

反思法律移植模式下的资本市场 创新机制

——以“中概股”丑闻背后的公司治理问题为例
张文婷* 史广龙**

摘要:“中概股”丑闻暴露了中国上市公司治理的深层次问题。当前中国资本市场的问题,相当程度上既是公司治理问题的一种反映,也会通过资本市场传导到公司治理层面。中国资本市场法律规则的完善,应该在系统性思维的主导之下,将制度的完善建构在目前上市公司股权集中的格局之上。忽略上述因素,以创新之名,频繁移植国外制度,不但很可能失效并且增加市场参与者的负担,更有可能产生新的问题。

关键词:“中概股” 上市公司治理 法律移植 资本市场

中国资本市场的发展从某种意义上说是一个不断重复的制度移植的过程,但资本市场的法律移植存在“片段化”和“非系统化”,导致制度之间的衔接与体系并未完全形成。资本市场的参与者为

* 上海市第一中级人民法院民六庭,助理审判员。

** 苏黎世大学博士生。

绕过规制过度的监管领域,往往通过“创新”交易模式,以不触及政策底线的方式进入规制不足的监管领域,导致整个资本市场乱象不断。大范围的“中概股”丑闻就在一定程度上反映了资本市场在公司治理领域的体系性硬伤。

一、公司丑闻的背后:“中概股”造假与“绿大地丑闻”

新东方并不是第一家也不会是最后一家,在受到美国证券交易委员会调查,遭遇股东集团诉讼的同时,被投资者做空的“中概股”。由专攻“中概股”的美国做空研究机构浑水研究公司(Muddy Waters Research)以及其他做空者发起的,针对主营业务在中国大陆的美国上市公司在财务等重要信息造假的系列做空正在不断上演。从东方纸业(ONP)、绿诺科技(RINO)、多元环球水务(DGW)、中国高速传媒(CCME)到嘉汉林业(Sino-Forest),受到攻击的“中概股”无不应声倒下,或者股价大跌。美国资本市场对以协议控制(“VIE”)方式^①规避中国行政审核,对绕道上市的“中概股”信心跌入低谷。一般意义上的股权是集中了收益权与管理权的权利结构。协议控制能够将受到中国法律投资准入监管和控制的企业的收益权与管理权,以协议形式概括性地最终转移到境外的上市公司。协议控制实现了形式上不转移所有权,但是实际上转移所有权上所有或者绝大多数权利的目标。从这个意义上说,美国上市的“中概股”就权利层面而言,与中国本土直接在美国上市的股票,乃至美国上市的本土公司股票并无实质差别。三者都受到美国上市公司相关规定的管辖和制约。

十多年前,安然事件引爆的财务欺诈和公司破产,暴露出了美国上市公司存在严重的公司治理和监管问题。美国通过引入“萨班斯—奥克斯利法案”(Sarbanes-Oxley Act),努力提高审计公司的独立性,改

^① 全称为 Variable Interest Entities,又译为“可变利益实体”。典型的协议控制方式为,境外注册的上市实体与境内的业务运营实体形式上相分离,不存在直接或间接的控股关系,境外的上市实体通过设在境内的外商独资企业以协议的方式控制境内的业务实体。

善财务信息披露制度,增强证券监管法律的实效。^②上述制度上的调整,试图以高昂的代价提高美国上市公司整体的治理和监管力度,但就“中概股”引发的系列造假案来说,实效却并不明显。如果以中国制度背景为基础,反观近年来我国上市公司治理与证券法律监管向美国制度靠拢的明显趋势,将“中概股”作为一种监管实测对象,美国公司治理与监管制度似乎并不能有效抑制上市公司的不诚信行为。即使不考虑法律移植成本,全面引进美国上市公司和证券监管制度体系,中国上市公司依然可能像已经暴露出问题的以及即将暴露出问题的“中概股”系列造假案一样,存在财务信息造假问题。中国资本市场上的长期顽疾,似乎并不是通过简单的制度引进和吸收就能化解的。

实际上,一方面,中国的上市公司和证券监管法律已经移植了大量的美式制度,包括设立独立董事,^③增强会计师事务所的独立性^④和强制审计。^⑤但是另一方面,中国上市公司信息披露缺乏真实性、准确性、完整性和及时性的问题一直并未得到有效解决。美国上市“中概股”窝案由于做空机制的存在而为金融机构揭发财务造假行为提供了激励机制。在中国目前证券法律格局之下,财务造假者由于受到的惩罚有限,除监管部门之外,第三方没有动力调查和揭发造假行为。和美国上市的“中概股”相比,本土中国上市企业信息披露造假问题有可能更普遍和更严重。“绿大地”在通过虚构交易业务、虚增资产、虚增收入进行系统性造假后,达到上市门槛,在通过了监管层审查后成功上市,并在上市之后持续造假,直至被当地证券监管部门察觉而案发,整个案件非常典型地暴露出了当前国内上市公司信息披露方面的突出问题。“绿大地”财务信息造假被揭发之后,并未受到法律的严惩,也在一定程度上为后续造假者冒险闯关提供了参照的范本。回归到公司治

② Gary M. Brown, *Changing Models in Corporate Governance - Implication of the US Sarbanes - Oxley Act*, in Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch, Harald Baum, Hideki Kanda (ed.), *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, pp. 141 - 162.

③ 《公司法》第 123 条。

④ 《公司法》第 170 条。

⑤ 《公司法》第 165 条。

理层面,“绿大地丑闻”的出现昭示出了中国目前公司治理制度的系统性失灵。现有制度很难有效约束上市公司的不诚信行为。

近期多次遭受美国做空机构指责的分众传媒(FMCN)在2012年8月中旬作出了私有化退市的决定。实际上,2012年上半年就已经有19家中国企业在美国退市。^⑥分众传媒公开解释的退市原因为,美国资本市场对其股票估值过低,其试图在私有化后重新上市。^⑦如果将国内已经加强对通过协议控制实现外资间接进入限制或者禁止的投资领域的监管,限制相关中国企业在海外上市考虑进来,则这些在美国退市的“中概股”如果想重新登录美国股市,可能遇到国内极大的监管障碍。对于这些公司来说,可以选择的途径很可能是在美国退市后,准备在中国国内上市。目前中国公司上市门槛尚高,短期内这些退市“中概股”若想完成国内上市流程,尚需重新进行准备,在此过程中要向金融、会计和法律中介机构支付大量的费用;更为重要的是,国内股市目前估值并不高,这些已经在美国资本市场属于“带病”公司的股票回归国内市场,也未必会获得投资者的强烈追捧。对于“中概股”回归现象,一个非常可能又比较合理的解释是“中概股”因为美国资本市场对信息披露造假问题提供了强有力的法律制裁手段,意识到如果提早退市,并转入国内可以规避类似惩罚机制。中国目前尚不成熟的上市公司治理结构,为“中概股”大胆回归并避免被惩罚提供了可能。

二、南辕北辙的嫁接模式:“洋为中用”的本土化困境

伴随着产业革命,现代公司制度诞生并逐步传播开来。现代中国商业公司以及中国公司制度本身的起伏,并非沿着传统的西方公司制度的发展轨迹,逐步发展到上市公司所有权分散的阶段:公司由具有企业家精神的第一代创业者缔造,随后股权逐步为多人控制,并最终形成

^⑥ 张枕河:“分众传媒欲私有化,中概股公司退市恐愈演愈烈”,载《中国证券报》2012年8月15日版。

^⑦ 朱熹妍、万晓晓、杨阳、李娟:“分众传媒私有化全解构”,载《经济观察报》2012年8月18日版。

股权相对分散的上市公司所有权结构。尽管中国在晚清就已经引入了公司制度,并提供了当时主流的公司模型,但是由于一些客观原因,当代中国商业社会的发展仅仅经历了三十多年。我们尚处在公司所有权沿革的初始阶段:第一代创业者及其家族控制了多数中国私营企业,而大型国有企业的主要控制权依然掌握在政府手中。从现有资料出发,我们也不能得出中国商业公司存在——如同 Berle 和 Means 于 1932 在《现代公司和私有产权》一书中提出的——现代公司所有权和经营权分离的问题,至少这一问题并未明显到需要加以特殊对待。在国美董事会控制权之争中,深陷牢狱的大股东依然能够利用其投票权驱逐管理层。雷士照明控制权争夺战,则从另外一个视角阐释了公司创始人对已经脱离其控股优势企业的操控力。无论是基础数据还是案例研究都很难支撑中国企业已经出现明显的所有权与控制权分离的现象。

然而,所有权与经营权的分离,正是当代公司治理问题研究并试图加以解决的核心问题。公司股东作为公司实质意义上的所有者并不具体负责公司的经营,而掌握公司经营权的经理却又不拥有与其经营权等量的公司股份,由于两者的利益取向并不完全一致,由此产生了公司股东与管理人员的代理问题。^⑧近年来,美国爆发出的公司丑闻,也在另一个方面激发了股东与经理层利益冲突在学术研究和立法层面上的探讨。受这一思潮和中国面对的现实问题的影响,中国公司证券法律的修订和完善也在公司治理层面更为广泛地展开,立法者试图进一步强化股东权利,约束或者限制公司管理人员的机会主义行为。中国公司法律体系与公司治理模式具有混合型的体系特点,一方面历史上借鉴了大量以德国法为模板的公司体系,另一方面也在具体制度设计上进行了变动。但是就公司法学研究 with 立法趋势倾向性来说,引介美国法的若干公司制度已经获得了某种不经批判的潜在共识。由此,中国(上市)公司治理逐渐并且更加明显地暴露出了立法与现实的割据,一方面是公司股权结构相对集中并未有显著变化,另一方面却是更多地引入限制公司管理层权力的公司制度,两者相互融合的结果是大股东

^⑧ Jensen, M. and W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976, Mar. , pp. 305 - 360.

实质控制权并没有削弱反而加强,公司治理问题的疏漏和不足不仅没有得到补足,反而更加集中地暴露出来。

三、中国公司治理机制存在制度性失灵

公司治理问题几乎涉及了公司运营过程中与法律直接相关的方方面面,对公司治理制度进行系统性的评价并不容易。如果将问题的着眼点并不放在对所有具体的案件纠纷的评估上,而是放在对若干主要公司治理制度进行评价时,问题就会相应简化。在此情况下,我们无须回答公司制度在运行过程中是否各方面均发挥充分的作用,仅需要回答公司制度的设计是否实现了其初衷。公司作为商业化组织,各项公司制度的设计必然在实施过程中存在一定的成本。公司除了要为其雇员支付薪金外,尚需承担整个公司法律框架的运营成本。由于公司治理层面的若干重要机关由公司法律强制性规定,在上市公司治理层面,受到的束缚更多。由此,无效的强制性制度要求,不仅不能给公司带来有益的增值,更可能损害公司及其股东的利益。

一是独立董事没有独立性。设立独立董事是上市公司特别组织规定的必要部分。^⑨在公司法正式引入独立董事制度前,无论是法学界还是经济学界都极力推动将这一制度纳入中国的上市公司治理框架,并认为这是解决中国上市公司长期治理困局的关键。然而,从实效上看,独立董事制度并未发挥其应有的功效。在现行体制下,上市公司董事会成员至少应有三分之一应由独立董事构成。^⑩从制度设计角度上说,监管层希望独立董事独立履行职责,不受上市公司实际控制人和其他利益群体的影响,并保证充足的时间和精力履行职责。然而在目前的法律框架下,上市公司股权相对集中,累计投票制并不能改变独立董事的任免权实际上依然在大股东手中。在这样的格局下,期待独立董事维护小股东权益,监督管理层,限制大股东,实际上等于希望独立董事在

^⑨ 《公司法》第123条。

^⑩ 详见《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》。

没有充分制度性保障的条件下,违背自身利益——可能被免职或者难以续任——与公司的实际控制人抗衡。显然,对独立董事来说,更现实的选择必然是与大股东结盟,维护其在公司的地位,并以此获得稳定的酬金。试图通过独立董事限制公司大股东通过关联交易输送利益并不现实。相反,由于重大关联交易必须通过独立董事审核,大股东更倾向于选择容易操控的独立董事。此外,实际控制人通过影响独立董事决策,能够使得关联交易获得通过。即使在涉及公司经营问题的董事会会议上,大股东也可以通过控制独立董事增加其在公司决策机构的影响力。

针对上述问题,有论者认为,增加独立董事的薪酬可以提高其独立性,更好地履行监督公司实际控制人输送利益的职责。然而,如果独立董事的任免实际上是由大股东操纵,则增加独立董事收入可能增强而不是降低独立董事与大股东之间的依赖关系。实际结果可能是薪酬的增加与独立性的降低成正比。也有人认为,应该增加独立董事在董事会中的比重,以此增加独立董事通过联合行为限制大股东操纵董事会决议的可能性。但是,独立董事并非全职参与公司的运营,独立董事数量的增加除了需要考虑约束大股东外,更要考虑对公司业绩的影响,过多的独立董事参与可能影响公司的决策效果。即便增加独立董事并不会影响公司业绩,大股东依然可以通过对选举结果的实际控制力加大而不是减少自己在关联交易方面的发言权。由此,有学者进一步提出,适当增加小股东在选任独立董事方面的发言权,但是这一设想不具有可操作性。在目前同股同权的基本制度架构下,想在累计投票制基础上走得更远并不现实,并且立论者必须回答,违背权利平等原则,对大股东投票权进行歧视性限制的合法性问题。

二是监事会沦为橡皮图章。与独立董事趋向于个体的功能不同,监事会是以公司机关的方式履行监督职责。监事会的权力包括检查公司财务,监督董事、高级管理人员执行公司职务的行为等。^⑪制度设计者期待监事会能够以独立监管者的角色守护股东利益,监督管理层的经营活动,并限制大股东攫取公司利益。然而,与至少零星存在个别独

^⑪ 《公司法》第54条。

立董事公开挑战控股股东权威比较起来,监事会在中国上市公司治理层面更显得监督乏力。一方面它不能阻挡大股东通过关联交易进行利益输送,另一方面它也难以切实监督董事会和公司管理层的运行。更为重要的是,监事会并没有发挥严格审核公司财务报告的职权。中国上市公司信息造假问题大量存在,实际上也非常明确地说明了监事会的制度失灵问题。至少从目前已有的案例来看,监事会很少能有效制约大股东或者公司管理层从事信息披露造假行为。

此外,在功能设置上监事会与独立董事之间存在重叠的空间。和独立董事具有通过投票决策上市公司重大事项不同,监事会及其成员并不直接参与公司管理,因而很难具有把握公司经营动向的第一手资料。尽管监事会成员可以列席董事会会议,但是所有信息的获得只能依赖于董事会的资料,监事会难以实现监督职能。更为重要的是,监事会绝大多数成员的产生及续任严重依赖于大股东的决定,法律规定监事会发现公司异常可以自行或借助于第三方审计机构进行调查,但是在现实操作中并不现实。在上市公司的治理结构中,监事会虽然因法律强制性要求而必须设立,实际上其地位并不及具有公司决策层面投票权的独立董事。如果将独立董事制度理解为一种已经严重削弱的防范大股东机会主义行为的法律机制的话,上市公司的监事会实际上发挥的仅仅是橡皮图章的功能。很难想象,这样一个权力虚弱并且极度边缘化的公司机关能够起到应有的作用。

三是职工代表难代表职工。上市公司监事会成员至少三分之一必须由职工代表构成。公司职工参与上市公司的内部治理并非中国的独创,但是这一制度却与中国的经济体制达到了某种程度的融洽关系。在实践当中,职工代表在上市公司治理中的作用并不明显。中国尚处在买方主导的劳动力市场。在此种格局中,公司职工不仅受到企业内部职工之间的竞争压力,同时也必须面对公司外部潜在的职业竞争者。公司的管理层在选任和解雇职工上拥有更大的话语权。此外,虽然劳动法在一定程度上提高了用工关系的稳定性,但是另一方面也必须面对经济下行情况下,公司不得不解雇部分员工的客观现实,更为主要的是上市公司可以通过诸如劳务派遣等方式规避劳动法的适用。此外,公司职工代表由公司职工代表大会选举产生。由于公司职工代表大会

的成员均是公司雇员,作为一个机关它也不具备与公司管理层或者大股东进行抗争的能力。无论是劳工保护的法律制度还是职工代表大会制度都无法为公司职工监事提供履行职责任的充分后援保障。

鉴于企业职工与由大股东控制的上市公司之间存在谈判地位的天然不平等,不可能期待参与公司监事会的职工代表公然反对公司实际控制人的利益输送行为或者制止公司财务信息造假。对于职工代表监事来说,一个更为可能和现实的选择就是沉默并尽量保存自己在公司的工作岗位,甚至在一定情况下,可以与大股东结盟分享其机会主义行为可能获得的利益。更为重要的是,职工监事会成员的行为并不必然与公司职工利益一致。除了以全体职工之名谋取个人利益外,职工监事作用的发挥还可能受到其专业知识和信息来源方面的影响。职工代表虽然具有其所从事生产领域的专业知识,但是毕竟不处于公司的管理层,对公司的宏观财务情况以及其他信息难以有准确的把握,不能及时发现公司财务信息造假。而且,受到专业知识领域的限制,职工代表也难以胜任监督已经高度专业化的现代企业运行的职责。与其他监事会成员比较起来,职工监事遇到的管理层和实际控制人的压力更大,而其专业素养则可能更低。

四、资本市场乱象背后的公司治理逻辑

中国上市公司治理功能主义失灵对资本市场的法律秩序产生了严重的负面影响。在某种程度上甚至可以说,上市公司的治理问题直接导致或者至少是间接促成了当前资本市场的各种乱象。上市公司是整个资本市场交易的核心,所有市场参与者的赢利或者亏损都与上市公司股票估值有紧密的联系。一旦上市公司治理机制存在失控,市场参与者便会比较轻易地通过影响上市公司从事机会主义行为。整个资本市场乱象的背后,是我国尚不成熟的上市公司治理机制下,机会主义行为泛滥与制度性约束乏力并行的现状。

一是上市公司虚假陈述误导投资者。中国上市公司财务和其他重要信息失真的现象始终存在。然而,中国上市公司虚假陈述误导投资

者与美国上市公司丑闻在形成机制上却存在实质意义上的重大差别。美国股权分散的大型上市公司往往为管理层所控制,由于股权期权等激励机制的存在,管理层对公司业绩极度关注,可能通过隐藏不利财务信息或者干脆造假的方式,控制不利信息的传播,虚构业绩,保持公司股价处于高位。以“安然事件”为例,公司管理层就是通过海外独资公司掩盖上市公司的真实财务信息,同时也参与了多次内幕交易。相比较而言,中国的上市公司信息造假问题则更为隐蔽和难以发现;上市公司一方面为大股东所控制,另一方面大股东又往往占据董事会多数席位,并进入管理层直接参与经营活动;大股东持股比例高,相对于因股权或期权激励机制而持有公司股份的管理层而言,其个人财富受公司市值影响更大,因此具有更为直接的动力隐藏不利信息,炮制财务报表,维持公司的虚假业绩。同时,由于大股东往往可以左右公司的董事会决议,并全面控制管理层的经营活动,对公司的内控机制有更加灵活的处置空间,无论是独立董事、监事会、职工代表都难以充分发挥监督上市公司实际控制人的功能。

二是中介机构缺乏诚信“外贼难防”。与上市公司财务造假往往由实际控制人直接或者幕后操纵不同,公司上市信息造假问题则往往由控股股东与中介机构团队合作,密切配合,进而取得上市机会并高价发售股票。资本市场上中介机构的基本定位是通过专业化的服务,维护整个资本市场良好运行的基本秩序。与公司上市直接紧密相关的中介机构包括证券公司、会计师事务所与律师事务所。在此,仅以在上述机构任职并且直接参与公司上市的保荐人、会计师和律师为例来说明中介机构缺乏诚信背后的公司治理问题。在目前先满足任职经验后通过考试的保荐人产生模式下,保荐人资格具有稀缺性。为此,券商只能以比较高的市场价格雇佣满足条件的保荐人任职以便开展公司上市业务。在整个公司上市流程中,保荐人与券商在上市前担任辅导机构、在上市中承担保荐职责,在股票发行过程中同时也担任了承销机构,而在上述流程运行过程中,券商都能够从(拟)上市公司处获取大量收益。为了获取项目,并且保证获得整个流程更多的收益,保荐人一般不会轻易走到拟上市公司的对立面,在一定情况下甚至可能指导目标公司如何粉饰信息以便通过证监会发审。类似地,会计师与律师同样受雇于

公司,提供的咨询服务及其收益维系均受制于目标上市公司。由于大股东对公司事务具有直接或间接的影响能力,可以通过利益刺激,或者通过替换咨询机构,控制和影响中介机构履行法定职责。

三是机构投资者并未发挥引导功能。长期以来,机构投资者一直被认为是提高中国资本市场稳定性的关键。和普通投资者相比,机构投资者调配大量资金,可以通过多样化的投资组合分散风险,保持相对稳定的收益。同时,由于投资周期可以相对较长,市场短期波动未必会对投资策略产生根本性影响,也不至于因资金压力而短时间内大量抛售股票。然而,自大力培养机构投资者以来,中国资本市场的波动强烈的特点并未得到根本的改善。于是,有越来越多的人认为,应该进一步扩大机构投资者在资本市场的持股比例。事实上,提升机构投资者的份额很难明显改善中国资本市场的治理。机构投资者为了规避一定的市场风险,其投资组合必然具有一定的多样性,单只股票的投资比重一般不会过高。这就导致了机构投资者在上市公司的持股比重难以占有压倒性的优势,相对于上市公司的创始人或者控股股东来说,往往处于相对弱的地位。期待机构投资者在英美股权分散的上市公司中发挥积极投资者的功能,在中国股权集中的上市公司中并不可行。以雷士照明为例,即使风险投资人占有上市公司的相当大比重的投票权,尚无法从根本上控制公司创始人对上市公司的影响力,更何况持股比例更低的基金公司和保险公司。更多的时候,机构投资者倾向于与上市公司控股股东保持紧密的联系,甚至丧失专业性和诚信底线,恶意炒作上市公司题材,“资本编故事、企业造业绩、机构恶炒作”的老套路不断在中国资本市场重复上演。在目前上市公司股权结构下,试图通过机构投资者的“积极主义”行为改善中国资本市场的乱象,往往只能适得其反。

四是中小投资者“非理性”行为泛滥。在中国资本市场诞生之初,投资者群体便是以中小投资者为主体的“散户”。资本市场逐渐发展壮大,机构投资者的持股份额有所上升,中小投资者占据更大的比重却始终是不争的事实。长期以来,中小投资者也一直被视为盲目跟风,“追涨杀跌”,是导致中国股市频繁震荡的一个主要原因。由于中小投资者缺乏专业知识,容易听信各种市场传闻,而不是从公司基本面的角

度上作出投资判断,稍有风吹草动便会作出买入或者卖出的决定,难以成为关注上市公司成长的长期投资者。与“追涨杀跌”紧密相连的是中小投资者对市场信息反应过度,往往是“高位买入,低位卖出”股票,此外,频繁交易(贡献了约八成的股票市场交易金额)也增加了手续费支出,最终导致了多数“散户”长期亏损的结果。然而,这样的分析明显地忽略了一个事实:如果机构投资者比中小投资者自身投资更值得信赖并可以获得更好的收益,那么中小投资者没有理由不委托机构代为管理投资。然而,从机构投资者整体的业绩上说,很难说其比散户投资更好。以2011年为例,基金公司整体业绩不佳,有数据统计的主动管理的偏股基金平均回报率整体跑输大盘。^⑫如果考虑到投资者为基金公司支付的其他费用,则可以肯定在中国资本市场上,机构投资者很难用业绩证明其更优秀的投资表现。同时,如果以换手率计算,也很难得出机构投资者是长期投资者的结论,因为多数机构投资者平均持股期也往往不超过半年。在“炒新、炒小、炒差”的背后,是中小投资者在中国资本市场大股东控制上市公司环境下,不得不采取的一种短期投资策略。长期投资可能甚至不可避免地会受到大股东的压榨,短期投资则可以利用市场波动和题材炒作等机会,获取短期利润并清仓离场。

五、中国资本市场法律规则的完善

中国上市公司作为第一代企业家在资本市场初步融资的产物,必然在股权结构上保持了相当的集中度。我国公司治理制度设计上的失误根本上源于对资本市场乱象背后股权结构及利益相关者行为模式的误判。由于上市公司法律制度移植忽略了这些隐藏在法律制度背后却又深深地影响了并仍然在影响着各类制度实效的结构性因素,移植后的制度往往不仅没有改善公司治理,并且可能导致上市公司治理的进一步恶化,进而危及整个资本市场的健康发展。由于制度移植并没有

^⑫ 参见“2011年基金业绩全盘点:跑输大盘,偏股型基金平均亏25%”,载《证券日报》2011年12月30日版。

实质解决甚至没有显著缓解已经存在的治理问题,并且导致了一些新问题的出现,在偏重法律抑制这样的路径依赖之下,新法律的修订带来的往往并不是对不适宜制度本身的完善或者摒弃,而是引入更多的相关制度。然而,在法律移植后,上市公司需要对公司治理结构进行调整,以便适应新的制度性要求,为此,立法者必须考虑上市公司的合规成本。

大股东操纵公司运行,并不必然导致无效率的结果。事实上,与中小投资者相比,大股东持股期间更长,更可能关注公司的长远利益。无论是机构投资者,还是散户都不具有如此关注企业业绩的可能。由于大股东的存在,上市公司的管理层实际上处于被密切监督的情境之下,不太容易发生管理层侵占股东利益的情况(国有企业除外)。相反,如果股权结构分散,中小投资者往往在资金非常有限的个人账户上同时买入多家股票,也不太可能关注每个企业的运营和治理问题。尽管法律应该为小股东维权创造条件,但是在目前交易如此频繁的中国资本市场格局下,很难保证小股东会认真对待上述权利,并通过相关机制保证股权在公司运营过程中的实现。为此,那些试图强化小股东在公司治理结构中的权力,并认为这是解决中国当前上市公司治理问题,并附带性地缓解资本市场不满的做法并不现实。从法院受理案件的情况来看,绝大多数股权纠纷案件,都集中在非上市的有限责任公司或者股份有限公司,中小股东维权意识强烈的背后实际上是这些股东所持股份在其个人私有财产中所占比重较大,或者单个企业投资额较高。

中国资本市场的多数乱象,均与上市公司治理机制的制度性失效紧密相连。股份公司制度是资本市场形成的制度基石。尽管当代资本市场已经远远超出了早期制度设计者们通过发行股票为企业融资的功能设定,主流投资工具依然与公司股份保持着直接或者间接的紧密联系。在信息技术的推动下,资本市场参与者的利益——无论是投资者还是中介机构——与上市公司,不是更疏远,而是更紧密。上市公司的价值变动,会通过传导机制,短时间内对投资者的收益产生直接影响,同时市场中介机构无论受雇于何方,也必须以上市公司为其提供服务的分析对象。资本市场投资者无论是单独操作还是通过合谋,如果可以影响公司的运营,或者可以利用尚未公开的信息,则可以获得稳定的

收益。中介机构如果与其受雇方合谋,并对资本市场的其他投资者产生受雇方期待的影响,则可以从其受雇方获得稳定的收益。从这个角度上说,资本市场的多数不诚信行为,必然直接或者间接地与上市公司的运营与信息挂钩。

“中概股”暴露出了中国资本市场的深层次问题。当前中国资本市场的乱象,既是公司治理问题的一种反映,也会通过资本市场传导到公司治理层面。清理资本市场的诚信行为,既可以从上市公司着手,也可以从资本市场其他参与者的层面进行。但是,考虑到中国资本市场以个人投资者为主,数量庞大,释放和传导大量信息噪音,同时其操作不完全透明,存在微观监管困难、治理成本高昂的问题,规范资本市场应该从受到信息公开规则制约的上市公司着眼,从公司治理问题下手。中国资本市场发展的“瓶颈”不在于制度不足,而在于制度之间缺乏必要的协调。中国资本市场法律规则的完善,应该在系统性思维的主导之下,将制度的完善建构在目前上市公司股权集中格局之上。忽略上述因素,以创新之名,频繁移植国外制度,不但很可能失效并且增加市场参与者的负担,更有可能进一步加剧中国资本市场的乱象。