

难以想象的 改革家

Hyun-Sung Khang
对张夏成的采访

张夏成发起的针对韩国大企业会计核算不透明的改革运动在起步时差点儿断送在一位丧失信心的年轻律师手上。1998年，张夏成及其支持者对韩国工业巨头三星电子发起集体诉讼，指控其为一家破产的子公司支付非法政治献金和非法补贴。由于资金所限，张夏成只好通过另一名社会活跃人士——一位年轻的律师新秀——来支持他发起的运动。而三星却雇佣了最好的律师——在当地法律界其被称为“诉讼之王”。因此，在资历即权威的浓厚的儒家文化氛围中，原告的年轻律师面临着年轻和毫无经验的不利条件。

第一次庭审结束后，这位年轻的律师绝望地走向张夏成，说道：“这是场不可能获胜的对弈。法官和其他律师都把我当成孩子看待。”如今的张夏成是韩国最著名的学府之一——高丽大学的商学院院长，他在回想起当年的情景时禁不住笑了起来：“当时的力量对比是多么悬殊啊！”但随即他的表情突然变得严肃起来。面对案子正式审理前的失败情绪，张夏成告诉这位律师：“听着，你是为了正义事业而战，而他却是为了金钱。这二者之间有着巨大的差异。你有责任，而他只有动机，所以不要担心。”

张夏成和他的律师接下来赢得了这场官司——韩国历史上第一起代表少数股东对该国最大的工业巨头的董事提起的诉讼。该判决是韩国公司法历史上的一个里程碑。那名年轻的律师后来怎样呢？张夏成说：“他的名字已经载入法律书籍之中。”

张夏成在1998年展现出来的信念和乐观主义精神支撑着他十几年来为争取股东权利和改善公司治理而奋斗，这也使他能够直面安全方面的威胁、因他的积极主义而失去朋友的风险，乃至关于其投靠外国人的指控。

积极主义之路

张夏成现年56岁，看上去并不像一个改革家，他本来可以过一种完全不同的生活。在宾西法尼亚大学沃顿商学院获得金融学博士学位之后，张夏成完全可以沉浸在学术的艰涩中或者在韩国的某个大型工业集团获得一份稳定的工作——这也是他以后的积极主义所期望实现的目标。但从美国回国后，他发现韩国企业的运营情况与他从研究中获得的重要经验相悖，它们并未将增加股东价值作为首要目标。相反，这些“家族企业”（见专栏）由公司的创立者像掌管私人封地那样被管理，既没有透明度也没有会计责任。

张夏成回忆说：“所有权力都集中到一个掌权人身上，他被称为‘社长’，有时也被称为‘业主’。但是如果你看看所有权结构，就知道他不是业主。他只是一个小小的少数股东，在大多数家族企业中都是如此。他这种无可辩驳的权力从何而来？为什么为了一己私利滥用控制权？（那时）没有人提出这个问题。”

因此，张夏成发起了在家族管理的集团巨头中推行更大的透明度和会计责任的改革运动，这些巨头仍然控制着大部分的韩国经济。这一行动由张夏成帮助创立的草根民间组织——韩国参与民主人民大联盟（PSPD）负责组织管理，现在PSPD已成为韩国最重要的非政府组织之一。其优先选择的武器是少数股东的集体诉讼。PSPD推动了外部董事的设立，促使会计

核算透明化，并要求重视股东利益。

在积极主义开展之初，张夏成把自己比作家族企业大象般身躯上的“牛虻”。那时，韩国几乎没有股东权利这一理念，“公司治理”这一词汇也没有恰当的韩语译文。当时的法律规定只有持有公司5%以上股份的股东才能向股东大会提出动议，这对挑战家族企业的权威是一个巨大的障碍。起始这些企业对张夏成关于提高会计责任的努力置之不理。当韩国第一银行拒绝他查阅董事会记录、公司文件及股东注册信息时，他与银行的斗争被迫中止。由于无法确认那些持有微量股份的股东，张夏成及其支持者走向街头。他们手持布告，在证券经纪公司门前游行，呼吁股东与他们联系。

张夏成的许多朋友、亲戚和同行对他发起的运动感到困惑不解。在韩国这一社会关系紧密的环境中，他的许多亲友在他挑战的公司中工作，他们对张夏成施以压力，让他停止蛊惑民心。他被贴上反商业、反韩国，甚至可能是共产主义者的标签，这一指控无疑将招致猜疑和蔑视。

市场的信奉者

与共产主义者截然不同的是，张夏成是绝对信奉市场的，并将提升公众利益的愿望与之结合在一起。他说：“我喜欢赚钱，在市场体系中赚钱没有什么不对。如果参与市场的每个人都能赚钱，这当中包括股东、员工、社会，我们就能够使公司和社会变得更为美好，这是一个三赢的博弈。”

对张夏成来说，提升公众利益可能是他的主要动力，但这种说法完全忽略了伦理道德层面的内涵。更确切地说，他之所以愤怒，是因为他坚信韩国企业的腐败阻止了市场力量的正常运行。张夏成的同事约翰·李将这位社会改革活动家描述为“西方模式的资本主义者”。李谈到他的这位朋友时说：“他的观点是金钱是变革的推动力，而不是公正这一类的东西。他相信公司应该赚钱，社长应该为公司赚钱。”

张夏成的成功也得益于很好地把握住天时地利。当然，对于张夏成发起的改革运动来说，1997至1998年的亚洲金融危机的到来恰逢其时。当他的改革运动扬帆起航时，这场危机使韩国家族企业不透明的会计核算和管理方式得到前所未有的关注，而且这些企业加速了韩国现代史上最糟糕的经济下滑。这使大家聚焦于家族企业的母公司与子公司之间错综复杂的交叉持股，其作用在于隐藏子公司的不可持续的经营状况并避免被恶意收购。这些补贴和隐晦的交叉持股也导致无法承担的债务和利益冲突。

在亚洲经济衰退严重时，张夏成将目标指向一项由三星电子向其经营不善的汽车制造子公司提供债务担保的方案。这是1998年三星电子年会上张夏成及其支持者想要提出的许多问题之一，这一事件在致力于改善公司治理的韩国社会活跃人士中取得了近乎图腾的重要地位。那一天，张夏成及其支持者质问公司董事超过13个小时，而以前的股东大会无非是摆样子、走过场。尽管社会活跃人士当时并未能够解决三星汽车的问题，但是张夏成以及PSPD发动了更大规模的行动，这使韩国的一些家族企业（如SK和LG集团）开始将控股公司从经营部门中分离出来。

挫折是不可避免的：法庭上败诉、公众不理解，社会活跃人士遭受到损害韩国经济信心的指控。但是，张夏成及其支持者的获得的成就也很多，如改变公司准则、对公众进行教育，这与法律上的胜负一样重要。亚洲金融危机同时也加快了公众观念的改变，以前以怀疑的眼光看待张夏成的人慢慢认识到家族企业必须自发改变或者被强制改变。金大中在危机初期赢得了选举，他所领导的自由主义政权进行了大量的公司改革，而且改革在第二任执行中间偏左路线的政府中得以延续。这些改革包括降低向股东大会提交议案的门槛——从持股1%降到0.01%，要求公司任命的外部董事占总数的1/4，出台更有利于少数股东的新证

券法，设立了更为严格的有关信息披露、会计核算和董事会选举的法规等等。

充满抗争的历史

从张夏成的背景来看，他有抱负、有激情，这一点毋庸置疑。他的家乡位于韩国南部城市光州，该地区在历史上以勇于抗争而闻名。张夏成的一位近亲于1980年在其家乡举行的具有里程碑意义的针对当时军事独裁的大规模示威游行中丧生。这位大学教授对出身于这样的家族感到自豪。在日本殖民统治期间，他的祖父为韩国的独立而战，他祖父的兄弟参加了反对日本统治的军事活动。他出身于家道富有的书香门第，一个朋友开玩笑说“他家人全是博士”，而且他的家族还有投身公共服务的传统。张夏成的叔叔和妹妹在政府中身居高位。此外，在儒家文化中，他作为长子要肩负相应的责任。

张夏成为公众利益而战的事迹将其从场外的抗议者转化为一位受人尊敬的公众人物。但是，正当人们对他的敬意与日俱增时，张夏成将宣战的对象从家族企业转向中小公司，这使得人们对他的态度又有所改变。张夏成将这种重心的转变归因于与一位欧洲金融家的交流，这位金融家用双方都了解的语言——市场

家族企业共和国

一个韩国人可以一整天生活在三星集团的世界里。早晨，他离开三星建造的公寓，开着三星（雷诺）制造的汽车，打着三星手机来到办公室。他在三星旗下的百货公司买午餐，一边吃着三星（第一制糖）出产和经销、并由三星生产的微波炉加热的食物，一边收看三星电视。

这就是韩国家族企业的渗透力，在这个东北亚国家里，来自三星与其他韩国家族企业巨头的的影响几乎覆盖了人们生活的方方面面。三星集团是其中规模最大、最有影响力的一家，约占韩国GDP的20%，因此赢得了“三星共和国”的绰号。

家族企业为韩国带来了快速的经济增长。20世纪七、八十年代在朴正熙的军事独裁统治下，政府制定了产业扩张蓝图，并由家族企业实施。在这种国家主导的资本主义体系下，政府选定企业利用国有银行的低息贷款进行项目建设。家族企业的触角延伸到工业和服务业的大部分领域，它们受到保护而免于来自外国的竞争，而且享有绝对的政府风险分担和担保。在经济上，有利可图的业务都掌握在有限的几家大集团手中。

家族企业这种高度集权的管理体系以大权在握的、创建企业的社长及其直系家庭成员为中心。这些家族在韩国已经接近于王室，他们的命运总是会吸引公众的无尽关

注。现在，在一些情况下，社长的衣钵正传到第三代。在很多情况下，随着时间的推移，尽管创立企业的社长家族对主要集团公司的持股可能不到10%，但他们一般通过交叉持股来保持对企业的控制权。

到20世纪80年代后期，家族企业主导着韩国的工业，尤其是制造业、贸易和重工业。他们通过低廉的政府信贷和过度杠杆化获得资金，之后开始大步挺进国际市场。1997年亚洲金融危机前夕，该国排名前30位的家族企业的资产负债率超过530%，负债通常以短期贷款为主。

但事实证明，这一负债水平对许多家族企业来说太高了。在这次危机中，集团企业30强中大约有一半宣告破产。幸存的公司大幅削减短期和长期债务融资。在前30强中，不再允许进行新的集团内担保，而且现有的担保也已经废除。

韩国人对这些国内增长引擎的态度非常矛盾。韩国人的平等主义本能地使他们对这些掌权家族的财富积累持深深的怀疑态度，但其也为家族企业在全世界取得的成功感到自豪。他们认识到这个国家外向型经济的发展前途都悬系于这些巨头的命运——以至于任何可能威胁到这些巨头影响力和权力的企图都会面对“这种企图将带给经济致命后果”的警告。

的语言跟他交谈。这位金融家（张夏成并未透露其姓名）这样告诉他这位韩国朋友：“你似乎应该采取一种利用低估资产的策略。确实，（韩国）有很多资产被错误地定价、低估或者永远不能资本化。其中一个被低估的资产就是你。”这位金融家激励张夏成将他的钱投入他口诛笔伐的行业并进入私营部门。他告诉这位大学教授：“在这个资本主义市场上，你只有赚到钱并将业绩展示出来，才会有说服力。”

种子已经种下，张夏成又一次得益于天时、地利、人和的幸运碰撞。当张夏成在证券经纪公司门前游行呼吁小股东站出来时，李就开始关注他，那时李还是在美国工作的资产经理人。这位活动家激起了他的兴趣，于是他与张夏成取得联系，随即开始了他们之间的友谊。李将他在三星的投票权授权给张夏成，通过为他提供在股东大会上发言的机会来支持这位活动家。

补偿股票折价

大约十年后，李在Lazard资产管理公司工作，并发起了“韩国公司治理基金”（KCGF），据被聘为特别顾问的张夏成介绍，其原始投资约为3500万美元，现在的资本已增加到2.5亿美元。由于他的知名度很高，因此在当地这一基金被称为“张夏成基金”。该基金的使命是通过提升公司治理质量，扭转韩国股票长期被低估（通常被称为“韩国折价”）的局面，从而释放中小公司价值。

由于投资者认为进入韩国股票市场的风险较高，所以大家普遍认为该国股票的交易价格低于真实价值。与其他市场相比，韩国股票的市盈率很低。股票折价归因于许多因素，其中包括拥有核力量的邻国朝鲜造成的风险、公司过度杠杆化，以及市场的低效率。张夏成认为公司治理薄弱是很重要的原因。他认为一定要提高公司治理水平，消除折价，这样人们就会从公司增值中获利。

KCGF的第一笔投资是收购一家小型纺织公司大韩化纤株式会社5.1%的股份。收购完成后，其立即要求公司任命外部董事、出售闲置资产、披露关联交易。基金曾六次要求查阅公司的股东注册信息，但均被拒绝。最后，法庭指令迫使该公司让步。

以前张夏成被指控为反商业，但讽刺的是，当他涉足KCGF后，却又不得反击关于其牟取暴利的指控。张夏成自我辩护说，虽然一宣布KCGF收购了一家公司的股份，这家公司的股价就会飙升，但他致力于提升的是公司的长期价值。收购大韩股份的消息公布几分钟后，它的母公司泰光产业的股票随即涨停，而大韩的股票五天内翻了一番。张夏成将这种上涨归

结为从众行为。“仅仅在几分钟内，你认为我们能做什么改变？在公司方面什么都没改变。我们只是说：‘好了，我们要跟这家公司合作’而已。昨天、今天，它依然是同一家公司。我们要花很多天、数月甚至数年才能带来一点小小的改变。”

在KCFG短短的历史中，它所推行的变革使它卷入了大量关于其在该公司股份的公司中恶意和过度参与运营的诉讼和指控。尽管KCFG参与公司的变革，但也不能确保获取成功。KCFG在收购当地一家建筑材料公司Byucksan后，却失去了一个股东的投票，所以尽管违背KCFG的意愿，但是社长和审计师依然官复原职。后来KCFG出售了该公司的股份。张夏成

“张夏成致力于提升的是公司的长期价值。”

说：“我们放弃了。我们想去改变一些公司，并且运用所有手段，包括刑事诉讼、民事诉讼或者法律赋予我们的任何手段。但是如果那样做，有时会损害公司价值。”

家族企业和韩国的商业机构经常把张夏成描述成外国机会主义掠夺者的工具，相对于公司改革来说，他对快速赚取利润更感兴趣。KCFG的投资者95%来自国外，但这位大学教授说，他有意避免将该基金出售给当地的机构，因为后者的投资眼界太短浅，可能导致他不能达成基金的目标。西方的投资者通常希望获得长期的价值增长，而在韩国，机构投资者的平均持股时间是几个月。张夏成说：“他们会每个月、每个星期打来电话询问利润的事情。”对于本地的投资者，张夏成是这样说的：“如果您不够耐心，请不要跟随我，因为在短期内一切都不会改变。改变会花很多天、数月甚至数年。”

耐心这一品质是张夏成作为改革活动家期间被迫形成的。张夏成及其支持者提起的诉讼总是经过无数的上诉与抗诉而拖延很久，有许多诉讼持续数年。直到2001年，地方法院才对1998年张夏成和他的年轻律师以及PSPD发起的针对三星电子的首次集体诉讼做出判决，据此他们获得7200多万美元的赔偿。两年后，上诉法院与下级法院达成一致，将赔偿金减少到1600万美元。PSPD和三星均提出上诉，这个案子上诉到最高法院。最高法院支持张夏成及其联盟，维持原判。2005年最高法院宣布判决时，离首次诉讼已经相隔七年之久。至少在这个案例中，张夏成的信念与乐观最终获得了回报。■

Hyun-Sung Khang是《金融与发展》的高级编辑。