

# 公司治理模式的趋同化与持久性研究

## ——基于英、美、德、日等国的分析

李明辉

**摘要：**20世纪末，英国、美国、德国、日本等国家和地区在公司治理立法和实务方面均发生了较大的变革，其结果是，以英、美为代表的市场控制模式和以德、日为代表的内部控制模式显现出一定程度的趋同。但是，公司治理变迁具有较强的路径依赖和制度互补性特征，不同公司治理模式在发生一定程度的趋同的同时，仍表现出较强的持久性。这表明，在全球化背景下，不同公司治理模式不可能完全趋同，而将出现一种趋同与持久性并存的局面。

**关键词：**公司治理趋同 市场控制模式 内部控制模式 路径依赖 持久性

20世纪末，关于不同治理模式是否会发生趋同成为公司治理研究的一个热点问题。尤其是，近年来，英国、美国、德国、日本等国家（地区）均对公司治理进行了较大范围的改革，并呈现出一定程度的趋同，从而更加剧了关于公司治理趋同的争论。本文拟通过对美国、英国、德国、日本等国近年来公司治理变革的考察，就以英、美为代表的市场控制模式和以德、日为代表的内部控制模式是否发生了实质上的趋同以及公司治理趋同的方向等问题进行初步的探讨。

### 一、从两种模式近年来的变革看公司治理的趋同倾向

#### （一）英、美外部控制模式的变革

1980年代以后，英、美对其公司治理进行了改革，其中许多变化实质上使得其公司治理与欧洲的做法相近，从而导致英、美公司治理模式在一定程度上向内部控制模式趋同。具体表现在：

##### 1. 利益相关者的利益逐渐被重视

传统的英、美公司治理强调股东至上的原则，对于其他利益相关者的利益则不够关心。但近年来，这一现象已经有所改变。

1980年代，美国兴起了一股“敌意接管”（hostile takeover，也称为敌意收购）浪潮。敌意接管者高价购买被收购对象公司的股票，然后重组公司高层管理人员，改变公司经营方针，并解雇大量工人。由于被收购公司的股东可以高价将股票卖给收购者，因而他们往往同意敌意接管者的计划。按照传统的公

司法，经理仅仅对股东负责，因而有义务接受敌意接管。但这种会给股东带来暴利的敌意接管行为，往往与企业的长期发展相违背，会损害其他利益相关者的利益。在此背景下，1989年，宾夕法尼亚州议会提出了新的公司法议案，该法案一反传统公司法中“股东至上”准则，对股东的权力和利益作了限制，对工人利益予以保护，并授予公司经理对“利益相关者”负责的权力。它包括四条新条款：（1）任何股东，不论拥有多少股票，最多只能享有20%的投票权；（2）作为被收购对象的公司有权在敌意接管计划宣告后18个月之内占有股东出售股票给敌意接管者所获的利润；（3）成功了敌意接管者必须保证26周的工人转业费用，在收购计划处于谈判期间，劳动合同不得终止；（4）最引人注目的是赋予公司经理对利益相关者负责的权利，而不像传统公司法那样只对股东一方负责。《宾夕法尼亚州新公司法议案》在美国其他州引起连锁反应，先后有29个州修改了公司法，允许（甚至要求）经理对比股东更广的利益相关者（包括雇员、客户、供应商、社区等）负责。另外，美国商业圆桌会议在《公司治理报告》（1997）和《公司治理原则》（2002）中均强调，公司除了对股东负有义务外，对雇员、社区、政府等其他参与者也都负有义务，为了长期提高股东价值，必须要考虑利益相关者的利益。因此，在美国，已经在一定程度上由原先的只关注于股东利益向兼顾其他利益相关者利益转变。

在英国，贸工部于2001年6月公布的《公司法检讨：最终报告》在董事的义务方面也引入了利益相关者理论。

## 2. 外部控制市场的变化

包括敌意接管、代理权竞争等在内的外部控制权市场机制是英、美公司治理的重要机制与基本特征。然而,近年来,在英国和美国,公司控制权市场正逐步失去其重要性,养老金基金和其他积极投资者已经替代敌意接管成为重要的约束力量。之所以如此,一个重要原因就是人们越来越普遍地认识到,重组等过火行为会损害利益相关者及经济总体的利益。

## 3. 股权结构的发展

过去 20 年来,英、美公司的所有权结构发生了根本性变化,出现了由原先的高度分散向适度集中发展的趋势。而机构投资者的兴起和管理层持股的增多是导致英、美公司股权集中化的两个重要原因。

### (1) 机构投资者的兴起导致股权集中化

在美国,机构投资者曾被认为是有毒之物。但到了 20 世纪末,在英、美国家中,机构投资者得到了极大的发展。美国机构投资者占美国总股本的比重已经由 1950 年的 7.2% 上升到 2001 年第 3 季度末

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%。个人和非营利组织持股比重则由 1950 年的 90.2% 下降为 2001 年第 3 季度末的 40.2%。机构投资者的资产占企业总资产的比重也由 1960 年 12.6% 的上升到 1997 年的 48.0% (见表 1)。

之所以近年来美国机构投资者会迅速增长,一个重要原因是美国放松了对银行参与证券业务的限制。《1987 年银行公平竞争法案》使商业银行开始可以涉足证券投资等非传统银行业务。1999 年 11 月 4 日,美国参众两院通过了《1999 年金融服务法案》(GLBA),彻底废除了 1933 年制定的《格拉斯-斯蒂格尔法》(The Glass Steagal Act),允许银行、证券和保险公司以控股公司的方式相互渗透,从而结束了银行、证券、保险的分业经营与分业监管的局面。《格拉斯-斯蒂格尔法》以及《银行控股公司法》(The Bank Holding Company Act)的取缔,将使美国银行能够与德国银行一样在投资银行和公司治理方面发挥更为积极的作用(Thomsen, 2001)。

表 1 1960 - 1997 年美国机构投资者资产占企业总资产比例的变化(%)

	1960	1970	1980	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
比例	12.6	12.4	33.9	44.2	44.9	47.2	42.5	44.4	44.7	36.5	46.6	48.8	48.0

资料来源:转引自梁能:《公司治理结构:中国的实践和美国的经验》,前言,8页,北京,中国人民大学出版社,2000。

在英国,机构投资者同样得到了较快的发展(见表 2)。1993 年,英国金融机构持有大约 63% 的普通股份,大约是 1963 年的两倍。而个人持股在 1980 年代以后就持续下降,其持股比例从 1963 年的 54% 下降到 1993 年的 18%。其中,机构投资者最主要的增长来源于养老基金和保险基金。

表 2 1963 - 1992 年英国公司股权结构的变化(%)

	1963	1969	1975	1981	1991	1992
个人	54.0	47.4	37.5	28.2	19.8	21.3
其他私人组织 (主要是慈善团体)	2.1	2.1	2.3	2.2	2.4	1.8
公共部门	1.5	2.6	3.6	3.0	1.2	1.5
工商企业	5.1	5.4	3.0	5.1	3.3	1.7
海外	7.0	6.6	5.6	3.6	12.8	12.8
银行	1.3	1.7	0.7	0.3	0.2	0.5
机构投资者(不含银行)	29.0	34.2	47.3	57.6	60.3	60.4
其中: 保险公司	10.0	12.2	15.9	20.5	20.7	16.5
养老基金	6.4	9.0	16.8	26.7	31.1	34.7
信托机构	1.3	2.9	4.1	3.6	5.7	6.2
其他金融机构 (主要是投资基金)	11.3	10.1	10.5	6.8	2.8	3.0
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源:Stapledon, G. P., 1995. "The Structure of Share Ownership and Control: The Potential for Institutional Investor Activism." UNSW Law Journal, 18, pp. 250 - 277, in R. I. Tricker, ed., 2000. Corporate Governance. Burlington: Ashgate Publishing Company.

这种股东法人化和机构化的趋势,使得在英、美股东高度分散化的状况发生了很大变化,一定程度上使外部投资者的所有权变得更为集中。

### (2) 管理者持股推动股权集中化

在美国,为了将经理人与公司的利益捆绑在一起,从而降低代理成本,激励报酬的使用日益广泛。Hall 与 Liebman (1998) 发现,在 1980 - 1994 年的 15 年中,美国公司首席执行官(CEO) 每年平均获取的期权提高了 7 倍(按发行时的价值计算),1994 年,权益基础的报酬占 CEO 总报酬的比重已经将近 50%,而在 1980 年,这一比重仅为不到 20%。1990 年代以后,这一趋势更加明显。Hall 与 Murphy (2002) 发现,1999 年度,S&P 500 公司中,有 94% 的公司向其高层管理人员授予了期权,而在 1992 年仅为 82%。授予日股票期权的价值占 S&P 500 CEO 总报酬的 47%,而在 1992 年,这一比重仅为 21%。Murphy (1999) 的研究也显示股票期权使用的日益增加。

向公司高级职员和董事直接赋予股权以及股票期权等权益基础的激励(equity - based incentive) 的大量使用,使得内部股权所占比重大大提高,从而使美国公司的所有权结构变得更为集中,并使得所有权与控制权分离的问题在一定程度上被逐渐克服

(Thomsen, 2001)。Holderness 等(1999)发现,1995年,在纽约交易所(NYSE)上市的公司中,管理层和董事持股比重已经达到 12.2%;所有美国交易所上市的公司中,这一比例高达 21.1%。而在 1935 年,这一比例仅分别为 8.6%和 12.9%。内部人持股的上述变化不仅发生在大公司,而且也发生在小的新公司中(Thomsen, 2001)。

综上,日益重要的机构投资者和大量运用的股权激励意味着英、美公司的股权已经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(Pedersen and Thomsen, 1997)。事实上,Becht(1997)对 6 559 家美国公司研究后发现,在美国上市公司中前三大股东的持股平均已经达到了 32.3%。Goergen 与 Renneboog(1998)对 250 家在伦敦交易所(LSE)上市的公司进行研究后发现,1992 年,英国公司第一大股东平均持股 14.44%,前三大股东平均持股达 26.84%。

#### 4. 治理结构的变化

在治理结构(公司机关)方面,英、美公司也出现了一些新的变化。有证据表明,英国公司中已经出现了事实上的双层制结构(Davies, 2000)。根据法律的要求,英国公司董事会的职能已经更多地向监控方向发展,一些公司管理职能已经转移到仅有一个执行人员组成的非正式委员会的手中。在英国,将日常管理和主要的经营决策转移到“管理委员会”已经越来越普遍。在美国也同样如此。

事实上,英、美公司在董事会中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、提名委员会等),一定程度上就已经引入了双层制的要素(Thomsen, 2001)。因为,独立董事虽是董事会的组成部分,但却负有特别的监督职能。通过设立独立董事并由他们组成专门委员会,实际上使得管理和监督职能得以分离。这与双层制下的监事会制度具有异曲同工之处。<sup>①</sup>此外,英、美公司中董事会主席和 CEO 或管理董事职位的日益分离,以及不断增强的任命非执行董事的趋势,也表明英、美公司的决策管理与决策控制的职能被逐渐分离,或者说,董事会结构某种程度上向双层制趋近(Thomsen, 2001; Hopt, 2004)。

尤其是安然、世通等一系列财务报告舞弊案发生以后,美国对其公司治理进行了反思,并于 2002 年颁布了 Sarbanes - Oxley 法案,加强公众公司的内部控制,其中一个重要方面就是审计委员会制度的法定化。尽管审计委员会从属于董事会,但设立这样一个专门委员会,无疑强化了对董事会和管理层的监督和制约,尤其是在会计事项方面。另外,2002

年,纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(NASDAQ)均提出建议,要求上市公司加强公司治理,包括:多数权益性报酬计划需经股东批准;与公司没有实质性联系的独立董事应在董事会中占多数;独立董事须在报酬委员会和提名委员会中发挥更大的作用;定期召开仅有非管理董事参加的会议。上述变化表明,美国越来越重视内部控制机制的作用,尤其是逐渐强化外部董事的监控权,这与内部控制模式在实质上具有某种程度的一致性。

#### (二) 内部控制模式的变革与发展

1990 年代以来,以德国、日本为代表的内部控制模式也进行了大规模的变革。尤其是日本于 1996 年进行了“大爆炸”(Big Bang)式的金融改革,并于 2001、2002 年对商法进行修订进而于 2005 年制定公司法典,从而极大地推进了公司治理的改革。以下,以德国和日本为主,阐述内部控制模式公司治理的发展。

##### 1. 权益融资逐渐增加

原先,德国和日本企业对银行债务融资的依赖度很高,而通过资本市场融资仅占一小部分。但是,这一情况已经发生了变化。

在日本,金融市场的自由化和国际化使得日本企业从原先的过于依赖银行体制转向逐渐依赖于权益市场,权益融资的比例从 1980 年的 12% 上升到 1990 年代末的 30% ~ 40% (Rubach and Sebor, 1998)。与此相对应的是,贷款在企业融资中所占比重越来越少,有关数据显示,日本企业融资中贷款的比例从 1972 年的 39% 下降到 1997 年的 13% (崔学东, 2005)。

德国公司也开始通过上市来筹集资金以满足企业扩张的需要(Lane, 2003)。许多德国大公司都进行过国际并购,一些德国公司还到 NYSE 等美国证券交易所上市,进行国际融资(Deeg, 2001)。

从政府方面来说,德国、日本也都积极采取措施放宽或取消了对证券市场的限制,以促进资本市场的发展。例如,日本于 1996 年对金融体系进行改革,实行股票交易手续费自由化,并取消有价证券交易税,从而极大地促进了资本市场的发展,为企业通过权益市场融资创造了条件。此外,日本还于 1997 年放宽了对并购程序的限制,并于 1999 年导入股票互换交易,从而使外部控制市场的作用有所提高。

##### 2. 所有权结构的变化

###### (1) 交叉持股逐渐降低

原先,在日本和德国的公司中,交叉持股较为突出。但是,近年来,欧洲和日本的金融公司都已开始减少交叉持股(Jacoby, 2001)。如 1997 年,日本交叉

持股的比例由最高峰 1986 年的 55.8% 下降到 45.7%, 并且下降速度呈递增趋势, 1987 - 1992 年间每年以 0.5% 的速度下降, 1993 - 1997 年间每年的下降速度则提高到 1.4%。<sup>⑫</sup> 据《经济学家》(The Economist) 报道, 2004 年, 日本公司交叉持股比例已降至 24%, 而同期外资持股比例则由 6% 跃升至 22%。<sup>⑬</sup> 德国还于 2000 年通过立法规定, 从 2002 年起, 对出售股权的利得免税, 从而鼓励投资者从业绩较差公司抽回长期股权, 导致交叉持股被拆散, 大股东被瓦解, 并使得公司更加依赖于股票市场 (Lane, 2003)。法国公司内部交叉持股也从 1993 年的 59% 下降到 1997 年的不到 20%。<sup>⑭</sup>

交叉持股的降低, 对于提高股票市场的流动性具有积极的意义。并且, 这些解体后的交叉持股股票往往被国外投资者、本国机构投资者所持有, 这有助于公司更加关注投资者利益, 注重提高公司的盈利性, 从而导致德国、日本公司治理价值取向一定程度上接近于英、美。

### (2) 个人股东增加

近年来, 德国、日本等大陆法系国家公司中, 个人持股比率有所增加。<sup>⑮</sup> 日本全国证券交易所协会发表的 1999 会计年度日本股票分布状况调查显示, 日本个人股东人数连续四年增加, 首次突破 3 000 万人, 而散户投资人的持股比例也创下 1983 年度以来的最高水平, 达 26.4%。另一方面, 金融机构的持股比例占 36.1%, 比 1988 年度下降 3.2 个百分点 (胡方、皇甫俊, 2005)。在德国, 由于公司已经越来越关注于股东获得更高的回报, 德国人已逐渐对购买股票产生兴趣 (Deeg, 2001)。由于个人持股数往往较少, 因此个人股东的增多会促使大陆法系国家公司所有权集中度的降低。

### 3. 主银行的逐渐退出

主银行 (或全能银行) 在德国和日本传统的公司治理中居于重要地位。<sup>⑯</sup> 主银行往往在上市公司监事会和董事会中占主导地位。

但是, 近年来, 主银行在日本和德国公司治理中的作用正逐渐降低。事实上, 1990 年代以来, 日本银行与企业的关系就已开始松散 (鹤光太郎, 2001), 主银行的治理效力大大削弱。其主要原因是: (1) 近年来, 由于资本市场的发展以及外资管制的放松, 企业 (特别是大企业) 的融资方式由间接融资转向直接融资, 大企业可以自由发行债券和股票, 其融资手段和渠道逐渐多元化, 对银行债务融资的依赖性降低; (2) 一些主银行因为大量不良债权影响了自身经营效率, 自顾不暇, 无力顾及对企业实施有效的治理。在泡沫经济破灭后, 主银行率先将所持股票由“控股

证券”转变成“利润证券”, 在公开市场进行抛售 (孙世春, 2003)。2002 年 9 月, 日本中央银行决定, 直接收购银行持有的、价值超过银行自有资本部分的上市公司股票, 以减少银行持有的客户企业的股票; (3) 企业财务实力不断增加, 降低了对银行的依赖性 (胡方、皇甫俊, 2005); (4) 日本银行自身也希望提高其持股的流动性, 以降低风险、获取更高的收益。<sup>⑰</sup> 在此情况下, 银行为了追求更高的收益, 自然希望减少在工商企业中的持股。从表 3 可以看出, 1991 - 2003 年间, 日本商业银行和保险公司对上市公司的持股比例不断下降。<sup>⑱</sup>

表 3 日本上市公司股权结构的变化 (%)

	1991	1996	2003
<b>A. 股东</b>			
金融机构	43.0	41.1	39.1
其中: 商业银行	15.7	15.1	7.7
信托银行	9.8	10.3	21.4
寿险公司	12.0	11.1	6.7
其他金融机构	5.5	4.6	3.3
证券公司	1.7	1.4	0.9
产业公司	30.1	27.2	21.5
日本个人	20.4	19.4	20.6
外国投资者	4.7	10.5	17.7
政府	0.3	0.3	0.2
<b>B. 稳定和交叉持股</b>			
稳定持股 (合计)	45.6	43.4	27.1
交叉持股 (合计)	18.0	17.1	7.4
银行	15.7	15.0	7.7
交叉持股	7.4	7.4	3.7
寿险公司	11.9	11.2	6.7
产业公司	14.0	13.5	10.0
交叉持股	9.6	8.8	3.2
关联公司	3.7	4.1	6.9
其他金融机构	4.0	3.7	2.7
交叉持股	0.9	0.9	0.5

资料来源: 转引自 Patrick, H., 2004. "Evolving Corporate Governance in Japan." Working Paper Series, No. 220. Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.

在德国, 银行也减少了在企业中的持股, 以降低因持有其他企业过多股份而导致的风险, 并避免长期锁定在企业权益投资上而投向其他盈利性更好的地方, 它们希望通过股票市场来提高投资的流动性, 以获取其美国竞争者那样的丰厚利润 (Deeg, 2001; Jocoby, 2001; Lane, 2003)。一些银行已经从企业监事会中退出, 尤其是从监事会主席的位置上退出。<sup>⑲</sup> 几家主要的银行均宣布要大幅度减少对非金融企业的参与 (Hopt, 1998, pp. 227 - 228), 其原因主要有: (1) 银行认为, 从银行的最大利益考虑, 保留监事会的席位并没有必要; (2) 在最近的企业失败和丑闻中, 银行对企业的影响受到了批评, 很多人担心银行的权力过大; (3) 在与英、美投资银行的竞争中, 德国银行认为, 对本身就在监事会成员上人才匮乏的银行而言, 派出代表去担任企业监事会成员, 会导致银

行人力资源的耗费,这是不经济的。并且,由于面对越来越多的企业收购,如果银行在收购方和标的公司监事会中同时都有代表,会导致严重的利益冲突问题。此外,德国1998年《企业控制与透明法》(KonTraG Law)还对银行通过其控制的代理投票权来影响公司的能力加以更严格的限制,银行持有另一家公司超过5%的股份,将不再自动对公司存放在银行的股份享有投票权。

#### 4. 治理结构的变化

近年来,德国、日本公司的董事会结构正向美国的单层制靠拢。具体表现在:

##### (1) 减小董事会规模

传统上,日本公司的董事会通常人数众多。1990年对100家公司的一项调查表明,日本公司董事会规模平均为30.6人,而美国只有12人。但近年来,许多日本公司开始减小董事会规模,如1997年,索尼公司率先进行董事会改革,将其董事会规模由38人减少为10人。据日本证券交易所2000年的调查,在回复的公司中,有46.2%减少了董事的

数量。2002年7月,日本公司董事会平均规模已经缩减为15人(胡方、皇甫俊,2005)。另据日本投资者关系与投资者支持公司(Japanese Investor Relations and Investor Support Inc.)调查,2003年6月,东京证券交易所1616家上市公司董事会平均规模为11.7人,日经225公司董事会平均规模为15.5人(Toda and McCarty,2005)。德国也试图减小监事会的规模。

##### (2) 引入独立董事制度

大陆法系国家传统上采用二元制治理结构,即设立监事会来负责监督公司的经营和财务活动。但是,近年来,许多原先采用双层制的大陆法系国家和地区(如日本、韩国、中国大陆和台湾地区、荷兰)开始引入英、美的独立董事制度或类似制度,并规定设立相应的专门委员会。

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。<sup>②</sup>实践中,已经有许多日本公司设立了外部董事或独立董事,并建立了相关的委员会(见表4、表5)。

表4 日本上市公司董事会情况(2003年6月)

		在东京证券交易所第一区上市的1616家公司	日经225公司
董事会中平均成员数	人数(人)	11.7	15.5
平均外部董事数(商法第188条)	人数(人)	0.8	1
设立执行官制度的公司数	公司数(家)	530	113
设立有委员会的公司数	公司数(家)	29	7

资料来源:转引自:SEKI Takaya, October 29, 2003. "Towards the Establishment of a New Shareholder - Corporate Relationship in Japan." Corporate Governance Japan, Columns 012. <http://www.rieti.go.jp/cgj/en/columns/columns012.htm>.

表5 日本公司治理改革趋向的调查(%)

	执行经理制度		外部董事制度		股票期权	
	1999年 (1145家公司)	2002年 (846家公司)	1999年 (1138家公司)	2002年 (863家公司)	1999年 (1209家公司)	2002年 (864家公司)
已经引入	12.8	33.0	30.1	35.8	9.5	28.1
计划引入	2.3	2.7	1.1	2.9	2.2	1.9
正在考虑引入	37.4	25.8	27.3	32.7	25.6	15.2
不打算引入	47.5	38.5	41.4	28.6	43.7	42.7

资料来源: Miyajima Hideaki, 2004. "Ongoing Corporate Board Reforms: Their Causes and Results." <http://www.rieti.go.jp/en/events/04102001/pdf/S3-miyajima.pdf>.

作为双层制治理结构典型的德国,近年来,也引入了类似于独立董事制度的独立监事制度。德国公司治理小组于2000年1月发布的《德国上市公司治理规则》(Corporate Governance Rules for Quoted German Companies) 1. (b)指出,监事会应能保证通过一群足够数量的、同集团公司现时及过去均无经济往来的独立人士,来向管理委员会提供独立的建议和对其进行监管。2002年1月发布并于2003年5月修订的Kodex规范也规定应建立监事委员会。据统计,2000年,德国DAX30家公司中,独立董事比重从1999年的16%提高到了25%(DGA,2002),并有许多公司设置了审计委员会、薪酬委员会或提名委员

会(见表6)。

表6 德国DAX30家上市公司设置委员会状况(%)

委员会	年份				
	2000	1999	1998	1997	1996
审计委员会	33	27	70	7	-
薪酬委员会	50	53	3	0	-
提名委员会	50	53	7	0	-

资料来源:转引自刘绍梁:《公司治理的绩效评比》,载(中国台湾)《证券柜台月刊》,2002(80)。

##### (3) 设立执行经理制度

在日本传统公司法下,董事可以兼做业务经理,

二者没有明确的分工。2002年,日本对商法进行了修订,引入执行经理制度,由董事会聘任的一名或者数名执行经理负责公司业务的执行,并向董事会报告工作,原来的代表董事职位随之撤销,董事也不得执行公司业务。董事会负责经营的决策和监督。<sup>②</sup>据调查,2003年初,有34.2%的日本上市公司设立了执行经理制度,从而加强了董事会与经理层职责的分离(Patrick,2004)。

### 5. 经理人激励制度的日渐增多

原先,大陆法系国家对经理激励报酬持反对或压制态度。但近年来,一些国家也借鉴美国经验,对企业高级管理者实施股票期权报酬计划。日本、法国、德国等均先后放松了对股票回购的限制,并对经理股票期权的税制进行改革,从而为股票期权的实施提供了基础。Hall(2002)在Towers Perrin年度调查的基础上进行的一项研究表明,在欧洲,股票期权的使用率已经达到美国1990年的水准。<sup>③</sup>

德国公司治理小组2000年7月发布的《德国上市公司治理最佳规则》3.3指出,管理委员会和经理层的报酬应足以激励他们为公司长远利益服务,其中应包括股票期权计划,以及与公司股票价格的上涨和公司的持续成功发展相挂钩的业绩激励。德国已经立法允许公司采用股票期权作为经理人的奖励,并允许回购公司的股票,<sup>④</sup>从而为实施股票期权和其他权益基础的激励提供了技术上的可行性。目前,在德国最大的100家公司中,约有70%采用了将工资与个人绩效或者设定的目标联系在一起的工资组合方案,51%的公司根据利润或公司整体绩效支付薪酬,57%的公司有员工持股计划。<sup>⑤</sup>如奔驰公司和德意志银行于1996年实行股票期权计划,引起社会的普遍关注。紧接着,大众汽车和亨克尔公司也于1997年实行股票期权,此外,彪马(1996)、大陆(1995)、SGL碳公司(1996)等均实施了股票期权制度。当然,总的来看,在德国公司中,经营者股票期权的使用尚不够普遍。<sup>⑥</sup>荷兰公司治理原则(第4.6节)也提出可采用雇员股票期权计划来对董事会成员进行激励。

日本传统上采用年功序列制,而较少采用经理人激励制度,这与当前瞬息万变的商业环境已经不相适应(鹤光太郎,2001)。从1995年起,日本模拟导入股票期权机制,并于1997年正式启动。<sup>⑦</sup>1999年5月底,实施股票期权的大企业有247家(万俊毅、欧晓明,2004);到2000年,采用股票期权的公司已经超过800家(胡方、皇甫俊,2005),其中包括NEC等知名企业;2002年,采用股票期权计划的公司已达较高比重(见表5)。另据统计,从1997年至

2004年6月,大约1303家(约占36%)公司公开发行了股票期权(Shishido,2004)。由此可见经理股票期权制度在日本发展速度之快。

### 6. 投资者保护的加强

内部控制治理模式传统上注重保护利益相关者而不是股东的利益。近年来,随着资本市场的逐步完善和发展,大陆法系国家和地区也开始借鉴英、美的经验,在立法上和相关的实务上加强了对投资者的保护,“股东价值”观念已经逐渐受到重视。如德国最近的立法已经将决策过程的控制权倾向于股东,包括提高会计透明度。德国公司也越来越关注于股东获得更高的回报(Deeg,2001),西门子、巴斯夫、拜耳等公司均开始采用股东导向战略。近年来投资者为获得更高的回报或保护自身权益而将经营者付诸法律的事件也逐渐增多(官欣荣,2004,63页)。20世纪80年代的汉堡电力公司案中,小股东成功地罢免了一位可能损害公司利益的时任州社会能源部长的监事的职务。在日本,一个名为股东监察团(Kabunushi Ombudsman,简称KO)的非营利组织领导发起了股东权利运动。2002年以来,KO已向数家公司提出股东建议,包括要求董事会修订公司章程、公开董事的薪水和退休金。意大利1997年的Draghi法也大大增强了股东的权利。内部控制模式国家(地区)在加强投资者保护方面的行动主要有:

#### (1) 引入和完善股东派生诉讼制度

日本于1950年修改商法时,在借鉴美国公司法的基础上,建立了自己的股东派生诉讼制度。但是,该制度建立后,由于对原告股东的限制过于严格,股东利用诉讼保护自己和公司的合法权益的积极性不高,股东代表诉讼没有发挥应有的监督经营的作用。在1993年修改商法时,对该制度作了重要修改,修改后的商法规定,股东代表诉讼的起诉费用一律为8200日元,与请求赔偿额无关(第267条第4款)。另外,股东胜诉时还可以向公司请求偿还所需的调查及诉讼费用(第268条之2第1款)。其结果是请求赔偿额度增大、起诉案件及诉讼大公司董事案例增加、出现了大规模的股民运动。而在此之前,由于起诉方股东代表负担过重、起诉手续繁琐,在1950-1992年间,日本仅有31例股东代表诉讼案例。<sup>⑧</sup>

德国股份公司法第147条规定,股东大会决议主张赔偿请求权,或少数股东请求主张的,经股份达到股本的1/10或达到50万欧元的股东申请,可以提起派生诉讼。2003年2月15日,德国联邦司法部长和财政部长共同提出了《联邦政府改善公司治理的措施目录》,对股东派生诉讼制度作出了修正:(1)持股数量的要求有所降低,即持有股份总计达到基

本资本的1%或其股票面值达到10万欧元的股东就有资格申请提起要求公司董事会成员或监事会成员承担个人责任的诉讼,这样,大大降低了股东派生诉讼的门槛;(2)为了防止股东的滥诉,同时为减轻股东的诉讼风险,《目录》对股东提出诉讼的程序作出了合理的限制,即股东在提起诉讼前,必须得到法院的准许,如果法院认为股东的诉讼是不必要或者有关有敲诈嫌疑,可以驳回股东的诉讼申请。

韩国也于1998年对商法进行修订,将股东提起派生诉讼的要件从原先的持有发行股份总数的5%以上降低为1%以上(第403条)。2001年,韩国对商法进一步修订,规定提起派生诉讼而胜诉的股东可以对公司请求支付诉讼费用及其他因诉讼而支付的费用中的相当数额。公司支付诉讼费用时,对董事等具有求偿权(405条第1款),从而对提起诉讼的股东加以补偿。

### (2) 股东大会功效提高

股东大会是股东行使权力、保护自身合法权益的重要机制。近年来,内部控制模式国家开始逐渐加强股东大会的功能。如根据东京证券交易所2000年的调查,有50.1%回复公司已经或正在实施、或正在考虑实施采取措施来加强股东大会的功效。其措施主要有:将本公司股东大会召开的时间与其他公司错开(35.6%);通过报告详细经营业绩等来提高股东大会中信息的全面性(20.8%);欢迎股东提问以促进与股东之间的交流(11.3%);更早地发出委托书(7.7%);在股东大会后接待股东(6.7%);为股东的提问准备时间(5.7%) (胡方、皇甫俊,2005)。新颁布的日本《公司法典》规定,股东可以通过电磁方式行使表决权:依政令规定,得到股份公司许可后,在法务省规定的时间之前将应记载于表决权形式书面文件的事项以电磁方式提供给该股份公司(第312条)。

### (3) 赋予股东更大的账簿查阅权

所谓股东账簿查阅权,是指除提供财务报告供股东查阅以外,允许股东(或委托其律师或注册会计师)在适当情况下出于正当目的对公司的会计账簿、股东名册、董事会会议记录、重大合同等资料文件进行查询。如果公司管理当局无理阻挠,股东可向法院提出诉讼,并由公司承担相应费用。股东账簿查阅权是股东知情权的重要内容。在美国,股东根据普通法和公司法均有权查阅公司账簿。

近年来,大陆法系国家纷纷引入股东账簿查阅权制度。如日本商法(2001年修订)293条之六和之七以及日本公司法典第433条、中国台湾地区公司法第210条(2001年11月12日修订)、韩国商法466

条均允许股东可以查阅公司账簿。以日本为例,原先,日本商法规定持有10%以上公司股份的股东方能行使账簿查阅权。在日美谈判过程中,美国要求其降低为1%,最后,日本在1993年修订商法时,将股东的持股要件降低为3% (刘俊海,2004,368页)。

### 7. 外部控制权市场有所发展

1990年代后期,欧洲的敌意接管迅速增加。仅1999年,欧洲大陆有34家上市公司遭受了敌意接管,总标的价值达406亿美元,而在1990-1998年,仅发生了52起敌意接管,价值为69亿美元。<sup>②</sup>例如,在德国,敌意接管的障碍正逐渐消失,出现了小范围的管理权市场(Jackson and Höpner,2001),并且,控制权竞争已经对许多公司管理层产生了影响。<sup>③</sup>在日本,2000年1月,村上基金发起了首宗日本公司敌意收购案。此后,敌意接管交易的数量开始逐渐增加,如2005年住友信托银行试图通过提出收购阻止东京三菱和日联之间的并购交易成为日本敌意接管的又一个例证。

### 8. 会计制度的改革——透明度日益提高

公司运行状况透明度的高低,决定着有关利益主体尤其是少数股东可以在多大程度上保护自己的利益(张春霖,2002)。与美国相比,日本、德国等国家会计信息的透明度较低。但是,近年来,这些国家均加强了会计制度改革,以提高会计信息的透明度,包括采用国际会计准则(International Accounting Standards,IAS)及国际财务报告准则(International Financial Reporting Standards,IFRS);此外,各国证券监管部门和证券交易所也要求公司更充分、及时地提供公司治理方面的信息,如经理报酬、董事与公司间交易、股东大会和公司董事会的运作情况等。

(1)日本。1990年代末以来,日本对会计准则进行了大规模的修订,以便与国际会计准则相协调,从而提高了会计信息透明度。1997年,日本对合并会计做出了规定,并体现在2002年修订的商法中。1999年,日本商法要求对金融资产采用市价(mark-to-market)计量,对银行产生了显著影响,并促进了交叉持股的解体。此外,日本还要求公司提供现金流量表,并在资产负债表中报告养老金负债。2003年,日本立法加强了金融监管局(Financial Supervisory Agency,FSA)对会计行业的监督(Patrick,2004)。

(2)德国。德国于1998年5月出台了《企业控制和透明法》,根据该法对《商法典》第289条的修订,董事会应在年度决算报告/形势报告中增加风险报告的内容,详细分析和阐述潜在的风险对企业财产、财务和收益状况可能产生的不良影响及对企业生存可能造成的损害。该法还对《股份公司法》第

90条进行了修订,加强了董事会就未来业务计划(特别是财务、投资和人事计划)向监事会汇报的义务。1998年,德国通过了《证券发行法》,允许德国公司采用国际会计准则或者美国公认会计原则(US-GAAP)来编报报表,这极大地提高了财务报告的透明度,使其能更方便地从外国资本市场和投资者处融资。<sup>①</sup>2003年发布的《联邦政府改善公司治理的措施目录》根据欧盟规则的要求,提出非上市公司的合并财务报表、上市公司和其他公司的私人会计处理可选择适用国际会计准则;根据欧盟规则所提出的过渡条款,2007年1月之后,国际会计准则应强制适用于所有上市公司。《目录》还提出对《商法典》中有关编制资产负债表的规则进行完善,以使其符合欧洲规则和国际会计准则的要求。德国上市公司还将进行大规模的改革,以完善公司治理信息的披露,包括公布公司高管人员收入、披露董事会成员内部交易的相关信息等。另外,《德国公司治理准则》建议在监事会中设立报表与审计委员会(Accounts and Audit Committee),负责公司和集团会计、审计相关的问题。在实务中,1992年,德国SGL公司,在经历了巨额亏损之后,转而采用美国式的透明会计实务,并将“提高股东价值”确立为公司目标。戴姆勒-奔驰、德国电信等公司都陆续改变公司的财务揭示政策,以期获得美国资本市场的准入许可证,到美国资本市场上市融资。

在此,不得不提到欧盟(EU)的作用。事实上,德国在公司治理和信息披露方面的许多改革都是在欧盟的推动下进行的。欧盟的欧洲委员会(EC)于2000年6月提出要求欧盟上市公司2005年起采用国际会计准则以及未来的国际财务报告准则(IFRS)编制合并报表的动议。2002年7月19日,欧盟决议要求欧盟所有上市公司、银行和保险公司,必须根据国际会计准则编制合并报表。2003年5月,欧洲委员会通过了“公司法律现代化,改善欧盟的公司治理的行动计划”,这个行动计划制定了一系列的倡导措施,旨在提高向股东的信息披露,使其能够更有效的监控管理层。<sup>②</sup>2003年7月17日,欧洲理事会会计监管委员会决定,在欧洲采用除IAS32《金融工具:披露和列报》和IAS39《金融工具:确认和计量》之外的其他国际会计准则。此外,欧洲委员会还通过了一项关于使欧盟法定审计现代化的建议,这个建议主要要求推广国际审计标准的使用,并保证所有成员国都有独立的质量保证体系。欧盟推动德国信息披露改革的另一个例子是内幕交易。德国对内幕交易一直持宽容态度。1994年以后,德国接受了欧盟的《关于协调内幕交易监管的指令》,放弃其反对禁

止内幕交易的一贯立场。1994年8月1日,德国证券法首次将内幕交易行为界定为犯罪行为。

## 二、两种治理模式的持久性

由以上分析可以看出,近年来,以德、日为代表的内部控制模式和以英、美为代表的市场控制模式表现出了一定程度的趋同。例如,2000年,美国和日本机构投资者持股的比例相差已经不到10%。<sup>③</sup>那么,这是否意味着这两种模式(以及其他模式)最终会完全趋同,最后世界上只剩下一种治理模式呢(Coffee,1999; Hansmann and Kraakman,2001)?可以发现,在趋同的过程中,这些国家或地区的公司治理并非完全与原先的模式割裂开来,而只是在原先路径基础上进行了改革,其公司治理很大程度上仍然具有传统的特征。也就是说,无论是内部控制模式还是市场控制模式,均表现出强烈的持久性,而没有完全地趋同。

### (一)内部控制模式的持久性

内部控制模式在一定程度上向英、美模式发生趋同的同时,其旧的公司治理机制带有很强的持久性,许多旧机制的特征仍然存在。以下以德国和日本为主,对这一问题加以分析。

#### 1. 德国

尽管德国公司治理已经发生了较大变化,吸收了一些英、美治理模式的要素。但到目前为止,德国公司治理尚未发生根本性的改变。支持内部控制制度的治理联盟并未受到影响。总的来说,德国的公司治理仍然是内部控制、利益相关者导向的,而并没有被股东导向所彻底取代(Hackethal, et al., 2003)。在资本市场发达程度和公司对本市场的依赖程度、股权结构、共同决定机制、银行的影响、治理结构诸方面,德国公司治理均表现出较强的持久性。

(1) 资本市场。目前,德国证券市场相对而言仍不够发达,很多德国公司并不急于上市,只有少数大型公司受到了股票市场的压力(Lane, 2003)。1996年,德国上市公司仅有681家,而同期美国上市公司数为7740家,英国为2450家,法国为686家,日本则为2334家。<sup>④</sup>从控制权市场来说,尽管德国发生了一些敌意接管的案例,但其仍然远远低于英、美,甚至可以说是微不足道的(Jacoby, 2001)。

(2) 股权结构。目前,在德国公司中,家族持股依然较突出,即便是在一些大型公司中也是如此(Bebchuk and Roe, 1999);在个人持股方面,尽管近年有所提高,但仍然较低,股东价值的最重要支持者——国外投资基金仅在一小部分(10%)大型上市公司中发挥显著作用,因而德国难以形成英、美那样

的股东主义哲学(Lane,2003)。交叉持股、银行持股依然存在,德国公司中股权集中度依然很高(Jacoby,2001;Lane,2003)。

(3)共同决定机制。迄今为止,共同决定和工会在德国公司法律和实践中仍有重要影响。尽管愈加激烈的竞争使得雇员在行使权利方面受到一定的影响,但雇员依然对公司具有较大的影响(Lane,2003)。可以预期的是,由于德国特有的政治文化传统,其共同决定机制很难在短期内发生大的改变。Bebchuk与Roe(1999)指出,如果劳工领导人能够从共同决定中获取私利,而他们又有能力阻止或抵制对现存公司结构的改变的话,他们就会抵制任何背离共同决定机制的改革。

(4)银行。尽管银行在德国公司中的影响已经有所降低,但其对公司治理仍然具有不可忽视的作用。尽管德国银行一再声称降低其所持有的公司股权,但目前为止银行仍然持有公司较多的股权。事实上,在1990年代,德国银行在100家最大的公司中所拥有的股份从40%提高到了50%(Bebchuk and Roe,1999)。

(5)监事会结构。尽管德国一定程度上借鉴了英、美的独立董事制度,逐渐在监事会中增加外部人员。但总体上,德国公司目前仍然采用双层制委员会进行内部控制。事实上,近年来,德国还加强了监事会对管理者的监督,从而使得内部控制更为有效(Hackethal, et al.,2003)。Bebchuk与Roe(1999)指出,即便德国修改其法律允许公司自愿选择公司治理结构,而不是强制要求采用双层制,其现有的双层制结构仍会有较强的持久力。因为双层制结构已经存在多年,由于路径依赖的原因,即便它是无效率的,也仍然会持久下去。

综上,尽管目前德国的公司治理改革代表了一种新的路径,但是,这一路径并非与其原先的路径完全不同。德国公司法并没有发生根本性的改变,共同决定机制等制度依然存在。德国目前的公司治理制度既包含了原先的银行导向制度,又包含了一部分新的市场导向制度,因而是一个混合的模式(Deeg,2001)。

## 2. 日本

日本的公司治理改革同样也表现出很强的路径依赖特征。主要表现在:(1)主银行影响依然存在。相关数据表明,过去30年,在日本最大的公司中,银行和保险公司所持有的所有权几乎没有发生多少变化(Bebchuk and Roe,1999),并且,银行对公司治理仍然具有较大影响(Jacoby,2001)。(2)外部市场机制方面,直到1998年为止,日本都没有发生敌意接管,

即便在2000年以后,日本发生的敌意接管也为数不多,日本经济产业省工作小组还于2005年3月7日公布了反制敌意收购纲要,允许日本企业采用“毒丸”计划对敌意收购进行抵抗。(3)内部激励。在日本公司高管人员的报酬中,长期激励方式的使用范围和比重仍然非常少(Guillen,1999)。(4)董事会结构。从治理结构来看,在商法允许公司采用独立董事和委员会制度后,仍有许多日本企业反对采用美国的公司治理模式,包括一些著名企业拒绝采用独立董事制度。即便在采用委员会制度的公司中,也往往是内部董事占据主导地位。据统计,采用委员会制度的公司中,有75%的公司内部董事数目超过外部董事(Toda and McCarty,2005)。

因此,尽管日本借鉴了许多其他国家(尤其是英、美)公司治理的经验和做法,尤其是其对独立董事制度的引入更是表明其公司治理发生了巨大变化,但总的说来,日本的公司治理仍然主要依靠内部控制,交叉持股、主银行制度等的影响仍然存在。因为,日本传统的终身雇用制、年功序列等一系列制度安排已经与其公司治理形成了强烈的互补关系,这决定其现有的公司治理难以一下子打破。

## (二)外部市场控制模式的持久性

尽管近年来英、美公司治理一定程度上也向内部控制模式发生了趋同,但是,英、美公司治理改革并未完全偏离其原先变革的路径,例如,相对于欧洲大陆,英、美公司的股权集中度仍然较低;尽管不断加强独立董事制度和相关的专门委员会,但其仍然停留在完善董事会这一惯有的路径上,而没有采纳内部控制模式的双层制结构;尽管利益相关者日益得到重视,但股东仍然是多数英、美公司最为关心的对象。

## 三、对公司治理全球趋同的初步看法

从以上分析可以看出,近年来,以英国、美国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这两种典型的模式都发生了显著变化,呈现出一定程度上的趋同。但是,应当看到的是,这种趋同仅仅是相对的,无论是英、美还是德、日在变革的过程中都没有完全偏离各自原先的轨道。

### (一)两种模式的趋同化趋势

随着经济全球化程度的日益提高,企业之间的竞争日趋激烈,国际投融资不断增多,尤其是海外上市、国际并购的增加,客观上要求各国公司治理保持协调和融合。各国政府、立法者、投资者在公司治理方面取得的共识也越来越多。日益强大的机构投资者更是对公司治理的趋同化起到了推波助澜的作

用。而有关国际组织(如国际货币基金组织、世界银行、OECD、国际会计准则委员会等)、西方发达国家政府部门也积极推动了公司治理的趋同进程。以1990年代初英国的公司治理改革运动为发端,在世界范围内进行的公司治理运动,使得不同国家和地区公司治理表现出一定程度上的趋同。

由于放松管制的趋势、全球化以及信息技术的发展,尤其是在与美国的竞争中逐渐处于劣势,一些欧洲大陆国家以及日本都在公司治理结构上进行了重大改进,改进的过程中自觉或不自觉地借鉴了英、美模式的经验和做法,尤其是越来越重视股东的利益、越来越注重市场控制力量的作用,并对公司治理结构进行了改造,因而逐渐接近于美国型的以市场为基础的模式。另一方面,由于新经济的破灭、一连串的财务报告舞弊案,表明美国原先的市场导向公司治理也并非十全十美。因此,近年来,美国也对公司治理进行了改革,具体表现在:开始注重利益相关者的利益而不是仅仅关注于股东的价值最大化;由于机构投资者和管理者持股的日益兴起,股权结构一定程度上发生了集中;在依靠市场力量的同时也日益注重公司内部监控机关的作用。美国上述公司治理改革某种程度上是对内部控制模式的趋同,而美国的改革也对其他国家(包括许多大陆法系国家)起到了示范性的作用。因此,不同模式的公司治理实际上存在相互学习、相互借鉴的现象。

## (二) 既有公司治理模式的持久性

在呈现出一定程度的趋同化倾向的同时,无论是外部控制模式还是内部控制模式,均表现出较强的持久性,两种治理模式的路径均没有发生根本性的变化。

阻碍公司治理趋同、促使既有公司治理模式保持持久性的原因主要有:

### 1. 公司治理的路径依赖

所谓路径依赖,简单地说,就是人们过去作出的选择决定了其现在可能的选择(North,1994)。作为一种制度安排,公司治理的变迁具有明显的路径依赖特征。每个国家的模式或机制都是建立在其特有的文化、历史、技术因素基础上的,公司治理机制的差异反映了每个机制产生的路径。路径之所以不同是因为公司治理机制开始于不同的时间、处于不同的地点,并且每一个路径都反映了依据国家、社会、经济环境而做出的特定决策的总和。公司治理的路径依赖特征,决定一国公司治理的变迁是沿着其原先的路径不断演进、不断增强的,公司治理结构一旦形成,无论是什么原因(法律的、政治的抑或是社会的),就具有一定的固态性、稳定性和持续性,并且难

以变更(Rubach and Sebor,1998)。由于路径依赖的原因,公司治理制度在演进过程中不可能完全脱离其原先的路径,除非用强大的外力去改变它。但是,在经济体制的进化过程中,即便受到震荡,由于制度、习惯做法等具有惯性,决定其很难改变(青木昌彦和奥野正宽,1999,308页)。因此,即使在经济全球化条件下,不同模式的公司治理会在一定程度上表现出趋近的趋势,但就具体的经济而言,其改革仍然会在其原先的轨道上进行,而不可能与原先完全割裂。

### 2. 制度互补性

所谓制度互补性是指,在一个经济体中,存在多种制度(包括正式的和非正式的),这些制度相互适应,相互作用,共同形成一个有机的整体,不能够随意改变这些制度的组合。互补性的存在意味着富有活力的制度安排——在结合不同域的制度的意义上——构成一种连贯的整体,任何单个制度在孤立情况下都不会被轻易改变或设计(青木昌彦,2001,229~233页)。互补性是公司治理机制的基本特性(Schmidt and Spindler,2002)。由于不同国家相关的经济、法律、政治、文化制度存在较大差异,公司治理机制内部相关的元素也存在差异,因此,公司治理制度移植和趋同带有很大的难度。例如,尽管在法律上并不存在障碍,但由于日本、德国、法国公司中存在交叉持股,使得在这些国家不可能像美国那样发生较多的敌意接管,因为其所有权结构使得获取接管所需数量的股票变得十分困难(Allen and Gale,1998)。<sup>④</sup>

### 3. 相关利益集团的政治寻租

公司治理作为一项制度安排,必然会对相关利益集团的利益分配产生影响,这些利益集团必然会围绕着公司治理展开博弈,以使最后的制度安排对自身有利。因此,政治力量对于公司治理变迁具有重要影响。公司治理趋同可能会触及部分利益既得者的好处,这些利益集团,如劳工组织、银行、控股股东,将会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)。例如,在大陆法系国家进行股权改革,可能会使大股东丧失原先的控制溢酬,从而遭到大股东的反对。而德国立法者试图减小监事会规模的努力也遭到了来自工会的抵制。

4. 对其他治理模式绩效的疑虑,也是阻碍公司治理趋同的重要原因

在日本对商法进行修订、允许企业采用独立董事制度以后,2003年6月,一些企业向日本金融厅提交了一份报告表示,采用美国公司治理模式不一

定是明智之举,简单地复制美国的模式并不能有效地改善日本公司的业绩。事实上,不同公司治理模式的效率优势也是相对的、动态的。另外,越来越多的人认识到,不存在单一的、最优的公司治理模式,公司治理应当与本国情况相适应,因此,没有必要盲目引进其他国家的治理制度。尤其是安然等一系列财务丑闻的爆发更打破了人们对英、美模式的迷信。这些原因都促使现有公司治理模式具有较强的持久性。

综上所述,在全球化背景下,既存在促使公司治理趋同的因素,又存在促使公司治理保持差异性的因素,其结果,不同模式的公司治理不会发生完全的趋同,而只会出现一种趋同化与差异化并存的状态。

#### 四、结束语

随着经济全球化的发展,公司治理趋同的动力越来越大,以英国、美国为代表的市场控制模式和以德国、日本为代表的内部控制模式表现出一定程度的趋同化。但是,由于公司治理制度本身具有的路径依赖和制度互补性特性,以及相关利益集团的反对,原先旧的公司治理机制具有强大的持久性,不同模式的公司治理在逐渐趋近的过程中,仍然没有完全改变其自身的特点。一些差异的缩小并不会根本改变不同法域之间社会、经济和法律环境的区别(张宪初,2003,89页)。因此,不同公司治理模式的差异化将会长期存在,不同治理模式只能呈现出相对的、渐进的趋同,而不可能完全趋同。那种认为世界上公司治理最后将趋于一种单一的模式论点站不住脚的。并且,这种有限趋同也是双向的,而非一些学者认为的,德、日的内部控制模式向英、美的外部控制模式单向地发生趋同。

#### 注释:

崔之元:《美国二十九个州公司法变革的理论背景》,载《经济研究》,1996(4),第35~40页。

牛犁、张亚雄:《美国股票市场投资者结构分析及启示》,载《新浪网》,2002-09-07。另外,Holmstrom与Kaplan(2003)发现,1980-1996年,机构投资者持股从不到30%增长到50%以上。参见Holmstrom, B. and Kaplan, S. N., 2003. "The State of U. S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?" NBER Working Paper, No. W9613. 这两个数据显然有所出入,由于资料所限,笔者不能确定哪个数据更准确。

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近的标志),美国银行管制的放松则意味着一定程度上向欧洲标准的趋同。

转引自Short, H. and Keasey, K., 1997. "Institutional Shareholders and Corporate Governance," in K. Keasey and M. Wright, eds., Corporate Governance: Responsibility, Risks and Remuneration. Baffins Lane: John Wiley & Sons, p. 24.

另外,1998年进行的一项对196家公司的调查表明,1997年12月31日,英国公司中,机构投资者持有普通股的

52.7%,个人持股比例则为16.0%。Hill, I., 1999. "Ownership of United Kingdom Quoted Companies at the End of 1997." Economic Trends, No. 543.

如上所述,这一变化一定程度上与金融自由化有关,可以说,金融管制的放松促进了公司股权集中度的提高。

相比之下,英国对经理股票期权的使用要少得多。

其他研究还有很多,如《金融时报》的一项研究表明,美国公司每年向其执行官员及其他雇员授予的权益达到了其总权益的1.4%(Financial Times, August 12, 2000)。2000年,美国325家公司授予的期权价值相当于其税前盈利的20%(New York Times, March 23, 2002)。Quoted from: Salacuse, J. W., 2002. "European Corporations American Style? Governance, Culture and Convergence." Conference Hosted by the John F. Kennedy School of Government, April, pp. 11 - 12.

②转引自朱羿锟:《公司控制权配置论——制度与效率分析》,81、118页,北京,经济管理出版社,2001。

转引自Davies, P. L., 2000. "Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?" International and Comparative Corporate Law Journal, 2(4), pp. 435 - 456.

③美英创立独立董事制度进行内部监督,某种意义上是对监事会制度的借鉴;而反过来,许多大陆法系国家又从美英引入了独立董事制度。这一有意思的循环,正表明了不同治理模式之间的相互学习、相互借鉴。

④斯蒂朋·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》,141页,北京,新华出版社,2004;Takahiro Yasui:《日本的公司治理》,见胡鞍钢、胡光宇:《公司治理中外比较》,233页,北京,新华出版社,2004;杜煜慧:《日本的公司管控》,(中国台湾)证券交易资料文章,2000(463)。

⑤《日本新派公司“曲线救国”》,载《21世纪经济报道》,2006-01-09。

⑥斯蒂朋·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》,141页,北京,新华出版社,2004。

⑦1990年代以前,则是个人股东不断下降,法人股东不断上升。据日本全国证券交易所协会《股份分布状况调查系统》统计,1949-1984年,个人股东(不包括外国人)的持股率从69.1%下降到26.3%,而法人股东的持股率则从15.5%上升到67.7%。1990年,日本个人持股率下降为23.1%。

⑧在日本,主银行的作用包括:(1)是贷款企业的最大放款行;(2)是贷款企业的主要结算行;(3)是贷款企业的主要股东;(4)向贷款企业派驻领导;(5)贷款企业陷入经营困境时,掌握着行使救济的主导权。转引自戴晓英:《日本主银行制的兴与衰》,载《日本研究》,2004(1),第44~50页。在德国,银行除了持有上市企业股份的10%之外,还进行间接持股,即兼作个人股东所持股票的保管人。见孙丽:《公司治理结构的国际比较研究——来自日本的启示》,载《日本学刊》,2003(2),第109~123页。德国垄断委员会1978年调查了前100家大公司,发现银行控制了近40%的投票权,并在监事会中占有2/3的席位。另据Baums与Fraune(1995)对65家德国公司1992年股权结构的调查,银行直接控制投票权13.02%,银行附属的投资公司投票权为10.11%,银行代理投票权为60.95%,因此,84.09%的投票权与银行有关。转引自Prigge, S., 1998. "A Survey of German Corporate Governance," in K.J. Hopt et al., eds., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research. Oxford: Clarendon Press.

⑨Kawamoto(2000)的研究表明,日本银行的持股收益率一直较低,除非能够获得资本利得。转引自高煜:《日本相互持股的近期演变:原因、效应及对我国的启示》,载《现代日本经济》,2005(5),第12~17页。

⑩表中关于交叉持股的数据与其他研究有较大差别,可能是由于计算口径不同造成的。

⑪1974年,在最大的100家德国公司中,有20%的监事会席位由银行把持;而到了1993年,这一比重已经下降为6.3%

(Lütz, 1999, quoted from Deeg, 2001)。而在 40 家最大公司中, 银行所占有的监事会主席的席位已经从 1992 年的 44 % 下降到 1999 年的 23 % (Hoepner, 2001, quoted from Lane, 2003)。

⑳2005 年 7 月颁布、2006 年实施的日本《公司法典》进一步明确股份公司可以在公司章程中规定设置委员会, 规定设委员会的公司不得设置监事(第 327 条)。《公司法典》还就提名委员会、监查委员会、报酬委员会委员选定、权限、运营、董事权限作出了规定, 并规定各委员会委员过半数须为外部董事, 且监查委员会委员不得兼任执行官、执行董事或会计参与人(第 400 条)。

㉑《日本公司法典》规定, 设委员会公司须设置一人或二人以上执行官(第 402 条)。

㉒ Hall, B., 2002. "Incentive Strategy II: Executive Compensation and Ownership Structure." Harvard Business School, Teaching Note, No. 9 - 902 - 134. Quoted from Holmstrom, B. and Kaplan, S. N., 2003. "The State of U. S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?" NBER Working Paper, No. W9613.

㉓德国 1998 年企业控制与透明法允许公司管理者购回其最多 10 % 的股份, 从而使公司可以向其管理者支付股票期权(Deeg, 2001)。

㉔ G. Jackson; M. Höpner and A. Kürdelbusch:《德国的公司治理与就业》, 见胡鞍钢、胡光宇:《公司治理中外比较》, 365 页, 北京, 新华出版社, 2004。

㉕索尼(Sony)是第一家采用股票期权的日本公司, 1996 年, 索尼引入了股票期权制度, 但由于当时股票期权制度还是违法的, 故索尼只能通过一系列的金融工程操作才能实现。1997 年, 禁止采用股票期权的限制被解除(胡方、皇甫俊, 2005)。2001 年, 关于股票期权的限制被完全解除(Shishido, 2004)。

㉖在 2001 年的商法修订中, 针对派生诉讼增多的问题, 日本又提高了派生诉讼的难度。

㉗ Quoted from Holmstrom, B. and Kaplan, S. N., 2003. "The State of U. S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?" NBER Working Paper, No. W9613.

㉘2002 年 1 月开始生效的《接管法》允许标的公司管理当局采用反接管防御措施, 只要有 75 % 的股东支持或事先经过监事会的授权。

㉙ Lütz, S., 2000. "From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition." German Politics, 9, pp. 149 - 170.

㉚根据该计划, 所有上市公司的年度报告中都必须提供: 关于公司治理结构和做法等主要环节的完整、详细的报告; 关于一个集团的结构以及集团内的关系也需要提供完整的阐述; 退休基金和保险企业的机构投资者也将被要求公开其投资政策以及行使投票权的政策。

㉛ Quoted from Shishido, Zenichi, 2004. "Changes in Japanese Corporate Law and Governance: Revisiting the Convergence Debate." Law and Economics Workshop, University of California, Berkeley.

㉜ Wymeersch, Eddy, 1998. "A Status Report on Corporate Governance Rules and Practice in Some Continent European States," in K. J. Hopt, et al., eds., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research. Oxford: Clarendon Press.

㉝ Prigge (1998) 指出, 之所以德国会缺少敌意接管, 其原因主要有: 诸如双层制结构、共同决定机制和资本保护制度等法律产生的阻碍; 上市公司数量过少; 交叉持股和代理投票制度; 反接管规章等。

## 参考文献:

1. Thomsen, S., 2001. "Convergence Goes Both Ways: An Alternative Perspective on the Convergence of Corporate Governance Systems." The Internalisation of Companies and Company Laws,

pp. 133 - 140.

2. Holderness, C. G.; Kroszner, R. S. and Sheehan, D. P., 1999. "Were the Good old Days that Good? Changes in Managerial Ownership since the Great Depression." The Journal of Finance, 54 (2), pp. 435 - 469.

3. Pedersen, T., and Thomsen, S., 1997. "European Patterns of Corporate Ownership." Journal of International Business Studies, 28(4), pp. 759 - 778.

4. Davies, P. L., 2000. "Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?" International and Comparative Corporate Law Journal, 2(4), pp. 435 - 456.

5. Toda, Makoto and McCarty, W., 2005. "Corporate Governance Changes in the Two Largest Economies: What's Happening in the U. S. and Japan?" Syracuse Journal of International Law & Commerce, 32, pp. 189 - 231.

6. Rubach, M. J. and Sebora, T. C., 1998. "Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of an Emerging Convergence." Journal of World Business, 33(2), pp. 167 - 184.

7. Lane, C., 2003. "Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to the Anglo - American Model?" Competition & Change, 7(2 - 3), pp. 79 - 100.

8. Deeg, R., 2001. "Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: the Case of German Finance." MPIFG Discussion Paper, No. 6.

9. Jacoby, S. M., 2000. "Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence." Comparative Labor Law and Policy Journal, 22(1), pp. 5 - 32.

10. Patrick, H., 2004. "Evolving Corporate Governance in Japan." Working Paper Series No. 220, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.

11. Coffee, J. C., 1999. "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications." Northwestern Law Review, 93, pp. 631 - 707.

12. Hansmann, H. B. and Kraakman, R. H., 2001. "The End of History for Corporate Law." Georgetown Law Journal, 89, pp. 439 - 468.

13. Hackethal, A.; Schmidt, R. H. and Tyrell, M., 2003. "Corporate Governance in Germany: Transition to a Modern Capital Market - Based System?" Journal of Institutional and Theoretical Economics, 159(4), pp. 664 - 674.

14. Bebchuk, L. A. and Roe, M. J., 1999. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." Stanford Law Review, 52, pp. 127 - 170.

15. K.J. Hopt:《欧洲董事会模式——德国、英国、法国和意大利公司内部治理结构的新发展》, 见《公司法与证券法论丛》, 中文版, 北京, 对外经济贸易大学出版社, 2005。

16. 胡方、皇甫俊:《近年来日本企业治理结构的变化及其原因》, 载《现代日本经济》, 2005(2), 第 17 - 21 页。

17. 鹤光太郎:《转轨中的日本公司治理结构》, 载《经济社会体制比较》, 2001(4), 第 32 - 41 页。

18. K.J. Hopt, P. C. Leyens:《德国上市公司的双层治理结构——经验、理论与改革》, 见《国际商法论丛(第 6 卷)》, 中文版, 北京, 法律出版社, 2004。

19. 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。

20. 张宪初:《公司治理全球化和经济转轨国家的教训——兼论中国公司治理的一些问题》, 见滨田道代、顾功耘主编:《公司治理与资本市场监管——比较与借鉴》, 北京, 北京大学出版社, 2003。

(以下文献略)

(作者单位: 南京大学会计系 南京 210093)

(责任编辑: N、Q)