

公司治理结构完善与股权结构优化的思考

许云

(同济大学 200092)

【摘要】公司股权结构是治理结构的基础,股权结构的优化是公司治理结构完善的重要前提。达到完善公司治理结构的目的是一个长期而复杂的系统工程,我国要在形成良好的股权结构的同时,还必须进一步完善独立董事制度、改善经理人的选聘机制,建立经理人市场、加强对公司经营者的激励与约束。

【关键词】公司治理 股权结构 一股独大

改善公司治理,不仅是提高公司经营绩效、缓解各类社会矛盾的需要,也是中国企业能否跻身世界舞台的重要前提。特别是我国成为WTO成员后,随着市场开放度的不断提高,如果不能形成一个让国内外投资者放心、由具有较高治理水准的上市公司所组成的证券市场,必将对我国企业在国内和国际市场上的融资造成严重影响,制约我国经济的持续发展。

一、公司治理中存在的主要问题

(1) 代理问题。

在上市公司中,所有权和控制权实现了分离,股东享有股权,把公司资产委托给职业经理人——董事管理,董事作为代理人为股东利益进行经营,股东和董事之间是委托代理关系。通过这种委托代理制度可以获得“分工效果”和“规模经济”,即股东把公司资产委托给具有专门知识和管理才能的经营者,借助专业化分工,提高了专业性经营劳动效率和资本运营效率;同时,职业经营者受多个股东委托扩大了资产经营规模,从而达到规模经济。委托代理制度产生的经济效益是以经营者忠实地服务于委托人——股东为前提的,但实际作为代理人的经营者并不总是忠实地服务于委托人,由于委托人和代理人的利益不完全一致和信息的不对称,代理人为了追求自己的利益而损害委托人的利益,就产生了所谓的代理问题,严重影响企业的运营效率。

(2) “内部人控制”问题。

所谓“内部人控制”,泛指国有企业制度在转型过程中,出现的由企业的经理和职工控制企业的产权,其主要特征是经营权对所有权的侵害与实际意义上的控制和支配,从产权的角度看,这实际上是一种特殊的“代理问题”。即企业经理人员通过与员工共谋,取得企业相当大的控制权,并侵蚀作为“外部人”股东的合法权益。拥有控制权的公司经营者,有可能凭借自己手中对财产的控制权寻求自身利益的最大化,而忽视甚至损害出资人的利益。在我国上市公司中,大多数国有股的比重相当大。由于所有者缺位,所有者对经营者的监督无论是从机制上还是从力度上都有很大的难度,致使“内部人控制”的现象十分突出。

(3) “一股独大”引发的控股股东侵害上市公司利益,以及监事会不能有效地行使职权。

由于在我国上市公司中普遍存在的国有股“一股独大”的状况,

导致了控股股东侵害上市公司利益的现象屡见不鲜。许多控股股东把自己控股的上市公司看作自己的附属机构,甚至把其作为实现自己目标的圈钱工具或提款机,大量占用上市公司的筹集资金或让上市公司为自己及自己的关联单位提供贷款担保、私分上市公司财产等等,大肆掏空上市公司,中饱私囊或满足小集体的利益。同样在“一股独大”的情况下,由股东大会选举产生的监事会所行使的职能,自然也是履行大股东意志对经营者实施监督。

(4) 缺乏对公司的高层管理者建立起科学的评价、激励与约束机制。

由于我国上市公司中国家股、法人股占总股本比重过大,公司高层管理者产生机制的制约以及资本市场的弱有效性,难以通过科学的公司价值评定、控制权竞争以及其它一些制度安排来实现对经理人评价,既缺乏约束机制,又缺乏激励机制。

二、上市公司股权结构的优化

公司治理结构依据股权集中或分散的状况可以分为外治型结构和内治型结构。公司的股权结构是公司治理结构中重要的组成部分,应该说它是治理结构中的深层次问题,对于企业的经营业绩、收购兼并、代理权竞争以及监督机制的建立都有非常大的影响。

我国的上市公司中,“一股独大”是其股权结构的主要特征。从国外经验看,“一股独大”本身并不意味着公司的治理结构一定会损害小股东的合法利益,一定会导致公司治理结构的缺陷。但我国上市公司的“一股独大”是特殊的国有股的“一股独大”。从上市公司所有权的最终追溯看,大多数上市公司股份的所有权都是属于国家的。由于国家作为所有者的虚置的特点,使其不能直接行使产权权力,所有者“缺位”,上市公司的大股东只是“国有资产”的代理人,他们拥有事实上的所有权,被委托行使上市公司的经营权,其背后却没有所有者的强硬监督和约束。再者,由于国有股的不可流通性,这就使得其他投资者无法通过二级市场的交易来获得对公司的控制权,国有股的地位被人为锁定。“控制权的不可竞争性”,使证券市场难以对大股东产生资源重新配置压力。同时,国有资本出资人的代表大都是一些政府官员,并非企业风险的真正承担者,不具有对企业剩余资产的索取权。这种没有剩余索取权的控制权是缺乏激励的控制权,所以无法从制度上保证其拥有充分的监督动机和积极性。他们根据自身的利益来选择经营者,从而在代理权的竞争中大肆寻租,而企业的绩效却成为这种代理权竞争机制下的牺牲品。这就导致了我国上市公司大股东监控不得力,进而导致了公司治理的残缺。这种特殊的“委托——代理”关系构成了我国上市公司特殊的控股型公司治理结构,也是引发一系列公司治理问题的主要根源。

以上分析可得,我国上市公司在控股结构中股权集中程度较

高,理论上应属于内治型结构。但是由于管理体制的扭曲,治理活动往往以行政管理为主,大股东也不会主动地投入足够的资源建立有效的内部公司治理制度,因此缺少内治型结构发展的基础。我国的上市公司还是应当以发展外治型治理结构为目标。但在加强外部监管的同时,应当采取以下措施:

(1) 减持国有股,引进国内外非国有的机构投资者,形成前几名股东拥有较高比例的股权但彼此相差不大的股权格局。

国有股“一股独大”制度安排下国有股东的诸多非理性行为,是导致我国上市公司治理效率低下的症结所在,也是我国上市公司股权结构优化急需解决的问题。解决这一问题的首要出发点就是要采取有效措施,稳步实施国有股减持。对于国有股减持可以从国有股存量和增量两个方面入手,具体说来,对于已上市公司的现有国有股份我们可以通过配售、回购或缩股等方式逐步降低其比重,对于新上市公司,应有一个股权结构的新起点,可以根据国有经济格局分行业制定国有经济比重,从而以优化的股权结构上市。国有股减持具体实施过程中,应当遵循市场原则,同时要注意与引进外资、社会投资结构多元化结合起来,形成几名相差不大的大股东并存股权格局。

(2) 建立代理权竞争的市场机制。

代理权竞争又称委托书收购,是指收购者通过大量征集股东委托书的方式,代理股东出席股东大会并行使表决权,以通过改组董事会等方式达到取得目标公司代理权的目的。在成熟的资本市场上,一旦公司经营不善,股东就可以在股票市场上抛售股票,从而导致股价下跌。其它投资者就有可能通过发动代理权竞争或敌意收购来接管公司的控制权,这就迫使管理层必须尽心尽地工作,以确保股东利益的最大化。但由于目前我国的国家股控股程度极高,且不具备流通性,这就使得来自证券市场的代理权竞争或敌意收购几乎不可能。因此,我国应该在降低国有股比重的同时,实现国有股的流通。在股权相对集中且大股东之间的股权比重差距不大的情况下,代理权竞争机制才比较容易。

(3) 尽快解决股权分置和非流通股的流通问题。

股权分置和部分股权不可流通是我国证券市场发展初期,设计者为了尽快解决我国国有企业脱困问题而采取的一种权宜之计,也就是在同一上市公司里,股票被分为流通股和非流通股,且两类股票有着不同的成本、权益收益和风险。因股权分置,证券市场配置资源效率低下,导致国家资源的极大浪费和损失。由于非流通股不能从企业价值提高、进而通过资本增值的途径获得收益,所以大股东就通过掌握大量的自由现金流来获取控制权收益。又因为非流通股不能在二级市场上自由买卖,作为重要外部治理机制的兼并收购就不再发生作用了,这就为企业持有大量自由现金流减少了约束力量。而大量自由现金流的存在使得我国上市公司的大股东侵占小股东利益,降低企业价值,使得作为资本市场基石的上市公司业绩滑坡,从而制约我国资本市场的发展。因此,股权分置、国有股不可流通的问题是当务之急。

三、公司治理结构完善的具体措施

公司股权结构是治理结构的基础,股权结构的优化是公司治

理结构完善的重要前提。但是,公司治理结构的完善是一个复杂的系统工程。特别是就我国目前的情况看,上市公司治理结构的完善需要一个长期而曲折的过程。

(1) 进一步完善独立董事制度。

从我国的股权结构特点看,我国上市公司的“一股独大”是国有股的“一股独大”,其所有者虚置的特点决定了其不可能具有强化治理的内部动力,必须加强外部监管。独立董事制度可以较好地实现外部监管的目标,应努力营造一种有利于这一制度成长和发展的良好环境,并结合我国的具体国情,积极探索独立董事制度的发展道路。必须尽快出台相关的法律、法规,形成一个完整的法律框架依托。要从我国目前的实际情况出发,建立独立董事人才的选拔机制,并从制度上保障独立董事信息渠道的畅通,为他们能够做出独立、客观、公正准确地判断创造条件。

(2) 改变经理人的选聘机制,建立经理人市场。

由于我国经理人市场尚未形成,公司的高级管理人员主要还是由上级行政主管部门任命产生。这种经理人非市场化的选择机制违背了规范的公司治理规则和程序,担任企业的高级管理人员不仅要依靠个人的经营管理能力,还要依靠各方面的关系,他们所承担的政治责任甚至要超过经济责任。因此,公司经营者还必须听命于政府,难以根据企业发展的需要有效地行使决策职能。必须改变经理人的选聘机制,建立经理人市场。

(3) 加强对公司高级管理人员的监管。

由于现代企业委托人与代理人之间的利益差异,不可避免的存在代理人在追求自身效用最大化时损害委托人利益的“道德风险”。这种风险表现为两个方面:一方面是代理人的偷懒行为,即代理人所付出的努力小于其获得的报酬;另一方面,是机会主义,即代理人付出的努力是为了增加自己的利益。这样,如果约束机制不完善,就可能会出现代理人滥用职权、或者在其位不谋其政,损害委托人利益的行为。加强对公司高级管理人员的监督,一方面要充分发挥监事会的内部监督作用;另一方面还要利用市场机制、公共舆论、社会道德等外部监督约束机制。鼓励建立高管人员诚信档案,加强高管人员的行为规范。

【参考文献】

- [1] 陈小说、徐晓东,股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J],经济研究,2001(11)。
- [2] 李维安等,现代公司治理研究[M],中国人民大学出版社,2002年第一版。
- [3] 陈勇,加强独立董事制度研究 完善我国上市公司法人治理结构[J],经济问题探索,2004(9)。