

法律环境与控制权私人收益抑制

■ 马 晓 魏晓平

在集中的股权结构下,委托代理问题主要体现为大股东与小股东之间的利益冲突,即大股东利用控制权侵害小股东的利益以谋求自身利益,该自身利益因不在股东之间分配而被称为控制权私人收益。在这种情况下,小股东“用脚投票”似乎是理性的选择,但这毕竟是一种消极防御机制,不利于证券市场的健康发展。对此,法与财务学理论认为,法律制度的建设对抑制控制权私人收益具有重要作用。

一、国外抑制控制权私人收益法律效果分析

随着20世纪90年代末法与财务学研究的兴起,法律被认为是抑制控制权私人收益的关键机制:一是法律可以决定大股东取得控制权私人收益所需花费的成本及难易度;二是法律可以影响控制权私人收益的利益内容;三是法律可以影响董事会的构成及员工对公司政策的参与程度。为了验证法律保护与控制权私人收益的关系,国外学者对在美国上市的外国公司进行了研究,结果表明,当那些投资者保护较差的国家的上市公司同时在美国上市时,由于必须遵守美国的法律条款和会计准则,最终减少了大股东获得的私人收益,增加了公司的价值。进一步研究

还表明,会计准则和法律执行力度每提高一个标准,就可分别降低控制权私人收益9%和4.4%。同时,法律环境建设过程中小股东的受保护程度会影响对控制权私人收益的抑制。如巴西在1997年和1999年进行了两次法律改革,1997年的改革在信息披露、股东退出权利和股权转让等方面大大削弱了对小股东的保护,结果小股东受侵害的现象变得严重。对此,1999年的法律改革加强并提高了小股东的权利,结果控制权私人收益得到明显抑制。同样,1998年意大利通过旨在保护小股东权利的法案后,控制权私人收益明显降低。这些研究都表明,法律通过限制大股东的能力和手段,确实能有效降低控制权私人收益水平。

二、我国抑制控制权私人收益的法律法规发展历程

我国的相关法律是伴随着我国证券市场的发展和规范逐步建立和完善的。有学者曾以《公司法》和《证券法》为界线,将我国2005年以前保护小股东的法律发展过程分为三个阶段:第一阶段为小股东法律保护的初级阶段(1994年7月以前);第二阶段为小股东法律保护的发展阶段(1994年7月~1999年7月),以《公司法》为代

表,第三阶段为小股东法律保护的完善阶段(1999年7月以后),以《证券法》为代表。

随着我国经济和证券市场的发展,1994年和1999年实施的《公司法》和《证券法》以及1997年到2001年间颁布的各项具体的企业会计准则,对大股东获取控制权私人收益的抑制作用越来越弱。为此,2005年10月28日颁布的新修订的《公司法》和《证券法》借鉴了国际上的有效制度如累积投票制等,并结合我国国情加以调整,形成了一整套保护小股东的制度。为了适应修订后的《公司法》和《证券法》的变化,保护投资者和社会公众利益,2006年2月15日,财政部发布了39项企业会计准则,新会计准则体系实现了与国际权威会计准则的“实质性趋同”。为了配合新企业会计准则及其应用指南,提高上市公司信息质量,有效地规范小股东的法律保护,证监会又相继修订了上市公司季报、半年报、股权变动和年报的内容和格式,发布了如《上市公司信息披露管理办法》(2007年)、《财务报告的一般规定》(2007年修订)和《年度报告的内容和格式》(2007年修订)等公司信息披露内容与格式准则。这些法律法规从各个方面较为系统和完整地建立起了上市公司信息披露制度和小股东保护制度。因

此,可以说新会计准则的出台和《公司法》、《证券法》的修订,标志着我国小股东法律保护自2005年10月28日起进入既符合中国国情又与国际接轨的第四阶段。

在第四阶段里,一系列法律法规对抑制控制权私人收益的作用具体体现为:

一是提高了会计信息的质量和透明度,增强了小股东的信息知情权,弱化信息不对称。新会计准则体系将保护投资者利益、满足投资者信息需求放在了首位,充分体现了对投资者利益的关注。而且,新会计准则体系突出对会计信息质量的要求,明确界定了高质量会计信息的质量特征和会计计量的基本原则,强调会计信息的客观性、相关性、明晰性和可比性,适度引入了公允价值、重置成本、现值等计量属性,调整了随意性较大的会计核算方法和关联交易,使上市公司的财务操纵、利润转移和粉饰财务报表的空间缩小。之后证监会多次对中期和年度报告内容与格式等的修订,进一步规范了信息披露原则、时间和内容,强化了财务信息的质量和透明度,提高了小股东在信息获取方面的地位。

二是完善了公司治理,强化了小股东权利。新修订的《公司法》和《证券法》等相关法律法规突出强调了对投资者尤其是小股东合法权益的保护,在具体条款中赋予小股东对股东大会的请求权、召集权和主持权,允许公司实行累积投票制,将股东的知情权落实到查阅公司账簿,并限制关联股东及其董事的表决权,还规定对公司决议持有异议的股东享有股份收买请求权和公司陷于僵局时股东解散公司的请求权,以及董事、监事不履行职务时股东有代表公司提起诉讼的权利等。如对于有些公司的大股东利用控制权长期不向股东分配利润,《公司法》第75条规定:公司5年连续盈利,符合本



法规定的分配利润条件但不向股东分配利润的,对股东会该项决议投反对票的股东可以要求公司以合理价格收购其股权。这也是首次明确了股东的退股权。可以说,相关法律法规通过严密而有效的制度设计,使得小股东得以通过行使知情权、分红权、转股权和退股权等方式与大股东一道分享公司投资的成果,保障了公司股东特别是小股东的合法权益。

三是规范大股东行为与交易,提高了大股东获取控制权私人收益的成本。新修订的《公司法》和《证券法》等法律法规在规范大股东行为与交易方面做出了大量制度创新:明确规定控股股东或实际控制人对公司负有忠实义务和勤勉义务,要求股东不得利用其控制权侵害公司或其他股东的利益;对关联交易进行严格的规制,《公司法》首次明确了关联交易定义和关联交易行为规范;确定大股东未履行勤勉义务和利用关联交易损害公司利益的法律后果等。新修订的《公司法》第21条明确规定,公司控股股东、实际控制人不得利用其关联关系损害公司利益,由此给公司造成损失的控股股东和实际控制人应当承担赔偿责任。特别是《刑法修正案(六)》将大股东的

当行为和交易纳入刑法规范范畴,明确规定上市公司不按照规定披露信息,控股股东、实际控制人以无偿占用或者明显不公允的关联交易等非法手段侵占上市公司资产,严重损害上市公司和公众投资者利益,并因此给上市公司造成重大损失的,将被追究刑事责任。

三、结论与建议

从我国保护小股东法律建设的过程来看,随着《公司法》、《证券法》和《企业会计准则》等相关法律法规的修订和完善,信息披露、小股东权利保护和大股东行为约束三个方面得到了改进和提高,但是,在司法诉讼和小股东赔偿方面仍存在不足,缺乏集团诉讼制度,为此,我国法律建设在抑制控制权私人收益方面还需要:一是不断完善小股东保护法律制度,制定《上市公司控股股东及实际控制人行为准则》和《小股东权益保护法》,对大股东行为进行规范和约束。二是加强法律法规执行效率。法律能否真正地保护小股东,不仅取决于法律法规的内容,还取决于法律的实际执行情况。应当设立一个独立、专业性且具有较强激励机制的监管机构,增强对侵犯小股东利益行为的处罚力度。在处罚时,刑事责任、行政责任和民事责任要并重,以充分发挥法律对潜在侵犯行为的威慑力。三是完善公司治理结构。大量研究文献表明,公司治理作为一种私人契约结构的制度安排,可以起到替代法律机制以保护小股东利益的作用,而且公司治理结构、控制权安排等会对上市公司所披露的会计信息质量和关联交易等产生显著影响。因此,进一步健全和完善我国上市公司治理结构,同样有利于提升法律的实施效果,进而促进会计信息质量的提高和加强小股东保护。

(作者单位:中国矿业大学管理学院)

责任编辑 刘莹