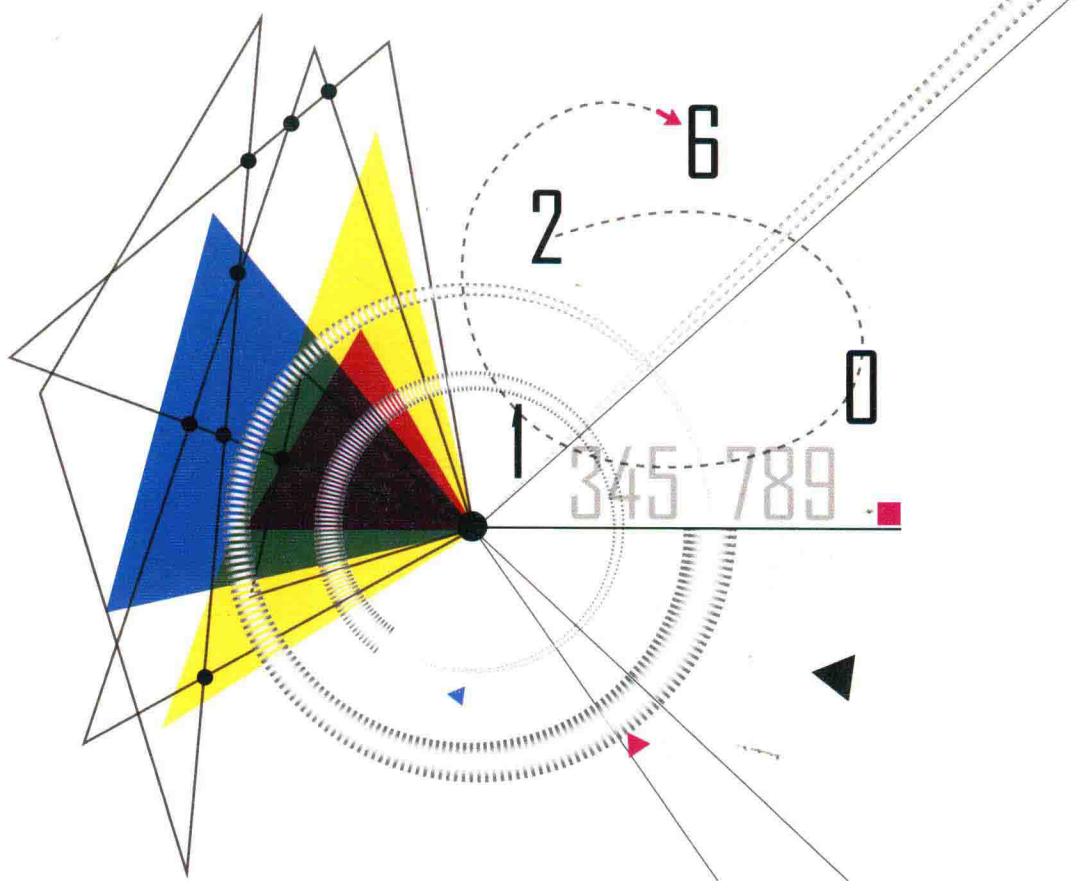




Corporate Governance of
Non-listed Companies (First Edition)

第一版

非上市公司治理

约瑟夫·A.麦卡赫里 (Joseph A. McCahery) 著

埃里克·P.M.韦尔默朗 (Erik P.M. Vermeulen)

叶祥 译

 中国金融出版社

非上市公司治理

(第一版)

约瑟夫·A. 麦卡赫里 (Joseph A. McCahery)
埃里克·P. M. 韦尔默朗 (Erik P. M. Vermeulen)

著

叶 祥 译



中国金融出版社

责任编辑：石 坚

责任校对：孙 蕊

责任印制：张也男

在美国出版

牛津大学出版社，纽约

© J. A. McCahery 和 E. P. M. Vermeulen, 2008

图书在版编目 (CIP) 数据

非上市公司治理 (Feishangshi Gongsì Zhìlì) (第一版) / 约瑟夫·A. 麦卡赫里 (Joseph A. McCahery), 埃里克·P. M. 韦尔默朗 (Erik P. M. Vermeulen) 著; 叶祥译. —北京: 中国金融出版社, 2017. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9098 - 3

I. ①非… II. ①约…②埃…③叶… III. ①企业管理 IV. ①F272

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 166834 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 19

字数 271 千

版次 2017 年 8 月第 1 版

印次 2017 年 8 月第 1 次印刷

定价 68.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9098 - 3

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947



前 言

21 世纪初的公司治理丑闻，使如何构建公众持股公司（Publicly Held Corporations）这一问题成为公开辩论的焦点。这并不奇怪，当时公司治理已俘获了法律和公众的想象力，关于公司治理的书籍、文章和报告极其丰富。的确，无论在发达国家还是在新兴市场，公司治理改革已聚焦于董事会结构、高管薪酬、信息披露、内外部审计程序以及对董事不当行为的制裁等方面。但这些并非全部，我们也已注意到，立法者们为审计师、分析师和评级机构的诚信制定了新的标准。

公司治理方面的许多改革使诸如家族企业（Family Businesses）、国有企业、私有企业、合资企业等非上市公司似一潭“死水”。因为非上市公司对社会有着显著的影响，想要充分地致力于提升这些企业的治理水平，不能仅仅将老旧的、与上市公司相同的法律规则运用于这些私人企业中，而是要如何正确地运用这些法律规则。而且，缺乏完整的风险分散机制和一个活跃的公司控制权市场，可能会引发更大的风险，并强化人们对一系列独立的、与上市公司不同的公司治理机制的需求。本书的目的是让读者更好地理解非上市公司的治理问题，并提供一个关于法律规定、规章制度

和其他机制如何处理公司层面的冲突，以及涉及第三方和政府行为间冲突的新视角。

在撰写本书的过程中，我们从许多有价值的评论和建议中获益。我们特别要感谢 John Armour、Marco Becht、Arnoud Boot、Louis Bouchez、William Bratton、William Callison、Douglas Cumming、Christoph van der Elst、Luca Enriques、Merritt Fox、Leo Goldschmidt、Gerard Hertig、Masato Hisatake、Grant Kirkpatrick、Reinier Kraakman、Florencio Lopez - de - Silanes、Wilhelm Niemeier、Enrico Perotti、Luc Renneboog、Larry Ribstein、Jun Saito、Armin Schwienbacher、Tom Smith、Allan Vestal 和 Dirk Zetzsche。我们同样感谢那些较早地得到本书部分章节的初稿，并提供了有益评论和意见的研讨会及研修班的参与者，包括 2004 年 3 月和 2004 年 11 月分别在巴黎、莫斯科召开的经济合作与发展组织（OECD）的俄罗斯圆桌会、2005 年 8 月在东京举办的经济贸易产业研究院（RIETI）的研修班、2006 年 2 月在东京举办的经济贸易产业研究院与反种族和反法西斯主义（RIETI - CARF）的政策座谈会、2005 年 4 月 OECD 和国际金融公司（IFC）在伊斯坦布尔召开的关于非上市公司治理的会议、2005 年 11 月在巴黎召开的关于非上市公司治理的 OECD 专家会议、2006 年 2 月在印度新德里召开的关于公司治理的印度企业事务管理部与 OECD 的政策对话、2007 年 6 月在巴黎召开的关于私人产权的 OECD 专家会议，以及 2007 年 6 月在柏林召开的第五届欧洲公司和法人治理会议上的参会者。

我们同样感谢许多为我们的研究提供帮助的蒂尔堡大学国际商务法专业的学生，他们是 Gulkiz Bayrak（2005）、Sandrine Dumont（2005）、Aniek Hos（2007）、Vladimir Kordos（2006）、Jose Miguel Mendoza（2007）和 Dominika Schweighoferova（2006）。我们感谢 Wikke Hulsbosch 协助我们分析英国高级快车在荷兰的使用。我们感谢 James J Risser 在终稿复核中的专业协助。

我们也感谢来自许多机构的研究支持，如阿姆斯特丹企业融资中心（ACCF）、阿姆斯特丹法律和经济中心（ACLE）、蒂尔堡大学公司法律中心、蒂尔堡法律和经济中心（TILEC）、经济合作与发展组织（OECD）、

荷兰经济事务部、荷兰金融市场管理局（AFM），以及遍及欧洲的商业注册互操作性项目（BRITE）。

我们对家庭亏欠甚多。约瑟夫·A. 麦卡赫里对在写书期间妻子 Coby 给予他的鼓励、理解和建议，对他女儿 Meagan 给予他的耐心和幽默表示由衷的感谢。

最后，我们要感谢牛津大学出版社编辑 John Louth 和 Gwen Booth 的支持和专业性的工作。

约瑟夫·A. 麦卡赫里
埃里克·P.M. 韦尔默朗

目 录

1 非上市公司的公司治理框架 1

- 1.1 治理框架的三个支柱 3
- 1.2 非上市公司的经济结构 8
- 1.3 综述 15
- 1.4 结论 17

2 第一支柱：公司法律——非上市公司一个“适合全部”的工具 19

- 2.1 公司或合股公司的出现 21
- 2.2 作为标准契约的公司形式 26
- 2.3 封闭型公司的出现 29
- 2.4 封闭型公司在 21 世纪作为一个适合全部的载体 37
 - 2.4.1 信息披露与透明度 43

2.4.2 股东参与和分红 49

2.4.3 少数股东的保护 51

2.5 21 世纪封闭型公司作为一个通用的载体 57

3 欧洲公司法的发展 59

3.1 介绍 61

3.2 公司法改革的基础——欧盟法律 64

3.2.1 欧盟公司法指令 64

3.2.2 公司法改革的催化剂——欧盟层面的公司形态 68

3.2.3 SE 的实践影响 70

3.3 公司法改革的基础——ECJ 判例法 76

3.3.1 “设立流动”判例法 76

3.3.2 “重组流动”判例法 78

3.3.3 设立流动对公司法改革的影响 79

3.4 欧盟重组流动面临的障碍 88

3.4.1 有关障碍的现状 89

3.4.2 出境税壁垒 95

3.4.3 破解重组流动障碍可能的方法 98

3.5 重组流动对于公司法改革的影响 100

4 美国和亚洲公司法的发展 103

4.1 前言 105

4.2 美国的发展 109

4.3 混合型公司形式在亚洲的引入 128

4.4 混合型公司形式对经济的影响 134

4.4.1 混合型公司形式的内在优势 136

4.5 结论 144

5 第二支柱：合同安排	147
5.1 介绍	149
5.2 合资企业	150
5.2.1 相互信任条款	153
5.2.2 争议的解决和终止	154
5.3 家族企业	157
5.4 风险资本支持型公司	161
5.4.1 风险投资公司的治理和筛选	164
5.4.2 风险资本投资的分段融资	165
5.4.3 监控程序	167
5.4.4 可转换优先股	168
5.4.5 风险投资公司的退出战略	170
5.5 私募股权基金和对冲基金	172
6 私募股权基金与对冲基金的契约治理：案例研究	175
6.1 简介	177
6.2 对冲基金与私募股权基金	179
6.3 对冲基金和私募股权基金的活动	183
6.3.1 对冲基金	183
6.3.2 私募	187
6.4 汇集成池的投资工具：对冲基金和私募股权基金	191
6.4.1 有限责任合伙结构	192
6.4.2 限制性契约	195
6.5 结论：对冲基金和私募股权基金的融合与差异	198

7 第三支柱：可选的指引 201

- 7.1 介绍 203
- 7.2 当代人对公司治理的争论 203
- 7.3 非上市公司：自愿遵守公司治理措施 210
- 7.4 公司治理的未来：重新关注非上市公司 217
- 7.5 非上市公司的可选指引 219
- 7.6 结论 226

8 混合公司形式与不正当交易的监管 229

- 8.1 介绍 231
- 8.2 控股股东 234
- 8.3 关联方交易 236
 - 8.3.1 为何应当关注关联方交易 236
 - 8.3.2 理解竞争监管的愿景 237
 - 8.3.3 关联方交易的识别 238
 - 8.3.4 帕玛拉特案例 239
- 8.4 关联方交易的监管 242
 - 8.4.1 信息与透明度 242
 - 8.4.2 特殊目的实体 244
- 8.5 合法的商业实体及其滥用的可能性 245
 - 8.5.1 法律工具的链条 249
 - 8.5.2 受益权的披露 249
 - 8.5.3 同反洗钱作斗争以及中介的作用 251
- 8.6 结论 254

9 非上市公司治理：前方的道路 257

9.1 新的公司治理辩论 259

9.2 非上市公司的公司治理框架 260

9.2.1 公司法律对外国直接投资的限制 262

9.2.2 股权市场的发展 263

9.2.3 私有化决定和私募股权投资公司上市 264

9.3 我们的立场在哪里 266

参考文献 267

1.1 治理框架的三个支柱

新千年的一个特征在于全球公司治理实践发生了富有活力且前所未有的变化。几个财务缠身 (Finance-ridden) 的丑闻为实施重要的法律和监管改革提供了新动力。当然, 这些丑闻不仅有利于将公司治理提上政策议程, 而且有利于使公司治理成为公众公司 (Public Firms) 日常决策过程的组成部分。可以肯定的是, 只要广泛且分散的投资者们将钱投资到诸如荷兰东印度公司那样危险的企业, 那么它们在管理上的胡作非为就会遍及各处, 而且政策制定者 (Policy-makers) 和立法者一如既往地试图减轻根本性的治理失败和错误 (Ferrarini, 2005)。然而, 无论是在理论上还是在地理概念上, 对公司治理的探讨从来就没有达到这么重要的程度。普遍观点认为, 由于设立了过多累赘的、又似乎无法防止治理失败的规则, 所以当前的公司治理活动已趋向于是对这些规则的过度反应 (De Jong, 2006)。如果不加抑制的话, 这一趋势可能危害企业家的信心和长期的经济增长。例如, 公司治理的规定已导致小企业反思它们在证券交易所上市的行为 (Kamar、Karaca-Mandic 和 Talley, 2006)。更加令人担忧的是, 公司治理给高级管理人员带来的压力, 以及对违规行为的严厉处罚, 使初创公司 (Start-up Companies) 不愿使用首次公开发行 (IPO) 进行进一步融资, 从而阻碍了其经营业绩和发展^①。这反映了一些问题, 即政策制定者、立法者和守门人 (Gatekeeper) 机构的“一刀切” (One-size-fits-all) 心态 (Arcot 和 Bruno, 2006), 以及可能对非上市公司运营和发展造成危害的现有的成功战略。

尽管公司治理改革特别针对公众持有公司, 但它们可能也影响着非上

^① Wall Street Journal, IPO Obstacles Hinder Start-Ups, 25 January 2006. 一个高增长性初创公司的生命周期可以典型地分为三个主要的融资阶段: (1) 早期融资; (2) 扩张融资; (3) 公开募集上市/收购/买断融资。

市公司（Non-listed Firms）。除了来自政府机构的压力外，外部利益相关者（诸如客户、借款人、保险公司和股权投资者们）也越来越要求非上市公司遵守那些为上市公司量身打造的公司治理规则和原则。如此一来，这些第三方利益相关者竭力去确认其内部治理程序满足高且可靠性的标准，并努力传递最新且适当的企业财务信息。这种发展将使非上市公司成为公司治理改革的“失败者”。然而，在大多数情况下，部分公司治理改革措施的实施似乎是自愿接受的，或者是被审计师推荐的，以期降低成本。控股股东或董事会成员往往相信，更强的内部控制和独立董事的任命有助于提高公司决策的水平。而且，遵守更高的治理标准似乎增加了出售公司甚至公开上市的机会^①。

就此而论，对“一刀切”的公司治理方式以及对非上市公司业绩进行监管的经济效益问题，有形形色色的解答。一方面，人们普遍承认，公司治理的规则和原则提升了企业内部的效率、透明度和会计责任，从而促进了经济可持续发展和财政稳定。另一方面，有观点认为公司治理活动过度时，人们可以非常有理由地认为，非上市公司通常并未从运用不相称的公司治理规则和原则的外溢效应中获益。不仅因为遵循的成本过高，而且因为非上市公司所特有的组织架构需要一个有别于公众持有公司的治理方式。因此，总而言之，一个与经济社会对非上市公司要求不一致的公司治理框架，将产生“过时”的缺陷，并且不会实现控制代理人问题和减少交易成本的合法策略。

本书的主要目的是充分考虑非上市公司及其商业结构的需求，并且提出一个将对这些公司经营发展产生积极影响的公司治理架构。我们将探讨把公众持有公司的公司治理措施运用于非上市公司相关的成本与收益中。富于进取的公司治理活动和媒体的关注已造就了人们对公司治理的认知，也使政策制定者和法律专业人员对公司治理规则的范围产生了不确定性。这是为什么呢？这种情况从未使政策制定者更加注重非上市公司的治理。传统上，对公司治理的探讨并不寻求理解封闭持股公司（Closely Held

^① *Wall Street Journal* (J Badal and P Dvorak), Sarbanes - Oxley Gains Adherents, 14 August 2006.

Companies) 的组织体制, 以及因把公众持股公司的法律策略机械地运用于非上市公司而产生的矛盾。而且, 大多数对非上市公司的研究主要是从私人企业的经济层面进行, 从而对其治理层面的研究有限。因此, 难以说存在对公司治理的探讨, 其明确论述了满足非上市公司要求的特殊问题、机制和功能。然而, 如以下章节所说明的, 由于上市公司及其投资人似乎最终接受了新的和更严格的公司治理措施, 我们开始看到一种趋势, 即政策制定者越来越倾向于向非上市公司提供一个将促进强有力决策、会计责任、透明度以及企业最终业绩的治理框架。

私募股权基金和对冲基金, 大多在封闭型公司和合伙企业的治理结构中发挥作用。其在公司治理和公司控制中扮演越来越重要角色的时代中, 上述趋势变得更加紧迫。对冲基金和私募股权基金所带来的激进主义的快速转型已变得如此普遍, 这被一些人预言为下一次公司治理革命 (Partnoy 和 Thomas, 2007)。这种激进主义的代表性特点通常是合并与企业重组、增加杠杆、股息再资本化, 以及管理层和董事会成员的更替。在较小程度上, 私募股权基金强有力地激励管理层为股东利益和创造企业价值而努力。结果是, 如果一个企业管理不善, 这些基金将通过集中和杠杆化的方式使用资金, 以接管公司控制权, 同时开始一个不同的、更有效益和效率的经营策略。然而, 尽管这些股权基金有潜力对公司董事会和管理层施加巨大的惩戒, 但它们被朦胧的神秘、晦涩和复杂难懂所笼罩。此外, 私募股权基金特别是对冲基金被指责追求短期回报而忽视长期目标。巨额资金投资所涉及的风险需要针对投资基金的公司治理措施。因此, 通过关注这些其他形式的非上市公司, 我们力求对投资者所有公司的优势和局限性、用于避免所有者投机主义的契约机制, 以及鼓励基金经理干预公开上市公司治理的市场驱动力有更好的理解。

可能更为重要的第二方面是, 关注非上市公司的原因是为了考察全球竞争市场的不间断压力是如何带来不同的组织安排 (如合资企业), 以覆盖大范围的跨国企业活动。证据表明, 这些组织安排是限制风险、降低成本与增加经营规模和范围的重要机制。跨国企业成为全世界合资企业的一部分, 目的是获取技术诀窍。更重要的是, 当内部太难或成本太高, 无法

获取制造、分销和其他资产时，全球化和消费主义就越来越多地推动中小企业相互或与大跨国公司成立合资企业。因此，合资企业带来新技术的进一步发展并减少国际壁垒，这并不令人意外。有人主张，一个精心设计的治理体系能提高合资企业的寿命和成就。然而，问题是哪种合资合伙机制常被用来预防投机主义并鼓励价值最大化的产出。本书将区分非法与合法的机制，后者能便利合作，并且强调实施混合商业模式的积极方面，即它提供当事人有限的责任、有弹性的治理结构以及可转嫁的税负。

相似的问题出现在家族所有企业（Family-owned Businesses）的治理中。这些家族企业对企业拥有显著影响力或具有控股股权，它们通过控股公司、合伙企业或其他非上市公司实体来拥有这一企业。间接所有权的形式意味着，组织结构的效应和提升控制力的措施经常会在家族不同代际之间以及控股和非控股股东之间产生紧张关系。家族企业是许多经济部门的领导力量。家族企业促进了增长，并被认为是创造了就业的公司（Villalonga 和 Amit, 2006）。由于它们所具有的、常常提供有效决策规程和对市场深度理解的非正式结构，家族企业有时也延续着它们的强大竞争力，尤其在新兴市场。尽管存在这些组合的竞争优势，家族企业还是经常面临由于家族和商业生命周期动态变化而导致的、令人苦恼的治理和改组议题（Ward, 2005）。如果不采用更正式的治理架构，随着创始、扩张、成熟等每一个连续或更替的商业发展阶段，家族所有企业似乎越来越不能利用之前的优势，这可能最终导致公司的破产或解散。有着清晰治理规则和指引、有着强大品牌或具备前沿科技的家族所有企业可能存活并保持成功。虽然有许多针对家族所有企业的成功策略，但有人提出，政策制定者应该集中资源用于寻求解决方案，这一方案能使家族企业信奉那些不考虑商业发展阶段而能推动其长期成功的策略。这一点尤其重要，因为最近的实证研究显示，家族首席执行官（CEO）任命的大幅下降正导致企业长期绩效显著不佳（Bennedsen、Perez - Gonzales、Nielsen 和 Wolfenzen, 2007）。改进治理结构，不仅提供了一个更有效的方式去处理那些影响业务的家庭事务，而且释放了搞好经营所必需的管理资源，并因此使资本密集型产业得