

郁光华 / 著

F A L U Y U G O N G G O N G Z H E N G C E

法律与公共政策 问 题 研 究

W E N T I Y A N J I U

——郁光华法律和经济论文选

中国社会科学出版社

郁光华/著

F A L U Y U G O N G G O N G Z H E N G C E

法律与公共政策 问 题 研 究

W E N T I Y A N J I U

——郁光华法律和经济论文选

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

法律与公共政策问题研究：郁光华法律和经济论文选/
郁光华著. —北京：中国社会科学出版社，2005.8

ISBN 7-5004-5200-4

I. 法… II. 郁… III. ①法律-中国-文集②经济-
中国-文集 IV. ①D920.4-53②F12-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 093614 号

责任编辑 刘 兰

责任校对 郭 娟

封面设计 王 华

版式设计 张汉林

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010-84029453

传 真 010-84017153

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京奥隆印刷厂

装 订 三河鑫鑫装订厂

版 次 2005 年 8 月第 1 版

印 次 2005 年 8 月第 1 次印刷

开 本 850×1168 毫米 1/32

印 张 7.625

字 数 193 千字

定 价 20.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

我是一个法经济学者。在过去十五年的学习和教学生涯中，我把研究的精力集中在法律制度对效益的影响和怎样使分配正义和纠正正义的目标在社会法律制度中更好地得以实现。对这些问题的思考常常使我想起我在多伦多大学法学院学习时所受到的影响。Michael Trebilcock、Ernest Weinrib、Bruce Chapman、George Triantis 和 Alan Brudner 都是非常杰出的学者。我在听他们的课和看他们的学术著作中吸收了无比丰富的智力元素。他们对我的影响无论在法经济学方面还是在法哲学方面都是十分深远的。通过他们，我进一步接触了法经济学和法哲学领域中无数世界一流的很有思想的学者。

在用法经济学原理分析和探讨中国法律问题，我发现我国的各种部门法律机制中经常出现不利于财富增长的效益损失现象。由于政治因素，我国的很多企业还难以完全以利润最大化为目标。即使能确定利润最大化目标，这些企业也不能有效地使用足够多的激励机制去促使企业中的代理人努力地为企业的利益工作；政治因素也使得许多市场和合同机制不能被运用，从而难以有效地监督企业中的代理人。我国的经济学和法学研究不能很好地结合起来去分析这些问题，这让我感到忧虑。我所写的关于公司治理、风险资本、民间非正规融资市场与派生诉讼的文章都是针对这些问题的。我非常关注我国法律

教学和法律执行实践中轻视分配正义和纠正正义的现象，无论是法律研究不能理论化还是不能使用经验调查的方法去更完善地证明理论都是非常有害的。我写的关于医疗事故的法律改革对保险市场的影响和用完全性的无过失保险机制替代交通人身伤亡事故处理的侵权法机制正反映了这种思考。在经济和竞争日益全球化的今天，我也非常关注电力和电信体制的改革。在这些行业放松管制和引入竞争已是不可避免的趋势，如何更好地推行改革不仅需要更好的理论而且需要深入的经验调查，我的三篇关于电力和电信体制改革的文章在这方面作了初步的尝试。

写这九篇文章得益于在许多大学的学术会议和讲座。我在墨尔本大学法学院、澳大利亚新英格兰大学商学院、北京大学法学院、清华大学法学院、人民大学法学院、中国政法大学和西北政法学院演讲后都得到了不少有益的批评和建议。在此，对向我提出批评和建议的学者和学生表示感谢。

我还特别感谢复旦大学法学硕士和香港大学普通法硕士研究生刘海叶，她为本书做了非常优秀的编辑校对工作。当然，书中的错误只属于我一人。

本书收集了九篇文章。其中有几篇已经发表在国内的经济学或法学期刊上了。《走向机构竞争模式的比较公司治理制度研究》发表在 2002 年第六期的《中国经济问题》上；《比较风险资本市场研究的政策意义》刊登在 2002 年第四期的《法学家》上；《建立适合中国国情的公司派生诉讼制度》发表在 2003 年第二期的《法大评论》上；《从医疗事故的法律改革看中国侵权法的趋向及其对保险市场的影响》刊登在 2003 年第二期的《复旦法律评论》上。

本书的写作常常使我不能很好地照看我的儿子颖洲和女儿

颖捷，我有时也抱怨妻子佩珍不能从工作中多抽出点时间来辅导孩子，这些事情都使我内疚。我谨以此书献给她们。

与我的第一本中文书《法律与经济问题研究》一样，本书也收集了九篇法律与经济论文。我的中文书都很薄，这有许多原因。我写中文学术文章的速度历来很慢，我的原则是别人已写或能写的我尽量不写。另外，如果等到有更多的文章时一并出版，书中的有些文章可能已过时了。再有，我在香港大学的教学和研究工作也要求我把更多的精力放在写英文著作方面。

假若这些文章能使我国的学者更广泛和深入地思考和讨论我国法律、公共政策以及这些法律和公共政策背后的不同社会价值观念问题，那么本书的目的也就达到了。

郁光华

2004年7月22日

于香港大学

目 录

前言	(1)
走向机构竞争模式的比较公司治理制度	
研究	(1)
比较风险资本市场研究的政策意义	(40)
建立适合中国国情的公司派生诉讼制度	(61)
从温州民间非正规融资市场看发展中小	
型企业融资市场的重要性	(95)
走向交通人身伤亡事故处理的完全性无	
过失保险机制	(110)
从医疗事故的法律改革看中国侵权法的	
趋向及其对保险市场的影响	(154)
从交易成本经济学看我国的电力体制	
改革	(176)
国外引入竞争的电信体制改革	
——经济政策和法律相干吗?	(203)
竞争环境下的普遍服务机制取向	
——法经济学的应用	(222)

走向机构竞争模式的比较公司 治理制度研究

一、引 子

伯尔和弥恩提出的由公司控制权和剩余资产所有权相分离而产生的问题在美国引起了极大的关注。^① 早期对公司控制权和剩余资产所有权相分离的根源的解释侧重于规模经济和管理者的专门知识。如果经济原因的解释是惟一正确的,那么经济竞争的动力将使各国的公司治理制度走向单一的模式。但是,罗尔的研究表明相似发达的国家却具有很不相同的公司治理制度。^② 尽管世界各国公司治理制度具有很大的差异性,但是大量的研究仍然集中在是否有最佳的公司治理制度模式上。有的学者更大胆地把一国的公司治理制度和经

① Adolf Berle and Gardiner Means, Jr., *The Modern Corporation and Private Property* (1932). George Stigler and Claire Friedland, "The Literature of Economics: The Case of Berle and Means" 26 *Journal of Law & Economics* 237 (1983); Harold Demsetz and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences" 93 *Journal of Political Economy* 1155 (1985).

② Mark Roe, "A Political Theory of American Corporate Finance," 91 *Columbia Law Review* 10 (1991); Mark Roe, "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States" 102 *Yale Law Journal* 1927 (1993).

济的表现联系起来。本文第二节从功能的角度阐述可能世界上并无最佳的单一公司治理模式；第三节讨论比较公司治理制度研究是否可以或有必要将公司治理制度和一国的经济表现相挂钩；第四节尝试在比较公司治理研究中建立一个机构竞争的模式，并讨论该模式对发达国家和像中国这样的发展中国家的指导意义。

二、最佳模式的寻找

公司的建立和成长需要资本，而资本通常可以通过举债或发行股票而筹得。当然这两种筹资的方式都会在资本使用者和供给者之间产生摩擦。股票融资会造成由股票融资而产生的代理成本，而举债融资会造成因债务融资而产生的代理成本。^①由于通过股票融资或债务融资去从事公司活动并不相互排斥，^②大多数公司同时使用这两种融资方式。然而，这两种融资方式会导致不同的结果。跟德国和法国的公司相比，美国和英国的公司更加依赖于证券市场。例如：英国一百万人中有36家上市公司，美国则有30家。但是，法国和德国分别只有8家和5家。^③类似地，德国和英国及美国的股票市场市值和国民生产总值的比率具有鲜明的对照性。在德国，股票市场市

① Michael Jensen and William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 305 (1976).

② Frank Modigliani and Merton Millars, "The Costs of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment," American Economic Review 48 (June 1958).

③ Rafael La Porta et al., Legal Determinants of External Finance, 52 Journal of Finance 1131, 1137 (1997).

值只占国民生产总值的 17%，而这一比率在英国为 132%。^① 1995 年美国纽约证券交易所和纳斯达克的股票市场市值为国民生产总值的 87%。^②

不同的公司融资方式会导致不同种类的利益冲突问题，解决这些不同利益冲突问题需要不同的公司治理制度，公司治理制度是使管理阶层为了公司的最大利益而工作和保证资本供给者合理回报的机制。在美国，资本供给主要来自证券市场。在这样的经济环境里，公司在竞争条件下的成长主要决定于规模经济、^③ 股票投资分散化、^④ 降低交易成本^⑤ 和管理者的专门知识。^⑥ 德姆塞茨和莱恩认为公司股份的集中程度和公司的总规模成反比。^⑦ 有两个理由可以说明这一关系是正确的：第一，当追求利润最大化的公司规模增大时，取得控制股份代价会增长，这显然不利于控制的积聚；第二，当控制交易的边际收益小于因股份分散投资而得到的边际收益时，人们会选择后者。在一个公司融资主要来自证券市场而公司股份又非常分散的体制里，如果没有相应的公司治理制度，公司股份融资的

① Jeffrey Gordon, "Corporate Governance: Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany," 5 Columbia Journal of European Law 219, 223 (1999).

② Roberta Karmel, "Italian Stock Market Reform," New York Law Times, Aug 20, 1998, at 3.

③ Eugene Fama and Michael Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," 26 Journal of Law and Economics 327 (1983).

④ Kenneth Arrow, "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing," 31 Review of Economic Studies 97 (1964).

⑤ Ronald Coase, "The Nature of the Firm," 4 Economica 386 (1937).

⑥ 见注释③。

⑦ Harold Demsetz and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," 93 Journal of Political Economy 1155, 1158 (1985).

代价就会更高。事实上,美国的产品市场、股票市场和收购市场在解决管理阶层和股东之间的利益冲突问题方面起了非常重要的作用。

在德国,初始公开上市历来很少,整个 1994 年只有 10 起^①。股票市场的低兑现性和波动性是有名的。^② 通常来说债务融资比股份融资在德国起了更大的作用。^③ 债务融资会产生债务公司和债权人之间的利益冲突,德国的公司治理机制对由债务融资而造成的代理成本作出了良好的反应。在没有政治和法律因素的限制下,德国银行在债务融资方面的历史和重要作用使得他们有必要在债务公司中拥有股份。^④

在债务融资中,债权人通常只能在债务人不能按时偿债时才能干预债务人的事务。由于破产常常会减少普通债权人的求偿权,债权人在没有对债务人拥有足够控制的情况下偏好早期退出。然而,假如债权人同时是一个主要股东时,它就能阻止财富转移交易。事前,债权人股东可以阻止债务人通过采用财富转移交易的决定,这样的干预通常是债权人股东在监事会上安排代表来实现的。监事会通常可以要求董事会递交报告,也可以要求董事会在作出诸如超过一定限额的贷款等重要决定前

① Jeffrey Gordon, "Corporate Governance: Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany," 5 Columbia Journal of European Law 219, 220 (1999).

② Stefan Prigge, "A Survey of German Corporate Governance" in Klans Hope et al., Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research 943, 998-999 (1998).

③ D. Neuberger and M. Neumann, "Banking and Antitrust: Limiting Industrial Ownership by Banks? Journal of Institutional and Theoretical Economics 147, 188-199 (1991).

④ Theodor Baums, "Corporate Governance in Germany: The Role of the Banks," 40 American Journal of Comparative Law 503, 508 (1992).

必须获得监事会的批准。事后，债权人股东可以通过监事会去惩罚经理人员。由于在债务公司的大量持股使得债权人股东的参与管理比退出公司更重要，否则，债权人股东会在债务投资和股份投资上都会遭受损失。所以不难发现德国银行常常参与处于金融危机中的公司的重组。经调查表明，非自愿性的董事会人员变动不但在有严重问题的公司中出现，并且还在某些监事会对董事会的全体或个别董事不满的问题不太严重的公司中出现，所以监事会在公司治理中的积极参与降低了因债务融资或股份融资而产生的代理成本。

最佳公司治理模式的追求至少始于 20 世纪 90 年代初期。波特认为由于以银行为中心的融资方式使管理人员看得更远，而股份分散的以证券市场为主的融资方式又迫使管理人员追求近期利益，所以美国股份分散化的制度劣于德国和日本以银行为中心的资本市场。^①格朗得反思特认为美国的法律管制系统使股东愿望受制于经理们免受资本市场制裁的期望。^②他说：

由于拥有股份和债权而形成利益一致的结果，日本公司只需要付较低的代价给供款人而鼓励他们承受因债权人和股东利益冲突而产生的风险。在其他条件相同的情况下，日本的资本结构比美国的更好地降低了代理成本，并使投资者更有效地监督管理阶层。特别是代理问题的改善使日本企业比美国的企业更多地投资于研发方面和保持更

① Michael Porter, "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System," *Harvard Business Review* 65 (Sept. - Oct., 1992).

② Joseph Grundfest, "Subordination of American Capital," 27 *Journal of Financial Economics* 89 (1990).

好的现金流和灵活的资产结构。

类似的对美国公司治理制度的批判也见于公司治理的政治理论。政治理论对美国大公司股份分散性的形成原因归结为政治力量、历史的偶然性和经济效益的综合结果。^①

很快，人们对美国的公司治理制度劣于德国和日本的公司治理制度的观点提出了疑问。曼西和米勒认为强有力的银行在公司治理中的参与带来了新的冲突。这种提供贷款的厌恶风险的求偿权人和股份投资的剩余资产求偿权人之间的冲突使得债权兼股份投资者不能承受社会最佳风险。^②可是，曼西和米勒的观点不能完全令人满意。作为固定求偿权的强有力的银行比较少地关心债务公司的成长潜力最大化，而比较多地关心债务公司损失的最小化的论点忽视了一个很重要的事实，这就是德国的银行有时在债务公司中拥有大量的股份。例如：1986年，德意志银行在奔驰拥有41.8%的股份；在拜尔有30.82%的股份；在西门子有17.64%的股份。显然，德意志银行也会从债务公司的最佳风险承受中取得部分收益。

新古典主义经济学者很久以前就认为效益因素最终决定公司的结构。斯蒂格勒和弗拉特莱特对伯尔和弥恩的主要论点进

① Mark Roe, "A Political Theory of American Corporate Finance," 91 Columbia Law Review 10 (1991); Mark Roe, "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States," 102 Yale Law Journal 1927 (1993); John Pound, "The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control," 68 New York University Law Review 103 (1993).

② Jonathan Macey and Geoffrey Miller, "Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan, and the United States," 48 Stanford Law Review 73, 77-81 (1995).

行过批判。他们认为伯尔和弥恩在写《现代公司和私有财产》一书时的经验证据并不能证明公司中的不同类型控制对利润的影响。^① 德姆塞茨把公司结构看成是财富最大化过程的内成结果。^② 尽管具有分散化股份结构的公司有较高的代理成本,但这样的代价可能远小于因与风险相关的资本成本的降低和因规模经济和管理者专门知识而获得的收益。

最近的研究让人怀疑即使法律障碍被消除,机构投资者是否确实能在公司治理中起很大的作用。罗曼诺的研究表明公共养老基金由于面对政治压力而不能成为投资公司管理层的有效监督者;^③ 考费认为机构投资者的长期关系性投资将由于需要它们牺牲兑现性而显得成本太大;^④ 曼西解释了机构投资者特别是开放式基金的公共产品性质使得他们很难在所投资的公司中积极参与公司治理。^⑤ 积极参与公司治理的机构需要同其他被动机构一起分享因参与管理而获得的收益。但是,监督的成本将完全由这样积极从事公司治理的机构负担。再有,并没有清楚的证据表明机构投资者所需的人力资本技能和提供为所投

① George Stigler and Claire Friedland, "The Literature of Economics: The Case of Berle and Means," 36 Journal of Law & Economics 237 (1983).

② Harold Demsetz, "The Structure of the Ownership and the Theory of the Firm," 26 Journal Law & Economics 375 (1983).

③ Roberta Romano, "Public Pension Fund Activities in Corporate Governance Reconsidered," 93 Columbia Law Review 795 (1993).

④ John Coffee, Jr., "Liquidity Verses Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor," 91 Columbia Law Review 1977 (1991).

⑤ Jonathan Macey, "Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems: Toward A More Scientific Approach," 10 J. Applied Corporate Finance 16, 24 (1998).

资公司需要的管理建议的人力资本技能是相同的。^① 美国的经验调查表明机构投资者并不能提供改善所投资公司表现的熟练雇员。^② 还有, 机构投资者在所投资公司的治理中的积极参与并不一定会创造财富。史密斯认为机构投资者不可能在牺牲分散投资而增大投资组合的风险的同时, 在少数几个公司拥有大量股份。^③ 他也表明, 在信息不完善的条件下, 过多地参与所投资公司的治理无可避免地会产生很大的风险, 并会使奉行积极参与公司治理的机构在和不参与公司治理的机构的竞争中处于不利的地位。经验数据已初步支持了史密斯的立场。在分析过机构投资者在所投资公司治理中积极参与的金融文献之后, 罗曼诺发现机构投资者在所投资公司治理中的积极参与对公司的表现只有无足轻重的影响。^④ 相反, 机构投资者限制管理人员报酬的建议对所投资公司的股价产生了负效应。类似地, 机构投资者要求所投资公司增加独立董事的建议也对所投资公司的股价产生负面影响。

近来, 公司治理研究的一个重点是侧重建立一个国家的法律制度 and 经济发展融资能力的关系。^⑤ 如前所述, 美国和英国

① Ronald Gilson & Reiner Kraakman, "Reinvesting the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors," 43 *Stanford Law Review* 863, 880 (1991).

② Robert Vanecko, "Regulations 14A and 13D and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance," 87 *Northwestern University Law Review* 376, 406—408 (1992).

③ Thomas Smith, "Institutions and Entrepreneurs in American Corporate Finance," 85 *California Law Review* 1, 18—27 (1997).

④ Roberta Romano, "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance," 18 *Yale Journal on Regulation* 174 (2001).

⑤ Rafael La Porta et al., *Legal Determinants of External Finance*, 52 *Journal of Finance* 1131 (1997); Asli Demirguc - Kunt & Voslav Maksimovic, *Law, Finance and Firms*, 53 *Journal of Finance* 2107, 2134 (1988).

有较发达的股票市场,而德国和法国的股票市场则相对弱小。从事这一方面研究的金融经济学者认为,只有在对小股东提供足够保护的法律制度里才能有发达的股票市场。^①考费表示如果这些金融经济学者的观点被接受,这将会使人们否定罗尔和其他人提出的美国公司治理的政治学说。^②这是因为公司股份的分散性可能不是对金融机构的政治和法律限制的产物,相反地,对小投资者完善的法律保护鼓励了投资者变成小股东。这一点并不新鲜。德姆塞茨曾说过在自我利益起着重大作用的经济行为中,如果管理者不受制于股东的利益,那么股东系统地把重要资源的控制权供让给管理者的行为是非常愚蠢的。^③

不管美国的股份分散结构是否由对金融机构的法律限制所造成的,股份集中是因为法律对公共小投资者的保护不足的解释是不完善的。意大利控制股份的82%的市场溢价远大于美国5.2%的溢价是事实,^④但是仍然很难得出股份的分散结构优越于股份的集中结构的结论。集中股份的股东有激励因素和能力去监督管理人员,高的控制股份的市场溢价也许是对控制股东参与管理和监督经理人员的一种回报。论证一种把监督努力和回报相联系的制度的缺陷性是有困难的。虽然美国控制股份的溢价很低,但美国公司管理人员的报酬远高于德国和日本

① Andrei Schleifer & Robert Vishny, A Survey of Corporate Governance, 52 Journal of Finance 737 (1997).

② John Coffee, Jr., "The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications," 93 Northwestern University Law Review 641, 644 (1999).

③ Harold Demsetz, "The Structure of the Ownership and the Theory of the Firm," 26 Journal Law & Economics 390 (1983).

④ Luigi Zingales, "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience," 7 Review of Financial Studies 125 (1994).

的公司管理人员。^① 例如：在克莱斯勒和奔驰合并的前一年，克莱斯勒的行政总裁有 600 万美元的现金报酬和价值 500 万美元的股票期权，而奔驰的行政总裁的报酬是克莱斯勒行政总裁收入的八分之一。^② 一个可行的解释是股份非常分散的公司里的股东必须支付足够的报酬给管理人员去促使他们为了股东利益的最大化而工作。这些不同不足以从合同的角度来判断何种公司治理制度更好。股份集中现象在大多数国家的存在表明在给定限制下，这些经济中的股份集中性是有效益的。股份的集中也会在一个对小股东法律保护较好的国家中出现。譬如：风险企业家希望在风险资本从成功的企业撤出时掌握公司的控制权。^③ 贡扛收购是另一个表明集中股份在美国同分散股份同样有效的例证。雪莱弗和维许尼指出贡扛收购是大投资者降低代理成本的有效组织方法。^④

至今，还没有清楚的证据表明是否美国的公司治理制度好于或坏于日本或德国的公司治理制度。那种某个国家的公司治理制度好于或坏于另一国公司治理制度的主张在很大程度上受影响于这两国当时的经济表现。例如：当日本经济至少在 20

① Steven Kaplan, "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany," 10 *Journal of Law, Economics and Organization* 142—159 (1994); Steven Kaplan, "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," 102 *Journal Political Economy* 510—546 (1994).

② Jeffrey Gordon, "Corporate Governance: Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany," 5 *Columbia Journal of European Law* 219, 236 (1999).

③ Douglas Smith, "The Venture Capital Company: A Contractual Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance?" 65 *Tennessee Law Review* 79 (1979).

④ Andrei Shleifer and Robert Vishny, "A Survey of Corporate Governance," 53 *Journal of Finance* 737, 766 (1997).