

中国很多上市公司并没有完成公司治理制度的相应调整,小股东未来很长的一段时间依然是待宰的羔羊。

“清算”董事会：上市公司不堪承受之重？

■ 盘古智库学术委员、中国人民大学金融学教授 郑志刚



11月15日深夜微信公众号“市值风云”在“重磅突发”栏目下,以“南玻A 高管集体辞职,姚振华‘血洗’董事会”为题,报道了南玻A 高管集体辞职事件。包括创始人曾南在内的8 名高管相继辞职,两名提出辞职的独董由于导致独董占董事会人数的比例低于法定要求,被迫继续履职。(请见英国《金融时报》对此事的报道)如果说万科股权之争标志着中国资本市场开始进入股权分散时代,那么,这次南玻A 高管的集体辞职事件则是股权分散时代公司治理事件的新高潮。南玻A 高管集体辞职事件将像万科股权之争一样注定成为中国资本市场发展历程中具有标志意义的公司治理事件。

在持续观察南玻A 高管集体辞职事件未来走向的同时,已经披露出来的信息引发了我们对中国上市公司如何应对股权分散时代公司治理制度安排变革的几个思考。

首先,并购能够必然像传统公司治理理论预期的那样,可以实现改善公司治理,降低代理成本的目的吗?

传统公司治理理论把接管威胁视作重要的外部治理机制。如果股价低估是由于管理团队高的代理成本导致较差的绩效表现,在控制权转让完成后,通过对管理团队的更迭将降低代理成本,提升企业价值。在南玻A 的高管集体辞职事件中,我们能够观察到由于缺乏实际控制人,从2015 年开始,宝能系旗下前海人寿及其一致行动人通过二级市场增持成为南玻A 第一大股东。目前共持有南玻A 股份的25.77%。但我们并没有同时观察到接管威胁(控制权转让)实现改善公司治理,降低代理成本目的的前提条件——代理问题导致的股价被低估。

从披露信息来看,南玻A 近年来虽然业绩出现波动,但今年前三季度的业绩为:营业收入为22.94 亿元人民币,同比增长11.68%;归属于上市公司股东的净利润2.48 亿元,同比增长31.71%。这在经济呈现L 型下行的今天实属不易。因而,业绩表现差强人意,代理问题严重似乎并不能构成宝能系突然撤销董事会议案,血洗南玻A 董事会的理由。我们看到,由于股权分散(缺乏实际控制人),公司控制权转让并没有像传统公司治理理论预期的那样为中国上市公司带来公司治理改善和业绩提升,反而却出现了新第一大股东“血洗董事会”

这样一个无论普通投资者还是管理团队都不愿意看到的结果。在一定意义上,上述方式的公司控制权转让,成为习惯于“一股独大”公司治理模式的中国上市公司“仓促”进入分散股权时代被迫承担的制度成本。因此,公司治理理论和实务界未来有必要积极探讨进入股权分散时代中国上市公司的治理模式选择。

其次,成为第一大股东后一定需要重新改组董事会吗?

前面的分析表明,宝能系成为南玻A 的第一大股东可能并非由于原管理团队存在严重的代理问题,而仅仅是由于缺乏实际控制人。抛开围绕股权激励计划的分歧,虽然宝能系指责南玻A 前高管集体离职“蓄谋已久”,但后者看上去似乎更加“蓄谋已久”。否则,我们不会观察到正常的董事会原有议案经第一大股东,更换董事长。那么,在成为第一大股东后一定需要重新改组董事会吗?

我们知道,现代股份公司由于借助资本社会化和经理人职业化实现的专业化分工,提升了企业效率,而成为人类历史上的一项伟大发明(巴特勒语)。一定意义上,所有权与经营权分离是现代股份公司的灵魂。当然所有权与经营权分离会衍生出代理问题,因而需要公司治理制度安排去克服,但这毕竟属于衍生出来的第二层次的问题,通过专业化分工实现的效率改善才是第一层次和根本性的问题。我们猜

测,宝能系也许是资本运作高手,但并非是经营管理,特别是南玻A 所在的建材行业的经营管理高手。而一个企业管理团队的成长往往依赖于独特企业文化、有效激励计划推出的长期培育。例如,阿里的高管几乎全部来自于持有相同价值观同时受到股权激励计划激励的阿里合伙人。在这一意义上,给定确保股东按时获得投资回报的公司治理制度安排,公司所需投资从哪个股东来其实并不重要。

在我们看来,由于缺乏实际控制人而成为新的第一大股东可能的正确做法是:主动提出针对管理团队和核心骨干的股权激励计划,给予管理团队和核心骨干充分的激励。而不是像目前一样被动地等待由管理团队自己提出。不要忘记,有时看起来向管理团队支付高的薪酬,但受到激励的高管团队创造更大的价值反而是值得的。资本方应该始终保持对职业经理人的敬畏,否则,会成为另一种“致命的自负”。和管理团队一起分享企业发展的红利才是新的第一大股东的的基本价值取向。

我们看到的一个与宝能系血洗南玻A 董事会完全相反的例子是:持股高达34%的软银甚至放弃阿里巴巴集团主要董事的提名权,交给持股合约13%的马云合伙人(马云本人持股仅7%),但却从中赚得钵满盆满。因此,抛弃传统股权至上,“谁是老板,谁是打工的”界限分明的思维,在昔日的老板和打工仔之间建立长期合伙关系,实现合作共赢应该成为中国上

市公司未来应对分散股权时代公司治理挑战过程中思维模式转变的关键。

再次,在股权分散时代,应该如何为新的第一大股东设定提名董事的比例?

在公司治理实践中,通过金字塔结构最终所有者可以实现控制权和现金流权的分离。例如,在一个企业集团中,母公司对子公司持股50%,子公司对孙公司持股50%。虽然母公司对孙公司的现金流权只有25%,但其对子公司的控制权却是50%。母公司由此可以利用上述控制权与现金流权力的分离通过关联交易、资金占用等对孙公司的资源进行隧道挖掘。这是在公司治理实践中需要独董对资金占用、资金担保、关联交易等事项出具独立意见背后的原因。事实上,除了金字塔结构,实现现金流权与控制权分离还存在其他途径。其中,一个十分重要的途径就是,董事会中提名董事比例和持股比例的差额。

从南玻A 董事会的构成来看,9 名董事中除了3 名独董,宝能系提名的董事多达3 名,占到全部非独立董事的50%,即使从全部董事来看,也已占到33%。超过宝能系实际的现金流权25.77%。这意味着,通过体现董事会决议实际影响力的提名董事比例与体现责任承担能力的现金流权的分离,宝能系在南玻A 董事会相关决议中权利和义务并不对称和匹配。为了避免今后再次由于严重的代理问题而给董事会的惨剧再次发生,也许上市公司的一个可能政策应对是,通过修改公司章程规定,在通过在二级市场增持实现成为第一大股东,该大股东提名董事的比例应以其持股比例为上限。在一些股权分散的成熟的市场经济国家中,一个被认为是理想的董事会构成模式是除CEO 外其他全部为外部董事。其背后所包含的合理性是恰恰在于,这样可以确保所有权与经营权的分离,避免控制权转让带来企业经营大的波动。毕竟,上市公司的灵魂是控制权与经营权的分离。公众公司的股票每天都处于流动之中,只不过这次股票的流动相对集中一些。

此外,股权激励计划存在争议应该如何裁决?

从目前公开的信息看,宝能系与前南玻A 管理团队的分歧在于,管理团队酝酿提出的针对管理团队和核心技术骨干的股权激励计划。逻辑上和程序上,虽然需要与主要股东,特别

是第一大股东进行协商,但获得股东大会的批准才是股权激励计划实施的关键。按照今年新科诺贝尔经济学奖得主哈特的不完全合约理论,这是股东享有剩余控制权的体现。在目前的一股一票表决机制下,持股仅25.77%宝能系是否必然能够否决相关议案存在不确定性。因此,当前南玻A 管理团队与第一大股东围绕股权激励计划产生意见分歧时,管理团队首先应该想到的是可能扮演居中调节角色的股东大会。前南玻A 高管团队应该提请并说服股东大会来批准股权激励计划(当然是否能说服其他董事同意提交股东大会讨论同样存在不确定性)。但遗憾的是,习惯于一股独大治理模式,由大股东大包大揽惯了的其他散户股东根本不会意识到自己手中的股票除了变现外,还可以通过表决的方式来看票除了看票外能够带来不错业绩表现的管理团队。我们理解,基于同样的想法和认识,南玻A 管理团队在事件开始之初很轻易地放弃了召开特别股东大会的努力。

最后,国有股东在这次南玻A 高管集体辞职事件中扮演怎样的角色?

作为国企的原第一大股东中国北方工业公司在成为第二大股东后,按照相关报道,在事件发生前的11月8日,还在减持股份,目前仅持有南玻A 股份的2.31%。按照“市值风云”形象的举法,“实业系股东忙于套现,资本系股东忙于说牌”,“已成为当前A 股市场的一道风景”。中国北方工业公司的做法让我们联想到万科股权之争中的华润。我们看到,持股仅仅为25.77%的宝能系之所以不仅可以轻易否决管理团队(董事长提议的)股权激励方案,而且“血洗”董事会与第二大股东的“不作为”有关。被逼无奈的可怜散户只有通过“以脚投票”来保护自己。

从目前的市场反映来看,11月17日(周四)南玻A 股价早盘跳水5%,但午后,配合着已被辟谣的《告中国南玻集团全体员工书》和大手笔买单护盘,出现了一个涨停;在11月18日(周五)则再次观察到资金加速出逃的迹象。我们看到,当中国很多上市公司匆忙进入股权分散时代,并没有完成公司治理制度安排的相应调整,无论董事会还是股东大会都没有建立避免类似血洗董事会事件发生,确保经营权与所有权分离的防火墙,小股东未来很长的一段时间依然是待宰的羔羊。

杜润生经济思想初探

■ 经济学家周报副主编 白卫星

——[上接11月25日04版]——

4.关于创新战略问题

创新是战略问题。经济发展途径的选择过程就是一个创新的过程,包括技术创新和制度创新,前提是思路创新。((《文集》第1031页)杜老认为,“理论创新、制度创新和技术创新,是国家与社会发展进步必备的内在条件。没有创新,就会陷于停滞和落后,进而面临被历史淘汰的命运。”((《文集》第1049页)人多地少的基本国情,中国发展战略的选择必须着眼于发挥劳动资源优势,弥补农业资源稀缺的不足。家庭承包制是制度创新,也是基于国家大局发展的战略性选择。从这个角度看,就是改革初期的创新驱动战略。在发展粮食优质化方面要有思路创新、技术创新、制度创新。杜老的一系列创新思想,都是站在国家和民族发展的全局考虑的,国家情怀、民族情怀又不断地驱使他进行理论创新。

5.关于沿海外向型发展战略问题

沿海外向型发展战略在上世纪八十年代开始实施,是区域战略。但是在当时的国际国内背景下,这个战略设想反映着我国经济发展的客观趋势,推行外向型战略,沿海有地理优势,有实践经验,乡镇企业发展,有资金条件,交易成本低。在杜老看来,当时世界经济产业结构调整是难得的机会,把沿海一带制造业的一部分抛到国际生产消费的循环中去,扩大出口,增加外汇收入,对国内压缩投资规模,控制消费膨胀的政策将起到有力的配合作用。从这个角度看,杜老认为的沿海外向型发展战略是影响国家发展的重大战略。“让东部沿海地带首先走向经济现代化和产业结构高度化,重视开辟新的市场,特别是进入国际循环,居民充分就业,为地区带来进一步繁荣,使中部和西部得到更多的市场份额以及转移技术、发展加工工业的机会,那就能加快国民经济整体发展的速度。”((《文集》第407页)

(七)经济管理思想

杜润生在主持起草“科学十四条”的工作中,表现出广阔的政策视野,高超的管理思想。他的经济管理思想主要体现在责任制和家庭经营思想。

杜老为了解决农民能不能像关心自留地那样关心集体生产的问题,提出家庭联产承包制。于是责任制和家庭经营成为杜老探索经济

管理的主要内容。杜老说:“集体经济内部管理制度怎样才能体现按劳分配,改变‘多劳不能多得,好劳不能好报’的毛病,如何激发社员个人对集体经济的高度关心,探索是还没有解决好的问题,这还需要进行各种探索和试验。”((《文集》第2页)“如果说工业企业还需要建立责任制,那么,农业就更需要建立一种适合农业生产特点的、能唤起劳动者个人高度关心的责任制。”((《文集》第47页)责任制是适合农民的枷锁的管理形式,彻底摆脱了“意识形态”的枷锁。这就是杜老高超的管理思想。农村改革前的集体经济,其内部管理办法、工分制度等,不利于发展商品生产,不能增加农民收入。由于区域生产力差别太大,他坚决反对“一刀切”的管理办法,“集体经济经营形式的多样化是不可避免的。”((《文集》第15页)有了责任制,农户就有了经营权和管理的权,也就有了自主权,有了激励机制,多种经营发展加快。杜老说:“家庭经营,由于以血缘为纽带,所形成的长期共处、相互依赖关系,办起事来可最大限度地节约交易费用。这一特性,决定了它更适用于管理农业。农业既是经济再生产,又是自然再生产,生产的季节性,使其受气候变化制约,往往会遇到难以预测的自然风险,劳动和斤计较,降低制度性损耗,做到利益共享,风险共担。”((《文集》第1248页)

关于企业管理,杜老也有自己的思想。他认为,“企业要有一个适合自身的组织结构、管理制度和中长期发展战略,不要好高骛远。要采取明晰的财务管理制度,合理安排投资、筹资、遵守会计、税务法规,明晰建账、合理避税。在经营中诚信为本、恪守信用。”((《文集》第1236页)对于家族企业,他认为要参照现代企业制度的原则,明晰各家族成员的产权,改建成独资、合伙制、股份制企业,防止因为产权不清引发的亲情危机,破坏维系家族制企业的感情纽带。企业不论大小均应强化知识管理,加强创新,对人力资本给出与其贡献大小相对应的价,作为分配剩余的依据。这是一个企业管理的新课题,目前还缺乏成熟的解决办法,只能参考人力市场和商品市场直接或间接表达人才价格,规定报酬标准。还要实行民主管理,“要善于进行资本运营,精算机会成本。”((《文集》第1209页)杜老重视农村企业向城镇聚集。他指出,“农村企业,过度分散,难于共同利用服务业,不利于降低成本。乡镇企业也可

以在志愿基础上实行并厂,扩大规模,或结成集团,进行土地置换,进入城镇。”((《文集》第1210页)

(八)杜润生经济思想的主要特点

分析研究杜老的经济思想,我们认为有宽阔的历史视野和改革智慧,有“以天下为己任”的强烈担当,有忧国忧民的济世信念,有求真务实的精神品格,有恪尽职守的工作态度,有理论探索的创新意识。他的思想特点非常鲜明,就有深度、有广度、有高度、有温度、有风度。

一是有深度。有的专家认为杜老是思想解放的先驱,有的认为杜老无愧于“农村改革之父”称号,这些看法都源于杜老对“三农”问题的认识深刻。建国初期他提出要“给农民经济活动的自由,就是商品交换的自由、借贷自由、雇工自由和租佃关系的自由”((《文集》第1190页),主张形式多样化,不要“一刀切”。这样的认识在当时是超前的。他说:“生产责任制,不同于过去的小私有经济,它是集体经济的内部结构,是统分结合的经营方式。其具体体现形式可叫联产承包责任制。‘包’字在中国有悠久的历史传统,今天用于社会主义制度,更有新的意义和作用。包干有包工,有包产,有专业承包、非专业承包。包干是包产的类型,是把分配也包进去了。联产承包制,在不同地区有不同的形式。在经济发达地区,经营项目较多,实行了专业承包,联产计酬责任制。从经营的方式上看,基本保持统一经营,又有局部的调整,给承包者一定的经营权和管理权。”((《文集》第63页)可以看出,杜老言简意深,把“包”解析得多么深刻!对于农村改革,他主张要加大对改革的力度,要把经济因素的改革和非经济因素的改革结合起来,改革措施要配套;要树立农业问题内外解决、国内问题国外解决的思路,利用国内外市场配置资源;要赋予农民完整的土地财产权;中国要过“民主关”“市场关”。另外,他对农业经济发展的规律、探索中国特色的模式等理论问题都进行了探索,有的思想被纳入国家有关政策文件,对改革影响很大。这些思想言简意深,都是扎根于农村大地、扎根于历史文化的思想,也体现了杜老对国家和人民之爱的深切。

二是有广度。杜老研究的问题不是局限于“三农”问题,而是把目光放在民主、法制、知识经济、文化软实力、建设和谐社会等领域。杜老认为,民主的内涵包括民主选举、民主决策、民

主管理、民主制衡、民主监督,我国民主制度取得进步,但民主监督还缺乏力度。和谐社会是以社会为载体,任凭单个自然人的活动,形不成统一意志,必须自愿联合,发挥组织监督,代表一定的公共利益,对政权实施民主监督。同时保持自律性,自我约束,能在公共领域彼此和谐共处。和谐社会并非否定社会矛盾。

三是有高度。理论创新有高度是杜老思想的鲜明特点。家庭联产承包责任制就是反映杜老思想高度的代表。杜老说:“我们搞调查研究,不要害怕不符合既定的模式,既有的观念,既成的理论,调查结果与既定的结论观点可以是不一样的。”“如果我们搞调查研究,不能抛弃一些过时的个别结论,不能反映事物的另一方面,这样的调查材料无助于指导变革。”((《文集》第129页)这体现出杜老对搞学术研究的标准和要求都是很高的。再比如文化问题,他认为,凡文化都是经过“杂交”的、多元化的,好处是能够产生“杂交优势”。因此,对民族文化不能采取虚无主义的态度,不能苟同世界主义。对于经济全球化,他认为是不可能的历史必然。他认为农民的命运就是中国的命运,所以 he 始终站在农村改革的最前沿,用心倾听来自基层的声音,用心了解农民的所思所想,用心总结基层群众的创新经验,研精钩深,能发现和解决中国农村的实际问题。

四是有温度。杜老对“三农”念念不忘,对农村的感情众人皆知。他说:“联产承包责任制是中国农民的经济学创造,我只是起到了理论调查和整理的作用”。这就是杜老的情怀——流露出对农民的爱、对百姓的爱。他是最朴素的爱,对农民的温润而慈祥。老百姓最朴素的语言——“大脚穿小鞋,受不了;小脚穿大鞋,也走不了路”来诠释他的理论主张,“中国最大的问题是农民问题,农民最大的问题是土地问题”;要给农民国民待遇,不要歧视农民;“中国的农民对我们真是太好了,从民主革命开始,他们就万众一心地支持共产党。老解放区农民推着万车支援前线,一直推到胜利。”杜老善待农民、关怀弱势群体,心中装着农民冷暖,装着农民最关心、最直接、最现实的利益问题,没有一党、一己、一团体之困。著名经济学家吴象说,“杜老之所以能够成为真正的农民利益的代言人,在中国农村改革中起很重要的作用,是因为,他是真正的马克思主义者,真正的共产党人。”杜老常年呼吁成立农民协会,其行动都体现了服务农村、守望农业、温暖农民的崇高思想。

五是有风度。读杜老的著作,语言是和风细雨的,对经济改革的前景是乐观的,能感受到智慧老人之一生正气、一身骨气、一团和气,这正是杜老思想的风度。他崇尚实际,鼓励解放思想,坚持实事求是。他说:“对于干部,鼓励解放思想,调查研究,研究新情况、新问题,勇于探索,言者无罪,兼听并收。”((《文集》第1页)“言者无罪,兼听并收”反映杜老能包容各种不同意见,也反映了杜老喜听他人意见、更善于听各种不同看法。“允许农民拥有一份私有财产,参加市场交易,是否妨碍合作化? 换句话说,搞合作化,是否必须以废除农民私有财产和市场交易为前提?有没有更为有利的选择?”((《文集》第735页)这段轻言软语反映杜老与大家之平等的交流修养。针对某些人的质疑和批判,杜老“宁愿搁下争论,做点向前的事情”,空谈误国,实干兴邦,无意义的争论就是学术,做点向前的事就是实干——邓小平紫的学术风度令人起敬!如果说上世纪三十年代陈翰笙发起成立“中国农村经济研究会”(影响并促进薛暮桥、孙治方、钱俊瑞等一批经济学家的成长,即“无锡现象”)是农村经济研究及人才成长的一个高峰,那么,八十年代的“九号院”现象(影响并促进陈锡文、周其仁、林毅夫等一批经济学家的成长)就是杜老推动农村经济研究及人才成长或改革力量的又一个高峰。他几下几下,胸怀坦荡,行为低调,一廉如水,魅力越老越洒脱。这样的君子风度值得我们学习借鉴!

总之,杜老留给我们的思想财富和精神财富弥足珍贵。除了杜老“车载斗量”的经济改革思想外,我们认为还有三方面的精神思想值得继承弘扬:一是注重实地调研,求真务实的工作作风。杜老无论是搞土地改革,搞农业合作化,还是推进农村改革和农业现代化,他都心系农民,深入基层,千方百计体察民情,倾听群众心声。改革的成功,是调查研究的成功,是尊重客观规律和发挥主观能动性的成功。杜老堪称是践行党的群众路线的杰出典范,是调查研究是艺术大师。二是高度兼容并蓄、海纳百川的民主作风。杜老在全国农村树立了“非常民主、非常活跃”的传统。他从不放弃原则,更擅长于协调和妥协,最大可能发现可为各方接受的共识空间。三是特别重视人才、培养人才