

美国董事会中心主义历史溯源及其对我国 《公司法》修改的启示

刘 晶

摘 要：以所有权与控制权分离为核心特质的董事会中心主义作为美国公众公司范式的公司治理形态，是美国经济发展和特殊政治国情下的产物，是美国各州公司法对经济政治发展的立法回应。19世纪末期，美国工业化和规模经济的高涨、深度流通证券市场的出现是董事会中心主义诞生的经济根源；在权利平等、权力分散的政治思想主导下，美国联邦政府通过弱化和分割机构股东，为董事会中心主义扫清了发展障碍；至此，董事会中心主义成为美国公众公司治理的商业现实。最后，美国各州公司法逐步进行了以“董事会中心主义”为内容的法律变革，其为商业实践的成果提供了合法化及正当化依据。与美国相比，我国正式的公司化治理始于经济体制转轨的特殊时期，公司法的早期发展是自上而下推进的，国有企业治理体系的改革、国家与国有资产关系的重新建构催生了我国首部《公司法》，并且形塑了股东会中心主义的公司权力分配格局。随着我国市场经济与证券市场的蓬勃发展，我国的上市公司迎来了所有权与控制权分离的外部环境，并且经历着董事会中心主义的实践变革，公司法所确立的公司治理结构必然需要回应公司组织与商事关系的发展变化，并遵循商事法律自下而上的变革规律。

关键词：董事会中心主义；股东会中心主义；《公司法》修改；经济根源；政治土壤

[中图分类号] D971.239.91 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2021) 03-0123-19

生产技术决定了一个公司发展的极限，而管理技术决定了一个公司在多大程度上可以接近这个极限。20世纪之初，美国首先建立了一个契合大型企业发展需求的公司治理结构——董事会中心主义，以帮助其商业巨头在全球竞争中始终保持优势地位，也因此成为我国公司法改革的借鉴。股东会中心主义与董事会中心主义之优劣与选择是我国公司法学术史上经久不衰的命题，更是每一次《中华人民共和国公司法》（下称《公司法》）修法所面对的首要抉择，因为这个抉择将奠定公司法权力分配的整体基调。在我国公司治理结构发展更新的历程中，不少学者呼吁应当构

【作者简介】刘晶，北京大学法学院博士研究生。

建以美国公司法为代表,奉“管理资本主义”为圭臬的董事会中心主义公司治理结构⁽¹⁾,但鲜有学者深入地分析美国董事会中心主义背后的历史成因及影响因素。只有了解制度的成因才能清楚地认知不同法域之间公司治理模式可以趋同的部分以及法律移植的界限。因此,面临新一轮的《公司法》修订在即,对美国董事会中心主义历史成因的研究,是重新思考和选择我国公司治理结构时不可或缺的前提。笔者拟提供一个分析的框架,旨在阐明促成美国董事会中心主义的几个重要因素及其在中国的对比情况。

一、董事会中心主义的重新解读

(一) 所有权与控制权分离的董事会中心主义

如何理解董事会中心主义是剖析美国公司治理关键的第一步。时下常见的论著认为,所有权与经营权两权分离是区别董事会中心主义与股东会中心主义的分水岭。董事会中心主义是指在公司权力分配上,董事会拥有法定的不受股东干涉的公司经营管理权。⁽²⁾事实上,这样的描述并不完整,所有权与经营权分离是董事会中心主义的表象,而所有权与控制权分离才是其核心特质。董事会中心主义与股东会中心主义的本质差异在于董事会掌握了公司控制权,成为权力的中心。股东不仅缺乏重要的经营管理权,而且几乎丧失了所有与公司治理相关的决策权,仅保有最后的股利收益权,而过去被视为股东受托人的董事会实质上拥有了支配公司整体资产的控制权。董事会中心主义是对亚当·斯密古典经济学私有财产观的突破,所有权的两个组成部分——控制权与收益权经过分解、让渡与重组后,被彻底割裂。传统意义上的公司所有者沦为几乎无法对公司治理施加任何影响的资本借贷者或证券持有者。因此,所有权与控制权分离就是董事会中心主义的另一种表述,它反映了公司治理结构背后的权力配置形态。⁽³⁾

(二) 仅对美国公众公司具有解释力的董事会中心主义

董事会中心主义在美国之外并不具备充分的解释力。⁽⁴⁾以股权的集中度为标准,西方发达国家公司治理体系大致可以分为集中所有权体系和分散所有权体系。集中所有权体系仍是当今的主流形态,如德国、日本公司的“主银行体制”,而符合典型分散所有权体系特征的基本上只有普通

(1) 邓峰:《中国法上董事会的角色、职能及思想渊源:实证法的考察》,载《中国法学》2013年第3期,第98-108页;吴飞飞:《现代公司控制权分配中“智识多数决”现象探究》,载《证券市场导报》2019年第8期,第4-12、22页。

(2) 张开平:《英美公司董事法律制度研究》,法律出版社1998年版,第40页。

(3) 根据 Berle 和 Means 的研究,公司控制权可以分为五种形态:(1)通过近乎全部所有权实施的控制;(2)多数所有权控制;(3)不具备多数所有权,但通过合法手段而实施的控制;(4)少数所有权控制;(5)经营者控制。虽然最后三种控制形态实际上都体现了相当程度上的现金流权与控制权分离,但是只有在经营者控制中所有股东均丧失控制权,才可以被算作所有权与控制权的彻底分离。同时基于 Berle 和 Means 的研究目的以及美国公司法学者在相关主题的研究情况来看,“所有权与控制权分离”在美国公司法研究的语境下指的就是“经营者控制”这一种公司控制形态,或者用我们更熟悉的话语“董事会中心主义”。参见[美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2007年版,第80页。

(4) See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy*, Law-Econ Research Paper 7 (2010).

法系的美国和英国。⁽⁵⁾ 董事会中心主义是分散所有权体系下的产物。尽管同处于分散所有权体系，但是在公司权力的分配上，英国和美国实际上存在很大的不同。美国股东对公司重大决策的参与权受制于董事会提议这一前置程序，而英国股东拥有法定的干预公司事务的直接手段，掌握了公司的最终权力。美国董事会行使的权力是法律赋予的，而不像英国那样是由公司章程从而是由股东所赋予的。⁽⁶⁾ 由此，英国股东实际上对公司治理拥有相当大的控制权，不属于典型的董事会中心主义治理结构。

董事会中心主义只是美国公众公司范式的治理结构。阿道夫·A.伯利(Adolf A. Berle)和加德纳·C.米恩斯(Gardiner C. Means)于1932年问世而流芳的《现代公司与私有财产》对美国所有权与控制权分离的董事会中心主义治理结构作出了经典描述：在大型公众公司中由于股权分散故没有占主导地位的所有者，控制权在很大程度上脱离所有权，权力、责任以及实物过去作为所有权不可或缺的部分，现在正在让渡给一个手中握有控制权的独立集团，最后产业财富的“所有者”只剩下象征性的所有权。⁽⁷⁾ 1991年，法学教授马克·罗(Mark Roe)创造了“Berle-Means公司”一词代指一家股权分散，所有权与控制权分离的大型上市公司。⁽⁸⁾ 随后“Berle-Means公司”这一术语成为美国范式上市公司的代名词。董事会中心主义即使在美国也只具备有限的解释力，因为美国大部分的私人企业及封闭公司的决策权仍保留在股东手中。⁽⁹⁾ 所有权与控制权分离的董事会中心主义只是美国某一类型公司的治理形态，即美国范式的公众公司，也即所谓的“Berle-Means公司”特有的公司治理形态。

(三) 美国董事会中心主义的演进脉络

通常被认为是美国第一部一般公司法案的《纽约州1811年法案》就已经出现了类似于董事会的公司管理机构雏形。⁽¹⁰⁾ 再往前追溯，美国建国之初的法律基本上全部承袭于英国的立法与先例，而英国早期通过选举代表进行公司治理的方式，实际上模仿了中世纪晚期在西欧广泛盛行的代议制的政治实践和决策思想。⁽¹¹⁾ 美国董事会中心主义治理结构的演进持续了将近一个世纪之久：19世纪下半叶生产技术的发展推动了经济革命，在铁路部门的带领下美国公司规模开始扩大；20世纪初以大型公众公司为中心的现代经济开始出现，董事会掌握控制权的治理结构诞生并获得各州公司法的支持；19世纪30年代，美国对公众公司的管制体系及立法体系基本成型，董事会中心主义成为一部分大型公众公司的治理选择，但此时公众公司股权分散化以及所有权与控制权分离

(5) See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 *Journal of Financial Economics* 3, 13-15 (2000).

(6) 张开平：《英美公司董事法律制度研究》，法律出版社1998年版，第39页。

(7) [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，商务印书馆2007年版，第78页。

(8) See Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Columbia Law Review* 10, 11 (1991).

(9) [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，商务印书馆2007年版，第7页。

(10) See 1811 New York Laws, Article LXVII.

(11) See Franklin A. Gevurtz, *The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors*, 89 *Hofstra Law Review* 90, 109 (2004).

的趋势仍在发展中,且尚未完成⁽¹²⁾;第二次世界大战结束到19世纪60年代左右,董事会中心主义才逐渐成为美国大部分上市公司的治理常态。

二、美国董事会中心主义诞生的法律变革

(一) 美国公司法民主化和自由化的发展脉络

1. 美国公司法的民主化发展: 组建公司成为公民的平等权利

从殖民地时期到独立建国初期,美国的公司法基本沿袭英国的法律体系与传统⁽¹³⁾,创造一个公司必须由主权者以成文法令的方式进行正式授权。美国革命以后,殖民地议会颁发特许状的先例使得各州议会自然而然地承继了授予公司特许状的权力,并被后期形成的分权化联邦体制所巩固下来。⁽¹⁴⁾美国各州因此拥有独立的公司法立法权。美国独立战争后商业公司开始涌现,商业公司有着特定的经营范围,公司章程不仅是营业权的授予,而且常常构成准垄断的授予。因为商人的特殊权力以及权力授予过程中频发的腐败行为引起了公众的严厉抨击⁽¹⁵⁾,1837年康涅狄格州出台了第一部被誉为真正现代类型的公司法,允许为一切合法商业活动而设立公司⁽¹⁶⁾,这开了各州制定一般公司法的先河,美国公司法从特许制转向一般注册制。对公司特权身份的挑战推动了美国公司法的民主化,使得组建公司成为每个公民平等享有的权利。⁽¹⁷⁾

2. 美国公司法的自由化发展: 确立董事会中心主义公司治理结构

1890年以前生效的一般公司法都是股东会中心主义的,对公司的经营范围和自由进行了严格的限制,对股东的权利提供了全面的保护。相比特许令状的授权方式,这一时期的一般公司法写入了更多的限制性条款,反映了社会普遍存在的对公司的不信任,受到严厉管制的公司实际上丧失了商业自由。早期的公司法禁止一个公司持有另一公司的股份,为公司扩张规模设置了法律障碍。1888年,新泽西州为了吸引外州企业增加财政收入,率先修改了公司法,确立了“内部事务原则”,允许总部设在一个州的公司另一个州成立公司,其业务受总部所在州公司法的管辖。修改后的新泽西州一般公司法吸引了大批公司前来注册,为新泽西州带来了丰厚的收入。1900年以

【12】许多文章认为, Berle 和 Means 出版《现代公司与私有财产》之时,所有权与控制权分离已经成为大多数公众公司的治理形态。但是根据 Berle 和 Means 当时收集的 200 家美国最大公司的所有权与控制权分离情况的数据可以看出, 200 家公司中,只有 88 家符合管理者控制的条件,而这 88 家公司中只有 21 家有直接的证据表明缺乏主要股东,其余被认定为属于管理者控制的公司也不排除可能是少数所有权控制的公司。参见 [美] 阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆 2007 年版,第 124 页。连 Berle 和 Means 也承认,所有权与控制权的分离尚未完成。See Michael Patrick Allen, *Management Control in the Large Corporation: Comment on Zeitli*, 81 *American Journal of Sociology* 885 (1976)。

【13】李清池:《美国的公司法研究:传统、革命与展望》,载《中外法学》2008 年第 2 期,第 274 页。

【14】韩轶:《试论美国公司法向民主化和自由化方向的历史性演变》,载《美国研究》2003 年第 4 期,第 44-45 页。

【15】See Lawrence M. Friedman, *A History of American Law*, Simon & Schuster Press, 2005, p.131-132, 134-135.

【16】[美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆 2007 年版,第 147 页。

【17】韩轶:《试论美国公司法向民主化和自由化方向的历史性演变》,载《美国研究》2003 年第 4 期,第 47 页。

后，美国各州公司法竞相修改公司法，通过放松管制以吸引外州公司或留住州内公司，不仅允许公司持有其他公司的股份，对公司经营和规模的许多限制都逐渐取消或削弱^{〔18〕}，赋予公司极大的经营自由和治理自由，推动了美国公司法的自由化转型，并使管理层在商业实践中掌握的公司控制权得到公司法的认可及维护。特拉华州公司法在这个过程中迅速发展并取代新泽西州成为公司法的执牛耳者。^{〔19〕}最后，以特拉华州公司法为代表的各州公司法逐渐确认了所有权与控制权分离的董事会中心主义公司治理体制。

（二）确立董事会中心主义的公司法修正

现代公司法的演化过程持久且混乱，各类权力授予的集合形成了今天经营者所主张的几乎是绝对的权力。^{〔20〕}从各州的公司法规定来看，主要体现在以下几个方面。

1. 削弱股东参与公司治理的决策权

董事会被授予了广泛的公司事务决策权，包括决定公司的红利政策，可以承担的债务总额，将董事会权力授予执行委员会等。其中，最突出的权力扩张体现在公司董事决定股票发行的自由度上，例如加利福尼亚州公司法授权董事会决定“就当时未发行的股份，确定或改变任何类别或任何类别的任何系列股票的赎回或清算价格的股息率，或任何类别的任何系列的所有或其中一部分股票的股份数目”。^{〔21〕}随着股权的分散化，代理投票、股权信托等制度设计为缺席股东提供表决便利，最终成为股东与控制权进一步分离的重要机制。如今代理投票已成为大多数上市公司股东参与公司治理以及董事会选举的主要方式。代理投票制度的盛行直接抵消了“多数投票权”原则对管理层的监督，管理层拥有几乎不受制约的公司决策权，股东甚至无法对董事会的选任构成任何威胁。

2. 稀释股权的比例利益

首先，公司的资本限制及股票面值被取消。19世纪末以前，美国各州实行公司法定资本制，同时股东需按照发行在外的票面价值缴纳出资。这一规则不仅保护了债权人，更保护了股东的出资比例利益不被随意稀释。合法稀释股权的最初权力来自公司法对财产出资的认可，经营者获得判断财产是否符合股票面值的评估权，任何对财产出资的高估都必然导致原股东的股权被稀释。进入20世纪后不久，各州纷纷通过立法，允许公司发行无票面价值的股票。^{〔22〕}公司资本的限制性规定等于被彻底废除，董事会掌握了随意稀释股票的权力。其次，股东丧失追加投资的优先权。早期的各州公司法均规定股东拥有追加投资的优先权，从而保持对公司的控制权比例。随着股票

〔18〕 See Christopher Grandy, *New Jersey and the Fiscal Origins of Modern American*, Garland Publishing, 1993, p.42-43.

〔19〕 李清池：《美国的公司法研究：传统、革命与展望》，载《中外法学》2008年第2期，第276页。

〔20〕 这些权力的积成部分来自一个多世纪以来的法律修正，部分来自法院判决，部分来自公司章程的修改，部分来自法学家和经营者所采用并逐渐成为传统而融入制度的权力。参见〔美〕阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，商务印书馆2007年版，第139页。

〔21〕 See Deering's Civil Code 1931, Article 290.

〔22〕 韩轶：《试论美国公司法向民主化和自由化方向的历史性演变》，载《美国研究》2003年第4期，第57页。

种类的增多,公司资本结构的日益复杂,优先权制度在实践中变得难以实现,最终被彻底消除。⁽²³⁾最后,允许公司买卖自身股票,缴入盈余制度等各种稀释股东控制权手段的出现,使董事会拥有改变公司资本结构以及每一股份对应资产价值的不受限制的权力。

3. 修改公司章程的权利

董事会权力的扩张依赖于其拥有的改变公司基础性契约,即修改公司章程的权力。在过去,公司章程被视为股东与公司以及州政府之间的“三方契约”,受到州政府的严格管理。随后,各州公司法开始为公司起草和修订章程引入非常大的合同自由,最常见的规定之一是授权“无限制的修改章程,只要经本法案授权将经修订的条款作为原始条款”。⁽²⁴⁾尽管当前大多数州的公司法均要求公司章程修正案须经股东会批准通过,但是只有董事会拥有提出章程修正案的权力,董事会可以通过拒绝提议修改章程或提议做有利于管理层的修改来进行潜在的管理机会主义行为。⁽²⁵⁾

(三) 联邦立法与州公司法分别构成美国公众公司的内外部公司治理机制

19世纪末,在工业革命的推动下,美国企业迫切需要法律松绑,实现规模经济,为了回应公司的经济发展和治理需求以及保持本州公司法的吸引力,各州从最大化公司经营效率的角度出发,最终在立法层面放宽了对公司治理的限制,形成了灵活自由的公司内部治理结构。公司法为发起人和管理人员创造他们想要的工具提供了无限的机会。另外,各州政府降低门槛对公司放松监管必然会带来外部负面效应,大型公众公司的内部治理缺陷很大程度上会引起证券市场的崩溃。1929年的股市黑潮后,证券市场成为联邦政府对上市公司实行外部规制的重要领域。联邦法律从控制风险和保持资本市场系统稳定的立场出发,通过提高证券市场透明度,防止公司控制者的投机行为以及对外部投资者的剥削,提振了公共投资者的信心。各州公司法的规定决定了公众公司内部的权力分配,而美国联邦政府出台的一系列监管措施,尤其是对证券市场的监管构成了公众公司治理的外部环境,在内部外部公司治理机制的结合下,所有权与控制权分离的董事会中心主义公众公司治理模式得到了巩固。

三、美国董事会中心主义自下而上的变革动因：经济根源与政治土壤

(一) 美国董事会中心主义的经济根源

1. 规模经济带来的公司扩张和融资需求

(1) 工业技术的发展是大型公司诞生的引擎

最早于17世纪的英国,类似于公司的商业组织就以国王或法案特许的方式开展海外贸易活

(23) [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐初、蔡如海译,商务印书馆2007年版,第155-158、189页。

(24) Wiley Rutledge, *Significant Trends in Modern Incorporation Statutes*, 22 *Washington University Law Quarterly* 305, 324 (1937).

(25) See Geeyoung Min, *Shareholder Voice in Corporate Charter Amendments*, 43 *Journal of Corporation Law* 289 (2018).

动。⁽²⁶⁾ 19 世纪初, 公司制度首先进入美国的工业领域, 被用于资本高度密集型的产业建设⁽²⁷⁾, 公司在当时被视为可以发挥社会功能的“政府代理”, 很快成了集资营建公共服务事业的理想形式。⁽²⁸⁾ 19 世纪后期美国工业化高涨, 大型生产技术的发展使得纵向的生产、分配、交易一体化成为可能。相比欧洲, 美国拥有区域广泛、内部交易壁垒很低的国内市场; 同时, 以铁路为核心的新型运输和通信网络的发展使得规模经济在技术上可行。⁽²⁹⁾ 要想从规模经济中获得产出, 首先需要大量的资金来建立生产设备和分配系统。因此, 美国铁路等大型公用事业公司发展规模经济的资本缺口意味着其必须向公众不断地发行股票, 由此开启股权分散化的进程。

耗资巨大的公用事业领域的早期发展促进了经济资源的集中, 首先带动了美国公司规模快速扩张以及股权的不断分散。根据伯利和米恩斯于 20 世纪 30 年代收集的 200 家最大的非银行公司资产数据可以看出当时经济力量集中的程度以及速度: 1909 年, 200 家最大的非银行业公司的资产总额只有 260 亿美元, 而到 1919 年, 这一数额已经达到了 437 亿美元, 10 年间增加了 68%。在从 1919 年到 1929 年的又一个 10 年中, 该数额则达到了 810 亿美元, 增加了 85%。1929 年美国最大的铁路、电话电报、钢铁公司最大股东的持股比例分别仅为 0.34%、0.7% 和 0.9%。⁽³⁰⁾ 资本聚集带来经济力量的集中, 导致股权不断分散, 股权不断分散反过来又进一步促进了经济力量的集中。

(2) 合并浪潮推动股权的进一步分散

美国历史上曾发生过六次并购浪潮, 前两次以大公司兼并小公司实现规模效益为特征的并购浪潮, 推动了所有权与控制权的快速分离。第一次并购浪潮(1895—1904 年)以横向的公司兼并为主, 在此期间 1 800 多家小型制造企业合并成 147 家大型企业。⁽³¹⁾ 第二次并购浪潮(1916—1929 年)以上下游企业之间的纵向整合为主, “在这段时期的某个时期或另一时期曾被列入 200 家最大公司名单之中, 被名单中的其他公司兼并而消失的企业多达 49 家”。⁽³²⁾

合并浪潮产生了两个显著的结果: ① 导致小型制造企业数量的急剧减少, 创造了数量有限但是掌握美国经济核心的垄断巨头和寡头公司; ② 强烈冲击了(大型公众)公司所有权的集中度, 加速了所有权与控制权的分离。如果买方公司通过发行新的股票, 与卖方公司股东进行换股交易, 公司合并不可避免地会在一定程度上稀释买方公司原股东的股权。如果买方公司通过公开发行股票筹措的资金来向卖方公司股东支付现金, 买方公司的股东没有购买与当前所持股份相当或超过

(26) [英] 罗纳德·拉尔夫·费尔摩里:《现代公司法之历史渊源》, 虞政平译, 法律出版社 2007 年版, 第 3 页。

(27) See Joseph Stancliffe Davis, *Essays in the Earlier History of American Corporation*, Harvard University Press, 1917, p.24.

(28) 韩铁:《试论美国公司法向民主化和自由化方向的历史性演变》, 载《美国研究》2003 年第 4 期, 第 48 页。

(29) See Alfred D. Chandler, *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, 1990, p.8.

(30) [美] 阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》, 甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译, 商务印书馆 2007 年版, 第 41、47 页。

(31) See Naomi R. Lamoreaux, *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge University Press, 2010, p.1-4.

(32) [美] 阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》, 甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译, 商务印书馆 2007 年版, 第 51 页。

一定比例的新发股票，结果也是一样。并且很多时候，合并并非都建立在公平交易的基础上，公司合并往往成为董事会稀释股东股份参与权⁽³³⁾的直接手段。

2. 纽约证券交易所为所有权分散提供金融设施

(1) 对外部投资者的充分保护是深度流通证券市场出现的条件

若公司融资的渠道单一，资金来源受限于特定的出资者，控制物质资本的股东则必然会成为公司治理的权力中心。但深度流通的证券市场可以极大地扩充公司的资金来源，使得公司的发展能够摆脱对特定出资者的依赖，分散所有权成为可能。证券市场要保持流通性，就必须持续存在出售股票以及购买股票的需求。处于扩张阶段的公司，自有盈利仅能满足其成长所需资金的1/4，成长所需资金的绝大部分都需要通过发行股票或其他证券来筹集⁽³⁴⁾，出售股票的需求必然旺盛。而公开市场上不间断的购买股票的需求（现金供给）则取决于外部投资者的利益是否得到充分的保护，对证券市场是否保持足够的信心。

(2) 美国的纽约证券交易所与投资银行成为保护公众投资的双重支柱

19世纪末20世纪初，在工业技术发展和合并浪潮的推动下，美国面临着扩张发展资本密集型产业的需要，同时作为一个债务国，美国依赖外国资本的输入⁽³⁵⁾，因此为了最大程度地提高美国股票发行的声誉资本，实现证券市场的融资功能和流动性，美国的投资银行与纽约证券交易所建立了独特的私人监管模式，为外部投资者，尤其是外国投资者提供了充分的保护。

第一，纽约证券交易所作为外部投资者的监护人。首先，纽约证券交易所封闭的卡特尔式组织结构（对会员资格和数量进行严格限制，要求较高的固定佣金，赋予成员公司获得外部资金的自由）推动了大型、风险承受力强的金融服务公司的成长，如摩根大通公司，这些金融服务公司对外部投资者的保护发挥了积极作用。其次，纽约证券交易所将自己定位成一个独家的高质量证券市场，仅上市适合公众投资者购买的公司证券。纽约证券交易所一般只上市规模大、资金充足、股价稳定的公司，仅处理大批量、高质量的证券业务。最后，纽约证券交易所将自己视为上市发行人的监督者。1929年，纽约证券交易所拒绝发行无投票权的普通股以保护公众股东的投票权，使其作为外部投资者监护人的角色得到广泛的认可。⁽³⁶⁾

(33) 股份参与权这一概念来自阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯所著的《现代公司与私有财产》，主要指股东所持股份对应的公司收益及公司资产的权利，笔者认为还可以延伸至股东所持股份对应的公司表决权。

(34) [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，商务印书馆出版社2007年版，第286页。

(35) 从1870年到1900年，美国的外国投资增加了一倍多，从大约14亿美元增加到33亿美元。See Vincent P. Carosso, *Investment banking in America: A History*, Harvard University Press, 1970, p.30. 美国铁路行业筹集的资金大部分来自外资，其中大约40%的资金来自欧洲。See Alfred D. Chandler, *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, 1990, p.56.

(36) 经济分析认为发行无投票权普通股实质上是无害的，因为购买者为这种证券支付的费用很少，因此他们承担的风险很小。许多评论家认为，相比之下更危险的是在普通股被出售给公众投资者之后，公司后续发行了拥有高投票权的证券，因为高投票权股的发行会稀释普通股的投票权。See Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 *Virginia Law Review* 807, 840-842 (1987).

第二，投资银行在发行人董事会中设置代表。在早期的美国公司中，内部的公司治理并不考虑外部投资者的利益，控制集团不仅在公司内部迅速成立并享有很高的私人收益，在某些情况下甚至能操纵公司的股价。为了向国外客户承诺他们的投资既安全又可靠，摩根大通公司率先提出了一种监管结构，即在发行人的董事会中设置投资银行的代表，对公司管理人员和投资项目进行监管，降低代理成本。同时，19世纪末，合并浪潮中频发的收购突袭⁽³⁷⁾是外部投资者的主要威胁⁽³⁸⁾，投资银行作为外部投资者的保护伞，可以迅速识别收购突袭并设计适当的防御措施，防止投机者窃取公司的控制权溢价。⁽³⁹⁾外部投资者免受掠夺性收购突袭的侵害，愿意为发行人的股票支付更高的股份溢价。到19世纪末，投资银行的合伙人或商业银行的高级管理人员在发行人董事会设置代表的做法已经被制度化。⁽⁴⁰⁾金融家的研究表明，这种普遍的做法为投资者创造了价值同时也提高了公司股票的价格。⁽⁴¹⁾

（二）美国董事会中心主义诞生的政治土壤

“从法社会学的视角看，公司控制权同其他权利一样，其形成、行使都离不开来自公司外部的社会环境所给予的支持、制约和评价。”⁽⁴²⁾政治环境则是外部社会环境中最有影响力的因素。在“Berle-Means公司”成长的过程中，资金雄厚的金融机构原本可以大量地持有公司股票，与管理层进行抗衡或分享权力，但是由于美国民主、分权的政治思想天然敌视集中的私人力量，美国联邦政府通过一系列有意弱化和限制金融机构的政治决策，使公司控制权牢牢掌握在管理者手中，董事会中心主义的公司内部治理模式得以稳固。

1. 限制所有权集中的联邦政策与立法

（1）金融机构成为消极机构股东的政治塑造

在美国的金融史上曾有四个主要的金融机构，即银行、保险公司、共同基金以及养老基金，它们拥有雄厚的金融资本并一度成为美国公众公司的主要机构股东。国会以及联邦政府在不同的时间点上出台的一系列立法政策提高了机构股东大量持有公众公司股份的成本，将它们塑造成公司内部治理的消极参与者。

第一，分散的银行体系。美国的联邦体制促成了一个分离的、各州为政的分散银行体系：每个州都有自己的银行，为了保持本州银行的竞争力，各州均排除外州银行在本州发展分支机构，

〔37〕收购突袭是指发生在19世纪美国的一种非公开的收购方式，收购方不需要以要约的方式溢价购买被收购公司的控制权，而是通过在公开市场秘密购买被收购公司的股票来低成本地获取被收购公司的控制权。

〔38〕19世纪末第一次合并浪潮期间，最大的隐患就是控制权的不稳定，一旦发生收购突袭，作为公众股东的外部投资者往往没有能力要求收购方支付控制权转让的溢价。

〔39〕See John C. Jr. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 *Yale Law Journal* 1, 32 (2001).

〔40〕See Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Harvard University Press, 1970, p.32-33.

〔41〕Bradford De Long 教授收集的证据表明，摩根大通公司代表在发行人董事会中占有席位，使得公司普通股价值大约增加了30%。See Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Harvard University Press, 1970, p.32-33.

〔42〕甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第141页。

同时也禁止州内银行在其他州发展分支机构。新政期间出台的银行法案和监管措施又进一步巩固了这种分离的银行体系。美国国会于1927年通过《麦克法登法案》(The McFadden Act),再次确认了州与州之间分离的银行体系,该法案允许全国性的国民银行在城镇内设立分支机构,但必须获得州法律的许可。1933年,国会出台《格拉斯—斯蒂格尔法案》(The Glass-Steagall Act),禁止商业银行及其附属机构持有和交易证券。《格拉斯—斯蒂格尔法案》确立了美国商业银行与投资银行分业经营的局面,创造了两条彼此分离的金融渠道。⁽⁴³⁾同年,美国开始实行存款保险制度(Deposit Insurance),通过风险大的大银行补贴风险小的小银行,防止地方银行的存款流失,以维护联邦小而分散的银行体系。⁽⁴⁴⁾

第二,被禁足的保险公司。20世纪初,银行的发展被局限在单独的州或地区,不受限制的保险公司获得快速成长的机遇并进入金融领域,当时美国最大的几个金融机构几乎全是保险公司。⁽⁴⁵⁾1905年,在保险行业被一宗政治贿赂的丑闻冲击后,纽约州立法机关对保险业展开“阿姆斯特朗调查”(Armstrong investigation)。⁽⁴⁶⁾根据调查的结果,1906年纽约州出台法律禁止保险公司持有公司股票、控制银行以及开展证券承销业务,将保险公司经营业务限制在核心的保险和债务投资领域,同时还限制单一保险公司开展新业务承保的金额上限,从而制约了大型保险公司的成长。“阿姆斯特朗调查”确立了保险专业化经营以及险资投资管理的基本原则,同时也确立了保险机构作为消极机构投资者的基本定位。

第三,强制多元化的共同基金。美国第一个共同基金建立于1924年的波士顿,此后迅速发展成为美国银行、经纪商等金融中介联系起来进行投资的新方式。⁽⁴⁷⁾1930年,一些共同基金已经开始作为上市公司的监管者,包销证券、参与破产重组以及公司治理。美国联邦1936年出台的《税法》(1936 Revenue Act)以及1940年出台的《投资公司法》(1940 Investment Company Law)停止了共同基金获取公司控制权的脚步。根据1936年《税法》,如果共同基金在其受监管的投资组合中持有任何公司超过10%的股份,它就会被定义为一只非多元化的基金。非多元化的基金将面临同一笔收入被多次征税的风险。⁽⁴⁸⁾税收规则限制了共同基金大量持有特定公司的股份。⁽⁴⁹⁾1940

(43) See The Glass-Steagall Act, Article 89.

(44) See Carter H. Golembe, *The Deposit Insurance Legislation of 1933: An Examination of Its Antecedents and Its Purpose*, 76 *Political Science Quarterly* 181, 195 (1960). Golembe 教授认为,1933年存款保险立法的主要目的并不是为了防止银行倒闭给存款人造成损失,而是尽快恢复社区,恢复由于银行倒闭而破坏的流通媒介。在这种意义上存款保险发挥着货币调控的职能。

(45) See David Bunting, *The Rise of Large American Corporations 1889-1919*, Garland Publishing, 1987, p.28. 从1891年到1905年,保险公司的资产规模增加了245%,银行的资产增加相对较少,为192%。工业领域的公司发展最为迅速,规模增长超过了前两者。

(46) See Roger L. Ransom & Richard Sutch, *Tontine Insurance and the Armstrong Investigation: A Case of Stifled Innovation, 1868-1905*, *The Journal of Economic History* 2, 380 (1987).

(47) 彭真明:《论美国共同基金法规对我国的适用》,载《国际贸易》1995年第8期,第28页。

(48) See Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners, The political Roots of American Corporation Finance*, Princeton University Press, 1994, p.106-107.

(49) See Alfred Jaretzki Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 *Washington University Law Quarterly* 303 (1941).

年《投资公司法》要求投资公司对于某一特定证券的投资不得超过总资产的5%。⁽⁵⁰⁾ 如果超过5%或在该公司董事会中拥有席位，该公司将被视为投资公司的法定附属机构。国会通过彻底分离共同基金的投资信托业务与投资银行业务，防止其利用从多元化渠道获取的公共资本来控制上市公司。因此，尽管拥有丰富的金融资源且大部分资产投入股票市场，共同基金没有再将触角伸向公司的控制权。

第四，消极投资者定位的养老基金。二战以后财富增长、生命长度增加、提前退休等社会改变使得养老基金变得重要，并成为股票市场的重要参与者。在1946年和1947年引人注目的罢工运动之后，国会禁止工会完全控制养老基金，雇主公司的管理者控制了养老基金的储蓄来源，诱使养老基金在公司治理中处于被动的状态。同时，受到反托拉斯攻击威胁，许多公司禁止其养老基金大量购买其他公司的股票。1974年，国会通过了《雇员退休收入保障法》(Employee Retirement Income Security Act)，它通过制定某些最低标准和再分配性的担保项目保障养老金权益的安全，鼓励养老基金采用分散的被动持股方式。⁽⁵¹⁾

(2) 新政期间巩固分散所有权的联邦政策与立法

1929年股市崩盘后的一系列联邦改革，尤其是罗斯福总统在任期间推出的立法，被认为是恢复投资者对股市信心的重要举措。同时，这些法律也促成了上市公司的创始股东有规律地退出。这些法律主要包括了1935年的《公共事业控股公司法》(Public Utilities Holding Companies Act)以及1934年开始逐步提高的遗产税。1935年国会颁布《公共事业控股公司法》，将公用事业领域连带着娱乐业等其他领域的许多金字塔控制集团夷为平地⁽⁵²⁾，使得大型公众公司的股权结构更为分散。罗斯福新政期间，遗产税率被大幅提高到70%以上，对收入以及遗产的高额征税迫使公司创始股东陆续退出，因为出售股票所产生的资本收益税率远低于持有股票的收入税率。

2. 限制所有权集中的政治渊源：敌视经济权力的民粹主义

美国联邦法律和政策对金融机构的限制并非纯粹是技术性的，而是有其政治渊源的，背后反映了美国历史上对金融力量普遍的不信任。民粹主义是美国悠久而根深蒂固的传统，美国政治一直不可避免地带有民粹主义的基因。民粹主义是一种意识形态，表达了一种深层的、广泛的情绪，认为集中且强大的经济权力内在不受欢迎，应当被削减，无论这种集中是否符合生产效率。当民粹主义这种意识形态成为普遍的、多数选民的共识时，它就可能主导美国的政治决策，因为政治家需要通过迎合流行的意识形态来获得选票。19世纪末期以农民、小商贩为核心的民粹主义运动，推动了谢尔曼反托拉斯法的出台，削弱大型经济组织的规模，给小公司一个相对竞争优势。

(50) 彭真明：《论美国共同基金法规对我国的适用》，载《国际贸易》1995年第8期，第28页。

(51) See Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners, The political Roots of American Corporation Finance*, Princeton University Press, 1994, p.125.

(52) 1935年《公共事业控股公司法》第11条要求对公共行业大多数的控股公司进行清算。See Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown and Company Press, 1989, p.234-237.

民粹主义和进步主义⁽⁵³⁾反对华尔街的呼声主导了新政前后的政治思想，推动一系列联邦政策法规的出台，对大型金融机构的经济权力进行限制。

美国19世纪末期经济腾飞以及证券市场的发展是董事会中心主义诞生的经济根源，美国政治对实力强大的机构股东的持股限制为董事会中心主义的发展扫清了障碍，至此，所有权与控制权分离的董事会中心主义成为美国大型上市公司商业实践中的治理范式。在19世纪的大部分时间里，美国公司法主要是为封闭公司而制定的，因为当时的公众公司并不常见。从19世纪末开始，大型公众公司迅速崛起成为经济领域的霸主，各州开始陆续修改公司法，将控制权授予管理者，迎合公众公司独特的法律需求。美国各州公司法所经历的董事会中心主义的法律变革从根本上来讲是对经济发展、政治塑造下的上市公司治理实践所作出的立法回应，是一种自下而上的法律变革。

四、我国自上而下的股东会中心主义历史形塑

1952年我国进行社会主义改造，实行单一公有制的所有制结构并建立了高度集中的计划经济体制。⁽⁵⁴⁾改造完毕后，私营企业基本消失，只剩下个体经济小规模的存在。⁽⁵⁵⁾在计划经济时期，我国集中力量发展单一的公有制经济。国有企业和政府机构在很大程度上混合在一起⁽⁵⁶⁾，国有企业不仅是经济资源和商品生产的组织者，更是执行政府计划的政府附属机构。⁽⁵⁷⁾结果就是培育了一大批国家股一股独大，集政治和经济力量于一体，享受超垄断市场地位的国家经济巨头。1979年中国开启了以企业改革为中心的经济体制改革，国有企业的传统治理模式被视为阻碍企业实现经营效率与利润最大化的主要制度障碍。1993年党的十四届三中全会确定了国有企业改革的方向是建立现代企业制度，同年颁布的《中华人民共和国公司法》为国有企业公司制改革提供了法律依据。⁽⁵⁸⁾同一时期开始建立的证券市场以及证券监管机制，成为国有企业资金的外部补给机制。

(一) 确立股东会中心主义的首部《公司法》

国有企业改革本身是“贯彻国家保留所有权的基础上搞活企业的模式，它不是私有化方式，实际上是国家所有权利益实现方式的变革”。⁽⁵⁹⁾国企改革的目的，不是为了实现所有权与控制权

(53) 进步运动的核心是一种意识，即必须保护个人不受当时在商业领域和政治领域中形成的大型机构的侵害。See Richard Hofstadter, *The Age of Reform—From Bryan to F.D.R.*, Knopf Press, 1955, p.216. 民粹主义和进步运动在大多数方面是不同的，但它们对东海岸的资本之都，华尔街有着共同的不信任。

(54) 刘国光、董志凯：《新中国50年所有制结构的变迁》，载《当代中国史研究》1999年第1期，第27-28页。

(55) 石本仁：《中国私营经济的发展回顾与现状》，载《暨南大学学报（哲学社会科学版）》2005年第31期，第7-8页。

(56) See Cindy A. Schipani & Junhai Liu, *Corporate Governance in China: Then and Now*, SSRN Electronic Journal, 4, 8 (2002).

(57) See Cindy A. Schipani & Junhai Liu, *Corporate Governance in China: Then and Now*, SSRN Electronic Journal, 4, 8 (2002).

(58) 甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第250页。

(59) 甘培忠：《企业与公司法学》，北京大学出版社2006年版，第86页。

分离，而是通过分解控制权，进一步优化控制权的行使方式，最终加强国家对企业的控制。⁽⁶⁰⁾因此，公司法不可避免地要服务于国企治理的需求，建立股东会中心主义的公司治理结构。在股东会与董事会的关系上，也深刻地留下了国有企业原有的治理传统烙印。国有企业治理的传统模式中，国家不仅拥有国有企业的所有财产而且还享有管理权，国有企业高管由政府机构任免，被要求执行政府的生产计划。⁽⁶¹⁾国有企业公司化之后，公司的董事长和总经理多为改组前国有企业的管理人员，国家对国有企业的财产所有权转变成股东对公司的股权。因此，在股东会权力构造上沿袭旧路，确保国家股东同时掌握所有权与控制权。1993年《公司法》中出现了许多仅为国有投资主体规定的条款，保留了浓厚的行政管理色彩。⁽⁶²⁾其中第4条明确规定股东是公司的所有者和控制者，强调国有资产归国家所有。如此规定的背后反映了国企治理当中确保国家控制企业运营，防止国有资产流失的惯性思维。

（二）维系上市公司股东会中心主义的证券实践

我国的证券市场在产生之初就在政策上被定位为为国企改革服务的途径⁽⁶³⁾，是国有企业重新融资并建立现代公司治理结构的平台。⁽⁶⁴⁾在2005年的股权分置和股票全流通改革以前，我国证券市场为了确保国家控股，几乎没有发挥有效的资源配置功能⁽⁶⁵⁾，形成了国有股一股独大的证券市场格局。早期，中国证券监督管理委员会更直接地与市场打交道，它的监管权渗入证券交易所的自我监管区域，例如，其保留了批准公司上市和除名的最终权力，反映了政府对证券市场的强力干预。家长式的行政干预不仅没有有效解决上市公司治理不善的问题，反而冻结了证券交易所的自我成长。例如，调查上市公司不当行为的权力交给了证监会而不是证券交易所，导致证券交易所无法迅速识别上市公司的欺诈行为并予以相应处罚。⁽⁶⁶⁾证券交易所比任何政府机构都更接近证券市场，并且更易于接收市场信息，对于上市公司而言，证券市场自我监管的方法往往会更有效。渗透着国家意志并对接国企改革的公司法与证券市场构成了形塑我国上市公司股东会中心主义最重要的两股力量，前者以成文法的形式确立了股东会中心主义的公司治理范式，后者以行政主导式的证券实践维系了上市公司中的股东会中心主义治理格局。

（三）回应改革需求而非商事需求的股东会中心主义

美国公司法的发展是自下而上推动的，商事实践的制度需求推动了公司法权力分配的变革。美国技术革命和经济腾飞带来了公司实现规模经济的扩张需求，公司扩张的融资需求直接导致股

(60) 周游：《公司法上的两权分离之反思》，载《法学研究》2017年第4期，第293页。

(61) See Cindy A. Schipani & Junhai Liu, *Corporate Governance in China: Then and Now*, SSRN Electronic Journal, 4, 5 (2002).

(62) 彭真明、常健：《盲目照搬还是尊重国情——对当前公司法修改中几个问题的反思》，载《法商研究》2005年第4期，第44页。

(63) 甘培忠：《公司控制权的正当行使》，法律出版社2006年版，第33页。

(64) See Weiping He, *The Regulation of Securities Markets in China*, Palgrave Macmillan Publish, 2018, p.4-7.

(65) 郑志刚、孙娟娟：《我国上市公司治理发展历史与现状评估》，载《金融研究》2009年第10期，第120页。

(66) 金德环：《中国证券市场波动与控制研究》，上海财经大学出版社2003年版，第201页。

票交易市场的出现，美国高度自治的纽约证券交易所快速满足了公司的融资需求，同时培育了大型上市公司股权分散的所有权体系。美国权利平等和权力分散的政治理念以及根深蒂固的民粹主义天然敌视集中的经济力量，促成了对机构股东持续的政治打压，确保上市公司的所有权掌握在分散且遥远的公众股东手中。总体来说，美国董事会中心主义是经济发展的直接产物并辅之以政治力量的推动，美国公司法权力配置模式转变背后反映了美国企业尤其是公众公司所经历的商业变革，董事会中心主义是对公众公司治理需求的积极回应。相比之下，从我国公司制度的出台历史来看，中国公司法的早期发展是自上而下推进的，国有企业治理体系的改革、国家与国有资产关系的重新建构催生了我国首部《公司法》，并且形塑了股东会中心主义的公司权力分配格局。我国股东会中心主义的公司治理结构具有极强的“时代印记”，我国首部《公司法》以及确立的股东会中心主义诞生于我国经济体制转轨的特殊时期，是一部凝结了改革时期国家意志和需求，服务于我国国有企业公司制改造以及经济体制改革大局的时代产物，是国家用于保障改革大局平稳发展的制度工具之一，内生贫瘠的企业商事实践与尚在起步的市场经济无法为作为商事法律的公司法提供应有的制度土壤。因此，我国股东会中心主义公司治理范式的历史特定性意味着其效用必然具有一定的阶段性和时限性。随着我国社会主义市场经济的蓬勃发展，公司法以及所确立的公司治理结构必然需要回归其商事法的本质特征，回应公司组织与商事关系的发展变化，经历商事法律应循的自下而上的变革规律。

五、我国自下而上的董事会中心主义未来变革

（一）回应商事需求的董事会中心主义制度变革

1. 董事会中心主义制度动因的出现

历经了近30年的发展，伴随着经济体制改革和对外开放的深入，我国的社会主义市场经济进入蓬勃发展的时期。国有资产、民营企业、外商投资被一视同仁，形成了国企、民营、个体、外资共存共荣的局面。公司成为民间资本创业的首选组织形态，每年登记在册的公司数量成倍增加。⁽⁶⁷⁾与此同时，我国的证券市场成立至今经历了五次较大的改革创新，开始渐趋成熟，国有股一股独大的市场格局正在消解，朝着一个健康、强大、深度流通的证券市场平稳发展。证券市场已经从服务于国有企业改革的早期定位逐渐回归其促进投融资的市场属性，即为所有类型的企业成长提供资金融通并为投资者提供财产增值的机会。主板、中小板、创业板、科创板、新三板、区域股权市场等在内的多层次资本市场体系逐步建立起来。沪深两市最新市值已达78万亿，与2000年末相比增长了16倍，近20年年均增速15%，市值增长显著。⁽⁶⁸⁾当前我国上市公司的平均首发募

(67) 朱慈蕴：《论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向》，载《东方法学》2020年第2期，第93页。

(68) 范璐媛：《A股总市值全球第二，30年融资超15万亿分红逾10万亿》，载证券时报网2020年12月1日，https://news.stcn.com/sd/202012/t20201201_2581067.html。

集资金为 8.8 亿元，其融资能力可见一斑。⁽⁶⁹⁾ 交易所的监管权限被不断扩大，证券监管的焦点落足于保护投资者资金安全、建立健全资本市场基础制度之上。提高我国上市公司的质量、优化我国上市公司高质量发展的外部监管环境已被确认为我国当下证券市场发展以及监管的一个重要目标。⁽⁷⁰⁾

上市公司正在迎来所有权与控制权分离的外部环境。上市公司庞大的募集资金背后是无数远离公司治理的外部投资者。我国上市公司的第一大股东平均持股比例于 2015 年下降到标志“一票否决”相对控股的 1/3 以下，这意味着我国资本市场开始进入分散股权的时代。⁽⁷¹⁾ 大型上市公司等复杂企业组织内部早已出现经营决策的分化和专业化，开始经历着董事会中心主义治理实践的悄然变革。股东大会的表决流于形式，A 股上市公司股东大会议案的通过率总体偏高，股东大会议案的否决率仅约为 0.85%。上市公司的决策权不断下沉，股东大会成为董事会提案通过的绿色通道，而董事会成为许多上市公司的核心决策机构。⁽⁷²⁾

2. 自下而上的制度变革力量

以互联网技术为标志的第四次工业革命浪潮席卷而来，外部普通投资者与企业内部专业管理团队之间的信息和知识壁垒被不断筑高，创新型、科技型公司治理对管理技术有着极高的要求。股东会中心主义的治理模式将公司大部分重要的商业经营决策权交由投资者进行，显然与当前上市公司的实践做法以及治理需求不符，上市公司自下而上的革新必然会与我国当前固守两权合一的公司法规则形成冲突。规则供给的错位会带来不必要的制度成本。一是，上市公司股东大会的股东人数众多且不固定、召集成本较高，将公司重要的经营权交于商业决策能力有限的股东大会无疑徒增了公司的决策链条和治理成本。二是，实际掌握公司控制权的董事会可以利用股东大会的批准作为规避责任的“避风港”。⁽⁷³⁾ 三是，股权分散的上市公司中控股股东不受股权制衡，可以凭借资本多数决独断公司的经营决策，同时由于股东对公司不负忠诚勤勉义务，控股股东可以以自身利益而不是公司利益最大化主导公司的决策。

从 1993 年出台我国首部《公司法》到 2018 年《公司法》最新的一次修订，几乎都是为了解决公司运行中出现的新问题，对公司治理实践需求的积极回应，例如，2005 年全面修订《公司法》，

(69) 截至 2020 年 8 月 17 日，通过对我国沪深两市各板块上市的 3 937 家公司的首发募集资金总额的收集与整理（剔除了无法查询首发募集资金的公司），结果显示我国上市公司首发募集资金的平均值为 885 777 684.8 元。数据来源：东方财富 choice 数据。

(70) 《以高质量的上市公司助力构建新发展格局——阎庆民副主席在 2020 年中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会上的致辞》，载中国证券监督管理委员会网 2020 年 12 月 1 日，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202012/t20201201_387048.html。

(71) 郑志刚：《利益相关者主义 V.S. 股东至上主义——对当前公司治理领域两种思潮的评价》，载《金融评论》2020 年第 1 期，第 40 页。

(72) 习超教授针对 2002—2016 年间 A 股上市公司股东大会表决权的行使情况开展了实证研究。其中以统计准确率较高的 2016 年为例，其收集整理了 A 股约 1 700 家主板上市公司，超过 46 000 份年度股东大会决议的股东出席与表决情况，结果显示 A 股上市公司股东大会议案的通过率总体偏高。股东大会议案的否决率约为 0.85%，支持率在 99.9%~100% 之间的议案约占 45%，支持率在 100% 的议案约占 18%。参见《股东在乎权利吗？中国上市公司股东大会表决权实证研究》，载复旦大学法学院网 2018 年 12 月 28 日，<http://www.law.fudan.edu.cn/News/view/index.aspx?id=1919>。

(73) 邓峰：《中国法上董事会的角色、职能及思想渊源：实证法的考察》，载《中国法学》2013 年第 3 期，第 106 页。

脱去了1993年《公司法》“国企改革法”的外衣，增补了大量具有实操性的公司法技术规范，赋予公司充分自治空间的同时强调公司治理的规范性，关注公司各利益相关主体的权益保护，实现了我国公司法的现代化；2013年《公司法》对公司的注册资本制度进行了大刀阔斧的改革，取消设立公司的最低注册资本要求，引入注册资本认缴制度，大幅降低了公司的设立门槛。灵活的公司资本制度是对公司运营现实的回应，也是对普通投资者通过公司形式进入商业社会需求的回应。自下而上的商事变革已经成为公司法每次制度修订的主要力量，从而推动我国公司资本制度、责任制度等不断更新与细化，因此我国《公司法》固守多年的公司治理权力配置制度同样面临着商事实实践的检视与革新。正如朱慈蕴教授所说，鼓励企业创业创新、繁荣资本市场成为近几年公司法修正的基本动因，当前我国公司法的现代化已经初具规模，促进中国公司法治理水平的整体提高是下一阶段我国公司法改革的核心内容。⁽⁷⁴⁾

（二）董事会中心主义制度建构的具体方案

董事会中心主义的公司治理模式契合了大规模大体量公司融通资本和实现专业化管理的需求，使得管理导向的美国公众公司表现出惊人的效率并成为典范。当前我国上市公司的治理实践已经开始出现董事会中心主义变革的制度动因，未来我国的公司法应当根据上市公司的发展需求调整公司权力的初始分配，建立董事会中心主义的治理模式，并为其提供必要的制度供给。

1. 调整股东大会与董事会的职权配置

第一，对董事会在上市公司中的角色功能进行重新定位，将股东会中心主义下的“股东会决议执行机构”修改为“公司内部的核心决策机构”，明确董事会而不是股东大会拥有公司主要商业决策的控制权。这种控制权体现为董事会作为公司经营决策链条上的最高层级以及董事会享有公司决策的剩余控制权，即公司法、公司章程没有规定的公司重要经营事项的决策权原则上由董事会享有。相应的经理层处于公司决策链条上的第二层级，掌握公司日常经营事项的决策权，同时还是董事会决策以及股东大会决策的执行机构。

第二，对上市公司股东大会与董事会的法定决策权进行重新划分，股东大会仅保留对自身利益产生重大影响以及与董事会存在利益冲突的公司重要事项决策权。前者主要包括决定公司章程修订、公司组织形式变更（公司合并、分立、变更企业形式、解散清算等）、公司资产的重大变化（重大资产重组、上市公司卖壳等），后者主要包括决定董事的任免、董事的薪资报酬、与董事有关联关系的公司交易。其他的公司重要经营决策权应当交于董事会进行决策，一是分配给董事会决策事项的知识门槛较高，需要决策者拥有行业领域中专业的商业交易以及公司运营知识；二是需要大量的公司内部信息，并且这些信息无法从上市公司对外披露的文件材料中获取，例如公司经营发展战略、公司股份发行、公司增加或减少注册资本等。

第三，公司法对上市公司股东大会以及董事会的决策权划分属于强制性规范，股东大会不得

(74) 朱慈蕴：《论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向》，载《东方法学》2020年第2期，第95-99页。

通过章程修改的方式进行任意改变。股东大会不得就董事会决策权范围内的事项进行决策，董事会同样不得对应由股东大会进行决议的事项作出决策，股东大会及董事会越权所作决策对公司内部以及第三人均不产生效力。通过对公开证券市场的利用，上市公司承担了对投资大众的义务，这种义务将公司从一种粉饰少数人统治的法律方法转变为向该公司提供资金的投资者服务的机构。⁽⁷⁵⁾ 公司法对上市公司治理进行的调整都是最低限度且必要的干涉，上市公司应当严格适用公司法所确立的最佳权力配置模式，因为任何偏离公司法规定的做法都极有可能最后以牺牲公司以及外部投资者利益为代价。

2. 董事会中心主义下董事会决策评价体系的建立

我国《公司法》第 147、149 条规定了董事的忠实勤勉义务，以及违反忠实勤勉义务给公司造成损失应当承担的赔偿责任。《上市公司章程指引》第 97、98 条列举了董事忠实勤勉义务的具体类型，因此股东可以通过派生诉讼制度追究董事违法行为。但是当前我国的董事责任体系既缺乏弹性，也没有为评价董事会的决策提供有效的标准。一旦引入董事会中心主义的治理模式，董事会将成为公司决策的核心机构，有必要围绕董事会决策建立更全面的评价体系并且扼制可能的代理成本，对此可以借鉴美国的做法。

第一，增加商业判断规则，权衡董事会决策的自由与责任。美国法院在司法实践中形成了一项商业判断规则（The Business Judgment Rule），专门用来评价董事会的决策是否违反了忠实义务，并且被广泛地用于审查董事会所作出的各种决策。特拉华州最高法院将商业判断规则描述为，当公司的董事或管理人员在信息充分的基础上，以善意和真诚的态度行事，并且认为所采取的行动符合公司的最大利益时，董事不需要为其错误的决策承担个人责任。⁽⁷⁶⁾ 董事的欺诈行为、有利害关系的自我交易行为等违法行为不适用商业判断规则。商业判断规则的核心目的是在董事会权威与董事会责任（董事会应当拥有决策的自由裁量权以及董事会应当对其决策负责）这两种冲突的公司治理价值取向中寻求折中以及合适的边界。⁽⁷⁷⁾ 我国《公司法》可以通过成文法的方式引入商业判断规则来弥补当前单一的董事违法行为的追责机制，在董事会决策的合法性判断之外，进一步解决董事会决策的合理性问题。

第二，提高董事违法行为的惩戒力度，打造严格的外部监管环境。美国联邦立法与州公司法分别构成美国公众公司的内外部公司治理机制。各州公司法在立法层面放宽了对公司治理的限制，形成了灵活自由、管理者掌权的公司内部治理结构。公司法为发起人和管理人员创造他们想要的工具提供了无限的机会。美国联邦政府出台的一系列严格监管措施尤其是对证券市场的监管构成

(75) [美] 阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，商务印书馆 2007 年版，第 80 页。

(76) See S. Samuel Arshat, *The Business Judgment Rule Revisited*, 8 Hofstra Law Review 93, 94 (1979). 特拉华州最高法院将董事对公司的义务总结为三大类：注意义务（care）、诚实义务（good faith）、忠诚义务（loyalty）。因此，商业判断规则实际对应于董事应负的三种义务类型。

(77) See Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 Vanderbilt Law Review 83, 84 (2004).

了公众公司治理的外部环境，防止公司控制者的投机行为以及对外部投资者的剥削，提振了公共投资者的信心。因此，打造“内松外严”的监管环境，是保留管理层治理上市公司的高效性，同时扼制管理层行使控制权的代理成本的最佳方案。实际上，我国也正在朝着打造严格的证券监管环境不断发展，2019年12月28日新修订的《中华人民共和国证券法》大幅提高上市公司治理主体的证券违法行为的处罚力度。例如，对于欺诈发行行为，从原来最高可处募集资金5%的罚款，提高至募集资金的一倍；对于上市公司信息披露违法行为，从原来最高可处以60万元罚款，提高至1000万元；对证券违法民事赔偿责任也作了完善，如规定了发行人等不履行公开承诺的民事赔偿责任，明确了发行人的控股股东、实际控制人在欺诈发行、信息披露违法中的过错推定、连带赔偿责任等。毫无疑问，上市公司的控制者一旦逾越控制权正当行使的边界，将为此付出极高的代价。

3. 董事会中心主义公司治理模式的适用限度

正如文章开头部分所述，董事会中心主义只是美国公众公司的治理形态，美国大部分的私人企业及封闭公司的控制权仍保留在股东手中。分散式的股权结构是形成董事会中心主义的先决条件。因此，我国有限责任公司与非上市股份有限公司并不具备形成董事会中心主义公司治理模式的可能性及必要性，股东会中心主义反而更契合封闭公司削减成本、保持灵活的治理需求。同时，在我国坚持公有制经济主体地位的国情之下，作为公有制经济主要实现形式的国有企业大多为国民经济发展命脉的支柱企业，国家代表人民对国有企业行使控制权不仅是一种权力更是一种职责，从而确保国有企业的发展符合国家的整体利益。因此，受制于国家控股的特殊股权结构，国有上市公司的公司治理改革宜更加谨慎。国有企业上市公司在吸纳董事会中心主义制度优势的同时要确保国家控制权不被肆意损害，例如保留国有企业股东大会对股票发行的决策权，从而避免董事会利用股票发行改变公司的资本结构，稀释国家所有权。

六、结语

美国董事会中心主义治理模式是由美国的经济、政治、法律等因素相互作用而最终促成的。经济因素决定制度的种子以及前期的自然发展。美国技术革命和经济腾飞带来了公司实现规模经济的扩张需求，公司扩张的融资需求直接导致了股票交易市场的出现，美国高度自治的纽约证券交易所快速满足了公司的融资需求，同时培育了大型上市公司股权分散的所有权体系。这些都在立法改革的政治压力侵入市场之前已经完成。法律变革在很多时候并不是决定因素和先导因素，法律往往紧随经济的发展，同时必须契合政治的需求。从美国各州公司法的发展历程来看，公司法似乎都是在对市场的变化作出反应，而非有意识地主导市场。相比之下，我国公司化治理开始于经济体制转轨的特殊时期，公有制经济改革的需求、巩固国有经济的政治导向被烙印在我国公司法律制度的成长过程中，从而自上而下地形塑了股东会中心主义的公司权力配置模式。当前，我国上市公司正经历着公司决策权向董事会转移的公司治理变革，这种自下而上的革新要求公司法作出适当的调整以回应商业社会的需要。公司法应当抛开对所有公司采取一刀切调整的传统路

径，对不同类型的公司进行符合其发展方式的差异化规制，避免制度供给的错位而平添公司治理的负担。

The Rise of American Director Primacy and Its Enlightenment to the Modification of Chinese Company Law

LIU Jing

Abstract: Director primacy, defined by the separation of ownership and control is a paradigm of corporate governance in American public corporates. It was shaped by the economic development and specific political system and it also was the legislative response of the economic and political product from American corporation laws. At the end of 19th century, the explosion of industrialization and economies of scale combined with the emergence of deeply liquidity security market became the economic root of director primacy. Dominated by the political ideology of equal rights and decentralized power, the US federal government had paved the way for director primacy by weakening and fragmenting the institutional shareholders. Consequently, director primacy became a business practice in many public corporations. Finally, most American states gradually changed their corporate laws and legalized the director primacy corporate governance practice. Compared to American counterparts, our country's formal corporate governance began in a special period of economic system transformation and the early development of company law was promoted from top to bottom. The reform of the governance system of state-owned enterprises and the reconstruction of the relationship between the state and state-owned assets gave birth to our country's first Company Law and shaped the power distribution pattern. After decades of development, the listed corporates have encountered a different external environment and were actually undergoing the director primacy corporate governance reform. This will inevitably require our corporate law to make adjustments in the future to respond to the needs of commercial world.

Keywords: Director Primacy; Shareholder Primacy; Modification of Company Law; Economic Roots; Political Soil

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)