

● 经济学

公司治理、投资基金与国企改革^{*}

郭熙保, 陈志刚

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 郭熙保 (1954-), 男, 湖北武穴人, 武汉大学商学院经济学系教授, 主要从事发展经济学研究;

陈志刚 (1971-), 男, 湖北武穴人, 武汉大学商学院经济学系博士生, 主要从事发展经济学研究。

[摘要] 解决股份公司治理机制不健全的可能突破口在于引入投资基金, 建立“股东—开放型基金—公司型产权结构”, 进行公司治理机制创新。

[关键词] 公司治理; 投资基金; 国企改革

[中图分类号] F 276. 6 [文献标识码] A [文章编号] 1000-5374(2000)01-0044-05

国有企业改革无疑是我国经济体制改革的中心环节。如果说 1993 年以前, 政企之间的行政性放权让利是国有企业市场化进程的主旋律, 那么 1993 年以后, 对国有企业进行股份制改造, 建立现代企业制度就成为国有企业市场化改革的主角。理论界与实务界逐渐达成以下共识: 国有企业市场化的核心问题是国有企业治理机制的创新, 构造科学的法人治理结构。遗憾的是, 国有企业治理机制的创新尚未取得突破性进展, 科学的法人治理结构尚未建立。在此背景下, 我们提出运作投资基金, 健全国有企业治理机制的国有企业改革新思路。

一、国有企业股份制改革中的公司治理问题

现代股份公司的最基本的特征是所有权与管理权职能的分离。根据伯利—米恩斯的解释, 所有权与管理权的分离一方面源于股份公司股权的高度分散, 使任何股东无法凭借有限的所有权独揽企业的管理权; 另一方面源于复杂的、专业化的经营管理工作, 并非所有者能胜任^[1]。根据委托—代理理论, 由于代理人(管理者)与委托人(所有者)的效用函数不一致, 在信息不对称和契约不完全的条件下, 代理

人就会违背、侵犯委托人的利益。公司治理实质上要解决的是所有权和管理权相分离而产生的代理问题, 简而言之, 它要处理的是公司股东与公司高层管理人员之间的关系问题^[2]。股份公司治理包括内部治理与外部治理。前者主要指股东、董事会、监事会的监督; 后者主要指股票市场、经理市场、产品市场的竞争压力^[3]。

国有企业改革的股份制取向主要基于两个方面的考虑: 一方面股份制具有强大的资本扩张力, 以此解决国有企业的高负债问题; 另一方面股份制具有高效率的法人治理结构, 以此解决国有企业的政企不分问题。从国有企业股份制改革的实践看, 股份公司通过股票上市高负债运行的局面得到扭转, 这可以从上市公司股票上市前后两时点负债率的变化中验证; 然而, 股份公司高效率的法人治理结构尚没有建立起来, 公司治理机制的健全尚没有突破性进展。

从内部治理角度, 国有企业经过股份制改造后, 在其股权结构中, 国家股和法人股占绝对控股或相对控股地位, 社会公众股占有的比例有限且分布相当分散。零散的社会公众股股东由于其自身能力的限制及普遍的“搭便车”心理与行为, 没有能力与动

力约束管理者的行为。国家股存在所有者缺位的事实,通过国家股股东去治理公司没有行为主体。法人股股东主体是明确的,由于其自身也存在治理机制不健全的问题,其凭借股东身份参与公司治理,作用是有限的。

国有企业股份制改造后的股份公司的董事会通常由政府提名,国有资产管理局委派的董事组成,并且对董事的资格问题认识模糊,造成“董事不懂事”。另外,董事会集体决策时常被董事长个人专断所取代,有时总经理兼任董事长。董事来源的失范及董事会职权的架空导致董事会没有治理公司,约束管理者行为的动力、能力及条件。股份公司的监事要么由国有资产管理局委派,要么由股东大会形式上推选,无论采取何种方式,监事的产生实质上体现着政府的意志。监事的来源不规范导致监事会的成员并不熟悉公司的生产经营和财务管理;再加上监事会的职权偏小,责任不明确,激励不到位造成监事会形同虚设,不可能有效地约束管理者的行为,参与公司治理。

从外部治理角度,股份公司中股份能在股票市场上上市的比例极低,即使是上市公司,也只有社会公众股在深、沪两市自由流通,而居于控股地位的国家股和法人股则不能自由流通——国家股不能参与流通,法人股只能在全国自动报价系统(STAQ)交易。上述事实造成利用股票市场上的并购与敌意接管机制约束管理者行为的作用甚微;再加上股票市场自身的高投机性特征,股价与公司的经营绩效低度正相关甚至相背离,即使股票市场对管理者构成竞争压力,这种压力并不促使管理者去提高公司的经营效益。

经理市场在我国目前尚未建立起来,通过经理市场去约束管理者的行为失去基础。产品市场参与公司治理是通过破产机制来实现,但是破产可能会带来大量的失业,危及社会稳定。因此,对我国而言,产品市场对管理者的行为约束作用是有限的。

从内部治理与外部治理角度,我国股份公司的治理机制是不健全的,造成了严重的内部人控制,其具体表现为管理者过度追求在职消费,行为短期化,过度投资构建公司帝国,职工的工资、奖金等收入的快速增长侵蚀利润等侵犯和损害所有者利益的行为。上述系列行为最终导致股份公司的效益下滑,甚至出现经营不善,面临破产的危险。

二、投资基金与公司治理: 理论分析

我国股份公司治理机制不健全问题,理论界普

遍将之归因于我国市场经济的不成熟和改革不到位,这种判断无疑是正确的。但是,这并不意味着随着我国市场经济的完善和改革的推进,股份公司治理机制就会健全,内部人控制就会消失。事实上,即使在经济完全市场化的国家,公司治理机制的低效和内部人控制问题也没有得到彻底的解决。根据英国《经济学家》杂志文章的观点,西方许多经理人员现在已变得越来越不能使股东们信任,因为许多出了问题的大公司,病源大多在于经理人员失去了可信赖性,而很少在于股东作了过多的干预^[4]。其根本原因在于股份公司的治理机制具有自身的局限性。

在内部治理过程中,所有者是否对管理者进行控制取决于两个影响因素。一是是否有控制的权力,包括法律上和事实上的权力;二是有控制的积极性。虽然在法律上任何股东拥有对管理者的控制权,但是在所有权对管理权的控制是通过投票方式决定的情况下,拥有大多数投票权的所有者就能够支配股东大会、董事会、监事会,控制管理权,而拥有少数投票权的所有者则丧失了对管理权的控制。更重要的是,因为任何股东参与公司治理时,控制管理权都要负担一定的成本,这种成本是完全内在化的,而参与公司治理的收益却具有集体物品的特征,具有完全的外在性。这种投入与产出的不对称性必然使股份公司的小股东失去控制管理权的积极性,放弃对管理权的控制,并寄希望于大股东行使控制权,产生“搭便车”的心理与行为。更为严重的是,随着社会化大生产的日益发展,企业规模扩大会造成股权高度分散化和社会化,有可能使大股东的地位日益下降,形成大股东也不可能支配公司经营活动的局面,公司的经营活动完全由公司的经理阶层进行控制,即出现内部人控制的现象。

在外部治理过程中,股票市场上的并购与敌意接管在理论上是控制管理权的有效机制。然而,在存在内部人控制的情形下,经理人可以采取一系列措施防范被并购和敌意接管的可能,使并购和敌意接管者的并购和敌意接管行为得不偿失,从而放弃并购和敌意接管行为的实施。例如,公司经理人在并购和敌意接管者宣布行为声明后,采取行动减少公司管理方面存在的懈怠和不足;出卖已经建立的不赢利的公司帝国的一部分;大量举债作为管理层将来不会致力于建立公司帝国的承诺,并因此迫使并购和敌意接管者为获得控制权而付出更高的代价^[5]。

在内部治理和外部治理都不能控制管理者的情形下,所有者可以出让股票,以中止委托代理关系的方式回避代理问题,但这种方式对个别小股东而言

具有意义,而对于大股东及股东整体而言则失去意义。原因在于:大股东出让股票在市场上可能难以找到合适的购买者;现代股份公司的法律规定股东一般情况下不得从公司撤回投资。虽然股东大会可以决定解散公司,从而中止与管理者之间的委托代理关系,但是在召集这种大会的成本与收益分布不对称的约束下,这种行为的实施的可能性极小。所以,对股东整体而言,一旦将资本投入到公司中,就完全抵押给了公司,并在一定条件下会使股东成为经营者的“人质”。这也就是为何在西方的大公司中时常会出现管理者在任命董事,并决定公司管理接班人的原因。

以上分析的是在股权高度分散的情形下,股份公司治理机制固有的局限性。随着我国国有企业“抓大放小”战略性改革与重组的逐步推进,除了非竞争性企业与处于基础产业和主导产业的垄断性企业仍需保持国家控股外,其他企业完全进入市场是一种必然,其股权的高度分散化是一种既定趋势,其公司治理也会呈现上述局限性。

消除由股权高度分散化造成的公司治理固有的局限性的一个可行思路是建立“股东—开放型投资基金—公司”型产权结构,也就是将投资基金引入公司治理机制。与传统的“股东—公司”型产权结构相比,开放型投资基金的介入虽然增加了委托代理层次和代理成本,但是这种产权结构健全和强化了公司治理机制,后者产生的收益足以抵补前者的成本支付,公司的总体运作效率由此而得到提高。

在“股东—开放型基金”委托代理关系中,由于法律规定股东可以随时在基金管理人那里赎回或增加投资,从而中止或加强这种委托代理关系;并且法律规定基金管理人必须每天公布每份基金的净资产,股东据此信息决定赎回或增加投资。所以,基金管理人受到了极强的约束与激励,股东对基金管理人具有极高的控制力。

在“开放型基金—公司”委托代理关系中,由于投资基金是公司的大股东,具有法律上和事实上的对管理权的控制权力;尽管其参与公司治理成本是完全内在化的,收益具有外在性,但其参与公司治理的投入产出比大为提高,因此具有较高的控制管理权的积极性;并且作为大股东,投资基金不大可能通过在股票市场上出让股票,通过中止委托代理关系回避代理问题,即使可能,此举亦是得不偿失。所以,投资基金唯一选择就是积极地参与公司治理,控制管理权。

三、投资基金与公司治理:实践考察

无论是市场经济欠发达还是发达的国家都存在着公司治理中的内部人控制问题,尽管产生的原因不同。前者的公司治理问题归因于市场经济的不成熟,后者则归因于股权的高度分散。对于市场经济欠发达的国家而言,健全市场机制是解决公司治理问题的一个方面,但更重要的是引入投资基金,建立“股东—开放型基金—公司”型产权结构,进行公司治理机制创新。波兰和捷克在这方面作了具有借鉴意义的尝试,并取得了积极的效果。下面以较成功的波兰为例,进行简要介绍。

波兰的企业改革采取了分类改革的模式。对于小型企业采取直接拍卖、租赁而后卖给租赁者、职工入股共同购买等;对于 1000 多家大中型企业,其中的 600 家属于金融、保险、电讯行业的大企业,仍保留在政府手中,其余 512 家大中型企业,采取投资基金的方式进行改革。

1. 国家投资基金计划

1994 年波兰政府提出了“国家投资基金计划”(National Investment Fund Programme),该计划的主要内容是:

(1)政府建立了 15 个投资基金,将 512 家大中型企业的 60% 股权转到投资基金,25% 留在政府,政府不出卖,15% 给本企业的职工。

(2)转给投资基金的企业股权,采取集中与分散两种方式在 15 个基金中分配。每个基金对主导企业持有 33% 的股份,对于非主导企业持有 1.9% 的股份。

(3)512 家企业的股权结构是:政府 25%,主导投资基金 33%,非主导投资基金 27%,本企业职工 15%。

(4)每个投资基金都设有监事会(即董事会),监事会是由挑选委员会挑选出来的人组成。

(5)投资基金委托基金管理公司管理。基金管理公司通过竞争,并由挑选委员会挑选出来,然后由投资基金监事会与挑选出来的基金管理公司签订委托协议。

(6)基金管理公司都是合资的,一般由波兰的金融机构与外国投资银行合资组成。基金管理公司运用外国投资银行重组企业的经验对波兰的企业进行重组。

(7)一个基金管理公司管理的主导企业有 30 个左右,非主导企业 500 个左右。投资基金按照规定的程序和办法一次性选定由自己掌握和管理的企业及

其持有的股份,然后通过自己的管理机构发行基金股权

(8) 1997年 5月 15日投资基金都已上市,封闭 10年后开放

2. 基金管理公司参与下的公司治理

基金管理公司对主导企业而非主导企业的公司治理采取不同的方式。对于主导企业,首先,基金管理公司向这些企业派出监事会主席和 3 名监事(另 2 名是企业选出的代表,1 名是代表政府,由财政部派出,政府代表只起到监督作用,不干预企业)组成监事会。监事会即董事会,掌握企业的重大战略决策。基金管理公司凭借监事会了解企业的经营班子及经营状况,并对经营不好的经营班子进行改组和撤换;其次,帮助企业制定战略改组规划,根据企业的不同状况采取不同的方式进行重组,改善经营,提高效益,为投资者增加收益;最后,负责为企业解决融资问题。总之,由于基金管理公司在所有股东中居于主导地位,具有控制管理权的能力和动力,不但可以保护其所代表的股东的利益,而且能发挥其主观能动性,影响和支配着企业的经营状况。对于非主导企业,基金管理公司只是一般的监督,要求企业送报表,检查其经营状况,而由其他主导基金对它们进行管理和重组。对于非主导企业的股份,基金管理公司常常采取协议价格交换、股权置换等方式在基金之间流动。对效益好的企业,基金管理公司设法通过卖掉其他股权来增加股权。

3. 基金管理公司参与公司治理的成功案例

基金管理公司参与公司治理的成功案例层出不穷,现列举 Octava 基金管理公司的一个实例。波兰 Pumps 造纸厂是 Octava 基金管理公司的主导企业,该企业由于波兰从计划经济快速转向市场经济,再加上经互会解体,几乎是一夜之间被推向了国际市场。此时该厂的设备、技术落后,产品滞销问题被充分暴露。该企业要生存与发展必须依赖于资本注入、技术改造和营销市场。面临以上困境,Octava 基金管理公司与挪威的 Mgsala 著名造纸厂达成协议,从那里引进资本和技术,对 Pumps 造纸厂进行资本重组和技术改造。由此,Pumps 造纸厂的股权调整为政府 25%,主导投资基金 25%,Mgsala 造纸厂 50%(来自本厂职工的 15%,主导投资基金的 8%,非主导投资基金的 2%)。经过上述资产重组后,Pumps 造纸厂的三个经营问题——资本、技术和市场都得到了解决,企业经营出现了勃勃生机。

四、参与公司治理的投资基金的组建

无论是理论分析还是实践考察,我们得到一致

的结论是:解决国有企业股份制改造中的治理问题的可能突破口在于引入投资基金,建立“股东—开放型基金—公司”型产权结构,进行公司治理机制创新。当前理论界与实务界关于大力发展投资基金的呼声越来越高,并且《证券投资基金管理暂行办法》也已经出台,但绝大多数是出于稳定股票市场、增加市场有效需求,发展直接融资的角度考虑,而没有将投资基金纳入健全公司治理机制的范畴。考虑问题的角度与出发点不同,投资基金的组建、运营和管理就会有很大的差别。如果从公司治理机制创新的角度,我们认为组建参与公司治理的投资基金的基本思路应包括以下方面:

1. 建立投资基金以开放型为主,封闭型为辅

在我国有 75 只上市的投资基金,其中 97% 以上为封闭型基金,开放型基金不足 3%。对于封闭型基金,投资者购买投资基金,在基金的经营期限内,投资者无法在基金管理人那里赎回或追加投资。因此,封闭型基金参与公司治理,并不能有效地约束管理者的行为,因为此时投资人与基金管理人之间的关系在一定程度上就如同股东与公司管理者之间的关系一样,股东面临的公司管理者的代理问题在这里只不过转化为基金管理人的代理问题,并且增加了委托代理层次,加大了代理成本。显而易见,要使投资基金的引入能起到健全公司治理机制的功效,就应当建立开放型的投资基金。当然,建立开放型基金比封闭型基金所要求具备的条件要高、难度要大,但从健全公司治理机制的角度,应积极创造条件,发展开放型基金。

2. 投资基金的规模要大,并且进行股票投资的比例要高

在目前已上市的 75 只基金中,规模在 2 亿以上的只有 3 只,而不足 1 亿的有 53 只,占总数的 70% 以上,并且投资范围涵盖了股票(上市或非上市公司)、债券、房地产、实业等几乎所有投资领域,以致对股票的投资偏小,更谈不上控股。现有的投资基金规模偏小,投资范围过分宽泛、松散,不可能积极地去参与公司治理,因为积极地参与公司治理的前提条件是拥有控股权。只有掌握了控股权,投资基金才有能力及动力控制管理权,参与公司治理。

3. 法律上允许投资基金对公司控股,并参与公司治理

按照国际惯例,投资基金不允许对公司控股,也不能参与公司治理,这方面的法律规定限制了投资基金的公司治理作用。例如在美国,投资基金除美国政府发行的证券外,不得对单证券投资超过 3% 的

总资产,不得向任何发行者购买超过此证券或同等级证券的 10% 的数量,也不得参与公司治理。然而,投资基金只有拥有公司的控股权,并允许其参与公司治理,投资基金才有动力和能力进行公司治理。所以,我国的投资基金法不应抄袭西方的投资基金法,应允许投资基金对公司控股,并参与公司治理。

4. 基金管理人的素质要高

引入投资基金健全公司治理机制,除了具备以上三个条件外,一个高素质的基金管理人也是一个不可或缺的条件。参与公司治理的基金管理人不仅要求具备管理基金营运的知识和能力,而且还要求具备监管和约束所投资的公司管理者的知识和能力、挑选合适的管理者的能力、公司重组的知识和技能。从我国的实际情况来看,这方面的条件尚不满足。创造上述条件,一方面应加快投资基金管理方面的人才培养,培养出一批专门的、高素质的基金管理人;另一方面可以考虑组建中外合资基金管理公

司,以引进国外基金管理人才,学习国外基金管理经验。

参 考 文 献

- [1] Berle, A. A., G. C. Means: *The Modern Corporation and Private Property* [M]. New York: McMillan Press, 1932.
- [2] Sheilfer, A., R. Visheny: *A Survey of Corporate Governance* [J]. *The Journal of Finance*, 1997(6).
- [3] 段文斌. 公司中委托—代理和治理结构 [J]. *中国工业经济*, 1998(1).
- [4] Bishop, M: *Watching the Boss* [J]. *The Economist*, 1994- 1- 29.
- [5] 任冷. 西方公司治理机制研究 [J]. *经济学动态*, 1998(8).

(责任编辑 邹惠卿)

Corporation Governance, Investment Fund & State-owned Enterprises' Reform

GUO Xi-bao, CHEN Zhi-gang

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies Guo Xibao (1954-) was born in Wuxue Hubei province, he is an economics professor in Business School at Wuhan University and his main research interest is in the field of development economics.

Chen Zhigang (1971-) was born in Wuxue Hubei province, he is a Ph. D candidate for economics majoring in development economics in Business School at Wuhan University.

Abstract In this paper, with corporation governance problems in the current joint stock system reform of state-owned enterprises (SOEs) as background, the authors conclude from both theoretical and practical aspects that introducing investment fund might be a breakthrough in the process of dealing with the current poor governance of joint stock corporations. And then the authors discuss ways to organize and set up investment fund that participates in corporation governance.

Key words corporation governance; investment fund; state-owned enterprises' reform