督,并限制会计师对其所负责审计的公司提供咨询服务。法案决定成立一个新的政府委员会,专门监督和规范会计审计行业,以取代目前该行业基本上实行自我约束的制度。在这个5人委员会中,在会计行业工作过的成员不得超过2人。委员会成员将由美国证券和交易委员会同财政部以及联邦储备委员会磋商后任命。另外,美国证券和交易委员会也将成立一个专门委员会,以加强对美国会计和审计行业的监督。



违反“董事会领导公司”和“监事会对业务的执行进行监督”的原则。事实上,监事会和董事会的配合,并不是一件很容易的事。一方面,如果监事会不积极地去获取董事会有关经营的信息,或董事会对披露信息不予积极的配合,监事会的监督作用就会大打折扣;另一方面,如果监事会为了获取经营信息而积极参与董事会的经营中,又可能导致对董事会经营的过度干预,降低公司经营的效率。因此,如何处理监事会和董事会的关系,是德国监事会模式面临的关键问题。但需要指出的是,德国国内并没有认为对此必须改变德国模式的统一观点。正如汉斯—彼得·马鲁奇克指出,根本没有人追求以美国式的董事会制度取代这一制度,特别是立法者没有这种计划。就改革所进行的讨论涉及的几乎只是系统内部的改革要求,也就是维护原则上对职权的划分并改善现行法的缺陷。正是这些原因导致了《增强企业领域监督和透明度法》(1998年月公布)的出台^①。

在日本模式下,监事会是股份公司的一种常设机关,被赋予了监督董事会的职能。由于其没有被赋予任命董事会成员和控制董事会业务执行权的权力,其对董事会的控制作用也就被大大减弱。日本监事制度区分监事、会计监察人和检查人的功能,并对不同规模的公司设置了不同的监事制度,应该说,是比较符合现实需要的。但在董事会的业务监察权限和监事会的业务监察权限的划分上,仍具有一定的模糊性,监事会的业务监察是否仅限于合法性监察有待实践的检验。

总之,各国的监事会模式各有利弊。事实上,随着资本市场国际化趋势的进一步增强,各国也在不断吸取其他模式的成功经验。如:日本也逐步引进了美国式的在董事会下设审计委员会的做法,以进一步强化公司的监督机制;而英国也有人提出了专门设置监事作为公司机关的主张。

第三节 重构中国公司监事会制度的基本构想

一、中国监事会制度存在的弊端

(一)监事会的监督和控制作用并没有在上市公司的管理层中得到普遍认同,事实上导致了监事会成了一种可有可无的“摆设”

据上海证券交易所的上市公司治理问卷调查显示,公司的内部约束力量,认为来自

^① 汉斯—彼得·马鲁奇克:《德国股份公司监督面面观》,见:范健等主编:《中德商法研究》,北京:法律出版社,1999,244





监事会的仅占 3.4% ,远远低于认为是董事会的 29.2% 的比例和认为是管理自我约束的 25.8% 的比例 ,甚至低于认为是主管单位的 13.2% 的比例和认为是地方政府的 5.4% 的比例。监事会的监督作用得不到认同 ,导致的直接后果是监事会在公司的权力分配体系中毫无地位 ,监事会的权威地位得不到确立。在现实中 ,监事会成为一种“ 摆设 ”也就可想而知了^①。

(二)监事会并不拥有控制董事会的实质性权力 ,使得监事会的监督作用逐步“ 虚化 ” ,最后导致监事会失去应有的地位和作用

从我国《公司法》规定的监事会职权看 ,监事会并不拥有任命董事会成员的权力 ,其职权仅限于业务监督权 ,而又没有提起诉讼权等的司法救济权的保障 ,监事会必然会陷入对董事会毫无威慑的局面。也就是说 ,监事会对董事会及其指导下的经理层的规劝 ,由于没有足够的司法程序保障 ,只能是停留在“ 纸上 ”的权力。有的学者更直接指出 ,我国《公司法》赋予监事会的职权 ,究其实质而言 ,似乎更多地具有职责、义务的要求 ,而缺少权利的含义。

(三)监事会成员的任免机制及其人员构成决定了监事在现实中不会起到太大的作用

据上海证券交易所的上市公司治理问卷调查 ,73% 的公司监事会主席是企业内部提拔上来的 ,绝大部分公司监事会副主席和其他监事也是企业内提拔上来的。在这种情况下 ,由于监事会成员的身份和行政关系不能保持独立 ,其工薪、职位基本上都由管理层决定 ,监事会一般无法担当起监督董事会和管理层的职责。事实上 ,法律虽然规定监事由股东大会任命和职工民主选举产生 ,但实质上监事的提名和最终当选完全操纵在董事会和管理层手中 ,股东大会只是例行公事 ,履行一下选举通过的手续而已。从所有制概念出发保证公司国有股东的绝对控制权地位 ,其组织机制理所当然地要保障大股东的人选占据包括监事会在内的法人治理机关权力位置 ,将包括监督权在内的所有权力把握在自家人手中。因此 ,监事的任命机制完全影响了其日后的行为 ,其不可能对提名他当选为监事的董事会和管理层实施真正的监督。而更为值得注意的是 ,监事会成员的教育背景和专业素质决定了其根本不可能履行监督的职责。正如上海证券交易所的上市公司治理问卷调查显示 ,50.3% 的公司监事会主席是大专学历 ,一半以上的公司监事会副主席也是大专学历 ,不到一半的公司监事是大专学历。从专业素质看 ,许多公司监事会成员多为政工干部 ,并无法律、财务、技术等方面的专业知识。

(四)对监事会成员缺乏应有的激励机制 ,使得监事不会真正履行监督职能 ,股东期望监事为其利益着想也只是一种奢望

在大多数公司中 ,监事并不领取较高的报酬 ,股权激励计划也并不针对监事 ,与经理

^① 吕立伟. 外派监事会制度——国有企业监督体制的创新. 上海会计. 2002(5)



层相比,监事的报酬显然要低得多。从某种程度上说,监事的报酬和申领监督费用的控制权掌握在经理层手中。

(五)对监事缺乏激励的同时,也缺乏相应的约束机制,特别是对监事责任强化的不够,也使监事没有足够的责任心去真正履行监督职责

在我国的上市公司中,监事一方面对监督经营层没有积极性,而另一方面其对经营层监督更没有责任心。在众多的由于经营者的不当行为中,作为监督者的监事难道真的一概不知吗?更多的可能是监事的视而不见。而更为严重的是,监事自身也参与了某些不当的交易,从不当交易中谋取私利。在众多的案例中,指责经营层的失职似乎更多些,我们为什么不对监事的失职也指责呢?其实,监事的失职,同样对股东的利益造成了损害,同样使股东付出了高昂的代理成本。

二、进一步完善我国监事会制度的基本构想

(一)明确我国公司治理制度中监事会的功能定位

1. 监督主体

我国公司治理制度中监事会监督职能弱化的根本原因,在于企业治理模式的过渡性,即从“行政型企业治理”到“经济型公司治理”的转型^①。在政府导向的治理机制逐渐削弱,市场导向的治理机制尚未健全的背景下,上市公司的治理处于典型的“空洞化”状态(1)股权结构过于集中,国有股权“一股独占、一股独大”,控股股东掌握了公司的绝对决策权,利用关联交易等手段侵害公司利益的现象较为普遍。另外,由于国有股、法人股不能流通,公司控制权转移十分困难(2)董事在人员组成上,以执行董事和控股股东代表为主,缺少能够发挥制衡作用的外部董事、独立董事,在工作程序上,董事缺乏诚信义务,不能勤勉尽责,对董事的责任追究制度相当薄弱(3)经理市场、信贷市场、产品市场、资本市场效率不高,中小股东、职工、银行等其他利害关系者缺乏参与公司治理的手段,难以保护自身权益。因此,颇受关注的独立董事制度,在机构投资者发展不充分、股东诉讼等相关法律不配套、资本市场运行不规范的情况下,短期内还不能生成有效的公司内部监督机制。在市场经济发达国家公司治理模式中,以会议体形式出现的监事会,是与德国和日本以证券市场不发达、管理层在企业中居于支配性地位为基本特征的公司治理制度相适应的。在以内部人控制为特征的治理制度中,设立作为独立监督机构的监事会,能够在董事会外部对管理者形成有效的权力制衡,保护利害关系者的利益。在我国公司法律框架中,监事会不具有德国监事会那样对董事会的全面监督责任,因此,在目前

^① 李维安,武立东,张亚双. 国有企业经济型治理模式的实证分析及模型构建. 第四届转轨经济国际研讨会论文



管理层和控股股东控制董事会的情况下,明确监事会的监督主体对除控股股东以外的公司其他利害相关者,具有特别重要的现实意义。在公司所有除控股股东以外的其他利害相关者当中,小股东、公司职工和银行的利益与公司的利益相关性最大,最具有参与监督的动机和能力,监事会应集中代表他们的利益。

强化我国公司内部监督机制,主要应做好以下几方面的工作:(1)为中小股东参与监事会人员选举提供高效、便捷和低成本途径。例如,规定持股份额在一定比例以下(通常为5%或1%)可采用累积投票法选举代表监事,规定公司在财政上对中小股东征集监事选举投票进行补贴;规定代表中小股东的监事必须达到一定数量(通常为1名或2名),等等。(2)保证职工利益在监事会中得到充分体现。中国证券监督管理委员会《上市公司章程指引》规定:“公司职工代表担任的监事不得少于监事人数的三分之一”,另外:“董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事”。考虑到职工代表应精通公司业务、具备丰富的信息搜集和分析能力,以提高职工监督的有效性,日本商特法规定,监事会可以选择“在其就任前5年间,未曾担任公司或其子公司的董事、经理或其他职员”的离任管理人员。对此,我国也应作相似规定。(3)支持其他利害相关者参与监督。证监会《中国上市公司治理的原则和标准》(征求意见稿)规定:“为保证监事会独立性……应有1/3以上的独立监事(独立于股东且不在上市公司内部任职的监事)。”在这里,独立监事的独立性较独立董事的独立性(不在公司担任除董事外的其他职务,并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行客观判断的关系^①)要弱。本着能够更好代表其他利害相关者利益的原则,在近期内应优先考虑选任由来自银行的代表担任监事。

值得指出的是,这里讨论的监事会,并不适应于自然性垄断或政策性垄断行业中的国有特殊法人企业。目前,国家对国有特殊法人企业,采取外派监事会负责财务监督、上级党组织负责高层管理者人事任免、管理层负责战略决策的三权分治的作法进行治理,从实践效果看,三方面的监督作用还没有很好地结合在一起。从发达国家的经验看,国有特殊法人企业由于股权结构的单一性和适用法律的特殊性,多采取董事会和管理层合一、国家通过监事会进行外部监控的治理模式^②。因此,监事会主要代表着国家所有者的利益,显然,这种监事会与普通股份公司的监事会有着根本的区别。

2. 监督内容

就董事会的职能而言,一个重要的部分是对管理层的决策进行监督。针对目前董事会主席和总经理兼任、董事会执行董事比例偏高的现状,理论界和实业界提出董事会主席和总经理分任、引进外部董事和建立以外部董事为主的次级委员会以强化董事会的监

^① 中国证监会. 关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见(征求意见稿)。

^② 陈小洪. 日本特殊法人制度的介绍及其启示. 管理世界, 1997(4)



督职能。在这种情况下,如何认识监事会监督的重点、范围和手段呢?我们认为,监事会监督和董事会监督的侧重点是不同的,由于监事会主要代表除控股股东外的其他利害关系者利益,监事会的监督重点是决策的正当性,即企业的“正当经营”,董事会的监督重点是决策的科学性,即企业的“风险经营”上。所谓决策的正当性,即决定的制定程序和执行结果不会对除控股股东外的其他利害关系者的正当利益造成重大损害。在实践中,监事会通常着重对员工工资及福利、利润分配及重大投资、资本结构和经营内容的重大调整等特定决策进行监督,特定决策的范围和内涵应在公司章程或监事会章程中明确规定。例如《上市公司章程指引》规定:“监事会应当对董事、经理和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或公司章程的行为,……侵害社会、股东、职工和其他利害关系者合法权益的行为进行监督。”

在监督范围上,从有效保护除控股股东外的其他利害关系者利益的角度出发,监事会的监督不应仅仅局限于财务监督。以日本为例,1950年的商法明确规定监事会仅有会计监察权,但是在1964年至1965年的经济萧条中,大量颇具实力的股份公司纷纷由于“粉饰决算”而倒闭,其原因固然主要是董事会内部缺乏制衡和决策失误,但这些公司的监事会制度成为众矢之的。因此,近几年日本商法修订的重点,就是扩大和加强监事会的业务监督权,规定“监事监督董事职务的执行,且不论何时,得请求董事作营业报告,并得调查公司的业务和财产状况”;“董事发现公司有受显著损害的危险时,应立即报告监事”等。实际上,明确了监事会的监督重点是与除控股股东外的其他利害关系者利益紧密相关的特定决策,就不难导出监事会应对这些决策享有业务监督权。

在监督手段上,应强调构造监事会的事前、事中、事后全程监督机制,重点表现在:(1)信息获取机制。及时、全面、真实地掌握信息,是监事会有效参与决策的前提。除列席董事会、同层管理会议、阅读相关文件外,应鼓励监事根据工作的需要直接收集信息,例如《中国上市公司治理的原则和标准》(征求意见稿)中规定:“监事有了解和查询上市公司经营情况的权利,按规定向董事会秘书和财务部门质询”;“监事会可以召开听证会,就公司的财务状况、董事和经理执行公司职务时的行为以及其他可能对公司利益和股东利益产生重大影响的事项向公司有关负责人进行质询”;“监事会可在必要时另行委托会计师事务所独立或协助审查上市公司财务”;“监事会应当建立监事与股东、职工及其他利害关系者之间的、除股东大会、职工大会或职工代表大会以外的沟通机制,及时反馈股东、职工及其他利害关系者的意见”。(2)决策影响机制。监事会保护除控股股东外的其他利害关系者利益,必须落实到具体的决策制定过程中。较为切实可行的决策影响途径,首先是列席董事会会议和经理会议,陈述意见^①;其次是在公司章程中明确规定监事

^① 中国证监会. 中国上市公司治理的原则和标准(征求意见稿)





会对特定决策拥有否决权 ;再次是赋予监事会对公司重大决策的停止请求权 ,例如日本商法规定“ 董事超出公司目的范围的行为、或违反其他法令或章程的行为 ,使公司有发生显著损害的危险时 ,监事得要求董事停止其行为 ” ;最后是强化监事会的临时股东大会召集权 ,例如证监会《上市公司股东大会规范意见》规定“ 监事会提出建议后 ,董事会必须召开股东大会 ”。(3)绩效评价机制。在公司建立正式而透明的监事和监事会绩效评价的标准、程序的基础上^① ,应明确规定 ,在股东大会前 ,监事会应向股东提供监督工作报告草案 ,在股东大会上接受股东质询 ,并做出令人信服的答复 ,股东大会审议并批准监事会的工作预算 ;其他利害相关者通过对代表监事的质询 ,决定是否进行人事更换 ;监事会的工作报告应公开披露 ,为市场评价公司的治理状况提供基础。

(二)完善公司监事会的有关具体制度

1. 强化监事会的权力

(1)《公司法》应赋予监事会以公司名义行使诉讼权 ,这是强化监事会监督职能的关键。只有这样 ,才能在公司董事、经理违反法律、法规和公司章程 ,作出有损公司的利益的行为时 ,提出反对意见 ,行使监督权 ,并在必要的时候以公司的名义向人民法院提起诉讼追究其法律责任 ,才能真正将监事会的权力落在实处 ,也才能保护广大职工的合法利益。在这一点上 ,中国证券监督管理委员会在《上市公司章程指引》(简称《指引》)中已作了初步尝试。该《指引》第136条第3款规定 :当董事、经理和其他高级管理人员的行为损害公司的利益时 ,监事会有权要求其予以纠正 ,必要时向股东大会或国家有关主管机关报告。可以说 ,此条规定 ,虽然只适用于上市公司并且没有直接赋予监事会以公司的名义行使诉讼权 ,但是 ,它毕竟朝着这条路上迈出了可喜的一步 ,对规范公司董事、经理等高级管理人员的行为影响深远。(2)监事会成员中的职工代表的产生办法应在《公司法》中予以明确规定 ,可由职工代表大会或工会委员会推举。在每届监事会的换届前夕 ,职工代表大会或工会委员会召开专门会议 ,通过民主评议 ,推选出有良好的思想品德和丰富的工作经验的同志出任职工代表监事。(3)监事会应有一套行之有效的工作制度 ,并在公司章程中予以明确规定。笔者认为 ,这套工作制度中至少应该包括以下内容 :监事会要定期召开 ,每年2~3次 ;每次会议至少应有2/3的监事出席 ,监事会的决议至少经2/3的监事通过 ,监事会决议应有记录 ,出席会议的监事应签名 ,监事对监事会的决议应承担责任 ;监事不得无故缺席监事会会议。监事会成员应列席董事会会议 ,督促董事会落实股东会决议 ,并将监事会决议知会董事会 ,充分表达监事会的意见。监事会应定期委派财务专业人员或委托公司的审计人员对公司的经营和财务状况进行审查 ,必要时可要求董事会、总经理向其报告公司的有关业务、财务问题。(4)当代世界法律发展的一

^① 中国证监会. 中国上市公司治理的原则和标准(征求意见稿)



一个重要趋势就是大陆法系与英美法系之间的区别日益缩小,两大法系之间互相取长补短。因此,我们不妨借鉴一些英美国家在公司管理上的先进制度,从其他渠道加强公司的监督管理,帮助监事会实现对董事、经理等高级管理人员的有效制约。比如:实行强制性的信息披露制度,将公司的重要事项公之于众,接受广大股东的监督;对于上市公司,证券交易所、证券监督管理委员会应颁布一些自律性的规定,规范公司管理。现在,全国800多家上市公司在信息披露和自律化的管理方面已做得比较规范,类似的制度也应该能够推开。在一个公司中,股东会、董事会、监事会分别行使最终决策权、行政管理权和监督权,只有三者都发挥作用,才能达到公司中的权力均衡,实现公司的规范管理。在突出监事会享有业务执行监督权和财务检查权的同时,赋予监事代表公司起诉董事和经理的权力。监事会的权力体系必须明晰和集中,赋予监事会过多的职责反而会影响监事会的运作效率,但监事会的权力执行必须要有一定的保障,这就是赋予监事代表诉讼权的一个考虑。笔者并不赞成监事享有一定的提名或任命部分董事的权力,这种做法虽然可以在更大程度上控制董事会,但这使股东对董事会的制约减弱,董事人选的提名应由独立董事组成的提名委员会负责,最后由股东大会任命决定。至于监事会是否应享有对董事会的经营决策行使直接的干预权,笔者认为也不宜让监事会拥有直接的干预权。若让监事会享有直接的干预权,将有可能降低公司的经营效率。至于监事享有的对董事会和经理层不当行为的制止权直至行使诉讼权,是应予强化的。另外,监事会也应享有召集临时股东大会的权力,以更好地维护股东的利益。当监事会的决议与董事会的意见发生冲突,经协商无法取得一致意见时,监事会有权要求召集临时股东大会,并将有关决议和意见交临时股东大会审议。需要指出的是,我国《公司法》第104条第5项规定的监事会享有的要求召开股东大会的提议权与临时股东大会的召集权是不一样的,因为前者的提议需要通过董事会,由董事会在2个月内召集股东大会。因此,这不是一项直接的权力。

2. 完善监事的任命机制及改善监事会成员的专业素质,设立独立监事制度,强化监事会的独立性

应弱化董事会及经理层对监事人选的控制,可以考虑由独立监事提名监事人选,提交股东大会决定任命。逐步提高监事会成员的专业素质,提倡拥有良好教育背景的专业人士,如律师、会计师和专业技术人员进入监事会。另外,也不宜提倡过多的职工代表加入监事会,公司首要的经营目标毕竟是实现股东利益的最大化,利益相关者的利益应是放在第二位的。监事会的独立性也是影响监事会能否对董事会及经理层实行有效监督的重要前提,因此,必须强化监事会的独立性,保证监事会对业务监督作出的判断是独立的,不受其他因素的干扰。为此,可以考虑设立独立监事制度,规定监事会成员中必须有1名与公司利益不相关的、未受雇于公司的独立监事,并由独立监事担任监事会主席。

3. 完善监事的激励和约束机制



为解决监事履行监督职责积极性不够的问题,可以考虑对监事实施一定的激励计划。例如,提高监事的报酬,甚至给予一定的期权激励。监事为履行监督职能而所必须的费用,公司必须予以足够的资金支持,避免受制于经理层。另一方面,必须强化监事的责任意识。监事的监督并不是一种“无偿帮忙”,对监事的注意义务,原则是不能排除的,对忠实义务,可以考虑一定的排除。也就是说,对监事违反注意义务的失职行为,必须给予强有力的法律制裁,才能唤起监事认真履行其职责的责任心,才能使其真正关心公司的经营,去积极获取公司的经营信息,与经营层积极沟通。

4. 在董事会下设大部分由独立董事组成的审计委员会,配合监事会履行监督职能

审计委员会的主要职能应为日常的财务监督和风险控制。为使审计委员会运作有效,对审计委员会也不能赋予太多的职责,而使其集中在日常的财务监督和风险控制上。审计委员会应将在行使职权的过程中发现的问题及时通报给监事会,以使监事会能及时地采取措施。审计委员会也应建立与监事会定期的沟通机制,以更好地配合、履行各自的职责。至于提名聘请外部审计师的职权,也应由审计委员会享有,并对外部审计师审计公司的财务报告提供方便。必须指出的是,审计委员会不应由监事会领导或归属监事会负责,审计委员会和监事会是一种配合关系。只有明确审计委员会和监事会的各自职能定位,才能最大程度地发挥其各自的监督作用。对此,笔者不赞同只设立审计委员会而不需监事会或只需监事会而不设审计委员会的主张。在我国的公司法体制下,完全有可能将两者很好地结合起来。

(三) 公司监事会制度完善中的几个特殊问题

1. 法人为公司股东时能否担任公司监事

当法人为公司股东时,能否担任公司监事?公司法并未对此做出明确规定,实践中,各地有不同的理解。从外国立法模式来看,有德国模式和法国模式:前者规定只有自然人才能担任监事;后者允许法人成为监事,但要指定1名自然人为其常任代表。笔者比较倾向于法国模式。(1)允许法人担任公司监事,可以更有效地保护法人股东的利益。德国模式中,法人只可以选举其他个人成为董事,或者弃权,不利于法人股东切实维护自己的利益;法国模式中,法人股东可以担任监事,通过指定常任代表就可以及时有效地维护自己的利益。另外,我国公司法中也未规定法人股东一定可以担任董事,如果不允许法人担任监事,就有可能造成法人股东既没有成为董事又无法担任监事,完全排斥于公司的管理监督之外。允许法人股东成为监事,就为法人股东维护自己的利益提供了新的途径,增加法人股东的信任,从而有利于推动公司的发展。(2)允许法人股东成为监事,有助于推动国企改革。目前我国的投资主体中,投资主流是企业法人,这与我国居民的收入水平低下有关。允许法人股东担任监事,可以调动国有企业投资的兴趣,为国企改革添加动力,也有助于加强企业集团内部的联系。(3)允许法人股东担任监事,可以有效



保障金融机构的利益。我国目前普遍存在银行贷款回笼困难的现象,国家的债权转股权的政策虽然给双方提供了台阶,但银行没有多余的精力来参与企业的管理运营,也缺乏对各个行业的了解,银行作为董事参与管理比较困难。如果允许法人股东担任监事,则银行既可以切实维护自己的利益,又避免了日常琐碎的管理,对于协调各方利益,保障银行债权有重要意义。

2. 如何确立职工监事与股东监事的比例

关于这点,我国《公司法》也未做法定规定。我国《公司法》规定职工监事和股东监事的比例由公司章程来规定。但如此规定明显对职工不公平,因为职工无法参加股东大会,自然无权制定公司章程,也就无法在监事名额上维护自己的切身利益,从而使得职工监事数量很少,在监事会里人微言轻,无法切实维护职工的利益。我国是社会主义的国家,允许职工成为监事是工人当家做主的体现。与股东相比,职工与企业的联系更为密切,股东可以出让自己的股权来转嫁风险,而职工离开企业却要承当较大的损失,在当前就业形势严峻的情况下,能有稳定的工作是职工最大的利益所在。在职工监事与股东监事的比例划分上,德国立法值得我们借鉴。德国先后颁布了一系列法律来调整股份有限公司的监事会构成比例。综合来看有以下三种情况:(1)雇员在2000或2000人以下的非采矿、钢铁行业的公司监事会,根据资金多少来设3~21名监事,且能被3整除,其中2/3是股东监事,1/3是职工监事;(2)雇员在2000人以上的非采矿、钢铁行业的公司监事会根据雇员人数的多少设12~20名监事,股东监事和职工监事人数必须相等;(3)采矿、钢铁行业的公司其监事会由11名监事会组成,即5名股东代表,5名职工代表和1名“未来成员”。资本在5000万以上的公司允许达到21名监事。我国立法机关应根据我国国情、不同行业职工参与的程度来确定职工监事的下限,使职工当家做主的积极性能得以继续发挥,并切实维护职工的利益。防止股东操纵董事会来损害职工利益,同时也提高企业管理的民主化程度。

3. 监事会的成员尤其是职工监事的选任问题

关于这一点,在我国《公司法》同样没有明确规定。对于监事由何种机构在何时选举以及选举人与被选举人的资格等如不作明确的法律规定,监事制度极易流于形式。我国要建立现代企业制度,必须要使制度规范化、具体化。由于我国大多数公司都是由国有企业转制而来,其原有的职工代表大会作为企业内部的最高权力机关,可以享有选举和罢免职工监事的权力,职工监事须向职代会负责,接受职代会的领导。在监事换届前应召开职工代表大会,选举职工监事候选人,再报公司决定。职工监事代表全体职工对公司运营行使监督权。





第十四章 公司内部治理结构 ——机构投资者

第一节 投资者结构及其对公司治理的影响

一、投资者结构的优化与机构投资者

这里讲的投资者结构主要是指公司投资者中机构投资者与个人投资者的结构比例状态。在对公司治理行为的影响上,机构投资者发挥着重要的作用。机构投资者,主要包括银行、保险公司、共同基金、养老基金、投资公司和信托机构等,是公司治理绩效的重要影响因素。但是由于不同国家相关制度的规定不同,不同种类的机构投资者对于公司治理绩效影响的大小和程度也不一样。如:由于法律对于银行资本进入股市进行了严格限制,因此美国银行对上市公司治理绩效的影响是比较有限的,而日本由于实行主银行制,银行对公司的治理能产生实质性的影响。

莫兰德(1995)提出了一种对公司治理结构最具代表性的区分方法,他将公司治理结构模式分为市场导向型体制和网络导向型体制。市场导向型公司治理结构模式的基本制度特性是:具有发达的金融市场,公司所有权较为分散,公司控制权市场活跃。英美等国实行的是这一治理结构模式。市场导向型公司治理结



构模式内在机理是：在这一制度设计中设置了独特的机制，即公司经营者替代机制。这种替代机制能给公司的经营管理者形成持久的外部威胁。网络导向型公司治理结构模式的基本制度特征是：公司股权集中度高，全能银行在公司融资和监控中实质性参与。其内在机理是，利用大股东对公司运营结果的高关切度和监控能力实现对公司运行的有效监控。

资本市场的发展历史表明，在资本市场的早期，个人是主要的投资力量。然而随着单个资本实力的不断增强，机构投资者逐渐成了资本市场的主导力量。机构投资者是指以投资公司债券和股票为目标的金融中介机构，包括银行、保险公司、共同基金、养老基金、风险资本投资公司等，它们既担当公司股东的角色，又担当公司债权人的角色。在现代公司中股东尽管是公司的所有者，但通常却不是决策的制定者，决策的制定权经常被管理者所掌握。管理者作为代理人，其自身的利益不可能和股东的利益完全一致，那么，企业中就需要一系列的机制对管理者进行激励和约束。这些机制通常包括两部分：内部控制机制以董事会监督、大股东监督为主；外部控制机制则是由公司控制权市场以及经理人市场的存在而形成的对管理者的约束。在我国的机构投资者中，企业、证券经营机构与证券投资基金是三大主力。机构投资者的大规模迅速发展，对公司治理产生了实质性影响。与分散的个人投资者相比，机构投资者有利于提高公司的治理效率，因为它们既有动力也有能力对公司的日常经营加以监督和控制。

根据美国纽约证券交易所的统计资料，养老金、证券投资基金和保险公司持有在纽约证券交易所交易的股票的46%，而在东京证券交易所上市交易的股票中，机构投资者的持有率也高达42%^①。英国从20世纪80年代开始至90年代，个人的股权在整个股票市场中所占的份额不断下降，1963年其比例为54%，而到了1993年却不足18%。这些个人所持股权基本转移到机构投资者手中，到1993年机构投资者拥有的股权比例已达62%，是1963年的2倍，机构投资者的地位越来越受到重视^②。公司投资主体结构的这一现状，必然导致公司治理结构和公司治理绩效的变化。这种变化不仅发生在公司制度比较发达和成熟的英美国家，同时也发生在俄罗斯、匈牙利等转轨国家，只不过在这些国家，股权往往集中在一些私人控制的金融集团手中，而不是国家手中。与此同时，在中国伴随着社会主义市场经济体制的建立和完善，特别是公司制度的不断发展，机构投资者在公司治理结构形成中的作用也逐渐显露了出来。如：在通百惠的股权之争中，基金就在一定的程度上左右了结果的发生。

① 庄序，温莹：《证券市场中的机构投资者问题研究》，《财经研究》，2001（6）

② 李健：《公司治理理论》，北京：经济科学出版社，1999，114



二、投资者结构与公司治理绩效关联性的法理学分析

(一) 股权的二重性及其对公司治理的不同作用

公司的股东由于持有公司的股份,因而具有相应的权利,即股东权,包括议决权(主要为投票权)、要求董事承担说明责任的权利、股利分配权、新股认购权、剩余财产分配权、股份转让权等。以上权利可分为两大类:一为共益权,即为共同利益而享有的股东权,主要包括股东大会参与权、投票权、选举权等;二为自益权,即为股东个人利益所享有的权利,主要包括股利分配权、新股认购权、剩余财产分配权、股份转让权等。

共益权一般通过股东会行使,因为在股东会上议决权的行使,并得到多数票的支持的话,就可以影响公司的重大决策,进而实现对公司的支配。自益权是与股东的个人收益密切相关的,股利的分配、股份的转让直接影响到股东的现时收益,新股认购权本身就可以转让,剩余财产分配权则是股东最后的收益权。由此股份相对地具有支配和收益两个职能,因此,依何种职能为主可分别称之为支配性股权与收益性股权^①。

作为支配性股权,其目的着眼于通过控股等形式,达到对公司的管理、运营、市场占有率等方面的支配以及这种支配的维持和扩大。所以,这种持股不会因短期股利分配的多少或股价的波动而脱手,一般具有长期、稳定的价格,具有安定性。当然,这里所说的安定性是一个动态的、相对的范畴,主要是指公司运行中股权变动或不规则变动趋向于较小的态势,是对于不安定性而言的相对稳定的状态或过程。作为收益性股权,其目的着眼于随股票的增值、股利的增加或新股的增发等带来的收益的相对增加。所以,一般来说,这种股权会随时因股价的波动、股利分配的多少、新股认购等因素而频繁行使,因而具有短期、不稳定的特征,即具有不安定性,或者说投机性。因此,由股份的支配和收益两种职能可以导出其内在的安定性与不安定性(投机性)的二重性^②。

当然,这种二重性的区分,并不是绝对的。一方面,作为支配性股权与收益性股权相比总体上具有安定性的判断,并不排除个别支配股也具有短期性,或者部分收益股被长期持有的可能性;另一方面,不论是支配性股权,还是收益性股权,其内部各部分的安定性或不安定性的强弱也是不同的。从收益股的内部构造来看,一类是以股息红利和配股等收益为主要持股目的,它的取得是一种投资行为,可称为投资股;另一类是以股价波动引起的买卖差价收益为主要持股目的,它的取得是一种投机行为,可称为投机股。作为投资股,一般至少要在分配股息红利前的一段时间里持有,如果要取得稳定的股息红利收益,则需要更长期持有。而作为投机股的买进或卖出,一般是在短期内进行的。当然,

① 李维安、武立东编著. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社, 2002. 278

② 李维安. 股份制的安定性研究. 西安:陕西人民出版社, 1995. 10~11

也不排除因与预期相反的价格波动的出现,而不得不较长期持有的特殊情况。但总的来说,投资股与投机股相比具有更强的安定性。

由于股票有着不同于实际资产的分离运行,其价格不仅受制于实际资产的运营情况,而且往往受到公司信用、市场供求关系,甚至是政治、投机等因素的影响,价格的变动也就更频繁、无规律。特别是市场上的股票交易,股价背离股票面值,实际价值成了常态。这种价格的易变性自然成为影响投资收益的一个重要因素,不仅影响着投资者以收益为目的的证券交易和资产选择,而且是投机行为存在的一个重要条件。显然,对于投资者或投机者来说,这里重要的不是股份的具体形态,而是把它作为能带来收益的化身。由此可以看出,收益性是公司股权的首要的共同特点,股份的收益职能是由作为资本证券的这种共性所决定的。

另外,股份反映的是对公司的所有权关系,它同支配有着天然的血缘关系。股份具有议决权,以投票权为基础的议决权与决定公司发展战略、最高人事任命等有关,掌握、控制这种权利是实现支配的首要途径。而且,股份是一种永久资本,与股份公司同命运。因为公司股份可以转让,这样它的生命期就超过了公司创立者的生命期而可以永久存在。这种长期的安定性是公司安定的保障,也是支配的基础。

(二) 股东的二重性及其对公司治理的意义

根据持股的多少或比率,股东通常被分为大股东和中小股东。从收益权上看,无论是大股东还是中小股东,其与持股数相应的收益权都是可以实现的,因而也是实在的。而其支配权的实现则不同,虽然通行的是“一股一票”的原则,但实际上只有大股东或联合持有的股份达到控股的程度的股东,才能实现其支配权。而大量分散的中小股东持有股份的支配权,从实践上看并无多大实际意义,而只有潜在的、可能的价值。这从后来中小股东将以投票权为主的议决权委托给经营者,或委托给信托公司等可以说明这一点。大股东通过控股,达到对公司的支配,甚至对实际资产的支配,尤其是在公司大股东、所有者与经营者是同一人格的情况下更是如此,其持有的股份不仅是支配证券,而且是物的证券,他们与公司共生存,因而具有较强的安定性,可以被称之为安定股东。他们对股份的处理,要比其他股东考虑的因素多、周期长,具有连续持股的特征。除非极特殊情况,一般不会在对公司不利的形势或条件下将股票脱手。相反,中小股东只能以收益的提高为持股目的,是短期的、不安定的,可以被称之为不安定股东^①。

安定股东与不安定股东也是相对的。在公司发展的不同阶段和不同的市场环境下,同一股东可能会表现出不同的特性。即安定股东也可能表现出不安定性,在对公司不利的情况下抛售股票,获取股价收益。不安定股东也可能表现出安定性,出于经营上的考

^① 李维安,武立东编著. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社, 2002. 280



虑,长期持有公司股份。事实上,安定股东与不安定股东的界定并不太容易。因为一些拥有公司大宗股份的股东并不看重公司的支配权,更看重的是获取股票的买卖价差。部分原因是一些大股东由于时间和经验的不足,不能有效地行使对公司的支配权,进而不能确定公司未来的发展前景,只得转而追求股票的短期收益,使得股份的安定性下降,不安定性增强。必须指出的是,安定性虽然在一定程度上保证了公司的长期稳定发展,但过度的安定性会降低公司的经营效率,事实上还需要一定不安定性,即流动性来提高公司的效率。

股东的二重性对公司治理具有直接的影响。公司治理要处理的是公司资本供给者确保自己可以得到投资回报的方法问题。一般而言,一个理想的公司治理体制可以完成若干的职能。首先,它给经营者以足够的自由来管理好企业。其次,它确保经营者从股东利益出发使用这些自由去管理好企业。最后,经营者知道股东们期望的是什么,股东有足够的信息去判断他们的期望是否正在得到实现。如果得不到实现,他们有果断行动的权利。公司的治理权来源于所有权,可通过股东会、机构渠道或董事会实现。

股东作为公司的资本供给者,他们的行为取向直接影响到公司的治理效率。根据我们前面的分析,一个成功的公司治理机制应该既能保证股东队伍的基本安定性,又有一定的流动性(不安定性),以确保公司经营效率。

公司的股东成员具有地理上的分散性,股东持股规模也有很大的差别,而且对公司所抱的期望也各不相同。股东成员可能是单个的私人投资者、公司雇员、大宗股权拥有者和机构投资者,如商业银行、养老金基金、投资基金、保险公司等。作为距离相对较远的投资者,中小股东由于拥有股份较少,很少或不能有效地行使支配权。假如股东不满意的话可以“用脚投票”,所以更多时候是以不安定股东的身份出现。从公司治理的角度来讲,分散的小股东一般没有监督和控制的积极性。原因有三:一是监管的权力(包括法律上和事实上的权力)有限;二是任何股东监管经营者都将投入一定的费用,这种费用是完全内在化的,而监管产生的收益却是一件集体物品,具有完全的外在性,监管的投入和产出不对称;三是小股东拥有的股票数量较少,可以随时在股票市场上出让不中意的公司股票,避免治理失误带来的损失。

相对于中小股东来说,由于公司的大股东的收益受公司业绩的影响很大,则更多地充当安定股东的角色。大股东可以通过控股,达到对公司的支配,因而有较强的安定性。但是,随着公司成长和资本份额的增加,以及国民财富的增加和越来越多的人投资于股票,最大股东所持有的有投票权的股票所占比例减少,相应地造成对大公司的控制、支配权下降。这时,大股东的不安定性逐渐增加。特别是在治理结构混乱、治理效率低下的大公司里,如果大股东对公司的影响有限,而又找不到代表股东利益行使支配权的代理人的话,只能把投资重点放在股票的价差收益上。不过,这类股东对“用脚投票”一般都



十分谨慎。因为大宗股权的抛售会引起投资者对公司未来发展的不良揣测,进而对价格信号出现过敏反应,致使公司股票价格下降,反会造成价差收益的减少。

在日本、德国法人资本主义最为盛行。20世纪90年代前半期,日本的银行持有工商业公司22%~25%的股份,工商业公司之间的相互持股率则为24%~25%。在德国,银行持有工商业公司的股份为22%~29%,工商业公司之间的相互持股率为39%~42%^①。

在日本和德国,许多著名的大公司的股票相当一部分为银行集中持有。20世纪70年代末80年代初,德国10大私人银行持有大公司股票合计达51%~77%^②。同德国一样,日本的商业银行也是重要的机构股东之一,它们大量持有公司的股票。它们不仅是公司股票的主要持有者,而且是公司的主要贷款者。日本和德国之所以允许银行和法人相互持股,与当时两国经济发展水平不高有关。比如,战后日本为了加入“经济与合作发展组织”(OECD),因而不得不开放国内资本市场,实行资本自由化。为了防止开放后美、英公司对日本企业通过收购进行吞并,保护民族工业,日本就开始推进“稳定股东进程”,大力发展法人相互持股。

一般来说,银行作为公司的核心股东和主要的贷款者,不仅具有行使股东监控权力的动力,而且也具有行使股东监控权力的能力。作为主要的贷款者,为了保持贷款的安全性和有效性,银行必然会积极调查并及时掌握获取公司生产经营活动的有关信息,并对其贷款进行事前、事中和事后监督。这样,作为公司股东的银行借助于贷款和支付结算而拥有比其他股东获取公司生产经营活动信息的天然优势,因而在公司所有股东中,银行的监督成本可能是最低的。加之银行还掌握着信贷控制这个有力武器,因而它完全有履行股东对公司和公司经理重大活动实行监控的能力。

另外,单从公司股东的角度来看,银行的这种长期投资行为,是与公司的其他生产要素投资者,特别是公司员工的利益相一致的。所以,银行作为核心股东,可以较好地平衡各方面的利益,更有利于实现公司使所有生产要素投资者(也是公司的利益相关者)的投资收益最大化的宗旨,从而能够有效地调动所有生产要素投资者关心公司生产经营活动的积极性^②。

同时,银行作为公司的核心股东,它的这种长期投资行为对公司起着安定经营的作用,这样可以有效制止公司合并与收购兼并事件的频繁发生,有利于公司的长期稳定发展。美国国家科学基金会的研究表明,日本和德国在研究与开发、新厂房建设、设备投资等方面的开支都超过了美国。而在20世纪90年代初,美国200家大公司用于研究与开

① ②李维安,武立东编著. 公司治理教程. 上海:上海人民出版社,2002. 285

② 冯根福. 西方主要国家股权结构与股东监控机制比较研究. 当代经济科学,1997(6)



发方面的支出并没有真正增加,它们占美国研究与开发方面支出的90%。究其原因就是由于公司治理效率低下,受到公司经理短期化行为和个人股东追求短期利润的影响,以及卷入接管和重组的公司这方面的支出。

综上所述,银行作为机构投资者拥有公司的股份,在第二次世界大战后的相当一段时期内,对各国的经济发展起到过重要的作用,尤其是日本和德国。第二次世界大战结束时,两国经济遭受重创,经济恢复时期资金非常短缺,而且当时两国的外部资本市场也不发达,加上政府对公司发行债券的严格限制,所以企业的外部融资只能靠银行借款,这样就为其以后在公司治理中发挥主导作用创造了条件。在美、英等国,银行大量持股的持续时间虽然较短,但不能否认它在短期内曾起到过的积极作用。随着美、英等国经济发展水平的提高,资本市场的快速发展,银行持股数量日益减少,在公司治理中的作用也发生了变化。日本等国的资本市场发育程度不及美、英各国,对银行贷款的依赖性比较大,银行持股在资本结构中一直扮演着主要角色,直到亚洲金融危机的爆发,人们才开始反思这种关系对企业的发展究竟起到了什么作用。

第二节 机构投资者及其对公司治理的影响

随着采用公司治理导向投资战略的机构投资者的增多,公司运作的基本模式开始发生变化,从所有者/经理人合一的古典模式,经过两权分离/经理人主导的伯利—米恩斯模式,发展到两权分离/投资者主导的21世纪模式——真正的投资者说话管用的现代企业制度。

一、机构投资者的制度功能

(一)机构投资者具有稳定股市的功能

在一个散户居多的证券市场上,由于个人投资者缺乏对市场进行全面分析和判断的能力,倾向于短线投资,从而增加了市场交易活动和价格的不稳定性,使得资金穿流于短期内可获益的行业之间,难以顾及长期发展前景看好的行业。而机构投资者由于具有强大抗风险能力和经济分析及预测能力,对一些长线行业更有信心,其股市行为具有相当的稳定性。因此,机构投资者的投资行为具有稳定股市的作用。

然而,对于股市稳定的经济价值也有学者提出了不同的看法。庄序莹就认为,股市



稳定不一定就是一种好的境界^①。证券市场所要达到的一个“好”的境界是什么？很简单，就是证券经济运作的两大理论目标——公平和效率，只有这两者才是规范意义上证券市场的两大目标，即证券市场经过充分的运作，只有达到了效率和公平，才是达到了经济学意义上“好”的境界，其他一些似是而非的提法，都有一定的片面性和不合理性。证券市场的效率，其含义就是证券价格能够迅速及时地反映一切经济信息，一个有效率的市场是一个能迅速反映经济信息的市场，一个效率差的市场，其证券价格对经济信息的反映是缓慢的、延迟的。证券市场的效率才是我们追求的目标。

（二）机构投资者能使证券市场更有效率

实证地分析，由于在股市信息收集、处理和利用能力上的弱小以及对不可避免盲目行为的过分敏感，散户更倾向于短线投机，从而更容易造成市场资源配置价格的偏离，也就影响了证券市场的效率，机构投资者更注重企业的中长期价值，因而使证券市场的效率能得到保证。

对此，庄序莹同样提出了质疑。她认为，从经济属性上讲，个人投资者是经济人，而机构投资者不是经济人，机构投资者只是一种现代企业制度形态。机构投资者作为一种现代企业制度形态，它有一定的规模经济效应，因为它可以雇佣一些知识和经验丰富的专家，可以比一般的个人投资者掌握更多的信息并作出更好的理解，从而更有可能赚钱。但是我们同时也必须承认，机构投资者这种现代企业制度形态有它本身治理结构上固有的缺陷，即所有者和经营者两权分离情况下带来的一系列矛盾。在古典企业制度下，所有者和经营者几乎是合二为一的，因此这两者的行为指向是非常明确的，那就是企业利润的最大化。但是在现代企业制度形态下，所有者和经营者是分离的（虽然有些大股东又身兼企业经营者的身份，因而两者有部分的重合，但不可能完全是重合的）。在此情况下，企业的行为指向是不明确的，即并不一定是股东利益——法定名义上的企业利润的最大化，而有可能是部分股东利益的最大化，或者可能是企业经营者利益的最大化。这种情况当然不是企业的出资者防止经营者侵占股东利益的行为发生，或者小股东监督身为经营者的大股东，防止大股东侵占小股东利益行为发生。不管怎样，在现代企业制度下，股东为保证自己的利益需要花费一定的监督成本，但是，古典企业制度下，这种监督成本是不存在的，因为股东无需这种自我监督就能保证企业利润最大化的目标始终不会发生偏移。然而，由于其拥有巨大的规模经济效应，其产生的规模收益足以抵补间接监督的成本和费用且还有余，其利润率水平肯定比单纯采用古典企业制度形态下要高。这就使现代企业制度的存在成为可能，并随着高科技的突飞猛进，对资本数量的要求越来越高而在现代经济中占据了主流的地位。

^① 庄序莹：《证券市场中的机构投资者问题研究》，《财经研究》27（6）



(三)机构投资者能够对公司管理层的行为构成直接的影响

比如在美国,机构投资者往往通过向公司董事会施加压力(私下谈判和公开告诫)撤换业绩不佳的总经理。如1992年,加州公共雇员退休系统和其他机构投资者就曾肆无忌惮地对当时通用汽车公司的总经理罗伯特·C·斯坦伯发起了攻击。从1992年11月至1993年12月,机构投资者协助美洲卡公司(American Express)、伯顿公司(Borden)、通用汽车公司(GM)、IBM公司、柯达公司以及威思丁豪斯公司(Westinghouse)等成功地撤换了总经理。

我国学者费方域(1998)对此也作了比较深入的阐述,他认为,首先,大股东有动力对经理层施加可置信的威胁,基于自身利益的考虑,大股东甚至愿意承担对不称职的经理予以起诉的成本;其次,是促进接管活动,大股东持有的股份越多,接管溢价(支付给收购股东的超过市场价格的代价)就越低,其原因是大量的股份掌握在大股东手中,即使每股溢价很少,大股东的总的溢价收益也不低,因而大股东可能会愿意转让股份,而小股东通常不会接受溢价过低的价格。笔者认为,就对经理层施加可置信的威胁方面,大股东的监督作用是毋庸置疑的,至于股权集中是否促进接管,则是一种未经证实的观点。从包括机构投资者在内的大股东对董事会职能发挥的影响角度来分析,是我们理解机构投资者与公司治理绩效关系的关键。

二、机构投资者对公司治理绩效的影响及方式

对于机构投资者在公司治理中的作用,学术界存在很大的争议,既有赞成的也有反对的。赞成机构投资者对公司治理绩效存在明显正相关关系的学者从实证和理论的角度对机构投资者对公司治理绩效的影响进行了全面的分析。Holderness和Sheehan曾对114家所有权集中度大于50%但小于100%的上市公司进行了分析,他们发现,在这114家公司中,1978~1984年,只有13家在相同期间内不再是大股东企业。因此,大公司的所有权几乎没有流出,这表明大股东控制的公司控制权结构符合市场自身的选择^①。费方域(1998)对机构投资者对公司治理绩效的影响,也从理论上进行了深入的分析。他认为大股东的监督作用主要反映在以下几个方面:第一,大股东有动力对经理层施加可置信的威胁。基于自身利益的考虑,大股东甚至愿意承担对不称职的经理予以起诉的成本;第二,能对接管行为给予实质性的影响。接管者进行接管的一种重要方式就是对目标公司股东所持有的股份进行溢价收购,由于大股东持有的股份较多,通过溢价销售既可以获得较高的收入又不会因公司控制权的变动而对他的未来利益构成实质性的影

^① 余颖. 大股东控制型公司治理绩效的效率评价. 财经科学 2001(3)



响,因此,大股东往往愿意出售自己的股份,从而有利于促进公司接管的完成^①。余颖(2001)认为机构投资者对公司治理绩效的影响主要体现在对公司董事会的作用上,董事会是一个代理行使股东权利的机构。所谓股东对董事会的监督,主要指的是董事会对经理的监督。在大股东,即机构投资者监督的公司控制权结构中,机构投资者往往在董事会中拥有自己的代表,在有的公司中机构投资者派出的代表甚至居于控制地位。机构投资者由于自身实力强大,因此具备对公司董事会进行有效监督的能力,而对公司剩余索取权的充分实现的强烈愿望又为机构投资者的监控行为提供了强大的动力支持。

对于机构投资者与公司治理绩效正相关持否定态度的专家也从各个方面分析了机构投资者对公司治理绩效的负面作用。Romant(1993)认为:人们对机构投资者在公司治理中的作用过分夸大了。尽管大的机构投资者——包括养老基金、互助基金和保险公司持有了上市公司的大比例股份,但这些金融机构的专业金融经理们并不一定就善于监督管理层。因为管理一个公司所需要的能力与资产组合所需要的技能是不一样的,而且在管理层抵制的情况下,一个大股东对管理层所实施的影响实际上是非常有限的。(1995)则更进一步认为,只要大股东不持有100%的股份,他就不会全力进行监督和干预,而且大股东可能会利用投票权以牺牲小股东的利益为代价来为自己谋取私利。

在不同的制度环境和制度传统下,机构投资者干预公司治理的具体方式是不尽相同的。英美国家公司治理的机制是通过其国家的《公司法》和股东行使投票权来发挥作用。机构投资者也是采用这种方式来对公司管理层施加影响的,但有些机构投资者一般回避通过行使投票权这种比较适合个人投资者的方式来对公司经理层施加影响。当然也存在一些适合机构投资者,但却不适合个人投资者的一些投资者用以影响公司经理层的具体方式。

(1)机构投资者的第一种方式是当公司准备到市场增资募股时,拒绝参与讨论这类产权问题。此时机构投资者最能表现出他们的力量,公司管理层有责任也不得为此与机构投资者认真谈判。机构投资者在公司增资扩股时,会对他们所提供的资金附加一些条件,主要是针对公司治理的改革,比如要求改选董事会等等。一般来讲,机构投资者的这类影响力只有在公司要求增资扩股时才充分发挥作用。因此,在其他环境条件下机构投资者需要采取另外的作用方式来影响公司经理层的治理行为。

(2)机构投资者经常采取的第二种方式是对公司治理公开发表不同意见,这种意见对公司的股价和声誉都会产生不利影响。当然,这种方式也可能对其他持不同意见的机构投资者产生不利影响。这种方法将公司和机构投资者都置于公共舆论的监督之下,从而对公司的经营管理者形成强大的压力。当然,即使机构投资者的投资行为是短期性

^① 费方域. 企业的产权分析. 上海:上海人民出版社,1998. 87

的,他们仍然需要公司提供一些特殊的资料和数据,因此,机构投资者往往会把这些公开的意见控制在一定的范围之内,这样对公司、持批评意见的机构投资者都是有好处的。这种对各方均有利的悄悄政策,可以避免对公司及相关利益人造成不必要的损害。

(3)机构投资者常用的第三种干预方式是通过股东大会改造公司董事会。机构投资者通过召集临时股东大会改选董事会来影响公司的治理行为的情况是较为常见的。但是,这种方法也存在不少问题,负面影响大,一般是迫不得已的非常情况下才会选择。

(4)机构投资者采取的第四种也是最常见的干预经理层的方式仍是在股东大会上作为股东行使权力。英国机构投资者联合会建议机构投资者要积极发挥自己所拥有的投票权的正当作用。但实证调查的资料显示,机构投资者参与投票的概率还是比较低。如英国养老基金协会的投票情况是:1990年为20%,1991年为21%,1992年为26%,1993年为26%,1994年为28%^①。

第三节 培育我国机构投资者的基本构想

一、机构投资者的兴起及公司治理理念的转变

在20世纪90年代,大部分机构投资者都放弃了华尔街准则——用脚投票,在对公司业绩不满或对公司治理问题有不同意见时,他们不再是简单地把股票卖掉;“逃离劣质公司”,他们开始积极参与和改进公司治理。导致这一转变的主要因素可以概括为套牢之后必然开口说话。从20世纪80年代“被动投资、敌意并购”方式的公司控制权市场转为90年代“积极投资、参与管理”方式的公司治理活动,执行一种公司治理导向的投资战略。

在执行公司治理导向投资战略的机构投资者中,参与公司治理最为积极和最值得借鉴的也许是成立于1992年的LENS投资管理公司,该公司的创建者是前美国劳工部社会保障局官员、著名的公司治理活动家孟科斯(Monks)。该公司1994年年报中的一段话非常清晰地表述了公司治理导向的投资战略:“卡内基曾说最好的投资战略是把所有的鸡蛋都放在一个篮子里,然后紧紧地盯住这个篮子。我们的战略是不仅盯住篮子还要盯住鸡蛋,并且我们要确信让那些鸡蛋知道有人在盯着他们。我们发现,董事会就像亚原子一样,知道他们受到关注时会有不同的行为。我们的初衷就是制造这种不同。我们的经

^① 庄序莹:《证券市场中的机构投资者问题研究》,《财经研究》27(6)



验表明股东的参与能够增加价值。”^①

公司制度,一直是人们关注的一个焦点。钱德勒的企业史则为这种企业制度的效率和合理性进一步提供了论证。20世纪80年代以来,甚至直到目前为止,指导中国企业改革和现代企业制度建设的“目标模式”基本是这种模式。在机构投资者蓬勃兴起但尚未积极参与公司治理的七八十年代,管理大师德鲁克曾经宣布美国经济从“经理资本主义”发展为“养老金社会主义”,其他一些人则用“机构资本主义”等词来描述。但是经过80年代近于疯狂的并购与反并购活动之后,90年代以来机构投资者积极参与公司治理,美国公司进入了“投资商资本主义——一个颠覆经理职位的时代”。

二、大力发展机构投资者对中国的特殊意义

我国的公司治理结构既不是一种所有制和经理制相对分立的治理结构,也不是合一的治理结构。我们的公司法在很大程度上存在流于一纸空文的现象。我们的股东是国有的股东,为了某种利益就可以干预公司。而西方国家的治理结构基本上都是为了经济利益去干预。我们的国有股东很多方面不是出于经济的利益去干预,而是出于政治的目的去干预。这种治理结构是非常危险的。对中国来讲如果引入机构投资者制度的话,不仅可以改进中国的公司治理结构,而且可以克服不守规则的国有股东对其他股东利益的侵害。

机构投资者的发展对于中国公司治理结构的完善和优化具有十分重要的意义和作用。以创业投资基金为例,目前有人将创业投资基金理解为风险投资基金或者冒险投资基金,实际上这是望文生义。创业投资基金最重要的价值在于其主体是一个有耐心的长期投资者。尽管他也有投机性,但他的投机性是最小的。由于大家的炒作,结果误解了创业资本的本质内涵。创业投资是理性的长期投资。一般情况下,创业投资者要求参加所投资企业的经营管理及其治理结构。所以,从这方面来讲,他投资的是一种未流通的私人股权,没法做高度灵活的投资,不得不参与治理,别无选择。我们在股权安排上,管理办法中规定,证券投资基金投资一家公司不能超过10%。但是,我们的商业投资管理办法不是这么要求的。因为商业投资投在实业,不存在操纵股市之虞,所以法规不限制。恰恰相反,还鼓励参与公司治理。所以我们有一个最低下限,如果你投资一个创业企业,你必须关注股权比重,必须有一个董事席位,如果高兴的话你也可以控股。当然我们相信创业投资家对一个企业投资,不是以控股为目的。但是在不得已的情况下,必须对它控股,不过控股只是手段,而不是目的,所以显得比较灵活。另外,创业投资基金的投资者主要是富有的个人和一些机构投资者,相对来讲他们的长期投资意愿比较浓,不像证券

① 仲继银. 21世纪公司治理新模式: 机构投资者主导的现代企业制度. 见: 天则研究所. 首席经济顾问报告. 2000(2)





的非理性个人投资。有理由相信创业投资基金可能会在这方面做出一些努力和成绩。

三、机构投资者参与公司治理的基本原则

尽管机构投资者在公司治理中的作用越来越突出,但机构投资者不宜采用“直接介入”的投资战略方式,而应将其投资战略原则确定为“挑选优胜者”^①。因为,机构投资者如果采用“直接介入”的投资方式,势必需要有能对投资对象进行专业技术评价并拥有管理才能的专业人才。这些专业人才可以根据股份份额参与公司董事会,对公司的经营方式和经营政策作出评价和建议,甚至通过这样的实际经验积累起对投资对象的专业知识。然而,机构投资者如果遵循这样的思路,很可能需要雇佣一大批这样的技术管理专家,这些专家在各自分管的领域中一心一意专注于所在的投资对象,成为专门人才。当这样的人才积累增多的时候,机构投资者可能发现自己面临高额的投资转换成本:在投资从一个领域转向另一个领域或者从一个行业转向另一个行业的时候,有的专家就可能变成“无用之材”,他们对机构投资者来说就成了需要摆脱的角色,然而,人事调整是一个困难的过程,或者说是代价高昂的事情。而且,在机构内部,一旦形成行业专家队伍,他们便会有自己的利益指向,在涉及行业前景评价时,他们会倾向于认为自己所在的行业是最有前途的,并努力通过各种方式要求公司主管增加对本行业的投资,无形中形成对机构投资者战略调整政策的抵制。

在处理与投资对象或融资对象的关系上,机构投资者在决定介入深度时可以参考银行机构的行为。银行机构是信贷资金运用专家,但它们通常并不深入到借贷对象的经营事务中。世界许多国家中的企业其资产负债率达到了60%~70%的高度。在这种背景下,如果银行提出要参与作为银行贷款对象的企业的经营决策,把自己的债权当做股权来运用,理论上和实践上都不会有太大的困难。但是,世界上绝大多数银行都不情愿主动选择这样的方式。我想,其中一个重要顾虑是银行担心因此而增加自己的资金运用成本,同时,银行机构的资金流动性会相应降低,从而不利于银行在流动性资金市场上的生存和发展。

有人或许会说,如果机构投资者面临的可供投资对象,即许多上市企业的行为和业绩都不够理想时,难道机构投资者不应该伸出手去帮助这些企业改革经营机制并作出正确经营决策吗?

在笔者看来,如果机构投资者伸出手去就能够帮助企业机制转变并合理决策,为什么这样的企业需要等到机构投资者来帮助而不是自己早早就进行并达到这个目标呢?如果企业愿意倾听机构投资者的劝告是因为机构投资者给了钱,那它们为什么不愿倾听

^① 贺力平. 机构投资者不宜“直接介入”上市公司的治理结构. 见:天则研究所. 首席经济顾问报告 2000(2)



银行的劝告(银行机构早先时也给了它们同样的劝告并给了钱)? 尽管可以说 , 机构投资者给的钱代表“ 股权 ”, 银行给的钱代表“ 债权 ”, 两者的法律含义有区别 , 但从企业受到制约的角度来看 , 两者都表示企业经营者需要对资金的回报负责任 , 否则可能受到惩罚——直接的或间接的、近期的或长期的等各种形式的惩罚。如果银行的“ 债权 ”不起多大作用 , 有什么特别的理由认为机构投资者的“ 股权 ”就能对企业的经营行为和业绩起显著作用呢 ?

在市场经济环境中 , 银行的“ 债权 ”要对借钱企业发生制约作用 , 主要依赖于银行作为债权人可以对不能及时还贷的企业发出破产清偿的通知。同样道理 , 机构投资者的“ 股权 ”要对上市企业发生制约作用 , 可能要依赖于机构投资者“ 用脚投票 ”的机制 : 机构投资者可通过自己不认购、出售或转让企业股票的方式来表示对可投资对象的意见。尤其是机构投资者的出售或转让股份行为 , 在并购事件盛行的环境中 , 往往可以构成对上市企业经营层前途的莫大威胁。

随着现代经济和市场发展 , 不管是有形的企业组织还是一种无形的市场制度 , 它只要向前发展 , 它总是在不断地朝非均衡的方向发展。但是如果仅仅朝这一方向发展 , 市场是很危险的。它要寻求一种新的制约力量来达到相对均衡 , 然后又出现新一轮的不均衡发展。市场总是这样接力式的向前发展。就公司治理结构来讲 , 从过去的合伙制到有限责任公司、股份有限公司 , 从经济上构成什么呢 ? 构成一个技术结构阶层来控制公司。从这点来讲 , 不仅对投资者的股东利益不尊重 , 也导致公司治理结构的官僚主义。这样的话要有种新的制度安排去制约。

但现在没有内在的机制 , 恰恰相反 , 我们的法律制度在某种程度上助长了从原来股东和经理合一到现在那种经理资本主义的模式。比如公司法 , 20 世纪 70 年代有一个趋势 , 就是从过去的股东大会中心主义向董事会中心主义转变 , 股东大会的权力得到极大的削弱 , 而董事会的权力很大。由于董事会在很大程度上是可以被选择的 , 也就是被某些有声望的总裁去选择 , 董事会反又受控于经理班子。我们整个法律体系建设目前就是这种情况。这虽然有利于发挥经理阶层作为管理专家的优势 , 但是其他的问题也随之而来了。在经济上还没形成这个机制 , 法律上更是滞后。从这点来讲 , 就更加有必要通过投资者联合会、投资者联盟 , 对经理资本主义进行控制 , 在一定程度上改进目前这种失衡状况^①。对于我们无形的市场来讲 , 也越来越向非均衡的方向去发展。因为在新经济时代 , 信息的传播是非常快的 , 它强调的是降低交易成本。但现在有很多的问题是不能简单地用交易成本去解释的。很多东西也许只是为了消除一种不确定性。知识经济来临以后 , 一方面信息的搜集获得成本相对来说很小 ; 另一方面对信息的处理 , 以及如何采取

① 刘健钧 . 有必要通过投资者联盟对经理资本主义进行控制 . 见 : 天则研究所 . 首席经济顾问报告 2000(2)



相应的对策,也越来越专业化。这样就导致两个极端,一种就是像这种高度专业性的搜集信息和处理信息的投资专家,就可以利用市场的极度不均衡进行投机,而一般的小投资者获得信息和处理信息能力相对较弱,实际上他们就成为整个非均衡市场急剧发展的牺牲品。所以有必要形成一种新的制度构架,为获取信息、搜集信息、加工信息能力弱的投资者提供服务。这也是为什么公共养老基金参与公司治理结构的积极性,远比其他私人基金更强的道理。

四、发展我国机构投资者的基本思路

(一) 积极引导机构投资者逐渐参与公司治理

目前国内机构投资者的投资策略基本上是被动投资,很少通过执行一种以公司治理为导向的积极投资策略。不少基金的招募说明书中“不谋求对上市公司的控股,不参与所投资公司的管理”等表白性说明基本上反映了目前我国机构投资者的投资心理和策略取向。

在国外,理论界和政府对于机构投资者主动参与公司治理一般都持支持态度。凯得伯瑞委员会(Cadbury Commission, 1992)就主张,机构投资者应该成为更强硬的所有者。机构投资者应该以资深管理者的地位与公司经理们达成正常的协议,而且应完全了解经理们制定的公司战略。但公司治理研究小组(Working Group on corporate governance, 1991)认为,机构投资者不应介入公司日常的经营管理决策。在股东们对经理或股东的经营方针不满意时,发挥作用撤换和罢免他们。因此,“机构投资者应该执行监督的职能。公共和私立养老基金应被要求在接管、代理权竞争、重组以及股东权利计划等特定的公司事务方面,公开披露其代理权投票的意向和投资决策(麦尔斯特恩, Millstein, 1991, 1992; 蒙克思和米诺, Monks and Minow, 1991)。

因此,我们应借鉴外国的经验,引导国内机构投资者分阶段地参与公司治理,如:先是着重于一般性的公司治理,包括股权转让、关联交易、信息披露等方面的财务评价等;然后在条件成熟后着重于监督公司内部的治理结构以及管理决策等。大成基金管理公司旗下三只基金和其他两只基金积极介入“胜利股份股权之争”,已为我国机构投资者参与公司治理进行了有益的尝试。

(二) 多元化培育机构投资者,优化机构投资者结构

从国外的经验看,不同类型机构投资者的资金来源、入市顺序和发展规律都不一样,参与公司治理的积极性和作用方式也不尽相同。因此,发展我国的机构投资者,不仅要在数量上调整和扩充现有机构投资者的规模,更要注意优化机构投资者的结构,全方位引入一些全新的机构投资者。首先,在规范封闭性基金基础上,大力发展开放式基金,发挥其深入民间和组织品种创新的优势,同时赋予私募基金的合法地位。其次,积极推动公益基金入市,使



之成为主流的机构投资者队伍。从美国经验看,养老基金和保险基金具有持股周期长、追求长期稳定收益的特征,而从国内资金结构的演化方向看,随着社保改革的深入,尤其是《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的出台,使公益基金的潜力巨大。因而在条件成熟的情况下,应逐步引入包括养老基金、保险基金、社保基金等各类社会公益基金,增加长期投资的比例。最后,通过兼并、收购、投资基金和证券投资等多种方式,引入合格的外国机构投资者(QFII)^①,优化机构投资者队伍,规范投资行为。

(三) 完善相关立法,为机构投资者的健康发展提供良好的制度环境

目前我国已基本形成以《证券法》为核心、相关行政法规和部门规章为补充的法律体系。除《证券法》外,这些法规和规章主要包括《证券投资基金管理暂行办法》、《开放式投资基金试点办法》、《证券经营机构自营业务暂行规定》等重要法规。其中,最近出台的《关于申请设立基金管理公司若干问题的通知》和《关于规范证券投资基金运作中证券交易行为的通知》,对于机构投资者的发展具有重要的意义。我们在认真贯彻执行好以上法规的基础上,还要尽快出台《投资基金法》、《信托投资法》等相关政策法规,规范各类基金管理公司、信托投资公司的内控制度和法人治理结构,树立机构投资者的良好信誉和社会责任。从而发展一批“投资部门设置完整、内控机制健全、专业人才充足、投资理念科学”的专业化机构投资者。

(四) 营造适宜的外部环境

(1) 积极、有序、健康地推进国有股减持工作,增强股权流动性。国家因持有股票市场的大部分股份而成为最大的机构投资者。这种“一股独大”以及所有权缺位,不仅导致上市公司股权流动性差和不可避免的内部人控制现象,也为机构投资者参与公司中立造成了实际困难。因此,我们必须把培育机构投资者与国有股减持结合起来。这样,随着国有股流通和股权结构的优化,机构投资者影响上市公司决策所需要的持股比例将下降,从而会吸引更多机构投资者转向公司治理导向的价值投资。

(2) 培育规范的会计师事务所、审计师事务所、律师事务所等各类市场中介机构,为机构投资者加强上市公司的财务监督提供翔实的信息披露。

(3) 形成良好的公司治理文化。为此必须提高上市公司的质量,推进上市公司治理机制的改革和完善,包括引入独立董事制度、规范信息披露行为等,为机构投资者进行长期投资提供扎实的市场基础。正如厉以宁在社保制度与养老基金管理研讨会上指出的,

^① QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) 中文意思为合格的境外机构投资者。QFII 实际上是一种金融制度,是指允许合格的境外机构投资者在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金,并转换为当地货币,通过严格监管的专门账户投资当地证券市场,其资本利得、股息等经批准后可转为外汇汇出。2002年11月7日,中国证监会发布了《合格境外机构投资者(QFII)境内证券投资管理办法》,并于同年12月1日正式实施,从而在中国正式确立了合格境外机构投资者制度。



上市公司质量提高 独立董事真正发挥作用后 养老基金入市才能成为可能。

五、注意机构投资者的负面影响

机构投资者的正面作用毋庸置疑 这集中体现在参与国有企业的改制、上市筹集资金、优化资源配置、参与公司法人治理结构、维护市场稳定和金融产品创新等方面。但由于目前的国情决定机构投资者所面对的市场是不尽完善的市场,一方面,市场制约甚至扭曲机构投资者的作用;另一方面,机构投资者利用市场的缺陷蓄意违规违法的行为时有发生。在我国上市公司当中,由于股权相对集中,不公平关联交易损害广大中小股东利益的问题显得尤为突出。如:公司上市后变更募集资金投向,收购大股东资产,大股东借机占用上市公司资金,大股东利用垃圾资产向上市公司套现;上市公司在大股东操纵下为其提供担保或贷款等等,违反了法律的公平原则。如证券公司。证券公司是中国出现的最早的一类机构投资者,其发端甚至早于证券交易所的成立。券商的传统业务主要有投资银行、经纪、资产管理等三大块。证券公司利用承销业务为国有企业上市筹资服务,通过经纪业务和资产管理业务活跃市场,并从中获取一定的利润。从公开披露的信息看,大量的数据和事实表明证券公司在传统业务上的非规范化操作导致诸多问题,并直接削弱证券公司的正面影响。如:在投资银行业务上发生的PT红光案^①和大庆联谊案^②;在经纪业务上发生的国泰证券公司昆明营业部总经理余卉同云南南山企业公司经理刘朝坤合伙,把昆明营业部为客户代保

^① 本案的主要事实有(1)编造虚假利润,骗取上市资格。红光公司在股票发行上市申报材料中称1996年度盈利5400万元。经查实,红光公司通过虚构产品销售、虚增产品库存和违规账务处理等手段,虚报利润15700万元,实际上1996年亏损了10300万元。(2)少报亏损,欺骗投资者。红光公司上市后,在1997年8月公布的中期报告中,将亏损6500万元虚报为净盈利1674万元,虚构利润8174万元;在1998年4月公布的1997年年度报告中,将实际亏损22952万元(相当于募集资金的55.9%)披露为亏损19800万元,少报亏损3152万元。(3)隐瞒重大事项。红光公司在股票发行上市申报材料中,对其关键生产设备彩玻池炉废品率上升,不能维持正常生产的重大事实未作任何披露。中兴信托和中兴托管分别作为红光的主承销商和财务顾问,在明知该公司亏损的情况下,仍然向证监会报送了虚假的上市材料。

参见焦燕芬:《机构投资者作用的再认识(上)》,人民日报(海外版)2002.3.3

^② 大庆联谊石化股份有限公司,其前身是大庆联谊石油化工总厂,始建于1985年7月。1996年经省体改委批准成为股份制企业,1998年与大庆市三环公司合并,组成大庆联谊(集团)公司。现有职工1.28万人,总资产22.7亿元,年产值8亿元。为了申报上市,谋取巨额募集资金,从1996年开始,大庆联谊石油化工总厂不择手段,通过地方有关行政管理部门和中介组织,进行一系列弄虚作假、欺诈包装活动。1996年下半年,大庆市体改委向省体改委请示成立联谊公司,将请示时间倒签为1993年9月20日。黑龙江省体改委1997年3月20日批复同意,将批复时间倒签为1993年10月8日。1997年1月,大庆市工商局向大庆联谊公司颁发营业执照,将颁发时间倒签为1993年12月20日。为大庆联谊公司上市提供审计的哈尔滨会计师事务所、提供法律意见书的万邦律师事务所在知情的情况下,为大庆联谊公司出具了内容虚假的审计意见书、法律意见书。主承销商申银万国证券公司隐瞒真实情况,向中国证监会报送了含有虚假信息文件。1997年3月,黑龙江证券登记有限公司向中国证监会提供了虚假股权托管证明和虚拟法人股金、资本公积金、虚假企业的报告;为通过有关部门的审核,大庆联谊公司虚报1994年至1996年企业利润1.6176亿元,并将大庆国税局一张400余万元的缓交税款批准书涂改为4400余万元。

参见焦燕芬:《机构投资者作用的再认识(上)》,人民日报(海外版)2002.3.3



管的有价证券7 000多万元挪到银行,为刘朝坤做抵押贷款,造成国有资产大量流失案^①;资产管理业务上发生的操纵市场和违规炒股,如海通证券炒作上海石化^②,申银万国证券股份有限公司炒作陆家嘴^③,等等。据不完全统计,目前存在大股东及其关联方占用上市公司资金的现象的不下70起,涉及金额达290亿元^④。

上述案件已给我们提出了一个严峻的现实问题,就是在发挥机构投资者作用的同时必须充分注意机构投资者可能带来的负面影响。从法学和立法的层面上看,解决这一问题的基本途径是给包括机构投资者在内的大股东设定特殊的义务和责任,或者给中小股东、特别是小股东设定一些特定的制度安排可以提高小股东在公司控制权结构中的影响力。

(一)明确控股股东的诚信义务和民事赔偿责任

西方国家均对控股股东课以诚信义务,只要控股股东对公司施加某种可能对公司或小股东利益构成威胁的行为,就要受到诚信义务的规制。诚信义务主要包括两个方面:一是注意义务,即在对某一经营事项进行决策时,控股股东必须做到小心谨慎;二是忠实义务,即对控股股东课以一些禁止性的规定,如禁止内部人交易或挤出式兼并交易等。我国公司法只对董事等高管人员作了一些禁止性规定,如禁止侵占公司财产、禁止自营

^① 该案涉案金额高达21.9亿元,是目前我们国家证券市场涉案金额最大的一个,采取违规、违法手段可谓集证券业内违法手段之大成。第一种,签订虚假的抵押贷款,没有抵押物,就把款挪出去;第二种,签订虚假的证券回购协议,实际上没有发生证券买卖,把公款挪出去;第三种,国泰昆明营业部把为客户代保管的有价证券,挪出去给刘朝坤到银行抵押贷款;第四种,没有任何协议,直接把款从国泰证券公司昆明营业部,付到省外刘朝坤用于申购新股的账户上去,供刘朝坤进行申购股票活动;第五种,在电脑网络上以直接透支的方式,把款挪用给刘朝坤,进行网上的一级市场股票申购。

^② 1996年10月7日,海通公司持有上海石化股票为795.6万股,当日收盘价为4.89元。从10月8日开始,该公司持续大量买入上海石化股票。8日至11日,分别买入3 138万股、2 449万股、3 959万股、3 265万股,占当日市场该股票成交股数的比例分别为42.6%、31.6%、21.8%,持仓量达到7 889万股。这4个交易日该股票的收盘价分别为5.03元、5.14元、5.48元、5.99元。另外海通公司在大量自营上海石化股票期间,曾有30个交易日以自己不同的账户对该只股票作价格、数量相近、方向相反的交易。例如10月10日,该公司用12个账户实入3 959万股,同时用另外2个账户卖出3 714万股;14个账户的买入卖出指令在当日14时9分58秒到14时50分55秒内连续打入,并在14时52分55秒前全部成交。

参见焦燕芬:《机构投资者作用的再认识(上)》,人民日报(海外版)2002.3.3

^③ 申万公司于1996年9月8日至14日四个交易日买入陆家嘴股票超过300万股,买入的日成交量超过该种股票市场成交量的80%;买入价由9月7日的42.18元提高到16日的45.33元;此后,申万公司从10月17日至23日七个交易日中,连续抛出陆家嘴股票,其中17、21、22日的卖出量超过该种股票市场日成交量的50%,17日达60%;24、25日连续以平均47.04元至47.72元的价格,分别买进292.9万股、258.2万股,分别占当日市场成交量的77%、87%;28日至31日又连续抛出。在这一阶段内,该公司累计买进陆家嘴股票2 684.5万股,卖出1 387.7万股;从10月3日起,申万公司曾连续数日以自己不同的账户对陆家嘴股票作价格、数量相近、方向相反的交易。

参见焦燕芬:《机构投资者作用的再认识(上)》,人民日报(海外版)2002.3.3

^④ 参见 <http://business.sohu.com>





或为他人经营与其所任职公司同类的营业等,这些可看作是董事对公司所应承担的忠实义务,而对控股股东的诚信义务则未涉及。同时,为了保护中小股东和公司债权人的利益,有必要在《公司法》层面上规定控股股东的民事赔偿责任,作为其违反诚信义务对公司造成损害的事后救济。

(二)设置专门的公司债权人利益保护机制

1. 借鉴别国经验,实行揭开公司面纱原则(Piercing the Corporate Veil)

在现实经济生活中,公司人格独立和股东有限责任的绝对化,在实现其保障投资者利益的同时,带来了一定程度的负面效应。如:在母子关系当中,母公司为追求自身利益的最大化,与子公司发生不公平关联交易,占用子公司资产,而在被债权人追诉时,母公司却可将子公司作为盾牌,金蝉脱壳,逃避责任。为此,美国创设了“揭开公司面纱原则”,后来被英、德、日等国家继受。该法理在大陆法系国家又称为“公司人格否认”(Disregard of the Corporate Entity)。揭开公司面纱原则的制度逻辑,是在肯定公司具有法人人格的一般前提下,在特定法律关系中,基于特定事由(如公司成员滥用有限责任原则),揭开公司的“法人”面纱,否定其具有独立的法人人格,将公司与股东视为同一主体,由股东对公司债权人直接承担责任,从而达到保护债权人的目的。而我国《公司法》采取的是严格的有限责任和公司法人人格独立制度。这种立法上的绝对化使得面对公司人格的滥用,法官无能为力。因此,我国有必要引进“公司人格否认”这一法理,以解决法律的公平正义价值被扭曲情况下立法上的尴尬。从而为机构投资者制度的健康发展提供有力的制度保障。

2. 实行深石原则(Deep Rock Doctrine)^①

所谓深石原则,是指如果母公司对子公司从事了以下几种不合法行为——资本不足、违背诚信义务而滥用控制权、实质上无视独立法人主体及资产混同等,导致子公司破产或无力清偿时,母公司对子公司的债权要劣后于子公司的其他债权人获得清偿。这一原则,一方面能够防止母公司在子公司破产前,为自身利益之需要,故意通过借贷或其他方式将子公司资产掏空的行为;另一方面,也能使子公司的其他债权人在其破产时获得一定的权利保障。由此可见,“揭开公司面纱原则”解决的是,当股东有限责任制度因股东的私利而被滥用时,如何保护公司债权人合法权益的问题;而“深石原则”解决的则是在子公司破产或无力清偿时,母公司作为子公司的债权人与子公司其他债权人之间的权益如何平衡的问题,为了解决这一问题,作为“揭开公司面纱原则”在破产法上的深化。因此,为了保护交易安全,避免债权人因母子公司间的不公平关联交易行为而遭受不合理侵害,我国有必要在公司法中引入“深石原则”。当然,在具体实施上应结合我国的具

^① 这一原则是美国法院在 Talorv. Standard Gas & Electric Co. 一案中创立的。



体情况。

(三) 建立和完善相应的具体制度

1. 重视独立董事对控股股东的制约作用

从我国目前情况来看,上市公司普遍股权集中,控股股东对董事会过分渗入,内部人控制相当严重。为了解决这一问题,有必要引进独立董事制度,防止公司在控股股东操纵下作出不利于公司及小股东利益的关联交易决议。独立董事制度在规范上市公司治理结构、抵制“内部人控制”和“大股东控制”方面能够起到良好作用,同时在客观上有助于维护中小股东利益。

2. 建立关联交易预防机制

(1)建立特定事项批准制度。即:一些重大的关联交易合同,应根据其对股东潜在利益影响的大小,必须分别经股东大会或董事会的有效批准才能生效。其基本做法:一是按照交易总额及占上市公司有形资产净值的比率,将关联交易分为3个档次并分别采取不同的批准制度:对公司经营活动影响很小的关联交易,豁免批准;对公司经营活动影响较大的关联交易,由董事会批准;对公司经营活动有重大影响的关联交易,则必须由股东大会批准。规定此制度的目的,是使其他股东参与某些关联交易决策,避免董事会在控股股东的操纵下作出有损于公司或少数股东利益的关联交易决策。二是借信息披露制度将这些关联交易置于社会公众的有效监督之下。(2)建立关联股东回避表决制度。关联股东回避表决制度是指当股东大会对某一项关联交易作出决议时,与该关联交易有利害关系的股东不得就其持有的股份行使表决权的制度。我国《公司法》没有规定关联股东回避表决制度,而中国证监会的《上市公司章程指引》和深沪交易所的《股票上市规则》,都只规定了关联股东对与其自身有利害关系的关联交易决议的表决权排队制度,而对其作为其他股东的代理人行使表决权的情形则没有涉及。因此,证监会有必要考虑是否将后者纳入法律规制的手段。

3. 建立小股东优先表决制度

关联股东回避表决制度的立法目的在于规避一股一票、同股同权这种形式上的公平所掩盖的实质上的不平等,防止控股股东滥用表决权。但同时,这种制度也存在一定的不足:一方面,控股股东因其与有关关联交易事项有关联而完全丧失了股东大会上对该事项的表决权,此种做法对于控股股东而言似乎有失公平;另一方面,公司与控股股东或与控股股东有关联的法人之间的关联交易事项,并非全部是不公平的,其中不乏对公司经营及业绩会产生良好影响的交易,在此情况下,享有控股权的关联股东回避,而其他分散的小股东因不了解公司具体经营状况而作出不正确的决定,则会使公司丧失发展机会。因此,可考虑将关联股东回避制度与小股东优先表决制度相结合,即股东大会对于该事项的表决通过以下两个步骤进行:首先,关联股东回避,由小股东优先表决;在小股



东同意(可规定一定的比例,如 1/2 或 1/3)的情况下,则由全体股东进行表决,如果全部股份半数以上通过则该关联交易事项获得通过;倘未获小股东通过,则该关联交易事项不获通过。

4. 实行限制性投票制度,即股东享有的投票权,少于其持有的股份数

一般来说,限制性投票权股份主要为防止大股东操纵而对其投票权进行限制。鉴于在有些情况下,大股东为达到其控制公司的目的,常于股东会讨论议决事项时,操纵投票,使股东会不能正确反映股东的意见。因此,有些国家或地区的公司法规定,对于持有公司股份超过一定数额的股东,应当或可以以章程限制其投票权。如《联邦德国股份公司法》第 134 条规定,对于一个股东拥有较多股票的情况,章程可以通过规定最高金额,或者是用分成等级的办法来加以限制;我国台湾地区《公司法》第 179 条规定,持有已发行股份总数 3% 以上的股东,应以章程限制其投票权。

5. 建立和完善代理投票和累积投票制度

这是美国公司治理中预防大股东损害小股东利益的一种重要措施。值得高兴的是,投票代理制度和累积投票制度作为改善公司控制权结构的制度安排已被写进了上海证券交易所发布的《上证所上市公司治理指引(草案)》。

6. 完善信息披露制度

社会公众作为上市公司的小股东,一般不参与公司的日常经营,对公司与关联人尤其是与控股股东之间的关联交易无从了解。因而,为了使上市公司的小股东能够及时了解关联交易信息,对关联交易进行有效的监督,应加强信息披露制度。中国证监会和深、沪交易所都对上市公司重要事项的披露作了比较详尽的规定,包括披露原则、披露时间、披露内容等,但对于违反信息披露制度不予披露、披露不详或虚假披露行为则缺乏具体的惩罚性措施,这也是目前我国上市公司不遵守信息披露制度的一个重要原因。为此,有必要对披露制度作进一步的完善。



第十五章 公司内部治理结构

——激励机制

第一节 激励与公司治理

一、作为一种管理资源的激励

现代管理理论认为,招聘的面试工作、员工的薪酬安排和激励机制,是企业人力资源管理中的三大重点。激励是现代管理中最重要、最基本,也是最困难的职能,这是由以人为本的管理和激励中牵涉到的信息问题所决定的^①。股票薪酬将管理层的利益与股东价值联系在一起,为公司管理层提供创造股东价值的动力。股东会和董事会运作机制的改善,包括大投资者的股东会投票原则,国际组织、公司治理委员会、机构投资者、证券交易所、经理人协会和一些行业自律组织等纷纷公布的公司治理原则,都以提高公司管理层创造股东价值的能力为主要目的。随着管理学、信息经济学、制度经济学的飞速发展,现代激励理论出现了一系列突破性的进展,成为令人振奋的现代管理理论和实践的前沿。一般而言激励分为物质性激励与精神性激励。这里主要就物质性激

^① 实际上在古代,中国资本所有者就比较看重人力资本在生产经营中的特殊作用并采取了一些激励手段。比如山西晋商在几百年前就知道让人力资本参与分配,极端的时候,人力资本分配甚至超过了物质资本分配。





励进行研究。激励是指在资源要素给定的情况下,通过特定利益的设置,最大限度地调动人力资源的资源“粘合剂”作用,以实现各类资源的最优化配置和增值。

激励,尤其是对企业经营者的激励一直是世界性的难题,以往的激励理论和实践中所存在的种种问题就是最好的说明。但激励是现代企业经营管理工作的一项职能,并依附于其他职能(如决策、计划、人力资源开发、指挥、控制)及其衍生的目标,激励归根结底是在对其他职能履行状况的评价的基础上促进其他职能更好地开展的职能。因此,激励工作的真正科学性在于以企业经营管理工作性质和规律为依据,设置合理的激励机制和约束机制,对经营者进行有效的激励和约束。

二、激励效能的一般实证分析

作为一种通过激发人力资本积极性以充分实现资源增值的制度性设计,公司内部激励与公司的治理绩效存在着直接的联系。科学合理的激励设计能最大限度地调动人力资本的积极性,从而产生出最好的治理绩效。殷·瑞莫塞(Ianm. Ramsay)在其《董事和高级职员的法律的作用》一文中就激励方案的效力进行了专门的研究。他分别从激励方案对个人经营业绩、股票收益、投资等方面的影响论证了激励对公司治理绩效的影响。他的调查表明:第一,在对个人经营业绩的影响上获得与公司经营业绩密切相关奖金的管理者,具有更好的经营业绩水平;第二,在对股份收益的影响上,几项研究成果显示,公司对激励方案的采纳和公司宣布采纳此方案与股份收益的显著增长相关联,特阮尼(Tehrani)和魏格雷(Waeglein)也曾考察过42家美国公司在宣布采取短期激励方案后股票价格的反应。他们发现这些公司在宣布此方案的月份以及随后的10个月中,股票收益显著增长(与别的公司相比较而言)。布瑞克里(Brickley)、白格特(Bhagat)和里斯(Lease)的考察也显示了175个美国公司在宣布长期激励方案后,公司股票市场的积极反应。第三,在对投资的影响上,有关学者的研究成果显示,激励方案能促进投资率的增长。拉克(Larcker)对采纳了激励方案的25家公司和未采纳激励方案到5家公司的管理层的投资决定进行了考察研究(激励方案采取前7年以及采取后2年),这两类公司的资本投资在采取激励方案前7年并无明显区别,但采纳了激励方案的公司在采纳了激励方案后的年份中比未采纳激励方案的公司具有更高的资本投资增长率。然而,其他学者的研究成果却得出了不同的结论。第四,在对董事股份所有权上的影响上,研究结果表明,董事和高级职员拥有股份所有权的程度与公司经营业绩之间存在积极关系。德芙斯科(Defusco)、冉尔(Zorn)和詹尔森(Johnson)在考察了359家采取了高级职员股份选择权计划后,公司管理层在资本投资方面的反应。他们的研究结果显示,高级职员股份选择权计划的采纳与随之而来的股票价格和财务会计数据的变化存在的是消极关系。詹肯斯(Jenkins)和塞勒(Seiler)对美国20家采取了长期或短期激励方案的公司的资本支出进行过比较。结



果发现,运用长期激励方案的公司与其资本的支出存在积极关系。但采纳了短期激励方案的公司则不是这样。

我国学者宋益多等人曾对我国株洲市的6家^①实行了激励方案的企业中的5家的激励效果进行了调查和分析。研究结果表明,职工持股能带来多方面的积极效果。这些成果具体表现在以下几个方面:第一,企业的经济效益显著增加。在宏观经济形势不利、市场竞争异常激烈的情况下,5家企业均保持了较快的发展速度并取得了良好的经济效益。如千金药业的销售收入1999年比1997年增长53.8%,利润增长了117.2%;而宝丽公司的上述指标则分别为43%和51.6%。5家企业职工的收入平均水平比株洲平均职工收入水平高20%以上。第二,经营者的经营潜能得到激发。5家企业的经营者原来就是责任心强、有经营能力的企业家,在改制前就深得职工好评和信赖。而持大股后他们的工作积极性更强了。第三,企业的竞争能力明显增强。(1)经营者、全体员工的竞争意识普遍增强。(2)产品结构调整加快,技术、产品创新能力增强,新产品的销售收入在总销售收入中所占的比例不断提高,有的企业如宝丽和千金已达到40%以上。(3)市场销售能力迅速提高。如“湘大”2000年1~6月的销售额同比增长55%。(4)生产能力迅速扩张,规模效益明显。如“千金”的妇科千金片的生产能力增加几倍;“宝丽”毛巾的生产能力则更是以50%的速度扩张。第四,国有资产被有效置换,资产质量有所提高,企业资产扩张加快。通过职工持股方案的实施和完善,5家企业国有股和占总股本之比由原来的44.4%下降到16%,而职工个人股权由以前的14%左右上升为46%。但国有资产净值却增加了2.6倍,企业的资产也得到了迅速扩张^②。

第二节 股票期权激励与公司治理

一、期权的概念、实质及期权制度的发展

股票薪酬是公司治理的三个重要问题之一。正是英美公司经理薪酬增长远远快于股东回报引发了20世纪90年代以来的全球性公司治理运动。从股东关注的问题来看,

^① 这6家企业分别为湘大集团、神风通讯公司、宝丽毛巾公司、中南电子公司、千金药业公司和湘怡电子公司。这6家公司从1992年开始试行了职工持股激励方案。1998年前国有股占控股地位,职工股一般为20%。1998年后这些企业进一步加大了激励的力度,提出了“职工持股占控股地位,经营集团占控制地位,经营者持股占主导地位”的改革指导思想。

^② 李果,黄继纲,王钦. 员工持股制度理论与实践. 北京:经济管理出版社,2002.4



这一声势浩大的公司治理运动主要由股票薪酬、股东会和董事会运作、股东价值管理三个部分构成。股票薪酬将管理层的利益与股东价值联系在一起,为公司管理层提供创造股东价值的动力。股东会和董事会运作机制的改善,包括大投资者的股东会投票原则,国际组织、公司治理委员会、机构投资者、证券交易所、经理人协会和一些行业自律组织等纷纷公布的公司治理原则,都以提高公司管理层创造股东价值的能力为主要目的。一些国际著名的管理顾问公司和经理人协会等则开发了各种各样的股东价值管理工具,包括 EVA(经济增加值)、CVA(现金增加值)、综合计分卡和战略绩效评估等多种将创造股东价值的目标和公司内部的各种管理流程联系在一起的可操作的管理新概念和新工具。但这些激励工具均与股票期权制度联系在一起。

期权有广义和狭义之分,广义上的期权是包括股票期权在内的一系列激励措施的总称,包括职工持股计划、虚拟股票、股票增值权、期股、绩效股、延期支付计划等,它可适用于各种类型的企业,狭义的期权则专指股票期权,在我国它仅适用于上市公司。因此,狭义上的期权,又叫股票期权,是薪酬性的股票期权(compensatory stock option)的简称,是指由企业所有者赠予的、规定特定的人员在约定的期限内,享有以某一预先确定的价格购买一定数量本企业股票的权利。

从期权制度的实质来看,它是一种长期的激励约束机制,一方面调动股票期权持有人的积极性和创造性;另一方面也是企业挽留杰出管理人才及优秀技术人员的有效手段,重在突出、强化特定的人才资源与企业发展业绩之间的内在经济联系,即知识、才能、创造性等人力资源不仅要作为生产要素参与生产而且要参与分配。

股权制度是 20 世纪中期兴起,20 世纪 80 年代以后在西方国家的大公司中流行的一种长期激励方式。它利用股票价格涨落对经理人员绩效的度量作用来对他们进行长期激励。1952 年一家叫菲泽尔的公司为了逃避高额的所得税无意中首先采取了这种后来对公司治理产生了重大影响的制度。但直到 20 世纪 80 年代,随着美国股票市场的异常活跃这种分配制度才显示出巨大效应,在期权制度下创造了一个又一个亿万富翁的神话。到 20 世纪 90 年代,股票期权在公司高级管理人员收入中所占的比例已达到 20%~30%。据美国《财富》杂志对排名前 1 000 家的美国公司的统计,现已有 90% 的公司实行了这一制度^①。

二、期权制度作用的一般分析

(1) 有利于解决目前财务分配行为短期性与财务目标长期性的矛盾,将高级管理人员的薪酬与公司长期利益联系起来,鼓励他们更多地关注公司的长远发展,而不是仅仅

^① 伍中信. 经理股票期权制:激励相容的财务分配制度创新. 经济研究资料, 2000(9)



将注意力集中在短期财务指标上。

(2)有利于克服经理人员付出与回报的不对称性从而导致激励不相容的现象。

(3)有利于经理人员目标与企业财务目标的一致性。由于把企业价值最大化作为企业财务目标,经理人员和股东都是企业价值这块蛋糕的共同享有者,这样就完全可能让经理人员充分享受到企业价值最大化带来的好处,从而达到激励相容的目的。

(4)有利于建立开放式的股权结构,改变剩余索取权的单一归属,从而有利于建立人力资源所有者的财务分配制度。

(5)有利于在不发生现金流出的情况下实现企业收益分配。股票期权激励避免了现金报酬激励的弊端,由于企业支付给经理人员的仅仅是一种期权,是一种不确定的未来收入,是将未来预期财富以期权的方式转移到经理人员手中,在期权执行过程中企业始终没有现金流出。而且随着经理人员的努力,企业会因净收益的增加而增加现金流入,也会因经理人员期权的行使,使公司的资本金相应增加。

正因为上述的诸多优点,经理股票期权已在许多国家,尤其是西方发达国家的大型上市公司中得到普遍实施。据资料统计,全球排名前500位的大型工业企业中,1986年已有89%的公司实行了经理股票期权制,1990年以后,这一比例仍在上升,而且范围也迅速扩大到中小型公司。美国硅谷的企业普遍采取了这种制度^①。目前,全美企业用作认股权配额的总股值已由1985年的590亿美元猛增到1万亿美元,获得股票期权的人员也由高级经理人员扩大到普通员工。英特尔公司财务总监预言:总有一天,美国每一名雇员都将获得所属公司的股票期权。

三、经营者股票期权激励

经营者股票期权(Executive Stock Options,以下简称ESO)是一种将股票权引用到企业机制中用以对经营者进行激励的制度安排,是委托方(制度的安排者,一般是企业股东)与受托方(激励对象,一般是企业经理人员)长期博弈的结果。它是公司给予经理人员的一种购买本公司股票的选择权。持有这种权利的人员可以在规定的时期内以行权价格(即股票期权合约的约定价格)购买公司一定数量的股票,并有权在一定时期后将所购入的股票在市场上出售,但股票期权本身不可转让。在美国最大的1000家公司中,经理人员总报酬的1/3左右以期权为基础。经营者股票期权已成为西方国家公司用以对管理层进行激励的重要方法和手段。

然而,随着美国公司财务丑闻的接连爆出,理论界和社会公众对股票期权的魔力已

^① 美国财务丑闻后,许多人对公司管理层期权制度提出了质疑,但硅谷企业普遍明确表示它们将不会改变自己实行的这一制度。



产生了深深的疑问。有理论认为 20 世纪 90 年代 ,公司高层管理者获得的大量股票期权助长了他们的不当行为。与股票本身不同 ,股票期权对于权利者来讲没有任何不利之处 :如果公司股票市值上涨 ,期权的所有者必然大赚 ;相反 ,如果所持股票市值下跌 ,股票期权人的也不过仅仅是这种特权的费用 ,本人不会存在其他现实的损失 ,而如果股票期权是奉送的 ,那所有者将不会有任何损失。这完全可能诱使公司高层管理人员铤而走险。由此可见 ,股票期权计划在制度设计上存在不合理的地方^①。

期权还可能助长管理者采取短期企业战略 ,甚至进行欺诈。因为 ,在账目上做了手脚 ,公司老板们就可以把股票的市场价格抬上去 ,并在他们认为的最佳时机将所持股票买出去 ,从而将股权换成现钱 ,以牟取暴利。

因此 ,从实践上看 ,股票期权计划现在在董事会中已经不那么流行了。现在的趋势是把期权转变为完全的股票所有权计划。例如 ,新的股票所有权计划通常要求公司管理人员在 5 年内不准出售自己的股票。花旗银行集团的一把手斯坦福·韦尔曾自豪地说 ,他和他的其他高级管理人员已经发过“血誓” ,只要公司由他们经营 ,他们就必须保有自己所持的公司股票或股票期权的 3/4。

四、经营者股权激励在中国的实践

作为一种重要的激励手段股权激励也引起了中国理论界和实务界的兴趣和重视。在我国 ,实际上早在 1980 年就开始了与这方面有关的实践 ,当时的主要形式是通过内部集资入股的方式扩大生产规模。而目前上市公司推行管理层收购的目的大多为了明晰产权或是激励高级管理人员等 ,行政性安排在管理层收购中起到了决定性的作用。从国外管理层收购的实践中发现 ,管理层收购在激励内部人积极性、降低代理成本、改善企业经营状况等方面起到了积极的作用 ,从长远角度看它对我国国有企业产权结构调整、提高经营管理效率以及社会资源优化配置都有着重大的意义。但作为一种企业并购的新方式 ,一种制度创新管理层收购在我国还处于起步阶段。

ESO 激励方式最早在上海贝岭股份、金陵股份以及武汉的 3 家商业类上市公司中进行了尝试 ,而现在在上市公司中应用这种激励方式的大有增长之势。在新生的高科技企业中 ,更是以 ESO 作为一种主要的激励方式。目前 ,中国实行经营者期权的一种重要方式是允许管理层收购(Management Buy-outs)所任职公司 ,即 MBO 制度。MBO 是指目标

^① 《财富》周刊最近根据美国证监会股票交易的备案 ,对一些在企业股票价格下跌前大量抛售股票获取暴利的 CEO 进行了排名 ,一下子竟排出了 25 个。其中 ,卖得最多的达 15.7 亿美元 ,最少的也有 1.75 亿美元。造成这一后果的重要制度原因 ,就是《1950 年收入法案》所确定的“期权”制度。因为 ,股票期权只有在股价上涨时才能给 CEO 带来收益。为此 ,一些企业的 CEO 为了使自己的股票期权升值就大造假账。吹大股市泡沫 ,最后在泡沫破裂前抛售自己的股票 ,从而大获不义之财。



公司的管理层或经理层利用借贷所融资本购买本公司的股份,从而改变本公司所有者结构和资产结构,进而达到重组本公司目的并获得预期收益的一种收购行为。

在成熟的市场经济国家管理层收购通常有如下几个特征(1)MBO的目标公司一般具有巨大的资产潜力和管理效率。通过投资者对目标公司的重组,节约代理成本,提高公司效率,实现投资回报。(2)MBO是目标公司的管理层通过融资来实现的,因此,财务结构由优先债、次级债与股权三者构成。(3)作为投资者的管理层,具有相当的管理能力,对公司的经营熟悉,有较强的运作资本的能力,有利于提高公司的效率。(4)MBO一般是通过管理团队融资实现^①。

管理层收购是近些年兴起的一种新型的兼并收购方式,它对我国国有企业产权结构调整、提高经营管理效率以及社会资源优化配置都有着重大的意义。企业并购在进入20世纪80年代以后出现了新的特征,即融资并购。凡涉及与股权转让有关的收购活动,常通过公司的大量举债,增强财务杠杆效应,向股东购买股票,完成收购交易。其中,管理层收购(有时又称为经理层融资收购)异军突起,成为企业并购浪潮中的一种新型并购手段。

近来,实施或拟实施MBO(管理层收购)的上市公司已逐渐增多,仅最近就连续有几家上市公司公告拟进行管理层收购,MBO正由原先的遮遮掩掩走向光明正大,并且正逐渐在上市公司中“流行”起来^②。从目前已公告的情况看,在已实施MBO的上市公司中,民营企业是主流,投资者比较熟知的成功实施MBO的上市公司如粤美的^③、深圳方大^④等都是民营企业。由于民营企业涉及的股权转让无须报财政部审批,实施起来相对简单。甚至有的上市公司虽然是国有控股,却仍在其法人股上作文章,从而绕开了相关的政策障碍。如佛塑股份高管层所出资成立的佛山富硕宏信托投资有限公司拟先期收购不足

① 李青,王东华.中国MBO案例分析.企业活力,2002(3)

② 徐霄.上市公司重视股权激励、管理层收购渐成趋势.上海证券报,2002.9.20

③ 2001年2月20日美的公司发布公告:原第一大股东顺德市美的控股有限公司将其所持美的法人股7243.0331万股转让给顺德市美托投资有限公司。股份转让后,代表管理层的美托投资公司的持股比例达到22.19%,成为第一大股东。在美托,其法人代表何享键持股25%,为第一大股东;美的集团执行董事陈大江持股10.3%,为公司第二大股东。在美的,持有美托股份的美的高级管理人员大约有20多人,总持股量为美托总股本的78%,剩余的22%股份由工会持有,主要用于将来符合条件的人新持或增持。

④ 方大的前身,是成立于1994年3月的深圳方大建材有限公司,原股东为方大经发公司和熊建明,后经股份制改组后股东为方大经发公司、集康公司、粤海公司、铜鼓公司及大冲公司。2001年6月和10月,方大宣布,公司原第一大股东经发公司将其持有的公司10711.2万法人股全部转让给深圳邦林公司和时利和公司,其中邦林公司最终受让6000万股,时利和公司最终受让4711.2万股。邦林公司注册资本3000万元,熊建明持有其85%的股权,而时利和公司则由方大其他高管人员和技术骨干出资1978万元成立。通过股权收购,方大管理层全面跃居股东地位。方大的MBO案例是至今为止上市公司中较为成功的一个案例。整个过程实施干脆利落,操作程序在半年之内顺利完成。

除此之外,MBO的成功案例还有友谊阿波罗、恒源祥、春兰、扬子、丽珠等上市公司。





三成公司股权,间接实施管理层持股。值得注意的是,该公司第一大股东所持股份为国家股,而富硕投资此次拟受让的是该公司第二大股东所持法人股,这样一来就避开了“国转非”的问题,也就无须报财政部审批。然而,随着国有企业股权向民营企业协议转让不断获批,近期拟实施 MBO 的上市公司中也多了国有企业的身影。如:胜利股份日前公告称,由第一大股东胜邦企业投资集团有限公司和胜利集团的中高级管理层等自然人发起设立的山东胜利投资股份有限公司,拟受让第三大股东山东省胜利集团公司持有的全部公司股份。由于该转让涉及到“国转非”,按照有关规定须经国家财政部批准后方可实施。

国有企业中也开始实行 MBO,如四大有旅行社的康辉旅行社不久前也成功地实施了 MBO。其基本做法是,康辉旅行社在去除负债和呆坏账以后,净资产为 5 000 万股,每股作价一元,共 5 000 万元股本。按照协议,公司大股东北京首都旅游集团占 51% 股权,公司管理层出资 2 450 万元人民币收购其余 49% 股权。对于这 49% 的股权,公司按 5 个职务级别出售给公司 78 名中高层管理者,其中从部门管理人员到总经理,分别出资 10 万到 60 万元购买这些股份。康辉的控股改制方案还设置了动态调整机制,在管理层持有的 2 450 万股中预留下了 500 万股本,如果有普通员工提升到经理等管理职务,旅行社将给予相应的认股权,如果原管理层人员降低职务,同样要减去部分认股权,持股者的股份转让只能以协议方式在公司管理层内部进行。

与国外通行的 MBO 相比,我国的尝试存在着许多差异。第一,中国国内 MBO 是战略性并购,而流行于西方的 MBO 是典型的财务性并购。国内 MBO 形成背景有两种:一种是民营企业和集体企业的创业者及其团队,随着国内经济体制改革的深入,要求逐步明晰产权,并最终摘去“红帽子”,实现企业向真正的所有者“回归”,如粤美的、深方大;另一种是在国内产业调整、国有资本退出一般竞争性行业的大背景下,鉴于一些国企领导人在企业长期发展中作出过巨大贡献,地方政府为了体现管理层的历史贡献并保持企业的持续发展,在国退民进的调整中,通过 MBO 方式,把国有股权转让给管理层,如宇通客车、鄂尔多斯等。这两类 MBO,不仅会在国有经济结构战略性调整中发挥重要作用,而且通过对企业的控制,实现管理层或创业者个人价值。伊利股份董事长郑俊怀的一句话,表达了这些企业创业者的心声:“我并不想做亿万富翁,但我像抚养孩子一样陪伴企业一步一步走到今天,当我不在这个职位上的时候,我只想和我的孩子之间保持一丝血脉联系,仅此而已。”第二, MBO 是相对性收购。西方管理层和中介机构在发起 MBO 时,收购股份一般达到公共公司在外发行股份的 90% 以上,最终完成公司下市,之后再对股权结构进行进一步集中,保证管理层和中介机构对公司的私有化(目标公司最终成为杠杆融资的载体和承担者)。相对国际 MBO 的股权集中度,国内管理层在完成 MBO 后,仅保持上市公司对外发行股份的较少部分,根据对国内所发生的 10 余起 MBO 案例统计,管理层平均持股比例为 25%,所以,国内 MBO 仅



保持了管理层在股权上的相对多数和对公司的相对控制。第三,国内 MBO 是包括管理层在内的主体多元化收购。根据对美国 KKR 公司操作 MBO 的经验,中介机构在发起 MBO 时,主要选择那些对企业经营和价值具有重要决定作用的主要管理人员参与收购,并分配给具有吸引力的股份,以保证收购后企业的持续经营。企业 MBO 后,股权结构一般包括企业高层管理人员、一般合伙人(通常由操纵整个交易的中介机构如 KKR 等)和有限合伙人(提供融资的大投资机构等)。反观国内案例,管理层在发起 MBO 时,纳入收购主体的人员往往从管理层扩展到中层经理、大股东管理层、子公司管理层,甚至还包括公司的一般员工。尽管国内几个案例对收购主体人数进行了简单披露,但简单的信息还是可以发现参与收购的人员层次的多样性。第四,国内 MBO 具有股权激励性。由于包括上市公司在内的国内企业激励机制的普遍缺失,企业内部管理层在策划 MBO 时,往往把 MBO 演绎成企业员工激励的一种形式,与之相对应的是管理层收购中,股东和企业常常配合公司奖励基金、股权折价转让、分期付款、延期付款等措施,最终把企业的 MBO 和股权激励机制融合在一起,使 MBO 带有一定的股权激励的性质。第五,国内 MBO 是杠杆外部性收购。西方通行的 MBO 是在收购后,对目标公司的财务结构进行调整,形成高财务杠杆的资本结构。根据统计,在 MBO 融资中,债务融资占整个收购融资的 80%,一般的目标公司在收购前,债务和权益的比例通常为 2:1,收购后目标公司的债务和股权比例上升到 8:1 甚至 9:1。目标公司资本结构的变化,使收购者获得直接和间接的收益。对比国内 MBO 案例,所谓的杠杆效应却体现在收购主体上或管理层个人,而不是目标公司。出现这一问题的原因,在于国内 MBO 的收购相对性而不能实现目标的完全私有化,这样,管理层作为收购方只能称为目标公司的相对大股东,处于相对控股的地位,不能对目标公司资本结构和财务结构进行调整(根据证监会《上市公司收购管理办法》规定,上市公司不能为收购方提供任何财务支持),目标公司结果也不是 MBO 后巨额杠杆融资的高级债和次级债的债务人。所以,国内 MBO 的杠杆融资体现在收购主体(公司或个人),而不是目标公司本身。第六,国内 MBO 一般是间接性收购。国外企业实施 MBO 后,股权持有结构通常分 3 部分:企业高级管理人员、一般合伙人(即中介机构,作为发起 MBO 交易及 MBO 企业经营业绩的监管人)和有限合伙人。国内 MBO,出于规避有关法律的限制和未来主体运作的考虑,管理层普遍采用间接收购方式完成 MBO,管理层个人并不直接出面受让股权。间接收购的方式一般有成立收购主体公司,如粤美的、洞庭水殖、佛塑股份,收购大股东股权,如宇通客车、鄂尔多斯,或者利用第三方进行收购,如信托公司、证券公司、原职工持股会等机构。第七,国外 MBO 均雇佣中介机构操作,而国内的案例则多依赖政府关系,收购完成后,出于企业内部人际关系的平衡,少有裁员的现象发生。第八,国外的 MBO 完成后,往往以第二次公开发行为其退出机制,这样具有较强的灵活性。国内 MBO 实践中,管理者所得的是法人股,目前来看不能上市流通,不能变现,只能通过红利获得收益。这些问题都值得我们重视。



有关专家指出, MBO 增多的趋势表明上市公司越来越重视股权激励对完善公司治理结构和企业可持续发展的积极作用, 而随着政策不断松动, 将有更多的国有上市公司大胆尝试 MBO, 以促进企业股权结构的多元化, 分散国有资本的经营风险。同时, 随着这一群体不断壮大, 规范问题应引起有关部门的高度重视。如管理层收购价格是否公允、MBO 完成后上市公司如何保持独立性、应该如何加强 MBO 中的信息披露工作及其他后续工作等一系列问题, 都应引起主管部门以及广大投资者的关注。

尽管期权是一种有效的长期激励工具, 但是, 它的应用是有条件的。比如: 它需要比较健全的经理和专业人才市场; 比较健全的公司治理; 比较成熟的资本市场和透明度较高的公司信息披露制度, 以及完善的公司法、证券法、税法、会计准则等基本的法规框架。就目前中国的实际情况看, 这些基本条件还没有成熟或没有完全成熟。

第三节 员工持股激励^①与公司治理

一、员工持股制度

员工持股制度是一种新型的财产组织形式。在这种制度下, 员工(包括普通职工与管理人员)既是劳动者、人力资本的所有者, 又是财产所有者, 通过劳动和资本的双重结合组成利益共同体。从中外员工持股制度的演变历史可以看出, 员工持股制度是指由企业内部员工出资认购本公司部分股权, 委托员工持股会作为社团法人托管运作, 集中管理; 员工持股管理委员会(或理事会)作为社团法人进入董事会参与按股分享红利的一种新型股权形式。不论中外, 员工持股制度均有两类基本形式: 内部职工持股制度和高层经理持股制度。国内的研究一般仅把内部职工持股界定为员工持股, 而把高层经理持股(如经理股票期权等具体形式)则排除在外。

员工持股制度具有如下特点: (1) 持股人或认购者必须是本企业工作的员工。这是员工持股的最基本特征, 也是与社会公众或私人等其他股东的根本区别。(2) 员工持股股份一般是通过 4 种方式形成: 一是员工以现金认购方式认购企业股份; 二是员工通过员工持股专项贷款资金贷款认购本企业股份; 三是企业将历年累计的公益金转为员工股份划转给员工; 四是奖励红股形成员工持股。在我国的员工持股企业中, 除第二种在国外较为普遍的方式少有运用外, 其他方式均已经出现。(3) 员工所认购的本企业的股份

^① 本部分所有数据转引自李果, 黄继纲, 王钦. 员工持股制度理论与实践. 北京: 经济管理出版社, 2001. 2~12



在转让、交易等方面受到一定的限制,有的员工持股计划甚至就不允许员工所持股份的转让、交易和继承。

二、员工持股制度的产生和发展

(一)员工持股制度在西方主要发达国家的发展简况

1. 美国员工持股制度的发展

美国的员工持股制度是随着美国经济迅速发展而带来的贫富矛盾日益加大的情况下,为了缓解由此而引发的各种社会矛盾和不安定因素而采取的一种财产组织方式。从它产生到发展的过程看,主要经历了以下阶段。

(1)19世纪晚期到20世纪50年代。这一时期因为美国经济的快速发展,贫富紧张局势加剧,工人暴动越多,因此影响了社会的安定和经济的发展。到了20世纪20年代,美国东北部的工业领袖们担心,因为贫富悬殊而带来的社会冲突和矛盾会影响到美国经济的发展。所以,一些公司开始尝试使用股份制、利润分成、工伤补助(工人补助)以及给员工假期、卫生保健和保险待遇等政策。而员工购买股票计划成为当时较为常见的一种所有制形式。同时,许多企业家们认为,员工所有制使公司与员工在财产方面具有一致性,从而不断强化与工会力量抗衡。当时的员工购买股票方法,是购买本公司股票。一般公司会折价向员工出售股票,而每个员工都有属于自己的股票账户,随着时间增长,个人拥有股票会增加。不幸的是,正当这种做法开始为人们接受的时候,由于1929年全球性经济危机引发美国股市崩溃,许多员工因此失去了其股票账户的价值。因此,许多员工在财产上遭到很大的损失。从此以后员工所有制不像以前那样受到欢迎。由于股票风险,使员工开始把财力上的参与重心转移到寻求合理的工资和其他利益上。

(2)20世纪50年代后期到70年代初期。这一阶段许多公司以股票形式作为补助给公司的高层管理和一些白领员工,而这些股票由公司或其他部门的信托部门管理,利益归员工。同时,国家在税收上给予支持,即:一个公司经员工(高级管理人员和白领雇员)收益信托的任何捐助可在税前利润中扣除。这种股票奖励计划或储蓄计划人们称之为“金色的握手”,受到公司和员工们的欢迎。应该指出,许多公司中规定,只有那些在公司工作了一定时间的员工才有资格享受这种计划。随着国家越来越城市化,人的寿命的延长,人们退休以后,是否有足够的储蓄来提供养老保障的问题越来越成为人们关注的社会问题(当时政府没有给所有工作过的65岁以上的市民提供社会保障)。因此,蓝领和普通工人及他们的工会开始注意到“股票奖励计划”。在他们要求下,一些公司开始在蓝领和普通工人中推行这种“股票奖励计划”。但是,直到60年代,普通员工所持股份只占公司股份中的极少部分,而公司高级经理和白领雇员的持有量可能占全国所有公司股票30%左右。



(3) 1974年以来。美国经济进入20世纪60~70年代以后出现滞胀局面。由于科技的发展带来财富急剧集中,社会分配不公的矛盾使美国社会潜伏巨大的危机。为了解决这些矛盾,旧金山的律师路易斯·凯尔索在研究美国员工所有制基础上提出员工持股计划。凯尔索的理论得到了来自国会的支持。1974年,美国以立法的形式通过了《美国员工退休收入保障法案》(ESISA),参议员卢塞尔·良起了重要作用。该法在各类税收优惠上作出了法律规定,以推动员工持股计划的实行。此后,美国约有一半的州颁布鼓励员工持股的立法。这些立法极大地刺激了员工持股计划在美国公司中的推行。一时间员工所有制成为人们在新闻、商业和政界中常听到的概念。

这一阶段是美国员工持股计划发展最迅速,形式趋于完善和多样化的一个时期。到20世纪90年代中期,据统计,实行员工持股计划的企业从20世纪70年代初的300家增加到12 000~15 000家,参与员工达1 200万人,占美国劳工的12%。员工持股计划共拥有资产约为1 200亿美元,占实施企业总资本20%~30%。从美国1996年7 000家上市公司中看,有1 500家发行了15%的普通员工股票,占美国所有股票总值3%~4%。从实施的公司类型看,以中小型企业人数在100~1 000人之间为主,主要集中在制造业和金融业。

2. 日本员工持股制度的产生与发展

(1) 员工持股制度的产生。20世纪60年代初,日本加入了国际经济合作发展组织,资本市场逐渐走向了自由化,大大放松了对外商直接投资的限制,于是就出现了企业股票被包买吞并的可能性,使在股市上流动的股票比例减少。因此,为了防止企业被吞并,必须建立一个稳定股东队伍。为此,设计了两种具体制度:一个是企业法人相互持股制度;另一个就是本企业员工持股。员工持股计划正是在这样的背景下产生的。

(2) 吸引人才,增强员工的归属感,调动其积极性。从20世纪60年代开始,日本经济处于高速增长时期,优秀劳动力资源紧缺。为了稳定高素质的劳动队伍,吸引优秀人才,员工持股会使员工持有本企业的股票,并通过员工的努力工作可以使股票增值带来额外收益,因此,促使每个员工关心企业的生产经营,同时对稳定人才起到了积极的作用。

(3) 为了帮助员工形成个人财产。对参加持股会的员工来说既带有强制性的储蓄,同时公司又给予相应的补贴。日积月累,达到退休年龄时,可以形成一笔可观的财产。这也是形成养老保障金的措施之一。

(4) 日本的股票发行和买卖制度是员工持股会产生的直接原因。日本上市企业的股票,一般以1 000股为买卖的基本单位,1 000股以下是不能购买的。每一股的票面额为50日元,每一单位股票的面额合计为5万日元。但每股交易是按时价计算,时价一般为票面额的十几倍甚至几十倍。这样,要购买一个单位的股票需要几十万、上百万日元的

资金。一般来说,员工个人购买也不是那么轻而易举的。建立员工持股制度,就可以由持股会从员工每月工资里拿出一定比例的资金,集中起来以持股会的名义统一购买本企业的股票。股票由持股会持有,但按每个人出资数分别列账,这就使职工零星出资购买股票成为可能。

20世纪60年代后期开始建立员工持股会制度,第一位的目的是为了形成稳定的股东队伍,以防止企业被外资收购。到了70年代中期以后,形成个人财产变成了第一位的目的。80年代以后,实施员工持股的制度的企业,在持股会章程中都把便于员工取得本公司股票、帮助员工形成个人财产列为首要目的。实际上也是帮助员工增加退休后的收入。

3. 英国员工持股制度的产生与发展

英国员工持股制度是20世纪70年代以后兴起的。当时,一方面,由于石油价格上涨引发的世界性的通货膨胀导致了英国的通胀率在发达资本主义世界里最高,对外收支平衡最差,经济增长最慢,其经济严重衰退,大批企业濒临破产或已超过破产边缘。但是英国帝国化学工业公司由于早在1954年起已实行员工持股制度,使之在这场危机中表现抗危机的活力;另一方面,受美国员工持股计划的影响,为了摆脱当时的经济困境,英国政府决定鼓励推行员工持股制度。

从1978年起,由执政的工党制定的《财政法》规定,对以股份形式分享利润的实行税收优惠。1980年,保守党上台执政后对原法令作了修改并适当加以扩充,即规定对通过提供储蓄购买股票的办法给予税收优惠,主要分两种贴现:一种是达股票价格的10%即期贴现;一种是给予享受进一步贴现的股票购买权。贴现数额相当于行使股票购买权时股票的平均价格与给予股票购买权时股票市场价格之差。1984年的财政法令规定,通过股票购买权获得的收益可以免所得税。

以下是具体推行员工持股制度的几种办法。

(1) 利润分享制。即每年用在完税前一部分利润购买股票分配给有资格的员工。从19世纪末起,英国就有一些企业开始试行这一办法,但其一直持续、缓慢的发展着。20世纪70年代后,在英财政法的支持下,发展速度加快,并日趋完善。利润分享制的具体内容是:1) 资格规定:1978年的财政法规定,凡在公司连续服务满5年的所有全日制员工(包括经理人员),非全日制员工以及服务年限较短的人员能否参加由公司自行决定。一般认为合格的服务年限为1~3年,但中间不能中断。2) 具体实施步骤:公司用不高于税前营业利润的5%的利润,经投资保护委员会同意后委托信托单位购买股票(或可从现有股东手中购买股票或按市场价格认购新股),然后再把股票分配给员工,作为工资外的一种额外收入。

(2) 通过储蓄购买股票的办法。为了鼓励员工购买股票,英国不少公司实行通过储



蓄购买股票的办法。1980年的《财政法》规定,凡工作满5年的全日制员工参加此办法,可实行税收减免优惠,但必须同国家储蓄部门或住宅互助协会签订一份“发工资时扣存储蓄款”的契约,同意在5年内逐月储蓄一笔固定的金额(1987年以前通常每月为10~100英镑,以后为10~150英镑)之后,就被授予一种能认购公司普通股票的权利。这种权利可按股票市价不低于9折购买,其购买股票的总价相当于参与者的储蓄总额或相当于储蓄总额5~7年后的红利数。如果职工在“发工资时扣存储蓄款”的契约不满3年就离开企业,就失去股票购买权,如果满5年,可行使全部或部分购买权,取得股票后可通过银行或股票经纪人在证券市场上出售股票。如果放弃行使这种权利,不影响储蓄本金和红利。

(3)股票购买权。在遵守投资保护准则规定的范围内,由董事会自行决定授予主要经理人员购买股票的权利(1984年《财政法》规定,通过股票购买权获得的收益可以享受所得税减免优惠)。如果购股人员取得税收减免资格,从授予之日起3年后才能行使,但也不能超过10年。按所授予的购买权购买的股票价格不得低于市场价格。

4. 德国员工持股制度的产生与发展

在德国,大企业一般都是股份公司,股份公司在德国经济中占有重要地位。德国股份公司的董事会名为“监察委员会”,作为高级管理部门的执行委员会名为“管理理事会”,德国股份公司实行双重委员会制度。监察委员会的成员,不得参与公司的实际管理。德国股份公司强调员工参与管理,德国《企业组织法》等法律规定,在员工5名以上具有选举权的企业中,必须设立员工委员会,以保护员工的利益。德国汉莎航空公司是欧洲最重要的航空公司之一,拥有126个国家的147个航站,成立于1926年,几十年来其经营状况良好。到了20世纪90年代,随着国际航空市场的竞争加剧,汉莎航空公司市场份额开始下降,并出现了亏损。为了改变这种现状,1993年德国联邦政府决定将汉莎航空公司转变为股份航空公司,共同制定了精简、重组、重建、联合等一系列计划,并在股权上设置了员工股。他的股权结构是:35.7%的股票由联邦政府控股,15%股票由本国的机构投资者或公司参股,47.3%的股份由不记名的国内外股东持有,2%的股份由汉莎航空公司买下,并按一定折扣价卖给公司内的员工。这部分员工股要到1999年才可转让、交易,具体做法由管理理事会讨论决定,并由监察委员会批准。

德国股份制改革及员工持股制之后,从实际运作的效果看,在很大程度上促进了德国经济的发展。

(二)国外企业员工持股制度的基本特征

1. 建立专门的机构实行统一管理

各国对员工持有的股份基本上都建立了一个专门的机构实行统一管理。在美国,实施员工持股计划信托基金会,帮助职工购买和取得本企业的股票。

在日本,公司内部设立本企业员工持股会,员工依照持股会章程加入持股会而成为会员,参加持股会的员工按月从工资和奖金中扣缴一部分作为对持股会的出资,加上企业鼓励员工持股的奖励金共同组成股票购买基金。员工持股会用其积累的资金陆续为会员员工购买本企业的股票,并按比例记入会员个人账户。这样,入会员工与持股会之间就形成一种信托关系,即入会员工是信托人,持股会是受托人。持股会以自己的名义购买并管理股票,行使股东权力,而会员员工只是名义上的股东,不能参与股东大会。另外,企业员工可按持股会章程申请入会或退会,增加或减少出资,持股会是一种开放型的投资信托基金会。

2. 立法和政策支持是企业员工持股制度得以发展的基本保证

美国的员工持股计划在20世纪70年代以前基本处于理论家们的实践试验阶段,当时全国只有300余家企业实行了员工持股计划。1974年美国通过《员工退休收入保障法案》之后,有25个联邦法和25个州立法支持这个计划的实施,此后,员工持股计划在全国迅速发展,20世纪90年代初已发展到约12000家。英、德等国也是以立法和税收政策的优惠,鼓励和推动员工持股制度的发展。而且,各国的立法和政策优惠实际上形成了各国不同员工持股制度的基本框架。

3. 作为员工收入的一部分与社会保障相结合

无论是美国、日本,还是其他国家,基本上是把企业员工持股制度作为一项社会保障计划而加以支持的。在美国,第一个支持职工持股计划的法律就是1974年的《员工退休和收入安全保障法》,其出发点就是建立一种退休保障机制;日本以及其他一些国家基本上都把这项制度作为增加员工收入、提高社会保险能力的方法之一给予相应的政策支持。毫无疑问,企业员工持股制度的推行,普遍受到了员工的欢迎,并取得良好效果。

4. 充分运用信用制度,以非现金性购买为主

以信用制度作为推行企业员工持股的基本手段。以非现金性购买即建立在预期劳动给付的基础上取得员工股是各国实行员工持股的共同点。美、英等国基本上通过信用制度鼓励企业员工持股。如美国的员工持股计划信托基金会,主要是运用信贷杠杆实现员工持股。有的国家还规定实行员工持股的企业可用税前利润的一定比例用于购买股票分配给员工。如英国规定公司可用不高于税前营业利润的5%经投资保护委员会同意后用于购买股票,并分配给员工。

5. 将吸引和稳定人才的措施与企业管理相结合

各国运用企业员工持股制度吸引和留住人才,是一个非常突出的共同点。(1)各国规定员工股份的取得和转让都要受到限制,一般是若干年以后才能取得其全部股份。美国规定为5~7年,英国规定为5年,在这之前离开,员工将有部分的损失。(2)股票的集中管理,美、日都强调由统一的机构来管理该股票,没有特殊理由不得提前转让。(3)该



股票不得继承。20世纪90年代以来,在美国推行的股票期权,就是针对高度流动的人才而实施的一种“金手铐”。

6. 注重社会财富的公平分配

各国在推选员工持股制度时都重视社会财富的公平分配。(1)限制高收入。美国规定,员工持股计划须遵守“不歧视”原则。实行员工持股计划的企业须有70%以上的员工参加,一般员工因此获得的收益不低于高薪阶层收益的70%,且每个员工从员工持股计划中收益不超过其年工资总额的25%;西班牙蒙特拉贡规定最高收入与最低收入的比例为3:1。(2)鼓励职工多持股。如美国规定,企业雇员持股比例达30%以上,出售股票的股东免交28%的股份收入增值所得税,贷款的金融机构其利息可免征50%所得税。此外,对参加职工持股计划的员工各国都有资格规定,一般规定须在本企业服务半年至数年以上。

三、员工持股的一般效率分析

(一)对员工持股效率的一般分析

1. 对企业生产效率的影响

在有形资本和人力资本供给给定的条件下,一方面职工持股计划由于改变了支付方式和工作组织结构,导致每个工人的产出增加,从而提高了工人的生产效率。职工持股还可以通过增加私人储蓄,从而增加有形资本和人力资本所占有的股份来提高工人的工作效率;另一方面,职工持股计划不是改变支付方式或工作组织结构的必要条件。另外,职工持股公司的生产效率得到提高也可能是由于破坏资源配置的政策带来的结果。

工作组织结构和支付方式的革新,改变工作组织结构通常是伴随着支付方式的改变的。职工持股计划通过赋予职工股份改变了支付方式,持有企业股份的工人有提高生产效率的积极性,目的在于提高股份的回报率。另外,职工持股计划还可以和利润分享计划结合起来,使职工持股计划的贡献金与企业利润相联系。当工人的工资与企业利润挂钩时,职工对于提高劳动生产率的积极性更大。

通用会计办公室对实行职工持股企业和同样数目的非职工持股企业做了抽样调查,发现实行职工持股以后并没有使企业生产更有效率,也并没有给企业带来更多的赢利。但是,他们还发现,有非管理层职工参与决策的企业(通过工作组和委员会的方式)的生产效率远远高于没有进行类似组织结构改变的企业。

一项对48家实行职工持股的上市公司的研究发现,当宣布某家企业实行了职工持股以后,股市会做出利好反应(例如,职工持股公司的股票价格上升趋势强于其他股票价格的上升趋势)。但是,如果将职工持股公司成立的头两年的盈利率同该公司所在行业的盈利率相比较,可以发现它并不比行业的平均盈利率高;如果实行职工持股在短期内

提高了职工的补偿金,那么,在竞争性行业中,是很有可能出现暂时的盈利下滑的局面的。一项对 232 家成立于 1979 ~ 1989 年间的职工持股企业的研究发现,拥有大量外部投资者的职工持股企业的财务状况优于行业的平均水平。实行职工持股,但是没有大量的外部投资者进入的企业财务状况则没有明显提高。上述状况的差异是因为外部投资者有极强的动力监测企业的管理。

研究发现利润分享与工人的工作效率之间是呈正比的关系。但是,由于职工持股计划的分配是滞后发生的,因此当它与利润分享计划结合时,这种正比关系将减弱。另外,职工持股计划并不是构成利润分享计划的必要条件。公司可以在不实行职工持股的情况下实行利润分享计划。但是,与职工持股计划不同的是,利润分享计划不享受任何特殊的税收政策。

虽然职工持股可以提高工人的工作效率,但是职工持股也有被扭曲的情况,这是有害于经济效率的。例如:有时职工拥有所有权并不是实行职工持股计划的主要原因。实行职工持股计划的大多数是盈利公司,但是也有实行职工持股是为了挽救行将倒闭的公司。还有一类情况是,实行职工持股以避免上市公司被收购。

职工持股对于资源分配的影响是不同于他对资源总供给的影响的。原则上,如果职工持股导致了私人储蓄的增加,则可以提高工人的工作效率。据此论点,通过增加净储蓄的方式,职工持股计划可以提高每个工人对有形和人力资本股份的投资。人们通常都认为每个工人拥有的资本数量提高以后,可以带来生产率的提高。

2. 职工持股计划对收入分配的影响

职工持股计划对收入分配的影响主要体现在他对补偿金及计划参加人的相对收入的影响。职工持股计划可以增加参加者的税后收入,但是他最大的影响是在税前职工补偿金的构成方面。根据厂商理论,当最后一个被雇佣的工人生产的产品和服务的价值等于雇佣该工人所花费的成本时,公司将停止雇佣工人。雇佣工人的成本包括工人工资和一些附加津贴。从长远来看,职工持股计划的贡献金也许会取代其他形式的职工补偿方式。因此,除非职工持股计划直接影响工人的生产效率,否则他们对职工的税前收入或收入分配是不会造成重大影响的。

但是,职工持股计划也为公司和工人提供了一些税收优惠,这些税收优惠可以提高职工的税后补贴现值,从而提高他们在有生之年的税后收入现值。职工持股计划的贡献金可以由其他合格的养老金计划的贡献金来代替,也可以由工人的工资代替。如果是由工资代替,那么贡献金及其相应的收入可以被视为退休收入,职工在得到这部分收入时,需要交税。但是,以工资代替贡献金可以增加参加者税后补偿金及其在有生之年的税后收入的现值。

关于职工持股计划对职工补偿金的影响的研究是比较少的。全美职工持股中心的



一项对在 1988 年至 1989 年间实行职工持股计划的上市公司的研究发现,42 家公司中共有 22 家公司由于实行了职工持股计划,提高了公司向所有的福利计划缴纳的贡献金总额。职工持股计划协会在 1989 年的调查发现,13% 的职工持股计划是由现存的职工福利计划转变或者终止后形成的。通用会计办公室的报告表明,3% 的职工持股计划是以降低工人工资作为交换条件的。最后,迈克尔·康特的研究发现实行职工持股计划的企业工人的平均收入并不比没有实行该计划的相应企业工人的平均收入高出许多(这里的收入是指工资和其他职工福利的总和)。对于财富分配,由于职工持股计划使参加者占有企业股份,因此,它可以使私人财富得到更加平等的分配。根据以上分析,公司的贡献金并不能一定代表税前职工补偿金的增加。但是,研究还认为,私人养老金计划可以增加私人储蓄的净值。因此,职工持股计划的参加人有能力积累更多的补偿金,同时使企业所有权的分配更加平等。另一方面,事实表明用以提高个人储蓄的税收优惠仅仅能起到一些作用。另外,企业股份只代表着一小部分的企业财富。

从以上对收入的影响可以看出,职工持股计划对收入分配的影响是不确定的,这种影响与参加者的相对收入有关。如果职工持股计划的参加者是属于低收入人群,那么该计划有利于形成一个较为平等的收入分配结构,如果职工持股计划的参加者属于较高收入的人群,那么该计划将导致更加不平等的收入分配结构。

3. 对资源配置的影响

完全竞争可以最有效地配置资源(资本、劳动力、土地)。但是,实践中的许多市场都不是完全竞争的市场。在与竞争模式有所偏离的情况下,政府对私人市场的干预可以提高经济效率。经济学家已经列举出了各种与完全竞争的模式偏离的情况。例如某些商品的价格有可能不能反映生产这些商品的真正的社会成本(也许存在正的或负的“外在性”)。在某些情况下,买方和卖方有可能没有足够的信息或平等的获取信息的途径,帮助他们做出经济决策(例如:也许存在着“不完全”或“不对称”的信息)。完全竞争模式的一个潜在假定是,买方和卖方有获取信息的平等途径并且信息的获得只需要极少的成本。大多数实行职工持股的公司都是封闭型的公司。买方需要花费相对高的成本才能了解到封闭型公司的资信可靠度。与买方相比,工人更容易知道他们的公司应该如何提高公司的经营。因此,免征职工持股计划贷款的利息收入税,可以被看做是对买方为了获取实行杠杆型职工持股计划的封闭型公司的有关信息所花费的额外成本的一种粗略补偿。但是,这种税收优惠政策同样也适用于对上市公司的贷款。如果说买方为了获取有关封闭型公司的信息需要付出额外的成本,那么没有必要给予上市公司同样的优惠。另外,如果免征利息税是为了补偿买方为获取封闭型公司的有关信息所付出的额外成本,那么没有必要将此政策与职工持股联系起来。在以上的每种情况下,政府干预都可以提高经济效率。



4. 对企业监督的影响

经济学中的“寻租现象”是指一部分人利用职权寻求其不应得的利益。在员工持股的企业中,由于员工在相当程度上是为自己工作,“寻租”的必要性降低了,因此,对大多数员工而言监督将日益成为多余。

在雇佣制下的监督是企业所有者其代表人对员工的监督,即:少数人对多数人的监督和自上而下的监督,其监督效率要大打折扣,而且易引起被监督的反感,结果往往使监督流于形式。而在员工持股体制下的监督,是员工作为资产所有者的劳动者的相互监督,是多数人对多数人的监督或多数员工对少数产权代理人的监督,是平等的监督,这种监督无时不在、无处不有,简便易行。能够防微杜渐,监督成本很低。而且,员工作为生产者和经营者,对企业的情况最了解,员工作为企业的所有权人的监督最不容易出错。在雇佣制企业中,少数人的“寻租”并不当地地损害员工的利益,因而这种“寻租”往往得不到来自群众的监督。而员工持股的企业里员工整体股权面临的风险和享受的利益一定,若有人得到了不应得的利益,或逃避了应该承担的风险,则他人就会相应失去部分利益或者承担额外风险,这是任何一个员工都不愿也不甘面临的情景。出于利益自保的需要,全体员工都会瞪大眼睛,防范个别人“寻租”。

5. 对交易费用的影响

深入研究可以发现,员工持股获得的剩余收入只是增长的效益,而不是既有的效益。如果企业效率没有增长,那么,分利或分红都是减少的工资的转化,如果企业效率增长,分利或分红才能大于减少的工资,劳资双方收益才会同时增加;如果企业效率下降,那么分利或分红就会小于减少的工资,这样的结果是资方减少了损失,而劳方增加了损失。由此可以看到,员工持股的收益与企业的绩效息息相关,同时,员工还承担着负收益的风险。因此内部人作出的任何损害企业价值的行为,都会直接影响到内部人自身的利益,反映到个人账户上。由此可以看出,员工持股既强化了对个人的激励,又促使员工之间的相互监督。在此基础上,企业内部形成了对员工个人劳动的有效评价机制,使外部性较大程度地内在化。

同时,员工持股作为一种现代企业的所有权制度的选择,其高效率必须在内部交易复杂程度升高时,其效率才能表现出来。当内部复杂交易开始后,专业化经济出现,专业知识会在内部人累积,因而形成了单边或双边、多边的信息垄断。假若具有私人信息的一方不能分享企业所有权,就很难有动力运用自己的累积知识。因为一般来说,在信息不对称的条件下,运用公开知识就已足以应付监督者了。因此,只有采用了员工持股等共同治理合约,让具有私人信息的各方都参与决策,分享剩余,就使当事人把企业的生存和发展当作自己的事业,一荣俱荣,一衰俱衰。这样,当事人在决策层相互交流信息,并逐步公开自己的累积知识,从而可以大大提高企业的效率。也就是说,以信息交流为纽



带 培育一个利益相关者合作的氛围 既降低了交易费用 又可获取专业化经济。

(二)员工持股计划的制度价值

1. 能够创造员工福利

公司可以通过捐赠股份给员工,可以是现有股票也可以是新增股票,从而使得员工持有公司的股份,享受除工资体现出的劳动收益外的资本所有权收益,并且可以通过持股会行使所有者的管理权。而且更多的时候,这种福利不涉及到现金,并且可以享受税收减免的优惠,因此对于雇主企业来说,也是十分有利的。

2. 员工持股计划提供具有吸引力的税收优惠

企业投入职工持股计划的资金归属投资,而不是给员工加薪,因此可免除高额的累进所得税,法律允许企业为持股信托基金会借款,并且可以用税前利润来还本付息。另外,对于股权出售者的雇主也可以享受资本利得税的延迟好处。

3. 提供了一种股权出售的税收优惠途径

对于密切控股的私人企业来说,当雇主由于年老退休时通常希望出售全部或部分公司股权,使得资产流动性得到改善,以避免继承人因无力缴纳大笔遗产税而将企业出售。因此通过员工持股计划将公司出售给员工是一种理想选择,因为在这种方式下,可以将资本利得税延迟,获得税收优惠(需要满足一定条件,美国法案规定,这一税收延迟需满足交易后的员工持股计划至少拥有公司30%以上的股票)。

4. 有利于生产力的提高

研究表明,当广泛的员工所有权制度同高度的“参与管理模式”结合起来时,公司将比在其他形式下的企业有好得多的表现。而如果不是这种结合,则这两种制度中的任何一种都难以起到有效的作用。对于那些希望员工“像老板一样思考和行动”的企业来说,这是最好的方法。

5. 有助于资金筹措

一方面,通过新增股份出售给员工,达到了增资扩股的目的;另一方面,由于员工持股计划允许借款,并且由于还款时的税收优惠,因此其筹资成本是相对较低的。公司可以使用这笔借款去购买设备、兼并企业或者是实现其他任何公司经营目标。

6. 能有效防御敌意接管

通过实行员工持股计划公司将股份分散于企业职工之中,利用企业职工担心企业被收购后可能裁员的心理和员工对企业的归属感,在一定程度上帮助企业抵御敌意收购。因此在实际中,员工持股计划成为一些公司应付可能出现的敌意收购行为的一种重要手段,并且不乏成功的案例,这也同时推动了员工持股计划的发展。

可以这么说,西方的员工持股制度兼具激励与福利的双重功能,其做法是把员工退休时的财富与公司股票业绩联系起来,从而为职工提供了一种长期激励机制。



(三) 员工持股有效性分析

员工持股的上述优点是以员工持股确实能够促进公司法人治理结构完善、提高企业效率、实现帕累托改进为隐含前提的。但现阶段我们也注意到,对员工持股的看法也是有两种态度,而且持反对态度的呼声愈来愈高了。有的人认为,员工持股不过是企业领导人所做的表面文章,员工参与经营管理的民主权利根本得不到保障,还是领导人说了算;有的人认为,员工持股只是对员工的变相福利,搞平均持股起不到激励作用;有的人则认为,员工持股比例过低(不到10%)根本无助于法人治理结构的改善,有的甚至成为少数企业经营者侵吞国有资产的工具(类似俄罗斯私有化的做法)。

的确,员工持股存在着上述这样或那样的问题,但是我们并不能因噎废食,简单地否定员工持股本身。上述问题的产生并不是员工持股导致,而是没有按照员工持股的本意很好地进行设计和运作。也就是说,员工持股有效性存在着一定的条件,任何事物都是这样,就好比没有绝对的真理一样,好经也能念歪。因而研究员工持股的有效性对于员工持股的健康发展是非常必要的。

员工持股的微观作用集中在两点(1)促进企业法人治理结构改善,间接促进效率提高(2)直接促进效率提高。下面就让我们来看看持股会如何作用的。持股会可直接参与股东会、董事会、监事会,并通过董事会、监事会间接影响经理,但经理可以直接影响持股会及其成员。所以,持股会若想对法人治理结构有影响和改善,则持股数额应占一定比例以上,具体多少合适不好一概而论,但根据国内外经验员工持股比例至少要达到30%左右。如美国相关法律规定,雇主必须向员工转让股份达30%以上才能享受税收优惠。当然,持股会选派人员的素质对法人治理结构决策质量的影响也至关重要。通常将员工范围过于狭义理解为一般员工,其实中间管理层、乃至经理层都应属企业员工一员,经理人员持股完全可以纳入员工持股范围内,只不过对经理人员的激励需要更加丰富化,这些人员中完全可以推选出优秀的人员参加法人治理结构。

持股会可直接参与股东会、董事会、监事会,惟独对经理没有直接作用,而只能通过董事会间接选举或罢免,通过监事会间接监督经理的行为是否符合公司利益。但恰恰在法人治理结构中,经理是决定企业绩效高低的最直接因素,如何选择一位胜任的经理,如何使经理的行为理性化、长期化,理论界也进行了大量探索。总的来说,就是要对经理进行短、中、长期相结合的集年薪制、奖金加持股、期权等为一体的多元激励。而对经理持股、期权的认同也恰恰说明了员工持股的同样逻辑:“只有恒产,才会有恒心”,员工同样需要进行产权激励。作为一种制度设计员工持股要发挥应有的作用需要相应的条件,员工持股有效性的条件至少包括以下两个方面(1)员工持股需达到一定比例,形成充分多元化的产权结构,为有效制衡的法人治理结构的形成创造相应的产权基础(2)企业建立有效的激励约束机制,确保董事会能选择优秀的经理,经理又能行为长期化、符合股东利



益。

总之,员工持股的最大生命力在于要发挥员工在企业法人治理方面的民主管理和监督作用,在于发挥员工在直接创造效率方面的积极性和主动性。员工持股只是构造了一个有利于企业健康发展的产权平台,员工持股代替不了企业的经营和管理。有些企业尽管搞了员工持股,却仍然穿新鞋走老路,不重视发挥广大员工在企业法人治理中的作用,不重视企业经营决策机制的改善和管理水平的配套提高,是注定不会成功的。

第四节 完善我国公司内部激励机制的基本构想

一、我国公司内部激励机制的现状及其存在的问题

作为“经济人”的经营者,其动力来源于对自身利益最大化的追求,当经营者认为报酬偏低时,经营才能必然不会得到充分的发挥,相反会诱发侵犯所有者利益的行为,以求得心理平衡和补偿。因此,随着市场体系的不断培育,公司治理结构必然逐步引入降低代理成本的外部市场机制,这时的市场经济也就走向成熟。激励与监督是相辅相成的,企业法人治理结构的一个核心问题是建立对经营者科学、合理的激励机制。我国目前对企业经理人员的激励机制并未真正形成。据中国企业家调查系统2001年度报告显示,国有企业经营者中认为自己的才能、职责、风险只是部分得到回报的占65.4%,基本得不到回报的占32.2%,41.7%的经营者认为对自己的经济激励不合理^①。具体来讲,我国公司激励制度主要存在以下问题:

(一)企业经理人员的任免和考核标准上存在问题

在企业经理人员的任免和考核标准上还没有真正把企业经理人员的升迁与企业绩效相挂钩。加之对企业负责人的产生、任免起主要作用的仍然是组织部门,其确定董事、监事、经理候选人时所依循的标准又更多是党政干部的标准,这样使对经理人员的监督与激励事实上只能沦为一句空话。

(二)激励方式和目标上存在问题

尽管改革以来发生了从精神鼓励为主向物质刺激为主的转变,但无论是承包提成、奖金分红还是年薪制,基本上都是一种以完成年度经营目标为分配标准的提成制。与此相适应,激励目标的设定也是以即期目标的实现为特点,如利润挂钩、减亏承包等。因

^① 赵鸿瑶. 经理股票期权若干问题研究. 金融与保险 2002(8)



此,经理人员的行为出现了较普遍的短期化倾向。

(三)部分经理人员任职内追求个人利益极大化

由于国有企业经理人员的工资收入相对较低,奖金水平也不高,其实际收入的相当部分只好来自于在职消费,但这部分收入在离职后随之被取消。于是相当部分的经理人员便存在着任职内追求个人利益的极大化,特别是为未来收益奠定基础而以各种形式将公司资产转化为私人财产的现象。这一现象在即将面临退休的国有企业的经理人员中表现得尤为突出,如红塔集团的褚时健等。难怪德鲁克会认为“优秀的机制比所有制更重要”。

(四)激励体系的建立上存在问题

对于职工还没有建立起一个相对统一的员工激励体系。改革开放以来,特别是建立社会主义市场经济体制以来,随着现代企业制度的建立和完善以及对人力资本经济价值认识的加深,激励作为一种重要的管理手段和治理资源越来越受到国内企业的重视。但就实际情况看,我国目前企业激励的重点是对经营管理者的激励,而对员工的激励还没引起足够的重视,相应的制度也还没有建立起来。

二、逐步建立并不断完善管理层期权制度

由于期权激励机制在我国是一种新的企业分配制度创新,在设计经营者激励和约束制度时,应该注意解决以下几个问题。

(一)完善相关立法,解决收购主体的合法性问题

管理层收购的主体一般是目标公司内部高级管理人员。收购前,管理层必须注册成立一家新公司,作为收购目标公司的主体,然后以新公司的资产作为抵押向银行贷款,以获得足够的资金来购买目标企业的股份。新公司中来自于管理层的自有资金是极其有限的,一般占10%~20%,大部分需要银行的贷款。新公司纯粹为收购而设立,所以国外又称谓为壳公司或纸上公司,我国法律是否允许这样的公司存在,没有规定。而根据《公司法》的规定,对外累计投资额不得超过公司净资产的50%,显然这样的壳公司在我国的存在是有法律障碍的,从目前已发生的几个上市公司的管理层收购的案例来看,已存在有些公司对外投资超过净资产的50%的现象。另外,我国管理层收购案例中,有些以管理层和职工共同收购的案例多采用职工持股会的做法,例如四通。这是因为根据我国《公司法》的规定,有限责任公司的股东人数不能超过50人,采用职工持股会来代员工持股,可以避免与这条法律规定相冲突。但是职工持股会的做法在法律上也是不无疑问的,因为职工持股会的性质是社会团体法人,按照有关法律规定,社会团体法人是非营利性机构,不能从事营利性活动,所以,职工持股会不能从事投资活动。在美国职工持股现象普遍存在,根据法律规定可以采用ESOP(Employee Stock Ownership Plan)员工持



股计划) ,但美国的 ESOP 是一个基金会性质的信托法人 ,可以代表员工持股。因此 ,我们必须对相关法律法规进行修改完善 ,以适应推行 MBO 的需要。

(二) 建立合理的收购价格确定机制

规范意义上的管理层收购是一种市场行为 ,收购价格由收购者和目标公司进行谈判来确定 ,基本上能反映股票的市场价值。但在我国 ,一方面由于股票市场还不能正确反映股票的价值 ;另一方面国有公司所有者缺位 ,形成内部人控制 ,由内部人来进行收购 ,很难保证转让价格的合理性。从现有的上市公司管理层收购案例来看 ,大部分的收购价格低于公司股票的每股净资产。因此 ,应尽快建立起一种科学合理的 MBO 价格确定机制。

(三) 开辟规范的资金来源渠道 ,切实解决 MBO 融资的信用风险

管理层收购的资金来源分为两个部分 :一是内部资金 ,即经理层本身提供的资金 ;二是外部来源 ,即债权融资和股权融资。一般情况下 ,目标公司的股权或资产的价格往往远远超过收购方(经理层) 的支付能力 ,所以 ,在收购中 ,经理层自身提供的资金只能占总收购价格中的很少一部分 ,大部分还要依靠外来资金 ,其中 ,债务融资(包括高级债务、次级债务和流动资金贷款) 往往在 MBO 收购融资中比例超过 80%。这就存在一个融资信用风险问题 ,对于这一问题的有效解决直接关系到 MBO 在我国的推广程度。

1. 收购资金是管理层合法的资金

尽管可能性不大 ,但也不是没有可能。虽然交易产生的代理问题仍然存在 ,但由于收购资金来自于管理层本身 ,不存在融资风险 ,也就不存在融资风险的转移问题 ,资金压力不会成为扭曲代理人行为的主要驱动力。

2. 公司的资信融资

公司管理层没有资金购买股权 ,同时也没有充分的资信作为支撑进行融资 ,只能暗渡陈仓 ,挪用公司的资信进行融资 ,把融资的信用风险集中到了公司身上。在这种方式下 ,公司管理层面临双重压力 :资金偿还压力和违规监管压力。为了释放这种压力 ,公司管理层可能会利用非法交易或关联交易尽快赚取收益 ,或者改变公司的分红政策 ,进行大比例的分红 ,套取公司现金。

3. 战略投资者提供融资

与包括并购基金在内的战略投资者结成联盟 ,战略投资者提供融资实施并购 ,是西方 MBO 市场的主要形式 ,也是美国 KKR 公司的成功之道。目前 ,信托等许多机构正在设立这种类型的基金。但是 ,在我国目前的市场环境下 ,实质结果可能会与西方不同。

4. 以股权为资信获取融资

从表面上看 ,这种融资方式的信用关系最清楚。但是 ,由于管理层获得的融资完全由权益支撑 ,管理层的机会主义倾向将会显现 :即使将来偿还不了 ,我仍然与现在一样。

因此,管理层将有两种倾向:其一,为了尽快获取偿还融资的资金,管理层有冒更大经营风险的倾向,他们会投资风险大、收益高的项目;其二,为了获得大量的现金用于偿还融资,管理层仍倾向于改变分红政策,透支内源融资能力,加大企业财务风险。

(四)加强监管,确保收购后公司的独立性和透明度

我国上市公司普遍存在国有股一股独大、所有者代表缺位、内部人控制、公司治理结构不够完善等问题,因此目前上市公司实行管理层收购都是在国有股减持的背景之下发生的。那么,MBO完成后上市公司如何保持独立性就成为人们关注的一个话题。从理论上讲,由于MBO完成后,上市公司的内部人与第一大股东的利益彻底一体化了,如果监管不力,大股东通过各种方式滥用股权侵吞中小股东的利益将更为便捷,而且所获得的利益更为直接。同时,由于管理层收购时设立的职工持股公司一般进行了大量的融资,负债率非常高,上市公司新的母公司的财务压力是很大的,不排除高管人员利用关联交易等办法转移上市公司的利益至职工持股的母公司,以缓解其财务压力。因此,管理层收购完成后,如果监管没有跟上,上市公司有可能出现以高管人员为基础的一股独大、转移公司利益的可能性。

MBO的实施还会带来公司信息的透明度问题。一方面,从目前已经发生MBO的上市公司的情况看,信息尤其是交易价格等重要信息没有得到及时充分的披露,有的公司甚至以变相的方式在完成了管理层收购后没有将事件的实质披露给投资者;另一方面,我国目前上市公司高管人员与国有股、集体产权的名义代表之间存在严重的信息不对称,在目前国有产权与集体产权严重虚置的情况下,有些上市公司高管人员通过调剂或是隐藏利润的办法扩大上市公司的账面亏损,然后利用账面亏损逼迫地方政府低价转让股权至高管人员持股的公司(有的可能表面上与高管人员没有任何关联),如果地方政府不同意,则继续操纵利润扩大账面亏损直至上市公司被ST、PT后再以更低的价格收购。一旦MBO完成,高管人员再通过调账等方式使隐藏的利润合法地出现,从而实现年底大量现金分红以缓解管理层融资收购带来的巨大的财务压力。因此,在允许上市公司实行管理层收购之前,有关部门应当对上市公司进行严格的审计,而上市公司在MBO完成后,应当积极主动地进行大刀阔斧的资产重组和战略调整,压缩管理费用与其他开支,以获得中小投资者与基金等机构投资者的支持。

(五)合理确定激励对象的范围

目前的试点企业绝大多数仅对董事长、总经理实施期权激励,是否要扩大到经营者群体,不同的企业怎样扩大,也需要研究和探索。我们认为,激励对象划分的标准是该对象是否具有人力资源的特性并是否达到了激励的指标考核标准。如果企业不同层次的管理人员具有人力资源特性并达到了考核指标,就应该成为激励对象。随着人力资本在员工的普及,企业的普通员工都应该逐步成为企业股票期权的激励对象。

(六) 科学确定管理人员的持股比例

股票期权是解决管理人员与股东利益关系的激励制度安排,在实施中需要解决一系列技术问题,如公司股权的多少授予经理人员,即怎样的最优股权比例才能达到激励最优?合理界定经理人的最优股权比例成为股票期权制的关键问题之一。经长期研究和实证分析,西方学者认为,10%作为股票期权制的最优股权比例。考虑到我国企业经理人员的实际支付能力,加之股票期权制才刚刚开始,我们认为,我国企业经理人员持股比例以不超过5%为宜,待条件和环境更成熟后再扩大。

不论采取何种管理层激励机制,我们必须高度重视其负面影响,尽可能避免类似美国因片面强调“股票期权”的激励作用而产生的不利后果。

三、发展各种形式的员工持股激励^①

(一) 中国员工持股制度的发展

中国企业员工持股制度,是在国有企业改革过程中,由企业和广大员工在企业改革实践中创造的,他是一个自下而上的过程,从他的产生、发展到现在经过了四个阶段(王斌,2000)。

第一阶段,从改革开放开始至党的“十三大”前夕(1978~1986年),自发性是这一阶段的基本特征。党的十一届三中全会提出将工作重心转到以经济建设为中心上来,这大大激发了全国上下的工作热情。在农村,实行联产承包责任制后,解放出来的生产力创办了以资带劳、技术入股、合作经营或采取集资或技术入股的办法,兴办了一批集体企业。无论是乡镇企业,还是城市街道兴办的集体企业,其股权基本上属于本企业员工,管理上也主要由持股员工选举产生经营班子,收入主要由两部分组成,一部分是工资——劳动收入,另一部分是资本收入——红利。出资形式主要表现为现金、房屋、生产工具、劳动力、技术。

针对改革开放中涌现出来的上述现象,党中央、国务院在政策上作了适时的指导。1979年,国务院《关于发展社队企业若干规定》(试行草案)中规定:“可从大队、生产队公积金中抽出适当数量的入股资金”以解决社队企业资金短缺以扩大生产能力。1984年中共中央一号文件《关于1984年农村工作的通知》中指出:“鼓励农民向各种企业投资入股”;同年,国家体改委在常州市召开的城市经济体制改革试点工作座谈会的《纪要》中,针对如何放开搞活城市集体企业和国营小企业的问题,提出“允许职工投资入股,年终分红”;1985年,国务院办公厅转发的国家体改委《全国城市经济体制改革试点工作座谈会纪要》指出:“试点企业可选择少数大企业试行吸收本企业职工入股,但需要对股息分配

^① 李果,黄继纲,王钦. 员工持股制度理论与实践. 北京:经济管理出版社,2001. 14~23



办法做出适当规定,部分小型全民所有制企业,可以通过发行股票等方式转化为集体所有。”

这一阶段企业员工持股制度尽管得到政策上的指导,但仍然很不完善。可是,它却激发出广大人民群众在生产实践中的极大热情和创造性。

第二阶段,党的“十三大”召开到邓小平同志南巡谈话前夕(1987~1991年底),其特点是以探索性为主。党的“十三大”提出“改革中出现的股份制形式,包括国家控股和部门、地区、企业之间参股以及个人入股是社会主义财产的一种组织形式,可以继续试行”。此后,各地股份试点企业迅速增多,各级地方政府为了加快企业股份制改革的步伐,也相应制定了发展股份制企业的相关办法。如:深圳市颁布的《深圳特区国营企业股份制试点暂行规定》明确规定,允许企业将一部分国有股权出售给个人;上海市也发布了《上海市股票管理暂行办法》。其他部分沿海省也相继发布了有关管理办法,各地在企业股份制改制中不断探索并创造了各种形式的企业职工持股制度。但同时也出现了将国有资产通过股份无偿分给经营者、职工和集体的政策,还出现部分国有企业在改革中向员工发行“还本付息”的股票。为此,国家体改委及时颁布了相关政策并明确指出:“全民所有制企业擅自将国有资产在股改中无偿分给经营者、职工个人和集体的要全部收回”;“企业职工持有的还本的限期股票改为不退股,允许在企业内部转让”。1990年在国务院批准的国家体改委关于《在治理整顿中深化企业改革,强化企业管理的意见》中也明确要求:“企业内部职工持股的股份制不再扩大试点,凡是已经搞了的要完善提高,逐步规范化。”

这一阶段,企业职工持股试点是伴随着企业股份制改革而进行的。据不完全统计,到1991年底,全国各类股份制试点企业为3220家(不包括乡镇企业中的股份合作制,中外合资,国内联营企业)。其中有2751家实行企业职工持股制度,占85.4%。在股权结构上,企业职工个人持股约3亿元,占总股金的20%左右。应该说,企业职工持股制度试点成为企业股份制改革中采用的主要形式。由于当时人们对股份制的认识不一,实践中表现出来的形式也不一样。尽管有些地方颁布了规定或办法,但这些规定或办法也只局限于当时人们对企业职工持股制的认识,存在着这样那样的问题。但这些规定和实践为国家立法和全面推动企业职工持股制度的实施提供了宝贵经验。

第三阶段,1992年初(小平同志南巡谈话)到1994年7月《公司法》的实施。试点性是这一阶段的主要特点。在小平同志南巡谈话充分肯定了股份制、党的“十四大”提出建立社会主义市场经济体制的目标之后,国家开始了全国性的企业股份制改革试点。国家体改委负责人在1992年2月回答记者有关股份制问题时指出:“有计划、有步骤地扩大企业内部职工持股的股份制,各地可选择一些基本建设或技术项目已列入国家计划而资金有缺口的企业,向本企业内部职工发行股票筹集资金。”同时,经国务院批准,国家体改委发布了《股份制试点办法》、《股份有限责任公司规范意见》等法规。在《股份制试点办



法》中,对企业职工持股做出了明确规定:不向社会公开发行股票的股份制企业内部职工持有的股份,采用记名股权证形式,要严格限定在本企业内部,在其转成社会公开发行股票时,内部职工持股的股权证,应换发成股票,并按规定进行转让和交易,转化为有限责任公司的内部职工持有的股份可转为“职工合股基金”。在1992年颁布的《股份有限公司规范意见》规定:采取定向募集方式设立的公司,经批准可以向内部职工发行不超过20%总股本的股份。采取社会募集设立的公司,本公司职工认购的股份不得超过向社会公开募集股份总数的10%。1993年颁布的《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》规定,定向募集公司职工内部持股发行的股份比例由过去在《股份有限公司规范意见》中规定的总股本的20%下调至2.5%,内部职工持股的定向募集公司转为社会募集公司时,内部职工持有的股份从配售之日起满3年后才能上市转让。1994年2月,国家体改委、国务院证券委联合发布了《关于社会募集股份有限公司向职工配售股份的补充规定》。文件规定社会募集股份有限公司可以在国家批准发行的额度内按10%的比例向本企业职工配售,并明确这部分内部股在本次发行股票上市后6个月内可上市转让。于是,各地对股份制试点表现出了空前的热情,采取定向募集方式设立的股份公司急剧增加。据1995年不完全统计,这一阶段定向募集公司已达上万家。各地在企业职工持股试点过程中出现了不少问题。如内部股社会化、黑市交易等等。鉴于当时经济发展过热,企业职工持股试点中出现的问题,为了加强宏观调控,1994年初国务院在《关于继续加强固定资产投资宏观调控的通知》中规定,在国家体改委等部门制定的企业发行内部职工股实行规范管理的新办法出台前,暂停内部职工股的审批和发行工作。国家体改委于1993年7月发出了《关于清理定向募集股份有限公司内部职工持股不规范做法的通知》,1994年6月发布了《关于立即停止审批定向募集股份有限公司并重申停止审批和发行内部职工股的通知》,重申立即停止审批和发行内部职工股,我国企业职工持股的实践暂告一段落,但公开募集股份并上市的企业职工持股仍在进行。

随着国家法律法规的出台,这一阶段的企业职工持股试点不断走向制度化,为后来我国企业职工持股制度的实践打下了良好的基础。

第四阶段,从1994年7月《公司法》正式实施以后直到现在,规范、发展是这一阶段我国企业员工持股制度实践的基本特征。《公司法》生效之前,根据国务院的要求在《公司法》的8个配套法规中,就有《国务院关于内部职工持股的管理条例》(以下简称《条例》),这个《条例》是在总结了我国过去十几年在内部职工持股方面的经验教训,借鉴了外国在企业员工持股方面的有关做法的基础上起草而成的。《条例》对内部职工持股制度的建设方面作了明确规定。但是由于多方面原因,至今,该《条例》没有出台。《公司法》生效后,尽管国家没有相应的法规对内部职工持股制度做出规定,但是,各地各部门结合本地区、本部门经济社会发展和国企股份制改革实践发展的情况,纷纷做出了相应

的规定。如：深圳市 1997 年 4 月就颁布了《深圳市国有企业内部员工持股试点暂行规定》；1994 年 11 月，上海市体改委等 6 部门曾联合下发《关于公司设立职工持股会的若干试行意见》经国务院同意，外经贸部和国家体改委于 1994 年 6 月下发了《外经贸部股份有限公司内部职工持股试点暂行办法》（简称《暂行办法》）；1997 年 4 月，两部对该《暂行办法》作了修改，与此同时，民政部、国家工商局、国家体改委、外贸部就企业职工持股会登记管理问题联合做出了暂行规定。此外，北京、天津、陕西、吉林、山东等省市也分别就企业员工持股问题做出了规定。这些规定和办法都是在总结本地区本部门实践经验和借鉴了国外的一些有关做法的基础上形成、完善起来的，毫无疑问它们对规范、发展我国企业员工持股制度的实践起了积极的指导作用，同时，也为后来国家制定相应的政策法规奠定了基础，为形成具有中国特色的企业员工持股制度做出了积极的、有益的探索。

这一时期的另一个突出特点是，股票认股权（期权）被国企改革的先行者们所注意，并在一定范围内，如在上海、深圳、北京、武汉等地进行了实践。1999 年 9 月，党的十五届四中全会提出：在企业改革中实行以按劳分配为主体的多种分配方式，形成有效激励和约束机制，允许进行股权分配方式的探索。为此，各地对股票期权的实践热情很高。

（二）中国企业员工持股的基本做法

1. 定向募集公司中的内部职工股

定向募集公司内部职工持股是指依据《股份有限公司规范意见》和国家体改委《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》等有关法规设立的股份制企业的内部职工发行的股份。这是在 1992 年党的“十四大”提出建立社会主义市场经济体制设想，股份公司得以较大发展的情况下发展起来的。目前，我国现有的 70% 以上的企业职工持股公司都是这种形式。定向募集方式形成的内部职工股，主要是由职工投资形成的，其比例为占总股本的 20% 以内，后调整为 2.5%。3 年后在企业内部职工之间转让，内部职工股以股权证的形式由证券经营机构或股权证托管中心负责托管。职工除享受股份分红之外，很少参与企业的经营管理，基本上属于“受益券”的性质。针对这种形式的内部职工股，在《公司法》生效后各地各部门，如深圳、上海、北京、天津、外贸部等等，都分别制定了相应的内部职工持股管理办法。这些管理办法都对企业内部职工股的发行范围，内部职工持股会的管理体制、方式、资金来源、分配方式、持股比例等做出了详细的规定。如《深圳市国有企业内部员工持股制度试点暂行规定》就规定员工持股会由持股员工选举产生，负责员工股的集中托管和日常管理工作，并以工会社团法人的名义办理工商注册登记，是公司的股东之一，可以派代表进入董事会、监事会。持股会的持股比例，可根据企业的性质不同，在公司总股本中占 35% ~ 50% 或者更高一些，而外贸部规定为 20% 以下。在资金来源方面，深圳市规定，可个人出资、公司非员工股东担保向银行或资产经营公司借款，或由公司公益金划为专项资金供给员工购股，利率参照同期银行贷款利率，但职工集



资(投入部分)必须高于60%;外贸部则规定必须个人全部出资。上海市则规定,可以职工出资、可分配工资结余折股,提取部分公益金折股,公司划出专项资金贷给职工持股会,贷款本息在日后公司分红中扣除。非上市公司的内部职工持股是目前我国内部职工持股制度实践中,内容较丰富、形式多样、制度相对最完善、各地最重视的一种形式,它已成为我国企业职工持股会制度实践的主流形式。可以预见,这种形式也将是形成具有我国特色的企业员工持股制度的基本形式。

2. 上市公司中的内部职工持股

这种形式的职工股主要是依据《股票发行与交易管理暂行条例》和《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》,公司是以募集设立时向企业内部职工发行的那部分股份形成的,其比例为占向公众发行额度的10%以内,股票发行上市半年后可上市流通,定向募集公司转为公众公司的公司股份上市流通3年之后职工股可按比例上市。这种形式的内部职工股主要以个人现金投资,上市前主要由个人分别持有(部分由公司统一管理),基本上不参与公司的经营管理,目前主要以获取股票市场上买卖差价的收益为主。截至到1999年4月,上市公司内部职工股已达到49.27亿股,占同期上市公司总股本2631.035亿股的1.87%。自1994年以来,上市公司的内部职工股开始陆续上市,截至到1998年,已上市的内部职工股达32.4346亿股,占沪、深股市上市流通股本总额733.61亿股的4.42%;另有52.1895亿股内部职工股已发行但未上市,占沪深已发行股本总额的2.24%。

3. 股份合作制中的内部职工持股

股份合作制企业是20世纪80年代初期在我国农村经济改革取得成功的基础上,由农民在创办乡镇企业时首创的一种“资合性”和“人合性”相结合的资产组织形式。80年代中期被运用于国有中小企业的改革。从1983年中央1号文件开始,党中央历年1号文件和党的代表大会报告都对股份合作制这种企业组织形式给予充分肯定。特别是党的“十五大”报告明确指出:“目前城乡大量出现的多种多样的股份合作制经济,是改革中的新生事物,要支持和引导,不断总结经验,使之逐步完善。”中央各有关部门、各地从改革开放以来,结合本地区本部门的实际情况,分别制定了关于股份合作制企业的相关实施办法,国家体改委于1997年7月在总结了各地区各部门的相关规定和办法以及实践经验的基础上,颁发了《关于发展城市股份合作制企业的指导意见》。股份合作制企业内部职工持有的股份正是在依据上述文件精神 and 法规的基础上,经历了自发到规范发展的历程,形成和发展起来的。这种形式的内部职工持股,主要是企业职工投资和改制企业将部分资产经过合法程序形成职工共同拥有的财产。一般占企业资产总额的50%以上,有的达100%。股份只能在本企业内部有条件转让,这部分职工股主要是通过股份红利取得收益。职工在企业经营管理上居主导地位,实行1人1票制,一般情况下,企业内部职工

持股管理形式和企业的治理结构形式合二为一。这种形式的内部职工股基本没有上市的机会。

(三)我国企业职工持股制度的特征

1. 职工持股制度的设计具有很强的地方或部门特点

由于各地、各部门对该制度的认识和理解程度不同,以及经济发展的水平不一、思想解放的程度不同,各自规定的法规、政策也不尽相同,具体做法也各具特色。如:在职工认购股的比例上,一般是发达地区比较高,基本在10%以上,且资金来源渠道较多;而欠发达或不发达地区职工认购股份的比例较低,基本限制在总股本的10%以内,且资金来源渠道单一。

2. 职工持股缺乏必要的法律和政策支持

《公司法》生效前,国家曾经颁发过《股份有限公司规范意见》和《定向募集公司内部职工持股管理规定》等法规,支持企业实行职工持股;《公司法》生效后,对企业职工持股,一直没有相应的国家立法,以明确企业职工持股的法律地位;政策上,如财政和税收等方面基本上不给予支持。

3. 职工持股实施的对象主要以非上市的中小企业为主

由于国有中小型企业和乡镇企业资产规模小、人员少,在公有制中所占比重小,因此,在中小企业中实行企业职工持股试点的阻力相对小,容易实施。

4. 职工持股的管理缺乏科学性,持股会与工会结合是一大特色

由于缺乏国家立法的支持,各地对职工持股的管理形式不一。有的委托证券经营机构管理(上市公司为多);有的委托地方股权证托管中心管理;有的由企业财会或证券部门管理。成立持股会对职工股进行管理的大多数是在工会的名义下进行,而持股会没有法人地位。

5. 职工持有的股份激励作用不明显

由于职工股在二级市场和黑市上的暴利效应,加上管理不严和相当部分企业对内部职工股多年来就没有分红,因此,上市公司中的内部职工股,到规定的时间一般都急于在二级市场中变现,不能在二级市场上变现的,也想方设法在黑市上交易。企业通过职工持股使职工与企业联股联心的效果明显不足。

6. 金融证券部门基本没有介入职工持股制度

就目前的职工持股而言,绝大多数是在企业内部设立一个职工持股会。并通过职工出资而形成,基本没有金融证券部门介入,因而持股规模较小,入股职工风险较大,极大地限制了职工持股制度的实施。

(四)进一步完善我国职工持股制度的基本思路

1. 出台有关职工持股方面的法律法规和规章



根据公司员工持股计划开展得比较成功的国家的经验,员工持股计划的有效开展需要政策法律支持。关于员工持股问题我国一直没有相应的国家立法,以明确企业员工持股的法律地位;政策上,如财政和税收等方面也基本上不给予支持。这显然不利于员工持股工作的开展。

2. 将员工持股与社会保障结合起来

无论美国、日本等发达国家还是其他国家,一般都把员工持股计划作为一种社会保障计划而予以利用和推行。

3. 将员工持股计划与公司管理结合起来

作为一种利益分配机制,员工持股计划对于公司员工具有直接的激励作用。因此,企业完全可以将员工持股计划与公司的管理结合起来,将员工持股计划作为一种具体人力资源管理方式加以运用,从而达到吸引并稳定人才的作用。

4. 成立专门机构对员工持股计划实行统一管理

根据发达国家的做法,我国应成立专门的机构来加强对员工持股计划的管理。在这方面,美国的员工持股计划信托基金会、日本公司内部设立的企业员工持股会等均可作为借鉴。

四、注重发挥其他激励机制的作用

从国外实践来看,现在在公司激励上越来越注重实行“工资福利+年度奖励+股票期权”的多元化和多层次的薪酬激励措施,通过授予股票期权的形式来实现“公司请客,市场买单”的目的,把人才的报酬和经营业绩紧密联系起来,在实现人才的价值的时候,也缩小了“打工仔”与“老板”的“利益差异”,降低了股东的“代理成本”以及最大限度地发挥了上市公司高管人员的经营道德。因此,除了充分利用管理层期权和员工持股等激励手段外,还应注意其他激励工具的利用。

(一)员工在职培训制度

员工在职培训在一定的意义上讲具有激励作用。美国公司对员工培训工作极为重视,尤其是专业知识方面的培训,其主要方式有:公司内部短期培训,企业送出去培训,在职学习,公司还会不遗余力地送有潜力的经理攻读高级经理商学班等等。但总的来说,美国企业还较为重视高层经理人员的短期培训,大公司每年花费在这种培训上的费用比例相当高。

(二)注意非物质激励手段的运用

除了经济激励外,权力和地位也具有很强的激励作用。国内目前新出现 CEO(首席执行官)就是企业制度变革的产物。魏杰认为,CEO 岗位本身就是为人力资本设立的,应该是 100% 的总经理权力加上 50% 的董事长权限,让他们在岗位上实现经济利益以外



的心理等其他利益的满足。

(三)注意精神激励作用的发挥

主要包括(1)公开表扬(2)帮助员工做一件他最不愿意做的事(3)一块去吃饭,你请客(4)生日祝贺(5)搞小活动,给员工一个意外惊喜(6)送鲜花给有成绩的女职员(7)一个项目完成后,让他外出放松半天(8)替员工承担过失(9)让员工参加同行业专业性会议(10)将你手中的客户交给他做(一般适用新到员工)(11)向公司上层反映下属的建议,并提到下属的名字,并把上层的肯定意见及时反馈给下属(12)与下属商量部门的重大决定,群策群力,鼓励员工发挥创造性并树立主人翁责任感,等等。

除此之外,还应注意激励中的“因人而异”和“因地制宜”问题。薪酬待遇因职位而异的“个性化”支付形式,日益显示了强劲的竞争力和“诱惑力”。当然,“个性化”的前提是以薪酬待遇的规范性和普遍攀升为基础的。这主要体现在除国家规定的“四险一金”外的企业自己制定的“软性”福利待遇的设计上,如培训、保险、为员工购买住房公积金、提供带薪休假、并与保险机构一起大力推销各类保险等。这些更为“人性化”的激励方式受到了员工的欢迎和追逐,对企业吸引和留住优秀人才具有积极的意义。据悉,企业和保险机构一起安排员工保险的策略正逐渐成为外企争夺人才的制胜法宝。

五、建立并逐步完善薪酬激励监控机制

作为一种重要的治理资源薪酬激励,对于调动公司管理层的工作积极性、提高员工对公司经营状况的关切度、从而形成对管理层的全方位约束具有重要的制度价值。但薪酬激励计划的施行直接关系到股东和国家的利益,因此,对薪酬激励措施必须加以必要的监控。美国对公司薪酬激励计划就进行了相应的监控,有关的计划要受到各州公司法和联邦证券法的管制,比如:私人公司(private company)由于实施股票薪酬计划向超过500人的雇员发行股份成为公众公司(public company)则要受到证券与交易委员会(SEC)管制。美国上市公司的董事会有相当大的自主权,但税法、证券交易所的上市规则等对一些具体类型的股票薪酬项目作出了需经股东会批准的硬性规定。在美国,下述经理薪酬计划必须经过股东批准:在税务准则422(IRC422)项下赠予的税收优惠性股票期权需要经过股东会批准;税法要求的列名执行官员(named executive officers,首席执行官和其他收入最高的4人)的年度激励性薪酬支付要获准税务准则162(m)条款规定的“与绩效挂钩(performance-based)”资格(可以突破税收抵扣的百万美元封顶)时的经理薪酬项目需经股东会批准;向列名执行官员赠予股票期权要获准税务准则162(m)条款规定的“与绩效挂钩”资格时需经股东会批准;不是作为全员或大多数员工(broad-based)参与的股票期权计划的一部分而向公司经理和董事赠予股票期权时需经股东会批准。不过,什么样的股票薪酬计划需经股东会批准,什么样的股票薪酬计划无需股东会批准,



美国不同交易所的规定有所不同。

中国正在酝酿实施股票期权和员工持股试点工作,什么样的计划需经谁来批准,可能涉及到税务部门、证券交易所和股东会等多个方面,也涉及到堵塞可能产生的新的税收漏洞、中小投资者保护以及资本市场的长久建设和健康发展等多个角度的问题。这决不仅仅是作为国有大股东的财政部门 and 负责证券市场监管职责的证监会系统的职责。





第十六章 公司外部治理结构 ——制度环境

第一节 制度环境与公司治理

从一定意义上讲,公司治理结构是一种配置公司有关各方权、责、利关系的构型。这种构型的具体形成要受多种因素的影响和制约。在这些因素中法律是最为基本的因素,它对于公司治理结构基本框架的定型起着决定性的作用。作为一种作用机制和影响因素,法律是通过外在力量来“干预”公司治理结构的构建的,在公司治理结构的所有影响因素中法律制度环境属于一种外部因素。因此,公司治理的外部框架首先包括法律、法规和各种规则,如会计准则等^①。

法律与公司治理的关系十分密切,它关系着公司成立之初的一系列参与各方契约的共同部分、公司经营发展的行为约束及最后公司破产的程序规范。法律之与投资者保护、公司股权结构的界定等公司治理的重要方面有着至关重要的意义。之所以在不同的国家存在不同的公司治理结构模式,一个直接的原因就在于各国相关的法律制度不尽相同。如:在董事会的构成上之所以出现很大差异,一个很重要的原因就是各国法律、制度上存在明显

^① 张春霖. 公司治理改革的国际趋势. 见:人大复印资料. 工业经济管理 2002(8)





的差异。美国的有关法律规定,上市公司董事会内部必须设立报酬委员会、董事提名委员会和审计委员会,这些委员会的董事都必须或基本上是独立董事。其他国家没有这样严格的制度规定,从而从规制上造成美国上市公司独立董事的比例大大高于其他国家。而是否进行这样的法律规定,又与不同国家对董事会的独立性和其他利益相关者在公司治理中权利规定程度不同有关。如,美国的公司法特别强调董事会的独立性及其对股东利益的忠诚,由此造成独立董事和股东利益主导型的董事会结构;德国和日本则在公司治理中强调劳资关系协调和其他利益相关者的重要性,股东、员工和债权人等利益相关者在董事会中都有其代表。其中德国还用法律实施合作决策,要求大公司的最高权力机构——监事会中,职工代表和股东代表各占一半,且监事不能同时兼任高级管理人员。与其他国家强调外部董事的独立性相反,日本公司的董事会人员,几乎都是按照内部晋升体系,从职工中的优秀者层层提拔而来,而且董事会也是一个等级型结构,其中名誉董事长的地位最高,一般由前任总经理(社长)担任,主要利用其声望,以利于与外界(政府、银行等)的联系,总裁(社长)、董事又按职位高低分高级管理董事、管理董事及董事。由于日本大公司还把董事作为社会身份和地位的象征奖给那些对公司有突出贡献的人,并不赋予实权,从而使董事会人数膨胀,少则30人,多则50人,而美英同样规模的公司一般为十几人。

各国金融机构在公司治理的作用存在很大区别的一个关键也是各国相关法律制度不同。美国由于推崇新古典经济学的理念,注重资本市场在资本配置和公司治理中的作用,在上述管制方面都采用严格的规制。如,要求上市公司按季度填报财务报表,严格限制内部人(如经理、董事及持有公司发行股票10%以上的大股东等)利用未公开信息从事公司证券交易,一经查出,就要没收非法所得,加倍处罚以至受到监禁。证券法还要求内部人必须定期向证券管理部门汇报其拥有和交易公司股票的情况。对于制造虚假信息、欺诈等市场操纵行为,也做了很明确的规定,并用法律严加制裁。特别是美国将商业银行与投资银行的业务分开,禁止交叉,禁止商业银行持有非金融企业的任何股票。这样的规制显然不利于大股东和积极参与公司治理的投资者的形成,因为缺乏公司内外部之间的非对称信息及潜在的内部交易利益,大股东很难从持有大量股票中受益,证券不分散的风险成本不能从获得的信息优势和在公司治理中的优势来弥补,因此,理性的投资者就不愿意放弃证券分散的好处而持有企业的大量股票,也不愿意积极参与公司治理,而在监督经营上“搭便车”。这种规制也明显限制了银行在公司治理及资本配置中的作用,使银行只能用债权影响企业,并使企业通过直接融资减少对银行的依赖。另一方面,在这种规制下,信息非对称程度的降低和对内部交易及市场操纵的严格管制,增加了资本市场的透明度,保护了中小投资者的利益,从而鼓励大量中小投资者参与资本市场,持有企业的股票,进而有利于资本市场的发育,并使股票市场在资本配置和



公司治理中发挥十分重要的作用。

而日本和德国则注重发挥银行和大投资者在资本配置和公司治理中的作用,因此,其股权结构的集中度是比较高的,在上述管制方面也采取较宽松的态度。如:不要求上市公司按季度披露财务报表,直到1994年由于欧洲一体化的要求,德国才通过了随意性较大的反内部交易法律,在此之前主要靠非法律手段(如自律、承诺等)来限制内部交易。德国公司的内部人不一定要公开其证券交易,仅从1995年开始,主要股东在其投票权变化超过规定幅度时,才要求公开其投票权。日本也被视为反内部交易法规宽松的典型,其法律及执行程序传统上被认为是为了保护证券业而非个人投资者,只是一系列沸沸扬扬的内部交易案件的发生才迫使国会于1988年修改了证券交易法。值得一提的是,德国和日本对银行的管制很宽松,其中德国允许全能银行的存在,允许商业银行进入证券投资领域,并对商业银行持有非金融企业的股票不做任何限制。日本虽然将商业银行与投资银行的业务分开,禁止交叉,但允许商业银行持有非金融企业5%以内的股票。很显然,日德式的资本市场管制,造成公司内外部人之间较大的非对称信息,使股票不分散的风险被参与公司治理的好处所补偿,从而有利于大股东的形成,并发挥银行在公司治理中的作用,但不利于中小投资者进入市场,进而阻碍了股票市场的发育。

我国上市公司的股权结构也与我们对资本市场的管制密切相关,如:相关法律法规规定,国有大企业的大部分股份应由国家和法人持有,其中法人股是指被国内机构持有的股份,这些机构包括股份公司、非银行金融机构及非独资的国有企业,非银行金融机构又包括证券公司、投资信托公司、财务公司、共同基金和保险公司。由于不允许国家和法人持有的股票上市交易,也不允许银行持有上市公司的股票,从而使我国上市公司出现一种特殊的股权结构,即大多数公司国有股和法人股所占比重过高,大约占60%(其中大型企业国家股的比重大于中型企业国家股的比重),可交易股票只占30%左右,银行不持有企业任何股票,只能以债权影响企业^①。

第二节 影响公司治理的基本法律制度

一、公司法与公司治理

理论上一般认为,公司法的法律条款,可以理解为公司参与各方之间签署的契约的

^① 张春霖,公司治理改革的国际趋势.见:人大复印资料.工业经济管理,2002(8)





一部分(Easterbrook and Fischel, 1991)。公司法的规定,是所有各类公司共有的契约。公司章程只是把公司法中没有具体的以及当事人认为必须明确的写出来,并与公司法一起,共同构成约束有关公司参与各方行为的总的契约。

从公司治理的角度来说,公司法实际上对公司治理有关各方的权、责、利进行了全面的界定,尽管显得比较粗略。但一般来讲,一部公司法会界定公司所有权结构的基本情况、股东大会及股东的权限、董事会的权力、董事的诚信原则、经理的权限、债权人的权限等等,这实际上是公司治理的一个框架性安排。尽管很多公司治理的理念并不存在于公司法之中,但公司法是公司治理的重要准绳之一^①。

二、证券法与公司治理

证券法的制定主要在于界定证券发行、交易相关各方主体的权、责、利。其中对上市公司治理的规范是证券法的一个重要方面。其中,有关持续信息公开披露,上市公司收购及公司诉讼的规定对于公司治理最为关键。

(一)持续信息公开披露对公司治理的影响

持续信息公开披露对上市公司的治理是极为重要的。因为:1.上市公司的广大股东一般只能通过公司公开披露的信息,来了解公司的经营情况,以及公司的绩效情况,并据此监督公司管理层。2.公司信息的公开也导致了公司的社会性。社会舆论也可起到监督公司行为的作用,这往往是一种很大的促进公司治理改进的力量。3.持续信息公开披露对证券市场与上市公司发展的重大作用,还在于公开披露的信息是投资者投资的依据。

(二)上市公司收购对公司治理的影响

证券法对公司治理的影响第二方面体现在对上市公司收购的规定上。收购兼并是公司治理的一个重要机制,它有利于对经营不善、价值被低估公司的经理层形成一种现实的威胁,当然,上市公司收购也容易引起证券市场公司股价的波动,容易导致公司股东利益受损。关于上市公司收购与公司治理的关系后文将作具体分析。

(三)证券诉讼对公司治理的影响

投资者诉讼或股东诉讼是约束上市公司控股股东经营班子以及中介机构行为,保护股东、特别是中小股东和投资者的利益的一种重要机制。世界各国的证券法对于证券违法行为均规定了相应的法律责任和诉讼制度。如:美国1934年《证券交易法》的第9(e)、16(b)和18(a)条对证券违法行为的民事责任作了明确的规定,第19(b)条则对如何撤销违法证券合同作了规定。《证券法》第24节、《交易法》第32节(a)款、《信托契约

^① 吴益军.论我国公司治理中的法律因素及其改善.见:人大复印资料.投资与证券,2002(9)



法》第 324 节、《投资公司法》第 49 节以及《投资顾问法》第 217 节规定,凡是“故意”违反各项法则、规则和命令的行为均被视为刑事犯罪^①。我国《证券法》第 63 条尽管提到了“赔偿责任”,但在“法律责任”中,却没有明确的相关规定。对于虚假信息、误导性陈述及有重大遗漏的信息披露;“法律责任”也只作了“对发行人处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任”等原则性规定。由此可见,我国《证券法》对证券违法行为强调的是行政责任和刑事责任,而没有任何民事赔偿的具体内容。这不得不说是—大缺陷。因为从某种意义上说,股东民事诉讼机制是监督约束机构的基本组成部分,是刑事诉讼机制所无法替代的。由于在股东诉讼机制中股东能够获得赔偿,其积极性自然会得到调动和发挥,其作用远非监管机构及刑事诉讼机制所能相比的。

三、破产法对公司治理的影响

破产是与公司治理直接相关的。正如我们在以后章节中要讲到的那样,从理论上讲破产会导致公司所有权从股东手中转到债权人手中。而这种转移,在很多情况下是复杂的,而不是如教科书上所讲的那么简单。另外,公司破产还会导致公司治理有关各方的关系产生实质性的变化。

破产的重要性还表现在,破产申请是债权人的一种重要权力,使债权人可以从公司治理的相对被动的角色转为相对主动的角色。当然其前提是公司无法偿还到期债务。而且,破产机制的存在,对经营班子也是一种很大的威胁。如果没有这种机制,则即使无法偿还债务,经营不良的经理层也可以高枕无忧,过着很不赖的赖账日子。因为企业的很多资源仍掌握在经理层的手中,如果他们愿意甚至可以变卖存货获得生存资金。

事实上,进入破产程序之前的公司所有者——股东往往也不太愿意让企业破产,因为一方面破产意味着他们失去控制权,另一方面,他们还有一种倾向,会认为目前缩水的股票在将来会有大幅的收益。与此同时,政府也不太愿意当地企业走向破产,特别是存在短期行为的政府更是如此。因为破产一般会导致失业乃至社会不稳。由于上述原因,强制破产机制便变得很有必要。一般来说,强制破产的决定者是法院,而依据则是《破产法》。

从我国的实际情况来看,我国企业,特别是国有企业,尽管经营绩效较差、债务到期不还的情形极为普遍,但破产的比例仍很低,其中的原因有很多。但主要的原因都与法律有关。其中一个原因可能是我国各级政府对法院决策可以进行干预。政府会要求法院判定不允许资不抵债的企业破产。而且理由当然可以很多,如提供的资料不全,或不

^① 高如星,王敏祥. 美国证券法. 北京:法律出版社,2000.315~356





利于社会稳定,等等;另有一个原因,则可能存在于我国1986年制定的《破产法》第42条规定之中。该条规定:“企业被宣告破产后,由政府监察部门和审计部门负责查明企业破产的责任。破产企业的法定代表人对企业负有主要责任的,给予行政处分。破产企业的上级主管部门对企业破产负有主要责任的,对该上级主管部门的领导人,给予行政处分。破产企业的法定代表人和破产企业的上级主管部门的领导人,因玩忽职守造成企业破产,致使国家财产遭受重大损失的,依照《中华人民共和国刑法》第187条的规定追究刑事责任。”如此一来,破产企业的法定代表人与其上级主管部门的领导人便会极度厌恶破产。他们的另一个选择是:让其他国有企业来兼并这个即将破产的企业。尽管这种兼并往往会导致资源的更大浪费。

整体而言,破产问题在我国较为突出,主要表现为:一是债权人权利受损严重。正如我们在前面讲到的那样,企业假破产真逃债以及债权人破产要求得不到法院支持等,均使债权人处于不利地位;二是迄今为止,我国尚没有一部完备的破产法,可以规范所有企业的破产。因为现有的1986年制定的《破产法》只适用于国有企业,同时存在不少漏洞;三是破产的外部环境仍不够完善。如失业保险与养老保险的完备性以及债务二级市场的建立等方面仍存在较大不足。上述各种问题的存在,使得面临破产的公司有关各方的权利义务得不到较好的规范,公司治理也因此而受到扭曲,进而影响了产业退出、资源配置的效率乃至整个市场经济的效率。

第三节 完善我国公司治理法制环境的基本构想

一、全面修改《公司法》

(一)我国《公司法》存在的弊端

1993年12月,中国颁布了建国后的第一部《公司法》,并于1994年7月1日起开始施行。《公司法》是在《股份有限公司规范意见》和《有限责任公司规范意见》的基础上形成的,对促进国有企业转变经营机制和规范公司动作具有重要作用,为国有企业和其他所有制企业改制、上市提供了重要的法律环境。但由于《公司法》形成于我国计划经济向社会主义市场经济的转轨时期,不可避免地带有计划经济的痕迹,存在一些严重的制度缺陷。

(1)现行的《公司法》比较突出地表现出对国有企业和其他所有制企业不同的规定,带有一定程度上的“所有制歧视”,如国有大中型企业公开发行股票和上市的条件上可以



放宽、国有企业发行公司债券可以优先、国有企业可以设立独资的有限责任公司等,因此,在一定程度上可以说是一部国有企业公司制改造法。

(2)股东大会、董事会、监事会、经理层四者之间的权力制衡机制不平衡,导致该拥有的权力没有得到,不该拥有的却被赋予。比如公司经营方针和投资计划的决策权、公司增减资的决策权、公司债券发行的决定权等权力,我国《公司法》将它们赋予了股东大会,而西方公司法流行的惯例是将它们授予董事会。

(3)董事长与总经理的联权关系不清晰。到底应该是公司董事长还是总经理作为公司的法定代表人?理论界与实务界争议很大。西方国家一般规定为CEO(首席执行官),我国公司法规定为董事长,这是中国特色,但同时公司法对董事长职权的规定却很少、很模糊,和法定代表人的地位不相称。

(4)对保护中小股东权益的规定比较欠缺,也比较原则。

(5)《公司法》调整的内容与其他法律有重叠之处。如职代会、监事会、审计委员会三者之间的监督权力重叠问题等。

(二)完善我国公司法的基本思路

(1)明确集团公司和控股公司的法律地位。由于事实上的控股和控制地位决定了集团公司和控股公司对目标公司的行为具有直接的影响力,因此,在实践中集团公司和控股公司常常为谋取私利而利用自己的控制地位损害公司和其他中小股东、甚至大股东的利益。然而,由于相关法律的不健全,这些损害行为又往往得不到法律的追究。因此,必须明确集团公司和控股公司的法律地位。

(2)全面恢复股票的流通性,公司高级管理人员持有的股票禁止流通改为限市流通。

(3)设立保护少数股东权益的法律制度。主要包括:增设累积投票制条款,限制控股股东表决权条款,关联交易股东回避表决条款,股份购回请求权条款,股东对召开临时股东大会享有提案权的条款,派生诉讼条款。

(4)增设独立非执行董事,完善监督机制,提供监事会更多的监督措施和手段。

(5)引入员工持股计划和管理层期权机制,完善激励机制。

(6)增加公司重整制度,以减少公司破产给股东导致的损失。

(7)强化对董事、监事的约束,建立董事、监事个人赔偿责任,提高处罚力度,等等。

二、进一步完善和充实证券法律制度

(一)完善信息披露制度

(1)建立严格规范的信息披露制度,对上市公司的信息披露进行动态监控。对上市公司信息披露缺乏有效的监管易使上市公司为配合庄家操纵而散布虚假信息,如亿安科技庄家操纵期间散布了所谓“与清华大学合作”、“开发电动汽车、纳米技术”等不少虚假





信息。现有的监管机制满足于对上市公司的信息披露进行静态监管,即对上市公司初次或第一时间披露的信息进行审核确认,而对上市公司就同一事件发生先后发布的前后不一致的具有误导性、欺诈性的信息没有采取有效的跟踪和监控措施。为此,我们建议:首先规范信息披露制度,如建立电子化信息披露系统对信息进行统一披露;其次,对披露的信息进行动态化监管(利用电子化信息披露系统更便于进行动态监管),如果发现信息披露虚假或不一致立即进行查处。

(2)建立内幕信息知情人员定期报告制度,使内幕知情人员将其交易情况定期报告给监管部门。国内目前的内幕交易和股价操纵大部分都与上市公司的内幕知情人员有关,为此,有必要对这些人员的交易情况进行监管。比如:可建立定期报告制度,使内幕人员将其直接或间接进入股市的资金数量、持股数及其变动等及时报告给监管部门。

(3)完善证券诉讼举证制度,建立全方位的取证渠道或改变举证方式(即控方不需要证明主观意图,只要有事实,不管你是谁,只要你直接或间接、有意或无意得到这个内幕信息,都被假设进行了内幕交易,而被控方必须提供所有证据以证明自己清白)。以美国为例,起初对内幕交易的起诉也必须证明主观意图,但自1968年重定《威廉法案》后就改变了举证方式,使执法部门更易于打击内幕交易行为。

(4)加强监控技术开发,提高市场监控的准确率和有效性。任何异常交易行为都会通过股价或交易量的异常变化体现出来。因此,各国在加强法制建设的同时,积极加强监控技术的开发,如:NASDAQ在1999年联合了Unisys等三家公司历经1年的时间开发出了具有先进监控技术并专为NASDAQ服务的实时传送监控(简称SDR)系统;澳大利亚的一个软件公司开发出了证券市场自动研究、交易和监控(简称SMARTS)商业应用系统,美国证监会就利用一系列指标来对内幕交易进行监控,如果发现股价对信息提前发生异常反应,则立即被列为内幕交易嫌疑。然而,我国的监控技术还比较落后,基本上还停留在经验的基础之上,因此加强监控技术开发以提高监控的准确性和有效性也是当务之急。

(5)明确监管目标,加大执法力度。执法不严也是影响内幕交易监管效果的重要因素,我国是世界上对内幕交易和股价操纵进行查处最少的国家之一,如此轻的执法力度纵容了内幕交易的泛滥。因此,加大打击范围和打击力度也是制止当前猖獗的内幕交易所必需的。

我国《证券法》虽然对内幕交易作出了界定,但这些规定并不严格。美国1934年《证券交易法》第10条(b)款将内幕交易的范围订立得非常广泛与严厉,如任何投资者有意(包括耳语、偷窃在内)或无意从内幕知情人员(包括大户)处得知可供图利的内幕信息,均可能因内幕交易而遭到监控。内幕交易定义的不严格性将导致监控目标的不明确,直接影响对内幕交易的监管效果。首先,定义不严格使一线监管者难以准确甄别涉嫌内幕



交易行为,以实施重点监控;其次,定义不明确尤其是缺乏对内幕交易表现形式的清晰规定将给内幕交易的查处带来极大难度。美国在1934年前,证券市场的内幕交易和股价操纵非常流行,许多专家认为1929年大萧条是由股票市场内幕交易引起的,为此,美国国会货币银行委员会对证券市场的操作进行了大量的检查。虽然未能证实内幕交易和大萧条的关联,但却查出了各种类型的内幕交易和操纵,从而导致1934年《证券法》对内幕交易和股价操纵进行了十分广泛的定义和分类。因此,我们可以借鉴美国的做法,在对市场进行广泛深入调查的基础上,制定关于制止内幕交易和股价操纵的详细规则,惟有如此,才能明确监管目标,使内幕交易监管有的放矢。

(二)建立和完善上市公司收购制度

公司收购作为一种重要的购并活动受到企业家的广泛青睐,尤其是在西方国家,公司收购是实现企业外部扩张的重要方式。相对而言,公司收购在我国近年来随着国有企业股份制改造的推选和股票市场的建立逐渐引起人们的注意。由于公司收购涉及的利益主体复杂多样,其自身又具有较高的技术性和操作性,因此,如何建立一套公正合理的法律制度是需要认真研究的问题。在《中华人民共和国证券法》公布之前,我国仅有一些零乱的法律、行政法规、地方性法规、部门及地方规章对其加以制约,这些法律规定散见于《中华人民共和国公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》以及上海、深圳等地的地方规定之中,这种法律不统一的现象常常导致立法混乱、相互冲突的情况出现。

1998年12月29日由第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过,并于1999年7月1日起施行的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》),作为管理证券发行与交易的基本法,用专章(第四章)17条(第78条至第94条)对上市公司收购加以规制。其中的相关规范,为上市公司的收购提供了合理的动作空间,在收购主体、收购方式、收购价格诸方面均有重大突破,对推动上市公司收购、保护投资者利益起到了重要的作用。但与先进国家的立法相比,该法仍失之于简陋、笼统、粗放。

为规范上市公司收购活动、促进证券市场资源的优化配置、保护投资者的合法权益、维护证券市场的正常秩序,中国证监会于2002年9月28日制定了《上市公司收购管理办法》(自2002年12月1日起施行)(以下简称《办法》)^①。《办法》有效遏制虚假股权收购,推动健康的股权转让和上市公司实质性资产重组。

^① 《办法》是在以下两个背景下出台的:一是停止通过国内证券市场减持国有股的尝试以后,国有股通过其他方式进行减持的紧迫性更强了,尤其是通过协议转让的方式减持将越来越多,这样就必然涉及到上市公司收购的问题;二是加入WTO以后外资参股购并上市公司的现象必然从无到有,越来越普遍,而且外资购并国有企业的办法正在紧张拟订中,也需要有关于上市公司收购兼并的一般规范作为基础。



1. 对上市公司收购的概念进行了明确的界定

《办法》第一次准确地就此概念进行界定,投资者通过在证券交易所的股份转让或者在证券交易所外合法获得对该上市公司股东权益的实际控制,从而导致或者可能导致其对该上市公司拥有实际控制权的行为和事实。这一界定强调了收购有两种方式:要约收购和协议收购。

2. 对收购以后的持有期限作了明确的限定

上市公司多次重组依然没有多大起色的现象在目前的股市比比皆是,其中根本原因就是许多收购方并不是以长线投资的心态收购上市公司股权,而是出于投机炒作的目的在上市公司或二级市场捞一把就走。因此严格规定收购以后的持有期限对杜绝投机炒作是非常必要的。《证券法》原来规定在收购完成后至少6个月内不得转让,《办法》将此期限延长到12个月,可以更有效地杜绝那些短线投机客对上市公司炒作式的所谓收购重组。

3. 规定了收购的具体支付方式

《办法》第8条规定,收购股权的支付方式不局限于传统的现金支付,还可以用依法可以转让的证券以及法律、行政法规允许的其他合法支付方式,这是向成熟股市做法的学习借鉴。国外的股权收购可以是现金收购、股票收购以及综合证券收购,尤其是综合证券收购方式越来越普及,这样可以有效降低收购方的资金压力。《办法》第9条规定“被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助”,一方面是针对此前上市公司收购中出现的问题提出的,目的在于杜绝上市公司管理层与收购方联手,在股权转让过程中损害中小股东的利益;另一方面更主要的是针对管理层收购以及上市公司全体员工收购可能存在的问题提出,作为上市公司的管理人,最有可能让上市公司为管理层收购提供融资或融资担保,从而损害中小股东的利益,因此有必要加以禁止。

4. 收购方的资格审查

《办法》禁止收购人在不具备实际履行能力的情况下发出收购要约,收购人应当聘请具有证券从业资格的财务顾问,对收购人履行要约收购的能力以及所采用的非现金支付方式的可行性进行分析,出具财务顾问报告,确认收购人有能力实际履行本项收购要约,并对此予以担保。此举目的在于禁止不具备收购能力的机构假借收购之名操纵市场的行为,一方面保护上市公司利益不受恶意收购者的侵害;一方面保护二级市场的正常交易不受虚假收购的冲击。

5. 管理层收购得到认可

在聘请具有证券从业资格的独立财务顾问就被收购公司的财务状况进行分析的问题上,《办法》规定,如果收购人为被收购公司的高级管理人员或者全体员工时,应当由被收购公司的独立董事聘请上述中介机构。这一规定意义不仅于此,管理层收购的概念一



直就没有明确说法,许多上市公司实施的管理层收购对投资者来说都有暗箱操作的感觉,是否存在违规之处或损害中小投资者利益的现象都不得而知。《办法》中的提法至少认可了管理层收购的存在。但是《办法》中没有就管理层收购这一新生事物做出明确的界定和规范,不利于上市公司通过实施管理层收购改善股权结构和引进股权激励机制,也不利于市场各方加强对管理层收购规范运作的监督。

6. 对于反收购作了一般规定

虽然没有明确说明禁止进行反收购,但是《办法》确实规定被收购公司的董事、监事、高级管理人员不得针对收购行为采取损害上市公司及其全体股东的合法权益的措施,相关措施必须事先经过股东大会批准的除外。但是由此产生的问题是,面对恶意收购行为,上市公司管理层如何采取正当防卫措施以保护上市公司利益和中小投资者利益呢?

7. 收购人应当公平对待被收购公司所有股东

这主要体现在两方面:一是持有被收购公司的同一类股份的股东应当得到同等待遇;二是要约价格应根据上市股份与非上市股份的不同,分别基于市场价格和每股净资产价格合理确定。

8. 专门对要约收购义务及其豁免作了明确规定

收购人持有被收购公司已发行的股份达到30%,依法履行信息披露义务后继续增持股份的,应当向该上市公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。

9. 收购人调查

《办法》规定,实际控制上市公司的股东在出让控制权之前,应当对收购人的主体资格、财务资信情况及受让意图进行合理调查,并将该调查的相关情况予以披露。此举目的在于避免不具备收购能力或收购动机不纯的收购方获得上市公司股权,作为与收购方实际接洽的实际控制人应有能力,也有必要对收购人进行调查。

《上市公司收购管理办法》的颁布对于规范上市公司收购制度具有十分重要的意义和作用。

1. 有利于保护收购活动各方的利益,有利于促进国内上市公司的资产重组

新的《上市公司收购管理办法》的制定,既是对上市公司收购活动的规范,也有利于保护收购各方当事人的利益。由于收购活动的复杂性,收购活动中的各方均面临一定的风险。对于投资者来说,由于收购活动中信息不对称性,由此导致投资者地位的不平等,部分投资者的利益在收购活动中可能受到损害。对于收购方来说,在收购上市公司的过程中,同样也存在风险,收购方在支付收购款后,能否真正获得上市公司的控股权是一个问题,上市公司以前的各种诉讼、担保也会直接影响到收购方的利益。对于上市公司来说,尽管在收购活动中处于中心地位,但如果收购方收购的能力不具备,或是出于投机目的的话,也有可能导致其利益受损。长江控股的收购活动就是一个明显的例子,四川泰



港介入长江控股并不是想拯救上市公司,也没有作长远的打算,其根本目的是借机掏空上市公司,为自己牟取尽可能多的利益。

2. 有利于促进上市公司管理层收购

管理层收购问题是国内证券市场上收购活动中出现的一个新问题,但一直没有明确的法规对其进行规范。目前国内上市公司中,宇通客车管理层通过控制大股东,实行了对上市公司的间接控制。粤美的原第一大股东通过将部分股份转让给由管理层控制的公司,实现了管理层收购。深圳方大的原第一大股东,也通过将部分股份转让给由高管人员、技术骨干人员及管理骨干人员组成的股东的公司,实现了管理层收购。在此次公布的《上市公司收购管理办法》中,首次对管理层收购的问题进行了规范,当收购人为被收购公司的高级管理人员或者全体员工时,应当由被收购公司的独立董事聘请具有证券从业资格的独立财务顾问,就被收购公司的财务状况进行分析,对收购要约的条件是否公平合理等事宜提出报告。上市公司收购管理办法的制定,必将进一步促进上市公司管理层收购的发展。

3. 有利于推动证券市场上财务顾问业务的发展

证券市场的财务顾问业务,由于一直没有明确的法规规范要求,业务内容不明确,业务开展的难度较大。此次《上市公司收购管理办法》则明确规定,收购人应当聘请具有证券从业资格的财务顾问,对收购人履行要约收购的能力以及所采用的非现金支付方式的可行性进行分析,出具财务顾问报告,确认收购人有能力实际履行本项收购要约,并对此予以担保。被收购公司的董事会应当聘请具有证券从业资格的独立财务顾问,就被收购公司的财务状况进行分析,对收购要约的条件是否公平合理等事宜提出报告。这表明,在上市公司收购活动中,收购方和被收购方均需聘请财务顾问,由此将大大增加上市公司的财务业务规模,财务顾问业务将获得良好的发展机遇。

4. 上市交易的股份的协议收购有利于机构投资者的发育和成长

以往对于上市交易的股份主要是通过交易所进行交易,特殊情况可通过非交易过户。此次管理办法中,对上市交易的股份的协议收购的程序进行规范,可委托证券公司办理股份锁定、转让、过户和恢复交易等手续。上市交易的股份的协议收购,对于机构投资者来说尤为重要,机构投资者通过协议收购,可实现大宗股票交易。

5. 有利于对上市公司收购活动中的公开征集行为进行规范

根据《办法》的规定,在上市公司收购活动中,主要有三种公开征集行为:一是公开征集投票代理权,公开征集投票代理权所出现的共同提案、共同推荐董事、全权委托行使表决权等情形不构成一致行动行为;二是征求购买股份,收购人在连续30日内,以通过证券交易所的集中竞价交易以外的方式,向同一被收购公司的25名以上股东征求购买股份,且所征求购买股份的总和达到被收购公司已发行股份的5%的,应当按照要约收购的



相关规定执行；三是征集受让人，经中国证监会和证券交易所同意，上市公司股东通过公开征集方式确定受让人的，应当委托具有经纪业务资格的证券公司代为办理。

6. 对要约收购的价格进行了规定

要约收购的代价将提高，有利于维护投资者的利益。上市交易的同一种类股份的要约价格不得低于下列价格中较高者：（1）在要约收购报告书公告日前6个月内，收购人购买该公司上市交易的该种类股票所支付的最高价格；（2）在要约收购报告书公告日前30个工作日该被收购公司上市交易的该种类股票的每日加权平均价格的算术平均值的90%。未上市交易股票的要约价格应当不低于下列价格中较高者：（1）在要约收购报告书公告日前6个月内，收购人取得该公司未上市交易股票所支付的最高价格；（2）被收购公司最近一期经审计的每股净资产价格。

7. 有利于推动促进上市公司的实质性重组

《办法》明确规定，收购人单独或者合计持有被收购公司已发行的股份达到30%的，在依法履行信息披露义务后继续增持股份的，应当依法向该上市公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，收购的价格不得低于要约收购的价格。但可申请豁免要约收购义务。由于国家行政划拨、持有50%以上股份后继续增持、上市公司股本减少、证券公司承销、银行经营业务、继承、司法判决等原因导致持股超过30%的，可申请豁免。此次明确要约收购豁免条件，在一定程度上增加了上市公司收购的难度，有助于推动上市公司实质性重组。

三、完善财务审计制度

只有执行最严格的会计、披露和透明准则，资本市场才能够高效运作。上市公司信息披露失真，与会计师事务所组织制度和财务会计制度存在重大缺陷不无关系。安达信公司当前的危机使人们开始反思资本市场的监管问题，尤其是审计工作应发挥的作用。一些业内专家认为，现在应当从三个方面改革会计审计制度。

1. 加强对审计业的监管

多年来，审计行业一直强调自律和同业核查是维持标准的最佳方式。但是，安然事件证明了这并不充分。专家认为，公共监督委员会应当从一个由会计师事务所指定和资助的自律性机构转变为一个专对美国证券交易委员会负责的法定的独立机构。它应当有权严厉处罚执业失职的会计师事务所。

2. 强化和维护会计师事务所的独立性

审计的可贵在于独立性，而保证独立性有两点十分重要：一是不参与审计客户的经济活动；二是与审计客户在经济上没有利害关系。但是，安达信公司在审计安然公司的过程中各方利益冲突足以削弱其审计的独立性。2000年，安达信公司从安然获得的审计





费是2 500 万美元,获得的咨询及其他费用则是2 700 万美元。随着会计师事务所逐步转变为大型的专业服务公司,为客户提供法律咨询、纳税计划和招聘服务等一系列服务,利益冲突已成为不可避免的现象。专家指出,制订措施禁止会计师事务所向审计客户提供非审计服务已成为当务之急。

3. 逐渐推行国际通用的会计准则

随着WTO的加入中国越来越融入到了国际经济的大家庭中,因此,中国的一切经济活动都应该尽快与国际社会接轨。作为反映一个国家或一个企业的经济运行情况的财务会计制度和规则其国际统一性的程度,不仅是一国经济开放程度和世界一体化程度的重要标志和体现,也是一国提高本国企业管理水平的基本措施和手段,科学合理的财务会计规则更是防止和杜绝类似美国会计丑闻、维护广大投资者利益的重要的制度保障。安然事件等一系列丑闻发生后,美国已决定对其曾经引以为“自豪”的普遍接受的“会计准则”(GAAP)进行全面的修改。这也从另一个角度说明财务会计制度和规则对于公司治理的极端重要性。

在中国上市公司在财务会计账目上造假具有相当的普遍性,只不过由于单个公司经济实力有限所导致的负面影响远没有安然公司和世通公司等跨国公司那么大,如银广夏事件等。但是,从其性质和对本国资本市场的影响和投资者投资积极性的打击来讲两者并无本质的区别。因此,中国应认真吸取美国的教训,对自己的公司财务制度进行一次全面的清理,并在此基础上进行完善。

四、完善公司治理民事责任制度

我国现行的公司治理法律法规中对行政责任和刑事责任已有比较完善的规定,但有关公司治理的民事赔偿责任只有非常原则的规定,并无具体的内容。2002年1月15日,最高人民法院曾作出《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(简称《通知》),《通知》对于我国证券民事责任制度的建立起到了巨大的推动作用,但是,作为最高人民法院的一个司法解释,《通知》不仅本身的效力和立法层次低,更为重要的是《通知》仅确定了虚假陈述侵权责任,而没有确定其他的民事赔偿责任,因其他公司行为引起的赔偿诉讼请求法院也将不予受理^①。这显然不利于充分维护投资者的利益。有关公司治理中的民事责任制度问题还需进一步的完善和细化。

值得高兴的是,最近深圳证券交易所综合研究所推出的系列研究报告“证券市场前沿理论问题研究”之三——《中外上市公司信息披露制度体系比较》。该报告在考察比较

^① 2001年9月21日,最高人民法院向各级人民法院发出了《关于暂不受理上市公司民事赔偿案件的通知》。暂时不受理针对因内幕交易、欺诈、操纵市场等行为引起的民事赔偿案件。因为,我国的证券民事责任制度不很健全,司法工作人员的相关素质也存在一定的局限性,法院暂时不具备审理的条件。



海外主要证券市场上市公司信息披露的管理体制、初次信息披露制度、持续性信息披露制度及信息披露的手段及法律责任的基础上,提出要加强和细化对证券民事责任方面的规定,建立和完善股东集团诉讼和股东衍生诉讼机制,形成一个适宜的、畅通的上市公司信息披露法律责任的追究和惩戒机制。这无疑有助于公司治理民事责任制度的确立和推行。笔者以为,除了虚假陈述外,公司管理层侵害股东利益的行为、控股股东损害中小股东利益的行为等均应承担民事赔偿责任。

五、完善公司治理诉讼制度

具体来讲,就是修订《公司法》或通过司法解释增强“法律责任”的可诉功能。

《公司法》在第54条和第126条、第63条、第111条分别规定了有限责任公司和股份有限公司中股东大会、董事会(董事)、监事会(监事)、经理的职权和职责。但由于这些规定要么没有明确规定诉权,要么没有规定诉权主体,或没有规定求偿权,这些都需要通过立法或司法解释进一步予以明确^①。2002年1月15日最高人民法院发布了有关股东告上市公司虚假陈述案可以受理的司法解释,随后大庆联谊、嘉宝实业、圣方科技、ST同达、渤海集团、ST九州、红光、银广夏等八大涉及证券民事赔偿诉讼的案子陆续进入法律诉讼程序。到目前为止,除了渤海集团案和ST同达案审理完毕外,还没有一例得到判决。这与我国这方面的立法极不完善有密切的关系^②。从近几年我国公司制度和证券市场的情况看,大股东、董事及经理人员利用职务便利和资金优势侵害中小股东和广大职工利益的现象十分普遍,因此,增强相关法律规范的可诉功能,消除违法成本为零的奇怪现象,为公司治理的侵权赔偿提供充分有效的司法救济途径。为此,必须解决好以下问题:

1. 原告

合格原告的范围,应按不同的责任形态和不同的责任阶段而作具体分析。《证券法》第63条规定:“发行人、承销的证券公司公告招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告,存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。”据

^① 《公司法》在第54条和第126条分别规定了有限责任公司和股份有限公司中监事会(监事)的职权:“当董事和经理的行为损害公司的利益时,要求董事和经理予以纠正。”第63条规定:“董事、监事、经理执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定,给公司造成损害的,应当承担赔偿责任。”第111条规定:“当股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼。”

^② 令人高兴的是,最高人民法院即将出台《关于审理证券市场因虚假陈述民事赔偿案件的若干规定》(简称《若干规定》),将为法院的判决提供更为明确详尽的法律依据。因为,该《若干规定》就证券市场民事赔偿案件审理中的受理与管辖、诉讼方式、虚假陈述的认定、各方责任的认定、举证责任、损失计算标准原则等作了详尽的规定。





此,因不实表示而“在证券交易中遭受损失的”投资者都可以提出赔偿请求。《证券法》第202条规定:“为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构,就其所应负责的内容弄虚作假的,没收违法所得,并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款,并由有关主管部门责令该机构停业,吊销直接责任人员的资格证书。造成损失的,承担连带赔偿责任。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”这条根本未指明谁有权提起诉讼,这种情形下的民事诉讼原告很难确定。《公司法》第111条规定:“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止违法行为和侵害行为的诉讼。”受害股东可提起诉讼,但只能是“要求停止违法行为和侵害行为”,而不能直接以此获得赔偿,让受害的股东实在有点尴尬。笔者以为,从理论上讲,凡因上市公司的虚假信息及其他违规行为而遭受损失的投资者都可以提出赔偿请求。

2. 被告

我国《证券法》第63条规定,发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任,发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。但该条责任主体并没有包括发起人。外国的证券法一般都规定发起人的责任,我国的《股票发行与交易管理暂行条例》规定了表示不实的民事责任主体中有发起人。《证券法》第161条和第202条均规定,为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员,就其所应负有责任的内容弄虚作假而造成损失的,承担连带赔偿责任。在银广夏案件中,该上市公司的董事、高层管理人员、财务总监肯定要承担责任,非执行董事也有审核财务报表的责任,起码也存在着表面责任,如果想不承担责任,必须自己举证已经用尽了自己的审查能力也没能够发现问题。公司的外部人员如公司财务报表的会计师事务所和会计师等也要承担一定的责任。

3. 诉讼方式及管辖

(1) 诉讼方式的设计。1) 根据《民事诉讼法》第54、55条规定的代表人诉讼方式。当事人一方人数众多的共同诉讼,可以由当事人推选代表人进行诉讼。在代表人诉讼中,人民法院在受理后可以对外发布公告,说明案件情况和诉讼请求,通知权利人(受到损害的相关投资者)在一定的期间内到人民法院登记,确认是否选择代表人代为诉讼。代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生效力,法院最后的判决、裁定将对诉讼代表人和所代表的全体当事人即所有参加登记的投资者有效,如果有的投资者由于某种原因没有进行登记,只要还在诉讼时效期间内提起诉讼的,仍适用人民法院的该判决、裁定。这种制度的优点是由遭受损害的投资者推选自己的代表人进行诉讼,可以避免大批的股民涌进法院的现象。由于一旦发生证券民事赔偿的诉讼,相关投资者人数众多,且地域跨度很大,几乎遍及全国,如何选定代表人在实际操作上也相当困难。对于《民事诉讼法》规



定的诉讼代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求、进行和解,必须征得被代表的当事人同意的规定,在操作上也十分困难,即使可行也成本昂贵。为此,可以成立中小投资者权益保障协会,发挥专业优势,帮助中小投资者处理所遇到的权益损害问题。此协会可以接受中小投资者赋予的诉讼行使权,代表受害投资者实施集团诉讼,如同消费者协会代表消费者提起诉讼一样。这样可以避免中小投资者单个诉讼因诉讼成本和信息等不对称而处于弱势。2) 股东代表诉讼制度。它适用于当上市公司董事会不就损害上市公司利益的行为主张权利时,上市公司的监事会或小股东可以以上市公司的名义起诉包括董事在内的被告,因为在大股东控制上市公司的情况下,大股东自己控制的董事会自然不会向大股东主张权利,要求其赔偿损失,此时,监事会或小股东就可以代表上市公司向大股东主张权利,要求赔偿。此制度的施行要以一定的法律规定为依据,因为监事会或小股东要以上市公司的名义起诉要得到法院的认可。对于多少小股东可以提起这种诉讼,小股东的人数、持股比例等等,我国现行的法律没有相关的规定,同时小股东在地域上又具有很广的分散性,操作起来也有一定的难度。3) 集体诉讼制度。集体诉讼在美国应用较多,它不同于我国的代表人诉讼制度。比如,亿安科技操纵案,如果某一个诉讼判决生效了,此案中的投资者胜诉,其他因判决书中所规定的原因而受到损失的投资者就都可以根据这个判决要求索赔。但在我国目前的诉讼制度下,如果投资者不起诉,他就不会因为以其他投资者同一案件的胜诉为依据直接提出索赔。

(2) 管辖。鉴于证券民事赔偿案件的原告涉及面较广,若允许全国各地有管辖权的人民法院均可受理此类案件,一是诉讼成本较高;二是法院诉累;三是易产生相同案判决不一。根据《民事诉讼法》的规定,最高人民法院负责审理在全国有重大影响的案件,但若凡证券民事赔偿案件都由最高人民法院审理也不现实。在我国的证券交易所只有上海和深圳两家,广大投资者也大都集中在我国的沿海地区,沪、深两地的法官对证券业务素质方面都有一定的基础,可以由最高人民法院指定凡涉及因侵权而发生的证券民事赔偿的案件可由上市公司的上市地上海或深圳的某一中级人民法院受理。在受理后由法院发布公告,同时在证券交易所、证券公司及其经营部、证券登记结算机构及相关报刊上发布公告,说明案件情况及诉讼请求,通知相关权利人在一定的期间内向人民法院进行登记。但《证券发行与交易管理暂行条例》第17条、第77条和2000年10月最高人民法院颁布的《民事案件案由规定(试行)》已经表明我国相应的立法和司法准备已经完成。最高人民法院在1999年就有过司法解释,明确股票发行、交易中的争议,人民法院应当予以受理。至于难以操作的赔偿问题不是法律解决的问题,而是个案应该解决的问题。在司法解释文件不能短期出台的情况下,最高人民法院可以尽快启动对个案的审判程序,以开创性的司法判决来确立证券民事赔偿的机制,解决当前立法与司法实践相悖的尴尬局面。



六、建立和完善行业规范

改革公司治理虽然首先需要改革和完善法律和监管制度,但公司治理的改革和其他改革相比还有一个重要特点,就是各国普遍重视建立和发布自律性、指导性行为规范的办 法,促进企业改善公司治理。比如:欧洲政策研究中心的《欧洲公司治理的建议表》(1995年6月),英联邦公司治理协会的《英联邦公司治理协会指南:英联邦治理的原则》(1999年11月),经济合作与发展组织公司治理任务小组的《经济合作与发展组织公司治理原则》(1999年4月),澳大利亚投资管理者协会的《公司治理:投资管理者与公司指南》(1997年7月),比利时公司联合会的《公司治理原则》(1998),巴西公司治理研究所的《公司治理最佳行为准则》(1999年5月),法国金融协会和证券投资协会的《公司治理的建议》(1998年6月),德国公司治理组织的《德国公司治理指南》(1998年6月),中国香港证券交易所的《最佳行为准则》(1996年修订版),印度企业联合会的《理想的 公司治理准则》(1998年4月),爱尔兰投资管理者协会的《公司治理,股标选择以及其他激励机制指南》(1999年3月),日本经济组织联合会的《关于公司治理的紧急建议》(1997年9月),韩国证券交易所等机构发起的公司治理委员会的《公司治理的最佳行为准则》(1999年9月),荷兰公司治理委员会的《荷兰的公司治理》(1997年6月),南非董事学院的《公司治理金氏报告》(1994年11月),英国机构股东委员会的《最佳行为》(1991年4月),伦敦证券交易所公司治理委员会的《公司董事:调节利益冲突和最佳行为准则》(1998年6月),美国法学所的《公司治理原则:分析和建议》(1992年),美国劳工联合会和产业组织大会的《为我们的未来投资:美国劳工联合会和产业组织大会代理投标指南》(1997)年,等等^①。这些“规范”、“准则”通常并不具有强制性,但它们给那些愿意改善 公司治理的企业提供了一个参照系,使它们知道如何做才能满足投资者在公司治理方面的要求。在我国,上海证券交易所于2000年发布了我国第一个类似的指引,2002年9月,中国证监会和国家经贸委从政府角度发布了一个具有强制性的公司治理规范。

^① 张春霖,公司治理改革的国际趋势,世界经济与政治,2002(5)



第十七章 公司外部治理结构

——控制权市场

第一节 代理权竞争

公司控制权市场是不同的利益主体通过各种手段收集具有控制权性质的股权或委托表决权,以获得对公司的控制而相互竞争的市场。公司控制权市场交易类型可分为企业并购和代理权争夺。

一、代理权竞争

所谓代理权竞争是不同的公司股东组成的不同利益集团,通过争夺股东的委托表决权以获得董事会的控制权,进而达到更改管理者或公司战略的目的的行为^①。代理权争夺的特征在于它是争夺股东的委托表决权,其中向证券市场中的公司中小股东公开征集委托表决权授权书,是代理权争夺达到白热化的标志。代理权竞争是一种运行成本最低的控制手段。

代理权争夺是挑战者与管理者矛盾激化的结果。作为有影响力的大股东,挑战者对公司的管理现状或发展战略不满,从而提出其方案与管理者协商,而挑战者又不肯就此罢休转而寻求其

^① 龙勇光,张根明.论公司控制权市场的代理权争夺.财经科学,2001(1)





他股东的支持。

代理权争夺也是挑战者在自己没有足够的资源来源购买股权的情况下,通过其他股东的支持来取得控制权的低成本方式,因为单个的股东或处于股权劣势地位的股东难以依靠其自身的财力来获得公司控制权。

二、代理权竞争制度价值的一般分析

(一)代理权竞争有利于社会福利的增加

公司内部控制体系如不能有效提高公司资源的利用率,那么,在微观上就是不能提高公司的利润率,而在宏观上则表现为全社会经济效率的下降。公司控制权市场通过释放大量资源的控制能力,可以使资源转向更能增值的领域,从而实现社会资源利用率。代理权争夺正是一种成本低、运作简便但见效快的资产运作方式。因此,通过取代原有令人不满的管理者,完善公司治理结构会提高公司资源的利用价值,从而增加全社会的福利。

(二)代理权竞争有利于股东利益的实现

在代理权争夺中,能够使公司价值获得最大限度提高的方案会得到股东大会的接纳。伴随着竞争过程中的信息披露,了解其中关键信息的中小股东从其自身经济利益出发,会支持自认为能使其股票得到最大回报的方案,而挑战者的方案往往是最“革命”,最具有吸引力。代理权争夺成功的会增加公司战略调整的可能性,这种可能性会导致积极的市场反应,引起股价上升,公司股东的财富也因此而增加。研究表明,挑战者采取代理权争夺的战略来争取控制权将促使公司股价上升,而挑战者若争夺失败将引起股价下挫。庞德就曾对16家发生代理权竞争的企业在代理权竞争发生后的价值效果进行了实证分析。结果显示,12家管理者获胜的样本公司的净市场价格大幅度下降,平均下降了7.21%,每家都出现净市场负值;而4家挑战获胜的样本公司的股价平均上升4.1%,均为净收益^①。

(三)代理权竞争有利于公司管理水平的提高

即使挑战者的方案被否决^②或是挑战者与管理者在争夺代理权中最终达成妥协,管理者也会采取改良的政策(这些政策甚至可能就是挑战者提出的),完善公司治理,提高资源的利用价值。因为,管理者明白了自己受到威胁,即便是在这次代理权争夺中取得胜利,若不改变管理现状或调整战略,仍然无法彻底摆脱挑战者继续寻找途径来争夺公司控制权的命运。这样,尽管公司股价会因代理权争夺失败而暂时下跌,但管理者采取

^① 龙勇光,张根明.论公司控制权市场的代理权争夺.财经科学,2001(1)

^② 西方经济学家对代理权争夺所进行的大量实证研究表明,挑战者的竞争结局是失败大于成功,成功率大约只有25%。如庞德对116次代理权争夺实证研究表明,挑战者仅赢得4次,而管理者为12次。



的措施将有利于公司长期价值的提高。代理权竞争,是上市公司股东对未能实现股东目标的管理层的惩罚工具,特别是中小股东的广泛参与能在公司治理中起决定作用。因此,它作为一种管理约束机制,对公司治理有积极意义。上市公司多元化的股权结构中,不同持股比例的股东对公司治理有不同的参与程度。表决权是股东参与公司治理的工具,股东通过接受或反对管理者提出的公司战略,保留或改变现有管理者。股东在面临多种发展机会时会投票赞成能促使股票价值最大化的战略,同时反对管理者以股东利益为代价来谋取其自身利益的公司结构改革计划。但由于股东掌握信息的有限性、存在方式的分散性会使获得信息的成本超过行使表决权的收益。因此,在传统的公司治理中,中小股东往往放弃表决权,从而使公司治理的主动权落入大股东手中。而代理权争夺制度无疑会一定程度地改变上述状况,使中小股东的投票权能发挥现实的约束作用。

三、代理权竞争对公司治理的积极意义

(一)低成本的控制权转移方式摆脱了对现金的偏好和依赖有助于公司重组的成功

代理权竞争的基本运行逻辑是通过争夺中小股东的表决代理权来取得对公司的实际控制,而并不是通过传统的收购方式。这样,就克服了改变公司控制权传统方式在资金上的制约,从而有利于资本重组的实现。特别是公开征集股东授权委托书,使中小股东的意志得到充分的体现,中小股东参与公司治理的热情高涨。这在中国更具价值,它可以使公司运作的主导权由一元化主体(政府、国有资产管理部门或大股东)转向包括中小股东在内的各种市场化利益主体来决定,表决权的监督制约机制能深入到上市公司内部,在一定程度上迫使管理者采取股东利益最大化的政策,从而有力地推动上市公司法人治理结构的完善。代理权竞争实际上建立了中小股东参与公司治理的一条新途径,有益于上市公司责任机制的建立,对形成成熟的股东文化和公司治理文化有着不可替代的推动作用。

(二)它是一种实用的类似于杠杆收购的控制权转移方式

代理权竞争有助于在资本市场中借助他人力量实现“蛇吞象”,这为高成长的企业和处于创业期的高新企业提供了一条便捷的借壳上市途径。

(三)在控制权市场上更为适宜

全面要约收购要付出高昂的代价,而大宗股权转让协议又容易滋生许多内幕交易行为,相比之下,代理争夺在控制权市场上更为适宜。

(四)中小股东的积极参与可使法人治理结构由于利益多元化的股东之间的博弈而更有效率,决策更为科学

在代理权竞争中,中小股东的力量受到重视,管理者与挑战者为了获得足够的支持,不得不提出更为有效的政策。因为,代理权竞争的结果对于管理者的去留具有特殊的意



义。亨利·特阿吉罗和琳达·特阿吉罗的统计资料表明,39家在1978~1985年发生代理权争夺的样本企业的高级管理者,有20人在代理权争夺期间和此后的3年内辞职,辞职率为38%,远远高于同期高层管理者平均辞职率的11.5%^①。1994年春,中国发生了名噪一时的“君安事件”,它是我国公司控制权市场的首起有轰动效应的代理权争夺。当时,由于在熊市中包销大量余额B股而成为深万科大股东之一的君安证券公司,通过取得委托授权的形式,联合持有深万科总计达12%股份的四大股东突然向原董事会发难,提出对公司经营决策进行全面改革,但随后不久挑战者同盟中的一名大股东临阵倒戈,撤销了对君安的委托授权,并表明支持原管理层,最终使君安改组万科的计划不了了之。1998年,在金帝建设的董事会选举中,持公司20.7%股份的第二大股东通过收集委托投标权等手段占据了董事会全部席位,而占公司26.48%股份的第一大股东上海新绿企业公司竟然无一人进入董事会,使上海新绿企业对金帝建设的控制权彻底旁落。2000年,发生的轰动一时的胜利股的代理权之争,最终,胜邦企业依靠关联交易战胜了公开征集股东授权委托书的通百惠,取得了胜利股份新一届董事会的控制权。“公开征集授权委托书”,这种激烈的代理权争夺战首次在中国证券市场完成实践。

第二节 上市公司收购

一、上市公司收购

上市公司收购,又叫要约收购,是指收购人通过向目标公司股东公开发出要约的方式购买其持有的股份,从而获得目标公司控制权的行为。公司要约收购大体上可以分为全面要约收购和部分要约收购。前者是指以获取目标公司100%控股为目的的要约收购,后者是指以获取目标公司部分控股为目的的要约收购。就性质而言,上市公司收购是公司控制权交易的一种形式。在西方,上市公司收购更是实现企业外部扩张的基本方式。由于公司收购的直接目的是公司控制权的转移,因此,公司收购必然会影响公司的治理绩效。

公开收购对于形成公司控制权市场,约束无效率或低效率的公司管理部门确实具有一定的积极意义。公开收购作为有别于公司合并、营业转让等传统的公司控制权转让方式,其本身也具有被承认的价值。但是公开收购要发挥其积极意义受多种因素制约。另

^① 龙勇光,张根明.论公司控制权市场的代理权争夺.财经科学,2001(1)



一方面,公开收购独特的交易结构也有其不足之外,它使得公司控制权转让容易受目标公司股东短期利益的影响,从而妨碍公司执行长远计划,这对于整个国民经济来说是不利的。正因为如此,有人谨慎地指出:公开收购本身不能说是好的或坏的,潜在的经济的、社会的利益与弊端只能联系具体的交易才能作出评价^①。但是在我国企业平均规模较小、不良资产较多、国际竞争力较弱等具体国情下,正视企业界资产重组的价值,对包括公开收购在内的公司控制权交易持鼓励政策是必要的。

二、上市公司收购制度的基本内容及治理价值的一般分析

现代企业理论认为,所有权和控制权的分离使股东与管理者之间形成一种委托代理关系。在这一关系中作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来管理公司。但是由于股东和管理者之间存在信息不对称(格罗斯曼和哈特,1983),而代理人本身又有道德风险问题(霍姆斯特姆,1979,1982),因此,股东必须要通过一定的控制机制对管理者进行约束和激励。公司的控制机制包括内部和外部两部分,前者主要指公司管理者内部竞争、董事会的构成和大股东的监督等(威斯顿、郑光和侯格,1996),后者则指代理权竞争(Proxy Contest)、要约收购(Tender Offers)或兼并(Mergers)以及直接购入股票(Direct Share Purchase)(曼尼,1965)。自曼尼之后,西方学术界就沿着曼尼的思路以“内部—外部控制机制”为逻辑起点,以“股票市场价格—股东财富最大化”为主线来建构公司控制权市场理论框架,并由此形成公司控制权市场理论的主流学派。其最主要的代表人物包括詹森、鲁巴克、多德、阿思奎斯和姆林思以及布雷德利。公司收购理论包括以下基本内容。

(一)在由公司各种内外部控制机制构成的控制权市场上,无论是公司内部控制机制还是外部控制机制中的代理投票权竞争机制都不能起到应有的作用,只有收购才是其中最为有效的控制机制

曼尼认为,在许多场合下,收购是三种公司控制方法里最为有效的一种。詹森也认为,让职业管理者按股东利益行事的内部控制机制,其运行过程难以捉摸,也难以观察。1993年,詹森又提出,在资本市场,法律、政治、法规制度,产品和生产因素市场以及内部控制制度这四种控制机制中,法律、政治、法规制度被詹森认定是“太迟钝”,产品和生产因素市场又反应“太慢”,而内部控制制度“从根本上失败了”,如此一来,在詹森眼中就只有资本市场这种公司外部控制机制了。所以,詹森(1993)在列举了通用汽车、IBM、通用电气、通用动力、通用矿业等大公司的失败事例后,提出“过去二十年表明公司内部控制

^① Klaus J. Hopt et al, European Takeovers- Law and Practice, 1992, 161



制度在适应(技术、政治、法规和经济等因素,特别是缓慢增长和退出的要求上)变化的效率方面是失败的。”^①

既然公司内部控制机制失败了,那么公司外部控制机制的作用又如何呢?在公司外部控制的两大机制中,主流理论淡化了代理投票权竞争机制所起的作用。代理投票权被认为是介于董事会解聘管理人员和其他公司外部收购之间的一种惩戒行为。当董事会无法对管理者施加压力时,反对派就会利用代理投票权竞争机制来试图更换现有的董事会,从而更换管理者。代理投票权竞争包括两大内容:一是代理投票权的征集;二是表决制度。在公司控制权主流理论里,代理投票权竞争被主流理论的代表人物如曼尼等认定为是“最为昂贵、最具不确定性和最少使用的一种办法”。伯利也曾深刻地指出,代理投票权竞争只是“两大权力巨人(反对派和拥戴派)之间十足的勾心斗角”,两边都只是为了争夺公司的董事席位,而公司的现金流量与公司董事会成员的组成并没有关系。反之,一旦公司现有的董事或管理者动用公司资源卷入代理投票权竞争,代理投票权竞争反而会导致公司股票价格的下跌。所以,伯利认为,代理投票权竞争会提高效率只是“一幅完全幻想出来的图画”。在曼尼和伯利之后,许多主流学派的代表人物如多德、华纳、布雷德利等人沿袭曼尼的这一思想。他们认为代理投票权竞争虽然代表公司资源在不同管理者之间的转移,但是这种转移并不会增加股东和管理者的利益。多德和华纳曾提出一份实证分析报告证实曼尼的看法。在多德和华纳的报告里,在分析了从1962年7月至1978年1月间的96起代理投票权竞争案件后,他们发现“围绕代理投票权竞争日,公司股票确实出现积极的、显著的表现”,不过,这种表现仅仅只是“暂时的”,多德和华纳的结论与曼尼的观点是一致的^②。受上述理论的影响美国证券管理与交易委员会(SEC)从政策制定者的角度出发,对代理投票权竞争机制的运用历来都采取严格限制的态度。1935年,美国SEC在《1934年证券交易法》第14条款下增订了代理投票权条款。该条款从信息披露和表决程序两方面对代理投票权进行第一次修订,对投票权法则和投票人行为做出直接限制。1938年修正案的核心是要求代理投票权竞争中必须使用代理投票权说明书,内容涉及到代理投票权的时间(1940年)、程序(1947年)、当事人的权利和义务(1956年)、信息披露(1982年)等等,由此可见,过去数十年间,无论是学术界从理论上还

^① 詹森是以公司的研究和开发费用与资本支出的生产效率两方面为基础来衡量公司内部控制机制的效率的,并据此得出这一结论。詹森明确指出公司内部控制机制失败的原因在于处于内部控制机制核心的公司董事会是“罪魁祸首”。

以上内容详见詹森:《现代工业的进化、退出和内部控制制度的失败》,《财务学刊》,1993(48)。

^② 转引自沈艺峰:《公司控制权市场理论的演变(上)——美国三十五个州反收购立法的理论意义》,见《人大复印资料·经济法、劳动法》,2001(2)。

多德:《代理投票权与美国证券与交易委员会》,《财务经济学刊》,1991(29)。



是美国 SEC 从实践上对代理投票权竞争、对管理者的控制作用都是持一种相当保守的态度。难怪美国哈佛大学学者庞德很不客气地批评说：“过去三十五年来，关于代理投票权的法规体系禁止了信息沟通、协调及非正式的行为……因此，这种体系不仅无法解决投票程序中的集体选择问题，而且为通过市场自然力量来解决问题制造了障碍。”^①

(二) 收购不仅不会损害公司股东的利益，而且会给收购双方股东带来巨大的财富

詹森认为，现代公司虽然可以被看成是由各种平等的相关利益者所组成的，但股东是现代公司最重要的成员，他与其他相关利益者不能被平等看待。因为股东是公司剩余风险的承担者，他们当然要享有控制权，股东把这种控股权委托给董事会或管理者，自然是希望董事会或管理者能够从股东的利益最大化出发来管理公司，而董事会和管理者也必须要负担对股东的信托责任。收购是约束公司管理层的重要制度安排。首先，对于卷入收购事件的公司，无论是收购方公司还是被收购方公司的股票价格都会得到超乎寻常的提高^②。詹森的这个观点在学术界有许多正反两方面的例子。如多德和鲁巴克通过对 1973~1976 年间发生的 172 次典型要约收购事件的分析，证实无论要约收购成功与否，在要约收购事件前的 12 个月里，收购方公司的股东能获得相当显著的正收益率，而被收购方公司在事件发生后也都能从要约收购事件中获得相当大的直接收益率。前者为 11.66%（收购成功）和 8.44%（收购不成功），后者分别为 20.58% 和 18.96%。多德发现，不管以后兼并是否成功，兼并方案的公布都能给被兼并方的股东带来超过 13% 的直接收益率，而在整个兼并方案实施的过程中带给被兼并方股东的平均直接收益率更是高达 33.96%。但多德本人都感到迷惑不解的是他发现兼并方股东从兼并方案实施过程中所得到的收益率却小于零，分别为 $\pm 7.22%$ （兼并成功）和 $\pm 5.5%$ （兼并不成功）^③。鲁巴克在 1982 年和 1983 年连续发表了两份对两起轰动一时的收购案件的个案研究报告，在杜邦公司与西格姆公司和莫比尔公司争夺收购科诺壳公司一案里，杜邦公司虽然是最后的胜利者，但从收购中得到的超常收益率却是 -9.9%（约相当于 78 000 万美元），相反，西格姆公司和莫比尔公司股票同期超常收益率反倒分别是 +1.13% 和 $\pm 3.05%$ 。在城市服务公司、西方石油、米萨公司和海湾石油公司之间复杂的多角收购中，凡是被收购方都能实现正的超常收益率，如城市服务公司被收购后其超常收益率达 12.5%（约相当

① 庞德. 代理投票权与美国证券与交易委员会. 财务经济学刊, 1991(29)

② 对此詹森曾举例分析。詹森举例说，围绕收购事件发生日，对于要约收购来说，收购方公司股票的超常收益率可达到 30%，被收购方公司可分享到 4% 的超常收益率，而对于兼并而言，收购方公司股票的超常收益率为 20%，被收购方公司股票价格虽然没能产生超常收益率，但也并没有出现低于零的现象。

庞德. 代理投票权与美国证券与交易委员会. 财务经济学刊, 1991(29)

③ 转引自沈艺峰. 公司控制权市场理论的演变(上)——美国三十五个州反收购立法的理论意义. 见：人大复印资料. 经济法、劳动法, 2001(2)





于 35 000 万美元) ,而收购方公司 ,无论成功与否 ,超常收益率都不理想 ,如同为发起收购方 ,西方石油公司为最终胜利者 ,但其超常收益率实际上几近于零 ,海湾石油公司中途退出收购竞争行列 ,不过当初它宣布参与收购时便出现高达 - 17. 6% 的超常收益率(相当于损失 11 亿美元的权益价值) 。阿思奎斯对从 1962 年 7 月到 1976 年 12 月间 211 家成功被收购的公司和 91 家被收购不成功的公司的分析中发现 ,在被收购前 480 个交易日里所有这些公司都只能实现负超常收益率 ,但当公开被收购时 ,目标公司的超常收益率极大。

(三) 长期来看 ,任何主张干预和限制恶意收购的主张结果都可能削弱公司作为一种企业组织的形式 ,并导致人类福利的降低

詹森认为 ,收购不会导致更多的工厂被关闭 ,更多的工人被遣送回家 ,更多的管理者被解聘。他进一步指出 ,即使会出现上述情况也不应该限制或禁止收购。因为那样做会阻碍新技术的采用 ,丧失潜在的规模经营效率 ,从而产生真正的过大社会成本 ,在总体上降低人类社会经济福利。但是 ,在这方面 ,詹森确实拿不出什么证据。对此提供实证数据的是哈佛大学的阿思奎斯和密执安大学的金。阿思奎斯和金批评说 ,多德等人的研究只是从股东个人福利的角度出发 ,只看到收购给股东所带来的财富变动 ,而没有考虑到公司其他相关权利人的利益。他们两人解释说 ,兼并本身也是公司的一项投资 ,公司的股东同样存在通过兼并增加公司现金流量的动机 ,当然兼并自身也提高了公司的风险 ,而公司的风险也要债权人一起来承担 ,所以 ,公司股东可能获得的超常收益是以提高公司债权人的风险为代价的 ,换句话说 ,在这种情况下 ,股东所得到的超常收益率正是转移了债权人的财富。那么 ,兼并到底会不会在股东和债权人之间产生财富的转移呢? 阿思奎斯和金对 50 家涉及兼并事件的公司展开分析 ,他们的报告显示 ,在兼并方案公布后 ,被兼并方公司债券和兼并方公司债券的平均收益率分别为 0. 495% 和 - 0. 178% 。这些结果证实兼并方案公布的结果并不会导致债券持有人财富状况太大的变化。所以 ,阿思奎斯和金反复强调 ,没有哪一项检验能提供证据说明兼并公司的债券持有人在兼并中有所得或有所失。而且 ,也没有任何证据表明在股东和债券持有人之间存在财富转移的现象。显然 ,阿思奎斯和金比多德等人看高了一层 ,他们既考虑到股东的收益 ,又照顾到其他利益相关者的收益问题。而且他们的结论又同样坚定地支持了詹森等主流观点^①。

相对于借助公司其他内部力量来实现公司控制权转移的代理权争夺 ,上市公司收购则是公司外部力量借助于公司内部力量来实现公司控制权的转移。作为一种制衡机制 ,公司收购对公司治理绩效的影响具体体现在相关立法对目标公司管理层的义务性规定

^① 沈艺峰. 公司控制权市场理论的演变(上)——美国三十五个州反收购立法的理论意义. 见:人大复印资料·经济法、劳动法, 2001(2)



上,或者说,公司收购对公司治理绩效的影响,是通过公司收购将对目标公司管理层的既得利益带来损失或损失危险的机制发挥作用来实现的。这些规定主要包括:第一,目标公司管理层的信息披露义务。目标公司的管理层在面临被收购局面时,如果他们不愿意在收购成功后失去自己的地位,一般会倾向于对公司的经营状况做出乐观的评价,为目标公司的股东拒绝收购者的出价提供依据。为此,法律要求目标公司必须就法定的事项在公司独立财务顾问(独立董事)的认可后进行披露。其中有的特定事项,如收购者给予目标公司董事的优惠条件等,应作为主要事项予以披露。第二,对反收购措施,进行限制。考虑到收购成功后可能的损失危险,目标公司管理层可能会采取一些诸如“毒丸计划”、“白衣骑士计划”、“股份回购计划”等反收购措施,以挫败收购者的收购企图。为此,一些公司立法、证券立法比较发达的国家对此均一定程度地进行了立法限制。其基本做法是,将是否采取反收购措施的决定权交由目标公司的股东大会行使。如我国香港地区的《公司收购与合并守则》第4条就明确规定:“受要约公司的董事局一经接纳真正的要约,或当受要约公司的董事局有理由相信可能即将受到真正的要约时,在未得到受要约公司股东大会批准前,受要约公司的董事局在该公司事务上,不得采取任何行动……”^①但美国立法对目标公司反收购措施的限制却比较宽松,原则上目标公司均可采取反收购计划,但董事会在采取反收购计划时要受到董事对股东信托义务的制约。

在美国和英国,接管被认为是股票市场的中心功能。据统计,在1985~1989年美国 and 英国年接管金额占总市值的比重分别为41.1%和18.7%。其他国家通过股票市场以改变公司控制权为目的的接管情形则要少得多,例如德国和日本仅分别为2.3%和3.1%。但在美国和英国发生的接管实践中敌意接管所占的比例并不高,因为利用这种手段来调整公司管理决策相对来说成本太高^②。

三、反收购理论及其意义

反收购思想最初可以追溯到1914年美国国会通过的《克莱顿反托拉斯法》即《克莱顿法案》(the Clayton Antitrust Act),该法案第7条授权美国联邦政府对反竞争法的公司兼并进行管制。1950年,美国国会为进一步修正《克莱顿法案》,又通过《塞勒-克弗沃尔法案》(the Celler-Kefauver Amendment)。《塞勒-克弗沃尔法案》将《克莱顿法案》第7条的管辖范围从股票兼并方式扩大到包括资产收购方式,将收购的种类从横向收购引申到任何联邦交易委员会认为可能导致削弱竞争的收购类型上(爱科伯和威尔,1985)。按照修正后的《克莱顿法案》,任何可能削弱竞争或导致垄断的公司收购行为都属违法。不

① 陈兵,周升业,吴小求. 公司并购原理与案例. 北京:中国人民大学出版社,1998:279

② 龚艳萍,饶育蕾. 各国公司治理机制的分类与比较研究. 经济学动态,1998(11)





过,无论是《克莱顿法案》还是《塞勒—克弗沃尔法案》都属于联邦反托拉斯法体系,主要都是围绕着反垄断、反托拉斯的目的,其立法的根本理论依据在于“垄断即罪恶”这一思想。美国联邦政府旨在完全对公司收购进行法律干预的立法则始于1968年夏天的《威廉斯法案》(the Willams Act)。1968年6月,在美国证券管理与交易委员会(SEC)的全力支持和数十家大公司高级管理人员的积极拥护下,美国参众两院通过《威廉斯法案》。《威廉斯法案》的目的自称是为了保护股东利益,它的内容主要包括对收购信息充分披露的要求和反欺诈条款。由于美国的法律体系历来由联邦和州两套法律系统所构成,除《克莱顿法案》和《威廉斯法案》等联邦反收购法体系外,从1968年5月弗吉尼亚州开始到1982年美国联邦最高法院对伊利诺依斯州《企业收购法案》的裁决为止,美国还有超过36个州的立法机构陆续颁布了各类程度不同的反收购法(舒曼,1988)。这段时间所形成的这批州法律就构成所谓“第一次反收购浪潮”。与《克莱顿法案》和《威廉斯法案》等联邦反收购法不同,绝大多数地方都是根据与收购相关联公司和本州之间的利害关系来订立反收购法。所以,它们对收购的定义不仅仅只是依据《威廉斯法案》所规定的5%的持股比例,更多地还要考虑到公司在何州注册、主要经营地点以及重要资产所在地等因素。而且,在收购程序上,各州反收购法全都制定远比《威廉斯法案》所规定内容更为广泛的信息披露要求,包括要求收购方必须在发起收购前的10~30天内充分地披露收购当事人和收购计划的详细内容;至少有11个州要求收购要约的有效期限必须超过15天。因此,尽管内容各异,程度有别,但各州的反收购法普遍要比《威廉斯法案》更为繁琐和难以逾越(杰里尔和布雷德利,1980)。1982年,由于遭到美国联邦最高法院对伊利诺依斯州案裁决的沉重打击,这批地方州的反收购法变得失去法律效力,第一次“反收购立法浪潮”被迫消退。随后,由于里根政府对破坏联邦反托拉斯的恶意收购行为采取默认纵容的态度,加上20世纪80年代美国放松对金融业的管制以及垃圾债券市场的繁荣为恶意收购提供了充足的资金来源,导致美国公司收购(特别是恶意收购)活动愈演愈烈,到1988年更是发展到了顶峰。为了保护本州当地企业免遭“金融大鳄”的吞噬,以印地安娜州、新泽西州、纽约州、特拉华州和宾夕法尼亚州等为代表的美国35个州不顾联邦最高法院的裁决,以反恶意收购为突破口,再次掀起新一轮的反收购立法浪潮,即后来所称的“第二次反收购立法浪潮”。在这当中,1987年3月美国联邦最高法院关于印地安娜州动力公司收购CTS公司一案的裁决对“第二次反收购立法浪潮”起了推波助澜的作用。在这次具有深远意义的裁决中,美国联邦最高法院在伊利诺依斯州案后5年,第一次肯定印地安娜州反收购立法中的控制权条款符合宪法精神;由此导致了各州风起云



涌的反收购运动。”^①

反收购理论和立法对以詹森、鲁巴克和多德等人为代表的主流理论构成了巨大的挑战并成为美国有关各州公司治理结构实践的一个重要动向。这主要体现在以下几个方面：

（一）反收购立法从根本上改变了公司管理者和股东之间传统关系的性质和内容

股东作为公司的各相关利益人中的一个权利平等的组成部分不再享有詹森所说的“特殊地位”。各州新的反收购方案允许董事会和管理者可以不必要特别地用任何占支配或控制地位集团的利益，正如西泽切克和德塞特西凯斯所指出的那样，反收购法律让宾夕法尼亚公司的董事会和管理者不需对任何相关利益者负任何责任了；从另一方面来说，这实际上也是要求董事会不仅仅要对股东，还要对公司所有相关利益者都负有诚信责任。而且，要是公司股东以自身利益被忽视为借口提出上诉的话，新的反收购方案将为董事会和管理者提供法律上的保护。如此一来，公司控制权市场主流理论中董事会和管理者必须以公司股东利益最大化为目标的传统核心概念遭到了根本性的破坏。取而代之的是董事会和管理者应对“相关利益者”全面负责的新观念。“相关利益者”概念在于否定“公司是由持有该公司普通股的个人和机构‘所有’”的传统核心概念。正如“相关利益者”最著名的鼓吹者之一，美国布鲁金斯研究中心布莱尔所尖锐批评的那样，实际意义上的公司股东妄为理论上的所有者的身份。因为他们并没有承担理论上的全部风险，这些股东几乎没有任何我们所期望的、其作为公司所有者本身所应有的典型的权利和责任。其他相关利益者如雇员和债权人也承担了一部分的风险。因此，公司不是股东一家所有的“公司”。股东只是拥有公司股份，而不是拥有公司，如果公司不是由其股东所“拥有”，并且股东仅仅是一组对公司拥有利益者中的一员，他们都对公司有要求权。那么，我们就没有理由认为股东的利益会或应该优于其他利益拥有者。如此说来，所有权不那么重要了，现代企业理论所推崇的所有权和控制权分离的说法变成是错误的。正如布莱尔所说，我们一直在被灌输一种说法，即财产所有权是市场和资本主义的组织方式赖以存在的制度基础……这种说法受到了冲击。而且，由于各种创新金融工具的产生，股东能够通过证券组合方式来降低风险，从而也降低了激励他们去密切关心公司生产经营的动力，所以，股东具有最佳的激励来监督经营者并观察企业的资源是否被有效地使用在伯利——米因斯模型中可能就不存在了。既然确认了股东不是公司的惟一所有者，那么，还有谁是公司的所有者呢？布莱尔进一步指出，公司的出资不仅来自股东，而且来自公司的雇员、供应商、债权人和客户，后者提供的是一种特殊的人力投资。因

^① 沈艺峰. 公司控制权市场理论的现代演变(下)——美国三十五个州反收购立法的理论意义. 见:人大复印资料. 经济法学、劳动法学, 2001(2)





此,公司不是简单的实物资产的集合物,而是一种“治理和管理着专业化投资的制度安排”。布莱尔曾说过一段颇为著名的话,由于股东享有有限的责任,因此他们并不总是惟一的剩余索取者,有限责任意味着股东的损失不会高于他们在公司里已有的投资。当公司的总价值降低到股东所持股票的价值等于零这一点时,根据界定,债权人对公司索取权的价值也开始减少,债权人便成为剩余索取者。因此,布莱尔实际上是在鼓吹公司是相关利益者们的公司。按照这一逻辑关系,董事会和管理者就不应当只是单方面地为股东利益最大化服务,而评价诸如恶意收购之类与公司治理结构相关的交易也不应仅仅是以股东利益最大化为标准,而是应当考虑到社会福利最大化。这等于把波斯纳法官对公司收购的判断标准又从卡尔多——希克斯效率原则拉回到帕累托最优原则上来。布莱尔等人的论点一下子就推翻了伯利——米因斯模型的一个基本假设:……最大化公众股票的价值等于最大化公司创造的总财富。我们知道伯利——米因斯模型是现代企业理论的根据,也是公司控制权市场主流理论的基石,推倒了伯利——米因斯模型,也就等于否定了公司控制权市场理论的主流观点,以及过去15年里大量的实证研究提供了知识上的正当理由,同时也露骨地为美国地方相反收购立法提供了理论上的依据。

(二)从实证的层面上看美国35个州所开展的反收购立法运动对公司治理结构型构的主流理论进行了实质性修正和发展

俄亥俄州州长塞里斯特在1987年2月26日签署俄亥俄州反收购法令时就态度强硬地表示,他们这是向华尔街传递一个明确的信息——俄亥俄州是个正当挣钱的地方,而不是捞横财的地方。那么,地方州的反收购立法行动不就是要给股东造成消极影响了吗?或者如个别学者所说的,各州的反收购立法是以限制股东运用市场控制能力为代价来保护管理者的权威(卡尔波夫和马拉特斯塔,1989)。然而,出乎主流理论的意外,近年来内忒和波尔森、玛戈塔、托马斯·迈克威廉斯和维多利亚·迈克威廉斯、小雅赫拉和普夫等学者对各州反收购立法的实证研究却发现,没有证据表明反收购立法会损害股东的利益。内忒和波尔森以1986~1989年间到特拉华州重新注册登记的36家公司为样本,从中把19家从加利福尼亚州转到特拉华州注册的公司与其余17家公司作比较分析。加利福尼亚州历来被看成是“股东的天堂”,该州法律严格保护股东的权利,强制实行累积投票制,严禁无故撤换公司董事会成员。因此,对于那些从加利福尼亚州转到特拉华州注册的公司而言,在碰到收购事件时,公司股东就面临权利角色的弱化。不过,内忒和波尔森就36家公司股票在公司宣布转注册登记日前后的变动情况进行分析,他们发现无论转注册公司是否来自加利福尼亚州,其“累积超常收益率”都没有显著的区别。所以,内忒和波尔森重申:“与早期的研究相一致,我们的结果表明没有证据说明股东在最近的转注册或限制管理者责任中受到了损害以及没有任何系统的证据可以发现转注册或限



制管理者责任会对股东财富产生消极的影响。小雅赫拉和普夫的研究同样支持了内忒和波尔森的结论,他们比内忒和波尔森更为详细地分析了350家在特拉华州注册的公司在该州反收购立法过程中的反应,对于立法过程中发生的一系列事件,他们发现非但没有证据表明特拉华州立法伤害了股东“……总体来说,我们既没能发现特拉华公司对特拉华州立法出现逆向反应,也没看到这些公司的表现比非特拉华公司来得差”,甚至,小雅赫拉和普夫的报告还显示一些相反结果,即一些结论看起来支持相反的假设,即特拉华州反收购法增加了股东的财富。玛戈塔、托马斯·迈克威廉斯和维多利亚·迈克威廉斯稍后以1986年11月俄亥俄州反收购立法为分析对象,深入研究该事件发生前后在俄亥俄州注册的56家公司股票价格的表现情况。他们也发现了同样的结论:即没有强有力的证据能够说明会因1986年俄亥俄州反收购立法导致平均(股票价格变动域财富效应)。学术界关于宾夕法尼亚州反收购法的研究集中在附加的选择放弃条款上,按照该条款规定,公司可以自愿选择免受宾夕法尼亚州反收购法的管辖。简吉津和特汉则怀疑,既然主流理论主张股东财富最大化应是公司最适当的目标,要是宾夕法尼亚州反收购立法损害股东利益,那么,所有在宾夕法尼亚州注册的公司都应该选择放弃条款才对。但事实上,简吉津和特汉在对39家在宾夕法尼亚州注册,于纽约证券交易所和美国股票交易所上市的公司分析后表明,其中有18家公司并没有选择放弃条款,在反收购法生效后的20个月内,不管公司是否选择放弃条款,在股票价格表现、高层管理人员的调整、公司的重组等方面都没有显著的差别。此外,罗马诺(1987)对康涅狄克、密苏里和宾夕法尼亚等3州以及普夫和小雅赫拉(1990)在另一篇文章里关于俄亥俄、纽约和新泽西等3个州反收购立法的分析中,皆得出类似的证据。与早期哈里斯、朗纪第格、哈根和魏切思、哈尔蓬以及瓦雷亚和弗里斯等非主流学派的分析手法不同,内忒和波尔森等人不是直接就收购本身的是非曲直展开讨论,而是围绕着地方各州反收购立法是否影响收购双方股东财富这一主线,所以,他们的证据尽管没有明确反对公司间收购“非但不会损害公司股东的利益,实际上还会给收购双方股东带来巨大的财富”的主流观点,但却为美国35个州及收购立法提供了确凿的佐证。而这种琴瑟不和也反映出公司控制权主流理论已经受到新的挑战。

(三)代理投票竞争更有助于股东财富的增加

原来在公司控制权市场理论中,尽管主流理论也承认,在代理投票权竞争中,无论是反对派还是拥戴派获得最终的胜利,只要是与代理投票权竞争活动相关,公司股票价格都会有良好的表现,从而给投资者带来收益,所以,代理投票竞争有助于股东财富的增加。例如:多德和华纳以1962年7月至1978年1月间发生的96宗代理投票权竞争案件



为样本,他们发现,在发生代理投票权竞争前40天内(包括事件发生的当天),相关公司股票累积平均超常收益率显著地达到10.5%,说明围绕代理投票权竞争事件发生,公司股票价格的表现都很出色。由犹它大学的布雷德利提供的另一份实证报告同样支持多德和华纳的新观点。但是,公司控制权市场主流理论还是传承曼尼的观点,认为代理投票权是“最为昂贵”的监督机制。美国35个州反收购立法大大削弱了恶意收购市场作为股东对管理者监督机制的作用。于是,对公司管理者的监督就又转到了代理投票权竞争上来。代理投票权竞争理论自尊尼以来终于获得学术界的注意。以哈佛大学的庞德为代表,对公司代理投票权重新进行审视,提出了一系列有别于公司控制权市场主流理论的、非常新颖的观点。庞德首先问道:既然代理投票权竞争对股东相当有利,那么为什么在80年代恶意收购横行时,股东却不愿意运用代理投票权竞争机制来监督、约束和更换管理者呢?据以庞德为代表的新观点的看法,代理投票权竞争之所以不受重视,主要是因为存在以下三方面的原因。第一,立法上的缺陷。现行法律使在位的管理者在投票过程中往往占有很大的优势。譬如州法律对从代理投票权竞争公告日到实际代理投票日之间的时限最短仅要求间隔10天,而代理投票的时间又由州法律授权给在职管理者来制定,如此一来,反对派完全可能没有足够的时间来征集代理投票权,从而处于相对不利的位置。第二,代理投票权竞争机制的运行是否有效率一般取决于大股东的意愿。而持有大量股份的大股东往往与在职管理者之间维持一种战略联盟关系,所以,按照“默契”,大股东通常不会反对在职管理者。州法律对投票过程又没有保密规定,允许在职管理者追查投票人的投票行为,因此,投票反对在职管理者显然会影响到战略联盟关系,反之,投在职管理者的赞成票至少没有什么坏处。第三,其他股东本能地对反对派“造反”能否成功心存疑虑,习惯于将代理投票权竞争看成是“一时的怪念头”,因此代理投票权竞争中本身存在“逆向选择”问题,为此,反对派必须要通过某种信号机制来凸显自身的意图,比如反对派购入更多的股票,或者作出某种胜利者的承诺,后者的承诺又必须具有法律效力。这也是代理投票权竞争不常得以运用的主要原因之一。庞德指出,以上原因足以阻止能提升价值的代理投票权竞争的发生……这些问题暗示现行的代理投票权制度比起在正确的法律法规结构下更不会提升福利价值。因此,庞德竭力鼓吹要改革现行的代理投票立法。庞德所代表的不仅仅是学术界的一种理论观点。自80年代中期开始,包括加利福尼亚州、威斯康星州、纽约州和新泽西州在内的主要退休基金就积极地进行改革代理投票权制度的院外活动。1989年,加利福尼亚州著名的公共雇员退休保障机构(Calpers)向美国证券交易与管理委员会提出请愿,要求证券交易与管理委员会重新从头大幅度地审核和修改代理投票权法律。Calpers的行动得到了包括全美股东联合会在



内的许多组织的支持。在强大的舆论压力下,美国证券与交易委员会不得不展开对一项为期2年的调查,并最终于1991年6月提出一份改革倡议,建议对现行的代理投票权法规在三个方面做关键性的修改:一是允许所有市场参与者就投票事项进行自由的交流;二是公开代理投票权申请书的内容;三是要求上市公司必须向任何一位股东提供所有股东的名册。上述三项反映美国证券与交易委员会仍只想对现行法规做些修补,显然不想走向改革的极端,但不可否认,这项倡议强化了股东在代理投票过程中的力量,让反对者能够掌握更充分的信息,从而把代理投票权竞争推上公司控制权市场这一现代角斗场的前台。

(四) 恶意收购和反收购之间复杂多变的集团利益博弈衍生出一种公司治理理论和结构构型

这主要是指大量的公司逐渐接纳了诸如“金色降落伞”(Golden parachutes)之类的契约。所谓“金色降落伞”实际上是“(董事会)与管理者的一份旨在当管理人员因控制权的改变选择(或被迫)离职时向管理人员提供巨额补偿的契约协议”。“金色降落伞”的执行必须满足两个条件:其一是公司的控制权发生了变动;其二是管理人员采取“终止服务”行为。平心而论,“金色降落伞”只是对已有的工作合同追加补充条款,詹森把它称作是解雇合同,因为它是给在控制权变动中丢掉工作的管理者的补偿。只不过大家普遍把它贴上“金色降落伞”的标签。“金色降落伞”之所以引起学术界的广泛兴趣在于,究竟“金色降落伞”是符合股东的利益,还是管理者防御收购的一种工具?它被看成有助于帮助解决股东和经理在收购问题上利益矛盾的冲突。

四、上市公司收购与反收购在中国的发展

作为争夺公司控制权的一种重要手段公司收购和反收购也在中国开始被运用。太太药业成功收购丽珠集团、而雀巢公司收购云南蝶泉公司失败正是两个典型例子。特别值得一提的是管理层反收购的行动越来越多地出现在并购之中,并已成为左右并购成败的一个极其重要的因素。但是,由于相关法律、法规不健全反收购收购手段的使用具有很大的“随意性”,没有较为规范的一套运行规则,甚至出现很多暴力事件。在美国,管理层反收购兴起以后,一些投资专家发明了“金色降落伞”、“毒丸政策”、“绿色讹诈”、“反接管《公司章程》修正”、“白马王子”等策略。为了充分发挥公司收购对资产重组的作用,并通过反收购来维护被收购公司股东和管理层的合法利益,我国必须建立起相应的制度。

值得高兴的是,2002年9月28日中国证券监督管理委员会颁布了《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》,这两个办法与《证券法》一起,架构起





较为完整的并购法律体系,对于优化上市公司资源配置、配合国民经济进行战略性结构调整、改善上市公司法人治理结构将起到巨大的推动作用。

(1)上市公司收购有了立法界定,即投资者通过股份转让活动、股份控制关系获得对一个上市公司的实际控制权的的行为。投资者进行上市公司收购,可以采用要约收购、协议收购和证券交易所的集中竞价交易等多种方式进行。允许依法可以转让的证券和其他法律、行政法规允许的其他支付手段作为上市公司收购的对价,解决上市公司收购中可能出现的现金不足问题。

(2)《上市公司收购管理办法》突出强调了诚信义务,不仅原则性地提出相关当事人应当诚实守信,而且强调上市公司控股股东和其他实际控制人对其所控制的上市公司及该公司其他股东负有诚信义务;不仅强调收购人对其所收购的上市公司及其股东负有诚信义务,而且强调上市公司的董事、监事和高级管理人员对其所任职的上市公司及其股东负有诚信义务。

(3)针对现阶段上市公司股权结构特殊,收购主要采取协议收购的方式,《上市公司收购管理办法》也将协议收购作为规范的重点。

(4)系统地规定了上市公司的收购报告制度。任何获得或者可能获得对上市公司的实际控制权的收购人,都必须及时向证监会提交上市公司收购报告书,并履行相关的信息披露义务。

(5)《上市公司收购管理办法》强调了被收购公司董事会以及独立董事的义务,要求被收购公司董事会编制报告,就是否接受要约向股东提出建议。同时,还要求董事会聘请财务顾问,对被收购公司的财务状况进行分析,对收购要约的条件是否公平合理等事宜提出专业意见。独立董事应当就相关事宜单独发表意见。

(6)《上市公司收购管理办法》强化了中介机构在上市公司收购中的作用和责任。由于持股变动往往是上市公司实际控制权发生转移的前奏,因此中国证监会在发布《上市公司收购管理办法》的同时,还配套制定了《信息披露办法》。

《信息披露办法》通过对股份持有人、股份控制人、一致行动人的界定,规定了信息披露的主体、时点、内容和格式,强化了持有、控制上市公司大额股份的股东的信息披露义务,避免在股权转让过程中内幕交易的产生,保护了中小投资者的利益。

值得关注的是,这两个《办法》在最后增加了监管措施方面的规定。对于违反相关规定的行为,按照四种不同的情况进行处理。首先从诚信自律的角度出发,相关当事人应当主动改正;其次,由一线监管部门依据有关的业务规则要求其改正;第三,如果相关当事人拒不改正,由中国证监会责令改正;最后,如果违反有关法律、行政法规的规定,构成





了证券违法行为,将依法追究其法律责任。

《上市公司收购管理办法》还规定,在聘请具有证券从业资格的独立财务顾问就被收购公司的财务状况进行分析的问题上,如果收购人为被收购公司的高级管理人员或者全体员工时,应当由被收购公司的独立董事聘请上述中介机构。《上市公司收购管理办法》的上述规定至少认可了管理层收购。另外《上市公司收购管理办法》虽然没有明确说明禁止进行反收购,但是《上市公司收购管理办法》规定,被收购公司的董事、监事、高级管理人员不得针对收购行为采取损害上市公司及其全体股东的合法权益的措施,相关措施必须事先经过股东大会批准。但是由此产生的问题是,面对恶意收购行为,上市公司管理层如何采取正当防卫措施以保护上市公司利益和中小投资者利益呢?这是需要进一步考虑的问题。

第三节 经理市场

一、经理及其在公司运行中的职能设定

“经理问题”可以追溯到1776年亚当·斯密的《国富论》,在此书中亚当·斯密提出了对经理为受雇业主工作积极性的担忧,而且这种担忧几乎占据了之后的100多年。到了1904年制度学派创始人凡勃伦(Veblen)发表的《企业理论》那里,该问题被初次提升为所有权与经营权相分离的理论^①。而由一位法学家伯利(Berle)和另一位经济学家米恩斯(Means)于1932年完成的经典著作《现代公司与私人财产》^②,则第一次对所有权与经营权分离后产生的委托人(股东)和代理人(经理层)之间的利益背离作了法学和经济学的分析,论证了被他们称之为“经理革命”的公司权力结构。

(一)大陆法的表达

“经理”一词,在大陆法国家的立法、学说与判例中含义相当复杂。采民商分立立法例的国家和地区(如德、日、韩、中国澳门等),一般在商法典总则中对经理作出规定;而采民商合一立法例的国家和地区(如意大利、瑞士、中国台湾等),则一般在民法典中对经理

① 李健. 公司治理. 北京: 经济科学出版社, 1999. 24

② 伯利(Berle)和米恩斯(Means)在其合著的《现代公司与私人财产》中,通过对美国200家大公司进行的实证分析后,认为现代大企业的管理权已经不可避免地从私人所有者手中转移到具有管理技能的经理人员手中。并指出,股份公司的发展导致了所有权与经营权的分离,这是20世纪头等重要的变化,是一场“经理革命”。





作出规定。依照日、韩商法典的规定,经理人属“商业使用人”^①范畴,与商人不是同一概念,他是“给予代替营业主而行使营业中一切裁判上和裁判外行为权限的雇佣人。”^②德国商法典虽未对经理作出明确定义,但据“经理权只能由营业的所有人或其法定代理人,并且只能以明示的意思表示授予”^③的规定,经理应与营业主有别。我国澳门地区商法典则对经理作了较清晰的解释,认为“经理系指商业企业委任以经营企业之人,该委任得按商业习惯以任何职务名称为之。”^④这一解释具有独到之处,其价值在于把握了经理地位的实质意义,不因名称形式而否定具有实质经理地位的人的身份。从这个意义讲,经理是法律创制的“人”,其身份特性为法律所赋予,而不符合法律标准的“经理”则徒具经理的外壳而已。与商法典不同的是,民法典从契约角度来解释经理的地位。如《意大利民法典》在劳动编中将经理定义为“接受企业主的委托经营商业企业的人”^⑤。我国台湾地区“民法”仿效瑞士债务法,同样在债编中对经理作了规定,认为经理“有为商号管理事务,及为其签名之权利之人”^⑥。

以上两种不同立法例,体现了经理地位表述的细微差异。商法典从组织法角度试图将经理与商人区分开,带有较强烈的主体色彩;而民法典从行为法角度试图解析经理与商人的关系,以契约关系取代经理的身份关系。这种表述上的差异,隐含着不同的立法价值取向:前者对经理地位的安排更多地侧重于强制性规范,以满足经理的权力保障;而后者将经理置于契约当事人地位,侧重于任意规范,赋予经理以契约上的权利。比较而言,商法典强调了经理的自由决定权和经营判断力,从而使经营更专业、更有效率;而民法典更多地负载了安全理念,使所有者保持了营业控制力,实现所有与控制的紧密结合。立法模式固然是法律的一种编纂技术,但它并非纯粹的立法技术,其中必然包含立法的价值观念。商法典有关商人法的一般规则,无疑解决了在民法主体规则和商人具体形态法之间缺少过渡规则的问题^⑦。在此基础上确立经理的法律地位,有助于商事法主体的制度设计、权力安排及有效运作。但需指出,商法典一般规则意义上的经理与公司治理结构中的经理究竟是一种什么关系,是值得探讨的。正如有的学者所言:“公司经理虽属

① “商业使用人”是日本法和韩国法上对高级职员的特有表述,范围除了经理人之外,还包括表见经理人、被委任某种类或特定事项的使用人以及出卖物品的店铺的使用人。

② [日]龙田节编. 商法略说. 谢次昌译. 兰州:甘肃人民出版社,1985:3.

③ 德国商法典第48条(1)。

④ 澳门商法典第64条(1)。

⑤ 意大利民法典第2203条。

⑥ 我国台湾地区民法第553条。在《公司法》中经理人属于职务范围的公司负责人之一。

⑦ 王保树. 商法的实践与实践中的商法. 见《商事法论集》3卷. 北京:法律出版社,1999



商法上经理人,但商号与公司在制度设计上的截然不同,公司经理的权限亦有别于商号经理人,其法律含义也应反映这一区别。”^①笔者认为,对经理地位的研究确实应注意到这方面的问題,但同时正如我国澳门地区商法典所指出的那样,判断经理的地位,不以实践中的名称为准,而应以法律上的界定为据。

(二)英美法的表达

据美国出版的《MBA 词典》：“经理”(Manager),是指组织中负责监管他人工作的成员^②。我国公司法的英文标准译文同样使用了这一语词。然在英美法上,对“经理”的理解并不那么简单,尤其是其外延在成文法和判例中还有着一定差异。如:在判例法上,经理一词的用语曾被表达为“Manager”,意指一个被选任用来经营、指导或管理他人或公司及其分支机构事务的人,他被授予一定的独立经营权。按英美法院的判解,“经理”这一称谓本身就隐含着总的权力和允许合理的干预。显然,这一解释与大陆法的规定基本一致。但在英美成文法上,经理一词往往被包含在“Officer”(高级职员)这一概念中,对具体执行董事会的决策,并负责公司的日常经营管理的人员统称为“高级职员”。按《布莱克法律词典》的解释,高级职员包括公司总裁、副总裁、司库、部门经理等^③。然而在公司法的具体规定上,有的笼统地规定为高级职员,并不指明其具体构成人员,如英国公司法即属如此,而有的则列出一些关键的高级职员名称,如美国纽约公司法 715 条规定,公司可选举或任命一位“总裁”(President),一位或数位“副总裁”(Vice-President),一位“秘书”(Secretary)和一位“司库”(Treasurer)或“财务主管”(Chief Financial Officer)^④。所以有学者认为,高级职员这一名称的界线是不明确的^⑤。正由于传统公司法中具体规定的高级职员的称谓已远不能包罗现代公司的组织结构和人员编制,所以美国有些州的公司法干脆取消了有关高级职员的具体规定。例如:美国特拉华州公司法第 142 条规定,允许公司在章程中自行规定高级职员的任何职务称谓。这一点与我国澳门商法典有异曲同工之效。同样,美国《示范公司法》1991 年修正本虽对“高级职员”作了专章规定,但也未对高级职员的职衔作出具体的规定。英国《公司法》则在历次修改中保持原有的特点,依然笼统地使用“职员”一词。有些判例认为,经理或高级职员的含义应随环境和立法目的而变化^⑥。

① 王丽玉. 公司经济人制度之研究. 辅仁法学(10)

② Daniel Oran and Jay M. Shafritz, The MBAs Dictionary. Publishing Company, Inc. 1983. 253

③ Blacks Law Dictionary, fifth Edition, West Publishing Co. 1979. 307, 97

④ 胡果威. 美国公司法. 北京:法律出版社,1999年. 170

⑤ [美]罗伯特·C·克拉克. 公司法则. 胡平等译. 北京:工商出版社,1999. 84

⑥ 何美欢. 公众公司及其股权证券(上)北京:北京大学出版社,1999. 338



二、经理及其治理意义

作为为一定目标而设定的职位经理具有相应的职能。作为一种特殊的人力资源,经理对于一个企业的发展具有关键性意义和作用^①。因此,从一定意义上讲,企业之间的竞争归根到底是它们的经理和组织之间的竞争。一家公司的成功主要决定于其管理层级制的质量。而决定公司经理层有效工作的基本因素有两方面:一是经理层的结构。经理层的结构,直接关系到整个经理层是否具有足够的能力来负责处理公司生产经营中面临的各种情况。合理的经理层结构能够确保公司进行高效的运转。经理层结构的基本形成因素比较多,但基本的无外乎以下一些因素,如年龄、知识、经历、专业等。二是作用机制。良好的作用机制,是促使公司经理层最大限度地发挥潜力的“催化剂”。公司经理层的作用机制,包括动力机制和惩罚机制。经理层的动力机制,又称为激励机制。它是通过一系列激励措施而产生的一种来自公司内部的公司经理层工作积极性的调动力量,如股票期权等。惩罚机制,是通过相应的制度安排而产生的一种从公司外部促使公司经理层努力工作的作用机制。

经理市场是公司经理层惩罚机制形成的基本因素。经理市场既是经理市场又是经理资源的“储存库”,更是经理资源要素进行交换的专门场所。完善的经理市场的存在,对于公司治理的制度性价值在于它能为公司提供现存的可供替代现任经理的经理性资源要素和方便廉价的实现机制,或者说,经理市场为公司随时获取经营管理资源提供了一个免费的“博弈”场所。这一“无形之手”所形成的现实压力无疑会促使任何一个不愿被“炒鱿鱼”的经理人员更加关注公司的发展。

三、经理市场对公司治理的作用

作为一种制度安排经理市场不仅为经营性人力资源要素的重组和交易提供了场所,而且对公司的治理绩效发挥着突出的作用。具体表现在以下几个方面。

^① 法国古典管理理论代表人物法约尔认为,经理具有5项职能:计划、组织、指挥、协调和控制。后来,路瑟·古利克(Luther Gulick)对法约尔的观点进行了发展。他认为经理的职能应有7个方面。第一,计划(Planning),即制定出所要做的事以及方法的大致纲要,以便实现企业所确定的目标。第二,组织(Organizing),即建立正式的权力结构,以便为了确定的目标而把所属的各个单位予以安排、确定职责并加以协调。第三,人事(Staffing),即全部人事职能,包括录用和培训工作人员,以及维持良好的工作条件。第四,指挥(Directing),即对以下这些持续工作作出决策,并以特别的和一般的命令和指示使之具体化,并作为企业的领导者来行事。第五,协调(Coordinating),即把所有的工作的各个不同的部分相互联系起来。第六,报告(Reporting),即向经理应为之负责的人报告事情的进展情况,并使自己及下属通过报告、研究和视察而得到有关的信息。第七,预算(Budgeting),即对以财务计划、会计和控制等形式表示的同预算有关的事项进行负责。这些职能可简称为“POSDCORB”。巴纳德(Barnard)在其著作《经理人员的职能》一书中把经理人员的职能概括为:“第一,为系统提供信息交流;第二,促进必须的努力的获得;第三,树立和确定目标。”



第一,能形成一种竞争环境。市场的基本特性,决定了所有的经营性人力资本的所有者均可以自由地进入经理市场参与竞争。资本所有者拥有最终控制权,可以决定经理人员的去留。这主要通过管理劳动市场的竞争来实现。在该市场,经理个人人力资本价值的大小取决于过去工作的综合表现,即声誉。在职经理除面临公司外部管理劳动市场的竞争外,还面临来自部下的竞争。这些都促使经理人员去努力工作。法马认为,经理(作为劳动力的特殊部分)市场的竞争对经理施加有效的压力。如果一个经理把企业搞得一塌糊涂,那么在经理市场上,他的人力资本就会贬值。赫姆斯特罗姆(Holmstrom)的研究也显示,假定经理的实际能力未知,并且假定时间是无限的情况下,经理有可能努力工作,尽管没有任何监督。因为,由于市场会根据他过去的表现,对他未知的能力作出估计。虽然在均衡点上,市场有可能会被欺骗,但是由于经理害怕市场对他作出不利的判断,从长远利益考虑,他会努力工作。这个模型的一个有趣结论是,一旦某经理得知市场已掌握了他的真实能力,他就不会努力工作了。因此,经理努力工作完全是为了给市场留下好印象。

第二,能提供一种优胜劣汰机制。经理市场的一个重要功能就是使经营性人力资源得到最优化配置,只有使用价值高的经营性人力资本的所有者,才能获得好的经营管理机会,而那些使用价值低的经营性人力资本所有者,只能得到一些回报率相对比较低的机会。衡量一个具体的经营性人力资本所有者使用价值高低的一个重要指标是他过去的经营业绩。因此,凡是过去业绩好的经理人员将在经理市场的竞争中占有有利地位,而那些经营业绩差的经营管理者将难以获得好的机会,甚至可能被淘汰出局。

第三,能提供一种机制,使每位进入市场的经营性人力资本所有者的全部能够体现其经营管理素质的信息资料得以充分披露,从而形成强有力的信息压力。

第四,能为公司所有者及时更换不称职经营者提供便捷有效的途径。正是由于经理市场的这些功能和作用,使得在任的经理管理人员不得不更加努力地工作和更加关心公司的发展和股东的利益。

在一个有效的经理市场上,能力低下的经理将受到冷遇,而经营有方的经理则会得到较快的晋升和优厚的待遇。斯蒂格勒和弗里德曼曾指出,经理人员享有对自己管理知识的产权和支配权。他们可以在高级劳务市场上自由地出卖自己的知识和能力。市场在选择人才时,主要是根据他过去的经营业绩和表现来判断其人力资本的价值或经营能力的高低,并以此作为取舍的基本依据。如:1993年IBM公司就根据其以往的经营业绩和聘用和约所要达到的目标而给新任首席执行官(CEO)郭士纳77万股股票期权,其潜在收益约为8000万美元。

第四节 建立以上市公司收购为核心的公司控制权市场

一、积极推进战略性收购

截至 2002 年 7 月,我国境内上市公司数量达到 1 187 家,已是 1990 年的 118.7 倍。据中国证监会统计,目前沪深两市仅发行 A 股的上市公司有 1 050 家,仅发行 B 股的 24 家,同时发行 A、B 股的 86 家。境外上市公司(H 股)共 66 家,仅发行 H 股的 39 家,同时发行 A、H 股的 27 家。境内上市公司市价总值达到 45 794.37 亿元,流通市值为 15 063.82 亿元。地域分布覆盖了除台湾省之外的全国各个省、自治区、直辖市;产业结构逐渐转向以机械、冶金、化工、电子等基础原材料工业、支柱产业以及交通能源等基础设施产业为主导。近几年来,虽然收购上市公司的数量在逐年增加,但其中有很多公司重组失败,控股权被多次转让,收购具有明显的投机性。为此,今后我国上市公司收购的一个重要原则是推行战略性收购和实质性。战略性并购是相对于财务性并购而言的,更多是从并购目的如双方是否有产业整合价值来区分的。而实质性重组是相对于报表重组而言的,主要是从资产置换的规模等角度来界定。

近一段时间,在上市公司中发生不少并购事件,其中既有民营企业、外资企业对上市公司股权的收购,也有上市公司收购其他上市公司或非上市公司的股权或资产,还有的是上市公司投巨资进行横向并购以实现战略性扩张,更有一些上市公司的经营者进行管理层收购(MBO),并购出现了一些新的动向,并预示着一种新的并购趋势。这种新的并购动向比较显著的特征是并购具有规模的扩张性以及战略性,如广州控股花 14 亿元购买沙角 B 电厂。广州控股最终以令人费解的 14 亿元高价买下这部分股权,实现了我国电力股权单项标的的最高金额。虽然出价之高令人费解,但事实上,无论从广州控股所处的电力行业即将发生的重大变革来看,还是它所处的广东省的电力环境的变化来看,广州控股的高价收购电厂与实现横向扩张的意义都很深远,已经超出了前几年概念炒作、题材挖掘等比较肤浅的资产重组内容。

二、大力推行外资收购

事实上,如果以 1995 年北旅股份开外资并购先河至今,上市公司中的外资并购已悄然走过了 8 年光景。这段看似短暂的历程大致可以分为探索期(1995~1998 年)、培育期(1998~2001 年)和发展期(2001 年至今)三个阶段。这三个阶段都出现了具体案例以及



鲜明特点。由于巨大的市场吸引,事实上外资早已对中国企业和中国资本市场虎视眈眈了,只是由于我国的相关政策上的限制使外资对中国资本市场的介入只能采取迂回的方式。但对于一些质地良好的非上市公司,则已经祭起了收购的大旗。随着《上市公司收购管理办法》的出台,外资收购必将成为我国公司收购的一大特点。外资收购的发展在中国具有特殊的政策意义和制度价值。

(一)有利于优化国有企业的产权结构,从而有力地推进国有企业的深层次改革

国有股权的大规模转让和连续交易,会形成一个独立于A股市场之外的上市公司控制权交易市场,形成国有股权公允的市场价格,确保国有资产的保值增值。

(二)有利于提升我国上市公司的治理水平

企业竞争分为三个层次,即产品市场竞争、资本市场竞争和公司控制权市场(兼并购市场)竞争。外资并购对于推动我国公司并购重组以及解决“一股独大”问题无疑具有积极意义。

(三)外资收购有利于吸引外资

为了配合《上市公司收购管理办法》实施,国家外经贸部正在起草《境外投资者向境内企业参股或购买资产管理办法》(简称《办法》),并将在近期颁布。《办法》对外资并购境内企业或购买资产的原则、程序、审批作出规定。两个《办法》的出台无疑会完善我国利用外资的形式,增强利用外资的能力。

(四)有利于提升我国上市公司的价值和国际竞争力

利用外资并购重组是国家实行产业结构调整、完善资源配置、提升本国竞争力的重要途径,也是拓展证券市场深度与广度、提升公司价值增长的主要渠道。推动和实施上市公司并购,有利于优秀的企业尽快进入市场。从19世纪美国洛克菲勒标准石油公司、通用电器公司、福特汽车公司和杜邦化学公司的发展,到20世纪的微软公司和思科公司的快速成长,再到本世纪初美国花旗旅行者集团、时代华纳集团等超巨型公司的诞生,都和并购有着密不可分的关系。可以说,几乎没有一个大型企业不是通过某种程度某种方式的并购成长起来的。到目前为止,在全球经历的四次并购浪潮中,每一次的增长幅度都近一倍。目前,收购兼并和重组以及公司控制活动已日益成为一种新的经济发展与结构调整的力量。

(五)有利于提高我国证券市场的开放程度和与世界证券市场的接轨

对外商并购上市公司问题,我国曾经有过反复,尤其是1995年9月开始实行的《关于暂停将上市公司国家股和法人股转让给外商的通知》(简称《通知》),限制了外商进入和收购上市公司的渠道和途径。《通知》的颁布,打开了外商进入我国资本市场的大门,



理顺了外商收购兼并上市公司的渠道,对引进外资和先进的技术及管理模式,提高上市公司业绩,优化股权结构,推动我国经济结构战略性调整和产业升级有着重要的意义。

但外资并购也会带来一些负面影响,应引起高度重视并采取相应的对策。外资并购中最为重要的是垄断问题。因为,目前已经在我国证券市场上市的公司基本上都处于所属行业的前列,甚至龙头地位,而跨国公司收购这类企业获得控制权之后,不仅可以迅速占领市场,还往往导致我国的产业结构和产业安全发生无法预见的变化。因此,我们必须依照国际惯例,在借鉴别国经验的基础上,建立一套适合中国情况的外资并购安全系统。

(一) 借鉴国外的相关立法经验,尽快出台《反垄断法》

作为规制市场结构的基本法律,《反垄断法》对产业结构和合理化以及企业间的公平竞争起着重要的作用。《反垄断法》应规定外资并购不得有悖于我国产业政策、法规,对其出资比例、市场占有率等也应作出明确的规定。禁止行业、地区垄断,禁止企业并购中的非法融资、欺诈舞弊行为,同时进一步细化《反不正当竞争法》,以完善我国竞争法体系。

(二) 建立恶意收购阻却机制

为了维护合资企业中各方的合法权益,防止合资企业被外资逐步控制,我国应建立反恶意收购机制,并明确规定:第一,当合资企业的一方单方面要求增加资本,并且增资的数额(一次或多次增资)会导致控股发生变化时,必须经过合资企业董事会全体成员的一致同意。设定这一程序的实质是赋予合资企业中中方成员对外方成员恶意增资的否决权;第二,如果合资企业确实需要增加投资而中方又无力增加资本时,可以考虑由银行来提供金融支持,追加相应比例的投资。

(三) 建立专门外资并购反垄断行政体制

鉴于目前我国对外资审批管理和产业管理分属不同的部门,有必要在收购审批中增加适当的审批程序或审批内容,明确规定假如我国有关行政部门在审批中发现某项外资收购会影响我国国家产业安全、对我国产业可能造成垄断、破坏公平竞争环境时,有权制止该项收购。如果收购已完成,可以解除收购或强制外资向国内相关企业出售其持有的股份,弱化其对该企业的控制地位。

(四) 强化信息披露,增加外资并购中的透明度

为了保护中小投资者利益,应按照WTO原则要求,外资收购方和上市公司按照中国证监会、交易所的有关政策履行充分、及时披露有关信息的义务,对于达到强制要约收购触发条款的收购,强制其进行全面要约收购,对于未按照法律、法规及相关规范性文件进



行信息披露的外商投资企业或跨国公司,由证监会及证券交易所实施监管和违法处罚,以保障外资并购行为的规范运作。披露的主要内容包括:1. 目标公司接到的或觉察到的所有有关收购信息,如大量持股变动。2. 目标公司的真实经营状况。3. 收购公司对目标公司管理层的许诺。此项内容还应写入要约文件中。4. 收购人的收购意图、收购要约以及与收购有关的信息,特别是收购人的财务信息。

三、实行支付多元化,促进并购进程

由于过去实行现金支付,要求收购方有高额现金准备,从而限制了大规模收购活动的开展。为了有效地推行我国的公司并购,必须建立包括“可以转让的证券”支付手段在内的多元化的支付制度。支付手段的多元化将使收购方有更多选择,更主动,使大规模收购成为可能。同时,不必要再进行资产—现金—资产的多次转换,使收购更有效率,也使收购方式更加丰富与变化,催生新的收购技巧。支付手段的多元化还可以增强收购方的支付能力,同时也加大了收购方的义务与责任,有利于加强收购方对上市公司持续经营的关注,减少投机性收购、恶意掏空上市公司的动机。

四、加强宏观调控,促进产业结构优化

对于上市公司的并购,特别是国有上市公司的并购,国家必须进行宏观调控,将外资和民营资本引导到需要大力发展的产业和地区,逐步优化我国的产业结构和区域经济结构。对于有利于产业结构优化和产品升级换代的并购应给予大力支持和相应的政策优惠;属于引进新产品、新技术和新工艺,促进产业结构和产品结构调整的并购;属于农业新技术、农业综合开发和能源、交通、重要材料范畴的并购;属于采用高新技术、拓展新产业领域的并购;属于综合利用资源和再生资源以及防止环境污染范畴的并购;有利于提高产品技术升级、开拓国际市场的并购;有利于提高企业管理水平、利用现有资产存量提高企业经济效益的并购;有利于国有企业重组、改组的并购。

五、颁布配套文件,规范上市公司收购行为

为了有效地规范我国上市公司的收购行为。中国证券监督管理委员会于2002年9月28日发布了《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(两《办法》从12月1日起施行)。这两个部门规章的颁布标志着以充分信息披露为基础,保障投资者权益与规范、促进上市公司收购并重的上市公司收购法律框架基本形成,是证券市场规范发展的又一重大举措。为了配合这两个《办法》及有关法律、法规的实行,证监会应尽快发布与上市公司收购有关的配套文件及一系列规范并购重组的法律法规,以构造出一个完整的上市公司并购重组法律监管体系,实现并购重组的良性发展。这些配



套文件至少应包括以下几个方面：第一，有关上市公司收购及持股变动报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书内容与格式指引，豁免要约收购的申请文件内容与格式指引，以及上市公司并购委员会工作指引等的配套规定；第二，有关外资收购、定向发行、股份回购、吸收合并、征集投票权等行为的配套规定，如《上市公司吸收合并试点意见》等；第三，有关支付手段的配套规定，如《上市公司以股份置换资产试点意见》、《上市公司股份回购管理办法》等；第四，有关公司控制权转移、重大关联交易等重大事宜的配套规定，如《公开征集上市公司股东委托代理投票权试点意见》等；第五，有关上市公司并购审批程序的配套规定；第六，被收购公司的应尽义务。主要包括：充分的收购信息披露；对股东选择提供决策支持；争取对股东最有利的被收购条件；收购双方管理层共谋禁止。





第十八章 公司外部治理结构

——强制信息披露

第一节 公司信息披露及其治理功能的法理学分析

一、公司信息披露的制度功能

(一) 公司信息披露是保护投资者利益的重要前提

一般来说,任何一个上市公司投资者进行投资的根本目的都是为了实现其自身利益。为此,他就需要为作出投资决策所必要的证券发行公司的信息。因为:首先,信息披露可以为投资者作出是否在某特定公司投资提供信息支持,以使投资者作出准确的判断。这种信息的透明度越高,投资者作出准确投资判断的可能性就越大。其次,它可以为投资者投资于公平价格的证券创造最基本的信息条件。而公开性的证券市场是形成证券公开价格的基础。公司信息公开,尤其是提供确实的、正确的信息,理应是公开性证券市场的本意之所在。美国参议院银行及货币委员会在有关1934年证券交易所的报告书中就指出:“所谓自由而公开的证券市场的观念,应指买方和卖方对于公平价格的形成能作出有素养判断而行为者而言。如由于公司信息的不确实、不正确或不完全而使投资者的判断发生偏差,则市场价格就不能反映需求与





供给的正常活动。”^①所以,证券公平价格的本质在于证券的价值量,而证券的价值量只能由发行公司的真实、正确、完全的信息反映出来。最后,证券信息公开可以沟通公司的所有者与经营者的联系。在现代股份公司的发展中,由于公司的大型化和大量小股东的存在,公司的所有与经营的分离有了新的发展。一方面,现代科学技术的发展和市场竞争的更加激烈,使得公司经营只能属于由经营者组成的董事会;另一方面,大量仅拥有小额股份的股东很难对公司施加影响,也很难了解公司的经营情况。在此情况下,加强相互了解,就成为调整所有者与经营者之间关系的关键。而公司信息公开恰恰是经营者经营业绩的公开,因而可以在一定程度上满足公司所有者了解经营者的需要,沟通他们之间的联系。正是在这一意义上,财务会计报告的格式、制作方法及其公开已成为关于企业所有与经营分离立法的重要组成部分。

(二) 公司信息披露是防止证券欺诈的重要制度措施

公司证券欺诈是证券法上的一种严重违法行为,它不仅破坏证券市场秩序,侵害社会公共利益,更直接损害投资者的利益。因此,禁止证券欺诈是整个证券法的重要任务。而公司信息披露制度在防止证券欺诈上具有特殊的作用。实践表明,公司信息隐匿是公司证券欺诈产生的土壤。作为证券欺诈的对立因素,公司信息披露是证券欺诈很难逾越的制度屏障。一方面,披露于众的公司信息不为少数人所垄断,这就为公众提供了平等利用的机会;另一方面,由于信息是披露于公司之外,公司经营的透明调节很高,公司发起人、内部关系人和证券承销商的行为很难躲避公众的监督。因此,公司信息披露在防治证券欺诈上有着其他公司、证券法律制度很难代替的功能。

(三) 强制性公司信息披露制度能促使公司向投资者提供全面、客观、确实的信息

公司经营者并没有自愿披露的激励,不论是好消息还是坏消息,均不愿意自愿披露。(1)好消息和坏消息均可以帮助竞争对手、供应商或主要客户更多了解本公司业务情况,使潜在收购者更容易评估公司情况,作出是否收购或何时收购的决定,减少其发起收购的风险和成本。如果单纯是坏消息,不仅影响经营者自身在经理市场的形象,而且会导致公司被收购,自己被赶下台。如果单纯是好消息,也不一定对经营者就好,因为如果经营者希望收购公司,好消息可能抬高收购价格,反倒增加收购成本的。(2)信息披露本身是有成本的,不仅费时费事,而且透明度一高,还容易产生争议和分歧。如果没有披露,大家都蒙在鼓里,反而风平浪静。这就是披露的外部性,没有强制,难以推行。可见,有必要强制公司披露有关信息。“阳光是最好防腐剂,路灯是最好的警察”,正好说明这个道理。强化披露制度的最有力证据还在于,反对披露制度的确没有什么借口。

(四) 信息强制披露具有突出治理功能

^① 王保树:《发行公司信息公开与投资者的保护》,见《商事法论丛》1卷,法律出版社,1997,279



1. 强制披露有助于股东有效地行使表决权

强制披露与公司治理结构最直接的关系体现在它帮助股东有效地行使其表决权。股东要有效地行使表决权,需要知晓公司情况,而强制披露有助于股东全面了解公司情况,做到耳聪目明。在董事和经营者的选择问题上,到底选择新的人选,还是保留现行经营班子,股东在决策时就会胸有成竹,而不是云里雾里,糊里糊涂,不知所措。在公司章程修改、合并兼并、增资减资等重大事项决策时,情况亦然。

2. 强制披露有助于经营者诚信义务的履行

欲知道经营者是否违反诚信义务,股东需要知情。如果对公司情况一无所知,也就无从知道经营者是否违反诚信义务。如果没有强制披露制度,即使发生违反诚信义务情形,经营者也会采取瞒天过海的办法,予以遮掩,不予公开。当然,股东可以代表公司向经营者提起派生诉讼。这是股东的权利,问题是股东对公司情况一无所知或者知之甚微,怎样才能找到充分的证据?如果允许没有充分证据就起诉经营者,容易被部分股东滥用,利用派生诉讼敲诈公司经营者,这种情况时有发生。通过强制披露制度,股东就可以知晓公司情况,借此判断经营者是否履行其诚信义务。如果发现违反诚信义务情形,可以依据证券法予以起诉,而不是公司法,这样对股东更为有利。当然,我们不能期望太高。强制披露只是有助于实施经营者的诚信义务,并不能完全解决诚信问题。究其原因,即使要求公司经营者如实披露情况,但是是否披露以及披露的范围和深度实际上都操纵在经营者手中,经营者还有可能避免披露或者只是蜻蜓点水,避重就轻。

3. 强制披露有助于控制权市场的运行

控制权市场要发挥作用,同样需要充分的信息。信息愈充分,收购者对情况判断愈准确,其所支付的收购价格愈准确,从而有助于增强控制权市场的约束作用。强制披露制度有助于收购者获得更多信息,充分评估目标对象的情况,从而确定是否收购、何时收购、以何种价格收购。如果信息不充分,股价并不准确,潜在收购者可能认为虽然自己可能比现任经营者好,但是股价太高,不值得收购。如果信息充分,股价是准确的,就不至于出现这种情况。此外,披露范围愈宽,恶意收购的威胁愈是可信。现任经营者不至于成天贪图缔造公司帝国,乱铺摊子,虽然为其自身获得了较好的形象,但是公司净现值为负数。只要披露范围足够宽,上述情况就无处藏身,容易被收购。

4. 强制披露有助于公司依靠外部资本市场,从而更多接受证券市场约束

强制披露有助于制约经营者内部融资的偏好,公司更多依靠外部融资,接受证券市场约束,于社会也有益。如果股价不准确,股价过低,经营者可能放弃一些颇有前景的投资项目。如果股价过高,经营者可能投资一些根本没有前景的项目。实施强制披露制度,提高股价的准确性,有助于减少这种问题,节约资本成本。

二、公司信息披露的要件^①

(一) 公司信息披露内容的实体要件

1. 可依赖要件。即公司披露的信息应具有可依赖性

公司披露的信息具有可依赖性,是投资者判断股票或债券投资价值的最重要的前提。而公司信息披露内容可依赖性的核心是它的真实性,即依照法律和证券管理机构规章的规定,应该公开的信息都应该全部予以公开,不能有所遗漏;凡公司披露的信息都必须是对公司经营状况的真实反映,不能有任何虚假和误导。

2. 现时性要件。即公司披露的信息是公司最新状态的反映

公司公布于众的有关本公司最新的事实状态,是投资者对股票或债券投资价值作出判断的重要前提。因此,公司信息披露必须具有现时性,即披露的信息是公司的最新状态。其具体要求有二:一是公司应以最快的速度公开其信息,即经营和财务发生变化后,应立即向社会公众公开其变化状况;二是公司所公开公司信息应一直保持最新的状态。

3. 易用性要件。即公司披露的信息能够最大限度方便投资者利用

公司信息披露制度既然为保护投资者利益所设,其披露的事实就应该容易被投资者所利用。并且,它应成为公司信息公开的有效性要件。它由两个具体要求构成:一是公司公开的信息容易被一般投资者接近和获得。换言之,公司公开的信息应面向所有不特定的投资者,而不应仅面向部分特定的投资者;二是所披露的信息应容易被理解。即能被具有一般文化知识和经营知识的投资者所理解,即公司信息披露的篇幅、所使用的术语及叙述方式,都应该使一般投资者容易理解,而不是只有投资专家才能理解。

上市公司的财务状况、经营成果以及并购重组等重大活动的进展情况,是决定投资者是否投资的重要因素。而现在有些上市公司故意罗列堆砌一些并不相干的数字,以便把真实情况隐藏起来。它们提供的数据报表专业人士都看不明白,中小投资者更是一头雾水。因此,今后在强制上市公司持续进行信息披露的同时,还要求它所披露的信息内容要简明易懂、反映出不同行业之间的差异性,以满足不同投资者的需求。披露方式要尽可能表格化,用语更要浅显易懂。中国证监会已开始和金融类、房地产类以及外商投资企业类上市公司的信息披露上实行这一原则。

(二) 公司信息公开的伦理要件

公司信息公开的伦理要件主要是指它应符合市场的公正性要求,这一要件同前一要件相比,主要体现在信息公开的形式和场合上。换言之,公司信息披露的场合和所采用的形式,对不同的投资者利用信息应是公正的。一方面,投资者有平等的利用公司信息

^① 王保树:《发行公司信息公开与投资者的保护》,见《商事法论丛》1卷,北京:法律出版社,1997:283



的机会 ;另一方面 ,公司信息的利用具有无障碍性 ,即公司披露信息的场合和所采用的形式均不对任何投资者形成障碍。

公司信息披露的伦理要件和其内容的有效性要件是互为补充的 ,相辅相成的。法律对公司披露信息的可信赖性要求和易用性要求 ,无疑也体现在投资者利用公司信息的公正性要求上。而实现公司披露信息的市场公正性要求 ,同样有利于实现公司信息的可信赖性要求和易用性要求。因此 ,公司信息披露内容的有效性要求和公司信息公开的伦理要求都是公司信息公开义务的必要内容。

第二节 公司信息披露制度比较^①

一、公司财务信息披露

美国的证券市场在世界上最庞大、最发达 ,无论其发行市场、流通市场、发行品种、市场容量、市场发育程度等各个方面 ,均是首屈一指。近年来 ,更是呈现出市场规模不断扩大、股票流通性显著增加、市场发育程度不断加深的强劲势头。这种发达的证券市场 ,无不与其公司信息披露范围宽、透明度高息息相关。美国 1934 年《证券交易法》第 13 节要求公司定期向证券交易委员会和证券交易所提交报告报表 ,包括年度报告和季度报告 ,如有要求 ,还需要有独立的公众会计师审查意见。该法还对这些报告的内容和形式作了进一步要求。

英国《公司法》第 238 节和 241 节同样要求 ,公司向股东大会提交年度报告、半年度报告和其他相关报表 ,其最基本的财务报表包括资产负债表、损益表和董事报告。为了避免董事弄虚作假 ,要求独立审计员对其进行审计 ,查明这些报告是否表明公司经营管理的真实状况。关于这些报告和报表的形式与内容 ,除了适用公司法等有关规定之外 ,尚有数不胜数的会计准则。欧盟指令对此有不少规定 ,尤其是第四和第七项指令。从 1981 年开始 ,英国《公司法》对小型公司提交财务报表进一步放松 ,90% 以上封闭公司均为小型公司 ,只需提交简化报表 ,以便维持其隐私。1989 年公司法修订时 ,通过了《放宽对小型公司的规制》的法案 ,允许小型公司成员通过协议 ,选择公司法有关条款对其不予适用 ,包括不召开股东大会年会或每年任命审计员。1994 年开始 ,免除了微型公司的审计报告义务。1994 年约有 1/2 的封闭公司全部或部分免除了其年度报告的审计 ,1997 年

^① 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效益分析. 经济管理出版社, 2001. 431 ~ 444



大约有 45 万家公司免于提交审计报告,大大节省了其经费。值得注意的是,英国《凯得伯利报告》对上市公司提交临时财务报告报表提出了若干建议。凡是采用年度报告和半年度报告的公司,在报告期间应该让股东和证券市场了解公司发展情况,其基本原则是有关临时报告应该全面公开,平等对待所有股东,避免内幕交易。如果公司采用季度报告,对这种临时报告的需求相应减少。如果公司提交临时报告,应同时有资产负债表。虽然不要求对其进行全面审计,但是应由审计员予以审核,并就其审核结果与审计委员会进行磋商。

德国公司的信息披露制度不算发达,公司透明度不高。近年来在各种国际压力之下,取得了突出的进步。与公司治理结构直接相关的是公司业务状况的披露,包括年度报告、中期报告(半年报告)、季度报告和临时报告,年度报告和中期报告为法定义务,至于季度报告,则只是最近成立的 Neuer 市场对其上市公司的要求。德国证券交易所上市公司中有 35 家公司自愿公开季度报告。临时报告则是对公司发生重大情况的报告,视公司是否发生特定情况而定。总体来看,德国证券市场贯彻公开原则不彻底,公司透明度低。

在日本,依据公司法有关规定制作的财务会计文件,须在股东大会召开之前送给股东。对于大型公司,还须将年度资产负债表和损益表的摘要公开。依据《证券交易法》规定,所有报告公司均须每年向公众公开其财务报告 2 次,其方式包括向大藏省和证券交易所提交财务报告,同时在公司营业所在地将其公开。如果公司遇重大事件,如合并,则单独就此进行披露。

法国同样要求公司提交年度报告、半年度报告。为确保这些报告的及时性,法国 1999 年《维也纳特报告》提出了三条建议:第一,如果上市公司不能在会计年度之后 2 个月提交最后年度报告,应至少在会计年度后 1 个月内提交临时年度报告;第二,最后年度报告须至少于会计年度后 3 个月之内提交;第三,如果上市公司不能在半年度结束后更快提交临时半年度报告,最后的半年度报告须至少于 2.5 个月之内提交。

二、公司所有权与控制权信息披露

(一)英美国家

英美国国家证券市场发达,很早就建立了所有权和控制权强制披露制度。美国《1934 年证券交易法》对此就有明确规定;英国最早的所有权与控制权信息披露制度可以追溯到 1945 年,当时的科恩委员会就建议利得所有权须予以披露。美国《1968 年威廉姆斯法》更是规定,凡是持有上市公司发行在外表决权 5% 的股东,均须于 10 日内向公司、证券交易所和证券交易委员会报告。上述股东在其股权上升或下降 1% 时,也须作同样报告。《1934 年证券交易法》第 13d(1)和证券交易委员会 13d—3 规定对披露标准、程序以及对



利得股东的认定,作出了详尽规定。

英国于1993年7月31日将欧盟透明度指令转为国内法律,并于1993年9月18日生效。与欧盟透明度指令相比,英国有关披露方面法律适用于所有公众公司,而不只是上市公司,其披露起点标准为3%(1988~1989年为5%),而低于欧盟披露标准10%。任何人凡是获得公众公司股份达到3%,或者处分同等数额股份,须于2日内报告。所持有股份不论是增加还是减少,只要变更幅度超过1%,均须报告。收到报告之后,公司股份登记册应该在3日内记载上述变动情况。公司董事不管持股多少,均须公开披露其持股情况。如果是上市公司,还需要立即通知伦敦证券交易所公司公告部门。任何人凡是拥有公司股份的3%或者控制10%表决权,均须向公司披露其持股情况。成年人对其配偶、子女或继子女所持有股份自动享有股权利益。如果一个人控制公司或拥有其1/3表决权或其董事习惯上听从其指挥,那么对于该公司所持有的股份,其自动享有股权利益。股权披露义务不仅适用于个人和公司,而且适用于个人和公司所订立的各种表决权协议。如果这些协议涉及的是公众公司,其所持有股份总共达到3%,涉及股东对股权的利用或处分的义务或约束,就需要公开披露这些协议。

早在1968年英国就制定了自律性的《兼并和收购城市准则》,规定任何人凡是持有公司有表决权股份达到30%,必须要约收购其余的股份。收购的价格则是其持股达到30%之日前12个月中,其购买该股份的最高价。如果在4个月之内拥有90%股份的股东均同意出售其股份,收购者有权收购其余10%的股份。

(二) 欧盟国家

欧洲大陆直到20世纪80年代后期才开始实行所有权和控制权披露。欧盟于1988年12月12日公布的《透明度指令》(88-627-EEC),是迄今惟一为披露控制权资料规定统一条件的欧盟指令。《透明度指令》规定,任何自然人或法人只要其所持有的表决权达到、超过或因下降而低于10%、20%、1/3、50%和2/3,应该在7日之内通知公司和主管机关。上述标准是上限,各个成员国可以降低标准。各个成员国相继将其转换为本国法,但德国直到1995年才予以施行,不仅是欧盟成员国中最迟实施《透明度指令》的国家,而且为所有权和控制权披露开列了诸多例外。

1. 法国

法国于1989年8月2日将欧盟《透明度指令》转化为法国法律。披露标准分为5档,即5%、10%、20%、1/3和2/3。凡是持有表决权达到上述标准的公司,均须在15日内报告公司,5日内报告主管机关,即证券管理委员会(CMF)。

2. 比利时

比利时于1989年将欧盟《透明度指令》转化为本国法律,制定了《所有权披露法》,在1991年修订《公司法》之时,也在收购方面作了新规定。该法虽然名为《所有权披露法》,



实际上是针对控制权。凡是股东持有控制权达到或超过 5% ,或获得或处分之后 ,其所持有表决权不论是上升还是下降 ,只要是 5% 的倍数 ,均须向设在布鲁塞尔的银行和金融委员会报告。比利时立法的重要特点就是 ,披露义务不限于上市公司 ,非上市公司股东也有披露义务。只不过报告的起点略高 ,即凡是持有 10% 的表决权均须向银行和金融委员会报告。如果其所持有表决权下降到低于 10% ,同样需要报告。不过 ,在实践中非上市公司的报告义务并没有完全得以执行。

3. 意大利

1993 年意大利一项法律要求非上市公司将其每个股东情况公开 ,备案于公司登记机关。该项规定显然不是出于经济方面考虑 ,而是为了打击洗钱犯罪活动。对于上市公司 ,自 1974 年开始 ,意大利法律要求 ,凡是持有上市公司股份 2% 以上均须向证券交易委员会报告。自 1992 年开始 ,意大利法律要求证券交易委员会将其收到的报告 ,立即向公众公开。凡是持股下降到低于 2% ,或变动幅度超过 1% ,均须在 30 日以内报告证券交易委员会。1998 年公司法改革之后 ,仍然维持了 2% 的标准。不过 ,授权证券交易委员会对披露所要求的持股数额或时间作具体规定。根据证券交易委员会规定 ,凡是持股达到 5% 和 5% 的倍数 ,均须在 5 日内报告。上市公司在非上市公司所持有的股份均须公开披露。

4. 西班牙

西班牙于 1988 年制定了《证券市场法》,建立了国家证券交易委员会(CNMV) ,要求上市公司披露有关信息和资料。1989 年 3 月 22 日西班牙将欧盟《透明度指令》转化为本国法律 ,建立了所有权和控制权披露标准。1991 年制定了《有关股份和库存股份收购汇报法》。凡是股东持有西班牙证券交易所上市公司股份达到或超过 5% 及其倍数 ,或下降到 5% 或其倍数 ,均须向上市公司、证券交易所和证券委员会报告。如果是外商 ,还须向外国投资委员会报告。如果是上市公司董事 ,其股份的获得或转让 ,不论数量大小 ,均须向上述机构报告。西班牙《公司法》规定 ,凡是持有或控制上市公司发行股份 10% 以上 ,或增加其股份至超过 5% 及其倍数 ,均须通知该公司。如果不通知 ,该股东不能行使有关股份的表决权。汇报的期限是 7 个工作日之内。

5. 奥地利

奥地利于 1990 年将欧盟《透明度指令》转化为本国法律。根据《证券交易法》第 91 条的规定 ,股票披露标准分为 6 档 ,即 5%、10%、25%、50%、75% 和 90%。其中 ,5% 和 90% 两档为奥地利所增加。披露程序规定在《投资服务监督法》中 ,要求优势股东在 7 日之内向公司和证券交易委员会报告。《证券交易法》还要求公司在 9 日内通过官方报纸向公众公开。

6. 德国



为了实施欧盟《透明度指令》,德国于1995年1月1日实施所有权和控制权披露制度,并于1998年修正有关规定。有关报告程序主要是沿用欧盟《透明度指令》的规定,要求所有报告均为书面形式提交,以书面形式公开。股东通知公司,公司通知证券交易所,进而通知证券市场,需要16天时间。报告标准分5档,即5%、10%、25%、50%和75%。该法对所有权和控制权披露开列了3项例外。①银行委托投票权无须披露。其理由是,《股份法》第135(5)和128(2)要求银行在投票之前,征求客户投票意见,银行在征求投票意见时须向客户提供其建议,如果客户没有反对,银行受此项建议之约束。由于银行须按照事先建议进行投票表决,即按照客户要求进行表决,自己并没有决定如何投票之自由裁量权,这不过是代理而已,银行所行使的委托投票权就不能归为银行自身,故无须披露委托投票权情况。②投资公司的表决权无须披露。虽然披露义务适用于投资基金,但是不影响其所有者或投资证券持有者。投资公司何以免于披露?理由是投资基金为客户最佳利益服务。投资证券持有者之所以免于披露,是因为其不能控制这些证券。实际上,投资基金控制者成为匿名的。③如果一个上市公司的股东不是个人,而是公司、表决权信托或家族,该上市公司所控制的表决权应该归为其所有者。现行立法解释却认为,非上市公司的股份只须追溯到其所有者,如果所有者控制其表决权。这样做的后果是为隐瞒股东真实身份大开方便之门。比如:一个非上市公司有2个股东,各自拥有50%股份,因为平分秋色,谁也没有控制谁,其股份就无须追溯到非上市公司的上一层。虽然事实上这2个股东完全控制了该公司,但按现行立法解释这2个股东均可以心安理得,无须披露其表决权情况。

三、董事和经营者报酬信息披露

强化董事和经营者报酬的披露,提高公司报酬的透明度,有助于公司对股东负责,是制止经营者腐败,领取过高的、与其业绩根本不相称的报酬的重要手段,也是预防和制约交叉董事相互抬轿子、相互在对方董事会上抬高董事和经营者报酬水平的有利手段。各国均开始重视董事和经营者报酬披露,其中以英国的报酬披露政策最为详尽。英国出台的三大报告均有描述董事和经营者报酬披露事宜,其中《格林伯利报告》专门讨论董事和经营者报酬问题,对报酬披露提出了10条建议。这些建议包罗了董事和经营者报酬披露的各个方面,尤其是公司可能玩弄数字游戏的领域,比如股票期权、养老金计划等,技术性很强。有些公司在披露报告中只是要么作一般政策性的陈述,要么运用高度技术性的手段,避重就轻,不作实质性披露。《格林伯利报告》不仅对这些细节和难点分别提出了建议,而且对高度技术性的问题所依据的准则和标准均予以指定,比如养老金的计算须以英国保险行业所发布的有关准则为准。1998年发布的《韩陪尔报告》还要求公司采用通俗易懂的语言,以便行外人士能够阅读。否则,只有分析家才能读懂,这种披露报告





对一般公众没有什么价值。从其他各国政策来看,重点都是关注股票、股票期权和养老金的披露问题。经合组织在《公司治理原则》中,只是原则性地要求公司应及时准确地披露董事和主要经营者的报酬。

四、公司治理结构报告披露

英国开辟公司治理结构披露之先河。《凯得伯利报告》建议,上市公司自1993年6月30日之后起,在年度报告中披露是否遵守其最佳行为守则,如果没有遵守,要说明原因。伦敦证券交易所将其作为上市公司的报告义务纳入上市规则。绝大多数公司披露已经遵从,尤其是最大100家公司执行率几乎达到100%,规模较小的第1251~1550家公司执行率也达到71%。在确立非执行董事多数席位方面,大多数公司董事会已经由非执行董事占据多数席位,公司规模与公司拥有非执行董事人数多寡呈明显正相关关系,公司愈大,愈有可能拥有3个以上独立的非执行董事。对于小型公司,则执行得较差。在第1251~1550家公司中,只有26%全部达到了最佳行动准则标准,只有21%的公司董事会拥有3个以上的非执行董事。在给予非执行董事正式任命书等方面,最大500家公司的大多数已经执行,其他公司较少披露是否执行,公司愈小,愈少披露这方面情况。

受英国模式启发,不少国家也要求公司披露公司治理结构。荷兰在其1997年《比特报告》中要求,公司应该在其年度报告中披露是否遵守该报告所提出的建议。澳大利亚投资经理协会建议,上市公司在其年度报告中,用专节明确披露其公司治理结构政策,包括其所遵守的有关准则。法国1999年《维也纳特报告》要求,上市公司在其年度报告中,明确披露其是否遵守1995年和1999年《维也纳特报告》所提出建议,如果没有遵守,尽可能说明原因。美国的几个著名机构投资者也有同样的政策,CalPER在其公司治理原则和指南中要求,公司应有其自身的书面治理原则,并定期予以评估。CII在《核心政策》中指出,如果公众公司将其治理原则和政策形成书面文字,并予以披露,公司本身、其股东和利益相关者均会受益于此举。经合组织在其1999年5月通过的《公司治理原则》中,明确规定公司应及时准确地披露其治理结构和政策。

第三节 美国上市公司信息披露规则的调整和完善

2002年6月6日,美国纽约证券交易所(NYSE)发布了修订后的NYSE公司治理标准和信息披露要求。应美国证券交易委员会(SEC)的要求,NYSE任命“公司会计责任和上市标准委员会”负责审查和考虑,对在NYSE上市的公司加强公司治理标准和信息披



露要求。2002年8月1日,NYSE董事会通过了由“公司会计责任和上市标准委员会”的提议,2002年8月15日,NYSE将修订后的公司治理标准和信息披露要求提交给了SEC。NYSE将会在NYSE《上市公司手册》的第303A小节中把这些变化编到它的上市公司治理标准中。其中,有关信息披露方面的内容主要涉及以下几个方面。

一、增加了一些新的披露内容

(1)内部会议首席董事的姓名或产生程序必须披露。

根据修订,非管理董事(例如非公司高级职员的董事,不论是否是独立董事)必须定期召开“内部会议”(管理层人员不参加的会议),被选举主持这些内部会议的董事(即首席董事)的姓名必须在年度股东委托书中披露(作为替代性的办法,如果公司没有选举出一个单独的董事负责主持非管理董事的所有内部会议,公司必须披露每次内部会议召开选举首席董事的程序)。

(2)公司必须披露利害关系人与非管理董事内部会议的首席董事或者与非管理董事小组进行直接交流的方式。

(3)独立董事“独立性”的判断依据^①必须披露。

一个董事要满足“独立”的要求,董事会必须肯定地判定该董事与上市公司没有实质性的关系(直接地,或者作为与上市公司有关系的机构的合作伙伴、股东或者高级职员),判定的根据必须在公司的年度股东委托书中披露。董事会可以制定并披露在判断董事独立问题上的详细标准,如果董事会采纳了上述标准,在董事符合上述详细标准时它可以进行一般披露,但是如果董事不符合上述标准时它必须专门解释独立性的判定标准。

(4)审计委员会成员的兼职情况须披露。

如果一个审计委员会成员同时在3个以上上市公司的审计委员会任职,上市公司也没有限制其审计委员会成员可以任职的审计委员会的数量,在所有的情况下,董事会必须判定这种同时任职的行为不会损害该董事在上市公司审计委员会的工作能力,并在年度股东委托书中予以披露。

(5)明确规定了信息披露方式。

^① 根据修订,独立董事的“独立性”可依据以下标准认定。第一,上市公司的前任雇员(除了仅作为公司临时董事长或者临时首席执行官的董事)不能被认定为是“独立的”,除非在他离任的5年后。第二,如果一个董事在现在或者过去的5年内与公司(或者其关联公司)的(现任或者前任)审计人员有关联关系或者受其聘任,不能被认定为是“独立的”,除非在关联或者审计关系结束之后的5年以后。第三,如果一个董事现在或者在过去的5年内是一个兼任董事会的成员,在这个兼任董事会内,该上市公司的执行官同时也在雇用这个董事的另一个公司的薪酬委员会任职,则这个董事不能被认定为“独立的”。第四,为了确保“独立性”,如果有下述“近亲属”(包括配偶、父母、子女、兄弟姐妹、岳父岳母、儿媳女婿、姐夫妹夫、兄嫂弟媳以及其他家庭成员)在公司任职,独立董事必须受5年“冷却期”规定的限制。





上市公司必须在它们的网站上公布它们的公司治理结构指引、关键委员会章程(至少包括审计、薪酬和任免/公司治理委员会章程)以及商业行为和道德守则,并在它们的年度报告中披露:上述信息可以在它们的网站上查找到,如果股东提出请求,也可以获得书面文件。

(6)在 NYSE 挂牌上市的外国私人发行者必须披露其公司治理实践中不同于美国国内公司的重要方式。

NYSE 认为,SEC 规则和 NYSE 政策一直都承认外国私人发行者要受制于不同的管理和披露制度,遵循不同的惯例,协调不同国家的公司治理实践是适当的。NYSE 认为,通过让他们知道在 NYSE 上市的外国私人发行者在其母国的实践不同于美国国内上市公司实践的重要方式,修正后的信息披露要求对于保护美国投资者是必需的。外国私人发行者仅需要简短、一般、概要地提供它们的公司治理实践的重大不同之处(与对这些不同之处进行详细的“项目清单”不同)。

外国私人发行者可以在它们的网站(如果它们的网站可以在美国进入的话)上和(或者)在其年度报告(提供给美国的股东)中提供这些信息(在任一种情况下,披露都必须用英文);如果这些信息只能在该外国私人发行者的网站上找到的话,年度报告中必须写明并提供能够获得这些信息的网址。

二、审计委员会职责中有关信息披露的补充内容

(1)审计委员会应对管理层和独立审计人员讨论年度已审计财务报表和季度财务报表,包括公司根据“管理层对财务状况和营业成绩的讨论和分析”作出的披露进行审计。

(2)审计委员会应讨论收益新闻公告,以及提供给分析家和信用评级机构的财务情况和收益引导(这种讨论可以是一般性的,如讨论采用信息披露的形式和讲座的形式,讨论不需要在收益公告或者公司提供收益引导之前作出)。

三、商业行为和道德守则中有关信息披露的补充内容

每个上市公司的商业行为和道德守则必须要求,对该守则的放弃只能由董事会或者董事会的委员会作出决定并且必须迅速地向股东披露。此外,每个上市公司的商业行为和道德守则都必须包含便于守则有效实施的遵守标准和程序。NYSE 进一步建议,每个上市公司的商业行为和道德守则都必须对公司的规定政策进行记载。这些政策至少包括以下方面内容。

(1)禁止“利益冲突”,为雇员、高级管理人员和董事提供互通公司潜在冲突的方式。

(2)禁止雇员、高级管理人员和董事:1)通过使用公司财产、信息或者职位为自己提供机会;2)使用公司财产、信息或者职位为个人谋取私利;3)与公司进行同业竞争。

(3)确认雇员、高级管理人员和董事在情况出现时有义务将其合法利益垫付给公司。



(4) 要求雇员、高级管理人员和董事保守公司或其客户的商业秘密(包括所有可能被用于竞争或者对公司或其客户有害的非公共信息,如果披露的话),除非披露被批准或者是法律规定的。

(5) 要求每个雇员、管理人员和董事尽一切努力公平地对待公司的客户、供应商、竞争者和雇员,避免通过操纵、伪装、对其享有特权信息的滥用、对实质性事实的错误表达或者其他任何不公平的实践不公平的利用任何人。

(6) 要求所有雇员、管理人员和董事保护公司的资产,确保他们仅以合法的商业目的有效使用。

(7) 主动促进对法律、规则和规章的遵守,包括内部交易法,就内部交易情况规定决定性的影响。

(8) 鼓励雇员向合适的员工报告任何非法或者不道德的行为(包括通过公司保证不允许对善意报告进行打击报复),主动发扬道德行为(包括通过在特定的情况下对采取何种行动有疑虑时,鼓励员工与主管、经理或者其他合适的员工进行交流)。

第四节 我国公司信息披露制度建设现状

一、我国上市公司信息披露监管体制

(一) 我国上市公司信息强制披露规范体系

当前规范我国上市公司信息披露的制度体系包括4个层次,即基本法律、行政法规、部门规章和自律规则。第一,基本法律。1993年12月29日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过的《中华人民共和国公司法》、1998年12月29日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过的《中华人民共和国证券法》,还包括《刑法》等法规中的有关规定。第二,由国务院颁布的行政法规。主要包括国务院于1993年4月发布的《股票发行与交易管理暂行条例》、《股份有限公司境内上市外资股的规定》、《股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》、《可转换债券管理暂行办法》、《证券交易所管理暂行办法》等。第三,国务院证券委和中国证监会发布的规章。主要有:1996年8月21日《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》、《证券市场禁入暂行规定》、《股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》、《关于加强对上市公司临时报告审查的通知》、《关于上市



公司发布澄清公告若干问题的通知》、《证券交易所管理办法》、《上市公司股东大会规范意见》、《前次募集资金使用情况专项报告指引》以及 2002 年 9 月 28 日发布的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》等。第四,自律性规则,主要是指沪深证券交易所制定的《上市规则》。

综上所述,我国已初步形成了以《证券法》为主体,相关的行政法规、部门规章等规范性文件为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度体系框架。该框架从原则性规范到操作性规范,从信息披露的内容、形式到手段,都作出了较为科学合理的规定,基本与国际接轨。

(二)我国上市公司信息强制披露监管主体

目前对上市公司信息披露进行监管的部门主要是中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所和中国注册会计师协会,但各自的职责和权限有所不同。证监会享有最为广泛的权力,也是最权威的监管者,上市公司初次信息披露监管主要由其负责;交易所处于一线监管的地位,主要负责对上市公司持续性信息披露的监管,但其享有的权限相对较为有限,相对而言,中注协对上市公司的信息披露的监管较为间接,主要是通过对会计师事务所的监督和管理来实现。

二、我国公司信息披露制度的基本内容

(一)有关公司信息初次披露的基本规定

所谓公司信息的初次披露,是指公司发行证券时的信息公开,又称证券发行(一级)市场的信息公开。对于公司信息初次披露方式、内容和要求,我国相关法律、法规和规章做了以下相应规定。

1. 公司募集设立时的信息初次披露

(1)招股说明书。它是旨在向社会公众作出募集股份的意思表示,主要用于披露募集设立时的公司的信息。

1)招股说明书的内容。根据相关规定招股说明书应载明以下事项:公司的名称、住所;发起人、发行人简况;筹资的目的;公司现有股本总额,本次发行的股票种类、总额,每股的面值、售价,发行前的每股净资产值和发行结束后每股预期净资产值,发行费用和佣金;初次发行的发行人认购股本的情况、股权结构及验资证明;承销机构的名称、承销方式与承销数量;发行的对象、时间、地点及股票认购和股款缴纳的方式;所筹资金的运用计划及收益、风险预测;公司近期发展规划和经注册会计师审核并具审核意见的公司下 1 年度的盈利预测文件;重要的合同;涉及公司的重大诉讼事项;公司董事、监事名单及其简历;近 3 年或者成立以来的生产经营状况和有关业务发展的基本情况;经会计师事务所审计的公司近 3 年或者成立以来的财务报告和 2 名以上注册会计师及其所在事务所



签字、盖章的审计报告；增资发行的公司前次公开发行股票所筹资金的运用情况；证监会要求载明的事项。招股说明书应以投资者的承诺为目的，因而它须为投资者作出承诺决策提供足够的信息（上述招股说明书的内容，实际上包括了对新股发行的要求）。

2) 连带担保责任。依据《股票发行与交易管理暂行条例》第16、17、18条的规定，发行公司应当在招股说明书的封面上载明：“发行人保证招股说明书的内容真实、准确、完整。政府及国家证券管理部门对本次发行所作出的任何决定，均不表明其对发行人所发行的股票的价值或者投资人的收益作出实质性判断或者保证。”全体发起人或者董事以及主承销商应当在招股说明书上签字，保证招股说明书没有虚假、误导性陈述或者重大遗漏，并保证对其承担连带责任。为发行人出具文件的注册会计师及其所在的事务所、专业评估人员及其所在的机构、律师及其所在事务所，在履行职务时，应当按照本行业公认的业务准则和道德规范，对其出具文件内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。

3) 招股说明书的格式。招股说明书应符合法定形式要件，但形式要件属于操作性的范畴，因而不必由法律或法规作出规定，可以由主管机关的规章规定。依照其技术性规定，发起人制作的招股说明书应包括封面、目录、正文、附录、备查文件5个部分。招股说明书封面必须对上述关于发行人的保证义务和政府及证券管理部门对发行所作决定的免除保证义务作出明确记载。招股说明书的正文应当包括发行人简介，发起人募股的一般情况，预计时间表（如认股书交回截止日期、交款期），投资风险和股市风险分析与展望，筹集资金的运用计划，将来股利分配政策，股票承销事项，公司章程草案的摘录，发起人认购股份的情况，盈利预测及公司将来发展规划等。其附录应包括法律意见书、资产评估报告、会计报表等。备查文件则应包括主管部门的批文、承销协议等^①。

4) 招股说明书的公开地点。发起人及证券承销机构必须在至少一处由证监会指定的全国性报刊上刊登。发行人还须向认购人提供招股说明书。承销机构应将招股说明书备置于营业场所，并履行其提醒认购人阅读招股说明书的义务。

5) 招股说明书的公布期日与时效。发行人应在获准公开发行股票后还应在承销期开始前2至5个工作日期间公布招股说明书。招股说明书有效期为6个月，起算日应为全体发起人或者董事以及主承销商在招股说明书上签署完毕之日。在此期间内，招股说明书既对发行人有约束力又对投资者有效力。招股说明书超过有效期即失去效力，股票发行也必须立即停止。

(2) 认股书。认股书应由发行人制作并载明《公司法》第87条规定应载明的事项，即发起人认购的股份数，每股的票面金额和发行价格，无记名股票的发行总数，认股人的权

^① 中国证券监督管理委员会：《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》第一号





利、义务；本次募股的起止期限及未募足时认股人可撤回所认股份的说明。

2. 公司发行新股时的信息初次公开

新股发行的信息公开包括3项,即公告新股招股说明书、财务会计报表及附属明细表和认股书。其中,新股招股说明书封面上应载明主办人及上市推荐人、包销商、已得到交易所的上市承诺和发行人保证义务与证券管理部门不承担保证责任的重要提示;正文包括释义、绪言、发售新股的有关当事人、发行情况、风险因素、募集资金的运用、股利分配政策、发行人及发行人机关情况、股东的权利和义务、经营业绩、股权结构、债务、主要固定资产、财务会计资料、盈利预测、新股发行后经调整的资产净值、公司发展规划和前景、重要合同及重大诉讼事项;备查文件包括会计师报告、溢利预测鉴证、净资产调整报告、公司章程、包销协议、证券交易所上市承诺书、公司营业执照、重要合同、法律意见书、发行新股的有关批件(如发行B股还应包括国际会计师报告、B股资料备忘录、发行B股的有关批件);查阅地点包括常年查阅地点和发行期间查阅地点。

如果公司采用配股发行方式,公司须遵守证监会颁布的《上市公司办理配股申请和信息披露的具体规定》披露有关信息。

3. 发行债券的公司信息的公开

公司发行债券的公司信息公开与发行股份的公司信息公开的性质相同,应视为公司信息的初次公开。发行公司债券应公告其公司债券募集办法,并载明下列事项:公司名称、住所、债券总额和债券的票面金额、债券的利率、还本付息的期限和方式、债券发行的起止日期、公司净资产额、已发行的尚未到期的公司债券总额、公司债券的承销机构。

(二)有关公司信息继续披露的基本规定

所谓公司信息的继续公开,是指公司证券进入市场流通时的公司信息公开,又称证券流通市场的公司信息公开。公司信息公开的主要法律形式如下。

1. 股票上市公告

根据《公司法》第153条第2款、《股票发行与交易管理暂行条例》第34条的规定,上市公告的内容,除应包括上述招股说明书的主要内容外,还应包括下列事项:①股票获准在证券交易所交易的日期和批准文号;②股票发行情况、股权结构和最大的10名股东的名单及持股数额;③公司创立大会或者股东大会同意公司股票在证券交易所交易的决议;④董事、监事和高级管理人员简历及其持有本公司证券的情况;⑤公司近3年或者成立以来的经营业绩和财务状况以及下一年度的盈利预测文件;⑥证券交易所要求载明的其他事项。

2. 中期报告

根据《公司法》第156条、《股票发行与交易管理暂行条例》第58条的规定,上市公司中期报告应披露以下内容:①公司财务报告;②公司管理部门对公司财务状况和经营成



果的分析 ③涉及公司的重大诉讼 ④公司发行在外股票的变动情况 ⑤公司提交给有表决权的股东审议的重要事项 ⑥证监会要求载明的其他内容。

3. 年度报告

根据《股票发行与交易管理暂行条例》第 59 条的规定,年度报告应当披露以下内容:公司简况;公司的主要产品或者主要服务项目简况;公司所在行业简况;公司所拥有的重要的工厂、矿山、房地产等财产简况;公司发行在外股票的情况,包括持有公司 5% 以上发行在外普通股的股东的名单及前 10 名最大的股东的名单;公司股东数量;公司董事、监事和高级管理人员的简况、持股情况和报酬;公司及其关联人一览表和简况;公司近 3 年或者成立以来的财务信息的摘要;公司管理部门对公司财务状况和经营成果的分析;公司发行在外债券的变动情况;公司的重大诉讼事项;经注册会计师审计的公司最近 2 个会计年度的比较财务报告及其附表、注释;该上市公司为控股公司的还应当包括最近 2 个年度的财务报告;证券监督管理委员会要求载明的其他内容。

4. 重大事件报告

上市公司发生可能对该公司股票的市场价格产生较大影响、而投资人尚未得知的重大事件时,上市公司应当立即将有关该重大事件的报告提交证券交易所和证券监督管理委员会,并向社会公布,说明事件的实质。依《股票发行与交易管理暂行条例》第 60 条的规定,重大事件应包括下列情况:公司订立重要合同,该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响;公司的经营政策或者经营项目发生重大变化;公司发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为;公司发生重大债务;公司未能归还到期重大债务的违约情况;公司发生重大经营性或者非经营性亏损;公司资产遭受重大缺损;公司生产经营环境发生重大变化;新颁布的法律、法规、政策、规章等,可能对公司的经营有显著影响;董事长、30% 以上的董事或者经理发生变动;持有公司 5% 以上的发行在外的普通股的股东,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 以上的事实;涉及公司的重大诉讼事项;公司进入清算、破产状态。此外,重大事件还应包括:公司章程变更、注册资金和注册地址的变更;发生大额银行退票(相当于被退票人流动资金的 5% 以上);公司更换为其审计的会计师事务所;公司公开发行的债务担保或抵押物的变更或者增减;股票的二次发行或者公司债到期或购回,可转换公司债依规定转为股份;公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产 30%;发起人或者董事的行为可能依法负有重大赔偿责任;股东大会或者公司监事会议的决定被法院依法撤销;法院作出裁定禁止对公司有控股权的大股东转让其股份;公司的合并或者分立^①。

① 中国证券监督管理委员会. 公开发行股票公司信息披露实施细则(试行). 第 17 条. 1993. 6. 12



5. 公司收购^①公告

公司收购公告是持股达到法定比例的法人关于持股情况或公司收购信息的披露形式。此类信息公开同前者不同,其信息公开义务人是上市公司股份的持有人,而不是上市公司。

(1)大量持股公告。即持股5%以上的法人的持股情况公告。依照《股票发行与交易管理暂行条例》第47条的规定,任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到5%时,应该自该事实发生之日起3个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。上述持股发生后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的2%时,应当自该事实发生之日起3个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。以上公告应刊登在至少一种证监会指定的全国性报刊上。

(2)公司收购公告书。即持股30%以上的法人的关于公司收购的信息的披露形式。发起人以外的任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到30%时,应当自该事实发生之日起45个工作日内,向公司所有股东发出收购公告,并在此前向证监会作出有关收购的书面报告。收购公告书应当包括(但不限于)以下事项:收购人名称、所在地、所有制性质及收购代理人;收购人的董事、监事、高级管理人员名单及简要情况;收购人为非股份有限公司者,其主管机构、主要经营管理人员及主要附属和所属机构的情况;收购人的董事、监事、高级管理人员及其关联公司持有收购人和被收购人股份量;持有收购人5%以上股份的股东和最大的10名股东名单及简要情况;收购价格、支付方式、日程安排(不得少于20个工作日)及说明;收购人欲收购股票数量(欲收购量加已持有量不得低于被收购人发行在外普通股的50%);收购人和被收购人的股东的权利和义务;收购人前3年的资产负债、盈亏概况及股权结构;收购人在过去12个月中的其他收购情况(收购人对被收购人继续经营的计划;收购人对被收购人资产的重整计划;收购人对被收购人员工的安排计划;被收购人资产重估及说明;收购后,收购人或收购人与被收购人组成的新公司的章程及有关内部规则(收购后,收购人或收购人与被收购人组成的新公司对其关联公司的贷款、抵押及债务担保等负债情况;收购人、被收购人各自现有的重大合同及说明;收购后,收购或收购人与被收购人组成的新公司的发展规划和未来一个会计年度的盈利预测;证券监督管理委员会要求载明的其他事项^②)。收购公告的公布与中期报告、年度报告相同。

① 《上市公司收购管理办法》(证监会2002年9月28日发布,自2002年12月1日起施行)对上市公司收购的原则,有关当事人的权利、义务和责任及监管作了具体规定。

② 中国证监会.《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》22条.1993.6.12



6. 其他信息的公开

依据《股票发行与交易管理暂行条例》第 61 条的规定,在任何公共传播媒介中出现的消息可能对上市公司股票的市场价格产生误导性影响时,该公司获悉后应立即对该消息作出公开澄清,至少应在相同的范围内进行,并将事情的全部情况立即通知证监会和其股票挂牌交易的证券交易场所。实践中,有的公司采用了一些其他形式公开自己的信息。如青岛海尔电冰箱股份有限公司以《研究报告》的形式披露其信息^①。这种形式虽不是法定的,但也起到了向投资者提供公司信息的作用。

(三) 持股变动信息披露

根据《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的规定,投资者持有、控制 1 个上市公司已发行的股份达到 5% 时,投资者预计持有、控制 1 个上市公司已发行的股份超过 5% 的应当按照本办法规定履行信息披露义务;持有、控制 1 个上市公司已发行股份 5% 以上的信息披露义务人,持股变动每达到 5% 的,在该事实发生之日起 3 个工作日内提交持股变动报告书;持有、控制 1 个上市公司已发行股份 5% 以上的信息披露义务人,预计持股变动超过该上市公司已发行股份的 5% 的,信息披露义务人持股变动虽未达到 5%,但导致其持有、控制该公司已发行的股份低于 5% 的,信息披露义务人应按照规定的方式、内容和时间进行披露。持股变动报告书应当载明下列事项:信息披露义务人的名称、住所;上市公司名称;信息披露义务人持有、控制股份的变动情况;持股变动方式;信息披露义务人前 6 个月就该上市公司股份所进行的交易;中国证监会、证券交易所要求予以载明的其他事项。

为了具体实施《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的有关规定,中国证监会 2002 年 11 月 28 日以[2002]85 号文件(自 2002 年 12 月 1 日起施行)的形式,发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 15 号——上市公司股东持股变动报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 16 号——上市公司收购报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 17 号——要约收购报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 18 号——被收购公司董事会报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 19 号——豁免要约收购申请文件》。

(四) 公司信息披露保障措施

公司信息公开对投资者的保护来自 3 个方面:一是发行人及其关系人必须履行上述信息公开义务;二是证券监督管理机关监督发行人及其关系人履行上述义务;三是法律、法规规定了发行人及其关系人违反上述义务的责任。

^① 青岛海尔电冰箱股份有限公司研究报告. 上海证券报,1994. 11. 21(5~6)

1. 违反公司信息公开义务的行政责任

依照《公司法》的规定,制作虚假的招股说明书、认股书、公司债券募集办法发行股票或者公司债券的,责令停止发行,退还所募资金及其利息,处以非法募集资金金额1%以上5%以下的罚款。公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告的,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以1万元以上10万元以下的罚款。承担资产评估、验资或者验证的机构提供虚假证明文件的,没收违法所得,处以违法所得1倍以上5倍以下的罚款,并由有关主管部门依法责令该机构停业,吊销直接责任人员的资格证书。承担资产评估、验资或者验证的机构因过失提供有重大遗漏的报告的,责令改正,情节较重的,处以所得收入1倍以上3倍以下的罚款,并由有关主管部门依法责令该机构停业,吊销直接责任人员的资格证书。同时,根据《股票发行与交易管理暂行条例》的规定,未按照规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务,单处或并处警告、没收违法所得、罚款。有此行为的股份有限公司,情节严重的,可以停止其发行股票的资格;有此行为的证券经营机构,情节严重的,可以限制、暂停其证券经营业务或撤销其证券经营业务许可。

2. 违反公司信息公开义务的刑事责任

根据《公司法》、《证券法》等有关法律法规的规定,制作虚假的招股说明书、认股书、公司债券募集办法发行股票或者公司债券,数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的,处5年以下有期徒刑或者拘役,可以并处非法募集资金金额5%以下的罚款。单位犯有前罪的,对单位判处非法募集资金金额5%以下罚金。并对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,依上述规定,处5年以下有期徒刑或拘役。公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告,严重损害股东或者其他入利益的,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处3年以下有期徒刑或者拘役,可以并处3万元以上20万元以下罚金。承担资产评估、验资、验证、审计职责人员故意提供虚假证明文件,情节严重的,处5年以下有期徒刑或者拘役,可以并处3万元以上20万元以下罚金。单位犯前罪的,对单位判处违法所得5倍以下罚金,并对直接负责的主管人员和其他责任人员,依照前述规定,处5年以下有期徒刑或者拘役。

3. 违反公司信息公开义务的民事责任

依股票发行与交易管理暂行条例的规定,违反本条例规定,给他人造成损失的,应当依法承担民事赔偿责任。但目前,我国法院仅对在证券发行和交易中因虚假陈述所遭受损害赔偿请求予以受理。

第五节 完善我国上市公司信息披露制度的基本构想

我国证券市场虽尚处发展的初期,然而在上市公司信息披露制度建设方面已取得了很大成绩,一个较为科学合理的制度框架已初步建立,实体法规范已基本与国际接轨^①。但同时我们也必须承认,当前我国在上市公司信息披露制度体系上还存在许多问题需要改进,需要进一步完善。

一、完善上市公司信息披露立法形式,建立合理的信息披露规则体系

近年来,围绕上市公司信息披露问题,我国已颁布和出台了一些相关规定。但总体上看无论是立法形式,还是内容上都存在不少需要完善和补充的地方。如上市公司信息披露制度包括初次披露制度和持续披露制度两部分,《证券法》本应将有关发行披露和持续信息披露的条款分别列入专门规定证券发行、证券交易的章节中。但我国《证券法》将关于发行信息披露的第58条、第59条却列入第三节“持续信息披露”之中。严格说来,这种把不同性质的两种信息披露行为加以一并规定的立法框架是欠科学的。为此,必须对相应的立法体例进行调整和完善,使有关信息披露的立法形式更加合理。上市公司信息披露规则体系应至少由以下几个方面的规则构成。第一,由《公司法》、《证券法》等加以规定的信息披露基本法律规定。第二,由《证券发行与交易条例》等加以规定的信息披露专门法律规定。第三,证监会和交易所颁布的信息披露操作规则。

二、充实有关法律责任制度

根据我国的《证券法》及其他有关法律规定,上市公司所有信息披露文件包括招股说明书、定期报告和临时报告均适用于统一的法律责任,符合信息披露法律责任规定的发展方向,这是其先进性的一面,但在许多方面还存在一定欠缺,需要进一步充实和完善。

(1)《证券法》中仅就违反信息披露真实性和准确性的行为规定了民事赔偿责任,而未将违反信息披露及时性标准的行为纳入民事赔偿责任条款之中。从完善信息披露制度、有效保护投资者利益的角度考虑,未规定上市公司信息披露及时性的民事赔偿责任成为我国信息披露立法的一个重大缺陷。

^① 如与2000年及1998、1994年发布的的中报准则相比,2002年发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告》就显得更公正、更准确、更客观。这主要体现在:董事责任愈加明确;披露内容更具灵活性;财务数据要求准确详细;客观评价公司行业状况。



(2)从招股说明书的披露来看,投资者与上市公司之间存在一种契约关系,而严格来说对于定期报告和临时报告的披露,上市公司与投资者并不具有契约或合同关系,因此在界定法律责任归属时,应针对不同人、不同的注意标准而规定不同的举证责任、抗辩事项和损害赔偿范围,目前我国的有关证券法规在该方面并未给出明确规定。

(3)我国现行的有关证券法规规定,违反信息披露规定的责任人要负行政责任、刑事责任和民事责任。但对于披露行为违规如何认定、怎样追究责任人的民事责任、责任人之间的责任如何划分等等问题,几乎没有涉及,或规定得过于原则或抽象,给具体的司法实践带来很大的不确定性。为此,我们建议要加强和细化对证券民事责任方面的规定,建立和完善股东集团诉讼和股东衍生诉讼机制,明确不同违规行为所适用的司法程序,形成一个适宜的、畅通的上市公司信息披露法律责任的追究和惩戒机制。

三、完善部分信息披露标准

最为突出的是信息披露的重要性标准。我国对于信息重要性所采取的是二元标准,即对招股说明书和定期报告适用“投资者决策标准”,而对临时报告适用“股价敏感标准”。这一立法特征体现了当今世界对于上市公司信息披露监管的普遍性理解,不能认为其存在重大缺陷。因为在一个市场有效、监管健全的证券市场中,投资者决策标准与股价敏感标准并不存在必然的冲突,相反在很多情况下是一致的。但是,从理论上讲,投资者决策标准涉及的因素及考虑的范围远比股价敏感标准广泛,证券价格只是投资者作出理性投资决策所考虑的重要因素之一,而其他诸如发行人未来前景、市场整体状况等都是投资者需要考虑但无法为股价敏感标准所容纳的因素,相比之下股价敏感标准显然较为狭窄;另外,投资者决策标准要求上市公司站在投资人的立场上评价信息的重要性从而决定是否披露,此时公司必须考虑的不完全是某信息披露对自身的影响,而更多的是考虑对投资者的影响,更能体现现代证券法“保障投资利益”的精髓,而股价敏感标准仅仅要求上市公司考虑信息对证券价格的影响,虽然价格是影响投资者决策的主要因素,但由于侧重的是价格,因此体现的是买者自负风险原则。因此,投资者决策标准比股价敏感标准更为严格,也更符合现代证券监管的目标。从实践来看,由于重大性标准直接与市场操纵、内幕交易等法律责任密切相关,采用不同标准对受害人的救济程度是不一样的。采用股价敏感标准,受害人必须证明信息披露与证券价格之间存在必然的因果关系。然而由于影响证券价格的因素非常之多,很难断定证券价格与某则信息之间的必然联系,其结果是加大了受害人的举证责任,增加了其举证负担。而采用投资者决策标准,受害人只需证明一则信息足以影响一般理性投资者的投资决策,就可以直接适用民法中业已成形的制度设计,增加了其获得救济的可能性。为此,我们建议将信息披露的重要性标准由当前的二元标准改为统一使用投资者决策标准。



四、上市公司信息披露的手段有待改进

从海外主要证券市场来看,日本、英国和我国台湾等都建立了专门的上市公司信息披露系统,美国、加拿大以及我国台湾还建立了信息披露电子化系统,投资者可以在证券公司营业处或通过互联网等现代化媒介尽快了解上市公司披露的即时信息。目前我国上市公司信息披露的载体主要为指定报刊和指定网站,还未建立类似的专用系统,也未能进行基于互联网的电子化披露,因而影响了信息披露的效率,也在一定程度上增加了信息披露的时间与成本。借鉴海外证券市场经验,我国有必要建立上市公司信息披露电子化系统,利用最新信息技术改进上市公司信息披露的手段。

五、公司信息披露内容的简繁度须进一步科学化

就一般意义而言,公司信息公开的内容越详细越对投资者保护有利。但是,不同的国家的公司法和证券法采取的态度是不同的。美国公司年度报告着重于披露公司的销售和利润情况,而日本公司年度报告则是公开其公司的全面情况,包括公司的生产、经营、资产、财务、股份、人事等。中国目前的规定与日本很类似,当然有差别。我国的要求更细化,而日本的任意性内容,即“证券监督管理委员会要求的其他内容”则比较多。这表明,中国的证券法律制度还未达到很成熟的程度,还需要由证券监督管理机关视其证券市场的实践提出新的充实内容的要求。这种情况,将随着公司、证券法律制度的完善而得到解决。上述还表明,公司信息披露制度的完善状态是同一个国家的证券发达情况密切相关的,证券的实践越充分,法律对公司信息公开内容的要求也越科学。公司信息公开内容的详略不是目的,对投资者的利益给予充分保护才是真正的目的。为达此目的,公司信息披露内容应满足真实、详略适当和不使投资者产生误解或作出错误判断为基本原则。

六、公司信息披露的范围应进一步明确

公司信息公开的内容主要是信息揭示的方面,而公司信息公开的范围则是指公开所涉及的信息文书类别。如何由法律界定公司信息公开的范围,不同的国家采用不同的价值判断标准。以财务信息而言,大致有两类:其一,仅公开财务报告,包括《资产负债表》、《损益计算书》、《营业报告书》及《附属明细表》,并不公开制作这些报表的基础财务资料。中国的公司、证券法律法规采用的是这一立场;其二,不仅公开公司财务报告,也在一定程度上公开制作财务报告的基础财务资料。日本采取的是这种做法。日本商法第283条规定,董事应将《资产负债表》、《损益计算书》、《营业报告书》和关于利润分配或损失处理的议案提交定期股东大会,并将其作为股东大会召集通知的附加文件。财务报告经股东大会通过后,董事会应即时公布《资产负债表》。第293条之6还规定,持有已发行股份总数的1/10以上股份的股东,可以请求查阅和誊写会计账簿和文件。据此,我国



有必要借鉴日本等国的做法。

为规范上市公司信息披露行为,保护投资者的合法权益,经过广泛征求各方意见后,中国证监会于2002年6月正式出台《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告》(简称《准则》)。该《准则》对半年度报告的内容与格式进行了详细规定。半年度报告是中期报告的一种,上市公司今后将遵循该《准则》进行全面、充分地披露。在披露财务数据方面,《准则》规定,上市公司应当对财务报告与其他必要的统计数据以及报告期内发生或将要发生的重大事项,进行讨论与分析,以有助于投资者了解其经营成果、财务状况。同时,公司管理层应当披露分部报告信息,包括主营业务的范围及经营状况。《准则》强调,上市公司应当将报告期实际经营成果与招股上市文件或定期报告披露的盈利预测、有关计划或展望进行比较,有重大差异的,应予以说明并分析其原因。同时,上市公司还应对下一报告期的业绩进行预测,如果预测下一报告期的经营成果可能为亏损或者与上年同期相比发生大幅度变动,应当予以警示。另外,在半年度报告期间有委托理财的,上市公司应进行充分披露。如果更换了会计师事务所的,上市公司应披露解聘原会计师事务所的原因,是否履行了必要的程序。为了维护上市公司的利益,《准则》规定,如果因涉及商业秘密等特殊原因,上市公司确实不便遵循本《准则》某些规定的,可以向证券交易所申请豁免,但是须保证该豁免不会导致对投资者利益的实质性损害。

七、进一步明确信息披露义务人及其责任

公司信息披露义务人是公司法、证券法等规范性文件规定负有就有关公司信息进行及时披露的人。相对于其他国家的有关规定,我国有关法律法规所确定的公司信息披露义务人的范围要狭窄一些,具体规定也比较笼统。同公司信息公开义务人相联系的是公司信息公开的执行人。公司信息能否及时、准确、有效地公开,关键在于公司信息公开的执行人。所谓公司信息公开的执行人,是指在公司信息公开上负有执行义务的人,前述公司信息披露的义务人,是针对公司投资者而言的。而公司信息公开的执行人,则是使公司信息披露得以实现的行为人。日本《公司法》“公司会计”部分明确规定,公司财务会计报告由董事制作并由董事公开。德国《股份法》第78条规定,董事会在法律和法律外的各项事务中代表着公司。可以认为,董事会负有公司信息公开的执行义务。与此规定的方式不同,我国《公司法》第156条、176条仅规定股份有限公司(上市公司)公开财务会计报告或将其置备于本公司。换言之,它仅规定了信息公开义务人,并没有明确规定由何人公开公司信息。但从董事会的地位而言,董事会是公司的业务执行机关和日常经营决策机关,它应对股东大会负责,理应执行公司信息公开的职责。但董事会是一个合议体,还必须要由有代表权的人签字方能公布其财务报告。《股票发行与交易管理暂行



条例》第 17 条规定,中期和年度报告的公开应由上市公司授权董事或经理签字,并由上市公司盖章。然而,这是在《公司法》颁布前规定的,它应服从《公司法》的规定。依《公司法》的规定,董事长是公司的法定代表人。因此,最终应由董事长以公司的名义公开其公司财务报告。《公开发行股票公司信息披露实施细则》第 24 条规定,公司应当指定专人负责信息披露事务。这里的“负责”不是执行人的负责,而是就具体工作而言的。它只具有信息事务管理的意义,而不具有执行信息披露的意义。对此,应进一步加以完善和补充。此外,上市公司负责人、主管会计工作负责人、会计机构负责人、审计师事务所负责人以及律师事务所的负责人应当在年度报告和本单位签署了意见的法律文件中声明:保证年度报告和有关文件中所披露信息的真实、完整,并承担个别及连带责任。以解决目前我国上市公司治理中集体负责,又无人负责的局面。

八、完善信息披露监管制度,加大打击不实信息披露的力度

中央电视台 2003 年 1 月 8 日消息,在对保险、烟草等行业的 192 户企业及相关 91 家会计师事务所 2001 年的会计信息的检查中,财政部共查出资产不实达 5% 以上的企业 36 户,占总数的 18.75%; 利润不实达 10% 以上的企业 103 户,占总数的 53.6%; 利润严重失真,虚赢实亏的企业 19 户。2002 年 12 月 31 日,中国注册会计师协会网站上也公布了一个数字:注册会计师们对上市公司 2001 年年报审出虚报利润或资产 2 190 亿元^①。我国上市公司会计基础工作不规范,会计信息失真问题仍然较为严重。因此,必须完善相关制度,加大打击不实信息披露的力度。

(一)完善有关制度,进一步建立严格规范的信息披露制度,对上市公司的信息披露进行动态监控

为了防止类似美国安然事件的会计丑闻在欧洲发生,增加公司信息披露的透明度,使投资者能更清晰地了解公司的状况,欧盟委员会不久前向各成员国提议,上市公司公布财务报告的周期从半年缩短为 1 个季度。对上市公司信息披露缺乏有效的监管易使上市公司为配合庄家操纵而散布虚假信息,如亿安科技在庄家操纵期间散布了所谓“与清华大学合作”、“开发电动汽车、纳米技术”等不少虚假信息。现有的监管机制满足于对上市公司的信息披露进行静态监管,即对上市公司初次或第一时间披露的信息进行审核确认,而对上市公司就同一事件发生先后发布的前后不一致的具有误导性、欺诈性信息没有采取有效的跟踪和监控措施。为此,我们建议:首先规范信息披露制度,如建立电子化信息披露系统对信息进行统一披露;其次对披露的信息进行动态化监管(利用电子化信息披露系统更便于进行动态监管);如果发现信息披露虚假或不一致立即进行查处。

^① 中国青年报, 2003. 1. 16





(三)建立内幕信息知情人员定期报告制度,使内幕知情人员将其交易情况定期报告给监管部门

国内目前的内幕交易和股价操纵大部分都与上市公司的内幕知情人员有关,为此,有必要对这些人员的交易情况进行监管。例如:可建立定期报告制度,使内幕人员将其直接或间接进入股市的资金数量、持股数及其变动等及时报告给监管部门。

(四)完善举证责任,实行举证责任倒置

为了有效地打击内幕交易行为,必须对现有相关举证制度进行完善,实行举证责任倒置。内幕交易控方不需要证明行使意图,只要有事实,不管你是谁,只要你直接或间接、有意或无意得到这个内幕信息,都被假设进行了内幕交易,而被控方必须提供所有证据以证明自己清白。美国起初对内幕交易的起诉也必须证明行事意图,但自1968年重订《威廉法案》后就改变了举证方式,使执法部门更易于打击内幕交易行为。根据2003年1月9日最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》的规定,这一制度在司法实践中已得到了确认。

(五)加强监控技术开发,提高市场监控的准确率和有效性

任何异常交易行为都会通过股价或交易量的异常变化体现出来。因此,各国在加强法制建设的同时,积极加强监控技术的开发,如NASDAQ在1999年联合了Unisys等3家公司历经1年的时间开发出了具有先进监控技术并专为NASDAQ服务的实时传送监控(简称SDR)系统。澳大利亚的一个软件公司开发出了证券市场自动研究、交易和监控(简称SMARTS)商业应用系统。美国证监会就利用一系列指标来对内幕交易进行监控,如果发现股价对信息提前发生异常反应,则立即被列为内幕交易嫌疑。然而,我国的监控技术还比较落后,基本上还停留在经验的基础之上,因此加强监控技术开发以提高监控的准确性和有效性也是当务之急。

(六)出台专门惩治公司信息披露违法犯罪行为的法律法规

从全球范围看,证券领域的犯罪已对各国经济造成了严重的危害,20世纪80年代末华尔街的Milken和Boesky内幕交易丑闻,震惊了全世界,打击证券违法犯罪行为的浪潮也在世界范围内掀起。美国分别于1984年、1988年通过了《内幕交易惩处法案》和《内幕交易与证券欺诈执行法案》。美国SEC对内幕交易和股价操纵的执法非常严厉,1997、1998和1999年SEC分别查处了57起、43起和57起内幕交易案,1998和1999年分别查处了33起和47起市场操纵案。据中央电视台报道,2002年12月20日,10家顶级的华尔街证券公司因包括虚假信息披露在内的证券违规行为而被罚款14亿美元。2002年12月24日,韩国政府处罚了韩亚航空公司等12家做假账的韩国公司。这些公司被查出有虚报资产、伪造盈利等违规操作。处罚措施包括禁止这些公司在12个月内发行有价证券以及建议解雇相关财务主管人员。美国金融投资家、亿万富翁乔治·索罗斯2002年



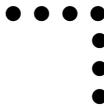
11月7日更是因涉嫌证券犯罪而在巴黎出庭受审,他被指控在15年前从事1起金融内幕交易而非法获利。

在最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《规定》)和《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(以下简称《通知》)出台前,我国虽然有《公司法》、《证券法》、《刑法》及国务院证监会颁布的一些关于打击证券欺诈的条例与办法,但这些法律、法规中对证券市场违规者的打击只侧重于刑事制裁和行政处罚,忽视了对这些违规者的民事赔偿和民事责任要求。即使有投资者起诉,也往往被判败诉或驳回起诉。《通知》和《规定》的颁布无疑会有力推进我国证券法制的发展,尽管离现实的需要还有相当长的路要走,特别是证券民事法律制度还有待充实和加强。近来对ST嘉宝、红光、郑百文、东方电子^①等案件的审理使中国在这方面的制度建设迈出了实质性的步伐。



^① 作为公诉方郑州市人民检察院当庭出示了6组证据,指控郑百文公司原董事长李福乾、原公司总经理兼家电分公司经理卢一德、原公司财务处主任都群福3人,在1997年年底,郑百文公司实际经营亏损的情况下,采取虚提返利、费用跨期入账等手段,编制虚假财务报表,虚增利润8658万多元。在随后郑百文公司1997年年报中,公司向公众披露盈利8563万多元的虚假信息。为此,郑百文公司在1998年7月顺利实现了配股方案,并筹集配股资金1.5亿多元。由于郑百文公司使用财务造假手段,加之经营不善,1998年出现巨额亏损,股东权益包括配股资金当年即损失98.79%。东方电子的主要管理人员因虚假陈述被依法判处1~2年有期徒刑和罚金。





主要参考文献

- [1]朱羿锴著. 公司控制权配置论——制度与效益分析. 北京: 经济管理出版社, 2001
- [2]王保树主编. 商事法论丛: 1 卷. 北京: 法律出版社, 1997
- [3] [美]玛格丽特·布莱尔(Magareter Blair)著. 所有权与控制——面向 21 世纪的公司治理探索. 张荣刚译. 北京: 中国社会科学出版社, 1999
- [4] [美]乔治·斯蒂纳(George A. Steiner), 约翰·斯蒂纳(John F. Steiner)著; 王春香译. 企业、政府与社会. 张志强. 华夏出版社、麦格劳—希尔教育出版集团, 2002
- [5]周大明著. 社会财富论. 北京: 中国经济出版社, 2001
- [6]魏杰著. 制度安排——企业存亡诊断书. 北京: 中国发展出版社, 2002
- [7]杨洪兰, 张晓蓉编著. 现代组织学. 上海: 复旦大学出版社, 1997
- [8]黄速建著. 公司论. 北京: 中国人民大学出版社, 1989
- [9]吴敬琏著. 现代公司与企业改革. 天津: 天津人民出版社, 1994
- [10]李维安, 武立东编著. 公司治理教程. 上海: 上海人民出版社, 2002
- [11]梁能主编. 公司治理结构: 中国的实践与美国的经验. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
- [12]青木昌彦, 钱颖一著. 转轨经济中的公司治理结构. 北京: 中国经济出版社, 1995





- [13]韩明谟等著. 社会学家的视野——中国社会与现代化. 北京:中国社会科学出版社,1998
- [14]周小川等著. 企业改革:模式选择与配套设计. 北京:中国经济出版社,1994
- [15] [德]罗伯特·霍恩等著,楚建等译. 德国民商法导论. 北京:中国大百科全书出版社,1996
- [16] [日]松本厚治著,程玲珠等译. 企业主义. 北京:企业管理出版社,1997
- [17] [美]科恩著,聂崇信等译. 论民主. 北京:商务印书馆,1988
- [18] [美]道格拉期·L·莱斯利著. 劳动法概论. 张强等译. 北京:中国社会科学出版社,1997
- [19] [美]迈克尔·比尔等著. 管理人力资本. 程化等译. 北京:华夏出版社,1998
- [20] [英]P·S·萨德沙纳姆著. 兼并与收购. 胡海峰等译. 北京:中信出版社,1998
- [21]朱义坤著. 公司治理理论. 广州:广东人民出版社,1999
- [22]梅慎时著. 现代公司机关的权力构造论. 北京:中国政法大学出版社,2000
- [23] [美]约翰·科特、苏曼塔·侯莎尔著. 未来的总裁. 李小刚,张志武译. 成都:四川人民出版社,2000
- [24] [加拿大]布莱恩·R·柴芬斯著. 公司法:理论、结构和运作. 林华伟等译. 北京:法律出版社,2001
- [25]何美欢著. 公众公司及其股权证券. 北京:北京大学出版社,1999
- [26]倪建林著. 公司治理结构:法律与实践. 北京:法律出版社,2001
- [27]杜景林,卢谔译. 德国股份法·德国有限责任公司法·德国公司改组法·德国参与决定法. 北京:中国政法大学出版社,2000
- [28]卞耀武主编. 当代外国公司法. 北京:法律出版社,1996
- [29] [日]末永敏和著,金洪玉译. 现代日本公司法. 北京:人民法院出版社,2000
- [30]李健著. 公司治理论. 北京:经济科学出版社,1999
- [31]李维安著. 股份制的安定性研究. 西安:陕西人民出版社,1995
- [32]费方域著. 企业的产权分析. 上海:上海人民出版社,1998
- [33]李果,黄继纲,王钦著. 员工持股制度理论与实践. 北京:经济管理出版社,2002
- [34]高如星,王敏祥著. 美国证券法. 北京:法律出版社,2000
- [35]陈兵,周升业,吴小求著. 公司并购原理与案例. 北京:中国人民大学出版社,1998
- [36]胡果威著. 美国公司法. 北京:法律出版社,1999



- [37] [美] 罗伯特·C·克拉克著. 公司法则. 胡平等译. 北京: 工商出版社, 1999
- [38] 姚刚主编. 公司治理与股权激励. 广州: 广东经济出版社, 2001
- [39] 刘连煜著. 公司治理与公司社会责任. 北京: 中国政法大学出版社, 2001
- [40] 张开平著. 英美公司董事法律制度研究. 北京: 法律出版社, 1998
- [41] 张维迎著. 产权、政府与信誉. 北京: 生活·读书·新知三联书店, 2001
- [42] 汤欣著. 公司治理与上市公司收购. 北京: 中国人民大学出版社, 2001
- [43] [美] 迈克尔·尤辛著. 投资商资本主义. 樊志刚等译. 海口: 海南出版社, 1999
- [44] 李建伟著. 国有独资公司前沿问题研究. 北京: 法律出版社, 2002
- [45] 张安民著. 现代英美董事法律地位研究. 北京: 法律出版社, 2000
- [46] 高德步著. 产权与增长: 论法律制度的效率. 北京: 中国人民大学出版社, 1999
- [47] [加拿大] H·明茨伯格著. 经理工作的性质. 孙耀君译. 北京: 团结出版社, 1999
- [48] 郑林著. 国有企业治理结构研究. 郑州: 河南人民出版社, 2002
- [49] 廖理主编. 公司治理与独立董事最新案例. 北京: 中国计划出版社, 2002
- [50] [美] 彼得·F·德鲁克等著. 公司绩效测评. 李焰, 江娅译. 北京: 中国人民大学出版社、哈佛商学院出版社, 1999
- [51] 华民著. 透过流行看趋势. 上海: 上海译文出版社, 1994
- [52] [美] 凯斯·R·孙斯坦著. 自由市场与社会正义. 金朝武等译. 北京: 中国政法大学出版社, 2001
- [53] 张道根著. 多姿的企业世界——现代企业制度的国际比较. 上海: 上海译文出版社, 1994
- [54] [美] 亨利·汉斯曼著. 企业所有权论. 于静译. 北京: 中国政法大学出版社, 2001
- [55] 莫扶民著. 中外企业制度比较. 北京: 中共中央党校出版社, 1994
- [56] [德] 马克斯·韦伯著. 经济与社会(上卷). 北京: 商务印书馆, 1997
- [57] 殷召良著. 公司控制权法律问题研究. 北京: 法律出版社, 2001
- [58] 符启林主编. 中国证券交易法律制度研究. 北京: 法律出版社, 2000
- [59] 郭锋编著. 中国证券监管与立法. 北京: 法律出版社, 2000
- [60] 张晖明著. 跳出所有制禁区——现代企业产权理论解析. 上海: 上海译文出版社, 1994



后 记

学拙论文总有一种惶恐的感觉。本书能与读者朋友见面是众多师友鼓励、支持和帮助的结果。其中有两人必须勒中致谢,他们是西南师范大学出版社社长、编审,周安平先生;西南师范大学出版社副编审张六莲女士。

作 者

2002年12月18日

