

外部影响与上市公司治理

欧天奕

(北京航空航天大学 经济管理学院, 北京 100191)

摘要:公司治理在公司的发展中扮演着越来越重要的角色。除了公司本身的内部治理,外部因素能有效作用于企业管理层并影响董事会的决议,从而改善企业治理中存在的舞弊行为和损害小股东利益的行为

关键词:企业治理;外部因素;媒体监督

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2011)07-0055-03

公司治理问题从亚当·斯密在《国富论》中首次提出已有 300 多年了,但是公司治理这一概念引起人们的关注却只有短短二三十年。自 20 世纪 90 年代以来,特别随着亚洲金融风暴、俄罗斯金融危机、次贷危机的相继爆发,美国安然、世通、以及雷曼兄弟等著名公司因会计丑闻而破产后,公司治理问题受到更大程度的重视,并且已经形成全球范围内的公司治理改革运动。尤其是我国的上市公司不同于西方的企业制度发展,而是由计划经济转型而来,这就决定了中国上市公司治理结构的特有的复杂性。同时,作为新兴市场,仅仅依靠对投资者权利的法律保护而实现公司治理的改善在短期内并不现实。

因此,在把加强对投资者权利的法律保护作为长期努力方向的同时,在短期内应谋求法律外制度的实施,作为法律对投资者权利保护的替代或补充,从而在一定程度上达到改善公司治理的目的。

1 国内外研究现状

自 20 世纪 80 年代开始,伴随着企业整合和兼并浪潮以及机构投资者的兴起,公司治理问题日益受到国内外学者的重视,公司治理已经成为世界性的课题。公司治理研究,大致可以分为两种模式:股东控制模式和市场控制模式。股东控制模式是强调公司内部产权安排的重要性;市场控制模式是研究外部治理机制对在职经营者的约束。而公司治理的发展趋势是外部治理日益受到重视。法码认为:成熟的经理人市场可以有效的约束经理行为,并解决其中的委托代理问题。哈特指出产品市场所存在的竞争也能起到对经理人约束的作用。詹森和鲁巴克则强调市场

对公司的控制和引导作用。马丁和麦康奈尔发现,产权激励与内部监督是控制职业经理行为,降低代理成本的主要治理手段。但国外的实证研究结果表明,以产权激励为主的内部治理适合中小企业,但不适合大型企业。而对于大型企业,竞争的外部市场体系对公司经营者行为的制约和对公司业绩的影响在某种程度上比公司内部治理的作用还重要。竞争能有效制约经营者行为,提高公司绩效。

我国学者对公司治理的研究是伴随国有企业体制改革而开始的。由于起步较晚,以及国内公司治理实践环境的原因,使公司治理研究的深入遭遇较大的障碍;由于对面临的各自的基础性问题的研究还有待深入,加上国内学科分割的局限,大多数相关学科对公司治理的研究还处于试探时期。目前的成果主要有两个方面:一是在新制度经济学的理论框架内,通过对所有者与经营者委托代理关系的分析,将治理结构看作是资本结构的自然延伸,研究公司治理来指导产权改革;二是不同治理模式的比较和借鉴,通过介绍和引进西欧,北美、日本等现代企业制度发达国家的成熟的公司治理模式,建立公司内部法人治理结构与外部治理机制相结合的共同治理模式,来解决中国企业的治理问题。对中国企业而言,由于转轨的特殊性决定了中国的公司治理已经远远超出了传统意义上的公司治理问题,它涵括了企业内部激励监管机制,企业竞争环境(法律体系,金融系统)和市场结构等。因此,中国的公司外部治理理论的研究也就具有了自身的特殊性。鉴于我国特定的市场环境和政策,我国企业所有制格局已呈明显的多元化趋势,我们很难借鉴任何一种国外相对成功的模式来推动我国企

收稿日期:2011-04-24

作者简介:欧天奕(1984-),男,湖南郴州人,北京航空航天大学经济管理学院,金融学硕士生,研究方向:公司治理。

业的公司治理,所以我们必须探索出一条中国特色的发展道路。

2 公司外部治理机制研究

狭义的公司治理主要是研究股东与管理者之间的委托代理问题,广义的公司治理通常从内部治理与外部治理两个层面探讨:内部治理机制主要指负责监督公司重大决策、财务报告和经理人评选等任务;外部治理机制主要包括市场竞争机制和行政立法机制等,包含了债权人、投资者、员工等一切利益相关者^[1]。文献综述集中在公司治理的外部机制,从法律因素和市场因素、媒体监督三个方面来阐述。

2.1 法律因素

La Porta、Lopez-de-silanes、Shleifer 和 Vishny 指出,投资者对其收回资金权利能受到保护,则该国的金融发展水平较高。他们强调,所有外部投资者都需要收回资金的权利,投资者保护与融资组织的规模相比是更为根本的决定金融发展的因素。LLSV 以及 Levine、Demirguc-Kunt 和 Levine、Friedman、Johson 和 Mitton 的研究表明,更强的法律对投资者权利的保护与更广泛和更有价值的资本市场、更快的公开上市速度、更加分散的所有权结构等高度相关^[2-8]。

2.2 市场因素

Dyck、Zingales 认为市场因素包括产品市场竞争、经理人市场竞争、证券市场竞争、控制权市场等。

2.2.1 产品市场竞争

产品市场的竞争作为一个机制会对公司治理产生重要影响。哈特的模型证明,产品市场的竞争机制正是通过大量所有者控制的企业进入市场,影响市场价格,促使经营者提高努力程度、降低成本来发挥作用的。外部市场机制通过内部激励机制给经营者加压^[9]。

2.2.2 经理人市场竞争

经理人市场的存在或经理更换的压力,是促使经理努力工作的重要原因。经理市场是从外部监督公司的重要机制。段晓宇指出经理人市场同其它外部因素一样对公司经营者的道德危险行为进行制约:第一,对经理人评价的标准是过去的绩效,为了谋求一定的经营绩效,经理人会放弃一些道德危险行为;第二,当今的企业规模巨人,内部层级结构复杂,在这种情况下,管理人员为了能够在公司获得高的职位必定会努力工作,以便给决定其去留、升降的人留下好的印象,获得更多的提升机会;第三,如果经理们认为他们的一个同事表现不能令人满意并限制了他们的

发展,他们很有可能进行抗议并采取矫正措施^[10]。

2.2.3 证券市场竞争

叶向阳认为证券市场的控制权配置机制是构成对公司运作绩效和行为加以间接干预的手段之一。证券市场监管机制可以对公司运作和行为产生直接的影响。证券市场的监管制度从两个方面对公司的治理产生直接的影响:一是上市公司信息披露制度,二是对上市公司治理结构的监督,让其按规定运作^[11]。

2.2.4 控制权市场

所谓公司控制权市场,是指公司实际控制权的转移和交易市场,也就是公司控股权的争夺市场。王成昌认为控制权市场的竞争可以理解为以整合和兼并为主要形式的公司控制权的竞争。当那些有能力的企业家或机构投资者预期能通过整合和兼并该公司来获取利润,他们就会趁低价买进足够的股份,从而取得公司的控制权,并赶走任的经营者^[12]。

2.3 媒体监督与公司治理

无论国家的法律制度是否完备,媒体的公司治理作用都十分重要。这一方面是由于受到公司法和公司章程所规定的时限和程序的限制,公司股东提议是被严格限制的,更换董事要经过其他股东的同意。另一方面,攫取私人收益的可能性与经理人权利有关,根据英美等国的实践业务的判断规则,法庭是很难限制经理人权利的。

Kreps 和 Wilson 早已认识到声誉信息的广泛传播能够提高市场运作的效率^[13]。声誉信息在各个利益相关者之间的交换、传播,形成声誉信息流、声誉信息系统及声誉信息网络,成为信息的显示机制,有效限制了信息扭曲,增加了交易的透明度,降低了交易成本。

Dyck、Volchkova 和 Zingales 以俄罗斯的数据样本考察了媒体在特定国家的公司治理中的作用。他们以发生公司治理违规前的“隐士基金”(the Hermitage Fund)作为新闻报道量的变量,在合理控制了内生性问题后,发现媒体的报道将提高改正公司治理违规的可能性,因而媒体在俄罗斯扮演重要的公司治理角色。他们强调,“媒体的报道不仅仅只是现实的一面镜子,同时对现实本身具有重要影响,特别是公司治理”^[14]。

严晓宁则认为媒体在公司治理活动中的角色和功能主要包括以下几个方面:①解决公司内部和利益相关者以及社会大众对信息接收不对称的角色;②对公司和社会以及公司的利益相关者之间进行协调的

角色。③对公司治理结构和机制进行监管的角色^[17]。

3 目前的成果及展望

越来越多的上市公司立足本国,走向世界,公司外部治理将在公司的发展中承担着越来越重要的角色。目前我国的外部治理机制所存在的问题在以上文献中可归结为以下几点:首先,我国作为新兴市场,法律法规也没有完善;其次,四种市场外部治理机制:经理市场还不完善、产品市场竞争机制不健全、证券市场不成熟、公司控制权市场上机构投资者不发达;然后媒体的监督作用没有得到有效发挥。总体而言,我国公司外部治理的现状不容乐观,其外部治理机制不健全,市场机制作用也发挥有限,主要表现在以下几个方面:第一,公司外部治理的法制环境还不完善;第二,市场外部治理机制还没有充分发展;第三,媒体监督作为另一个从外部监督公司的重要机制还不健全。同时针对以上问题,提出了行之有效的解决措施。

随着关于改善公司外部治理研究的不断深入,我们后续的研究是否能够做到以下几点将对公司外部治理理论产生重大的影响。这几点主要是:为建立和完善使公司正常运行的法律法规,并加大执法的力度提供有效帮助;深入探讨如何积极培育和发展经理市场、产品市场、公司控制权市场;以及有效提高媒体新闻报道的独立性,增加媒体的公信力、发挥媒体信息披露与监督作用的途径。如果相关研究能取得实际的成效,将有效的改善公司治理结构,使我国上市公司迅速而健康的发展,自身竞争力得到有效的提高,使我们的企业走向世界。

参考文献

[1]肖斌卿,李心丹,顾妍,等.中国上市公司投资者关系与公司

治理[J].南开管理评论,2007,10(3):51—60.

[2]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, ET AL. Legal determinants of external finance[J]. The Journal of Finance, 1997(52):1131—1150.

[3]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, ET AL. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998(106):1113—1155.

[4]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000(58):3—27.

[5]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. The Journal of Finance, 2002(76):1147—1170.

[6]LEVINE R. Law, Finance, and economic growth[J]. Journal of Financial Intermediation, 1999(8):36—67.

[7]DEMIRGUC K A, LEVINE R. Financial Structure and Economic Growth; A Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development[M]. Cambridge: MIT Press, 2001:124—130.

[8]FRIEDMAN E, SIMON J, TODD M. Tunneling and propping[J]. Journal of Comparative Economics, 2003(31):732—750.

[9]HART O. The market mechanism as an incentive scheme[J]. The Bell Journal of Economics, 1983, 14(2):366—382.

[10]段晓宇,闫晓言,陈敏洁.浅析影响公司治理的外部因素[J].管理世界,2006(12):196—197.

[11]叶向阳.外部公司治理机制及对我国公司治理的启示[J].晋阳学刊,2003(6):34—38.

[12]王成昌,刘升福.公司外部治理系统研究[J].科技管理研究,2003(5):126—127.

[13]DAVID M, ROBERT W. Reputation and imperfect information[J]. Journal of Economic Theory, 1982(27):253—279.

[14]DYCK A, NATALYA, LUIGI Z. The corporate governance role of the media: evidence from Russia[J]. NBER Working Paper, 2006(9):1—36.

[15]严晓宁.媒体在上市公司治理中的角色和功能[J].经济管理,2008(9):72—76.

External Effects and Listed Corporate Governance

OU Tian-yi

(Beihang University School of Economics and Management, Beijing 100191, China)

Abstract: corporate governance play a more and more important role in the company's development. In addition to the company's internal governance, external factors can influence the enterprise management and the board of directors' decision effectively, thereby improving the behaviors of frauds and damaging the interests of small shareholders existed in corporate governance

Key words: enterprise management; external factors; media supervision