



我国民营企业公司治理模式的选择

浙江工商大学财务与会计学院 许永斌

一、公司治理的典型模式

目前,世界各国的公司治理模式大致可划分为以下四类:

1.英美“外部人”模式。其主要特征是:①公司股权高度分散,资本主要由分布广泛的个人和机构投资者拥有。②它是基于市场的系统,主要以资本市场作为影响公司行为的手段,强调股东“用脚投票”的机制。③它是基于法律法规的系统,法律明显支持股东享有控制公司的权利,明确董事会和管理层对股东所负的义务,并强调对中小投资者利益的保护。④它是基于信息披露的系统,通过精心制定的规则保证投资者取得充分、可靠的信息。⑤在经理激励机制方面主要实行股票期权制,由于评价公司经营绩效的主要标准是股票分红率,因此在利益分配上向个人股东倾斜。

在基于市场的治理模式中,由于所有权较为分散,投资者很难影响经营者,因此投资者一般并不特别关心公司治理,投资者约束经营者的主要方式是购买或出售公司股票。如果公司忽视投资者利益,投资者可以卖掉股票作为回应;而股票价格的下降会使公司直接面临被并购的风险。

2.日德“内部人”模式。其主要特征是:①公司所有权和股权相对集中,并由与公司有着长期稳定关系的确定的内部人团体控制。通常以银行为中心,公司融资方式通常表现为对银行贷款的高度依赖和较高的资产负债率。②公司之间交叉持股。在以利益相关者为基础的治理模式中,常通过互持股份来实现重要的股东核心,并通常与诸如互相担保、降低非控制性投资等手段组合运用。其中,股东协议是较常用的方式,虽然单个股东仅拥有全部资产的一部分,但通过众多股东采取一致行为可实现对公司的控制。③严格的股东监控机制。由于股权的相对集中,形成银行和相互持股公司对管理层进行长期内在监控的局面。另外,在组织结构上同时设立董事会和监事会,并由监事会行使监控和监督的职能。

这一模式在不同国家侧重有所不同:德国是典型的以银行为中心的治理系统;法国常见的是通过与公司所有者有着较为稳定关系的合作方互持股份保持对公司的控制;日本更多的是通过工业集团、银行、客户和供应商的联合实现对公司的控制。这一模式由于股权相对集中、管理层由大股东控制并常采用终身雇佣制和按年功序列提升制激励管理层,因此外部经理人市场对管理层的约束力不大。这一模式也被形容为相机性治理模式,即在通常情况下,董事会享有相对较高的自治权,但在公司处于危机时,董事会就要服从主银行的外部控制。

3.家族控制模式。这是一种特殊的“内部人”模式。其主要

特征是:①许多经济领域的创业型家族及其联盟通常广泛地对上市公司和非上市公司实施事实上的控制;②资本市场不发达,公司外部融资主要来自于由国家主导的银行贷款,国家对经济干预的作用较明显。该模式的显著优点是所有权与经营权的统一,降低了公司代理成本,并且稳定的所有权、高的收入再投资率和长期义务关系促成了企业在发展初期的高速成长。韩国、意大利等国家是实施这一模式的典型国家,另外东南亚许多国家也有类似特征。

在家族控制模式中,家族企业内部一个最重要的隐含义务就是成员之间相互担保银行贷款,公司股权由家族控制,主要经营决策权由一小部分家族相关人员非正式地做出。尽管家族企业的外部融资方式主要是银行贷款,但银行系统主要由国家控制,政府在信贷方面起着主要作用,因此政府不得不对银行提供一种暗含的担保。政府与银行间的不良关系是政府导向型经济发展的产物。另外,在该模式下一般存在不完善的市场退出机制和较高的产业进入壁垒,国家通常的举措是安排失败公司之间合并或者接管失败公司。

4.内部人控制模式。这一模式首先由日本学者青木昌彦提出,主要是针对前苏联、东欧及我国等由计划经济步入市场经济的转型经济国家国有企业的公司治理问题。所谓内部人控制是指内部人不持有公司股份,不是公司法律上的所有者,然而却拥有该企业事实上的控制权。这种现实与制度的缺陷造成法人治理结构的失衡,并导致法人治理结构中的所有者缺位,而在这种剩余控制权与剩余索取权严重不匹配的情况下,内部人往往利用所拥有的控制权侵占国有资产。

针对内部人控制现象,简单照搬上述任何一种模式都可能无济于事。青木昌彦认为,应建立一种对企业进行监控的特殊外部机制,构造一个基于银行的相机治理机制来解决内部人控制问题,并通过引入股权激励机制等来增强内部人与所有人利益的一致性。

二、公司治理实务与理论的最新发展

上述四类公司治理模式是在各自相对独立的经济环境中发展起来的。随着经济全球化的发展,借鉴他国经验,实行经济开放已成为全球共识。各国的经济环境都发生了很大变化,如金融市场和产品市场的全球化在一定程度上促进了共同价值和标准的认同;全球化和信息化使公司能方便地在世界范围内寻找供货商;政策和法律的制定者越来越多地将地区和全球因素纳入考虑范围等。所有这些变化促进了各国公司治理标准的国际化趋同。这些趋同已从以下公司治理结构中利益相关者的角色变化中体现出来:

1. 家族和大股东层面。内部人系统国家开始解除对外部投资者设置的障碍,而在外部人系统国家中则出现紧密控制型企业。如德国自20世纪90年代中期开始,由英国、美国机构投资者控制的外国投资者持股比例开始较大幅度上升;日本、法国公司间的互持股份也从20世纪90年代中期开始发生变化,其占整个市场的比例已从早期的60%下降到目前的不到20%;而在美国,许多大型的高科技公司也开始意识到集中控制模式的有利之处,虽然是上市公司但却采用了紧密型控制的所有权形式和控制机制。

2. 公司管理者与股东的关系层面。此层面也出现了类似的趋同趋势。在外部人系统国家中,过去股东对付管理混乱、股权分散公司的惟一办法是退出;而现在依靠现代信息技术和充分的信息披露,股东行为的趋势是行使发言权而不是选择退出。在内部人系统国家中,过去由于集中的所有权形式,对管理层的激励主要采用终身雇佣制和按年功序列提升制;而现在公司内部职业生涯的作用正在减弱,外部经理人市场的作用不断增强,并开始实施基于绩效的薪酬激励机制,管理者开始得到越来越多的剩余利益。

3. 金融机构层面。市场经济的发展迫使许多类型的金融机构调整治理结构,追求最理想的规模和产品组合。内部人系统国家中的银行开始显示出许多基于市场的外部人系统的特征。如在德国,从20世纪90年代中期开始,银行对大公司的持股比例开始下降,大公司监事会中的银行代表也相应地减少,几家大的私人银行开始调整发展战略,不再强调与公司关系的稳定性,而转型成英美银行类型的投资银行。而在外部人系统国家中,如美国,相当比重的机构投资者(如退休基金)已由过去的单纯“买”或“卖”型投资者转向关系型投资者,并与公司管理当局保持积极的接触,通过共享公司信息,形成一股促使公司治理状况改善的力量。

从上述讨论中可以看出,随着经济全球化的发展,公司治理实务的国际化趋同确实在发生,同时也促进了公司治理理论的发展。其主要表现在以下两方面:

一是从委托代理理论向利益相关者理论的发展。主流公司治理理论认为,股东是公司的所有者,公司控制权自然属于股东所有,在所有权与控制权相分离的情况下,公司治理的主要目标是克服管理者的机会主义行为,并在委托代理模式下实现股东价值的最大化。新兴的利益相关者理论则认为,公司所有权是属于股东、经营者、债权人、雇员等利益相关者共同所有的,公司应尽可能地保护各利益相关者的利益,股东只是利益相关者中的一员。因此,利益相关者理论强调各利益相关者对公司治理的广泛参与,即改单边治理为共同治理。

二是从分散所有权结构理论到最优所有权结构理论的发展。主流公司治理理论的基础是分散的所有权结构,强调构建以董事会为核心制度安排的内部治理机制及以资本市场、并购市场、经理人市场、产品市场等非制度市场安排为主要内容的外部治理机制。新兴的最优所有权结构理论认为,集中的所有权结构和控制机制更有利于公司绩效的优化,集中已经取代了分散而成为现代公司所有权结构的主要特征,并且管理者已经成为所在公司的主要股东,所有权与控制权在很大程度上出现趋同。因此,公司治理的主要对象是大股东

治理,研究目标是克服大股东的机会主义行为,实现所有投资者收益的最大化。

三、我国民营企业公司治理模式的选择

从以上分析可以看出,公司治理模式的选择不仅与国内资本市场、经理人市场、法律法规及文化传统等宏观环境密切相关,也与特定企业的特征及其成长发展需要等微观制度环境有关。因此,在思考我国民营企业公司治理模式时应立足我国实际,在充分考虑企业所面临的宏、微观环境及其自身发展需要的前提下进行理性的模式选择。

然而,我国民营企业经过长期的发展,已开始进入规模化、多元化、集团化发展阶段,初创发展阶段家族式管理的优势不再满足持续发展的需要。家族制的内部组织结构已成为制约民营企业进一步发展的桎梏。资本社会化、管理专业化、决策科学化要求的结果是对传统家族企业内部治理结构的重新改造。根据现阶段我国所处的政治、经济、市场和文化环境,笔者认为,处于规模化、多元化、集团化发展阶段的民营企业目前可采用基于家族控股的委托代理和关键利益相关者公司治理模式。其基本内容包括:

1. 基于家族控股。控股是指公司股本结构中某股东占绝对控制地位(持股比例占51%以上);或虽不占绝对控制地位,但相对于其他股东而言,持股比例很高(一般在20%以上)。在我国现有制度、文化框架和信用机制下,民营企业在发展过程中坚持私人控股地位有利于提高企业运营效率并保证企业的稳定发展。即使是上市公司,由于其不存在国有企业所有者虚置现象,大股东与中小股东的根本利益是一致的,因而大股东出于自身利益考虑,将积极参与公司治理,限制管理层机会主义行为的发生。而且即使在美国,从家族持股到少数人持股再到分散持股(通过增发新股和并购交易等),股权分散也经历了上百年的发展历史。并且,正如上文所说,现在又有越来越多的人愿意接受由公司创业者进行集中控制的模式。

2. 基于家族控股的委托代理。管理专业化要求具有管理、技术等专业知识的人来管理公司,实现所有权与经营权的分离和从投资者管理人模式向职业经理人管理模式的转变。与所有者虚置的我国国有上市公司委托代理关系和所有者近似虚置的西方股权高度分散上市公司委托代理关系比较,家族控股公司的委托代理关系更直接、更有效。相互监督只有在控股股东治理条件下才能得到更好的实施。控股股东对自身利益的主观追求导致了代理成本减少的客观结果。

3. 关键利益相关者治理。所谓关键利益相关者一般是指向公司投入了专用性资产而需通过直接途径处理与公司的关系、参与公司治理和经营管理过程的利益相关者。它是与通过市场、法规限制等间接途径处理与公司的关系、不参与公司治理和经营管理过程的非关键利益相关者相对而言的。笔者认为,公司制民营企业的治理主体应是关键利益相关者,包括股东、债权人、经营者、雇员。民营企业要实现关键利益相关者治理,首先要实现产权清晰(包括家族成员之间)和产权的可交易,并通过资本联合、控股、参股等形式集合个别股本,实现公司产权多元化和经营的集团化;同时,通过剩余索取权的分享来留住人才。这种共同治理结构体现在吸收管理者、债权人、员工进入董事会和监事会。□