

公司制度趋同理论检视下的 中国公司治理评析

朱慈蕴 林 凯*

内容提要：公司治理全球趋同理论是国际公司法学界在上世纪90年代发起的阶段性议题。趋同论与多元论的广泛交锋、股东中心主义模式与利益相关人模式的优劣权衡、竞争压力假说与路径依赖假说的鲜明对比、法律移植假说与境外上市推动假说的切磋琢磨等多处论战令人印象深刻，也广泛检视了现代公司治理领域的多项命题。该理论也是我国公司法近十年来立法演进与理念变革最重要的域外理论背景之一，为2005公司法修订、独立董事制度引入、股权分置改革、并购重组创新、境外上市、公司社会责任理念深化等公司治理标志性探索直接或间接贡献了理论资源。趋同论与本土论相互制约和共同影响下的近十年中国公司治理总体呈现出一定的英美化转向，与此同时，它也将长期接受来自诸如家族文化与官僚文化、习惯性漠视少数股东利益以及股权结构过度集中等与英美经验暂时难以化约的中国本土现实的挑战。跳出趋同或者多元的概念层面的争论，尊重公司治理规则的国际共识，拓展和优化对先进经验的学习路径，专注于本土问题的解决，也许是当下应当持有的态度。

关键词：经济一体化 公司法 公司治理 趋同论 本土论

引言：公司制度趋同假说与公司治理趋同的现实

上世纪90年代中后期，以全球经济贸易一体化为背景，以比较公司法学界针对世界公司治理模式的类型化研究为基础，〔1〕以克林顿时期美国宏观经济的良好表现与资本市场的跨越式发展为依据，美国商法学界主流学者提出了“公司（法）/公司治理趋同”的理论假

* 朱慈蕴，清华大学法学院教授；林凯，清华大学法学院商法专业博士生。

本文是清华大学自主科研项目“东亚经济一体化进程中的民商法互动与趋同”（项目编号：20101081965）的成果之一。

〔1〕 相关总结参见李明辉：《公司治理全球趋同研究》，东北财经大学出版社2006年版，第7页以下；孙光焰：《公司治理模式趋同化研究》第二章，中国社会科学出版社2007年版；黄辉：《现代公司法比较研究——国际经验及对中国的启示》，清华大学出版社2011年版，第23页以下。

说，引发了一场持续十余年的论战。公司趋同假说也是继 70 年代公司社会责任理论、80 年代公司收购与控制权市场理论、90 年代机构投资者问题之后，美国商法学界提出的又一个阶段性重大理论命题。^{〔2〕}

趋同论者秉承新古典经济学派的效率论和经济达尔文主义的教义，提炼并解释了美国公司法/公司治理“股东利益导向”（Shareholder-oriented model）^{〔3〕}与“董事会决策优位”（Director primacy）^{〔4〕}两大主要特征，一定程度上继续展示和论证了伯利—米恩斯式现代公众公司、盎格鲁—撒克逊式公司治理模式以及与其配套的美国股东资本主义公司文化在股利回报^{〔5〕}、风险分散^{〔6〕}以及全球竞争^{〔7〕}诸方面相对于其他公司模式的比较优势，预言了未来各法域的公司法、公司治理以及与其相关的股权结构乃至经济模式将通过不同公司治理模式之间的跨法域竞争、藉由境外融资的规则适应、国家“寻求跨国计划愿望”的国际关系因素等途径，整体上发生形式上或实质上的融合、趋同乃至一体化的趋势。^{〔8〕}

主张存续论和多元论的阵营主要由政治论者（路径依赖论者）、^{〔9〕}系统论者^{〔10〕}和文化制度多元论者^{〔11〕}构成。在论证逻辑的层面上，除了对趋同论者的观点进行攻击之外，反对论者正面立论所依托的三大理论无外乎公司治理与所有权结构路径依赖理论、公司法与公司治理规则的制度互补性理论、全球公司治理的多重均衡与次优理论，^{〔12〕}并运用了诸如政治利益集团寻租分析、国家和民族根性分析、内控或关系型公司治理的优越性分析等具体分析模式。^{〔13〕}与趋同论者所预言的公司治理将发生全球聚敛不同，反对者或认为趋同将

〔2〕 See Douglas M. Branson, *The Very Uncertain Prospect of “Global” Convergence in Corporate Governance*, 34 Cornell Int’l L. J. 321 (2001).

〔3〕 See Henry Hansmann and Reiner Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 Geo. L. J. 439–468 (2001).

〔4〕 See Stephen M. Bainbridge, *Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, 16 Transnat’l Law. 45 (2002).

〔5〕 See Jeffrey Gordon, *Corporate Governance; Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany*, 5 Colum. J. Eur. L. 219, 223 (1999).

〔6〕 See John C. Coffee, Jr., *Convergence and its Critics; What Are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control?*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, 435 West 116th St. New York, NY 10027–7201, Working Paper No. 179, 2000.

〔7〕 See Brain R. Cheffins, *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?*, University of Cambridge Working Paper, 2002.

〔8〕 上述理由散见但不限于下述文献：[美]杰弗里·N·戈登：《公司治理争论中的国际关系因素》，载[美]杰弗里·N·戈登、[美]马克·J·罗伊主编：《公司治理：趋同与存续》，赵玲、刘凯译，北京大学出版社2006年版，第161页；Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance; Convergence of Form or Function*, 49 Am. J. Comp. L. 329 (2001)；John C. Coffee, Jr., *The Future As History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 Nw. U. L. Rev. 641 (1999)。

〔9〕 See Lucian Arye Bebchuk and Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999)。小约翰·科菲教授在前引〔8〕等文献中将以罗伊为代表的部分一体化反对论者泛称为“政治论者”（political theorists）或者“路径依赖论者”（path dependence theorists）。

〔10〕 参见[德]莱茵哈德·H·施密特，[德]杰拉德·斯平德勒：《公司治理中的路径依赖和互补性》，载前引〔8〕，戈登等主编书，第114页以下。

〔11〕 参见前引〔2〕，Branson文。该文第三章深入探究了全球各地公司治理模式背后的文化根性，对一体化论者的“文化钝感”与学术偏狭提出批评。

〔12〕 See Sanford M. Jacoby, *Corporate Governance in Comparative Perspective; Prospects for Convergence*, 22 Comp. Lab. L. & Pol’y J. 5 (2000)。

〔13〕 正文所列举之三种具体分析模式分别参见前引〔9〕，Bebchuk等文，第142页以下；前引〔2〕，Branson文；Paul Davies, *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence*, 2 (4) International and Comparative Corporate Law Journal 435 (2001)。

受到极大阻力而难以发生,或认为双向乃至多向度的融合将消解一元的趋同趋势,或认为趋同论者所推崇的盎格鲁—美利坚模式本身问题很多且没有被正确解释,甚至认为趋同假说本身是一个不具有学术研究价值和迫切性的问题。〔14〕

围绕公司制度趋同假说的研究尤其是外国文献从上世纪90年代至今可大致划分为三个阶段。从初期到2002年为破题阶段,学者从“公司制度趋同”这一宏观性议题中依照事实性、原因性和意义性三种维度拆分出诸多子命题,〔15〕并提出了股东导向模式、路径依赖、功能性融合、所有权结构等关键词,建立了公司制度趋同假说的主要论点和研究架构。牛津大学出版社出版的《公司治理主题:趋同与存异》为阶段总结性著述。〔16〕此后至2007年为第二阶段,从外部界定属于美国次贷危机与金融风暴前阶段,以欧、澳、日学者广泛加入和研究方法的多元化〔17〕为特征,研究对象相应从美国扩展至日本、德国以及其他主要资本主义国家的公司治理,盎格鲁—美利坚公司治理模式被广泛探讨和反思。〔18〕2007年至今为第三阶段,在研究方法上仍有创新,〔19〕同时整体上回归比较研究,大量文献视角转向新兴工业国家和不发达地区,如伊斯兰、等地区,同时交锋色彩趋于淡化。

应该说,与其将公司制度趋同假说定位为一个具体的问题,不如说这是一个开放性议题或者研究背景。最终的答案可能并不重要,但学术界以论战为契机对全球公司治理现状进行了反复摸底与澄清,对较为强势的英美外部性治理模式(臂距模式)进行了深刻反思与检视,成果卓著。诚然,学术界时至今日都没有在公司(法)/公司治理是否趋同、得否趋同、应否趋同、如何趋同等重要问题上达成确切共识。一方面,最强趋同论代表学者所预言的盎格鲁—美利坚模式一统天下的局面在2001年安然与世通丑闻以及2008年次贷危机的逆流中似乎愈加遥不可及,〔20〕其所支持和主张的股东导向模式及其效率优势也在论战中逐渐失色甚至似是而非。另一方面,无可否认,公司法规则和治理经验的跨法域移植借鉴方兴未艾,以欧盟和东亚为代表的区域融合至少是正在发生,伊斯兰、东欧、北非等欠发达地区带有强烈模仿色彩的法律改革正在进行,东亚、南美等新兴工业化国家正在摸索推进本地资本市场,并配套性发起公司结构性改革甚至所有权变革,普通法系尤其是美国的公司治理制度依然有最广泛的学习者和借鉴者。显然,当前全球公司治理领域的发展演变可能不仅仅属于简单的法律移植和法律融合性质,其趋同方向所呈现的多样化与多向度交

〔14〕 See Steen Thomsen, *The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards*, 4 (1) E. B. O. L. R. 31-50 (2003); Brett H. McDonnell, *Convergence in Corporate Governance - Possible, But Not Desirable*, 47 Vill. L. Rev. 341 (2002); 前引〔2〕, Branson 文。

〔15〕 事实性问题如:何种公司治理模式更优或更有效率,现代公司治理模式之间的融合是否正在发生,反之是否存在反融合意义上的存续和多元化,如果正在融合的话,趋势、路径、方向如何等。原因问题如:为什么会发生趋同、融合与一体化,为什么会存在存续、分化与多元化等。意义性问题主要诸如应当如何理解和评价趋同或存续,公司趋同议题是否具有学术及实践意义等。

〔16〕 See Joseph A. McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers, and Luc Renneboog (eds.), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford and New York: Oxford University Press, 2002.

〔17〕 例如采用数据分析来考察企业治理若干标准的普及以及实际执行程度。See Tarun Khanna, Joe Kogan, and Krishna Palepu, *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*, Review of Economics & Statistics, 2006, p. 69.

〔18〕 See Jeswald W. Salacuse, *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with A European Touch?*, L. & Bus. Rev. Am. 33, 2003.

〔19〕 See Mathias M. Siems, *Convergence in Corporate Governance: A Leximetric Approach*, 35 J. Corp. L. 729 (2010).

〔20〕 有关美国经济表现与公司治理模式向心力关系的类似表述,参见前引〔8〕,戈登文。

错、趋同方式的形式性与功能性并存、趋同层面所表现出的公司法与证券法趋同并行、趋同基础中股权结构、股东文化、诉讼理念等发生深度变革的种种现实，无不说明这场肇始于上世纪90年代中期欧美学界的公司趋同论战对包括中国在内的新兴工业国家的公司法改革具有新的理论指导意义。

趋同论研究文献多将切入角度限定于公司治理范畴，即将公司治理设定为趋同或存续的主要研究对象。^[21]也有相当数量的文献单独或兼而探讨与公司治理关联密切的公司所有权结构，少数文献还涉及公司生产模式甚至国家经济体制等方面的趋同。^[22]无论如何，公司治理是趋同观和存续观论战的主战场，其他诸如股权结构、生存方式、公司文化、经济政策等问题也与公司治理密切相关。^[23]

盎格鲁—美利坚公司治理模式无疑是公司趋同理论的关注焦点，也贡献了最多的制度资源和实践经验。但以英美模式为方向的趋同观仍远未得到广泛赞同，也不太可能达成一致。诚然，以公司性质、股权结构与公司文化而论，中国公司治理更接近德日而离英美较远。此外，封闭性公司、家族性企业包括我国的有限责任公司，自应允许其治理安排享有相当的自由度，不宜采取模式化的要求。但在下述两层意义上，英美经验对我国公司治理依然有重要借鉴意义：第一，随着我国金融商品市场的发展，上市公司治理的重要性将有增无减，英美公司法在大型公众公司治理方面的成熟经验具有示范性。第二，我国公司境外融资地点多在美国、香港，于欧日资本市场募资者甚少，因此客观上也更需要适应和学习英美公司治理规则。此点正合“藉由海外上市途径而潜在完成证券法趋同”的观点。

一、决策与控制：股东会中心主义与董事会中心主义

加州大学洛杉矶分校班布里奇教授就美国公司治理的核心特征与趋同论代表人物耶鲁大学汉斯曼、哈佛大学克拉克曼教授产生分歧。针对后者以“股东（利益）导向模式”来概括英美公司治理的本质的观点，前者提出“董事会（决策）优位”才是其精髓所在。^[24]表面上看，双方论点可以兼容：前者谈论的是公司目的、利益导向、剩余索取权人的问题，后者针对的是公司日常决策权、实际控制权归属的问题。^[25]但后者《公司法历史的终极》

[21] 参见前引〔5〕，Gordon文；前引〔2〕，Branson文；Afra Afsharipour, *Corporate Governance Convergence: Lessons from the Indian Experience*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 335 (2009)；[美] 大卫·查尼：《公司趋同的政治分析》，载前引〔8〕，戈登等编书。

[22] 参见前引〔8〕，Coffee文；前引〔9〕，Bebchuk等文。查尔斯·F·萨贝尔《非治理问题的生产方式》（载前引〔8〕，戈登等编书）一文讨论了公司生产组织（指商品的设计和和生产程序）趋同，戈登前引〔8〕文研究了以股东资本主义为例的超越微观公司治理技术层面的经济结构与文化，Branson前引〔2〕文更是分析了以“内嵌式资本主义”（Embedded Capitalism）为标签的国家层面的政治经济政策问题。

[23] 显而易见，股权结构以及流动性等事实上对公司治理结构的配置具有决定意义。此外，也有研究打通了微观公司治理与国家宏观经济表现之间的关联性，例如〔美〕柯提思·J·米尔霍普特、〔德〕卡塔琳娜·皮斯托：《法律与资本主义：全球公司危机揭示的法律制度与经济发展的关系》，罗培新译，北京大学出版社2010年版，第47页。

[24] 分别参见前引〔3〕，Hansmann等文；前引〔4〕，Bainbridge文。

[25] 班布里奇教授对此已有精辟概括，分别以“目的”（Ends）和“方式”（Means Axis）来概括上述两种主张谈论问题的角度。See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Northwestern University Law Review 547-606 (2003).

一文将“经理层导向模式”归为失败的模式，^[26]意味着克拉克曼与汉斯曼教授一定程度上并不认同董事会优位，至少不认为董事会优位主义能揭示美国公司治理的本质。

这一分歧反映了趋同理论复杂细微的一面，也反映了董事会的角色定位在现代公司治理流变中的曲折演进历程。在目的意义上，应该说“股东利益导向”所强调的以股东利益最大化为根本目的的公司价值取向和司法原则，即使在公司社会责任理论盛行、利益相关人受到高度重视的时期，也并未真正遭到颠覆性挑战。而在方式层面亦即在公司治理权力架构中的角色和地位层面，董事会在百年现代商事公司发展中的权力和职能定位则历经调整。早期公司尚未脱离股东直接经营的较强人合性色彩自不待言，在伯利—米恩斯式两权分离后时代的较长时间以来，随着公司组织结构出现从U型（Unitary Form，单元结构）向M型（Multi-divisional Form，多事业部结构）的进化，^[27]董事会决策信息不足，实际控制权被CEO为首的经理层架空而成为橡皮图章。^[28]20世纪70年代前后机构投资者的兴起以及经济理论基于产权的主张对股权理论的强化，^[29]对于董事会的监督地位可能产生削弱^[30]和加强（例如机构投资者一般主张增加非关联董事比例、促进董事长和CEO职能分离）的双重作用。^[31]以英国1992年凯德伯瑞报告（Cadbury Report）和美国2002年萨班斯—奥克斯利法案为标志的独立董事制度升级，使董事会找到了内部监督和系统维护者的功能定位而重获重视，董事会优位主义也被主流学者所主张。^[32]

从股东会中心主义向董事会中心主义转轨在当下中国公司法学界是一个流行的主张。^[33]不过，从上述对欧美董事会流变的回顾来看，该主张作为一种理念的转变其实与英美当代公司法尊重董事会优位以及董事会“管理、决策者—监督、维护者”的功能转变似同实异，在发展阶段和逻辑层次上都有所不同。我国公司法的理念变革仅仅是在寻求克服带有封闭公司色彩的股东直接参与公司经营决策，探索更具效率的现代公众公司治理方式的意义上

[26] 参见前引[3]，Hansmann等文。可以肯定的是，汉斯曼与克拉克曼教授在该文第Ⅲ部分“替代模式”中的分类标准是不明晰的。就“股东导向模式”来看，分类标准大概是公司目的或者公司的价值导向，然而作者在该文之ⅢA部分中对“经理人导向型”的描述性定义却是：“这种观念大肆赞扬授予大型商业公司经理人自由决定权的优点”。可见，作者认为“经理人导向型”是失败的模式，失败在经理层拥有公司的实际控制权与决策权上，而不是指“公司以经理人利益为中心”。

[27] See Jill E. Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law, The Role of Shareholder Primacy*, 31 *Journal of Corporate Law* 637-674 (2006). 转引自邓峰：《董事会制度的渊源、进化和中国的学习》，《证券法苑》2011年第4卷，第60页以下。

[28] See René Reich-Graefe, *Deconstructing Corporate Governance: Absolute Director Primacy*, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Spring, 2011; Jun Zhao, *Comparative Study of U. S. and German Corporate Governance: Suggestions on the Relationship between Independent Directors and the Supervisory Board of Listed Companies in China*, 18 *Mich. St. J. Int'l L.* 495 (2010).

[29] 参见邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第543页。

[30] 例如关于机构投资者监督效用的“负面监督假说”中诱发董事会机会主义的情形。See Pound John, *Proxy Contest and the Efficiency of Shareholders Oversight*, 20 *Journal of Financial Economics* 237-265 (1988).

[31] See John Boyd and B. D. Smith, *The Co-Evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process*, 10 (2) *World Bank Economic Review* 371-396 (1996); Peter F. Drucker, *Reckoning with Pension Fund Revolution*, *Harvard Business Review*, 1991 (3-4), pp. 106-114.

[32] 参见前引[25]，Bainbridge文。

[33] 参见梅慎实：《现代公司机关权力构造论》，中国政法大学出版社2000年版，第240页以下；钱玉林：《股东大会中心主义与董事会中心主义——公司权力结构的变迁及其评价》，《学术交流》2002年第1期；曾颜璋：《董事会中心主义阶段公司权力异化与对策的法学分析》，《法学杂志》2009年第6期。

提出的。易言之，它仅仅相当于英美公司法在 20 世纪前半叶的发展阶段：彼时随着大型股份公司的涌现、证券市场和经理人市场的专业化发展，英美公司法开始调整“不承认董事会拥有独立于股东会的法定权力”的立法理念，开始正视大型公众公司的实际控制权逐步落在董事会甚至经理层手中这一事实。但无论如何，考虑以董事会为中心构建公开公司尤其是上市公司的决策机制框架在我国有现实意义：首先，董事会优位（或中心主义）适应大型公众公司集权和决策效率的需要。其次，在充分保障股东诉权与董事信义责任机制的配合下，董事会优位将更符合权责统一的要求，责任追究渠道反而更加顺畅进而更有利于保护中小股东利益。最后，董事会中心主义也顺应了专业化经营的趋势。

具体而言，在公司资本制度方面，从公司法实务与立法发展趋势看，破除严格实缴的法定资本制的限制，采取以分次发行、董事会独立决策为特征的授权资本制是必然趋势。^[34]在股东（大）会与董事会权力分配方面，可以考虑进一步限缩股东（大）会的法定职权，将经营决策型权力逐渐交由董事会行使，^[35] 股东（大）会保留人事权、章程修改权、对董事会和监事会报告的批准权、公司重组或重大资产处分等重大事项批准权。此外，应当明确董事会的剩余决策权，将类似公司捐赠的决策权授予董事会行使。当然，董事会中心主义并不仅仅意味着董事会控制公司，还意味着对董事会的相关控制，以免董事会违反诚实信用原则，滥用董事会权利。^[36]在此意义上，应进一步细化规定董事的提名、任命、罢免程序，强化董事的信义义务与失信责任的追究机制，完善股东诉权。

二、监督与制衡：监事会、独立董事与外部监督机制

依据各种标准将当今世界主要公司治理模式作类型化区分并进行比较研究，是公司制度趋同假说的理论前提之一。举例言之，依据股权结构，小科菲等人将公司治理区分为股权分散模式和股权集中模式，LLSV^[37]将全球治理模式区分为盎格鲁—撒克逊模式、法国模式、德国模式、斯堪的纳维亚模式，莫兰德从金融和资本的角度区分为市场导向型体制和网络导向型体制，汉斯曼与克拉克曼从历史的纵向发展归纳了股东导向、经理人导向、劳工导向、国家导向、利益相关者导向五种模式。^[38]包括柴芬斯等在内的更多学者则延续传统比较公司法分类，依据包括公司监督机制在内的公司治理各方的权利配置标准，使用“外部人/臂距系统”（outsider/arm's length system）与“内部人/控制人导向系统”（in-

[34] 参见上交所—清华大学联合课题组：《资本市场创新发展新格局与〈公司法〉的修订完善》，课题负责人朱慈蕴，第 22 期上证联合研究计划课题报告，2012 年 5 月结项。

[35] 实际上，公司法第 38 条第 1 项、第 5 项、第 8 项以公司经营判断为核心的职权可以考虑由董事会享有最终决定权，并相应为其决策负责。

[36] 参见前引 [34]，上交所—清华大学联合课题组报告。

[37] LLSV 是指 La Porta, Lopez-de-Silanes, A. Shleifer 和 R. Vishny 四位学者，由于他们经常一起署名发表文章，学界简称 LLSV 组合。

[38] 以上四种分类分别参见前引 [6]，Coffee 文；Brian R. Cheffins, *History and the Global Corporate Governance Revolution: The British Perspective*, in Thomas Clarke (ed.), *Corporate Governance: Critical Perspectives on Business and Management*, London: Routledge, 2004; La Porta, Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, *Law and Finance*, 106 (6) *Journal of Political Economy* 13 - 55 (1998); P. W. Moerland, *Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems*, 26 *Journal of Economic Behavior and Organization* 17 - 34 (1995); 前引 [3]，Hansmann 等文。

sider/control oriented system/network) 的划分。前者为以英美为代表的外部控制型公司治理模式,后者为以德日为典型的内部控制型模式,两者在股权结构与流动性、融资偏好与外部资本市场、董事会职能与构成等诸方面具有显著不同。^[39] 单从监督机制角度观察,德日监督机制传统上仅以内部监督维系之,即以大陆法系上股东和管理者之间的“委托—代理”关系为理论基石,股东委托在董事会之外设立的监事会行使部分监督权,辅之以来自作为重要债权人甚至直接持股的全能银行(德)或“主银行”(日)的监督,同时以“劳资共决”机制(德)或雇员参与机制(日)制衡管理层。与之相反,在严格信托理论基础上的英美传统公司治理虽然存在信义义务的约束与股东诉权的阻吓等弱势性内部监督,但对管理层的实质性制衡则来自证券市场严格信息披露义务的要求、完善的经理人市场与控制权市场的压力这些来自外部的监督。^[40] 以养老金等机构投资者的兴起为契机的股东本位强化与董事会结构改革——独立董事制度的发展,使得英美公司的内部监督也大大加强,可谓英美模式向德日模式的某种趋同。与此同时,日本2002年商法典直接植入英美独立董事制度,德国也在不变革根本公司治理模式的前提下,引入了实际上类似独立董事职能的独立监事,两大公司治理模式之间在公司权力监督与制衡层面呈现出前所未有的交融甚至双向趋同。

我国对独立董事制度的移植和借鉴无论在研究层面还是在正式制度层面都有相当进展。与英美法采用独立董事制度是由在战略投资者和长期股东比例明显增高背景下公司产生了加强内部监督的强烈需求所诱致不同,相较而言我国对该制度的移植虽然也伴随着克服大股东控制、监事会失效等现实问题的预期,但更多则是公司境外融资需求与官方强制性制度变迁综合作用的结果。^[41] 从这一制度移植的过程看,它更接近小科菲教授提出的以跨境融资为渠道的潜在融合理论,而不是克拉克曼和汉斯曼等教授提出的竞争压力理论。同样,罗伊与斯宾德勒等人提出的路径依赖和多元均衡理论对独立董事制度在我国的初步立足也有一定的解释力,那就是该制度的引入可能并未明显打破现有公司结构中各方利益的均衡,也未明显损害既得利益集团各方的所得,属于公司系统对变革容忍的弹性系数之内的一种局部调整。

对于我国独立董事制度移植可行性与必要性进行解读的文献汗牛充栋,而对该制度在我国实际运作中产生的问题进行反思、质疑的论述也从未中断。更值得重视的是,我国本土证券市场新近的经验数据与实证性研究结论一再表明,我国现阶段的独立董事制度与公司业绩关联不明显,对公司治理结构的影响力不足,独立董事群体的专业性、勤勉性、独立性都有待于随着制度完善而得到加强。

从新近的经验数据来看,其一,2011年沪市共有26家公司的38位独立董事对相关事项提出异议,分别占沪市上市公司总数的2.77%以及独立董事总人数的1.23%。^[42] 其二,上市公司认为本公司独立董事每年平均现场办公时间集中在5—10天(上交所312家,占38.1%;深交所35.28%)和10—15天(上交所268家,占32.8%;深交所35.83%)两

[39] 参见前引[1],李明辉书,第9页;前引[1],孙光焰书,第97页。

[40] 参见朱慈蕴等:《公司内部监督机制——不同模式在变革与交融中演进》,法律出版社2007年版,第55页。

[41] 有学者总结,中国公司设独立董事最初是为了满足香港联交所的上市规则(1993年青岛啤酒在香港上市),而后成为中国公司境外上市的惯例,最后发展成一项对于全部上市公司和部分金融公司的法定要求。参见方流芳:《独立董事在中国:假设和现实》,《政法论坛》2008年第5期。

[42] 数据来自赵晓辉、陶俊洁:《独立董事制度已岌岌可危》,《中华工商时报》2010年10月9日第1版。

个范围内。^[43]而在1982年的美国和澳大利亚,这一数字是123小时和50天。^[44]其三,2008年上市公司独立董事全部亲自出席董事会会议的比例仅37.7%,有0.9%的上市公司独立董事平均出席率甚至不足50%。其四,2010年前后98.7%的独立董事仍然由公司董事会(占全部样本的71.7%)、控制股东(22.7%)或其他大股东(4.33%)提名。^[45]

从新近的实证研究来看,独立董事的引入对董事会领导权结构的影响不明显。在运作方面,独立董事在高层变更、继任者选择上影响力较弱。^[46]独立董事在董事会的人数比例以及独立董事的薪酬额度与高管的薪酬成正比,而与“高管薪酬和公司业绩的敏感性”成反比。^[47]在公司存在“大股东”的前提下,公司独立董事的比例与公司业绩之间基本不存在关联性。^[48]对深市中小板公司的研究也表明,独立董事的数量、任期与公司业绩成反比,同时也与其行业专长对公司业绩的促进作用成反比。^[49]

研究公司制度趋同理论的外国文献显示,独立董事制度在外国尤其是英美被强化和提升的拐点,从宏观市场角度看往往存在财务丑闻曝光、市场信心不振、金融危机爆发的背景。^[50]而从微观治理角度看也往往是经理权力膨胀、代理成本畸高、内部监督失衡的时点。从这一意义来说,美国引入独立董事制度的核心预期在于从法律公平角度加强内部监督、完善公司治理,而不是至少首要不是在经济效率角度提升公司业绩表现。至于美国为何采用独立董事制度而不是其他改革方式来完成上述任务,除了偶然性因素之外,应该是美国单层制董事会制度及其专门委员会结构安排的路径依赖、强大外部市场与外部监督的系统均衡影响、不具备社会民主理论支持下的强势职工文化传统、^[51]对引入德国式监事会甚至双层制度进行彻底变革的制度成本核算、文化心理评估等综合因素导致的结果。

[43] 数据来自上证联合课题:《上市公司独立董事角色定位、职责与责任》(课题负责人:赵立新、汤欣、邓舸、卢文莹),2010年1月8日。

[44] 参见前引[1],孙光焰书,第270页。

[45] 独立董事与会比率与提名情况的数据来自前引[43],上证联合课题报告。

[46] 参见吴晓辉、娄景晖:《独立董事对传统内部治理机制影响的实证研究——基于多元回归模型和Logistic模型的中国证据》,《数量经济技术经济研究》2008年第4期。

[47] 参见杨蕾、卢锐:《独立董事与高管薪酬:基于中国证券市场的经验数据》,《当代财经》2009年第5期。

[48] 参见肖维嘉、王正位、段芸:《大股东存在下的独立董事对公司业绩的影响——基于内生视角的审视》,《南开管理评论》2009年第2期。

[49] 参见陈伟民:《独立董事职业背景与公司业绩》,《管理世界》2009年第3期。

[50] 在美国,独立董事制度真正兴起的契机是20世纪70年代的水门事件。随着调查深入,一些大公司陷入非法政治募捐、行贿等问题,导致美国广大中小股东对公司董事会和管理层产生极大的不信任,要求改革公司结构。同年代美国股东针对失败公司的诉讼盛行,对公司董事、董事会尤其是审计人不断提出追偿。而在2002年前后的经济危机和安然、世通公司财务丑闻冲击下,美国2002年颁布的《公众公司改革法案》修改了“独立性”标准。参见汤欣:《降低公司法上的代理成本:监督机构法比较研究》,载梁慧星主编:《民商法论丛》第7卷,法律出版社1997年版。另参见R. I. Tricker, *Corporate Governance*, Aldershot, Hants, Brookfield, USA: Ashgate, 2000, Introduction, 转引自朱慈蕴:《公司法原论》,清华大学出版社2011年版,第312页。而在上世纪90年代初的英国,Maxwell传媒集团、信用与国际商业银行、Pollypeck纺织公司、英国镜报集团、巴林银行等大批英国本土的国际知名企业纷纷陷入丑闻甚至倒闭,英国当局包括伦敦证交所(LSE)、英格兰和威尔士特许会计师协会(ICAEW)、英国财务报告委员会(FRC)等组织专门委员会针对公司治理问题进行调查研究,十年间相继出台Cadbury Report(1992)、Greenbury Report(1995)、Hampel Report(1998)、Turnbull Report(1999)、Higgs Report(2003)等一系列报告,将强化公司财务控制纳入公司治理框架下,涉及独立董事、高管薪酬、董事会构成与内控执行、风险管理等内容,立法层面的回应则表现为随着上述报告的出台,形成并修订《公司治理委员会综合准则》与伦敦证交所上市公司规则。

[51] 有关社会民主理论与公司治理结构关联性的研究,参见[美]马克·J·罗伊:《现代政治与所有权的分离》,载前引[8],戈登等主编书,第252页以下。

独立董事制度早已属于我国法上的正式制度。^[52]以尊重实然法的务实立场,从当前我国独立董事制度的实质性推行阶段来看,独立董事核心职能的客观定位、独立性的理解、独立董事与其他监督性机构的关系处理等重大宏观问题尚未达成共识。至于独立董事权利与义务的具体设计、免责与保险机制等细节制度建构更应是后位考虑的对象。从职能定位来看,一方面无须诟病独立董事与公司盈利之间的关联性不足,而应该看到其对于公司盈余质量等经营指标的正向影响。^[53]另一方面虽无须放弃独立董事现阶段所主要起到的咨询、辅助性专家职能,^[54]但更应该守住独立董事的监督职能本位,深入参与公司治理,探索实质性平衡公司治理结构甚至一定程度上解决大股东控制弊病的路径。在独立性方面,如何克服在提名、选任环节的大股东控制问题,^[55]尚需寻求切实可行的对策。独立董事与监事会的关系处理方面,二者职能高度重叠的事实不易否认,关于职能“互补性”主张的实效有待论证。在我国采取独立董事和监事会并存的现实格局下,学界主要关注了二者职能定位和制度构造之间的区别、互补、兼容、制衡。而近几年则渐次重视巩固独立董事制度的作用,例如从立法论角度提出借鉴东亚日本与韩国的改革经验,强调上市公司应以独立董事作为监督机制的中心,^[56]至少应考虑授权上市公司可就独立董事与监事会制度自行选择。此外还有部分观点主张维持和改革监事会,参考德日趋同改革模式引入“独立监事”制度。^[57]无论如何,独立董事制度构建和强化的原点,应该基于对我国上市公司“大股东控制”这一重要现实的充分考虑。

三、利益与导向:控制股东、非控制股东与利益相关人

强烈趋同论者克拉克曼、汉斯曼教授认为,作为逻辑推理和经验证明的结论,公司经理应该对股东,而且(至少直接地)仅仅对股东,尤其是非控制股东负责:一是为了公司融资的便利,二是为了避免大股东控制下低效的投资与管理行为。小科菲也强调保护中小

[52] 重要的规范性法律文件主要有:2001年8月16日证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(证监发[2001]102号);2002年1月证监会与原国家经贸委联合发布的《上市公司治理准则》;2004年证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》(证监发[2004]118号);2006年修订的《上市公司章程指引》(证监公司字[2006]38号)。更为重要的是,2006年1月1日起施行的公司法第123条首次从法律层面明确了独立董事的法律地位。

[53] 这一点已经为若干实证研究所证明。例如吴清华、王平心:《公司盈余质量:董事会微观治理绩效之考察——来自我国独立董事制度强制性变迁的经验证据》,《数理统计与管理》2007年第1期。

[54] 在现阶段,无论是在客观现实角度还是在独立董事自我认知、上市公司期望以及社会舆论等主观角度来看,我国的独立董事群体所发挥的作用主要还是体现在咨询、建议方面。此外根据调查,上交所上市公司选任独立董事最为看重的两项指标分别为独立董事的声誉因素和社会资源。支持性文献参见前引[43],上证联合课题报告;周小苑:《上市公司独立董事已沦为特权阶层福利》,《人民日报·海外版》2010年5月5日。

[55] 有研究称,事实上90%的独立董事都是由第一大股东提名的。参见胡汝银等:《中国公司治理:当代视角》,上海人民出版社2010年版,第132页;李春歌:《上市公司独立董事制度:现状及改革思路》,《国际经济合作》2012年第9期。也有数据称,独立董事由公司董事会、控制股东、其他大股东提名的比例分别占到71.7%、22.7%和4.33%。参见前引[43],上证联合课题报告。考虑到我国上市公司董事会被大股东控制现象依然严重,所以有关90%的数据也有一定的参考性。

[56] 参见朱慈蕴:《二十年的扬弃——中国大陆公司监事制度之走向》,《月旦民商法杂志》第39期(2013年3月)。

[57] 参见彭真明、江华:《美国独立董事制度与德国监事会制度之比较——也论中国公司治理结构模式的选择》,《法学评论》2003年第1期;储育明、朱庆:《公司“一体化”视野下的独立董事制度:定性、困惑与出路》,清华大学21世纪商法论坛暨第十一届国际学术研讨会会议论文,2011年11月。

股东预期是一个富有效率的资本市场的先决条件。^[58] 在中国, 保护上市公司中小股东的理由则更为直接和明显, 那就是来自于国有股和法人股大股东控制造成的欺压。在股权分置改革之前, 我国的集中控股表现为以国有股东为第一大股东且高比例绝对控股的“一股独大”现象, 股权分置改革后, 第一大股东(尤其国有公司)持股比例有一定下降但降幅不明显,^[59] 上市公司的股权结构依然高度集中, 国有股和法人股依然占据着绝对控股地位。^[60] 我国证券市场上的控股股东滥用控制权、以获取“控制权私人收益”^[61] 为目的侵害上市公司与非控制股东权益的行为类型繁杂。^[62] 研究表明, 由于股改后大股东的资金优势和信息优势仍在, 上述侵害行为在股权分置改革之后并未得到明显遏制,^[63] 而且出现了新的问题。例如, 以资金套用、直接侵占资金的方式掏空公司的行为明显减少,^[64] 但手段更加隐蔽, “关联交易非关联化”趋势明显。^[65] 从事非效率投资或擅自改变募资用途的行为减少, 转化为劣质资产参与配股和通过向大股东定向增发收购其资产的方式输送利润等行为。^[66] 以股利派现变相输送公司利益的行为得到根本抑制,^[67] 但减持、高比例送股、转增相结合的行为表现更为明显。^[68] 此外, 股改使得控股股东在做多上市公司、提升公司二级市场股价方面与非控制股东利益一致,^[69] 但也大大增加了控股股东通过操纵股价获取利益的便利。^[70]

[58] 参见前引[8], Coffee文;前引[3], Hansmann等文。

[59] 据统计, 国有公司第一大股东持股比例下降幅度最大, 由股改前的0.466下降到股改后的0.387, 非国有公司第一大股东持股比例变化不大, 股改前为0.347, 仅下降了0.027。参见强国令、闫杰:《制度变迁是否改善了公司治理效应——来自股权分置改革的经验证据》,《财经科学》2012年第8期。

[60] 参见吕敏、王伟立:《上市公司股权结构与公司治理机制研究》,《企业导报》2012年第19期。此外, 根据上证所统计数据, 2011年8月31日, 沪市国有股占上市公司发行总股本的14.359%, 占尚未流通股份中的77.78%。转引自张鼎、王则斌:《关于国有股“一股独大”的几点思考》,《经济视角》2011年第23期。

[61] Holderness认为, 控制权私人收益既包括控股股东通过隧道行为(Tunneling)(也有的译为“掏空”或隧道挖掘, 在下文中三者是相同的)获取的货币收益, 也包括通过经营运作企业获得的乐趣、成就感和声誉等非货币收益。参见C. G. Holderness, *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, *Economic Policy Review*, 2003, 转引自马晓:《控股股东侵害行为形成机制与实证研究》, 中国矿业大学博士学位论文, 2009年11月。

[62] 其他行为还有利用关联交易转移公司利益的行为、控制盈余管理和操纵财会政策以获得公开融资资格或圈钱的行为、操纵股利分配政策以恶意分红瓜分利益或谋求再融资, 或者不分红以压榨中小股东的行为、在增发股票的同时低吸高抛赚取暴利的行为、发行股票稀释少数股东股份价值的行为、利用资产重组稀释小股东股权的行为、利用内幕信息从事内幕交易的行为、恶意转让控制权以谋取控制权溢价的行为等等。如果关联交易被理解为广义的自我冲突交易, 无疑是主要行为。相关表述参见前引[34], 上证交易所—清华大学联合课题组报告。

[63] 参见李小溪:《股权分置改革前后大股东掏空方式比较研究》,《会计之友·下旬刊》2010年第8期。

[64] 参见上证联合研究计划第15期课题报告, 清华大学课题组《上市公司控股股东的义务和责任研究》, 主持人汤欣、胡宝海。

[65] 例如上交所《上市规则》10.1.5, 10.1.6等条款, 就专门针对“关联方之间通过非关联第三方进行间接的‘关联交易’”、“非关联交易当事人曾经是关联方, 或者现时非关联方之间曾经存在关联交易”、“公司故意与潜在的关联方提前实现交易”等较为隐蔽的关联交易行为作出了规定。

[66] 参见宋力、李宁:《股权分置改革前后控股股东行为变化研究》, 载《中国会计学会高等工科院校分会第十八届学术年会(2011)论文集》。

[67] 参见高峻:《股权分置改革、股权结构与现金股利政策研究》, 华中科技大学博士学位论文, 2009年10月。

[68] 参见前引[63], 李小溪文。

[69] 但特殊情形下大股东也有希望公司股价下跌的动机。例如大股东希望在低价位增持上市公司股份, 或者大股东在高位减持套现后希望在低位接回筹码, 或者国有股东与其他主体相勾结, 在国有股权转让过程中, 以二级市场价格下跌来倒逼转让价格, 压低转让价格, 谋取非法利益等等。参见蔡奕、严晓宁:《股份全流通后大股东行为变化及监管对策》,《证券市场导报》2008年5月10日。

[70] 参见赵小川:《大股东行为模式变化及监管对策》,《证券市场周刊》2008年8月9日。

与其他以集中控股为特征的国家或地区所不同的是,除上述绝对控股特征之外,我国属于克拉克曼、汉斯曼教授所谓的“国家主导型”公司治理,与其他集中持股类型国家或地区诸如德国的家族、政府、外国投资者集中控股、日本的主银行和法人集中控股、我国台湾的家族集中控股、香港的企业绝对控股等又有所不同。鉴于此,虽然股权分置改革在某种意义上成为我国证券市场上非国有上市公司向英美公司治理趋同的催化剂,而国有控股公司则由于股东实际缺位这一根本因素,情况另有不同。我国国有股东的职能实际上由国有资产管理部门、国有法人单位、委托持股者等代为行使。在所有权虚置这一前提下,代理人基于自身利益的考量,必然会以过度的股权激励、变相的MBO等行为损害国有股权益。

基于控股股东持股比例畸高、国有控股股东实际缺位、实际控制人因素错综复杂,我国资本市场又处于早期发展阶段,对非控制股东的保护将长期成为重要的法律课题。对控股股东与实际控制人滥用控制权从事非公允性关联交易、违规信息披露的规制与规范和强化中小股东在分红派息、股东大会、并购重组等环节中的知情权、派生诉权、异议股东回购请求权、表决权代理与信托权等,在上述意义上实为一个问题的两个方面。仅就公司法层面言之,就后者的加强来说,手段方面应当积极考虑在股东大会召集、表决等诸环节全面引入电子化技术,^[71]充分考虑在设计股东诉权(如公司法第152条)和一般性规制条款(如公司法第21条)时加强其可操作性,使其避免在中国现今特殊的司法裁判环境下沦为宣示性条款。制度方面可以考虑进一步推敲派生诉讼在原告资格、被告范围、费用补偿诸项实体性设计方面的“松紧度”,结合派生诉讼在我国当前的实施现状着重考虑构建激励机制;探讨公司并购重组环境下异议股东回购请求权的完善,^[72]对实务中广泛使用的现金选择权制度进行法律定位;在公司法和信托法层面正式引入早已在实务中运用的表决权信托制度,^[73]以弥补公司法第107条表决权代理制度在客观上发挥制衡大股东作用时的专业性、期限性、明确性之不足。至于各类研究成果所提出的国有股进一步减持、大力发展机构投资者、提升中小股东行权水平与自我保护意识、加快资本市场建设、培育市场中中介机构等长期性和宏观性政策措施,属于具体制度的外围建设,此处不赘。

[71] 在很多场合,网络技术和电子技术并不仅仅是公司治理的装饰和时代特征的体现,而是实质性影响公司治理相关方利益的因素。例如,2010年2月11日,双汇发展公告董事会审议通过了议案,放弃10家公司优质子公司少数股权的优先受让权,而让双汇集团管理层控制的香港罗特克斯以9倍PE的低估值受让(背后存在双汇管理层多年策划的曲线MBO的背景)。如此重要的股东大会,居然不采用网络投票方式,包括10多家基金公司代表在内的81名股东及股东代表只能千里迢迢赶到河南漯河,代表股份1.29亿股,占公司有表决权股份总数的21.31%。而其中的1.1亿股对议案投了反对票,占出席会议所有非关联股东所持表决权的近85%,议案最终才被否决。具体表述参见王维刚、谭晓雨:《中国大股东与中小股东的利益博弈模型分析》,《中央财经大学学报》2010年第7期。

[72] 例如,公司法第143条规定的股份有限公司异议股东回购请求权行使的程序是否得准用公司法第75条第2款的相关规定,需要明确。又如,有限责任公司被回购股权的处理是否准用公司法第143条第2款之规定,也须明确。此外应该看到,异议股东回购请求权在公司法上并非强制性规范,特定情形下的异议股东是否能实际行使该权利,完全由公司决定。

[73] 例如,2002年青岛啤酒战略合作者海斯一布希公司将对青岛啤酒20%的股权信托给青岛市国资委行使。2005年蒙牛集团董事长牛根生成立“老牛专项基金”,采用所有权、表决权、受益权“三权分设”的设置,股份所有权归老牛基金会,表决权归现任或继任蒙牛董事长,受益权归老牛基金会管理委员会,其实质也是表决权信托。2009年福耀玻璃董事长曹德旺的股份捐赠协议的特别条款,实质亦是如此。参见前引〔48〕,肖维嘉等文。

我国法律对包括公司职工、公司债权人、社区等在内的利益相关人的保护，事实上由工会法、劳动法、劳动合同法、合同法以及环境保护法等实质性承担，公司法仅第5条、第17条、第18条等设置若干宣示性条款，基本上不成为请求权基础和裁判依据。公司职工的公司法规则缺乏，根本原因应该在于现实中职工参与公司治理和于公司法角度对职工进行特殊保护的需求不足和社会理念缺乏。无论是德国的劳资共决制度还是美国成熟的职工持股计划的生成与演变，都源于西方国家劳资矛盾的现实，^[74]也得益于真正的社会民主理念（德国）和人权理念（美）。^[75]更为隐蔽的是现行公司法规范对公司债权人保护的整体趋弱而非趋强，理由在于除了须注意到新法于第20条突破性引入公司法人格否认这一原则之外，也应综合评估第26、27条等所采取的宽松法定资本制，第75条、第143条下股东的事实性退股造成公司现金财产减少的可能性，第174条、第176条提高合并分立效率简化程序而对个别通知的免除、公告次数的删减，以及对原公司法第63条关于董事和经理竞业限制规定的放弃等多处“利空性”修改所带来的系统性影响。究其原因，首先可能是基于立法层面受到英美公司法的一定影响，从而向“股东导向主义”理念趋同和回归。其次是我国合同法、破产法等相对成熟的裁判经验与解释能力一定程度上替代和分流了公司法的该种功能。其三则是由于我国债券市场不发达，强有力的公司债权人利益集团尚未生成，相关立法需求的内生力量不足。

公司社会责任理论与利益相关者理论的研究与论战都发生于20世纪的英美法系，^[76]在公司制度趋同文献中再次成为研讨对象。不过如果据此含混地宣称英美公司治理出现了从“股东导向模式”向“利益相关者模式”转型的趋势，则言过其实，也是对文献的误读。一方面，克拉克曼与汉斯曼教授精细地指出，所谓“利益相关者模式”只不过是“经理导向模式”的重述，易言之，利益相关者因素的参与尚不构成对公司治理结构的实质性调整，而仅仅是一种对公司目的的修正。^[77]另一方面，在小科菲、班布里奇等教授看来，以“股东利益导向”和“董事决策优位”为特征的英美公司治理依然是良法之治的样本。亚洲公司治理协会秘书长杰米·艾伦同样认为，亚洲各国公司治理改革形成的首要共识即是“以强化股东价值和加强股东权利为公司的基本关切”。^[78]事实上，发端于20世纪60年代的

[74] See Sanford M. Jacoby, *Economic Ideas and the Labor Market: Origins of the Anglo-American Model and Prospects for Global Diffusion*, 25 *Comp. Lab. L. & Pol'y* J. 43 (2003–2004).

[75] Mark J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, 53 *Stan. L. Rev.* 539 (2003).

[76] 1924年谢尔顿最早提出了公司社会责任，参见刘俊海：《公司的社会责任》，法律出版社1999年版，第2页。利益相关者（stakeholder）一词于1963年首次出现于斯坦福大学一个研究小组的内部文稿，参见叶林：《公司利益相关者的法学分析》，《河北学刊》2006年第4期。此后，瑞安曼、安索夫、弗里曼、布莱尔等学者的共同努力使利益相关者理论形成了比较完善的理论框架。参见苏鹏：《西方利益相关者理论发展与评述》，《当代经理人（中旬刊）》2006年第7期。利益相关者理论和社会责任理论都是在普通法系提出的，根源是为了应对在所有权与控制权高度分离下英美公众公司长期存在且阶段性发作的经理层滥权问题，而利益相关者理论相对于温和的社会责任理论而言，在价值导向上更加鲜明，在可操作性上则更加具体。

[77] 相关论述很多，例如凯瑟琳·杰克逊认为，在美国法上，利益相关人参与公司治理的力度依然很弱。政府仅仅赋予其中一种利益团体——员工——为了自己的利益与公司谈判的权利。See Katharine V. Jackson, *Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: a Comparative Analysis*, 7 *Hastings Bus. L. J.* 309 (2011). 美国塔夫脱大学商法教授詹斯瓦尔德·萨拉丘斯说，美国依然是以股东为中心，欧陆则属于以利益相关者为中心，只不过极端的股东导向模式和鲜明的利益相关人导向模式，现在也可以在公司的社会责任理念方面达成共识。See Jeswald W. Salacuse, *Corporate Governance in the New Century*, 25 (3) *Comp. Law.* 69–83 (2004).

[78] See Jamie Allen, *Code Convergence in Asia: Smoke or Five?*, 3 *Corporate Governance International* 23–37 (2000).

利益相关者理论的破灭（而不是得到认同和确证）和美国模式的逐渐令人瞩目，反倒是公司趋同理论假说提出的背景之一。^[79]当然，无论如何，美国公司法理念的确发生了重要的转向。但我国公司治理尚处于资本市场成长背景下的股权分散化、两权分立加剧与股东文化的培育期，加之控股股东与实际控制人过于强势，主要任务依然是保护中小股东。中国作为新型工业化国家，其公司治理改革需要承受某种“后发劣势”的压力，即须在追赶和学习作为公司治理主流模式的“股东利益导向”以及“董事决策优位”的前提下，兼顾美国模式对自身反思的成果——利益相关者理论影响下对“股东导向模式”的叛逆思潮。但协调我国上市公司治理的各种利益集团关系，最重要的依然是认识到股权结构依然高度集中、绝大多数大型上市公司国有背景浓厚、控股股东和实际控制人是公司的主导力量、监事会形同虚设甚至董事会也缺乏独立性等等迥异于英美的中国现实，维护投资人法益、保护在控股股东滥权前提下的非控股股东依然应当成为立法导向。

四、股权结构模式对公司治理的影响

一般认为股权结构有两种含义，一指公司股权的集中或离散程度，二指股东结构，即不同身份背景的股东持股份额的比例如何。在公司趋同论战之前，欧美已有大量文献探讨公司股权，主要关切点集中于股权类型、大型机构投资者日益重要的作用以及所有权结构的政治意义等方面。在法律视角下，公司股权结构的形成与演变由国民经济的所有制结构、当下的经济政策、资本市场发展状况、股东决策及其交易行为、法律对投资者的保护力度、偶然的初始状态、^[80]全球化等复杂因素决定，反过来又影响甚至部分决定公司的性质、类型与规模、剩余索取权和实际控制权权属、代理成本、利益导向、内部治理机制（包括监督机制、股利政策、代理权争夺等）甚至外部治理机制（包括控制权市场或者外部接管市场、经理人市场、产品市场等）等诸多事项，是现代公司治理的逻辑起点，属于公司基本法律关系范畴。在股权结构的第一种意义上，文献借鉴产业组织学对市场结构的划分，^[81]区分垄断性、集中性和分散性三种股权结构，分别用以描述一股独大、若干相对控股股东同时存在、无控股股东三种情况。抽象比较而言，高度集中结构和高度分散结构在制衡强势的经理层和避免大股东滥权问题上各有明显的优劣利弊，非控制股东在此两种结构下地位不利，只不过潜在的侵害来源不同而已。相对控股结构则有可能淡化中小股东的不利地位，缺点则是容易造成公司僵局。在股权结构的第二种意义上，公司股权包括国家股、法

[79] See Martin Gelter, *Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light*, 7 *NYU Journal of Law & Business* 641 (2011).

[80] See Harold Demsetz, Belén Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, 7 *Journal of Corporate Finance* 209–233 (2001), 转引自潘新兴:《上市公司股权结构问题研究综述》,《当代经济科学》2003年第2期; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 *J. Fin.* 1131–1150 (1997).

[81] 产业组织学一般将市场结构划分为三种类型:完全垄断、寡头垄断与完全竞争市场。现代股份公司股权结构的类型与上述市场结构类型有一定相似性。参见冯根福、闫冰:《公司股权的“市场结构”类型与股东治理行为》,《中国工业经济》2004年第6期。

人股（国有法人股、一般法人股、机构法人股）、社会公众股、外资股等，在不同法域存在不同的排列组合，派生出不同的公司治理结构。在上述针对单个公司进行观察的视角之外，股权结构的意涵还可能指向公司集团意义上的“金字塔持股结构”与“终极控制股东”，^[82]与中国公司法第16条、第217条所涉及的实际控制人概念相对应；另涉及关系企业意义上的母子公司、交叉持股、循环持股等问题，中国公司法第14条、第15条、第16条转投资制度等回应之。此外，在更广义上还可能指涉在一国范围内，作为财产的公司股权掌握在哪些社会个体和阶层手中，股权财富的集中程度如何。

基于公司股权结构对于治理的基础性意义与决定性作用，不少公司趋同论文献以此为切入点，探讨公司趋同或存续的原因，或者以此为证据证明趋同的发生。趋同论中值得注意的是LLSV和小科菲从资本市场角度对法律制度与股权结构关联度的研究。存续论中值得注意的是罗伊与米洛特对公司所有权的路径依赖性和国家宏观财产权制度对微观的公司所有权结构的影响力的研究。从整体上看，多数文献对伯利—米恩斯式公司下的分散所有权结构或者德日模式下的集中持股结构没有表现出明显的价值偏好。^[83]究竟是分散的所有权结构还是集中的所有权结构可能派生出具有长久稳定竞争力的公司治理模式，依然属于未决问题。

英美公众公司作为所有权与控制权两权分离的典型，以股权分散为特征，而欧陆与日本公司的股权则相对集中地掌握在家族、公司法人和金融机构手中。据1990年的统计数据，英、美、德、日四国上市公司的个人散户持股比例分别为28%、50.2%、17%、22.4%。^[84]1988年至2000年间，德国公开交易公司的股东数量与占全部人口比例都有所增长。另据数据显示，1990—1999年间德国IPO的频率显著提高。^[85]日本法人交叉持股呈明显下降趋势，公司银行贷款比率从1970—1974年41.4%下降至1985—1988年3.2%，股票和公司债比率同期从8.3%升至28.7%。^[86]此外，与二战前相比，日本上市公司第一大股东持股5%以上者显著减少。^[87]公司趋同论提出的各项数据表明，最近20年世界范围内的公司股权结构整体分散化趋势明显，同时英美股权比例逆势稍微趋向集中，呈现所谓“双向融合”趋势。^[88]

[82] 上述概念依然是由La Porta等人首先提出。这种突破性研究透过公司股权的表层结构，追索更高层次的持股链条从而找出股东背后的股东，一直溯及到终极控制人。参见杜兴强、曾泉、杜颖洁：《政治联系类型与大股东资金占用——基于民营上市公司的实证研究》，《经济与管理研究》2010年第2期。

[83] 例如，克拉克曼与汉斯曼教授认为“股东导向型”作为趋同的标准，不是以股权分散为特征的英美公司治理的专利。他们还认为，如果法律能够确保经理人对主要股东的利益负责，而且抑制控股股东的滥权行为，那么闭锁公司与公众公司一样也能够有效运作。参见前引[3]，Hansmann等文。

[84] 参见美国联邦储备委员会资金流量、英国金融统计、日本资金流量、德意志联邦银行某月度报告。转引自冯根福：《西方主要国家公司股权结构与股东监控机制比较研究》，《当代经济科学（陕西财经学院学报）》1997年第6期。

[85] 参见前引[5]，Gordon文。

[86] 参见康焕军：《当代日本股票市场研究》，东方出版社1995年版，第64页；日本生命保险公司研究所主编：《公司股票交易》（2003.6），均转引自前引[1]，孙光焰书，第124页。

[87] 例如1991年，松下电器产业公司前3大股东住友银行、住友生命保险公司、日本生命保险公司的持股率分别为4.166%、4.119%和3.192%。参见李达昌、王小琪：《战后西方国家股份公司股权结构的新变化》，《世界经济》1999年第4期。

[88] See John C. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 *Yale Law Journal* 1, 16-21 (2001); 前引[14], Steen Thomsen文。

与此趋势伴随的是德国国营企业私有化、跨国并购、^[89]日本控制权市场的萌芽^[90]等现象。

我国上市公司股权在全球化背景下的近10年间也呈现分散化整体趋势，但主要原因除了资本市场发展之外，股权分置改革显然是更为直接的原因。对2003—2009年深沪两市部分上市公司的数据分析显示，股改后公司第一大股东持股比例有所下降：国有公司第一大股东持股比例由股改前的0.466下降到股改后的0.387，非国有公司第一大股东持股比例由股改前0.347降至0.320。^[91]以2006年完成股改的916家上市公司为样本的分析发现，股改前第一至第五大股东的持股率之和占全部股份的比率平均为59.86%，股改后降为48.09%；此外股改前第一大股东直接持股率在50%以上的占38.87%，20—50%之间的占54.91%，股改后的对应数据分别为19%和36.3%。^[92]由以上数据可见，股权分置改革对我国上市公司股权结构的影响，第一方面体现在公司股权尤其是国有公司股权的整体集中度（大股东持股之和）有一定程度的下降；第二方面体现在第一大股东绝对控股情况显著减少，“一股独大”问题得到缓解；第三方面体现在除第一大股东之外的大股东持股权重增加，公司股权由垄断性集中向大股东之间形成制衡的相对制约性集中模式转变。

股权分散化趋势伴随着公司治理中内部力量对比格局的转换和外部市场的孕育发展过程。具体而言，从内部来看，其一，第一大股东绝对控股的局面大大减少，股东会层面几大股东可能形成制衡，董事会层面亦然，大股东对董事选举的操纵能力可能削弱，公司僵局和矛盾状况可能增多。其二，大股东对管理层的监督能力和意愿削弱，在制衡格局下独立董事制度的需求增大，也存在独立性落实的空间。其三，在若干大股东同时存在、第一大股东无法完全控股的格局下，次大股东的机会主义倾向可能增加，大股东之间存在通过博弈后共谋剥削小股东的可能性。从外部来看，股权分散结构下的公司更容易成为收购方的目标公司，控制权市场可能渐次活跃，经理人市场可能更加成型。

讨论股权结构问题，不能忽视专业性机构投资者持股比例显著增强的事实，可称为股权结构的机构化。这一趋势在英美始于上世纪60年代末，^[93]欧盟国家虽然有一定程度跟进，但法、德两国对复制美国的机构投资者发展模式持谨慎态度，且欧陆国家的机构投资

[89] 参见前引[13]，Davies文；前引[5]，Gordon文。

[90] See Kenichi Osugi, *What Is Converging? Rules on Hostile Takeovers in Japan and the Convergence Debate*, 9 *Asian-Pac. L. & Pol'y J.* 143 (2007). 但该文作者日本中央大学健一大杉教授认为，就此认为日本公司治理出现了经理层或者董事优位的趋向还为时过早。Michael Cody也关注了日本的多起上市公司敌意收购，并认为敌意收购并没有被日本商界广泛接受，且迄“今”（2010）没有成功过。See Michael Cody, *Hostile Takeover Bids in Japan? Understanding Convergence Using the Layered Approach*, 9 *Richmond Journal of Global Law and Business* 1 (2010).

[91] 参见前引[59]，强国令等文。

[92] 参见袁静：《股权分置改革对我国上市公司股权结构的影响研究》，《生产力研究》2011年第2期。

[93] 这一论断参见伊志宏、李艳丽、高伟：《机构投资者与公司治理外国文献综述》，《商业研究》2010年第3期。在数据方面，1963—2004年，英国上市公司个人持股比例由54%下降到14.1%，而以养老基金为代表的机构投资者的投资比例占到38.10%。美国机构投资者的投资比例则由1950年的7.2%上升到2001年的46.7%。其中养老基金由0.8%上升到19.8%，共同基金由2%上升到17.9%，保险公司由3.3%上升到7.3%。日本在1960、1984、1989年的机构投资者持股比例分别为40%、64%、81%。而据统计，2012年中国A股市场个人投资者持股达30%，交易额贡献率更是高达85%，而机构投资者持股比例仅占到17.1%。以上数据参见G. Igor, R. W. Joerg, Z. Jochen, *Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis*, in *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14, Issue 5, pp. 432—445, 2006；雷敏：《新时期我国股市投资者结构问题研究》，南京航空航天大学2006年硕士学位论文等。

者主要是银行，与英美以养老金、共同基金、保险金为主力的新兴机构投资者结构存在不同。在英美高度分散的股权市场，机构投资者的兴起使其股权结构向欧陆的集中控股模式靠拢，在以高度集中一股独大为特色的中国资本市场，机构投资者则又似乎成为某种分散性力量。在理论上，机构投资者问题之所以引发欧美主流学者尤其是美国学者关注，主要是因为该问题有可能削弱盎格鲁—美利坚式的股权分散模式相对于欧陆的股权集中模式代理成本较高的弱点，从而有助于证明盎格鲁—美利坚模式更为优越这一假设。不过，即便机构投资者及其所带来的股东积极主义的确具有降低代理成本的作用，美国公司的委托代理问题也仍是基于所有权与经营权的分离，假想敌是董事优位和股东理性冷漠。而中国的委托代理问题则是基于股权畸形集中，假想敌是大股东滥权。

机构投资者可以作为一般股东行使投票与表决权、从事表决权代理与征集、行使股东大会提案权、召集权、行使股东派生诉权，并可以通过其他各种内部协商、提供专业咨询、公开声明等非正式渠道影响公司治理。但中国证券市场的发展阶段及其波动性对长期战略机构投资者的形成较为不利。中国上市公司股权的高度集中和一股独大也必然降低机构投资者作为积极投资者通过上述渠道参与的可能性和博弈胜出的概率，甚至完全可能将其推向与大股东合谋侵害中小股东的境地。^[94]而各种缺乏法定约束力的非公开参与机制，也不难想象其在一个契约精神、信用体系与程序正义尚在建立的环境中的命运。参与治理并从事监督的潜力与优势是一回事，利益考量和现实选择又是另一回事。

研究公司股权结构的又一视角是所有权理论。在传统的伯利—米恩斯式现代公司模型中，股权几乎是所有权的同义语，但近代公司的理论和实践则有所修正。宽泛意义上，提供公司原始资本的股东已经不再被视为公司的唯一所有权人。理论上，为公司同样提供金钱资本并一般而言承受更大商业风险的债权人、为公司提供人力资本并比一般理性冷漠、用脚投票的公众股东对公司前景更为关切的公司员工、为公司提供智力资本并且所创造价值很多时候远远超过股东原始出资的公司高管，也应当在公司中拥有相应的利益份额。

从现代公司的发展对所有权结构的不断诠释来看，利益相关者的问题与其说是一个有关公司社会责任的模糊的价值问题，不如说是一个根源于公司资本结构的实证性问题。正是由于今日的公司资本概念已经远远超出了股权所能涵射的最大范围，因此利益相关者的利益考量才变得更加重要，利益相关者才有资格成为一种模式并取得和股东导向模式相提并论的地位，董事薪酬、劳工保护、公司债权人参与公司治理才有资格成为重要的法律问题。认为公司高管、员工、债权人等利益相关人是公司的所有者的一部分，这一观点在其他任何角度观察可能都不无荒谬，但资本结构有可能成为论证上述观点的切入点之一。

不过，颠覆性的理论最终往往会回归其所颠覆之理论的原点，这完全不令人吃惊。首先，股权毕竟是公司的内在特质，完全颠覆了股权地位和意义的投资工具最终就可能不是公司，而是其他诸如合伙等企业形式了。此种意义下，公司激励计划中的各种员工与高管持股方案，当然可以认为是现代公司经营理念对人力资本和智力资本的进一步承认，有冲击和修正传统所有权理念的意味。但同时需要看到的是，这种认可和强化，依然需要通过

[94] 参见龙振海：《中国上市公司机构投资者作用效力研究——基于高管薪酬、控制权转移与股权分置改革的检验》，上海交通大学安泰经济与管理学院博士学位论文，2011年3月。

股权的方式来完成,有否定之否定的味道。其次,从融资工具的角度看,公司只不过是融资工具的一种,融资工具的多样化和灵活创新,投资选择的增多,大大削弱了公司内部权力结构和治理模式的颠覆性变革。正如吉尔森所言,如果投资人不认同以股权和有限责任为基本架构、以两权分离和受信机制为特征的公司作为投资平台,那么完全可以投资于私募股权性质的有限合伙等。公司则完全可以坚守其最初的设计理念。

传统公司治理的关切在于,以减少代理成本为基点,围绕公司控制权和剩余索取权的分配达成所有者与经营者之间的权力制衡,进而追求以公司为合同束所涉及的全体利益相关者的利益平衡。然而,随着公司金融和公司并购的重要性日益增加,公司治理或者公司经理人关注的重心部分地从公司经营与管理转向公司融资与投资,公司融投资不再是IPO或者SEO等某一阶段的事情,而是成为需要时刻关注的要务。基于此点预测,公司作为产业平台的作用将很大程度上被稀释,非金融企业和投行性金融企业的界限会模糊,而传统产业公司的任务将部分旁落和分流于其他诸如合伙等企业形式身上。

结语:经济全球一体化背景下我国公司治理的走向

经济全球化给世界带来的影响是深远和巨大的,资本、人力、技术等生产要素在世界范围内流动和合理配置,经济竞争也超越了国界地域范围在全球进行,它给各国带来了前所未有的机遇,也带来了制度层面上前所未有的挑战。公司制度趋同论战便是法律制度层面上应对挑战的一个缩影。事实上,我国在改革开放政策指引下的三十多年实践,已经融入了经济全球化的潮流,并且通过法律制度方面的借鉴,在短期内构建起几近完整的市场经济法律体系。当然,我们没有完全照搬照抄境外立法例,我们在学习境外制度时依赖的仍然是本土的路径。本文集中探讨的我国公司治理领域中林林总总的制度演变,其实就是在经济全球化和公司制度趋同态势下,吸收、借鉴境外法律制度并不断进行本土化改造的过程。回顾1993年公司法颁布以来我国公司实务运作和公司制度的演变,在公司治理层面上一直存在着股东会中心主义与董事会中心主义、股东利益中心与利益相关者中心、独立董事与监事会、大股东实质控制与强调信息披露和程式规则约束等方面的冲突与协调,充分展现出吸收、借鉴与本土化改造的有机结合。

不可否认,本文认同在经济全球化背景下公司制度具有趋同化趋势,这是因为绝大多数国家和地区都实行市场经济,市场经济带来的竞争、利益和风险具有相通性。为了改革本国的公司治理水平,各国的公司法纷纷借鉴和移植其他国家和地区的成功经验和制度,于是不同的公司治理模式相互借鉴、学习、吸收、渗透,呈现出了趋同化的趋势。甚至不排除超越国别的区域公司立法统一化的尝试。例如,欧盟从出台一系列公司法指令到欧洲公司法的颁行,积极推动了欧洲范围内公司治理的趋同和一致,有利于欧盟范围内统一市场的形成,有利于减小交易成本和法律冲突,最终有利于促进欧盟公司的竞争力。中国的公司治理,长期以来采取的是上层带动下层、形式带动实质、外国经验带动中国问题的方法。在这样的路径下,美国公司法基于其经济、司法与学术方面的先进水平,在未来一定时期内依然是我们学习、借鉴的主要来源。

然而,趋同化是一种公司治理的发展方向,并不代表完全一致。由于路径依赖的原因,

任何国家的公司治理模式都是在特定社会、历史、文化、法律背景下形成的，反映了不同的路径差异。这就决定了各国公司治理改革不可能遵循同样的路径。由于初始条件的不同，各国的公司治理也将长期保持差异性。因此，中国公司治理的特殊性仍然是必须关注的重点。值得欣慰的是，无论是理论界还是实务界，在讨论境外先进立法例时更注重结合中国的具体国情和解决中国的具体问题，由此又创设了中国特色的公司治理模式，甚至已有国外学者认真研究公司治理的中国模式。因此，引进、借鉴和本土化改造的双向运动，依然是中国公司治理未来发展的主旋律。

Abstract: Global convergence in corporate governance has been the topic raised and discussed among international jurisprudence of company law since 1990s. Debates from multiple perspectives have been launched around the topic such as convergence argument versus divergence argument, shareholder-oriented model versus stakeholder-oriented model, Darwinian competition force theory versus political path dependence theory, legal transplant hypothesis versus convergence at the level of securities regulations through corporate migrant, which have been particularly impressive, surveying modern issues on corporate governance widely. Thus convergence theory has been arguably considered as one of the most influential theoretical backgrounds from extraterritorial jurisdictions for a decade, contributing theoretical resources to the occurrence of landmark events for Chinese corporate governance, including, without limitation, the revision of the company law in 2005, introducing independent director system, non-tradable share reform, innovation for mergers and acquisitions, etc.

Convergence argument actually mirrors the growing consensus that Anglo-American corporate governance doctrine increasingly prevails all over the world with increasingly prominent competitive edge of Anglo-Saxon economy over others. Turning to the direction of Anglo-American trend in recent ten years under the resultant of both convergence and divergence theory, Chinese corporate governance will chronically be challenged by native practices such as familism and bureaucratism cultural traditions, accustomization to despising minority shareholders, morbidly concentrated ownership structure, etc. As for the reasonable response currently, we should abandon the conceptual controversy about convergence or divergence, respecting international consensus on corporate governance doctrine, while focus on home-grown problems, drawing on the experience of the advanced jurisdictions further.

Key Words: economic globalization, company law, corporate governance, convergence, divergence
