

从安然事件论美国公司治理模式

宋永新¹, 杨 蓉²

(1. 复旦大学 应用经济学博士后流动站, 上海 200060; 2. 华东师范大学 商学院, 上海 200062)

[作者简介] 宋永新(1967-), 男, 北京人, 复旦大学管理学院应用经济学博士后, 主要从事证券市场及公司治理研究; 杨 蓉(1968-), 女, 上海人, 华东师范大学商学院世界经济系博士生, 主要从事成本管理公司财务及公司治理研究。

[摘 要] 美国公司的治理结构存在诸多的问题, 主要表现为主权分散, 流动性强, 外部控制受到抑制、企业经营短期化、机构投资者作用不强、审计和会计的独立性存在问题等。我国公司应该从中吸取教训。

[关键词] 安然事件; 公司治理; 证券市场; 控制权; 强制信息披露

[中图分类号] F 271 [文献标识码] A [文章编号] 1671-8828(2003)01-0082-05

2001 年 3 月 5 日,《财富》杂志发表了一篇题为《安然股价是否高估》的文章, 首次指出安然的财务有“黑箱”。

2001 年 12 月 2 日, 安然正式向法庭申请破产。美国《财富》500 强排名第七位的安然公司宣布破产, 以及其他一些著名公司相继出现危机, 暴露了美国公司中存在的一些普遍问题, 使人们不得不对美国公司治理模式进行重新审视。

一、美国公司治理模式的主要特点

经过长期的发展, 美国公司治理逐渐形成了一个稳定的、由事实、法规、习惯和公司内部文件等所构成的框架。这个框架一般被称做美国模式(或英美模式), 其精髓就是股东主权的新古典理念、竞争性资本市场的外部控制和一元制下的外部董事制度。20 世纪 80 年代末 90 年代初美国公司治理结构的特点主要体现在以下几个方面。

1. 股权高度分散。美国股份公司的股票大多为公众所持有。这一方面是因为机构投资者出于“谨慎人原则”分散投资, 通过一定的投资组合来降低其投资风险, 避免因其投资过分集中于某些企业或行业而使自身遭受系统性风险。另一方面是因为法律上的限制。法律严格禁止银行和非银行金融机构持有工业和商业公司的足够起控制作用的大宗股票。

2. 股权的流动性强。所有权的分散使得个人股东不大可能对其所投资的公司具有控制权, 只有通过股票市场上“用脚投票”(卖掉所持该公司的股票而选择其他公司的股票)的方式来选择代理者, 形成对公司行为的约束。这就决定了美国公司股权具有高度流动性。

3. 较为严格的外部市场控制。股权的高度分散和频繁流动、股东投资行为的短期化导致经营层权

力膨胀,监督失控,制约了内部控制机制的运转效率。作为一种替代,外部竞争性资本市场起到了约束美国公司经理人员行为的重要作用。资本市场的作用主要是通过两个途径来发挥的,一是公司控制权的争夺,二是证券市场的信息披露机制。

4. 以独立董事为主的董事会结构。董事会作为公司资产控制权的拥有者,在公司治理结构中起着至关重要的作用。美国是典型的一元制公司治理结构模式,在公司机构设置上没有独立的监事会,业务执行机构与监督机构合二为一,董事会既作为决策机构行使业务执行职能,也作为监督机构监督业务执行。

二、美国公司治理模式的局限性

总体上来说,美国公司制企业在治理结构上的问题主要来源于其股权高度分散、流动性强的特点。在20世纪80年代的美国,公司治理问题主要集中在这样几个方面:

1. 竞争性资本市场的外部监控作用受到抑制。在美国,外部接管的威胁使经理们感受到随时都会被解职的危险,从而达到“胁迫”他们努力工作的效果。

面对竞争挑战和职位威胁,公司经营层则是想方设法,设计创造了种种方案来对抗敌意接管和杠杆收购,20世纪80年代末,美国的立法机构通过了一系列法律使接管活动变得十分艰难。这一切使得其公司治理结构模式中所特有的“竞争可能性”失去了有力的杠杆作用。

20世纪80年代后期,美国公司的经理们争相提高自己的薪酬,引起了公众的普遍不满。另外,外部接管往往能使股价上涨,从而使得一般股东获益。但高层主管为了保持其职位和地位,竭力抵制收购,不惜采取高价回购股票等措施,牺牲股东和公司的利益。

2. 机构投资者的作用有待于加强。尽管美国机构持股在近20年里增长较快,但到20世纪80年代为止它所发挥的作用仍极为有限。如前所述,出于避险需要的投资分散化和受交易差价驱动的投资动机,加上法律对其持股份额的种种限制,使机构投资者在美国公司治理结构中的地位和作用极为有限。

3. 市场压力导致公司经营行为短期化。公司经营短期化是美国公司饱受责备原因之一,美国公司行为短期化是与公司治理结构密切相关的。外部威胁对经营层的影响主要是通过对公司股票价格的调整来进行的。但频繁的交易及股价的反复无常,却使得这一机制受到了极大的扭曲。如果经理们发现自身无法控制公司的股票价格受一些偶然因素的影响而下降,他们就会被迫采取牺牲公司长期最佳赢利目标的行动而专注短期的经营行为,以便向市场传递一个看起来短期赢利的信息。

4. 董事会缺乏独立性,独立董事不独立。安然公司的17名董事会成员,除董事会主席肯尼思·莱和首席执行官杰弗里·斯基林外,其余15名董事均为独立董事。审计委员会的7名委员全部由独立董事组成。独立董事不乏知名人物,包括美国奥林匹克运动委员会秘书长、美国商品期货交易管理委员会前主席、通用电气公司前主席兼首席执行官、德州大学校长、英国前能源部长等社会名流。但即使这些德高望重的独立董事们,也未能为安然公司的股东把好对高层管理人员的监督关,最终导致投资者损失惨重。究其源是因为独立董事并不真正独立,安然公司由15位独立董事组成的董事会中有10人几乎全都有与这家公司签订咨询合同、与慈善机构有共同的联系。安然仅在2000年召开了九次董事会,董事每人接受了公司7.9万美元的薪金。安然共签订了七份涉及14名董事的咨询服务合同,还有多项与不同董事所在的企业进行产品销售的合同,或是向一些董事任职的非盈利机构捐款。安然董事会显然像是一个“有浓厚人际关系的俱乐部”。董事会缺乏独立性和独立董事不独立的现象在美国其它许多上市公司都存在。安然案例说明,在许多时候,董事会可能受到管理层的影响乃至控制。很难真正独立,往往受公司管理层的支配。如果没有媒体和市场力量施加的强大压力,“独立的董事会”有可能疏于股东委托的诚信责任。

5. 审计的独立性存在问题。美国的公司大部分建立了内外审计体系。公司董事会一般都设有审计

委员会,成员主要由独立董事组成,其职责大致为:审阅财务报告、监督内部控制系统操作的有效性、定期会晤外部审计师、讨论程序及重大会计问题、确保公司政策符合有关法律及专业守则、审阅董事酬金及审计师酬金的合理性等。但从安然事件反映出,美国的公司审计委员会成员大多数由已退休管理人员担任,一般都与管理层有良好的关系,独立性差。因此,有必要对独立董事资格进行严格界定。界定的内容主要包括:没有参与公司管理、不代表任何主要股东、和公司主要的合伙人没有关系、最好不持有公司股权等。

美国公司的外部审计机构的独立性也存在严重问题。安达信除去单纯的审计外,还为安然提供咨询服务。由于咨询与审计业务没有完全分开,关系过于亲密、缺乏独立性的结构,难免会导致外部审计机构与客户“相互勾结”。在收取巨额咨询服务费的情况下,外部审计机构很难如实发表审计意见,披露被审计公司财务报表的不准确性或存在的误导因素。

6.管理层的薪酬过高,期股、期权被滥用,缺乏透明度和有效监督。据统计,在美国《财富》500 强公司中,有 90%以上推行股票期权。在纳斯达克上市的企业推行股票期权的也同样在 90%以上。据估计,美国企业高层经理人员在去年接受的酬金有 60%来自股票期权。股票期权固然起到了部分激励作用,但期权的滥用,缺乏透明度和有效监督以及管理层在任期内行权,使股东利益受到侵害。由于股票期权不记入企业成本,使得企业赢利被高估。

三、美国公司治理的改革

自安然事件发生后,布什总统和美国国会、美国会计总署、美国联邦检察院、美国司法部和联邦调查局、美国联邦储备银行、SEC 等迅速作出反应,分别从不同角度提出相应对策,并付诸实施。值得注意的是布什总统的十点建议和美国国会的强化会计监管法案。

1. 布什总统的十点建议。美国总统布什多次对进行会计造假的上市公司进行谴责,表示对假账丑闻进行全面调查,并声称要将有关人员绳之以法。2002 年 3 月 7 日,布什总统在出席“MalcolmBalding 国家质量奖”颁奖典礼上,就安然事件后如何强化公司约束、加强会计监管、保护投资者利益等问题,提出了十点建议:

第一,每个投资者都有权按季度获得为评价公司经济业绩、财务状况和财务风险所需的信息。SEC 应确保公众公司为提供给投资者信息的真实性和公正性负责,这种信息应当用简单的语言描述。

第二,每个投资者对关键性信息应当拥有迅速知晓的权利,SEC 应当扩充在报告期内要求提供及时披露重要文件的名单。

第三,公司首席执行官应当为公司财务报表及其他披露信息的准确性、时效性和公允性提供个人承诺。

第四,首席执行官或其他官员不能被允许利用错误的财务报表获利,一旦违反,一切从不当行为中获取的红利、补偿和其他激励形式应被勒令吐出。

第五,滥用职权的首席执行官或其他官员应当失去他们在任何一家公司担任领导职务的权利。

第六,公司应及时披露涉及公司官员、主管人员在最近两个交易日买进或卖出股票的重要交易。

第七,应当使投资者对外部审计师的独立性和诚实性拥有足够的信心,应当禁止外部审计师向同一客户同时提供审计服务和咨询服务。

第八,应当建立一个独立的公众监督机构,该机构有权在任何需要的时候调查和监督,通过惩处个人违规增强其道德准则。

第九,会计准则制定者(美国财务会计准则委员会 FASB)必须对投资者的需求负责,应当迅速提供反映经济事实,而不是仅仅与技术要求相匹配的会计准则。

第十,公司的会计系统应当与同行业中最好的公司相比较,寻找薄弱环节和漏洞,不断提升公司的

会计控制。

布什总统十点建议的核心内容可以概括为三个方面:一是强化会计监管,二是约束公司高管人员,三是为投资者提供更好的信息。

2. 国会的会计监管法案。2002年4月22日,美国国会众议院通过了一项会计监管及透明度法案的议案,这是一项加强会计监督、强化信息披露、完善公司治理、防止内幕交易的议案。该法案的内容主要包括,设立一个公共监管机构(公共责任理事会),该机构成员中至少有6名独立的公共人士,会计职业界成员不超过3名,同时明确会计职业界成员只在会计技术方面有决策权,而对会计师的纪律处罚和裁决不具有发言权和表决权。该机构有较强的监管权力,有权制定相关执业准则,对注册会计师的独立性、职业道德和工作质量进行审查等。该法案禁止注册会计师为一家上市公司同时提供审计和咨询服务;还要求公司高层人员在内部交易发生后及时披露;同时,法案对公司高层人员加以更多的约束。

3. SEC及证券交易所的改革措施。作为股票市场基础设施的提供者证券交易所和股票市场的监管者SEC都感到了前所未有的压力。2002年2月13日,SEC主席哈维·皮特要求证券交易所重新审视其公司治理方面的具体标准。纽约证券交易所和纳斯达克率先行动起来,成立了专门的研究小组,负责对上市规则进行修改。2002年5月22日,纳斯达克率先将规则修改的草案报送SEC,纽约证券交易所也在随后的6月6日,将规则修改草案报送SEC。经过两个月的研究讨论后,修改后的规则预计将在下半年开始实施。

两大交易所提出了很多相似的改革方案,这些改革方案主要是针对以上问题提出的。其中至关重要的是增加独立董事的数量和提高独立董事的独立性,加强对公司管理层的监督等。纽约股票交易所提出的方案更加详细和具体,它还建议SEC加强对注册会计师行业及公司CEO的监管。

这些措施表明,美国朝野已认识到美国公司治理中存在的严重问题及公司治理改革的迫切性。这些改革建议如果付诸实施,将成为交易所上市规则的一部分,将对所有美国上市的企业都有约束力。

四、研究的结论及对我国的启示

1. 研究的结论。美国的公司治理模式是美国的经济,历史文化、法律制度混合作用的产物,作为资本主义发达国家的典范,其治理模式是有效的。

美国公司治理模式不是一成不变的,治理模式应该随着社会和经济形势的变化而进行适当的调整;

安然等一系列事件的发生是与美国的整个经济制度相关联的,安然事件的原因是复杂的,它涉及美国的政治,经济、文化等多方面的原因,并不完全是公司治理问题。

公司治理的措施有被滥用的可能,安然事件在公司治理方面的原因,更多的是制度被滥用,而不是制度本身的问题,例如上面谈到的三方面问题(独立董事的非独立,审计的独立性,期权的滥用)。

美国的公司治理模式不可能是完美无缺的,制度设计上的缺陷是被滥用的根本原因,所以考察美国公司治理模式应该看主流,不应该用制度设计上的缺陷否定整个制度;美国的公司治理模式是在不断的调整中逐步完善的。

2. 对中国公司治理的启示。我国的公司治理状况和美国的情况有着显著的区别。如前所述,美国公司治理的问题主要是由于股权高度分散导致股东对管理层缺乏约束,而外部监督机制不完善所造成的。恰恰相反,我国公司治理的问题是由于股权过度集中所造成的。但是,股权的高度集中所带来的后果却很相似:由于国有股权代理人的缺位而形成了内部人控制的现象。所以,我们应该:

(1)完善独立董事制度;

(2)继续完善会计准则,加强对会计师事务所的监督和管理;

(3)加强证券市场监管,完善强制信息披露制度;

(4)建立有效的信用机制;

(5)加大证券市场的执法力度,对各种破坏证券市场秩序的行为进行打击;

(6)完善和规范公司重组,加强对关联交易的监管及对内幕交易的打击;

(7)证券市场的规范化建设是渐进的,我国证券市场的问题是发达的资本主义国家也不可避免的,成熟的经验我们应借鉴,但应考虑我国的具体国情及经济发展状态,不要拿发达国家百年的发展历程与刚刚建立市场经济体系的中国相比较,欲速则不达;

(8)我国公司治理模式的建立应借鉴发达国家的先进经验,但不应照搬。

美国公司治理的改革,表明了公司治理的模式随着市场的变化在不断地演变,没有任何一个模式是完美和一成不变的,只有不断改革,不断创新,才能适应不断变革的经济和社会的需要,我国的公司治理也需要在改革中不断完善,建立既能与国际接轨,又能解决中国实际问题的公司治理模式。

[参 考 文 献]

- [1] 宋玉华. 美国新经济研究[M]. 北京, 人民出版社, 2002.
- [2] 章 彰. 安然之死[M]. 北京, 中信出版社, 2002.
- [3] [美] 沃尔特·J 萨蒙. 公司治理[M]. 孙经纬, 高晓辉译. 北京: 中国人民大学出版社, 2001.
- [4] [美] 玛格丽特·M 布莱尔. 所有权与控制[M]. 张荣刚译. 北京: 中国社会科学出版社, 1999.
- [5] LAZONICK, William. Control the market for corporate control: the historical significance of managerial capitalism[A]. Industrial and corporate change: 1[C]. Oxford: Oxford University Press, 1992.

(责任编辑 邹惠卿)

Research American Corporate Governance from Enron Crisis

SONG Yong-xin¹, YANG Rong²

(1. Post doctor of applied Economics, Fudan University, Shanghai 200060, China;

2. Business School, Eastern China Normal University, Shanghai, 200062, China)

Biographies: SONG Yong-xin (1967-), male, Post doctor of Applied Economics Fudan University, majoring in securities market and corporate governance; YANG Rong (1968-), female, Doctoral candidate, Business School of ECNU, majoring in cost management, finance management and corporate governance.

Abstract: Starting with Enron crisis, the author analysis the history of America Corporate Governance, research the forming and development of America corporate governance, summarize the characteristics and limitations of the model, in the end give proposal that been applied in China.

Key words: Enron Crisis; securities market; corporate governance; ownership and control information disclosure