

美国公司治理的市场机制与法律规制

孙光焰, 文杰

(中南大学法学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 美国是一个资本市场高度发达的国家, 美国公司营运资金主要来源于证券市场的直接融资。相应地, 美国也主要通过市场机制来进行公司治理。由于美国公司股权高度分散产生小股东“搭便车”和“内部人控制”的现象, 所以美国主要通过营造一个竞争的公司控制权市场来对公司经营者进行治理, 有职业董事经理人才市场与之相配套, 并以股东派生诉讼机制作为补充。由于市场的局限性, 美国通过立法对恶意接管、信息披露欺诈和股东恶意诉讼进行规制。这些都值得我国借鉴。

关键词: 公司治理; 市场机制; 法律干预

中图分类号: D922.29

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2003)03-0331-04

在市场经济体制方面, 美国是现代自由市场经济的典范。它的市场体系十分完备, 且市场障碍很少, 市场流动性极高。美国的资本市场高度发达, 公司的营运资金主要来源于证券市场的直接融资。相应地, 美国也主要通过市场机制来进行公司治理。美国公司治理的公司控制权市场、董事经理市场、股东派生诉讼机制等市场机制手段的运用及其有效的法律干预, 使得美国公司的治理效果及其国际竞争力举世瞩目。

一、美国公司治理的市场机制

(一) 公司控制权市场

在美国, 公司的股权比较分散, 许多中小股东不可能亲自监督经营者的日常行为。但由于经营改善所得的收益由全体股东分享, 而监督成本却只由那些积极监督的股东来承担, 这就造成“搭便车”问题, 单个股东没有监督经营者的动力。由于“搭便车”问题存在, 企业的经营者们可以相当自由地追求其目标, 这可能包括营造帝国或享受特权。^[1] 正是因为内部约束的局限性, 所以, 美国公司治理更加注重对经营权的市场约束, 即通过营造一个竞争的公司控制权市场, 来对公司的经营者进行治理。^[2]

20世纪80年代, 美国兴起了一股“恶意收购”的浪潮, 这一浪潮是公司控制权市场的集中表现。

该市场的运作机制如下: 恶意收购者高价购买被收购对象公司(即目标公司)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。^[3] 由于被收购公司的股东可以高价将股票卖给收购者, 他们往往同意“恶意收购”计划。如果按照传统的公司法, 经理必须并且仅仅对股东股票价值最大化负责, 那么经理就有义务接受“恶意收购”。事实上, 被收购公司的股东大部分都发了财, 因为收购者提供的价格一般都在原股票价格的50%到1倍以上。更为重要的是, 收购者将目标公司的原经营班子驱逐, 而代之以其信任的能够更好地经营公司的人员。这样, 可以大大削弱所谓的“内部人控制”所引发的问题。^[4]

(二) 职业董事、经理人才市场

美国公司治理的另一外部市场是成熟的职业经理人市场。竞争的经理市场意味着经理人员能够在公司间和公司的不同岗位上根据自身的条件自由流动, 并且由市场决定他们的价格, 即他们的薪金水平。在这样的市场上, 经理是否被雇佣不由行政命令决定; 经理的升迁或降职也就由他们的经营能力和业绩决定, 而不由上级主管部门来决定。在市场竞争中被证明有能力和对出资者负责任的经理人员, 就会被高薪雇佣, 且在经理市场上建立起良好的声誉, 从而提高他们人力资本的价值; 相反, 那些经营不好的经理人员的薪金会被降低, 甚至有可能被

替代以至失业,他们在经理市场上的声誉也会降低甚至留下臭名,其人力资本的价值就会贬值。例如,在1992~1993年的几个月里,美国通用汽车公司和国际商用公司解雇了总经理和数千名雇员;美国运通公司强迫总经理辞职并重组董事会;美国航空公司、数字设备公司和其它一流公司都重构其经营管理层。1994~1995年又一波经理解雇潮涉及到了波士顿银行、克马特公司、菲律浦-莫里斯公司及莫里森·努森公司的董事长或总经理。^[5]由于经理人员所经营公司的业绩好坏决定了其在经理市场上的价格和就业机会,因而经理人员会追求对投资者有利的经营和管理,以提高公司的获利水平和公司价值。同时,对卓越经营和管理的追求,使经理人员在所有权与经营权分离下与投资者之间激励相容。

(三) 股东派生诉讼机制

在美国,股东的派生诉讼已成为广大股东监督公司经营及预防经营权被滥用的最重要的救济及防御方法。^[6]股东派生诉讼是指当公司怠于追究公司机关成员责任时,具备法定条件的股东为了公司的利益而提起的诉讼。从理论上讲,股东作为公司物资本所有者,享有对公司经理行为进行约束与监督的权利。但股份的高度分散使股东们不可能亲自管理公司的日常事务和时时监督经营者的行为,特别是对众多的小股东而言,他们亲自监督经营者的成本将超出他们的收益。于是他们便选举董事会来监督经营者。但在实践中,董事会获取经营者行为的信息存在着很大的局限性,这一方面是因为经营者掌握着信息优势,其行为难以直接观测;另一方面是由于董事会成员受到专业知识限制,无力有效监控经营者的行为。因此,尽管在美国的公司中设置了董事会,但在现实中由于受信息不对称的困扰,经营者甚至可以决定董事会的活动日程以及董事所获取公司经营信息的类型和数量,这种状况严重影响了董事会监督、估价经营者的能力和了解公司的真实经营状况。^[7]此外,公司董事及其他人员如果实施了对股东利益造成损害的行为,股东也能提起派生诉讼以追究这些人员的法律责任,从而维护自身的合法权益。

二、美国对公司治理市场手段的法律规制

(一) 对公司控制权市场的法律干预

股东通过竞争的公司控制权市场对经营管理人员进行控制,本是一种市场行为。由于市场控制的

有限性,特别是自20世纪60年代以来一些收购者创造的“杠杆收购”的普遍运用,使得敌意接管现象时有发生。这样,美国政府基于“商业正义”而对外部接管的干预力度越来越强,并在立法和司法判例中出现了一股反收购立法的浪潮。1968年6月,在美国证券管理与交易委员会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》。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。^[8]这期间所颁布的这批州法律就构成所谓“第一次反收购浪潮”。各州的反收购立法普遍要比《威廉斯法案》更为繁琐和难以逾越。1982年,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失去法律效力。此后,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许和纵容态度,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,导致美国收购活动愈演愈烈。为了保护本州的企业,以印地安那州、新泽西州等为代表的美国35个州不顾联邦最高法院的判令,以反恶意收购为突破口,再次掀起了新一轮反收购立法浪潮。就目前各州反收购立法看,《宾夕法尼亚州1310法案》是最为严厉、争论最为激烈、影响范围最大、意义也最为深远的一部反收购法。其内容主要包括5项条款,即信托责任条款、控股条款、偿还条款、员工解雇补偿条款、劳动合同条款。^[8]此外,其它各州的一些较有影响的反接管措施主要有:“金保护伞”“毒丸防御”、定向股份收购或者“绿色邮件”、职工持股计划、业主有限责任合伙公司等。不过,反接管措施的采用一方面使股东的利益得到保护,另一方面又使管理人员在恶意收购中得到好处,因此引起了广泛的争论,至今还没有定论。但是,从美国目前的立法来看,主流的看法是,尽管反接管措施不是一个好办法,但与敌意接管相比,这些防御措施对美国经济造成的社会危害似乎要小一些。

(二) 强制董事、经理持续准确披露经营信息

信息持续披露制度是公开原则在证券市场中的集中表现。规范和监管证券市场的重要目的就是保证市场的稳定、有序和高效,保护股东的合法权益。而要达到这一目的,最可行的办法就是建立全面的、持续不断的信息披露制度。持续信息披露有利于公司改善经营管理,公司一旦如实公开自己的真实情况,就得接受股东的监督。因此,强制公司持续披露信息就成为美国监督和约束公司经营管理人员的有

效方法。根据美国证券立法, 持续信息披露文件包括证券发行公司的年度报告书、中期报告书、季度报告书等定期报告文件, 以及临时报告书等报告文件。年度报告书应向股东公开以下内容: 最近 2 个营业年度的资产负债表和最近 3 个营业年度的损益表; 陈述会计师对会计账目和财务公开资料的不同观点; 公司管理人员对公司财务状况和经营结果的讨论与分析; 公司管理人员及其雇员的主要业绩等。中期报告要求公司公开营业年度前 6 个月的营业与财务状况, 包括总销售量、营业收入、纯利益、特殊事项等。季度报告书包括财务报告、证券承销进展、股东投票权等事项。^[9]临时报告书包括发行公司控制权发生变动; 在正常营业外的发行公司或控股公司重要资产的得失; 重要诉讼手续的开始与终结; 等等。

自 2001 年 10 月美国华尔街惊曝上市公司财务造假丑闻以来, 包括美国安然公司、世界通信公司、复印机制造商施乐公司等世界著名公司都深陷其中。安然公司和世界通信公司甚至宣告破产保护, 世界五大会计师事务所之一的安达信因“安然事件”名声扫地面临重组, 美国最大的综合性投资银行之一的美林公司也难逃干系。整个美国资本市场深深陷入投资者信心危机之中。面对如此严峻的形势, 美国国会迅速做出反应, 于 2002 年 7 月出台了《2002 年公众公司会计改革和投资者保护法》(或称《萨宾纳斯- 奥克斯莱公司改革法》)。其核心内容就是加强董事经理人员对公司经营状况信息披露的真实性。具体地讲, 该法案针对上市公司的管理, 主要增加了以下严厉的措施: ① 要求首席执行官和财务总监个人对公司财务报表的准确性负责, 对于蓄意违反者则最高可处 500 万美元以下罚款或者 20 年以下监禁, 或者两者并处; ② 要求公司实时公布任何导致公司财务健康状况发生变化的事件; ③ 建立联邦投资者补偿账户, 向投资者赔偿因为公司欺诈行为而造成的资金损失; ④ 将投资者的诉讼时效从 1 年延长到 2 年。该法案很快被付诸实施。阿德尔菲亚通信公司前董事长等高层职员因欺诈案遭到逮捕。美联储主席格林斯潘表示, 随着通过不法手段获利的机会的逐渐消失, 今后财务欺诈问题将会大大减少。这一系列政策措施也有助于恢复投资人的信心。

(三) 对股东派生诉讼的法律规制

在股东派生诉讼中, 为了既保护股东合法权益, 又防止股东滥诉, 美国法律设计了完善的股东派生诉讼制度, 对提起诉讼的条件、起诉股东的资格及具体程序做出了详细规定。美国公司法将下列 5 种情

形视为股东派生诉讼: 对于既遂的越权行为产生的损害赔偿之诉; 董事、职员和控制股东对于公司信任义务违反之禁止, 或者对其违反向公司尽义务而产生的利益返还或损害赔偿之诉; 禁止发行对价不充分的股份选择权或期权; 返还不当分派的股利; 禁止外部人侵害公司的行为或者对此种侵害要求赔偿。^[10]在原告股东的资格上, 美国采取同时拥有股份原则, 即提起派生诉讼的股东必须从被告对公司实施侵害行为起至诉讼裁决之时止都持续拥有公司的股票, 以防止有人在获知公司遭到侵害之后, 再故意买入股票, 以诉讼牟利的投机行为。美国大多数州的公司立法要求派生诉讼的原告股东必须先请求公司董事会起诉, 待此请求无效果后, 才可以提起派生诉讼。在美国, 有的州要求原告股东提供诉讼担保, 以防止滥诉现象。如果派生诉讼的原告败诉, 其所提供的担保就必须用来赔偿被告在诉讼中所支付的全部费用。此外, 为了保护中小股东的利益, 美国大多数州的公司立法及《示范公司法》中都规定对于股东派生诉讼的任何和解、妥协、中止以及撤消的情况都须事先获得法庭的同意。

三、建立我国上市公司治理的市场化机制的几点思考

(一) 优化我国上市公司的股权结构和股东结构, 大力培育公司控制权市场

我国目前的证券市场仅仅是给企业提供了一条融资渠道, 由于流通股在总股本中所占比例较小, 即使能将市场上某公司流通的股票全部买进, 也不能取得该公司的控制权。只是在极少数三无概念股的上市公司里, 公司的控制权可以通过市场进行转让。但对绝大多数上市公司而言, 公司的控制权无法通过收购、接管等市场手段进行转移。公司控制权市场也就丧失了公司治理的功能。故要通过国有股减持、法人股自由转让和扶持民营企业股东等途径实现我国上市公司的股权结构和股东结构的优化, 以有利于对内部人的监督约束。国有资产从竞争性行业中退出, 只控制少数关系国计民生的行业。同时还应该放宽对个人持股的限制, 培育多种形式的持股主体, 以利于建立有效的控制权市场。

(二) 大力培育职业经理人市场

有效的公司法人治理能给公司的经理以适当的约束, 使他们的行为符合股东的利益。在公司经营

状况不佳时,能够撤换不称职的经理,并能很快在经理人才市场上找到称职的经理人员。当前,我国在这些方面都还不健全,既不能通过市场竞争来使不称职的经理人员下台,也不能及时通过市场竞争找到称职的经理人员。因此,在通过培育竞争的市场机制有效监督经理人员的同时,还应当大力培育职业经理人市场,督促现任经理勤勉工作,以形成强大的外部压力。

(三) 尽快建立股东派生诉讼制度

我国现行《公司法》第111条和《证券法》第63条对股东直接诉讼做了原则性的规定,而对股东派生诉讼却付之阙如。所以应借鉴美国的股东派生诉讼制度,在立法时对以下几方面做出规定:①原告股东的资格,宜采取“同时拥有股份原则”,应将适合起诉的股东限定在侵害行为发生之日起直到提起诉讼时止这个期间内所有持有公司股票的任一股东,且目前不应规定最低持股比例或数额,到此种诉讼有一定的规模后可规定较低的持股比例要求。②起诉前应用尽内部救济。可将公司监事会规定为救济诉诸的对象。只有在先请求监事会提起诉讼失败后,才能获得起诉权。③保护小股东利益的安排。对诉讼告知、诉讼参加及禁止任意撤诉等做出规定,使诉讼一旦发生,不能随便终止,并尽可能让更多股

东知晓并参与诉讼。④考虑到偏重保护中小股东利益、降低诉讼门槛的需要,目前暂不宜要求股东提供诉讼担保。

参考文献:

- [1] O·哈特. 公司、合同与财务结构[M]. 上海: 上海三联书店, 1998. 11.
- [2] 聂德宗. 对内部人控制的治理——美国公司治理模式及其变迁[J]. 法律科学, 1999, (5): 109-115.
- [3] 崔之元. 美国二十九个州公司法变革的理论背景[J]. 经济研究, 1996, (4): 35-40.
- [4] J·弗雷德·威斯通. 兼并、重组与公司控制[M]. 北京: 经济科学出版社, 1998. 41.
- [5] 迈克尔·尤辛. 投资商资本主义[M]. 海口: 海南出版社, 1999. 1-2.
- [6] 殷召良. 公司控制权法律问题研究[M]. 北京: 法律出版社, 2001. 47.
- [7] 聂德宗. 公司法人治理结构的当代发展[J]. 法学研究, 2000, (2): 78-90.
- [8] 沈艺峰. 公司控制权市场理论的现代演变(下)[J]. 中国经济问题, 2000, (2): 20-35.
- [9] 杨志华. 证券法律制度研究[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1995. 140-142.
- [10] 刘俊海. 论股东的派生诉讼提起权[A]. 商事法论集(第1卷)[C]. 北京: 法律出版社, 1997. 88-89.

Market mechanism and law intervention of corporate governance in America

SUN Guang-yan, WEN Jie

(School of Law, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: In America the capital market is full developed and the working capital of the corporation mostly roots in the direct financing in the securities market, so the corporate governance mostly depends on the function of the market. The dispersion of corporate equity of America leads to free ride of minority stockholders and insider control, so it governs manager constructing a competitive market for corporate control, the market for director-manager and the derivative action of stockholders. Because of the localization of market, it is need to regulate hostile take-over, fraud information disclosure and hostile litigation of stockholder by legislation in USA.

Key words: corporate governance; market mechanism; law intervention