

乾隆至民国晋商股权结构演变简析

张喜琴 赵永斌 刘建生

内容提要:晋商股俸制初创之时即有人力股、资本股之分,实物亦可按价作股,各类股东身份平等,共有企业,共同经营,共负盈亏。股权融资多见于家族内部或坊友之间,股权结构以平衡型居多。票号出现之后,实物作股已不多见,身股股权变得不完全,丧失了企业产权,也不再承担亏损责任,只享有经营权和有限的剩余索取权。银股开始占据主导地位,融资的地域范围和对象也呈现出开放性,省外资本、官场资本开始进入,但股权集中度有所降低。票号发展后期,随着银股稀释和身股增加,经理人在委托代理关系中的地位逐渐上升,内部人控制风险加剧。保晋公司成立后,股权融资地域和对象进一步拓展,呈现出官场资本主导的特征。虽然身股退出,但由于股权结构更加分散,经理人权力反而增大。上述变化,集中体现为股权融资对象渐广、官股和官员股逐渐占据主导地位、资本地位上升、劳动地位下降的趋势,这是由晋商转型的资本密集化、省外融资便利性提升、清末大资本投资来源相对稀缺的时代背景,以及政府天然的资本调配能力所决定的。

关键词:乾隆至民国 晋商 股权结构 股俸制

股权结构是指股份公司总股本中,不同性质的股份所占的比例及其相互关系。现代企业理论认为,股权结构是企业治理的基石,股权结构决定着企业的类型和组织结构,并随着生产方式和科学技术的发展而进行适应性的动态调整。股权结构问题伴随合伙经营产生,中国商人合伙经营历史悠久,至明代,合伙经营已较为普遍,但多为资本的“合本”,而且目前“尚未看到明代‘合本’契约的实物”,^①股权结构相对简单。到清代以后,出现了实物合本、人力入股等,衍生出多种股权结构。乾隆至民国时期,晋商在合伙经营过程中逐步形成了较为先进的股权结构形式——股俸制。^②股俸制被认为是成就晋商为明清十大商帮之一的重要因素。^③

围绕晋商的股权结构,学术界已有大量研究成果。对于晋商股俸制的产生,高春平认为是为了集中资本,建立合理高效的经营管理结构,从而可以扩大经营规模和业务范围。^④但林柏认为晋商集中资本具有家族特征,集中资本并不是晋商股俸制创新的最初动因,而是其施行以后产生的结果,股俸制创立的出发点是为了明确权责、规范收益分配,其之所以能促进企业稳定、扩大和发展,得益于票号发展后期护本、狗股等追加资本模式的创新。^⑤在晋商股俸制的理论分析上,梁四宝和刘鹏生定

[作者简介] 张喜琴,山西财经大学经济学院副教授,太原,030006,邮箱:958424970@qq.com。赵永斌(通讯作者),山西师范大学经济与管理学院讲师,太原,030031,邮箱:zhaoyongbin1992@163.com。刘建生,山西大学晋商学研究所教授,太原,030006,邮箱:jianshengliu5612@sina.com。

① 杨国桢:《明清以来商人“合本”经营的契约形式》,《中国社会经济史研究》1987年第2期。

② 晋商的股俸,又称股分。参见张正明:《清代晋商的股俸制》,《中国社会经济史研究》1989年第1期。本文除特指晋商股俸制这一特定制度时用股俸字样外,其他情形均用股份二字。

③ 林柏:《清代晋商股份制新探》,《生产力研究》2002年第4期。

④ 中国商业史学会明清商业史专业委员会编:《明清商业史研究》第1辑,中国财政经济出版社1998年版。

⑤ 林柏、刘建生:《对晋商股份制产生动因的探讨》,《生产力研究》2006年第10期。

性研究了股俸制在晋商发展和衰落中的作用。^① 石涛和李志芳从产权演变和激励机制的视角,阐释了股俸制对于晋商发展道路的内在影响。^② 周建波运用委托代理理论,分析了晋商身股的先进性和局限性,认为身股制度是既定技术条件限制下,对经理人和重点人才激励办法的产物,无法做到过程监督,只能实行结果监督。^③ 刘俊和刘建生通过研究一批晋商合伙经营契约,发现清代合伙股份经营大致存在三种股权结构。^④ 史若民梳理了晋商股俸制的社会意义,发现晋商股俸制不仅在当时的社会条件下具有先进性,而且通过人力作股,创立了一项社会良性循环发展原理。^⑤

现有的研究集中于山西票号,对于票号产生前后的晋商股权结构及其演变研究相对较少。事实上,票号多由茶叶、丝布、杂货等其他行业的商铺改组而来,近代工业出现之后,票号虽也有向近代工业的投资,但并不多见。这是因为投资近代工业成本大,收回慢,调整难,而票号本身投资回报率一直较高,长期以来积累了良好的商业模式和商业人才,晋商资本遂多集中于票号之中。在票号衰落之际,社会不稳定因素和挤兑风险上升,晋商资本开始关注实业,并尝试投资近代工业,这也成为晋商资本转型的重要方向之一。^⑥ 特别是保晋公司的设立,标志着晋商资本大规模投资近代工业。因此,清代以来晋商资本的各种表现形式之间并非是割裂的,而是通过股权投资得以延续的。本文基于《晋商史料集成》^⑦《山西票号史料(增订版)》^⑧中的资料和保晋公司相关史料^⑨,尝试梳理乾隆至民国时期晋商股权结构的演变脉络。

一、股权范畴界定和股权结构分析范式

(一) 股权范畴

关于清代合伙经营中,哪些要素可以视为股权,学界的分歧主要在于实物和劳务能否作股:詹挽强主张出资和对外负债都可以算作入股的形式,但东家与身股实质上是雇佣关系,身股的劳务能否折算股权,还有待商榷。^⑩ 范金民认为货币和实物均应纳入股权的范畴。^⑪ 徐建青认为,除了货币、实物之外,如果劳务参与剩余分配,也应包含在股权范畴之内。^⑫ 刘俊和刘建生从契约理论和当代民法的视角,结合晋商契约史料,认为两个以上的自然人或者商号,以货币、实物或劳务作股共同出资、共同经营的,皆应视为合伙,其股权也自然包括上述要素。^⑬ 在此,我们取用刘俊和刘建生的界定标准,即实物和劳务均可作股,不同的资本、实物、劳务组合方式,构成了不同的合伙模式。在此基础上,分析其股权结构。

(二) 股权结构

1. 晋商银股股权结构。尽管晋商经营过程中,特别是票号,表面上财东较少过问“平素经营方针”,大小事务多由掌柜决断,分析财东出资形成的银股股权结构似无意义。但实际上,一些重要的

① 梁四宝、刘鹏生:《晋商股份制的经济学分析》,《生产力研究》2001年第1期。

② 石涛、李志芳:《产权与激励机制视角下的晋陕商帮》,《山西大学学报(哲学社会科学版)》2007年第6期。

③ 周建波:《晋商股份经营制度剖析——以委托—代理关系为中心》,《福建论坛(人文社会科学版)》2010年第2期。

④ 刘俊、刘建生:《从一批晋商契约析清代合伙经营》,《中国社会经济史研究》2014年第1期。

⑤ 史若民:《从近世中外社会演变看晋商股份制的意义》,《中国社会经济史研究》2018年第1期。

⑥ 无论是以票号名义还是以东家个人名义投资近代工业,都体现了全新的投资姿态和理念。特别是东家个人投资在此过程中起到了表率作用,推动了晋商投资近代工业的步伐。本文将二者一同视为晋商资本由票号领域向近代工业领域的转型。

⑦ 刘建民主编:《晋商史料集成》,商务印书馆2018年版。

⑧ 中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,山西经济出版社2002年版。

⑨ 曹慧明主编:《保晋档案》,山西人民出版社2008年版。

⑩ 詹挽强:《略论清代中后期的合伙经营——〈民间文书与明清东南族商研究〉读后》,《湖北函授大学学报》2011年第3期。

⑪ 范金民:《明清商事纠纷与商业诉讼》,南京大学出版社2007版,第15页。

⑫ 徐建青:《清代手工业中的合伙制》,《中国经济史研究》1995年第4期。

⑬ 刘俊、刘建生:《从一批晋商契约析清代合伙经营》,《中国社会经济史研究》2014年第1期。

事务,“凡扩充业务,赏罚同人,处置红利,全由财东裁定执行。”^①财东在晋商重大经营决策中实际上处于首要地位,所以分析晋商银股在其股权结构中的意义很有必要。

股权结构一般包括股权的类型和配置比例两个方面,前者是指企业的股东属于何种性质,属于质的属性,后者是指不同类型或者股东的持股比例及其相互关系,属于量的属性。

股权的类型一般包括国有股、管理层持股、法人股、社会公众股等,^②晋商一般不涉及国有股、法人股等,笔者将晋商股东的性质划分为官股(指政府出资)、企业股、官员股^③、普通人股和人力股几种类型,并在分析中加入持股人的地域属性,来考察晋商股权融资中的地域开放性变化。

股权的配置比例一般包括股权集中度、股权制衡度、两权分离度等。股权集中度体现了决策权和经营风险在众股东之间的集中程度,股权集中度越高,表示第一大股东的决策权越大,面临的经营风险也越大,其通过监督经理人以维护自身利益的动机也就越强,经理人的能动性将受到一定程度的制约,但在一定程度上可以避免经营风险的产生。本文采用前五大股东(CR1-5)中第一大股东(CR1)的持股比例来刻画晋商股权的集中度。^④

股权制衡度表示的是其他股东对大股东的制衡程度,高制衡度有利于科学、有效率的决策,低制衡度不利于决策的民主化和科学性,且小股东的利益容易受到侵害,从而导致股权结构不稳定,有引发散伙或股东出局的风险。由于第二大股东和第二至第五大股东联合是最具制衡意愿和能力的股东群体,所以我们分别采用CR1/CR2(大股东与二股东持股之比)和CR1/CR2-5(大股东和前五大股东中的其他四大股东持股之比)这两个指标来衡量股权制衡度,这两个比值越大表示第一大股东相对于其他股东越有“发言权”,其他股东对第一大股东的制衡度也就越低。

两权分离度即所有权和控制权分离程度。两权分离是现代企业中普遍存在的一种现象,控制权从所有权中分离出来,并逐渐向专业化转变,一方面带来了企业经营管理专业化的提升,提高了企业经营效益,另一方面则带来诸如道德风险、内部人控制等问题。因此两权分离度也是股权结构演变分析中不可或缺的一个指标。笔者以同时占有银股和身股两类股份的股东数量与银股股东总数之比来反映两权分离度,该比值越大分离度越低,等于0时则表示完全分离。

2. 晋商的身股制度。身股在晋商商号中,由掌柜阶层和资深职员持有。顶身股者一般不出资金,而是以劳动和才能作股。身股与银股之间存在本质区别,故对身股进行单独分析。

第一,身股和银股分别对应的企业产权有本质区别。银股“享有永久利益,父死子继,永不间断”,^⑤对于企业的所有权具有绝对性、排他性和永续性三个属性,但身股显然没有永续性的特征:其一,当顶身股者被财东辞退后,其身股自然除名,且不可转让和继承。其二,顶身股者亡故后,其身股虽可转化为“故身股”,但也只是在有限时间内继续参与分红,不具有永续性。因此身股虽然被视作股权,但实质上只是具有经营权和剩余索取权,一般不具备对企业的所有权。第二,身股和银股对于担负企业的盈亏责任有本质区别:银股股东负无限责任,但身股股东只负盈不负亏。^⑥基于此,笔者将身股作为一种特殊的股权来分析,并以身股和银股股权数量之比作为一项指标,分析内部人控制风险的变化过程。

以下,对于小规模合伙股权结构分析,笔者采用定性描述的方法。对于规模较大、股东较多的合伙情形,则采用定量分析的方法。

① 参见中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第594页。

② 冯毅:《股权结构与董事会效率关系研究——基于公司复杂性的调节效应视角》,中国金融出版社2016年版,第35页。

③ 鉴于传统社会和近代时期,官员虽以个人名义出资投资工商业,但其附带的政府背景及隐含的资源调配能力对企业经营影响较大,其性质既不同于普通人的投资,又不同于政府投资,故本文将其单独考察。

④ 冯毅:《股权结构与董事会效率关系研究——基于公司复杂性的调节效应视角》,第88页。

⑤ 李谓清:《山西太谷银钱业之今夕》,《中央银行月报》第6卷第2号(1937年)。

⑥ 陈其田:《山西票庄考略》,经济管理出版社2008年版,第41—46页。

二、票号出现之前的晋商股权结构

票号出现之前,晋商多集中在商品流通和零售环节。资本规模小、合伙人数量少,决定了这一时期相对简单和平衡的股权结构。按照生产要素的组合方式,不同合伙模式下的股权结构不尽相同。

第一种是资本合伙。资本合伙是合伙人共同出资、共同打理、共担债务、共享盈亏。投入的资本既有货币资金,也有待售的货物及房屋门面、铺底字号乃至牙帖等。^①也就是说,商人的合伙资本既可以是货币,也可以是能用货币评估的实物。其中,货币资本的合伙是最简单、最基础的合伙形式,其股权结构由出资比例来确定。这种股权结构一般出现于小规模合伙之中,股东人数少,且所有权、经营权分离度低,合伙人既是股东,也是经营人。如乾隆五十三年(1788)十一月十六日杨元绩等二人分割北京“丰茂号”的合同:

立分拨文约人杨元功、杨元绩,因为生意无利,今将北京城内“丰茂号”生意原本钱,大钱陆百串,同中言明,情愿贴与元功名下大钱叁百串。若后生意,天赐获利。元绩永远作世承管,不与元功相干。下余一应货物金银,外人借贷,一应分论。恐后无凭,立分拨永远存据。

乾隆五十三年十一月十六日 立分拨人杨元功 杨元绩

分拨二纸各执一纸

梁宪仁

中人

杨国土

杨秀元 十^②

此合同虽为出局散伙的合约,但亦可看出,“丰茂号”生意成立之初,杨元功、杨元绩二人各出大钱300串,作为合伙资本,二人既是股东,也参与实际经营。此类股权结构的特点是简单、决策效率高,但权责界定不明晰。此外,从两位股东的姓名推断,应系亲属关系,可以看出,家族性是当时商业资本组合的一种重要特征,这也印证了相关研究已取得的结论。^③

第二种是劳资合伙。劳资合伙是指各合伙人分别以资本(货币、实物)和劳动力(具有业务技能、从业经验和管理能力的人力资本)作为原始资本进行合伙。劳资合伙多发生于具有创业动机的个体在新设字号时,为了扩大经营规模,向其他个人或字号融资,投资方因此获得该字号的股权,创业者自己则以人力入股。该种形式下,人力资本和出资人所占有的股权分别称为“身股”和“银股”。票号出现之前的身股在利润分配上与银股处于平等地位。如嘉庆元年(1796)正月程鹏万、张焕、文效先、鲁双光关于开设“元吉号”的合同显示,程、张、文、鲁四名自然人共同成立元吉号,设立的资本为程、张两姓领到文、鲁两姓本银300两整,是为领本合伙。该合同亦注明共设六股,文、鲁为出资方,各“银顶一分五厘”,程、张两姓为经营方,各“人顶一分五厘”,“所获利息按股均分”,也就是4人共同参与剩余利润的分配。此外,合同言明,“翌日生意不作,程、张二人原本归还”,规定了领本人的亏损承担义务和偿债义务,即此时身股在利润分配和债务、亏损承担上与银股享有同等地位。^④4名股东股权结构明晰,各占25%股权,且身股、银股分别占50%,股权结构平衡,股权制衡度也很高,利弊皆如前述。另外,合同中并未言明文、鲁二东的经营角色,股权结构和剩余利润分配上也并没有体现其参与经营活动以及因此拥有身股,因此,我们推断该企业已经实现身股、银股分离,投资与经营分离。

第三种类型是混合合伙。混合合伙是指同一合伙人同时拥有银(或物)股和身股,即同一股东既

① 刘秋根:《明清高利贷资本》,社会科学文献出版社2000年版,第89页。

② 《乾隆五十三年十一月十六日杨元功、杨元勤二人分割北京“丰茂号”合同》,刘建民主编:《晋商史料集成》第1册,第233页。

③ 林柏、刘建生:《对晋商股份制产生动因的探讨》,《生产力研究》2006年第10期。

④ 《嘉庆元年正月上浣日程鹏万、张焕等四人设立元吉号杂货磨坊染房领本合同》,刘建民主编:《晋商史料集成》第1册,第15页。

有资本出资也有劳务投入的情况。这种合伙具有“合本共作”和“劳资合伙”的双重性质。其中,资本的来源可以是自有资本,也可以是领本。如乾隆三十一年五月廿二日,郭宽、贾垂基、梁金魁三人所立棚合设立杂货生意,共立四股。合同中约定,贾姓股东以自有“油盐杂货铺生意壹座”占股一分;郭姓股东以出资一百两占股一分,且以“在铺办事”,又占股一分;梁姓股东则因“在铺办事”占股一分。^① 可以看到,郭姓股东既有银股又有身股,是典型的混合合伙形式。

该杂货铺股权结构相对简单,郭姓股东拥有50%的股权,是大股东,贾姓和梁姓各占25%股权。三名股东产权清晰,股权结构较为集中。大股东形成绝对控股地位,但小股东与大股东之间,可以形成制衡监督,股权制衡度适当,这样既有利于提高决策效率,又可以保证决策的科学性,同时可以分担经营风险。此外,该合同还对股权流转做了规定,“如有更便,自许郭姓交,不许贾姓接”,保证了股东之间股权比例的相对稳定。再如乾隆四十八年三月二十七日,任俊逸和王维省合伙在顺天府宛平县南各庄开设“源盛布铺”,共立股二分四厘,其中任俊逸出资300两,作股一分,王维省出资120两,作股四厘,另有“人壹俸”。^② 源盛布铺的股权结构也比较简单,王维省既有银股、身股合计一分四厘,占股权总数的58.3%,同时,王维省也是领本人,领到任俊逸银300两,任俊逸也因此占得一分股份,占股权总数的41.7%。

通过对票号出现之前部分晋商股权分配契约的分析发现,这一时期合伙规模较小,股权结构相对简单,多以平衡型股权的形式出现,且以自然人合股为主,尤其是家族内部和坊友之间的合伙比较常见。在这一时期,股权的组成形式已经非常丰富,晋商股俸制已经初具雏形,货币资本、人力资本、实物资本(土地铺面等)各种生产要素的折股规则和按股分配剩余利润的基本原则均已成形。尤其是晋商股俸制中的精华——顶身股在该时期也已经出现,这为后来晋商票号的兴起奠定了基础。

三、晋商票号的股权结构特征

19世纪初,随着中俄陆路贸易的发展,晋商的茶叶经营规模日趋扩大,长时段、长距离贩运对资本流通的需求迅速膨胀,从而引起异地汇兑业务需求量的快速增加。主营汇兑业务的晋商票号在这一时期应势出现,并扩展至多种金融业务。但票号不同于传统小商品生意,需要巨量的资本和人力资源,所以这一时期,以票号为代表的晋商的股权结构又出现了一些新的特征。

(一) 银股股本的合伙模式

之所以单独分析银股股本的合伙模式,是因为在不同合伙模式下,银股群体的决策模式、银股对身股的制衡与博弈力量等都存在差异,事关股权结构的稳定性以及内部人控制风险大小。

下面这则史料记录了晋商票号银股股本合伙的三种模式:

(丁)财东之家,日升昌为平遥达蒲村李姓独事。协同庆与协同信为平遥王智村米家和榆次王家合资。百川通之东系祁县城渠家。蔚泰厚、蔚丰厚、天成亨三号系介休贾村侯家。蔚盛长系平遥南门外范家与窑头村王家所创设,后加入贾村侯家。蔚长厚则为蔚字号众伙所集资。乾盛亨介休北辛武村冀家。宝丰隆是四川官场之本。^③

第一种是以家族内部资本为主。这种模式下,票号的绝大多数银股由某一家族控制。这种股本组合方式在票号中比较普遍。如日升昌股东为李箴视,蔚泰厚、蔚丰厚股东为侯崇基,大德通股东为乔家(分4个堂名加入,即在中堂、保和堂、既翁堂、保元堂),秦家银股只占少数。^④

第二种是家族联合组成主要股本。这种模式在各个家族之间的分布更加平衡,这一点会影响到

① 《乾隆三十一年五月二十二日贾垂基等三人立棚本油盐店合同约》,刘建民主编:《晋商史料集成》第1册,第9页。

② 《乾隆四十八年三月二十七日王维省、任俊逸开设源盛布铺合同》,刘建民主编:《晋商史料集成》第1册,第12页。

③ 中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第568页。

④ 中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第638页。

股权结构及其经营运作。如祁县渠宝廷、渠院祯、张祖绳三股东设立存义公票号,永泰庆票号由平遥毛履泰和祁县祁姓设立,歙吉升票号由平遥李姓、陕西高姓、安徽雷姓合股而设,志成信票号由负、曹、吕、孔等 19 家合股设立。^①

第三种是政府背景的“官场之本”作为股本,即官股或官员股合伙设立票号。官本控股票号在晋商票号中并不多见,但在南帮中较为常见,如阜康票号(又名胡通裕,总号在上海)为上海转运局道员胡光墉设立,源丰润票号由“督销长芦盐务河南官运事”的深信厚开设。^②实际上,官股或官员股对应的政府和官员,多在山西省外。本文把其中总号设在山西,且掌柜为山西人的,计入晋商票号之列。如开设于平遥的宝丰隆票号,为四川藩台许涵度、四川浚川官银号经理乔英甫、川边大臣赵尔丰等多位官员合股设立,光绪五年(1879)成立于平遥的松盛长票号股东是苏州粮道英朴。此外,也有官民合股的票号,如云丰泰银号(总号在平遥)由云南高州镇总兵杨玉科和平遥范家合资开设。^③

官员参股是晋商票号发展中后期出现的一种新特点。官员股进入票号,既与当时洋务运动中官本活跃有关,也是由资本的逐利性决定的。相比下,民间资本的股本多来源于其他企业字号的家族资本,融资的地域范围也不再局限于平祁太等帮别内部,而是逐渐呈现出一种开放性,不仅有帮别之间的合资,甚至有少数票号引入外省商帮资本。

(二) 晋商票号的股权结构

由于票号初创之时的契约难以寻觅,本文选取一部分票号存续期间的股权合约,来分析其不同的股权结构,参见表 1。

表 1 部分晋商票号股权结构资料整理

	票号名称(合约时间)				
	志成信(1873)	蔚泰厚(1879)	大德通(1889)	协成乾(1906)	大德通(1908)
家族数(个)	13	9	2	10	2
银股数(股)	17	24.2	20	14.65	20
CR1(%)	14.7	50	87.5	38.2	87.5
CR2(%)	14.7	16.5	12.5	13.7	12.5
CR1-5(%)	61.8	91.3	100	88.7	100
CR2-5(%)	47.1	41.3	12.5	50.5	12.5
CR1/CR2	1	3.03	7	2.79	7
CR1/CR2-5	0.31	1.21	7	0.76	7
两权分离度	0	—	0	0.5	0
身股数(股)	6	—	9.7	17.5	23.95
身股:银股	35.3:100	—	48.5:100	119.5:100	119.8:100

资料来源:根据中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编《山西票号史料(增订本)》第 582—1226 页收录的各大票号的合约、职工名单、分红账册整理而得。由于蔚泰厚的身股史料缺失,故蔚泰厚的后三个指标不得而知。

说明:表中分列大德通(1889)和大德通(1908),以体现同一票号在不同历史阶段股权结构的纵向对比。

由表 1 可知,大德通是以家族内部资本为主,而志成信、蔚泰厚、协成乾是家族联合的合伙。大德通中乔家独占 87.5% 的股份,接近于独资,股权集中度高,其优势有两个方面:一方面体现在股权的稳定性上,其他小股东出局对字号的影响不大;另一方面,大股东出于对自身资本增值的考虑,监督掌柜的动机更强,可以降低部分经营风险,这些可能也是大德通一直到 1940 年才歇业的原因。但从股权制衡角度来看,秦家(大德通的第二大股东)对乔家的制衡度不高,参与经营方针决策的积极

① 中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第 638 页。

② 参见中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第 781—787 页。

③ 参见中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第 648、649、650、781 页。

性不会太高,这又会降低决策的科学性。在两权分离度方面,大德通三任经理人均均为外姓经理,^①实现了所有权和经营权的完全分离。光绪十五年,大德通的身股和银股比为48.5:100,银股股权高度集中,发生内部人控制的风险极低,但随着经营规模扩大,获得身股的人数增多,到光绪三十四年身股和银股之比达到了119.8:100,内部人控制风险增加。

家族联合的合伙,股权集中度存在绝对集中和相对集中之分。股权绝对集中之票号,如蔚泰厚,侯家股权独占50%,其他8姓占另外50%,且第二大股东,乃至后面的几大股东持股占比均较低,在重要决策上对侯家的制衡度较低。股权相对集中者,如协成乾票号,吴家拥有票号38.2%的股份,第二大股东则只有13.7%的股权,但第二到第五大股东合计持股达到了50.5%,对吴家形成有效制衡。家族联合中的另一类股权结构则相对分散,如志成信,由13个家族合股经营,出资最多的负家和吕家,分别仅占14.7%的股权。股权集中度相对较低,各家之间制衡度较高,决策效率也较低,单个股东相对于经理的话语权降低,内部人控制风险较高。

从两权分离度来看,多数票号在19世纪末实现了两权分离,但仍有票号为混合合伙模式。例如,光绪三十二年协成乾银股股东之中尚有6人兼有身股,即银股股东实际参与票号的运营。

虽然票号之间股权结构各异,身股、银股比例各不相同,但大抵可以看出,随着票号的发展,身股在票号股权结构中所占比例在逐渐增加。如大德通、协成乾、蔚泰厚^②等票号的身股到经营后期均超过了银股数量,导致票号之中普遍存在产权不明晰、权责不对等的问题。且经理利益最大化和财东利益最大化出现了分歧,致使内部人控制风险逐步增大,遂发生了以毛鸿翰为代表的掌柜团体阻碍票号改组银行进程之事件。

晋商票号后期身股权利转变的最明显之处在于,一是除创业者之外的多数身股不再拥有企业产权,其身股权益不可继承和转让,只能随出号或亡故而注销(故身股亦不能永续存在);二是身股所对应的责任也转变为只分盈,不负亏。这两个转变,形成了身股与银股之间的权责不对等。一方面导致掌柜和财东之间最大化目标不完全一致,经理人因追求短期业绩而损害长期利益的可能性增加。特别是身股分盈不负亏,虽然在票号初创和业务拓展期,可以有效调动各掌柜的积极性和能动性,帮助票号快速扩大市场规模,抢占市场份额,对票号兴盛至关重要。但在票号成熟期和衰落期,该分配机制导致掌柜风险意识降低,忧患意识减弱,在缺乏类似股东大会、监事会职能机构的情况下,财东对经营风险难以掌控。另一方面,当身股数量不变或者增加,银股数量不变或稀释(在有新财东加入或第二代财东继承股权的过程中,必然会导致银股股权的稀释)的情况下,容易发生内部人控制问题。这些都可能是导致晋商衰亡的制度原因。

四、保晋公司的股权结构

清末,外资银行和华资银行的建立,对晋商票号产生了巨大冲击。在此背景下,部分晋商把资产逐步向民族工业转换,创办了众多近代工业。1905年创立的保晋公司(全名“山西商办全省保晋矿务有限公司”),^③便是其中开办较早、颇具规模的民营商办企业。随着洋务运动和中国被迫开放的程度不断加深,西方现代企业制度在保晋公司中也有所体现。

(一)保晋公司股本募集过程

保晋公司初创之时,于1906、1907年从山西省府分别领到亩捐银5万两、15万两,共计20万两,

① 中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编:《山西票号史料(增订本)》,第653页。

② 据中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编《山西票号史料(增订本)》(第570页)收录的《邵雍宗事略》所载,在光绪二十八年后的某个账期,蔚泰厚“人银六十余股”,而按票号发展规律推测,银股数量一般不会有大的变动,按照光绪五年银股为24.2股计算,剩余的身股明显超过了银股的规模。

③ 曹慧明主编:《保晋档案》,第11页。

作为开办之资。^① 1908年,公司制定《山西保晋矿务公司章程》,计划再集资300万两,作60万股。^② 遂“稟请抚藩宪,通飭所属,劝集矿股,分绅商学社四大纲募集股份”,至宣统元年(1909)底,共向社会各界募集股本金162.4万两。^③ 此后几年,亦有少量股本新增。至1914年底,共计各类股东3.4万余名,连同亩捐累计募集193.88万两,折合股份为38.56万余股,民国改革后,折合286.36万元。^④

1920年,“嗣股东会复议修改章程”,并决定“继续招募,期足三百万两之数”。^⑤ 但招募之事似乎并未落实,中间虽有股权转让和变更,但至1927年,第十一次股东常会营业报告中所记录的股本金依旧为286.36万元。^⑥ 直至1957年对保晋公司债权债务进行清理之时,股本仍未改变。^⑦

(二)保晋公司股权结构

从股本性质来看,保晋公司的股本来源可分为货币资本和实物资本两类。

货币资本包括公股和商股。公股的来源是省内各县的亩捐,正如《保晋公司报告书稿》中所载,“当公司成立伊始,于光绪三十二年三十三年先后由官厅亩捐二十万两,为开办之资……所谓公股者即此数也。”^⑧ 商股则包括绅、商、学、社、官、外(省)六个类别,投资人包括商务局、财务局、教育会、钱行、票号和各大商行、个人等。^⑨ 虽然保晋公司股权结构中的公股、商股与本文前述官股、企业股、官员股和普通人股四种类型有交叉重叠,从股权的实际投资人来看,保晋公司的股权中,兼有官股、企业股、官员股和普通人股,从地域上说,则既包括省内也包括省外。

实物资本主要是矿地作股。如《保晋公司与平定各村社续订按地入股合同》中言明:“26村入股亩数共637顷89亩,作股277个。每百两为一股,合银2.77万两。”^⑩ 由于史料缺乏,保晋公司与大同、寿阳、晋城等地是否也订有按地入股的合同,目前还无从知晓。

从货币股权的结构来看,1914年,股本募集完成时,公股占总股本的10.32%,商股占89.68%。而在1909年,集中招股完成之时,共募集股本182.40万两,公股占10.96%,商股占89.04%;商股之中,省内商股占85.85%,省外商股占11.03%,省内官员股占3.12%。^⑪

我们认为,公股来自于各县亩捐,由山西省政府统一拨付,因此将公股认定为官股较为合适。而其他单个商股股东至多出资5万两,所以政府是保晋公司的第一大股东。

从股权集中度来看,股本招募完成之时,前五大股东依次是山西省政府、渠本翘、乔景俨、澹远堂(江苏)、省记^⑫,分别出资20万两、5万两、5万两、2.75万两、2.50万两,合计35.25万两,占总股本的18.18%,^⑬ 这远低于票号时期,也低于目前我国上市公司平均水平,可以说股权相对分散,不利于

① 《保晋公司报告书》,《大公报》1910年10月18日,第7版。

② 《山西保晋矿务公司章程》,《顺天时报》1908年3月28日,附张。

③ 《保晋公司报告书》,《大公报》1910年10月18日,第7版。

④ 曹慧明主编:《保晋档案》,第28页。

⑤ 《保晋公司报告书稿》,《保晋公司史料及研究》,阳泉市政协学习和文史资料委员会、阳泉市档案局编印:《阳泉文史资料》第13辑,2006年印行,第23页。

⑥ 曹慧明主编:《保晋档案》,第157页。

⑦ 曹慧明主编:《保晋档案》,第263页。

⑧ 曹慧明主编:《保晋档案》,第28页。

⑨ 《保晋公司本、外省部分股东名册》,《保晋公司史料及研究》,阳泉市政协学习和文史资料委员会、阳泉市档案局编印:《阳泉文史资料》第13辑,第151—176页。

⑩ 《保晋公司与平定各村社续订按地入股合同》,《保晋公司史料及研究》,阳泉市政协学习和文史资料委员会、阳泉市档案局编印:《阳泉文史资料》第13辑,第103页。

⑪ 集中招股到1909年底,募集股本占到总股本的94.08%,由于最终的股东名册中缺乏300股以下股东入股金额的统计,所以笔者在此采用渠本翘1910年所作的《保晋公司报告书》(《大公报》1910年10月19日—24日)中的数据,来大致描述保晋公司在这一时期的股权结构。

⑫ 保晋公司创办时,除地亩捐外山西地方政府所出资金名称。

⑬ 《保晋公司本、外省部分股东名册》,《保晋公司史料及研究》,阳泉市政协学习和文史资料委员会、阳泉市档案局编印:《阳泉文史资料》第13辑,第151—176页。

公司的稳定,但由于当时通讯技术和交通条件的限制,实际上能够行使股东权利的人数较少,公司的决策多由大股东来决议,所以对公司稳定性的影响会因此缩小。分散的股权结构容易导致经理人权力过大,虽然保晋公司历史上没有记载明显的内部人控制问题,但从史料中我们可以发现保晋公司历届总理都拥有较大的权力,经理人的经营能力对于保晋公司绩效就尤为重要了。

从股权制衡度来看,无论是第二大股东,还是第二到第五大股东的联合,其话语权都不如第一大股东——山西省政府,可见政府在保晋公司经营过程中扮演着举足轻重的角色。再从前五大股东的股东性质来看,山西省政府、省记均为官方机构,第二大股东兼总理渠本翘又为“三品京堂候补”,曾任清政府派驻日本横滨副领事、山西大学堂监督,所以保晋公司虽名为“商办”,但难免被“官督”。也就是说,商股对公股的制衡度较低,保晋公司在成立之初,并不能完全做到“用人办事一以商务为宗”。^①

从两权分离度来看,第一任总理渠本翘,是众股东委托的代理人,但同时也是第二大股东,虽然实现了产权和经营权的部分分离,但由于第二大股东、经理人、“三品京堂候补”三重身份使得渠本翘话语权更大,其所作的决策,可能会掺杂政治因素,因为他游走于政府和股东之间,既要贯彻政府意图并获得其支持,又要维护股东权益,以求达到平衡。当公司开始盈利时,他秉承政府之意,优先归还政府的垫资,致使公司资金周转困难,而这有悖公司利润最大化的原则。第二任总理之后,公司即实现两权分离,遂出现了崔廷献接任总理后“向官厅清算亩捐,渐借垫之款收回,于是添购机器,设置工程,增加产额,竭力整顿……公司营业蒸蒸日上”之情形。^②

上述结论,亦可从政府向保晋公司挪借股本以还赎矿款事件中得到印证。据《保晋公司报告书稿》载,1909年,清政府在交还英国福公司后续赎矿款项时,因亩捐不足而向商界借款,在其他商家利息多数高于1分的情形下,政府却能够以8厘之息向保晋公司借款,而且借用之款还不是保晋公司的营收而是股本金。^③足见政府话语权之大,保晋公司“官督”色彩之浓重。同时由于当时两权分离度低、股权相对分散,总理可以绕过股东会议“概允借垫”,也可以看出其总理权力之大。“概允借垫”的理由为“顾念矿案,为地方公益所关”,^④并不是出于公司利润最大化考量。这也从侧面说明当时保晋公司尚未实现完全商办,政府意志对公司经营决策影响较大。

(三) 保晋公司股份制度之变化

保晋公司创立于近代工业开创之初,其主体制度更加接近于现代企业制度,与传统晋商股俸制相比,表现出如下特点:

1. 人力股在保晋公司股权结构中不复存在。人力股实际上是在通讯和交通条件不发达的时代背景下,股东为了实现利益最大化的一种最优选择:^⑤将经营权完全委托给经理人,并用道德选拔加股权激励的模式,取代成本较高的监督行为。而在保晋公司创立之时,股东可以直接通过股东大会或选举的董事会参与经营。对经理人和其他公司骨干,不是采取传统的身股,而是通过监察人监督来实现激励,^⑥经理人的道德风险由是降低。

2. 明确了股东行权的方式和规则。在晋商传统中,财东数量也较少,大事多为商议进行,决策多凭财力或个人威望。保晋公司则引入现代企业制度,规定每年举行股东会议,逢有特别重大事件时,举行临时股东大会;规定“凡有本公司股银一千五百两以上者,有一决议权,多者递加,但一股东不得

① 曹慧明主编:《保晋档案》,第11页。

② 《保晋公司报告书稿》,《保晋公司史料及研究》,阳泉市政协学习和文史资料委员会、阳泉市档案局编印:《阳泉文史资料》第13辑,第19页。

③ 《保晋公司报告书稿》,《保晋公司史料及研究》,阳泉市政协学习和文史资料委员会、阳泉市档案局编印:《阳泉文史资料》第13辑,第19页。

④ 曹慧明主编:《保晋档案》,第28—29页。

⑤ 刘建生等:《明清晋商制度变迁研究》,山西人民出版社,2006年版,第169页。

⑥ 曹慧明主编:《保晋档案》,第12页。

超过二十权”；并规定“本公司既为商办，其入股者，无论何人，均认为股东，一律看待”，^①使出资额多少成为话语权大小的唯一依据。尽管这些规定在实践中并没有完全得到执行，但从制度上削减了个人威望、身份地位和其他因素在决策过程中的影响。

3. 实现了从无限责任到有限责任的转变。规定“本公司既名为有限公司，即有亏折，绝不向股东追补”，^②保障了股东利益，降低了投资风险，增强了潜在股东的投资积极性，有利于扩大股本。

4. 限制股东出局散伙，增加了公司稳定性。传统晋商合伙经营，股东出局导致企业散伙或竞争能力下降为常有之事，而保晋公司规定“所附之股，照公司通例只准转售不准提取”，即使是官款也是“虽有要需不得提取”。^③这样可以保证股本总量的稳定性，为公司的稳定经营提供了保障。

五、结论

股权结构影响企业组织结构、治理结构和经营绩效。自清代晋商股俸制形成，到晋商股俸制与西方现代企业制度融合，晋商股权结构的演变呈现以下三个特征：

1. 资本来源的开放性不断增强。从地域来看，票号出现以前的股权融资或者合伙经营以家族内部合伙或本地熟人合伙为主。票号出现了县域间的资本合作，包括少量省外资本参股。保晋公司的成立，则显示出省外资本在股权结构之中的比重上升，甚至成为大股东。股本来源开放性增大，带来的是晋商股权结构由集中向分散的变化，这一变化导致经理人在委托代理关系中地位上升，内部人控制风险逐渐加大，加之经理人分盈不负亏，短期行为和冒险经营的几率增加。

2. 官股和官员股在晋商股权中的比重和地位不断上升。票号出现以前乃至票号兴起前期，晋商之中鲜见官本。票号经营后期，即洋务运动之后，官本活跃，官股或官员股参股或独资设立票号情形开始显现。保晋公司中，官场资本俨然成为第一大股东，且在公司运营上有极大的话语权。

官股和官员持股比重和地位的不断上升，乃历史必然。晋商的两次转型，一次转向金融，一次转向近代工矿业。金融业不仅需要良好的信用，也需要一定规模的业务做支撑，矿业则需要更高的资源调配能力。政府具有天然的信用保障、较大的汇兑业务规模和强大的资源控制能力，官员则具有资源调配方面的影响力。之所以官本在票号发展前期参股较少，是因为晋商通过前期积淀，已经形成了良好的社会信誉和丰厚的资本积累，具备开办票号的条件。反观南帮票号，像晋商这样兼具资本和信用的强大商业资本较少，所以官股或官员持股在南帮票号中比较普遍。^④

3. 身股地位逐渐下降。身股对晋商兴盛至关重要。身股初创之时，以独立商人的身份与出资者结成平等之合伙关系，并与其共享利润，共负亏损，共有字号产权。到票号时期，身股制度虽广泛存在，但身股仅仅是一种对经理人和其他人力资本的激励手段。身股对应的权利和责任也发生了变化：虽拥有经营权，但却没有企业产权，相应地，也不承担企业亏损的责任。虽有剩余索取权，但无论经理人经营能力作价几何，至多按一分二厘股参与利润分配，是为有限的剩余索取权。到保晋公司为代表的近代工业时期，则完全取消了身股制度，经理人也不再参与剩余分配，其劳动回报变为领取固定薪俸，薪俸的多少由股东会、董事会等议定。^⑤

这个演变过程体现出了资本、劳动这两大生产要素相对地位的变化：资本始终拥有对企业的产权、经营权、剩余索取权，而人力资本在票号时期就丧失了企业产权，剩余索取权也不断减少直至消失，劳动回报最终由资本来议定。资本地位逐渐强大，劳动地位不断削弱，体现出资本对劳动的剥削程度不断加深。

① 曹慧明主编：《保晋档案》，第16、13页。

② 曹慧明主编：《保晋档案》，第13页。

③ 曹慧明主编：《保晋档案》，第13页。

④ 中国人民银行山西省分行、山西财经学院、黄鉴晖编：《山西票号史料（增订本）》，第635—670页。

⑤ 曹慧明主编：《保晋档案》，第14页。

The Evolution of the Shareholding Structure of Shanxi Merchants from Qianlong Period of Qing Dynasty to the Republic of China Era

Zhang Xiqin, Zhao Yongbin, Liu Jiansheng

Abstract: At the very beginning of the founding of stock salary system, there was a division of between human shares and capital shares. Physical objects could also be counted as shares according to their price. All shareholders were equal, operating jointly, and sharing ownership, profits and losses. Equity financing mostly occurred within families or between friends. Shareholding structure was mostly balanced. By the time of Shanxi merchant private bank period, it had been rare to see physical object shares. Human shares also became incomplete. They lost the ownership of the enterprise, not bearing the responsibility for losses, and only enjoying rights of management and claiming surplus. Capital shares began to dominate, with financing geographical scope and investors expanded, including capital from other provinces and officials. However, equity concentration has decreased. Later, with the dilution of capital shares and the increase of human shares, the position of managers in the principal-agent relationship gradually increased, and the risk of insider control intensified. By the time of Baojin Company period, stock financing geographical scope and investors had been further expanded, with government shares and official shares dominating. Although human shares withdrew, the power of managers increased instead, due to shareholding structure scattering.

Keywords: From Qianlong Period of Qing Dynasty to the Republic of China Era, Shanxi Merchants, Shareholding Structure, Stock Salary System

(责任编辑:高超群)

《点债成金:私人信用下的中国近代企业资本》出版

张跃著《点债成金:私人信用下的中国近代企业资本》于2022年4月由社会科学文献出版社出版。该书为2019年北京用友公益基金会“商的长城”资助项目成果。本书共分七章,前两章分析了中国近代企业缺乏工业化资本的深层次原因,第三章论述了中国近代企业吸收社会存款的现象与若干问题,第四章分析了社会存款的长期资本化方式,第五、六两章研究了私人信用、无限责任在吸收社会存款中的历史作用,第七章对中国近代企业资本积累的历史惯性做了阐释。

晚清以降,中国近代企业开启了一场缺乏原始资本积累的工业化之路。“社会转型”艰难与“市场分割”严重的历史现实,使资本市场和长期借贷市场难有发展,企业难以通过这两个平台筹集到发展所需的资本。尽管如此,中国近代企业在工业化道路上还是迈开了艰难的一步。该书从中国近代企业利用商业传统——吸收社会存款筹措发展资本的视角,考察了中国近代企业筹集资本的方式。吸收社会存款使中国近代企业的融资方式成为世界经济史上独一份的样本,“我国公司理财政策上之一大特色”。

早在明清时期,商号吸收存款的现象已经十分普遍。降至晚清以后,中国近代企业通过鼓动人心的广告、设立储蓄部等方式大肆招揽社会存款,有效缓解了流动资金不足的压力,并通过存款转股、高回报、存款制度设计等方式使存款长期资本化,为中国工业化与经济的长期发展提供了强大助力。在信用制度不发达的历史背景下,股东、经理、职员的良好私人信用在中国近代企业吸收社会存款中有着特别的号召力,而具有抵押本质的无限责任是特别号召力的物质保障。“谁招揽谁负责”的精神和原则则是无限责任制度功能的延续与彰显。无限责任的执行与落实,是由法律制度和熟人社会自我治理机制的共同实施予以保障的。

该书认为,在中国悠久的历史与文化传统中,一些经历过时间检验行之有效的习惯与制度,必然有其延续的基因与存在的基础。中国近代企业吸收社会存款并加以灵活运用,充分吸收了中国传统社会中固有的经济因素,即使那些实行现代股份制的中国企业也不例外,这是由当时特定的历史条件决定的。在资本市场不发达的背景下,通过吸收社会存款,中国近代企业提高了融资效率,降低了融资成本,正是以上“好处”使吸收社会存款的现象难以禁绝,南京国民政府屡次严令禁止却难有成效,即为例证。(张跃)