

近代在华外商企业产权结构研究

——以美商上海电力公司为例

陈碧舟 龙登高¹

(清华大学 社会科学学院 100084)

【摘要】：公司产权是近代企业史研究中的核心内容之一。通过对近代典型的外商企业——美商上海电力公司的股本构成及产权结构进行研究，可较深入地剖析近代在华外商企业的产权结构特征。研究表明：依巴斯公司凭借严密、复杂的股本构成获取了其海外子公司——美商上海电力公司较为完整的产权。在依巴斯公司的精巧设计下，美商上海电力公司的产权结构是附有特权股票的股份公司制。上述产权结构不仅使依巴斯公司成功实现了海外子公司的稳定经营，亦是近代外商企业跨国经营中产权安排的典型案例。

【关键词】：依巴斯公司 美商上海电力公司 产权结构 股份公司制 跨国经营

【中图分类号】：F129 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1005-1309(2018)09-0118-011

自 1893 年起，上海公共租界的电力主要由公共租界工部局电气处供应。1929 年依巴斯公司 (EBASCO)^① 借助国际资本团收购了工部局电气处，获得了特许经营权，并将电气处重新改组为美商上海电力公司 (简称“上电”，下同)。上电的存在时间虽仅有 20 余年，却是民国时期实力最为雄厚的外商企业之一，成为了中国近代外商企业的典型代表。由于该公司性质特殊，国内外学术界对其颇为关注，并取得了丰厚的研究成果。^② 但上电股权及产权相关问题的研究依然为数不多，这与外商企业资料的缺乏、上电母公司管理体制的复杂、中外公司法律制度的异同等因素不无关系。

经过梳理上电各方面资料，笔者发现：依巴斯公司在上电中设置了具有投票权的普通股和无投票权仅能定期收息的优先股；依巴斯公司是上电唯一的普通股股东，由其指定的上电董事会成员亦皆听命于依巴斯公司，依巴斯公司由此获得了上电的控制权和实质上的产权；上电的产权结构是股份公司制，并实行了存在激励机制的“委托——代理”模式。

笔者将在下文中对上述股本构成与产权结构进行详细剖析，并进一步探讨其在近代中国企业史上所具有的典型意义。

一、基于特拉华州一般公司法的美商上海电力公司股本构成

由于民国时期公司法律制度的不完备，上电虽于上海经营，但却并未遵照中国法律筹建，而是依据其注册地法律——美国特拉华州一般公司法而设立的。因此若欲解析上电的股本构成，则必须先厘清特拉华州一般公司法的缘起和发展。

特拉华州位于美国东北部，面积仅 5000 多平方公里，人口不足 100 万，是美国第二小的州。但特拉华州却以极其宽松的一般公司法吸引了大量公司在该州注册。1899 年的特拉华州一般公司法奠定了该州公司法的基础，为了更好地对该州一般公司法进行

¹作者简介：陈碧舟 (1990-)，男，清华大学社会科学学院经济研究所，博士后，研究方向：近代中国企业史。龙登高 (1966-)，男，清华大学社会科学学院经济研究所，教授，研究方向：企业史、制度变迁、华人华侨等。

分析,不妨先观察 1899 年该州一般公司法的主要内容:

“特拉华州刚刚通过了最有利于现有公司的一般公司法……这一法律是基于新泽西州一般公司法的。然而,特拉华州一般公司法在许多方面都远远超过了新泽西州,使特拉华州成为一个更具吸引力的商业集聚地……它不鼓励冒险的公司也不允许非法企业的存在。筹建公司只需拥有最低费用,充分权利的股东……除银行业外,特拉华州的公司可从事任何合法经营业务。公司的存在可是永久的或有限时的。公司可以在世界上的任何地方进行商业活动……公司股票可被认为是财产,或是某种服务。在没有欺诈的情况下,对这样的财产或服务的价值做出判断的意向是决定性的……公司资本的数量可是无限的……公司可发行不同类别具有不同权利的股票……公司章程可以很容易地修改……资本存量可以很容易地增加或减少……可较为方便地合并其他公司……公司可拥有和表决其他公司的股票……”⁽¹⁾

可以发现,1899 年特拉华州一般公司法对开办企业的限制较少。而具体对于可更改公司章程一节,该法案是如此定义的:

“公司注册证书也可能包含任何规定,公司股东可以选择对企业的管理和对公司的事务进行介入,并对任何条款进行定义、限制、创造,还可调整公司的权力、董事会和股东。这样的规定并不违反本州的法律。”⁽²⁾

上述 1899 年特拉华州一般公司法的条款意味着,只要公司的行为没有被法律规定为违法,那么这种行为就是合法的。这种宽松的条件几乎让公司可在法律未规定范围内为所欲为。在此后的几年中,特拉华州继续宽松着一般公司法:

1901 年,特拉华州一般公司法认定控股公司合法,这意味着某一股东仅需掌握全部股票中的 1%,就可能控制数十家大型企业的公司联合体;1920 年,特拉华州一般公司法认可了无投票权优先股和普通股的存在,这意味着广大无投票权的股东不再对公司拥有发言权;1928 年,特拉华州一般公司法宣布股东红利的既得权不受保护,这意味着股东一年中投资应得的红利可能在当年章程修改后化为乌有。

1929 年 5 月,上电在特拉华州正式注册成立,并设立了董事会作为管理机构。由于特拉华州一般公司法几乎允许公司随心所欲地发行股票,因此上电发行的股票也几乎没有受到任何限制。上电历史上曾发行过的股票共有三种,分别是在美国发行的“普通股”、“7 美元第二累计优先股”,以及在中国发行的“银两累计优先股”。⁽³⁾除上电成立时的普通股外,其余两种优先股是依据 1929 年特拉华州一般公司法修正案而发行的。这一修正案对公司发行股票几乎取消了一切限制,“允许融资者通过大量已授权但未发行的股票建立公司,且这种股票的投票权、名称、优先权、权利都可以由董事会进一步修改。”⁽⁴⁾如此一来,上电所发行的两种优先股在法律上可以完全由上电位于美国的董事会一手操办,且无论上电董事会对两种股票做出何种修改,均合理合法。上电董事会只需控制具有全部投票权的普通股,便可轻松获得整个上电的控制权。

而实际中,上电所发行的股票共有 3 种,具体情况如下:

表 1 美商上海电力公司发行股票一览表

	英文原名	发行地点	发行时间	额定数量	实发数量	发行价格	金额
普通股	Common	美国	1929 年	3000000	3000000	—	3069170.68 (美元)
银两累计 优先股	Sliver preferred, cumulative	中国	1930 年	230000	220000	97 规元两	21340000 (规元两)
7 美元	U. S. \$7		1929 年~				
第二累计	Second	美国	1930 年	162521	55757	100	5575700.00

优先股 preferred,
cumulative

美元 (美元)

资料来源:佚名.上海电力公司[J].中外金融周刊,1940(4):14;上海市档案馆馆藏档案,上海公共租界工部局总办处关于上海电力公司年报和账目,档案号U1-4-1720,1933年-1940年;上海电力公司发行积利优先股广告[N].申报,1930-06-11(3);孔敏主编.南开经济指数资料汇编[G].北京:中国社会科学出版社,1988:456.说明:1.各股额定数量、实发数量来自于《中外金融周刊》所载数字。2.各股英文原名、发行时间来自于上电年报,“7美元第二累计优先股”价格根据上电年报数据估计而得。3.“银两累计优先股”的价格来自于申报资料。4.普通股金额根据1933年上电年报中股本总额减去“银两累计优先股”及“7美元第二累计优先股”的金额而得到规元两数额后,再以《南开经济指数资料汇编》中1929年8月美元与规元两之间的57.73:100的比价折算成美元。

由此可见,上电所发行的两种优先股都是无面值累计优先股。所谓无面值,即发行时没有票面价值,只有发行价格。所谓累计优先股,是指当期股息若无法按时发放,则累计结转至下期发放股息的计息股票,且当公司分红时,这种股票的持有人可优先获得股息。至于“第二”的名称来源,则可以参考上电发行债票时的解释:“上海电力公司按照1929年8月8日,与工部局签订之购买合同,曾向该局设定一种抵押权,作为尚未支付分期付款之担保。现在另行设定第一抵押权,则上次向工部局设定之抵押权,应予以撤销。”⁽²⁾上电之所以将发行的债票称为“五厘半第一抵押债券”的原因,正是来自于其自设的“第一抵押权”。同理,“7美元第二累计优先股”中“第二”正是上电在发行过“银两累计优先股”后,自行为其股票制定的名称。而“7美元”则是指每股可获利7美元。两种优先股均没有投票权,对公司的管理没有任何发言权。当然,不论上电如何命名并制定股票规则,均符合特拉华州一般公司法中有关发行股票的规定。

“银两累计优先股”全部在上海发行,数千名股东主要由中国人和英国人组成,两国几乎各占一半。最大的“银两累计优先股”股东是中国银行,共计有9738股,但仅约占全部“银两累计优先股”的5%。“7美元第二累计优先股”的股东名册在美国,无法得知其具体情况。但从“银两累计优先股”的发行情况不难发现,上电累计优先股的股本极为分散,股东人数很多。假设依巴斯公司认可优先股具有投票权,那无疑对公司的管理是一场灾难。

上电具有投票权的股票仅有300万股普通股,而这300万股普通股自上电成立起便一直由依巴斯公司的子公司远东电力公司(FarEastPowerCo.)所掌控,通过这一方式“远东电力公司掌握了上电的实权”⁽³⁾。而这300万股的具体金额,却仅有约550万规元两(约300万美元),约占当时工部局电气处售价(8100万两)的6%。按这一数值,笔者估计上电的普通股每股股价约为1美元,而该项普通股股票也是依巴斯公司向上电投入过的唯一资产。除该项股票外,依巴斯公司便基本未再向上电提供过资金。上电的主要资金由其在上海发行优先股和债券所募钱款而组成。

二、美商上海电力公司的产权归属及演变

依据20世纪20年代末特拉华州一般公司法成立的上电,其公司章程可由建立者任意决定改变和修改,这使得公司自身成为了公司规则的制定者。由于资料的缺失,上电具体的公司章程已经难觅踪迹,因此只能以结果来推断上电是如何界定产权归属的。就结果而言,依巴斯公司为上电制定的产权规定十分简单,即谁掌握着上电全部具有投票权的普通股,谁就能控制整个上电,从而自然成为上电的合法产权人。⁽¹⁾这也是上电股权构成的最终结果。

在上电筹建时,名义上的出资方是经依巴斯公司游说而加入购买工部局电气处的国际资本团。该国际资本团由依巴斯公司牵头,由美国、英国、日本三国的资本家共同组成。其中,美资75%,英资20%、日资5%,对外均以依巴斯公司的子公司——美国及国外电力公司(American & Foreign PowerCo.)的名义与工部局进行交涉,⁽²⁾并提供了上电最初支付给工部局的3000万规元两。上电正式成立后,该资本团成员又担任了上电的部分董事。但该资本团实际并没有获得上电的掌控权,其成员所保留的权利仅是从

上电的盈利中分得资金而已。上电的真正产权人正是一直居于幕后操纵国际资本团的依巴斯公司。当然,依巴斯公司在名义上没有与上电产生直接的关联,而是以特拉华州一般公司法中允许控股公司存在的法律条文为基础,构建了金字塔形的产权链条。此产权链条的详情如下:

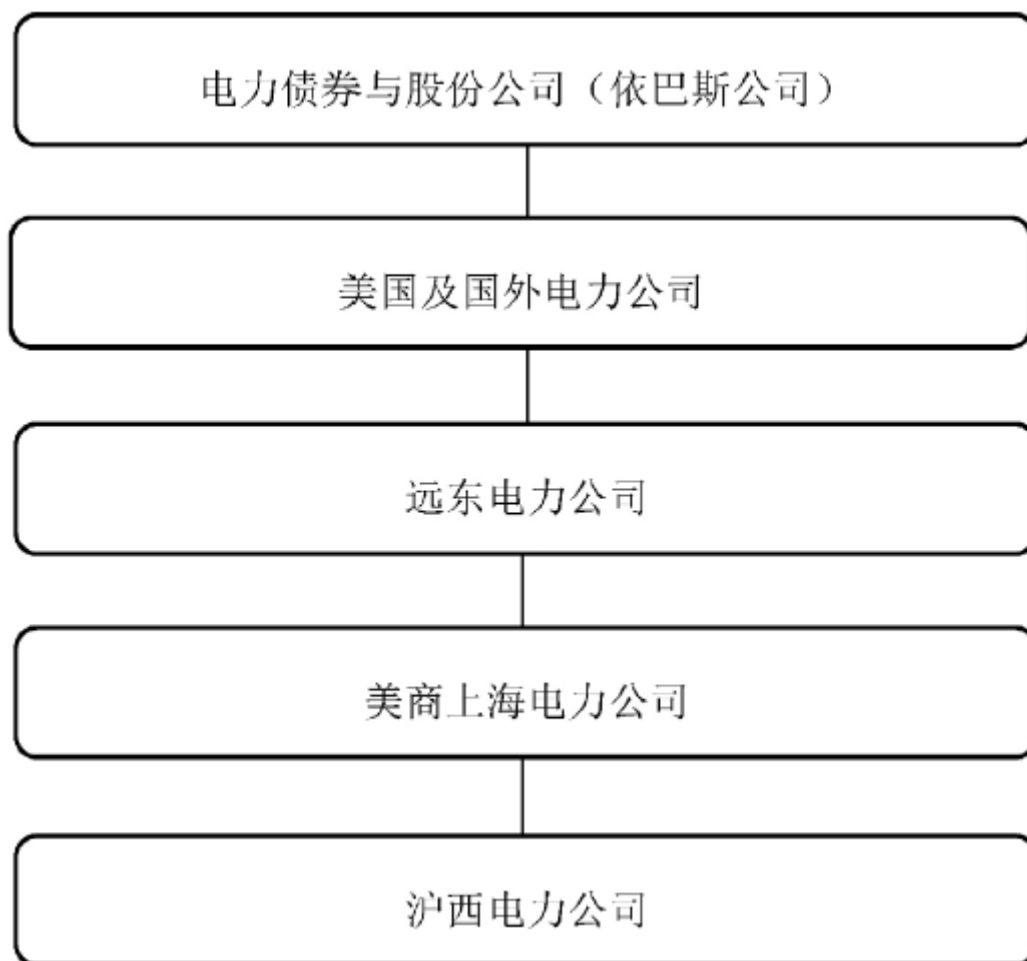


图 1 美商上海电力公司的产权链条图

资料来源:陈真、姚洛. 中国近代工业史资料第二辑[M]. 北京:三联书店, 1958:342.

由图 1 可知,依巴斯公司其实是一家标准的控股公司,而具体控制上电的形式是金字塔形。这种形式在 20 世纪 20 年代的美国是实现大规模垄断控股公司的一种既合法又有效的手段。“这种方式是指先拥有某家公司的多数股票,而该公司又拥有另一家公司的多数股票——这是一个可以重复多次的过程。使用这种方法,即使只拥有比最终控制财产的四分之一、八分之一、十六分之一稍多一点,甚至是更少的权益,就能在法律上保证其控制地位。”⁽¹⁾

而依巴斯公司所在的摩根财团所采取的具体方法与上述情况又有所不同。该财团并不是以公司作为主体来控制股票并进一步控制子公司,而是以现实中的个人作为主体来控制股票并进一步控制子公司。早在 19 世纪末, J. P. 摩根 (John Pierpont Morgan) 就曾“倡导建立托拉斯,自己保持一大笔股份,并指定董事”⁽²⁾以更好地控制公司。

图 1 中的美国及国外电力公司是依巴斯公司的子公司,负责海外电力公用事业的发展,而远东电力公司则是美国及国外电力

公司的子公司。远东电力公司成立于 1930 年 4 月。远东电力公司成立的目的是为了在合伙者之间分配从上电中获取的利润,因此该公司“只有董事会,并无办事机构”。⁽³⁾另一方面,唯一具有投票权的普通股则是“全部属于远东电力公司而又在美国发行”。⁽⁴⁾根据特拉华州一般公司法,公司成立者可以制定公司所有规章制度。而上电的规则是普通股股东决定了上电一切。因此谁掌握了上电的普通股,就掌握了上电的产权。

由于资料的缺乏,上电普通股持有者的具体名单尚未探明。不过,鉴于摩根财团常以财团内部成员控制子公司普通股的惯常做法来看,远东电力公司中谁是上电普通股的股东已经无关紧要。因为远东电力公司的母公司是依巴斯公司,而上电普通股的所有者又是远东电力公司,由此不难推知上电普通股的所有者可能是依巴斯公司的产权人或是管理层人员。当然,不论谁是上电普通股的所有者,依巴斯公司作为上电真正产权所有者的事实是不会改变的。远东电力公司的上电普通股股东不过是依巴斯公司的产权代理人。因此远东电力公司所掌握的上电产权近乎于无,仅有分配利润方面的微小处置权。因此,远东电力公司仅对上电具有名义上的产权。

依巴斯公司在购入电气处并将其改组为上电后,自然成为了上电的产权人。但出乎所有人意料之外的是,在依巴斯公司收购上电后不久美国便发生了“大萧条”,由此引发的连锁反应最终使得上电的产权人转变为美国及国外电力公司。

“大萧条”始于 1929 年 10 月底,当月华尔街的股票价格大幅下跌,至 11 月中旬,美国股市已经损失了近 300 亿美元市值。而就在此前,上电的母公司——美国及国外电力公司的总裁兼国民城市银行总裁查尔斯·米切尔(Charles E. Mitchell)以国民城市银行所属的证券公司——国民城市公司为基础,在华尔街大肆推销股票,营造出一种狂热的营销氛围。⁽⁵⁾米切尔常在国民城市公司的股票经纪人中组织竞赛,或者发表鼓动性演说,激励他们向更高的销售目标冲刺。而国民城市公司主要的产品,便是外国债券,多数来自于拉美地区。这些债券多为外国公司的坏账进行包装后的产品,卖给当时偏好购买外国债券的美国一般民众。上述圈套在“大萧条”后才被揭露出来,也成为了美国旨在将证券业务部分从商业银行中剥离出来的《格拉斯——斯蒂格尔法案》确立的一大动因。

1932 年罗斯福主政后,在美国国民经济的各个领域颁布各种法令,力图通过“新政”使美国从“大萧条”中走出来。在“新政”时期的各种法令中,使得上电产权发生变化的,便是《公用事业控股公司法》(The Public Utilities Holding Company Act of 1935)。

在 20 世纪初的美国,公用电力事业常被电力托拉斯垄断。至罗斯福上台前为止,全美有 73%的公用电力事业企业掌握在电力托拉斯手中。⁽¹⁾《公用事业控股公司法》的目标就是肢解过于庞大的公用事业企业托拉斯,而依巴斯公司正是这样一种托拉斯。《公用事业控股公司法》的主要内容可分为以下 3 点:

(一)只承认无公用事业业务的控股公司存在,且原有的控股公司中主营业务必须与控制公用事业的业务分离;

(二)所有控股公司必须向证券交易委员会(SEC)登记,登记后证券交易委员会将会以行政诉讼方式剥离控股公司的公用事业业务;

(三)允许成立中央服务公司,各独立企业可以将业务集中至某一中央服务公司办理。但中央服务公司必须在证券交易委员会及联邦电力委员会(Federal Power Commission)的规定下经营。

按照美国 1935 年的《公用事业控股公司法》,依巴斯公司不得不进行公司制度的改革,并按照《公用事业控股公司法》的相关规定在原有基础上成立依巴斯服务公司(Ebasco Service Inc.)。依巴斯公司此举实属无奈,因为《公用事业控股公司法》中的第 4 款 a(2)条文规定未登记的控股公司不得获取与其子公司之间所签订合同的利益。⁽²⁾换言之,如依巴斯公司欲获取子公司的收益,就必须向证券交易委员会(简称“证券委员会”,下同)登记。证券委员会登记依巴斯公司为控股公司后,就会发起诉讼逼迫

依巴斯公司放弃其公用事业业务。而如果不在证券委员会登记,那么依巴斯公司旗下的子公司就可以名正言顺地占有依巴斯公司的利益。最终,依巴斯公司选择向证券委员会登记并成立了新的依巴斯服务公司,并由依巴斯服务公司与各子公司签订服务合同,同时向子公司收取“咨询费”。新成立的依巴斯服务公司是依巴斯公司的子公司。

但《公用事业控股公司法》无疑极大损害了依巴斯公司的利益。改组后的依巴斯公司一面向美国最高法院起诉证券委员会,指责其违反了美国宪法;另一方面依巴斯公司开始在《公用事业控股公司法》中寻找漏洞。由于《公用事业控股公司法》并未对原属控股公司集团中的非公用事业企业子公司加以限制,因此依巴斯公司对属下的非公用事业企业继续保持控股公司的模式。于是,依巴斯公司中便出现了以公用事业为主的服务公司,以及以非公用事业为主的控股公司共两大部分。而在依巴斯公司内部,许多原先的控股公司管理层人员未经披露便兼任依巴斯服务公司的要职。这一现象不久便被证券委员会发现,证券委员会将依巴斯公司的这种做法斥之为“纸面上的分离”⁽³⁾,并要求停止这种做法。

不论依巴斯公司与证券委员会的斗争结果如何,依巴斯公司在 1935 年以后已不能合法继续经营公用事业企业了。因此依巴斯公司只得让下属的众多公用电力事业企业独立经营。但从名义上而言,上电还有两家母公司,其一是美国及国外电力公司,其二是远东电力公司。由于远东电力公司是一个为分配利润所办而无实际权力的公司,所以自 1935 年以后,上电的产权落在了美国及国外电力公司手中。虽然美国及国外电力公司也拥有包括上电在内的数家公用电力事业子公司,但美国及国外电力公司却是一家不折不扣的公用事业企业。在 1929 年 2 月 1 日道·琼斯指数第一次增加的公用事业指数中,便有美国及国外电力公司,因此美国及国外电力公司理应顺利接替依巴斯公司而成为上电的产权人。但是,美国及国外电力公司的产权并不完整,依巴斯服务公司依旧对上电具有一定影响力。如二战结束后,在美国的中国咨询委员会的一次会议上,依旧由依巴斯服务公司的代表而非美国及国外电力公司的代表对上电所面临的问题提出了看法。

综上所述,上电的产权在 1929 年至 1935 年间掌握在依巴斯公司手中,而 1935 年后其产权则应是在美国及国外电力公司手中。导致这一系列变化的,恰巧可能是成百上千个如同查尔斯·米切尔般过度推销证券的美国企业家。

三、美商上海电力公司的产权结构

在厘清了上电的产权归属及产权变化的情况后,其产权结构仍需要进一步探析。因为产权归属及变化只是说明企业由谁掌控,而企业的产权结构理论则“着重研究了在每种产权结构下如何激励和约束经营者,使他们具有最大的积极性”⁽⁴⁾。上电的产权结构其实是较为复杂的,值得深入探讨。此外,在上电成立的 20 世纪 30 年代,产权结构理论已经初露端倪。而至上世纪末,产权结构理论已发展的较为丰富。因此,以产权结构理论分析上电是完全可行的。若以产权结构理论分析上电,则需要详尽分析的问题有两点:其一是上电具体采用的产权结构模式;其二是上电经营者的激励约束机制。

(一) 上电的产权结构

上电的出资方是国际资本团。按照常理,出资方自然拥有上电的产权。由于收购电气处是由美、英、日三方合伙出资,上电似乎是合伙制企业。但实际情况却是,国际资本团的成员既无股东之名,也不能管理上电,只能从上电收益中分红。由于合伙制产权结构要求各个合伙方都具有监督并管理企业的能力,因此上电的产权结构并非合伙制。

相反,上电却在数量众多的股东中吸收了大量资金,这些股东主要就是两类优先股股东。从这一角度而言,上电的产权结构应是股份公司制。

不过上电的股份制略显特别,其特别之处在于依巴斯公司借助特拉华州一般公司法对其实施了“控股”。在上电成立后不久,1932 年阿道夫·伯力(Adolf A. Berle)和加德纳·米恩斯(Gardiner C. Means)在《现代公司与私人财产》一书中讨论维持公司控制权的方法时指出,“另一种以少量投资来保留控制权的合法手段,是借助于无投票权的股票。这是一种比较新的方法,但由

于它受到了众多的评论而变得为人们所熟知”⁽²⁾。这种方法的关键,就是对不同等级的股票赋予了不同权利,只有少量特权股票才有表决权或投票权,能够选举董事会成员并最终控制公司。而股票权利可由公司自订的特拉华州一般公司法则将发行这种特权股票变得合法化,最终导致依巴斯公司仅掌握了少量附有特权的普通股,便合法控制了整个上电。因此上电真正的产权结构,其实是附带有特权股票的股份公司制。

(二) 上电管理层的激励约束机制

一般而言,股份制公司会由股东选举出股东大会,并由股东大会选举出董事会。董事会代表股东对公司实行监督和管理,可能会存在董事长及总经理等具体的管理者。但由于上电存在特权股票,因此直接由特权股东选定了董事会。鉴于上电成立于特拉华州,于是在上电成立之时,上电曾宣称将“设总公司及董事会于该州,仍将设分公司及董事分会于上海”,⁽³⁾但这仍不是其管理层的全貌。

实际上,上电的董事会位于纽约依巴斯公司总部,并非特拉华州。而按照特拉华州在上世纪二三十年代开办公司的习惯,所谓的上电位于特拉华州总公司可能只是一块招牌。在日常经营中,真正指挥上电做出重大抉择也并非位于纽约的上电董事会,而是依巴斯公司的国外科。⁽⁴⁾因此,上电位于美国的总公司、董事会不过只是依巴斯公司纸面上的伪装,上电最主要的管理者其实就是依巴斯公司本身。上电所有的重大决策,都需要经由依巴斯公司的审批后方可执行。

另一方面,上电位于上海的董事分会和分公司是确实存在的。董事分会应该是由上电的出资方——国际资本团成员所构成,因此,依巴斯公司对外宣称的“董事分会”才是上电真正的董事会。但上文已经提到,由国际资本团成员组成的董事会无法影响上电的经营。因此上电的董事会实际是一个无自主权,只能“秉承美国电气债券公司的旨意,施行重要决策的权力机构”。⁽¹⁾与董事会相反的是,上电的分公司却具有一定自主权。上电分公司便是其位于上海的具体管理部门,下设总裁、副总裁、经理三个主要职务,由其代为管理上电位于上海的各个部门。但是,上电分公司也仅负责生产、收费、发放工资、一般物资购买和供电工程建设。

所以上电管理层实际的情况大致是:上电的重大事务直接由依巴斯公司管理,位于上海的上电总裁、副总裁、经理三人分管重要程度较低的日常事务。由于上电的出资方国际资本团不参与上电的日常管理,而是由地处纽约、上海两地的两个管理层代其经营上电,因此上电属于“委托——代理”的经营模式。对于这两个管理层,依巴斯公司所给出的激励机制也是不同的。

位于纽约的依巴斯公司管理层的激励机制是:可以直接获取子公司的部分利润。在依巴斯公司内部出现依巴斯服务公司后,管理层可支取的利润就变为属于服务公司部分的企业及属于控股公司部分的企业共同偿付。如 1940 年,依巴斯公司包括总裁、总经理在内的六位高级管理人员的年薪达 303750 美元。这 30 万美元中有 55.46%来自于服务公司,43.76%来自于控股公司,⁽²⁾从而合计共 99.22%的依巴斯公司管理层薪酬是由子公司提供的。因此,依巴斯公司直接将管理层薪酬与其子公司挂钩,这无疑促使该公司的管理层更有效率地管理数量众多的子公司,而这些子公司中,当然也包含了上电。

位于上海的上电总裁、副总裁、经理等上海当地管理层的激励机制是:允许其拥有上电子公司的少部分股权。上电取代电气处后,便开始越界供电,并谋求吞并其他沪上华商电力企业。但由于种种原因,最终上电未能并购任何一家企业,只是在沪西越界供电地区成立了沪西电力公司。在这家上电子公司的股权中,反映出了上电上海管理层的激励模式——分配股票。在 1935 年沪西电力公司成立时,沪西电力公司有优先股 1.5 万股、普通股 15 万股。优先股每股 100 法币,普通股每股 10 法币。优先股中上电持有 9400 股,上电总裁及副总裁持有 324 股,其余股票为华人持有。⁽³⁾普通股持股比例与优先股相同。因此,上电的总裁及副总裁共持有总价值近 6.5 万元法币并能按时收取股息的沪西电力公司股票,以当时的物价而言,这些股票无疑是一笔巨款。

由此可见,为了使上电位于纽约、上海两地的管理层均能尽心尽力地监督企业,依巴斯公司可谓煞费苦心。由于纽约的依巴斯公司管理层无法直接接触上电的日常生产,也无法从上电的经营中获取直接利益,于是该公司便将其薪酬与所有子公司相关联,

以提升其管理的积极性。而对上电在上海的管理层,由于其熟悉上海本土的具体情况,依巴斯公司则允许其持有上电子公司的股票,以便进一步激励其上海不断扩大上电的市场份额。总体而言,依巴斯公司对上电分处两地的管理层的激励机制区别对待,以求能最大限度地调动上电所有管理者的积极性,使上电在经营过程中保持了较为高效的状态。

四、美商上海电力公司产权结构辨析

不难发现,通过繁琐复杂但又精密巧妙的股本安排,依巴斯公司成功掌握了其海外子公司——上电的全部产权。而在掌握全部产权的基础上,上电又构筑了稳固的产权结构。事实证明,上电的产权结构不但使其稳定经营了 20 余年,在该产权结构下上电经营绩效也远高于其他华商电力企业。⁽¹⁾然而,上电产权结构的意义并不止于让自身在经营中获得成功,更体现在其产权结构亦是近代外商企业海外投资和跨国经营中的一项重要举措。具体而言,上电的产权结构折射出了外商企业在跨国经营中需要解决的问题:

(一) 跨国经营相关法律的合理利用

从上文中可以看出,上电的产权结构之所以能够实现,在较大程度上是依靠了特拉华州一般公司法。正是该州的一般公司法使得“空白股票”、“特权股票”等貌似荒诞无稽的制度变为合法产物,从而才在上电中诞生了附有特权股票的股份公司制。而该制度的建立又为依巴斯公司在上海设立合理产权结构、并如臂使指地指挥上电铺平了道路。从这一角度看,上电的产权结构形成以及其经营成功是建立在其母公司合理利用特拉华州一般公司法的基础之上的。因此,对进行跨国经营的企业而言,应尽可能合理利用相关法律,维护自身的合法利益。

从另一种角度观察,特拉华州一般公司法显得宽松过度,其“不违法即合法”的规定使得部分企业肆无忌惮地寻找法律漏洞,同样产生了较大的社会负面效应,其中最为突出的事例莫过于美国的“大萧条”。巧合的是,上电母公司依巴斯公司的重要成员——美国及国外电力公司的总裁米切尔便是“大萧条”的始作俑者之一。而在“大萧条”及其后续事件中,依巴斯公司自食其果,惨遭肢解。特拉华州一般公司法虽然为上电平稳且高效的产权结构奠定了基础,但同时也对其母公司,甚至是整个美国的经济体系都造成了相当程度的损害。因此,从上电这一典型外商企业的产权结构形成背景中可以看出:跨国经营相关的法律法规确实需要得到充足的制度供给,以保证跨国经营企业有法可依。但同时也需尽可能地完善跨国经营的法律条文,以避免跨国经营企业的混乱无序。

(二) 东道国国情的充分认知

外商企业为了能尽快融入东道国的社会经济并预防潜在的政治风险,必须对东道国国情有着充分而清晰的认知。依巴斯公司对中国国情及上海政治经济形势的了解则是由其曾经的母公司——通用电气所完成的。早在 1915 年,依巴斯公司的母公司通用电气便与上海的慎昌洋行进行了初步合作,由慎昌洋行出售通用电气的产品。至 1918 年,通用电气旗下的国际通用电气公司在上海开设了奇异安迪生电器公司。⁽²⁾奇异安迪生电器公司主要经营由通用电气生产的各类电灯灯泡,由于其产品质量优越,该公司经营的电灯灯泡占上海电灯灯泡市场份额的 25%,并一直经营至解放前。因此,以依巴斯公司和通用电气为代表的摩根财团企业已透过慎昌洋行等代理人对中国的局势有着明确的认知,也深知中美的国情不同。

上电成立前后的民国时局其实是动荡不安的,北伐战争、南昌起义、“九一八”事变、“一二八”事变等均表明此时的中国并不处于平稳时期。东道国的政治经济形势也无疑会影响到依巴斯公司的制度安排。若依巴斯公司仍采取一般的股份公司制,则动荡的时局有可能会对上电的资产为不同政治势力所操控,从而使得依巴斯公司的投资化为乌有。最终依巴斯公司并没有在上电中投入大量资金,而是选择在上海就地发行优先股募集企业所需的经费,同时凭借特权股票牢牢控制了上电的产权。

(三) 产权结构的适时调整

“美国公司总是偏好建立独资公司,公司的最高决策者强调监督与控制,认为独资经营是公司推行全球战略、实现公司整体利益最大化的理想选择”^①。而依巴斯公司作为摩根财团中的一员,按常理亦应按照美商企业的传统,在上电中实行独资经营。但依巴斯公司最终却采用了附带有特权股票的股份公司制作为其产权结构,这种调整似乎有悖常理。

实际上,依巴斯公司虽基于近代中国的特殊国情而未在上电中实行独资经营,但该公司却在沿袭美商企业单独投资惯例的基础上,以特拉华州一般公司法为依据,通过特殊的股本安排掌控上电产权的做法获得了等同于独资企业才能拥有的企业产权,并形成了独特的产权结构。这种产权结构的适时调整既是依巴斯公司及上电与一般外商企业的不同之处,也体现了其复杂股本构成的真实目标所在——在政治风险较大的东道国中以合资企业的名义承担风险,并获得独资企业所享有的全部利益。

参考文献:

- [1]. William J. Hausman, John L. Neufeld. The Rise and Fall of The American & Foreign Power Company: A Lesson from the Past? [J]. The Electricity Journal, 1997(10): 46-53.
- [2]. Joel Seligman. A brief history of Delaware's general corporation law of 1899 [J]. Delaware journal of corporation, 1976(1): 249-287.
- [3]. Leonard S. Hyman. America's Electric Utilities: Past, Present and Future [M]. Arlington: Public Utilities Reports, Inc., 1983.
- [4]. Venue of Action under Public Utility Holding Company Act [J]. Virginia Law Review, 1944, 30(4): 668-669.
- [5]. William F. Kennedy. Regulation of Utility Servicing under the Holding Company Act of 1935: II. Allocation of Costs [J]. The Journal of Land & Public Utility Economics, 1941, 17(2): 171-187.
- [6]. 梁善明. 20世纪80年代以来近代上海电业史研究评述 [J]. 天中学刊, 2014(6): 107-110.
- [7]. 陈真、姚洛. 中国近代工业史资料第二辑 [M]. 北京: 三联书店, 1958.
- [8]. 上海电力公司第一抵押债券 [N]. 申报, 1933-02-06(2).
- [9]. 薛轶群. 电气事业的主权之争与公私之争——1929年上海工部局出售电气处之考查 [A]. 见胡春惠、吕绍理、徐有威. 两岸三地历史学研究生论文选集 [C]. 上海: “国立”政治大学历史学系·香港珠海书院亚洲研究中心·上海大学历史学系, 2010: 775-790.
- [10]. 阿道夫·伯力、加德纳·米恩斯. 现代公司与私有资产 [M]. 北京: 商务印书馆, 2005.
- [11]. 罗恩·彻诺. 摩根财团 [M]. 北京: 中国经济科学出版社, 1990.
- [12]. 上海市电力工业局史志编纂委员会编. 上海电力工业志 [M]. 上海: 上海社会科学院出版社, 1994.
- [13]. 姜再勇、李晶文、李秋良. 西方企业产权结构理论以及借鉴意义 [J]. 当代经济研究, 1995(3): 44-50.

[14]. 电气处昨日举行成交仪式[N]. 申报, 1929-08-09(14).

[15]. 上海市档案馆, 财政部科学研究所编. 上海外商档案史料汇编(四) [G]. 内部交流本, 1988.

[16]. 李代耕. 中国电力工业发展史料[M]. 北京: 水利电力出版社, 1983.

[17]. 上海市档案馆, 财政部科学研究所编. 上海外商档案史料汇编(八) [G]. 内部交流本, 1987.

[18]. 陈碧舟、张忠民. 近代外商企业的负债经营研究——以美商上海电力公司为例(1933~1937) [J]. 贵州社会科学, 2017(11): 141-147.

[19]. 孙时平. 跨国公司的股权策略[J]. 世界经济研究, 1996(4): 41-44.

注释:

1 依巴斯公司全称电力债券与股份公司(Electric Bond and Share Co.), 至 1925 年为止是美国摩根财团所属通用电气公司的全资子公司。1925 年后依巴斯公司开始了独立经营, 仍隶属于摩根财团。参见 William J. Hausman, John L. Neufeld. The Rise and Fall of The American & Foreign Power Company: A Lesson from the Past? The Electricity Journal, 1997, (10): 49.

2 参见梁善明: 《20 世纪 80 年代以来近代上海电业史研究评述》, 天中学刊, 2014(6): 107-110。

3 Joel Seligman. A brief history of Delaware' s general corporation law of 1899. Delaware journal of corporation, 1976, (1): 276.

4 Joel Seligman. A brief history of Delaware' s general corporation law of 1899. Delaware journal of corporation, 1976, (1): 273.

5 陈真、姚洛: 《中国近代工业史资料第二辑》, 北京: 三联书店, 1958: 344-345。

6 Joel Seligman. A brief history of Delaware' s general corporation law of 1899. Delaware journal of corporation, 1976, (1): 274.

7 《上海电力公司第一抵押债券》, 申报, 1933-02-06(2)。

8 陈真、姚洛: 《中国近代工业史资料第二辑》, 北京: 三联书店, 1958: 344。

9 陈真、姚洛: 《中国近代工业史资料第二辑》, 北京: 三联书店, 1958: 344。

10 薛轶群: 《电气事业的主权之争与公私之争——1929 年上海工部局出售电气处之考查》, 见胡春惠、吕绍理、徐有威: 《两岸三地历史学研究生论文选集》, 上海: “国立”政治大学历史学系·香港珠海书院亚洲研究中心·上海大学历史学系, 2010: 784。

11 阿道夫·伯力、加德纳·米恩斯: 《现代公司与私有资产》, 北京: 商务印书馆, 2005: 83。

-
- 12 罗恩·彻诺：《摩根财团》，北京：中国经济科学出版社，1990：330。
- 13 上海市电力工业局史志编纂委员会编：《上海电力工业志》，上海：上海社会科学院出版社，1994：464。
- 14 陈真、姚洛：《中国近代工业史资料第二辑》，北京：三联书店，1958：344。
- 15 罗恩·彻诺：《摩根财团》，北京：中国经济科学出版社，1990：325。
- 16 Leonard S. Hyman. America' s Electric Utilities: Past, Present and Future. Arlington: Public Utilities Reports, Inc., 1983: 74.
- 17 Venue of Action under Public Utility Holding Company Act. Virginia Law Review, 1944, 30(4): 668.
- 18 William F. Kennedy. Regulation of Utility Servicing under the Holding Company Act of 1935: II. Allocation of Costs. The Journal of Land & Public Utility Economics, 1941, 17(2): 178.
- 19 姜再勇、李晶文、李秋良：《西方企业产权结构理论以及借鉴意义》，当代经济研究，1995(3)：44。
- 20 阿道夫·伯力、加德纳·米恩斯：《现代公司与私有资产》，北京：商务印书馆，2005：66。
- 21 电气处昨日举行成交仪式，申报，1929-08-09(14)。
- 22 上海市档案馆，财政部科学研究所编：《上海外商档案史料汇编(四)》，内部交流本，1988：337。
- 23 李代耕：《中国电力工业发展史料》，北京：水利电力出版社，1983：58。
- 24 William F. Kennedy. Regulation of Utility Servicing under the Holding Company Act of 1935: II. Allocation of Costs. The Journal of Land & Public Utility Economics, 1941, 17(2): 177.
- 25 上海市档案馆，财政部科学研究所编：《上海外商档案史料汇编(八)》，内部交流本，1987：16。
- 26 陈碧舟、张忠民：《近代外商企业的负债经营研究——以美商上海电力公司为例(1933~1937)》，贵州社会科学，2017(11)：142。
- 27 陈真、姚洛：《中国近代工业史资料第二辑》，北京：三联书店，1958：323。
- 28 孙时平：《跨国公司的股权策略》，世界经济研究，1996(4)：41。