

公司治理全球趋同:问题与纷争

李明辉

摘要:世界范围内主要存在以英美为代表的外部控制模式和以德国、日本为代表的内部控制模式。对于不同的公司治理模式是否会发生趋同,学者们存在不同的认识。一些学者认为,在全球化背景下,不同效率的公司治理制度将会展开竞争,最后促使不同制度向一种高效率的制度趋同。而另外一些学者则认为,公司治理的演进具有明显的路径依赖和制度互补性特征,因此,不同模式的公司治理不会发生趋同。对于公司治理趋同是形式上的还是功能上的以及不同模式的公司治理将向何种模式趋同等问题,持趋同论的学者之间也存在巨大的分歧。

关键词:公司治理 趋同 全球化 路径依赖

公司治理是法律、经济、会计等众多学科领域普遍关心的问题。近年来,关于不同模式公司治理趋同的问题,成为国内外研究的一个热点,并引起广泛的争论。有学者认为,1990年代以来,随着资本市场的全球化,各国公司治理模式呈现出强烈的趋同趋势。而一些学者则持反对态度,认为公司治理模式不会趋同化。尤其是近年来,无论是美国还是德国、日本均对公司治理及相关的法律制度进行了一系列的改革,更加剧了对公司治理是否会发生趋同的争论(Gilson,2000)。本文拟对此进行简要的评述,以期对我国的公司治理改革有所借鉴。

一、现有公司治理模式的差异性

(一) 公司治理基本模式的划分

目前,世界各国的公司治理具有差异性。为了便于比较和分析,比较制度学者将各国公司治理划分为不同的模式。对于公司治理模式,目前存在不同的划分方法,如Berglof(1994)将公司治理划分为保持距离型和控制导向型。LLSV(1998)使用49个国家和地区的数据区分出4种传统法律体系,从而将全球公司治理模式分为盎格鲁-撒克逊模式(Anglo-Saxon model,包括美国、英国及前英殖民地)、法国模式(包括法国、西班牙、葡萄牙殖民地影响范围)、德国模式(包括中欧和日本)和斯堪的纳维亚模式(主要包括北欧国家)4种类型。Coffee(2000)将公司治理分为两种模式:股权分散模式和股权集中模式。Mayer(2000)依照控制权将公司治理划分为两种模式:(1)外部控制模式,其特点是股权分散,存在大量机构投资者;(2)网状控制模式,该模式下股权集中掌握在家族、银行和其他非金融公司手中,所有者可以行使

内部人控制。Lane(2003)将公司治理分为外部控制型和内部控制型两种。

尽管上述学者的分类方法及结果有所差异,但总的来说,目前各国公司治理大体可以分为两类:以英美为代表的外部控制型和以欧洲大陆、日本为代表的内部控制型。至于东南亚和南美国家或地区为代表的家族控制型,可以视为是内部控制型的一种衍生模式。

1. 外部控制型

外部控制型公司治理模式下,主要依靠外部力量对管理层实施控制,其典型代表是英国和美国。该模式的特点是,股权分散,并且流动性强,较少依赖于银行融资,对股东有强大的法律保护,有完善的立法及执法机制,信息披露较为透明,对其他利益相关者则很少关注。

2. 内部控制型

内部控制模式建立在关系基础上,主要依赖于公司的内部控制机制而不是市场力量来对管理当局进行监控。其典型代表是欧洲大陆国家,如德国,以及亚洲的日本。

(1)德国。德国资本市场不够发达,企业融资更多地依赖负债。德国的银行是全能银行,可以持有工商企业的股票,因而既是公司的债权人又是公司的大股东。另外,德国公司相互持股比较普遍。德国公司治理模式的另一特色就是强调工人共同决定,在监事会中,根据企业规模和职工人数的多少,职工代表可以占到1/3到1/2的职位。从组织结构上来看,德国实行的是二元制,即设立监事会,对董事会进行监督,并可任命董事会成员。

(2)日本。日本公司治理的特点是法人持股率

高,法人股东主要采取相互持股形式,并且具有很强的稳定性。在日本公司中,经营者居主导地位,对公司经营权的控制机制主要来源于主银行和交叉持股的关系企业。日本公司发展所需要的资金主要来自银行贷款而不是发行股票或债券,公司控制权市场极不活跃,敌意并购很少发生,有限的兼并也都是在协商一致的基础上进行的。日本公司设立与董事会平行的监察人,负责监督董事和经理的活动。

(二) 股东主义还是利益相关者主义

在不同的公司治理模式下,对于公司治理是为股东服务还是为利益相关者服务,其取向存在差异。

在英美模式下,更多地关注于股东的利益,公司治理的目标是保证投资者能够获取最大的回报,因而可被称为股东型治理模式。在该模式下,公司融资更主要通过权益方式,对管理当局的控制主要通过市场力量。作为剩余索取权者,股东可以选择董事会,如果他们对管理当局不满意,可以替换管理当局或出售股票,包括向那些正试图替换现任管理当局的集团出售股票。其又被称为退出模式,因为股东可以通过出售公司的股票来表达其对管理当局的不满(即用脚投票)。

而在欧洲大陆和日本,公司治理更为关注的是利益相关者(包括雇员、债权人、客户、供应商等)的利益,因而又被称为利益相关者型治理模式或关系型治理模式(Jacoby,2001;BraendleandNoll,2004;Buck,2003)。Jacoby(2001)将其称为发言模式,因为该模式下股东、雇员和其他相关团体流动性较差,并且倾向于直接通过发言表达对管理当局的态度。在利益相关者或关系模式下,股权较为集中,银行、其他公司以及家族持有大量股票,公司融资更多地依赖于负债,银行因此具有治理作用,他们或直接拥有投资或作为受托人,并可在董事会中有代表。股票还可以被关键客户、供应商、关联公司所拥有。雇员在公司治理中也将发挥作用。上述特点使得其难以形成公司控制市场。具体而言,利益相关者模式包括两种:信托模式和代表模式。在信托模式下,除投资者以外的其他利益相关者在董事会没有直接的代表,他们利益的保护是通过赋予董事会更多的决定权以考虑其他利益相关者的利益来实现的。在代表模式下,数个利益相关者将指定其在董事会中的代表,这些代表将以最大化所有利益相关者的共同福利为目标(HansmannandKraakman,2000)。

二、不同的公司治理模式最后是否会趋同

英美外部控制型公司治理模式与德日内部控制型治理模式在股权结构、治理目标、资本市场、内部监控组织等方面都有较大差异。但是,这种差异是否会一直持续下去呢?或者说,不同模式的公司治

理是否会发生全球趋同,尤其是利益相关者取向的欧洲公司治理是否会向股东利益取向的英美模式公司治理趋同?对此,学者们存在较大的争议,一些学者从制度比较的观点出发认为,公司治理具有路径依赖性等特点,因而不会发生趋同;而另一些学者从制度竞争的角度出发,认为各国公司治理将会逐渐趋同于一种共同的、最有效的模式。

(一) 是否会趋同

1. 趋同观

Coffee(1999)认为,阻碍公司治理趋同和促进趋同的力量都很强大,即使形式上的公司法趋同不会成功,公司治理也将在证券监管层面上发生功能性的趋同。Coffee(1999)指出,目前,不同的公司治理模式已经在趋同。近年来,在那些股权集中、依赖于银行监控的经济下,治理结构发生了巨大变化。较之传统的公司法水平,在证券监管层面上的趋同程度更高。Gilson(2000)也认为,目前,尽管在形式上,两种模式下所有权与董事会结构几乎没有发生趋同,但在功能上,公司的治理行为正在发生趋同。

Hansmann和Kraakman(2000)在《公司法历史的终结》一文中认为,公司治理将完全趋同化。他们认为,尽管在治理制度、股权结构、资本市场、公司文化方面存在明显的差异,但在不同的司法体系下,公司治理的基本法则,甚至包括公司法的大多数(如董事会结构、证券管制、会计方法、股东诉讼、接管管制),都已经达成高度的统一,因而朝着单一的标准模式发展是很有可能。短期来看,公司治理实务和法律仍会表现出巨大的差异,这是由于制度快速趋同存在许多潜在的障碍,意识形态的趋同并不意味着实务上迅速趋同。但是,长期来看,公司治理实务和法律将趋同于标准模式。其基本原因在于,人们已经就此达成广泛的共识:管理者应当竭尽全力为股东的利益服务。达成这一共识的原因包括:其他模式的失败、英美公司在竞争中取得的胜利、全球范围内经济和财务学理论日益提高的影响、发达国家股权结构的分散、积极的股东代表和利益集团的出现。此外,促进公司治理的趋同的因素还包括:欧盟等组织在公司治理国际协调方面的努力、不同国家间公司章程的竞争。

Wojcik(2001)检验了1997-2001年间德国公司所有权结构的变化,发现德国公司的所有权集中度在这一期间显著下降,交叉持股开始解除,金融机构的重要性开始下降。因此认为,德国公司治理正向英美模式趋近。

Braendle和Noll(2004)认为,尽管一国公司治理机制的选择必须要考虑其当前国情和历史,但是,公司治理的差异并不会长期存在。目前,要求公司治理改革的压力超过了保持不变的倾向,有三个主要因素促使公司治理发生趋同:其他模式的失败、全球

竞争的压力、支持股东利益的利益集团的影响。因此,法律上趋同的压力是巨大的,各国公司治理即使不是完全的趋同,至少也将在一个较广泛的领域内发生,并且这种趋同最终将取得成功。

2. 非趋同观

(1) 公司治理与环境

不同国家公司治理之间之所以会有差别,一种主流的观点是认为法律制度对公司治理具有显著影响。该观点认为,由于法律制度不同,各国的公司治理也就不同。进一步说,对少数股东法律保护的质量决定了所有权结构的模式(Cheffins,2002)。Roe(1993)指出,美国公司治理模式是与其法律和立法传统相适应的(如法律限制银行的活动,管理者的权利优于工人,对股利征税、严格限制同一行业公司之间的合作条款)。LaPorta等(1998,1999)认为,全球公司治理的差别来源于股东突破落后的对投资者法律保护的努力。股权集中是投资者试图获取权力以便保护其自身利益的常用方式。在普通法中,股权结构往往较为分散。而在投资者保护相对较弱的民法法律传统下,股权更为集中。

影响公司治理的还包括所有权结构、金融监管、资本市场、劳动力市场及其监管、破产法律等经济因素。

此外,历史、政治、社会因素也是造成各国公司治理不同的原因。如Roe(2000)指出,欧洲大陆与美国的不同很大程度上在于是否有社会民主。在美国,个体主义和平民主义思想较重,人们对权力的集中有一种持久的不信任感,股东与管理当局之间的关系很脆弱,股东一旦对管理当局的忠诚存有担心,就会在投资时分外谨慎,因此,分散的股权结构更加有效。而在欧洲大陆,具有深厚的社会民主传统,注重集体主义,强调分配,当雇员和资本家存在冲突时往往倾向于保护雇员的利益。社会民主扩大了股东与经理之间的隔阂,提高了代理成本,降低了用于控制经理的技术的效力。在社会民主下,美国模式所有的机制,如透明的会计信息、敌意接管、激励报酬、坚强的股东财富最大化准则,均难以推行。因此,社会民主难以将管理当局和股东连接在一起,管理当局往往会背叛股东的利益,只有采用集中的股权通过大股东才能够控制代理成本。这也正是欧洲大陆缺少公众公司的重要原因。Licht等(2001)、Salacuse(2003)还发现,公司治理与所在国家的文化有很大关系。

(2) 公司治理不会发生趋同

如上所述,一些学者认为公司治理模式是与其所在国的法律、经济、政治等因素相联系的,因而不会发生趋同。如Roe(1993)指出,美国的公司治理结构并非必然,其他模式也是合理的。Guillen(1999)认为,各国公司治理机制不可能因为全球化而发生趋同。全

球化只会促使各国以及公司采取不同的公司治理以便在国际竞争中保持其特色,而不是趋同于某个最好的模式。说哪种模式是最好的模式是于事无益的,各国将采用与其法律、制度、政治背景相适合的治理模式。

Guillen(1999)认为,至少有三个理由决定以股权分散、金融中介弱小、资本市场发达为特征的美国的治理机制在任何时候都不可能取代世界上现有的治理模式:第一,公司治理机制与法律传统(如银行法、劳工法、税法以及竞争法)紧密相连,而这些法律在最近的将来不会修改。第二,存在其他与公司在全球经济中竞争直接相关的制度,这些制度将与公司治理相互作用。第三,尽管全球化可能会要求公司治理趋同,但与公司治理相关的各种经济、社会、政治参与者将对其加以干扰和阻碍,以免发生对其利益不利的变化,这将使得国际间公司治理的趋同变得不大可能。他采用了6个变量以发达国家和新兴工业化国家为对象检验全球趋同:受其本国公司治理机制影响的外国直接投资,机构投资者的影响,上市公司被不同种类股东持有的权益的比重,首席执行官(CEO)报酬中长期激励计划的采用,敌意接管的发生,非金融性公司负债权益比率。结果发现,并没有证据表明公司治理发生了全球趋同。

Bebchuk和Roe(1999)认为,一国的公司所有权结构模式具有显著的路径依赖特点。任何时点的所有权结构都部分取决于其初始时的状态。因此,各国在早期由于其不同的环境甚至是历史事件而具有不同的所有权结构,这些差异在以后的时点将一直保持下去,即使这些国家的经济已经变得相当相似。

Jacoby(2001)认为,尽管存在促使欧洲及日本公司治理向英美模式趋同的因素,但是公司治理不会发生趋同,其原因在于:(1)由于路径依赖导致的制度刚性。制度互补性和路径依赖使一个国家很难借入一种治理方法并期望其在移植到一个不同的环境后能发挥类似的功能。(2)关系型公司治理和股东型公司治理模式各有其成本和效益,没有哪种公司治理模式在微观经济上具有优越性。股权分散的好处在于资本成本较低,但也会产生代理成本的问题;关系型公司治理下,内部人可以通过内部信息和自我交易以牺牲小股东利益为代价,掠夺公司财富。但另一方面,大股东也有较强的动力去监督管理者,并且他们能够了解到小股东不能获取的高质量的信息。如日本的主银行可以防止那些有利于高层管理者的不成熟的雇佣决策。而由于人类的有限理性,很难对各种模式的成本与效益进行计量,因此,很难说哪种模式在微观经济意义上是更好的。(3)对改革公司治理以提高宏观经济业绩的必要性的疑虑。在微观意义上,公司治理与业绩之间的关系是模棱两可的;在宏观意义上,公司治理与经济业绩是否相

关就很难说了,因为可能存在很多会影响经济业绩的其他因素。尽管 1990 年代,美国经济与欧洲、日本相比表现出一定优势,但在 1970-1980 年代,英国的增长率落后于日本,1990 年代落后于德国,其他采用英美模式的国家与欧洲、日本相比并未表现出优势。目前美国经济也开始放慢,股价下跌,这表明 1990 年代后期美国的高速增长并非是由“新经济”产生的,而是由于对高科技进行大量投资产生的,而这是一次性的,在以后不可能重复。(4) 多重均衡。在发达工业经济下,没有一种最好的制度以支撑经济增长。(5) 尽管存在投资和贸易全球化的趋势,但英美公司并未掌控全球市场以致其他国家必须要采纳英美模式。事实上,美国在世界对外投资的份额已从 1980 年的 66% 下降到 1997 年的 50% 多,而在此期间法国、德国、日本却快速增长。因此, Yacoby(2001) 认为,那种认为关系型治理将让位于股东资本主义的观念只不过是痴心妄想,英美模式也不会过多地向利益相关者资本主义发展。目前,尽管欧洲和日本公司治理有向美国模式趋同的迹象,但这一过程将是缓慢的,甚至是一个错觉。关系型治理模式与股东型治理模式的差距仍然非常大。

Rosser(2003) 认为,尽管存在来自于金融市场自由化和一体化、国际投资者日益增长的作用等方面的压力,尽管不同国家公司治理上的差异将日渐缓和,并朝着自由市场的方向发展,但是,公司治理并不会发生全球趋同。其原因在于:(1) 国内的当权派不会推动公司治理改革以至削弱其权利和地位;(2) 公司治理历史发展的路径依赖与功能锁定将对公司治理改革产生巨大的压力以使公司治理保持其持续性;(3) 竞争力将取决于对过去有效的治理结构的调整而不是放弃。他在检验了印尼公司治理改革的情况后指出,尽管 1980 年代中期以来,印尼政府已经对公司治理进行了改革,引入了外部治理模式下的许多制度,但这些改革的实际执行很成问题。印尼的公司治理仅仅是在形式上像外部治理模式,其实质并没有改变。印尼的公司治理不可能从内部模式向外部模式趋同。

Branson(2001) 从 5 个方面对现有持趋同观的研究进行了批判:(1) 高度武断,缺乏证据并忽视相反的观点;(2) 高度近亲繁殖,忽视其他不太知名的机构或其他领域的研究;(3) 样本相当狭隘,缺乏代表性,难以反映全球的情况(如忽视太平洋地区诸国、南美和中美洲、南非等新兴经济);(4) 鼓吹美国式的公司治理作为全球的标本,表明极度缺乏对文化的理解和敏感,忽视了无数的文化和数十亿人不可能接受美国式的公司治理的现实;(5) 世界上并非只有一种经济模式,在多数地方,家族资本主义占统治地位。他认为,公司治理趋同是一个很有限的现

象,公司治理并不存在广泛的“全球”趋同,Hansmann 和 Kraakman(2000) 认为“公司法将会终结”的论断是武断的。他批评道,从来没有什么东西会全球趋同。公司治理全球趋同的观点否定了世界上不同国家文化的差异性。在世界上存在多种文化和经济,无论是美国式的或者是其他公司治理,都无法突破来自社会和政府的抵制。公司治理的趋同只可能发生在一些分散的领域,如财务会计或披露标准。趋同更可能是地区性的而非全球性的。

(二) 分歧的根源——制度进化与路径依赖

从上可以看出,对于外部控制模式和内部控制模式这两种典型的公司治理是否会发生趋同,学术界存在较大的差异。这两派学者又都提出了相应的理论来证明自己的观点,趋同论学者的主要依据是制度将向效率较高的模式趋同,而非趋同论学者的主要依据则是路径依赖理论和寻租理论。

1. 趋同观:全球化背景下的制度竞争

趋同论者(主要是经济学家、法经济学家)认为,经济全球化的程度日益提高是公司治理发生趋同的客观背景和推动力量(Schmidt and Spindler, 2002)。

(1) 全球化:公司治理趋同的背景和推动力量

第二次世界大战以来,尤其是自 1980 年代以来,体现在产品、资本、人员等方面的经济全球化的程度日益提高,这极大地促进了不同国家公司治理的趋同化。

资本流动全球化。资本流动全球化意味着公司可以到海外上市,从其他国家筹集资金,以解决国内资金短缺(Coffee, 1999)。证券交易所所采用的上市、交易规则中关于公司治理的部分,无疑体现了其所在国家公司治理模式的特点。在此背景下,具有发达的资本市场的英美等国的公司治理自然会对其其他国家产生影响。而日益增多的并购业务也极大地促进了公司治理的趋同。

股权日益全球化。全球化的另一个体现是公司的外国投资者日益增多。股权全球化势必导致外国投资者要求公司完善公司治理以保护其自身利益,因为公司治理决定外国投资者是否可以获得高质量的信息从而做出决策,使其能够方便地进入或退出外国市场,从而降低风险、提高投资收益(Rosser, 2003)。因此,外国投资的增加,要求公司治理向较好的模式发展。外国投资者可以通过直接干预或间接通过增加或减少投资来对公司的治理结构施加影响(Gillan and Starks, 2003)。美国的大机构投资者迫使一些欧洲公司采纳美国的治理标准(Williams, 2002; Quoted from Testy, 2002),如加州公务员退休基金 Calpers 就极大地推动外国公司加强公司治理,采用美国公司治理中的许多做法。另一方面,美国一些基金将资金更多地投资于具有较好的股东保护和法律框架的国家中,因此,公司本身也具有改进公司治理以吸引

外国投资者的动力 (Gillan and Starks, 2003)。Bebchuk 和 Roe (1999) 指出, 由于最活跃的并积极推动公司治理改革的国际投资者大多是美国人, 因此公司治理将向美国模式趋同。

产品全球化。产品全球化意味着市场边界日趋淡化, 市场竞争日趋激烈, 这就要求完善公司治理以提高公司乃至国家在全球市场的竞争力。日本公司治理论坛于 1997 年 10 月发布的《公司治理原则——日本的观点》开篇即指出: “市场全球化已经迎来一个时代, 在这个时代中, 公司治理的质量已经成为公司生存的关键因素。公司治理实务与国际标准相协调也成为公司成功的重要因素。良好的公司治理实务因而成为任何公司在全球化市场中实现有效管理的前提。”

(2) 制度竞争: 公司治理趋同的内在动因

全球化仅仅是公司治理趋同的外在背景, 在支持公司治理趋同的学者看来, 公司治理趋同的真正动因在于全球化背景下制度的竞争与优胜劣汰。

不同的公司治理机制的效率是不同的。一国的公司治理机制对于公司的获利性和增长性、获取资本的能力以及资本成本具有重要影响 (Braendle and Noll, 2004), 公司治理愈好的公司就愈有竞争力, 就能以较低的资本成本更方便地从资本市场筹集资金。就国家层面而言, 公司治理对一国的经济具有重大影响。不仅产品之间有竞争, 治理机制之间也有竞争 (Gillson, 2000)。公司治理是一个具有能动性的系统, 面临全球竞争的公司可以通过改变其公司治理, 以消除其竞争劣势或者获取竞争优势 (Ruback and Sebor, 1998)。不同公司之间为了能够在全球竞争中获胜, 将竞相采用有效的公司治理。根据达尔文主义, 公司治理将向最有效率的模式发展, 最终, 那些无效的模式将被淘汰 (Kole and Lehn, 1997; Cheffins, 2002), 最后保留下来的治理模式将是有效的 (Roe, 1997)。因此, 不同效率公司治理模式之间的竞争, 将导致不同国家公司治理最后趋向于单一的最有效的模式。

不过, Gordon (2003) 对这一观点提出了质疑, 认为, 那种认为股权分散的公司治理在效率上具有优势因而公司治理将向此模式趋同的论点是站不住脚的, 美国近年来发生的会计丑闻表明, 股东资本主义模式并非一定是有效的。他提出了一种国际关系学说来说明公司治理的趋同。他通过德国电信的私有化说明, 一方面, 公司治理的进程取决于一国、或数个国家的国际经济与政治一体化计划; 另一方面, 国际一体化计划将被采用英美模式的股权分散的公司的扩充所推动, 分散的股权结构有利于公司控制权的竞争, 并有助于防止经济国家主义, 这种竞争有利于国家对跨国合并业务的认可, 从而使经济组织成为资本、商品、服务和人员国际间流动的通道。发生

强大的形式趋同是受特定政治抱负而不是通常所理解的效率驱动。Cheffins (2002) 也认为, 并不能简单地判定股权分散模式更有效。

2. 非趋同观: 路径依赖与制度互补性

非趋同论者从路径依赖和寻租理论出发, 证明不同国家公司治理的差异将是长期的, 公司治理趋同难以实现。

(1) 路径依赖和制度互补性

所谓路径依赖, 简单地说, 就是指制度变革将受其所在的历史条件及习惯因素的影响。路径依赖理论认为, 人们过去作出的选择决定了其现在可能的选择。^①就公司治理而言, 依照路径依赖理论, 最初的历史条件对目前的公司治理有着重要影响, 一国经济中任一时点的公司治理都依赖于该国早期形成的结构。

Bebchuk 和 Roe (1999) 指出, 一国的公司所有权结构模式具有显著的路径依赖性。路径依赖有两种来源: 结构驱动的路径依赖和规则驱动的路径依赖。

所谓结构驱动, 是指公司所有权结构取决于该经济开始时的所有权结构, 其原因在于: 第一, 有效的公司所有权结构通常是路径依赖的, 初始的所有权结构将影响那些对公司有效的结构自身; 第二, 由于内部的寻租行为, 即使现有的所有权结构不再有效, 也仍将具有持续性。相关的团体将阻挠对所有权结构的改变以避免其利益减少。所谓规则驱动, 是指初始的所有权结构将通过其对管制公司的法律规则的影响来影响以后的所有权结构。^②影响所有权结构的公司规则自身也将决定于经济开始时的公司结构。初始的所有权结构将影响那些有效的规则自身以及那些可以决定选择何种规则的利益集团的政策。因此, 尽管存在趋同的压力, 各国的所有权结构仍将保持差异性。

Schmidt 和 Spindler (2002) 认为, 路径依赖有两种解释: 一种是调整成本或转换成本导致的路径依赖, 即由于转换成本的考虑, 社会将保持那些看似无效率的制度; 另一种是从进化生物学中借用来的概念, 指进化近视导致的路径依赖, 即进化只能达到国内最优而不能达到全球最优状态, 国内最优取决于特定的生物和社会系统在一给定时点的初始状态。这两种路径依赖对公司治理趋同问题有不同的含意: 在转换成本路径依赖下, 只要外部压力不够大, 不同的制度安排就可以并存, 但如果外部压力很大, 路径依赖就不再重要, 最后将只有最有效的制度可以存在下来, 也就是不同的制度将趋同于有效的制度。因此, 只要转换成本不够高, 强大的压力将迫使决策者采用全球最优的模式。但在进化近视的路径依赖下, 压力大却不会导致全球趋同, 因为压力过大将导致过多地偏离国内最优从而导致制度损失。因此, 只有较小的外部压力才会促使企业进行试验并趋同

于全球最优的模式。

路径依赖的核心观点是制度互补性,也叫做不可分离性,即一项制度中的各个组成要素是不可分离的。Schmidt和Spindler(2002)指出,互补性是公司治理、金融、组织与生产等系统要素的特性,如果特定系统的要素相互良好地结合在一起,也就是说,根据客观功能或系统评价标准,共同提高了其效益或降低了缺陷或成本,就认为具有互补性。他们认为,互补性是路径依赖的成因,互补性是公司治理机制的基本特性。Gilson(2000)指出,公司治理机制的形成成为互补性制度的联结所驱动。互补性系统难以零敲碎打的改变。如果仅改变一项制度,新的形式可能不能与组成系统的其他制度形成互补,这将导致那些形式没有改变的制度效率的降低。因此,在互补性系统中,改变一项制度后,要提高该系统的效率,必须要改变其他的互补性制度。青木昌彦和奥野正宽(1999,第2页)指出,多样性的制度之所以存在,是由于一个体制内部各种制度之间是互为补充的,并产生出作为体制整体的制度。依照制度互补性理论,一国难以简单地移植他国的治理制度,因为移植来的制度可能跟本国现有的其他制度不相协调。

(2) 利益集团的寻租

寻租理论认为,公司治理趋同是一个政治过程,有关利益集团,如劳工组织、银行、控股股东,将阻挠和破坏公司治理改革,以避免其既得利益受到损害(Bebchuk and Roe, 1999; Coffee, 1999; Guillen, 1999)。在此情况下,公司治理趋同更加难以实现。如Guillen(1999)认为,趋同是不可能的,因为任何改变都将是一个政治性的,无论其是否是由全球化引起的。

三、公司治理趋同:形式的还是功能的

即便是那些认为公司治理模式将趋同的学者,对于公司治理趋同的定位也存在不同认识,其争论的一个核心问题是公司治理趋同是形式上的还是功能上的。

Coffee(1999)区分了形式趋同和功能趋同。形式趋同是指有共同的法律规则和实践;而功能趋同则是指公司治理具有相同的功能(如保护资财提供者利益)(Palepu and Khanna, 2001)。那么,公司治理是在形式上发生趋同还是在功能上趋同呢?

持功能趋同观念的学者认为,不同的制度可以具有相同的功能。在现有制度框架内提高公司绩效要比创设一个新制度来得经济(Palepu, Khanna and Kogan, 2002),因此,由于路径依赖,对制度竞争的最初反应应当是功能趋同而不是形式趋同(Gilson, 2000)。Coffee(1999, 2000)认为,既存在强烈推动公司治理趋同的力量,也有强烈阻碍趋同的力量,其结果,是形式上的治理结构很少改变,而只发生功能上的趋

同。即使形式趋同被政治、法律或制度障碍所阻扰,也可以通过迁移和替代实现功能趋同。Coffee(2000)进一步指出,功能趋同将超过形式趋同。Gilson(2000)认为,公司治理机制将实现功能趋同,但在正式的制度和规则方面并不一定要做出重大的立法和结构上的改变。他指出,功能性、适应性和制度持久性或路径依赖的相互作用将决定公司治理趋同究竟是形式趋同还是功能趋同。公司治理趋同首先是功能上的。由于改变互补性制度需要发生成本(包括政治成本),每种治理制度都有充分的弹性,可以在不超出其路径依赖的限制以内寻找到解决之道,因此形式趋同只能作为最后的手段,只有在功能趋同不能奏效时才应发生形式趋同。他认为,目前,德国、日本和美国的公司治理仅发生了功能上而不是形式上的趋同。

而Hansmann和Kraakman(2001)则认为,公司治理的趋同是形式上的,它来源于那些使一国与另一国法律发生联结的变化。由于需要经过立法程序,公司法的趋同要慢于治理实务的趋同。

值得指出的是, Palepu, Khanna 和 Kogan(2002)区分了法律上的趋同和事实上的趋同两个概念。法律上的趋同是不同的国家采用相似的公司治理法律,而事实上的趋同是指实务上的趋同。他们采用了24个发达国家公司治理的数据和49个发达以及发展中国家关于保护投资者和债权人的数据,检验全球化是否与公司治理的相似性相关。结果发现,这些国家公司治理法律上存在相似性,但这并非是由向美国公司治理标准趋同而是由国家之间经济上的相互联系所导致的。他们没有发现公司治理在国家、行业和公司水平上存在事实上的相似性。这既可能是由于互补性导致不同的国家采用不同的公司治理,也可能是由于全球化并没有强大到可以克服国内的既得利益。因此,全球化可能导致采用一些共同的公司治理标准,但其实际执行却会大大地滞后。事实上的趋同滞后于法律上的趋同有三种解释:路径依赖、多种最优选择、利益集团的寻租。

四、公司治理趋同的标准(方向)

持趋同论的学者们争论的另一个核心问题是,全球公司治理是向英美的外部控制模式趋同还是向欧洲大陆的内部控制模式趋同,抑或彼此发生趋同?与此相关的一个问题是,趋同后的公司治理是否是包含多种模式特征的混合模式。

(一) 趋同的方向:英美模式还是德日模式

1. 外部控制模式

Zingales(1999)认为,公司治理将向一个较好的模式发展,而英美模式就是一个较好的模式。Coffee(1999)指出,欧洲公司治理向美国模式趋同有利于提高效率,美国的证券监管体系不仅具有较高的披

露标准,而且直接试图降低代理成本。向美国模式趋同在效率方面的好处包括两方面:(1)披露准则的协调可以实质性地节省交易成本,提高发行人间的可比性,投资者将可以从此获得好处,发行人也可以进入全球范围的资本市场融资;(2)对内部人以及控股股东更强的控制将降低代理成本并从而提高大公司在公开市场出售其股票的能力。这不仅增加了公司融资的选择,也降低了资本成本,对股东和国家均有利。此外,促进股权分散还具有良好的社会和政治后果。分散股权机制和集中股权机制将相互摩擦,使摩擦最小化的最好方法是促进一个全球性的自我选择和移植的过程,那些选择全球扩张的公司可能选择美国高标准的公司治理,这将使形式趋同所带来的摩擦变得最小。

Hansmann和Kraakman(2000)认为,全球公司法的发展方向是标准的公司法律模式。除了股东中心模式(他们又称之为标准模式)外,其他的公司治理模式,包括美国1950-1960年代的管理者中心模式、以德国共同治理为代表的工人中心模式、法国和多数亚洲国家的国家中心模式,都是失败的。^⑩一种公司治理模式的优越性可以由三种途径来表现:逻辑、示范、竞争。无论是在逻辑性上、示范性上,还是在竞争性上,股东中心模式都表现出了其优越性。股东优先的思想将促使所有国家的公司治理向一个类似的公司法规则和实务发展。

2. 内部控制模式

不过,也有一些学者认为,利益相关者模式比股东模式更有生命力,因而也是公司治理趋同的方向。如Blair(1995)认为,过度强调股东的力量和权利将会导致其他利益相关者投资的不足,进而降低公司潜在的财富创造。OECD(1999)的《公司治理原则》也要求应确保利益相关者的法定权利。Stiglitz(1999)也赞成利益相关者理论(多重委托代理理论),认为它尤其适用于转轨经济,并且对许多发达工业经济也是适合的。

3. 双向趋同

Thomser(2001)认为,公司治理的趋同不是一个单边的过程,而是个双向的过程,在欧洲公司治理向英美标准趋同的同时,美国的公司治理也在向欧洲标准趋同。在过去20年里,美国和英国的公司治理也发生了革命性的变化,许多变化实质上是使公司治理趋向于欧洲标准。如:(1)通过直接的股权和大量使用的股票期权向公司高级职员和董事赋予股权和盈余激励,使得内部股权所占比重大大提高,此外,机构投资者重要性的日益提高也意味着美国公司的所有权结构变得更为集中。这一发展意味着美国公司的股权向以内部持股和大股东为特征的欧洲公司的所有权结构趋同(PedersenandThomsen,1997)。(2)英美董事会结构也发生了变化,向欧洲的双层制

趋近。外部董事在董事会中占多数,并设立由外部董事组成的下设委员会,如薪酬委员会、审计委员会、提名委员会,董事会主席和CEO或管理董事的职位也日益分离。(3)银行监管有所放松,允许银行积极发挥治理功能。《格拉斯-斯蒂格尔法案》以及《银行控股公司法》被废除,长期来看,这将使得美国银行与德国一样,在投资银行和公司治理方面发挥更为积极的作用。尽管有迹象表明德国银行将减少其在大公司的持股(这也是向美国标准趋同的标志),但美国银行管制的放松意味着一定程度上向欧洲标准的趋同。Braendle和Noll(2004)指出,美国于2002年通过《公众公司改革法案》,而德国通过透明度和披露法,是两种模式公司治理相互趋同的一个重要标志。

(二) 趋同后的模式:混合模式还是单一模式

一些学者认为,公司治理机制将向一种混合模式趋同,这一模式集中了外部治理模式和内部治理模式的特点。其理由在于,不仅外部的力量会促进公司治理变革,强大的内部参与者也会促进变革;制度互补性并不像原先想象的那么强大,系统中的一部分可以独立于其他部分发生改变,因此,最后产生的将是一个混合的系统(Lane,2003)。Pieterse(1994, quoted from: Aguilera and Jackson, 2003)指出,制度变迁往往是渐进的,缓慢的,国际化并不会导致公司治理模式的迅速趋同。当一国的公司治理转向另一国模式时,其公司治理模式往往是混合式的,往往是在保持自身特点时结合其他治理实务。Braendle和Noll(2004)认为,包含了不同模式有用要素的治理模式是最优的,可以使代理成本最小化。

Lane(2003)对此持反对态度,认为,制度互补性只会暂时性地阻碍变革,混合模式只是一个暂时性的过渡阶段,公司治理最后要么回归到原先的路径,要么向其他系统趋同,最后的方向将取决于内部参与者。如果一项核心制度的累积变革已经根本地改变了其中的逻辑治理关系,并且这一变革受到了该经济、政策和公司内部强有力的参与者的支持,那么,混合式状态就不会持续下去,制度变迁就会发生。

关于混合模式或单一模式的争论实际上与公司治理趋同方向问题紧密相连。在双向趋同观念下,趋同的结果自然是一种混合模式;而认为公司治理将向股东型或关系型模式趋同,其结果则是单一模式。这一问题的实质在于如何看待制度互补性,也就是是否可以在系统中其他制度不变的情况下,仅改变一项制度。

五、结论与建议

从以上分析可以看出,对于公司治理全球趋同问题,学者们存在较大的差异,尤其是对于各种公司

治理模式是否最终会趋同,以及趋同的方向等问题,争论尤为激烈。可以预期的是,这一争论将会继续下去。但从有关争论中,我们可以得到以下启示:

(一) 关于不同的公司治理模式是否会趋同

应当说,趋同论和非趋同论都有一定的道理,只不过人们往往过于强调某一方面罢了。

1. 全球化以及其导致的竞争一定程度上促进了公司治理向效率较高的模式趋同。尽管对公司治理最后是否将趋于一致,学者们存在不同的观点。但至少从实践来看,不同国家公司治理出现了一定程度上的趋近。目前,美国公司中机构投资者持股比例增加,对银行持股的限制也开始放松,德国和日本资本市场不断发展,开始引入英美模式的独立董事制度,等等,均表明了这一趋势。而一些国际组织也有力地推动了这一进程。如 OECD 和一些国际金融机构在亚洲金融危机以后,发布了一系列提高公司治理的文告,尽管其部分原因是发达国家认为发展中国家的公司治理对国际金融体系构成了威胁 (Rosser,2003),但也极大地促进了公司治理的国际协调。证券监管部门国际组织 (IOSCO)、国际会计准则理事会 (IASB)、国际货币基金组织 (IMF)、世界银行等国际组织也对公司治理国际趋同发挥了重要作用 (Palepu,Khanna and Kogan,2002)。不同的模式之间相互学习、借鉴,对于完善公司治理,提高治理效率,具有积极意义。

2. 尽管存在趋同的趋势,但不同国家公司治理仍将在较长的时期内保持差异性。其原因在于:(1) 公司治理不能脱离其特定的国情存在。每一个国家公司治理机制都是建立在其特有的文化、历史、技术因素基础上的,各国的政治、经济、法律、文化背景不同,决定其公司治理的路径也应有所不同。(2) 公司治理具有较强的路径依赖性和制度互补性,从其他国家移植公司治理实务很难期望其能像在原先的环境中一样有效 (Jacoby,2001)。(3) 改革是有成本的,公司治理模式转换的成本相当巨大,除非其转换的效益显著超过成本,一国不会轻易放弃其原先的公司治理传统转向其他。(4) 公司治理改革不仅是一个经济问题,还是一个政治问题,国内的利益相关团体为了维护其利益,会阻碍公司治理趋同,此外,公司治理的国际趋同还涉及到民族意识的问题。因此,尽管经济全球化一定程度上推动了公司治理趋同,相关国际组织也对公司治理国际协调发挥了积极作用,但趋同是一个相对的概念,公司治理趋同仅仅是一个长期的、缓慢的趋势。趋同的程度取决于目标模式的相对优势、国内力量的对比等多种因素。

(二) 关于公司治理趋同的方向

每种模式都有其优点和缺陷,因此,不存在什么最好的模式。现实中存在不同的公司治理模式这一事实本身就表明每种模式都是有效的,至少对于其

特定的环境来说是如此,否则其他模式就不会长期地存在 (Braendle and Noll,2004; Shleifer and Vishny,1997; OECD,1999)。因此,不可过于迷信、盲从某一模式。每种模式均有其优缺点,都有其合理的成分。公司治理不会向单一的一种模式趋同,而可能是混合的、双向的。在这个意义上,公司治理趋同的结果可能是一种兼具各种模式优点而又与其自身环境相适应的混合模式。

(三) 关于经济达尔文主义

经济达尔文主义是许多趋同论学者的理论基础。一方面,公司治理的好坏会影响经济效率,并且,从长远来看,公司治理会向更有效率的方向发展,在这个意义上,达尔文主义具有一定的合理性。另一方面,经济达尔文主义又是片面的。因为公司治理的有效性是动态的、相对的,对现实中存在的公司治理模式而言,没有绝对的优劣之分。从历史来看,在日本的泡沫经济破灭以前,人们普遍认为,与以市场为基础的外部模式相比,内部治理模式能更好地解决代理问题,日本主银行制代表了未来发展的方向。而在日本泡沫经济破灭以后,美国经济却呈现出快速发展的态势,在全球经济竞争中占有优势,尤其是 1997-1998 年亚洲金融危机发生以后,美国式的公司治理又占上风,德国、日本纷纷仿效美国的公司治理模式 (Gilson,2000)。而在安然事件发生以后,美国又加强了对管理当局的监控,提高了董事会的独立性,这似乎又是一次逆转。因此,经济达尔文主义对公司治理制度演进的解释和预测是不全面的。更重要的是,公司治理与所在国家的法律、经济、文化、政治等制度紧密相关,而不是简单的自然选择的结果,因此,不可把生物学上的达尔文主义片面地移植到经济制度上来。

(四) 我国应采取的策略

在全球化背景下,我国有必要积极借鉴其他国家先进的公司治理方法,以充分保护投资者利益,促进资本市场发展,提高我国企业的国际竞争力。但是,应当充分考虑引进制度在我国的适应性,避免不顾我国的政治、文化和法律传统以及经济发展阶段盲目移植别国制度。不考虑制度适应性引入外来制度,不仅无助于提高效率,甚至可能使原先的制度与引入的制度发生系统摩擦,降低系统的效率。

注释:

2002年5月,日本对商法进行了修订,允许公司以章程的形式规定采用独立董事制度并设立相应的委员会。

学者们对于公司治理的定义,也体现了上述差别。Blair(1995)、OECD(1999)、Aoki(2000)对公司治理的定义均着眼于公司的利益相关者。而 Shleifer 和 Vishny(1997)则将公司治理服务的对象限定为资财提供者,而没有包括利益相关者。

Hirschman,Albert O.,1972.Exit,Voice,and Loyalty,Quoted from Jacoby (2001)。

Coffe(1999)认为,阻碍公司治理趋同的因素包括:(1)现有相关利益集团的寻租以及无效规则的抵抗;(2)控制溢价(Control Premium)和掠夺风险(Risk of Expropriation)。那些股权集中、缺乏小股东保护机制的国家,控制溢价将更高,大股东掠夺小股东财富的能力就越强,控制股东不愿意出售股权而丧失控制溢价。如果降低控制股东(control block)的价值,公司治理改革就难以进行;(3)制度互补性。在一个环境下有效的制度在另一种环境相未必是有效的,尤其是在零敲碎打的基础上进行改革的情况下。每一系统中各种要素之间的相互作用使得改变一个要素而保持其他许多要素不变很困难。只有与该环境下占主导地位的其他治理实践相融,特定的公司治理实践和法律规则才可能是有效的。(4)路径依赖;(5)大股东治理可能具有的优势。尽管股权集中存在问题,但它却能解决“搭便车”问题,可以对管理当局进行更好的监督。在存在阻碍公司治理趋同因素的同时,同样存在许多促进公司治理趋同的因素:(1)近年来,欧洲资本市场得到极大发展,IPO的数量大大增加;(2)会计信息透明度有所提高;(3)养老金、共同基金等机构投资者增多;(4)IAS、IOSCO等国际组织推进了国际会计准则协调;(5)越来越多的公司到国外(尤其是美国)上市并采用国外的公司治理标准;(6)一些公司通过兼并等手段扩大规模以在全球范围进行竞争。

包括美国 1960 年代的管理者模式,德国的劳动者模式,在法国和多数亚洲国家占主导的国家模式。

不过,Cheffin(2002)指出,这一论点是不全面的,因为它没有考虑到股权分散模式对投资者保护存在的不足。

例如:(1)1990 年代,金融市场全球化程度提高,为了从美国发达的资本市场筹资,许多外国公司纷纷到美国上市,而为了满足证券交易所的上市规则,公司就必须采用美国的公司治理标准。与此同时,在海外投资的美国投资者也要求更有力的保护,美国金融公司也试图在美国以外建立美国式的权益市场和权益文化。(2)欧洲和日本在与美国的经济竞争中日渐处于下风,导致这三者的政策制定者均认为经济增长率的差异可以部分归结于公司治理原因,补救的方法就是效仿美国的模式。(3)欧洲和日本的国内因素也是促使其公司治理向美国模式趋同的原因,例如,欧洲和日本人口的老齡化,导致个人养老金计划兴起。欧洲和日本的国内金融公司都已开始减少交叉持股,在德国,大型银行和保险公司希望通过股票市场提高流动性,获取其美国竞争者那样的丰厚利润。日本银行业在努力提高其持股的流动性。此外,德国和日本公司的经理人报酬均日益倚重于股票期权。

Jacopy(2001)指出,欧盟和日本大量制定法的变化表明关系型治理机制一定程度上有向美国的市场治理模式趋同的演变的趋势。

ChristopvanderElst (2000)报告说,1990-1998 年间,在欧洲较大的国家,外国投资者所持有的股份占权益总额的比重有所提高(如下表)。

德国		法国		意大利		西班牙		英国		日本		美国	
1990	1998	1990	1998	1990	1998	1990	1998	1990	1998	1990	1998	1990	1998
12	15	14	35	8	12	16	36	12	24	4	13	7	7+

资料来源:ChristophVanderElst.,2000. "Ownership Structures of European Companies." Presentation to the 1st European Conference on Corporate Governance, Brussels 16th&17th, November 2000. Quoted from: Steen Thomsen, 2001. "Convergence Goes Both Ways: An Alternative Perspective on the Convergence of Corporate Governance Systems." Working Paper. web.cbs.dk/departments/ivs/link/papers/files/LINKWP01-1.doc.

但是,Palepu 和 Khanna(2001)在对印度软件行业进行研究后发现,软件行业面临全球性的产品市场和人才市场,似乎会驱动印度企业采用股东模式的公司治理,但产品市场和劳动力市场全球化对公司治理趋同的作用是很勉强的。他们没有发现资本市场对于公司治理趋同进程的作用的证据。

①D.C. 诺思:《经济史中的结构与变迁》,中文版,上海,上海三联

书店、上海人民出版社,1994。

②这里所谓的规则是指治理公司与投资者、利益相关者和经理人员之间以及他们内部关系的所有法规,不仅包括传统意义上的公司法,而且包括证券法和治理破产、劳工关系及金融机构的法律的相关部分。

③他们认为,利益相关者模式实质是管理中心模式和工人中心模式的结合。

参考文献:

1.G.Jackson:《重视利害关系者的企业模式已近黄昏?——德日公司治理模式比较》,日本产业经济研究所,http://www.rieti.go.jp/cn/columns/a01-0057.html,2002-10-01。

2.P.W.Moerland:《公司的所有权和控制权结构:一个国际比较》,载《经济研究资料》,1999(6)。

3.斯蒂芬·内斯特、约翰·K·汤普森:《OECD国家的公司治理模式:是否在进程中趋同》,见胡鞍钢、胡光宇:《公司治理中外比较》,北京,新华出版社,2004。

4.青木昌彦、奥野正宽:《经济体制的比较制度分析》,中文版,北京,中国发展出版社,1999。

5.Aguilera,R.V.and Jackson,G.,2003. "The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants." Academy of Management Review, 28(3), pp.447-465.

6.Aoki,M.,1994. "The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity." International Economic Review, 35(3), pp.657-676.

7.Bebchuk,L.A.and Roe,M.J.,1999. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." Stanford Law Review, 52, October, pp.127-170. http://ssrn.com/abstract=202748.

8.Braendle,U.C.and Noll,J.,2004. On the Convergence of National Corporate Governance Systems. April 1. http://ssrn.com/abstract=506522.

9.Branson,D.M.,2001. "The Very Uncertain Prospect of 'Global' Convergence in Corporate Governance." Cornell International Law Journal, 34, pp.321-62. http://ssrn.com/abstract=244742.

10.Buck,T.,2003. "Modern Russian Corporate Governance: Convergent Forces or Product of Russia's History?" Journal of World Business, 38, pp.299-313.

11.Cheffins,B.R.,2002. "Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?" http://ssrn.com/abstract=317661.

12.Coffee,J.C.,2000. "Convergence and its Critics: What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control?" Columbia Law and Economics, Working Paper No.179. http://ssrn.com/abstract=241782.

13.Coffee,J.C.,1999. "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications." Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, Working Paper, No.144. http://ssrn.com/abstract=142833.

14.Davies,P.L.,2001. "Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?" http://ssrn.com/abstract=262959.

15.Gillan,L.S.and Starks,L.T.,2003. "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective." Journal of Applied Finance, Fall/Winter, pp.4-22.

16.Gilson,R.J.,2000. "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function." Stanford Law and Economics Online Working Paper, No.192; and Columbia Law and Economics, Working Paper, No.174. http://ssrn.com/abstract=229517.

(以下英文文献省略)

(作者单位:厦门大学会计系 厦门 361005)
(责任编辑:Q)