

【民商法研究】

交叉持股下公司治理的困境及出路

李晓春

(佛山科学技术学院 政法学院, 广东 佛山 528000)

【摘要】交叉持股是指公司之间相互持有对方的股份,继而相互成为对方股东的情形。它是公司所有权和控制权相分离的一种重要方式,容易形成终极所有者控制或经营者控制公司的结构。交叉持股公司可通过相互持有的股份之表决权的行使来控制公司的股东大会、排除公司的监督机制而形成“内部人”控制的局面,使得公司的内部监督机制和外部市场监督机制均处于失灵的状态;交叉持股还会导致虚增公司资本、滋生内幕交易、妨碍证券市场交易秩序等弊端,造成公司终极控制者或经营者与中小股东以及公司外部债权人之间严重的利益冲突。为应对交叉持股下公司治理的困境,我们应该合理限制公司交叉持有的股份之表决权,避免股东大会的形骸化;应加强信息披露,促进交叉持股的透明化;应强化董事责任,提升公司内部监控机制;并改变外部审计师的聘任机制,提高外部审计的独立性。

【关键词】交叉持股;所有权;控制权;公司治理

【中图分类号】D9 【文献标识码】A 【文章编号】1000-5072(2013)04-0069-10

交叉持股,又称相互持股,它是指公司之间相互持有对方的股份,继而相互成为对方股东的情形。公司间交叉持股是股东法人化的产物,纵观世界各国,日本、德国以及韩国企业之间的交叉持股较为普遍,其中,尤以日本企业的交叉持股最为典型。交叉持股作为日本公司所有权结构的重要特征,起始于 20 世纪 50 年代,形成于 60、70 年代,兴盛于 80 年代,20 世纪 90 年代后逐步解体,其中的兴衰成败值得我们反思。目前,我国企业之间的交叉持股也越来越普遍,但相应的立法却基本上处于空白状态。交叉持股对公司的治理结构会产生何种影响?交叉持股下形成的控制结构到底是有效的公司控制和合约治理机制还是增加了代理成本?文章将从交叉持股引发的所有权和控制权结构入

手,分析交叉持股对公司治理结构的影响并尝试着提出相应的解决思路。

一、缘起:交叉持股下公司的所有权和控制权结构

公司治理结构与公司所有权结构密切相关。可以说,公司所有权结构是公司治理机制的基础,它不仅影响着公司的股东结构、所有权集中程度、股东行使权利的方式,也会影响到公司治理模式以及公司的治理绩效。更进一步说,公司所有权结构不仅对公司治理的内部监督机制直接发生作用;同时,也会对公司外部治理机制产生间接作用^{[1]1-2}。公司所有权结构之所以在公司治理中具有如此重要的地位,是

【收稿日期】2012-11-16

【作者简介】李晓春(1974—),女,湖北京山人,佛山科学技术学院政法学院副教授,法学博士,英国斯坦福大学访问学者,主要从事民商法学研究。

【基金项目】教育部人文社会科学研究青年基金项目《公司交叉持股法律问题研究》(批准号:12YJC820056)。

因为所有权结构决定了所有权与控制权分配的比例关系,所有权结构不同会导致不同的委托代理问题。在所有权高度分散的公司,公司治理的主要问题是所有者与管理者的利益冲突,而在所有权高度集中、存在控股股东的公司里,主要的治理问题则是大股东对小股东的侵害和剥夺。Berle 和 Means 在其不朽著作《现代公司与私有财产》中对现代企业所有权与控制权分离程度进行了分析,他们指出“随着美国大型公司所有权的日益分散化,其控制权已经出现了新情况。在大多数大型公司中,控制者已不再是那些拥有主要股权的个人。更确切的说法,应该是居于统治地位的所有者已不复存在,控制权的维持在很大程度上已与所有权相分离。”^{[2]128}但有学者经过研究后发现,在大多数国家的大型公司里,基本的代理问题并不是 Berle 和 Means 指出的外部投资者和管理层之间的冲突,而是外部投资者与控制股东之间的冲突^{[3]737-783}。美国学者 Shleifer and Vishny 指出,即使是在最大型的美国公司里,仍然存在相当程度的所有权集中^{[4]461-488}。La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer 在《世界各国的所有权结构》一文中,对主要国家的大公司所有权结构进行调查和分析后发现:公司中只有很小的比例真正属于分散型的所有权结构类型。在大多数国家的大型公司特别是股东权利保护较差的国家里,即使是最大型的公司,也倾向于有控制股东。有时候,这些控制股东是国家,但更经常地情况是家族,通常是公司的创办者或其后代。而且,控制股东普遍拥有超过其现金流权的控制权。因此,这些公司也会存在所有权和控制权相分离的情况,但不是 Berle 和 Means 所指出的外部投资者和管理层之间的冲突,而是小股东和事实上处于管理层最顶端的控制股东之间的利益冲突,这些控制股东既有权力又有动机

剥夺小股东的利益^{[5]471-517}。美国麦肯锡公司台湾分公司的合伙人分析亚洲地区一些上市公司时,常发现有公司透过交叉持股的策略,出现实质所有权集中在一个最终所有权人手中的现象。因此,他认为,应对所有权结构的相关问题,包括交叉持股,以及如何让最终所有权人资讯透明化将是未来的公司治理重点^①。

交叉持股是使现金流权和控制权相分离的一种重要方式。交叉持股是你中有我,我中有你。这种结构的重要特征就是弱化所有者的权利,而强化控制者的权利。换句话说,就是实际控制人通过交叉持股的股权持有关系,削弱其他参股者的力量,进而对整个企业集团实现绝对控制^{[6]97}。交叉持股会形成少数股权控制结构(Controlling-minority structure),即拥有微不足道的股权却控制着整个公司^[7]。韩国历史上的财阀集团即是这样,一般来说,在韩国最大的30个财阀集团里,所有者及其亲属仅仅拥有大约10%的股份,超过30%的股份都是被财阀集团内的其他成员公司所拥有,然而,这些股份是他们彼此之间相互投资的。如A公司向B公司投资100万,B公司向C公司投资100万,C公司再向A公司投资100万。这100万并不能代表真正的资产,而仅仅是存在于账面上的纸质资产,然而,这纸质资产的作用却可以用于控制成员企业的股份^{[8]7}。公司的控制人通过交叉持股,就可以通过最初的少量资金控制更多的资产,虽然实际控制人出资的数量非常有限,但由于在每一条链上都出现控制权和现金流权的分离,他却能够牢牢地控制着整个集团企业。如在我国资本市场出现的“德隆系”也是如此^②。而且,通过交叉持股,使得公司的真正所有权结构被隐藏在间接关系下的复杂网络之中,我们只有层层追溯,才能确定

① 参见吉伯:《亚洲企业所有权集中公司治理难题》,载《经济日报》2002年11月28日第4版。转引自洪秀芳、陈贵端:《交叉持股对公司治理之影响》,载《财金论文专刊》2004年6月第1期,第63-83页。

② 德隆的创始人唐家兄弟以一家照片冲印社起家,通过在资本市场上的一系列并购,迅速形成了一个庞大的公司集团。它以新疆德隆公司为母公司,下面控制着以“湘火炬”、“合金投资”、“重庆实业”为核心的几个公司集团,而这些公司集团下面又有为数众多的子公司。这些公司间均具有错综复杂的交叉持股关系,有的是“直线型”交叉持股,有的是环状型交叉持股。唐家兄弟通过令人眼花缭乱的交叉持股,利用少量的资金控制了大大小小170多家企业。后来,由于自身巨额的债务负担,导致资金链断裂,庞大的“德隆系”轰然倒下。参见杜景良:《论公司的交叉持股及其法律规制》,中国政法大学2011年硕士学位论文,第16-18页。

公司的最终控制人及其持有的现金流权和控制权相分离的程度,也才能深刻理解公司所有权结构对公司治理的影响。有学者研究后发现,我国上市公司中普遍存在着隐性终极控制股东,他们通过交叉持股、金字塔结构等方式使其终极控制权与现金流量权产生偏离。而且所有权与控制权分离程度越大,公司绩效就越低,对于中小股东侵害程度就越大^[9]。另外,研究发现,不同类型的终极控制股东,对公司的侵占程度也有所不同。对于国有控股的上市公司,终极控制股东一般为国家或政府,他们更重视政策指标等的完成情况,控股股东可能为了政治因素等去侵占中小股东的利益。而非国有的上市公司,其终极控制股东一般为家族、个人或者集体等,他们有更强的意图侵占中小股东的利益^[10]。

交叉持股会形成终极所有者控制外,还会形成另一种形态的控制:经营者控制。但这种经营者控制并不是 Berle 和 Means 所指的建立在股份广泛分散基础上的经营者控制,而是建立在交叉持股基础上的法人控制。以日本为例,交叉持股在日本非常普遍,1991年3月底,日本法人股东为66%,个人股东为23.2%,法人股东化现象已经达到极端。法人股东化的主要方式是企业集团内的系列企业之间相互持股。^{[11]345}在法人相互持股的情况下,法人不可能基于自己的持股而完成支配行为,因为法人是一个组织体,不可能自己出席股东大会,行使表决权,所有这一切行为都必须是由自然人来完成。因此,这时就必须有代表法人的自然人,即公司的经营者来代表法人行使股东权利。公司经营者互相在对方公司的股东大会上行使表决权,如果所持股份能够充分控制对方公司的规模,那么双方经营者的地位互相取决于对方的意思。如果两方彼此都不信任对方了,那么任何一方也就失去了经营者的地位。因此,这种相互支配的关系必然导致相互的信任,双方经营者在连任问题上互相协力,所以就形成了立足于法人所有之上的经营者支配^{[12]44}。但这种控制结构,其根源并不是放在个人出资上,而是纯粹通过法人资本形成的经营者控制^{[11]346}。

我国国有企业之间的交叉持股,就极易形成经营者控制的局面。

二、困境:交叉持股下公司治理结构的异化

交叉持股下形成的控制结构到底是有效的公司控制和合约治理机制还是增加了代理成本,导致了经理层的自我选任,加剧了内部人控制问题,并损害了股东权益?学者们在对日本企业的交叉持股制度研究后得出了两种截然相反的观点。一种观点认为交叉持股制度通过赋予经理剩余索取权有利于加强对企业经理的激励。如 Kurasawa (1993)、Sheard (1994)、Lkeo (1994)等人的观点认为,日本企业的交叉持股与英美企业中的单向持股结构完全不同,日本企业通过调整所有权结构,将企业剩余索取权和控制权从股东手中转移到经理手中,建立了另一种类型的所有权结构和企业治理机制,经理可以免受股东机会主义行为的威胁^{[13]30}。而且通过将经理的薪酬与企业业绩相联系,提高了经理的激励,从而提高了企业的管理效率^{[13]31}。Berglof 和 Perottis 也认为,相互持股鼓励了成员企业之间的合作和相互监控,是一种有效的公司控制和合约治理机制^{[14]259-284}。然而,另一种观点则认为,企业交叉持股是一种参与企业的经理实施“串谋”的制度,参与企业的经理在这一制度内许诺均不向对方实施监督,这使得经理在没有约束的情况下行使其控制权,造成了对股东的严重机会主义行为,严重损害了股东的利益^{[13]35}。Hiroshi Osano 为了对交叉持股制度有一个合理的认识,建立了一个交叉持股的模型,通过研究,他发现交叉持股是一种含有报复机制的隐性契约,这一隐性契约的有效性取决于企业新发行用于交叉持股的股份比例是否超过一定的临界点,如果企业新发行的用于交叉持股的股份比例超过一个临界点,则交叉持股是有效的,否则,交叉持股是无效的^{[15]1047-1068}。事实上,对于交叉持股制度我们应客观地认识,它是一项利弊共存的制度,如果运用得当,会对经济的发展产生有利的影响;反

之,则会引发许多弊端。如交叉持股虽然使股权趋于稳定,但往往也会使其在公司治理问题上变成消极的“沉默股东”,形成内部人控制,甚至影响企业的信息透明度,诱发内部交易、财务造假等违法行为^[16]。日本企业的交叉持股制度曾经对经济的发展起到了巨大的推动作用,但随着企业之间交叉持股的泛滥甚至极端化,畸形地推升了企业股价的高涨,再加上日本金融管理当局宽松货币政策的推行,使得20世纪80年代中后期经济泡沫急剧膨胀,最终导致了90年代末日本泡沫经济的崩溃。这其中,日本的交叉持股对资本市场泡沫的形成起到了推波助澜的作用^[17]。甚至有人认为“法人相互持股是日本证券市场持续危机的根源”^[18]。日本泡沫经济的崩溃也给人们敲响了警钟,人们开始对交叉持股制度进行反思。目前,大部分学者认为交叉持股会引发公司治理结构扭曲、内部人控制等问题。

首先,交叉持股使得公司股东大会遭到内部人长期控制,中小股东利益难以得到保障。前已述及,交叉持股会导致两种形态下的控制结构,一种是经营者控制,另一种是终极所有者的控制。在终极所有者控制结构中,公司的控制者通过交叉持股之方式,借助表决权的行使让自己在股东大会上握有绝对的控制权。因我国公司法并未对交叉持股公司相互所持股份之表决权进行限制,公司的最终控制人往往通过公司集团内各公司间之交叉持股来稳固其对整个集团的控制权。事实上,很多家族企业一直以来都是通过交叉持股来保持其家族对公司的控制权。而交叉持股下形成的经营者控制有别于英美法系国家建立在股权极为分散基础上的经营者控制,这种形态下的经营者控制以日本的企业最为普遍。战后日本企业为了防止来自国内外的敌意兼并,企业间进行了交叉持股的稳定股东活动,这种企业间交叉持股的股权结构,使股东主权主义的公司制度监督流于形式,公司的股东大会、监事会等机构形同虚设,仅作

为一种象征而存在。因为公司持有他公司股份,其表决权是由公司的经营者代表行使,对相互持股的企业来说,最好的行动模式是不干预他公司的经营权,以换取他公司也不干预自己公司经营权之承诺^[19]^[20]。其结果是主要由法人股东组成的公司最高权力机关股东大会难以发挥作用,职能极度弱化,经营者则成为了企业决策的实际权力主体^[20]。不管在交叉持股状态下,形成的是上述哪一种形态的控制,均会导致一个共同的结果:即公司股东大会的意思形成离开了股东的普遍利益,只依据经营者或者控股股东的意志来形成,中小股东彻底沦为了公司的局外人,其权利和利益处于极易受到侵害的状态下。因此,在交叉持股下,如何有效防止作为内部人的终极控制股东或公司管理层对中小股东的掠夺和侵害,是公司治理不得不面对的问题。

其次,交叉持股使得公司内部监督机制形同虚设,监事会难以发挥作用。当公司经营者或控制股东掌控公司股东大会这一公司权力机关后,即可通过公司法赋予股东大会选举董事、监事的职权安排自己的家属或亲信进入到公司的管理层、监事会。更有甚者,在交叉持股的公司里,实行董事、监事的交叉任职,甲公司的董事任乙公司的监事,乙公司的董事任甲公司的监事,造成董事、监事彼此之间互相姑息、迁就,使得公司内部监督功能难以发挥作用。

第三,交叉持股会导致虚增资本的现象出现,使得公司控制人可以通过复杂的交叉持股关系掏空公司资产,损害外部债权人利益。交叉持股可以令企业的资金筹措更为灵活,但同时也会产生资本空洞化或资本虚增的负面结果。因为当公司之间相互交叉持股时,虽然实质上只有同一资金在公司间流动,但每经过一手,形式上各该公司的资本额就会有同样数额的增加^①。对此,日本著名学者奥村宏认为“这仅仅是一种交换股票纸片的游戏而已,而这种

① 如甲公司有10亿元资本,将其中6亿元投资设立乙公司,乙公司取得该资金后,再将该6亿元回投到甲公司,如此反复进行,最后两公司的资本额理论上可以高到无穷大,但实际上真正在期间流动的资金,只有甲公司最先拿出来的6亿元,这导致各该公司的资本额虚增及实质资本空洞化的结果。参见黄铭杰:《交叉持股VS. 公司监控》,载《台大法学论丛》2001年第1期,第215页。

做法是违反资本充实的原则的。”^{[12]74}。这使得公司登记的资本额成了没有实际资金的支持,而仅仅是一种纸面的股票而已,当公司无法清偿债务时,债权人是难以用虚增的资本来获得清偿的。而且,交叉持股的公司通常相互进行关联担保,以所拥有的他公司的股权作为质押,向银行借款,须不知,由于没有实际资金的支持,这些用于质押的股权其实际价值与其形式上的价值存在严重不对等,一旦借款人的资金链出现问题,往往整个交叉持股的关联企业顷刻间倒下,债权人的债权完全没有保障。再者,有些关联企业利用交叉持股关系,不法地进行资金转移,恶意掏空从属公司的财产,损害中小股东和债权人利益^{[21]153}。

第四,交叉持股极易滋生内幕交易,从而危害证券市场交易秩序。内幕交易是指内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。根据我国证券法的规定,公司的董事、监事、高级管理人员;持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员;公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员等均为公司的内幕人员^①。因此,在交叉持股中,各公司相对于他公司而言本身即处于一种内部人的地位,正如我国台湾学者黄铭杰教授所指出的,交叉持股制度存在本身,似乎就有成为内幕交易温床的疑虑。实务上,内幕交易的传言其背后也经常有交叉持股制度横跨其中^{[19]217}。内幕交易会危害证券市场正常的交易秩序,导致投资者对证券市场失去信心,严重影响证券市场功能的发挥。

第五,交叉持股还会增加公司收购的难度,导致公司控制权市场不能发挥作用。战后日本企业之间发展交叉持股制度,一个重要的动因即为抵制敌意收购。事实证明,在20世纪90年代前,日本的主要企业几乎没有出现过在公开市场被恶意收购的问题^[22]。Gilson和Roe(1993)、Morck和Nakamura(1999)的研究表

明,当被收购的目标公司涉及交叉持股时,收购成本相对比较高,说明交叉持股提高了管理层的自保能力,使管理层避免受外部市场控制因素(如敌意收购)的干扰^[23]。因为交叉持股的企业很少在市场上公开抛售其持有的法人稳定股东的股票,否则,对方企业也会这么做,这对双方均不利,因此,对彼此有利的做法就是选择稳定持股。这种稳定持股,使股票的流动性受到了限制,也使股价维持在较高水平,其他企业很难兼并成功,这会使经营者免受外部市场的约束,公司控制权市场也难以发挥作用。

三、出路:交叉持股下公司内外部治理机制功能的回归

交叉持股不仅使公司内部治理机制形同虚设,而且使公司外部市场机制失灵。因此,要解决交叉持股下公司治理结构的困境,必须让公司内外部治理机制回归其应有的功能。

(一)合理限制公司交叉持有的股份之表决权,避免股东大会的“形骸化”

我国现行公司法对交叉持股问题的规范基本处于空白状态,更谈不上对公司交叉持有的股份之表决权加以限制,导致现实中公司经营或终极所有者通过行使交叉持有的股份之表决权来有效地控制公司,真正出资的中小股东之表决权要么因交叉持股引发的虚增资本而遭稀释,要么被公司经营者代理行使,引发公司经营或终极所有者与中小股东之间的利益冲突,导致公司治理的难题。为解决这一难题,我们必须在立法上对公司交叉持有的股份之表决权做出限制,这其中涉及到三个关键问题:一是触发限制的持股比例起点为多少?二是限制交叉持股一方还是限制双方所持股份之表决权?三是对超过比例部分的股份权利进行限制还是限制全部股份之权利?

关于触发限制的持股比例起点,德国、日本

^① 参见我国《证券法》第74条。

规定的是四分之一^①，我国台湾地区规定的比例起点是三分之一^②，法国则为十分之一^③；我国公司法对于相互持有的股份之表决权限制的起点为多少才合适，学者们的意见不一：甘培忠教授认为确定为20%较为合适^[24]，左传卫博士认为对于上市公司与非上市公司应区别对待，上市公司之间的相互持股比例以10%为限，上市公司与非上市公司以及非上市公司之间的相互持股以50%为限，其中，对于相互持有的股份之表决权限制的起点可以借鉴德国的立法，定为25%，限制对象为持有超过持股比例一方的股权行使^[25]。笔者认为，交叉持有的股份表决权限制之比例起点不应过高，过高则起不到应有的规范作用，过低则会阻滞交叉持股原本应有的积极效能。同时，还应区别上市公司和非上市公司，对于上市公司而言，股权极为分散，持有其中一方股份达20%即有可能形成控股关系。因此，对于非上市公司之间的交叉持股，笔者认为结合税法认定关联关系的标准^④，可以将触发限制的股份比例起点定为20%；对于涉及到与上市公司之间的交叉持股，则对于持有上市公司股份一方其能行使表决权的比例可以定得更低，如不超过10%。关于是否限制交叉持股一方还是限制双方所持股份之表决权，德国、我国台湾地区、法国限制超过持股比例一方所持超额部分股份的表决权，若双方持股比例均超过，则双方均受限制。另外，德国、我国台湾地区、法国限制的是超过一定比例以上股

份之权利，不是限制全部股份的权利，而日本则是限制全部股份的表决权。对于我国立法而言，笔者认为如果双方所持股份均超过规定比例，则双方所持股份之表决权均需受限；但并不是对全部所持股份进行限制，而是仅限制超过比例的那部分股份的表决权。

另外，为防止母公司管理层利用子公司行使其所持母公司股份的表决权来巩固自己控制地位，还应对母子公司之间的交叉持股进行规制，并禁止子公司行使其所持母公司股份的表决权。对母子公司之间的交叉持股进行规制，应注意与公司取得自己股份的规范衔接。这是因为母公司通过转投资设立的子公司来取得自己股份，可以收到与取得自己股份相同的效果。母公司可以控制子公司，母公司自然可以利用子公司持有的自己股份行使表决权，来巩固母公司管理层的控制地位。因此，最好的办法是参照德国之立法规定，将子公司取得母公司股份视同为公司取得自己股份，适用相同的法律限制规定，原则上禁止子公司取得母公司股份，仅在母公司可以取得自己股份的情形下子公司方能取得^⑤，且子公司持有的母公司股份没有表决权。

（二）加强信息披露、促进交叉持股的透明化

加强对公司交叉持股的信息披露，让公司最终所有权人资讯透明化是公司治理的重点。首先，可以借鉴德国股份公司法 and 我国台湾地区公司法的做法，对公司之间的持股规定通知

① 德国《股份公司法》第328条规定，如果一公司与他公司为交叉持股的企业，则一公司对他公司所持有的股份，其股权的行使，不得超过他公司股份总额的25%。日本《公司法》（2006）第308条第1项规定，当一股份公司持有他公司全部具表决权股份1/4以上，以及依照法省之规定，以其他方式实质控制他公司经营管理者，该他公司所持有之此一公司股份无表决权。

② 我国台湾地区“公司法”第369条之10第1项规定，相互投资公司知有相互投资之事实者，其得行使之表决权，不得超过被投资公司已发行有表决权股份总数或资本总额之1/3。

③ 法国《公司法》第233-29条规定，一公司持有另一公司10%以上的股份时，该另一公司不得持有前者的股份。若一公司持有另一公司股份达到10%以上时，另一公司之前也持有前者的股份，则由持股份额较小的一方转让其投资，如相互投资的数额相等，则每一相互参股的公司均应减少在对方的投资，以使这种投资不超过对方公司资本的10%。在未转让期间，公司不得行使这些股份的表决权。参见罗结珍译：《法国公司法典（上）》，中国法制出版社2007年版，第340页。

④ 我国《特别纳税调整管理规程（试行）》第7条规定，关联关系主要是指企业与其他企业、组织或个人具有下列之一关系：相互间直接或间接持有其中一方的股份总和达到20%或以上；直接或间接同为第三方所持有股份达到20%或以上；间接持有股份按各层持股比例相乘计算，如一方对另一方持有股份超过50%的，按100%计算。

⑤ 我国《公司法》第143条规定，公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（1）减少公司注册资本；（2）与持有本公司股份的其他公司合并；（3）将股份奖励给本公司职工；（4）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。

义务和公告义务。德国《股份公司法》第21条规定:一旦一个公司拥有另一公司超过25%的股份,其即应毫不迟延地以书面方式向对方进行通知;受通知的公司应当在确认持股事实后立即予以公告。如果公司没有依照规定及时做出通知和公告的,则负有通知义务的公司所拥有的股份产生的权利,在其不履行通知义务期间不存在。我国台湾地区“公司法”第369-8条规定,公司持有他公司有表决权的股份或出资额超过1/3时,应在一个月内以书面形式通知该他公司。公司进行通知后,如果持股情况发生变动,低于1/3、超过1/2、或再低于1/2时,也应该在五天内以书面形式通知对方。接到通知的公司,应在五日内公告^①。故我们在完善公司法时也应规定公司之间持股的通知义务和公告义务,触发通知义务的起点,对于持有非上市公司股份,应与限制公司相互持有股份表决权的比例一致,定为20%;而对于持有上市公司股份的通知义务,则应按照我国证券法的规定,单独或合计持有一个上市公司已发行的股份达到5%时,就应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告。

其次,强化交叉持股上市公司的信息披露义务。对上市公司与他公司之间存在交叉持股情况的,应要求存在交叉持股的上市公司在会计报表附注中单独披露交叉持股的公司以及持股比例、剔除交叉持股影响前后的净利润以及可能的其他影响等^[26]。这样可以引导上市公司充分披露交叉持股的基本信息。而且还应建立上市公司交叉持股实时信息披露系统,使交叉持股会计信息披露由定期披露转为与实时披露相结合,使社会公众股股东可以随时了解公司的交叉持股情况,以便做出正确的投资决策。

第三,对于上市母公司与子公司之间交叉持股的,无论该子公司是否为上市公司,该子公司的财务信息、股权结构等信息披露义务,可以比照上市公司信息披露的规定办理。而且,该

子公司应于每会计年度终了时,制作与母公司之间的关系报告书,报告与母公司之间的法律行为、资金往来及损益情形。

第四,对于非上市公司之间的交叉持股情况,可以区别对待。由于我国证券法规定的信息披露义务并不及于非上市公司,故非上市的股份有限公司和有限责任公司公开披露的信息非常有限,其股权结构及财务信息透明度很低,外人一般很难知晓其内幕。现实中,很多交叉持股的企业并不是上市公司,而是上市公司与非上市公司以及非上市公司之间的交叉持股,导致监管的难度。以台湾力霸企业集团事件为例,由于力霸集团内部的亚太固网及王又曾家族用来交叉持股的68家小公司均为非公开发行的小公司,依法不须公布完整的财务信息和接受会计师的审核,因此形成公权力监控上的盲点。力霸集团即小公司之间互相持股所交织而成的复杂网络使得王又曾家族可以轻易地摆脱集团内部监督机制及市场力量的制衡,甚至连为投资大众把关的会计师也为其所用,参与其掏空资产的计划,使得投资大众遭受巨大损失^{[27][81]}。因此,笔者认为,加强信息披露不仅仅针对上市公司,非上市公司也应适用。但应予以适当区别。对于交叉持股网络过于复杂的关联企业,应作为一种异常情况考察,各公司应就交叉持股、财务信息、关联交易等情况进行披露,并需有相应的部门定期进行审计。对于交叉持股结构简单,且资本额较少的公司,可以豁免其信息披露义务。

(三)强化董事责任、并提升监事会的监督作用

上述不论是限制相互持股公司所持股份的表决权,还是限制子公司所持母公司股份的表决权,均能改善交叉持股所引发之操纵股东会、排除公司监控机制及破坏股东平等原则等弊端,虽能起到相当程度的改善效果,但仍不足以杜绝弊端^{[28][80]}。因此,我们仍需借助公司内部的监控机制,充分发挥其功能,以起到制约作用。

^① 参见我国台湾地区“公司法”第369条之8第4项。

首先,应规定董事应承担的民事赔偿责任和行政、刑事责任。因为从董事会内部来说,要求董事会内部自行监督较为困难,因此,法律必须强化董事的忠实义务、勤勉义务,以及规定董事违反义务和法律所应承担的责任。如在子公司违法取得母公司股份形成母子公司交叉持股的情形下,应要求子公司的董事承担相应的责任。在德国,若公司违法取得自己股份(包含子公司违法取得母公司股份),董事应承担民事赔偿责任^①。公司董事会成员除应承担民事赔偿责任外,还可能会被处以罚款或承担刑事责任。依德国《股份公司法》第 405 条第 1 款第 4 项规定,作为董事会成员违反关于公司取得自己股份事由、持有数量、以及自己股份处分等规定时,将被处以五万马克以下的罚款。此外,依德国刑法,若公司的经营管理机关明显违反有关买回规定,以致发生损害,或对公司财务有损害可能时,具体行为人应负刑事责任^②。我国台湾地区 2000 年“公司法”对从属公司违法取得控制公司股份曾也规定了公司负责人应负的刑事责任,但在 2002 年修正公司法时,取消了刑事责任,仅保留了民事赔偿责任^③。笔者认为,在我国证券市场监管较为落后,投资者维权意思不强的情况下,仅仅只规定董事的民事赔偿责任是不够的,如果只规定董事的民事赔偿责任,在没有任何人提出索赔请求的情形下,就意味着董事不必承担责任,这显然是对董事违法行为的一种放纵。因此,笔者认为,在子公司违法取得母公司股份时,不但要规定董事应承担的民事赔偿责任,还应对董事规定相应的行政责任和刑事责任。当然,如果董事能够举证证明其是善意无过错的,且已经尽到了法律规定的

注意义务时,则可免除责任。另外,若子公司作出购买母公司股份决策时,是受母公司指示而为,则母公司负有责任的人也应承担相应责任。再者,若交叉持股的公司违反公司通知、公告等有关信息披露义务时,可以参照我国台湾地区“公司法”的规定^④,主管机关应处以一定的罚款。

其次,从监事会层面,应充分发挥监事会的监督职能,董事、监事不得交叉任职。为避免监事与董事之间相互姑息,应避免交叉持股公司之间董事、监事交叉任职的情形发生,应在立法中明确规定交叉持股的公司,其董事、监事、财务负责人等高级管理人员不得在对方公司任职。另外,为确保公司的监事会能真正独立发挥其监督功能,可以借鉴德国《股份公司法》的做法^⑤,通过立法规定股东大会选举监事人选时,公司交叉持有的股份不具有表决权,这样使监事的人选能够代表真正出资股东来监督公司的管理层。

当然,公司内部监督机制作用的发挥也离不开广大股东的监督作用。公司股东要充分行使法律赋予的知情权、诉讼权等权利,对公司经营者进行监督。股东知情权一般包括查阅权、质询权、检查人选任权与信息接收权^[29]。股东只有保持对公司信息的充分知情才能更好地行使股东权利,也才能对管理者进行有效地监督。股东积极行使权利对促进良好的公司治理结构非常重要。

(四)改变外部审计师的聘任机制,提高外部审计的独立性

公司的内部治理机制和外部治理机制要正常发挥作用,必须有真实可靠的会计信息为基

① 德国《股份公司法》第 93 条第 3 款第 3 项规定,若公司认购、购买、作为质押接收或收回公司自己股份违反股份法相关规定,则对此应负责任的董事对公司负损害赔偿赔偿责任。

② 参见德国《刑法》第 266 条。

③ 参见我国台湾地区“公司法”第 167 条第 5 项。

④ 我国台湾地区“公司法”第 369 条之 8 第 2 项规定:“公司负责人违反通知或公告之规定者,各处新台币六千元以上三万元以下罚款。主管机关并应责令限期办理;期满仍未办理者,得责令限期办理,并按次连续各处新台币九千元以上六万元以下罚款至办理为止”。

⑤ 德国《股份公司法》第 328 条第 2 款规定,在上市公司的股东大会上,知悉相互持股的企业不得行使其选举对方企业监事会成员的表决权。

础。如果会计信息失真,那么构建在错误和虚假的会计信息基础之上的内、外部治理机制必然会产生负面效用,严重者还将导致整个公司治理结构失灵^[30]。近年来发生的一系列公司的财务丑闻,从美国的安然破产,到乳制品行业的全球巨头帕玛拉特集团(Parmalat)解体并进入破产保护,到我国“德隆系”的轰然倒下,莫不与虚假的财务信息有关,这引发了人们对于会计和财务报告标准的深刻检讨,也引起了监管部门对公司审计工作的重视。在2002年国际审计师协会递交美国国会的建议书中指出,有效的公司治理建立在四个主要条件之上:董事会、管理层、内部审计师和外部审计师。内部审计和外部审计是公司治理的两大基石,也是减轻公司代理冲突的一种有效机制。在公司交叉持股下,极易导致公司终极控制股东或管理层与公司小股东以及公司债权人之间的利益冲突,因此,只有加强公司的内部审计和外部审计,才能为小股东和债权人提供真实、客观的财务信息,才能解决公司内部人与外部人之间的信息不对称问题。公司的内部审计部门相当于公司的内部稽核系统,其作为公司的常设监督部门,能够深入到公司内部,也有足够的时间和精力去检查监督其他部门、人员的业务活动,发现错误和舞弊行为的概率较大。所以,内部审计在一定条件下可以预防财务报告的虚假。但在交叉持股下,公司的内部控制人也可能控制了公司的内部审计部门,导致内部审计部门与管理者合谋,因此,对于交叉持股的公司,我们更应借助外部审计的监督力量。有学者通过实证研究表明,外部审计作为公司一种外部治理机制,能够有效抑制大股东资金占用,从而在一定程度上减轻大股东与中小股东之间的利益冲突,减轻对中小投资者的侵害^[31]。通过外部审计,公司的中小投资者和债权人可以获得真实可靠的财务信息,从而可以做出正确的投资判断。根据我国《公司法》第165条之规定,“公司应当在每一会计年度终了时编制财务会计报告,并依法经会计师事务所审计。”同时,为建立“以防范风险和控制舞弊为中心”的企业

内部控制规范体系,财政部、证监会、审计署、银监会、保监会五部委于2010年联合发布了《企业内部控制配套指引》,要求所有上市公司和非上市大中型企业,必须对本企业内部控制的有效性进行自我评价,披露年度自我评价报告,同时聘请会计师事务所对其财务报告内部控制的有效性进行审计,出具审计报告。注册会计师如果发现存在问题,应当提示投资者、债权人和其他利益相关者关注。可见,外部审计已经越来越成为公司外部监督机制的重要组成部分。

但在现行的审计师聘任机制下,审计师的选择权是由董事会直接行使的,而管理层通常并不愿意聘请高质量的审计师来监督自己。而且,由管理者聘用的审计师,其独立性也是存在问题的。研究表明,为企业提供服务的注册会计师,其独立性明显低于由股东选派并和管理者没有什么瓜葛的注册会计师。由投资者来选择注册会计师能降低注册会计师对独立性的违背,同时还能消除注册会计师的道德风险,进而基本消除了对独立性的违背^[32]。因此,为保证为公司提供审计服务的注册会计师的独立性,建议改变目前审计师的聘任机制,将聘任外部审计师作为股东大会的一项职权,由股东大会来决定选聘。同时,外部审计是否高效,是否能将公司存在的财务信息不实问题充分揭露出来,除了注册会计师具备较高的执业技能,保持较高的职业操守和较强的独立性外,还必须强化注册会计师的法律责任。注册会计师因故意或过失,出具虚假的、不真实的财务报告,给公司、投资者、债权人造成损失的,应负民事赔偿责任。高效的外部审计,必将有助于公司治理结构的改善,也将大大改观交叉持股下内部人控制公司的局面。

[参考文献]

- [1]曾皓. 上市公司所有权结构与公司治理研究[D]. 河海大学硕士学位论文,2006.
- [2](美)阿道夫 A. 伯利,加德纳 C. 米恩斯. 现代公司与私有财产[M]. 甘华鸣,等译. 北京:商务印书馆,2005.
- [3]Shleifer, Andrei, and Robert Vishny. A Survey of Corpo-

- rate Governance[J]. Journal of Finance, Vol. 52, 1997.
- [4] Shleifer, Andrei, and Robert Vishny. Large shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, Vol. 94, 1986.
- [5] La Porta, Lopez - De - Silanes, and Shleifer. Corporate Ownership around the World[J]. Journal of Finance, Vol. 2, 1999.
- [6] 高辉. 中国上市公司控制权及其流动性研究[M]. 重庆:西南财经大学出版社,2010.
- [7] 曲阳. 交叉持股的法经济学分析——以代理成本和法律规制为线索[J]. 证券市场导报,2009,(3).
- [8] Keun Lee. Corporate Governance and Growth in the Korean Chaebols: A Microeconomic Foundation for the 1997 Crisis[J]. Working Paper Series, Vol. 1, 2000.
- [9] 叶勇,刘波,黄雷. 终极控制权、现金流量权与企业价值——基于隐性终极控制权的中国上市公司治理实证研究[J]. 管理科学学报,2007,(4).
- [10] 陈晨蓓. 终极控制股东及其对中小股东利益侵占的研究[J]. 会计之友,2012,(8).
- [11] (韩)李哲松. 韩国公司法[M]. 吴日煊,译. 北京:中国政法大学出版社,2000.
- [12] (日)奥村宏. 股份制向何处去——法人资本主义的命运[M]. 张承耀,译. 北京:中国计划出版社,1996.
- [13] 高煜. 企业相互持股问题理论研究:内生性、效率、管制及对中国的启示[D]. 西北大学博士学位论文,2004.
- [14] Erik Berglof, Enrico Perottis. The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu[J]. Journal of Financial Economics. Vol. 36, 1994.
- [15] Hiroshi Osano. Intercorporate shareholdings and corporate control in the Japanese firm[J]. Journal of Banking & Finance, Vol. 20, 1996.
- [16] 彭兴庭. 奥林巴斯公司治理结构与财务丑闻关系分析[J]. 现代日本经济,2012,(5).
- [17] 裴桂芬,赵翠. 日本与德国交叉持股模式的演变及其影响[J]. 日本学刊,2012,(3).
- [18] 刘杰文. 法人相互持股:日本证券市场持续危机的根源[J]. 上海金融,2003,(5).
- [19] 黄铭杰. 交叉持股 VS. 公司监控[J]. 台大法学论丛,2001,(1).
- [20] 庞德良. 论日本法人相互持股制度与公司治理结构[J]. 世界经济,1998,(12).
- [21] 林宜男. 关系企业交叉持股之弊端研讨[J]. 台大法学论丛,2003,(2).
- [22] 苏剑. 论日本企业交叉持股的经验与教训[J]. 证券市场导报,2010,(3).
- [23] 储一昀. 交叉持股问题的文献综述及研究展望[J]. 上海立信会计学院学报,2007,(6).
- [24] 甘培忠. 论公司相互持股的法律问题[J]. 法制与社会发展,2002,(5).
- [25] 左传卫. 我国公司间相互持股的法律规制[J]. 法商研究,2011,(4).
- [26] 蒋学跃,向静. 交叉持股的法律规制路径选择与制度设计[J]. 证券市场导报,2009,(2).
- [27] 洪得凯. 交叉持股对公司治理机制之影响——以力霸集团企业事件为例[D]. 逢甲大学硕士论文,2010.
- [28] 洪秀芳,陈贵端. 交叉持股对公司治理之影响[J]. 财金论文专刊,2004,(1).
- [29] 李建伟. 股东知情权的层级结构及其展开——以八个国家、地区的立法比较研究为背景[J]. 暨南学报(哲学社会科学版),2012,(8).
- [30] 蔡文英. 独立审计、内部审计与公司治理[J]. 财会通讯,2009,(1).
- [31] 杜兴强,郭剑花,雷宇. 大股东资金占用、外部审计与公司治理[J]. 经济管理,2010,(1).
- [32] 龙小海,田存志,段万春. 公司治理与独立审计机制——一个二元分析框架[J]. 财政研究,2009,(6).
- [责任编辑 李晶晶 责任校对 王治国]