

公司治理趋同研究述评

严若森

(武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072)

摘要: 本文对公司治理趋同的竞争说、政治说与路径依赖说以及有关公司治理的形式趋同与功能趋同、法律趋同与事实趋同的既有研究进行了梳理与简评。本文指出, 如果某种公司治理制度或模式能够有效解决其所面对的公司治理问题, 则其即是最好的公司治理制度或模式, 从而无须按照它方的公司治理模型进行自身的制度变革, 且即便一国或地区之内的相关公司治理情境与该国或地区的国际义务交错混杂, 该国或地区公司治理制度或模式变革的动力亦须极大依赖基于该国或地区之内公司治理环境的内生诉求。

关键词: 公司治理趋同; 公司治理环境; 公司治理存异

中图分类号: F271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2010)09-0099-04

1 公司治理趋同理论学说

1.1 公司治理趋同的竞争说

Kole 和 Lehn 认为, 公司治理将向最有效率的模式发展, 那些无效或效率低下的公司治理模式最终将被淘汰^[1]。Coffee 指出, 公司竞争不仅存在于产品之间, 而且亦存在于不同的公司治理制度之间, 全球资本市场与产品市场竞争的加剧将使公司治理成为决定公司竞争成败的另一个竞技场, 国际经济竞争的加剧将至少使大型公司采取具有共同特征的治理结构^[2]。Gilson 亦指出, 在全球化的竞争背景之下, 为了能够在全球竞争中获胜, 诸多公司将竞相采用有效的公司治理模式, 这将促使全球公司治理向效率更高的模式趋同^[3]。Hansmann 和 Kraakman 甚至大胆地预言“公司法历史的终结”(the end of history for corporate law), 其认为, 采用次优治理结构的公司将会遭到产品市场与资本市场的双重惩罚, 它们要么改变治理结构, 要么自行消亡^[4]。Schmidt 和 Spindler 更是旗帜鲜明地指出, 经济全球化程度的日益提高是全球公司治理模式发生趋同的客观背景与推动力量, 在全球化的竞争背景之下, 因消除了经济壁垒, 实现了产品全球化与资本全球化, 公司之间在产品市场与资本市场之上的竞争将更加激烈, 而不同的公司治理模式具有不同的效率, 激烈的全球竞争将促进全球公司治理模式的趋同^[5]。同样, Cheffins 亦赞同不同效率公司治理模式之间的竞争将导致不同国家或地区公司治理最

终趋于单一的最有效的模式, 且最后保留下来的公司治理模式亦将最具效率^[6]。Braendle 和 Noll 则认为, 一国或地区公司治理机制对于该国或地区的公司的获利性与增长性、获取资本的能力及资本成本均具有重要影响, 治理越好的公司即越有竞争力, 从而即越能够以较低的资本成本更方便地从资本市场筹集资金, 亦即, 公司治理对一国或地区的经济发展具有重大影响^[7]。与前述研究一脉相承但又稍有些许不同的是, 李明辉认为, 经济达尔文主义(economic Darwinian) 在公司治理模式趋同理论中占有重要的地位, 一方面, 应当承认经济达尔文主义具有一定的合理性, 不同公司治理制度之间确实存在竞争, 而且这种竞争亦确实可以在一定程度上促使不同国家、地区与公司相互学习对方公司治理制度的优点, 从而导致不同公司治理模式之间的相互学习与趋同, 而另一方面, 经济达尔文主义亦忽视了公司治理模式变迁与生物进化的区别, 如果仅仅只是简单机械地将生物进化论照搬到公司治理问题上, 则并不能够充分解释与预测公司治理模式变迁与趋同的趋势^[8]。

1.2 公司治理趋同的政治说

Roe 的政治说显然不同于竞争说或经济说的公司治理趋同论, 其认为, 政治力量是形成与制约经济发展的主要因素, 一国或地区利益集团之间的政治斗争对于该国或地区公司治理模式的形成与演变具有重要的影响^[9]。Bebchuk 和 Roe 亦认为, 公司治理趋同是一个政治过程, 相关利益集团如劳工组织、

收稿日期: 2010-06-07

基金项目: 国家自然科学基金项目(70502024); 国家社会科学基金项目(08CJY032)

作者简介: 严若森(1971—), 男, 湖南华容人, 武汉大学经济与管理学院副教授, 管理学博士, 研究方向: 公司治理、企业理论等。

银行与控股股东等均将阻挠与破坏公司治理变革,以避免其既得利益在公司治理变革中遭受损害^[10]。曹富国则认为,无论是否存在更富效率的公司治理制度,政治力量的惯性均将足以维持不太有效的制度现状,抑或,在一个受到政治制约的环境中,效率可能仅仅只是一个相对微弱的变量,所有国家或地区公司治理模式的形成与发展不仅取决于制度效率,而且尚极大地依赖于其所基于的历史与政治环境^[11]。其尚指出,美国金融机构在公司治理中的有限作用不仅是美国经济发展的产物,而且亦是美国平民政治的结果,同样,被认为是日本公司治理核心要素的终身雇佣制度并非旨在鼓励对员工人力资本投资的努力,该制度本身起源于第二次世界大战之后旨在使日本劳动力配置水平合理化以及恢复美国对日本实行生产管理控制的政治交易^[11]。

1.3 公司治理趋同的路径依赖说

青木昌彦和钱颖一指出,在不同的发达经济体中同时存在着不同的公司控制模式这一显化事实表明,那些转轨中的经济体从发达经济中能够学到的“经验”并非那么显而易见^[12]。Roe则指出,与政治力量一样,路径依赖亦是一国或地区公司治理模式形成与演变的主要影响因素,美国之所以会形成弱所有者与强管理者的公司治理结构,其成因在很大程度上即在于路径依赖的影响^[9]。Rubach和Sebora认为,每一条公司治理模式产生与演化的路径均反映了依据相关国家或地区、社会文化、经济环境而作出的特定决策的总和^[13]。在指出公司治理趋同是一个政治过程的同时,Bebchuk和Roe尚强调路径依赖对预测未来公司治理演变的重要性,其认为,路径依赖将制约且有可能抵消公司治理趋同的竞争性力量^[10]。陈国进则指出,如果没有第二次世界大战时的金融管制限制日本资本市场的发展,则日本企业对银行融资的依赖度即会大大地降低,同样,如果日本没有在1944年实行“军需企业指定金融机关制度”,则即不会形成日本银行参与企业管理与监督的主银行制度,从而亦即难以形成日本以银行为中心的公司治理模式^[14]。刘汉民亦指出,如果没有19世纪70年代俾斯麦为了实行强权统治而建立强大的银行以及对证券交易征收印花税而导致股票所有者为了避税而自愿将股票存放在银行,则即不会有德国的全能银行与代理投票制,同样,如果没有第二次世界大战之后美国的军事管制,则亦即不会有日本的法人交叉持股^[15]。不一而足的类似相关论述无不说明,一国或地区先前的历史条件对其当前公司治理模式的形成及其未来公司治理模式的发展均具有重要的影响,一国或地区经济中任

一时点的公司治理均依赖于该国或地区早期形成的制度结构,亦即,路径依赖的特征决定了一国或地区公司治理模式变迁必须沿着其先前的路径不断演进,除非利用强大的外力或“大震荡”(big bang)去改变这种演进的路径。

2 公司治理趋同层面之争

2.1 关于公司治理的形式趋同与功能趋同

Coffee认为,既存在强烈推动公司治理趋同的力量,亦存在强烈阻碍公司治理趋同的力量,其结果则是形式上的公司治理结构很少改变,而仅仅发生公司治理功能上的趋同,且即使公司治理形式上的趋同被政治、法律或制度障碍所阻挠,公司治理功能上的趋同亦可以通过迁移(migration)与替代(substitution)来实现^[2]。在赞同公司治理功能趋同论的同时,Coffee尚探索了公司治理实现功能趋同的未来路径,其认为,人们只是一般地假设风靡全球的法律改革不太现实,但人们似乎忘了立法并非通向公司治理功能趋同的唯一路径,公司治理形式趋同将面临太多的障碍而无法预测,正因如此,可以通过更加开放的、大量的自愿路径来促进公司治理功能趋同的生成^[2]。换言之,公司治理功能趋同可以通过公司的迁移行为以及证券市场与法律的统一来实现,公司既可以选择到国外股市上市,亦可以选择到管制较松的市场上去谋求竞争与发展,且公司的这种迁移行为可以被认为是一种基于制度选择的竞争。Coffee进一步指出,公司治理功能趋同将超过公司治理形式趋同^[16]。Gilson则明确指出,所谓公司治理的形式趋同(formal convergence of corporate governance),是指公司治理对环境变化的有效反应要求进行立法或规制变革,以改变现行公司治理制度的基本结构,而所谓公司治理的功能趋同(functional convergence of corporate governance),则是指现行公司治理制度足以灵活应对环境的变化,因此无须改变现行公司治理制度的形式特征^[3]。Gilson并不排斥公司治理模式演变的政治说与路径依赖说,其认为,一国或地区公司治理制度或公司治理模式的特征具有路径依赖性,由历史事件或政治意图所决定的初始条件可以使一国或地区的经济发展沿着一条特定的路径演变,但其同时亦认为,路径依赖并非影响公司治理制度或公司治理模式的唯一力量,既存公司治理制度或公司治理模式会受到强有力的环境选择机制的制约,如果既存公司治理制度不能在与其它制度的竞争中获胜,则其将最终消亡,且环境选择机制将使公司治理制度或公司治理模式在功能上趋同于更有效率的结构,而功能适应

性(functional adaptively)与制度持久性(institutional persistence)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。在其看来,公司治理功能趋同首先发生,因为改变互补性制度需要发生成本(包括政治成本),每种公司治理制度均具有充分的弹性,可以在不超出其路径依赖的限制范围之内找到解决之道,因此,公司治理的形式趋同只能作为最后的手段,仅有在公司治理的功能趋同不能奏效时才应发生公司治理的形式趋同^[3]。

2.2 关于公司治理的法律趋同与事实趋同

Hansmann 和 Kraakman 认为,公司治理趋同当然在于形式上的趋同,这主要源于那些使一国或地区与另一国或地区的法律发生联结(aligned)的变革,但因需要经过相关立法程序,公司法的趋同往往要慢于公司治理实务的趋同^[4]。Khanna 等则明确区分了公司治理法律趋同与公司治事实趋同这两个不同的概念,其中,所谓公司治理法律趋同,是指不同的国家或地区采用相似的公司治理法律,而所谓公司治理事实趋同,则是指公司治理实务上的趋同^[17]。他们采用 24 个发达国家的公司治理数据与 49 个发达国家以及发展中国家关于保护投资者与债权人利益的数据,对全球化是否与公司治理的相似性相关进行了实证检验,结果他们发现,这些国家在公司治理法律上存在相似性,但这并非源于这些国家向美国公司治理标准的趋同,而是源于这些国家相互之间在经济上的千丝万缕的联系,而且他们亦没有发现公司治理在国家、行业与公司水平上存在事实上的相似性。对此,李明辉认为,这既可能是因制度互补性导致不同的国家或地区采用了不同的公司治理模式,也可能是因全球化并没有强大到可以克服一国或地区之内的既得利益,因此,尽管全球化可能导致一些国家或地区采用一些共同的公司治理标准,但这些共同公司治理标准的实际执行却往往会严重滞后,至于公司治理事实趋同滞后于公司治理法律趋同,路径依赖、多种最优选择(multiple optima)与利益集团寻租则是三种不同的解释^[18]。

3 简评

面对日益高涨的全球化浪潮,各国或地区极有可能在其公司治理模式的某些维度上进行些许微调,在此背景之下,公司治理趋同研究的意义更加凸显。毋庸置疑,无论是关于公司治理趋同的竞争说、政治说以及路径依赖说,还是关于公司治理形式趋同与功能趋同以及公司治理法律趋同与事实趋同的相关论述,其均能对世界各国或地区公司治理制度或模式的形成与演变具有一定的解释意义,且其亦

均能为世界各国或地区的公司治理变革提供一定的指导意义与参考价值。

但须说明的是,任何制度安排,包括公司治理制度安排,就其本质而言,均系特定国家或地区的政治、法律、经济、历史、文化、技术等公司治理环境因素的产物,世界各国或地区的各类公司治理模式之所以能够长期共存,其原因恰恰可能在于它们能够最好地适应其各自的公司治理环境特征,并藉此平衡了其各种利益相关者的利益诉求,因此,一国或地区在选择公司治理模式时绝对不能刻意模仿与盲目照搬,因为仅有适应其所处政治、法律、经济、历史、文化、技术等公司治理环境因素的特征的公司治理模式才有可能发挥出最佳的治理效率。就此而言,公司治理趋同论与其说是一种关于公司治理“趋同”的理论,倒不如说是一种关于公司治理“存异”的理论^[11]。亦即,只要某种公司治理制度或模式能够有效地解决其所面对的公司治理问题,则其即是最好的公司治理制度或模式,从而无须按照它方的公司治理模型进行自身的制度变革。亦正因如此,尽管全球化的浪潮会使世界各国或地区之间的多元化联系越来越紧密,但这并非意味着世界各国或地区的各类公司治理模式将会趋同。

事实上,在世界范围内,任何公司治理模式均不具有普适意义,并不存在亦无法期望某种能够提供兜底解决方案的公司治理模式。例如,一度因财团的完美设计而广受推崇的日本做法已几乎无法适应信息处理等新兴市场带来的挑战,而当美国的安然、世通等诸多旗舰公司前仆后继地暴露出巨大缺陷并从人们的视野中相继消逝之时,美国公司具备最佳治理模式的景象亦即荣光不再。正在迎头赶上那些国家或地区一度努力将发达经济体的公司治理制度或模式作为它们的标杆,但它们最终亦均绕不过一条根据各自的国别或地区差异而量体裁衣的公司治理之路。所有的情形均表明,即便一国或地区之内的相关公司治理情境与该国或地区的国际义务交错混杂,该国或地区公司治理制度或模式变革的动力亦须极大地依赖于基于该国或地区之内公司治理环境的内生诉求。

参考文献

- [1] KOLE S, LEHN K. Deregulation, the evolution of corporate governance structure and survival[J]. American Economic Review, 1997, 87(2): 421-425.
- [2] COFFEE J C JR. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications[J]. Northwestern Law Review, 1999, 93(3): 641-707.

- [3] GILSON R J. Globalizing corporate governance: convergence of form or function[J]. *American Journal of Comparative Law*, 2001, 49(2): 329-357.
- [4] HANSMANN H B, KRAAKMAN R H. The end of history for corporate law[J]. *Georgetown Law Journal*, 2001, 89(2): 439-468.
- [5] SCHMIDT R H, SPINDLER G. Path dependence, corporate governance and complementarity[J]. *International Finance*, 2002, 5(3): 311-333.
- [6] CHEFFINS B R. Corporate law and ownership structure: a Darwinian link? [J]. *University of New South Wales Law Journal*, 2002, 25(2): 346-378.
- [7] BRAENDLE U C, NOLL J. On the convergence of national corporate governance systems: a note on Braendle and Noll[J]. *Journal of Interdisciplinary Economics*, 2006, 17(1): 83-98.
- [8] 李明辉. 公司治理趋同理论中的经济达尔文主义批判[J]. *江海学刊*, 2007(3): 83-88.
- [9] ROE M J. Commentary: chaos and evolution in law and economics[J]. *Harvard Law Review*, 1996, 109(3): 641-668.
- [10] BEBCHUK L A, ROE M J. A Theory of path dependence in corporate ownership and governance[J]. *Stanford Law Review*, 1999, 52(1): 127-170.
- [11] 曹富国. 比较公司治理: 趋同论及其批判[J]. *国外社会科学*, 2007(1): 38-41.
- [12] 青木昌彦, 钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构: 内部人控制和银行的作用[M]. 北京: 中国经济出版社, 1995: 4.
- [13] RU BACH M J, SEBORA T C. Comparative corporate governance: competitive implication of an emerging convergence[J]. *Journal of World Business*, 1998, 33(2): 167-184.
- [14] 陈国进. 日本金融制度变迁的路径依赖和适应效率[J]. *金融研究*, 2001(12): 83-89.
- [15] 刘汉民. 所有制、制度环境与公司治理效率[J]. *经济研究*, 2002(6): 63-68.
- [16] COFFEE J C JR. Convergence and its critics: what are the preconditions to the separation of ownership and control[Z]. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 179*, 2000.
- [17] KHANNA T, KOGAN J, PALEPU K. Globalization and similarities in corporate governance: a cross country analysis[Z]. *Harvard University Strategy Unit Working Paper No. 02-041*, 2002.
- [18] 李明辉. 公司治理全球趋同研究[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2006: 24.

Research Review on Convergence of Corporate Governance

Yan Ruosen

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: This paper combines and makes brief comments on current researches on the competitive hypothesis, political hypothesis, path dependent hypothesis of convergence of corporate governance, as well as the formal convergence, functional convergence, legal convergence and factual convergence of corporate governance. It points out, a specific institution or pattern of corporate governance is the best one, if it could solve the problems about governance effectively. So it doesn't have to make institutional reform according to other corporate governance model. What's more, one country or place's motivation of corporate governance institution or pattern reform depends on its endogenous appeal of corporate governance environment, although its corporate governance situation mixes up with its international obligation.

Key words: convergence of corporate governance; corporate governance environment; difference of corporate governance

(上接第 89 页)

Study on Non-symmetry and Leverage Effect of China's Stock Market Volatility

Zhu Dong Yang¹, Yang Yong²

(1. School of Economics, Lanzhou University, Lanzhou 730000, China;

2. School of Economics Management, Shanghai University, Shanghai 200444, China)

Abstract: This paper uses the sample data about the daily stock return and the fluctuation ratio in the period from January 4, 2006 to December 31, 2008, and establishes the GARCH model, AGARCH model and EGARCH model to study the non-symmetry and the leverage effect of China's stock market volatility in great bull and bear market rotation process. The result indicates that China's stock market volatility shows significant long memory, non-symmetry and leverage effect during the bull and bear markets, and there are imbalance reaction in response to the good and bad information. A phenomenon that the strong stock market will be stronger and the weak will be weaker is appeared in China's stock market. Finally, it analyzes these conclusions from the following perspectives: the psychological expectation of investor, over reaction and lack of response, the composition of investor, the trading mechanism and so on.

Key words: stock market; non-symmetry; leverage effect; ARM-EGARCH model