

从财务资本导向到智力资本导向： 公司治理范式的演进研究

□ 金帆 张雪

西北工业大学 管理学院 陕西 西安 710072

第一次产业革命后的工业经济时代,在相当长的发展时期内,财务资本作为最稀缺的资源在企业生产和并购活动中扮演关键角色。资本雇佣劳动信念逐渐形成并不断强化,在此基础上形成了财务资本掌握控制权、以股东利益最大化为目标、以同股同权为原则的财务资本导向公司治理范式。知识经济时代到来后,公司治理实践中的新现象使财务资本导向公司治理范式的基本信念、目标和原则发生了动摇和松弛。无论是数量众多的公司所采用的双层股权结构,还是阿里巴巴公司的合伙人制度,都标志着智力资本在公司治理中的地位正在超过财务资本,智力资本导向公司治理范式正在形成。

一、财务资本导向公司治理范式

Kuhn 将范式定义为某一学科或领域在特定历史阶段下形成的共同信念、共同研究范围以及共同理论框架。根据 Kuhn 范式理论,财务资本导向公司治理范式的发展过程经历了范式前期、范式确立和常规科学三个主要阶段。进入知识经济时代以来,实践中出现了一些该范式难以吸纳和解释的“异常现象”,标志着财务资本导向公司治理范式进入第四个阶段,即危机阶段。

工业经济时代资本雇佣劳动这一根深蒂固的信念为财务资本导向公司治理范式的构建奠定了精神和信仰根基。围绕这一信念,以财务资本掌握控制权为核心、以股东价值最大化为目标、以同股同权为原则,并有团队生产理论、资产专用性理论、不完全契约理论等理论体系支撑,形成了财务资本导向公司治理范式。随着社会不断向前发展,公司治理实践中出现了一些财务资本导向公司治理范式难以吸纳和解释的“异常现象”,对此学术界对传统范式的共同信念、目标、基本原则进行了反思并提出质疑。

第一,对资本雇佣劳动信念的质疑。随着工业经济向知识经济和互联网经济的转变,财务资本主导地位赖以存在的条件和基础发生了变化,致使财

务资本与智力资本之间的相对地位发生了改变。主要体现在以下几个方面:一是财务资本稀缺性大大减弱,智力资本稀缺性上升且超过财务资本。二是财务资本风险承担能力明显降低,多层次资本市场的发展为财务资本自由进退企业提供了便利,股东的暂时化特征日益明显。三是从资产专用性角度而言,智力资本相对高于财务资本。多层次资本市场的发展帮助财务资本实现自由流动而很少面临“被套牢”的风险;而智力资本的团队合作特征,与利益相关者的社会关系联结使其进一步被“锁定”在企业中。四是智力资本的价值贡献率高于财务资本。智力资本作为主动性资产,是超额利润的源泉。财务资本主导地位赖以存在的稀缺性、风险承担、资产专用性等条件在新时代背景下发生了质的变化,资本雇佣劳动信念在人们心中发生动摇。

第二,股东利益最大化目标的动摇。财务资本导向公司治理范式一贯奉行的股东价值最大化目标以股东为出发点和落脚点,即凡是有利于股东利益提升的决策都应得到支持。20世纪80年代美国掀起的敌意收购使除了股东在外的管理层、员工等利益相关者的利益严重受损,股东利益最大化目标饱受诘难。学术界出现了固守和抛弃股东利益最大化目标的两个阵营,公司治理目标在股东利益最大化和公司价值最大化二者之间徘徊。

第三,同股同权原则的松弛。敌意收购为企业带来了许多负面影响:一是股东从敌意收购中获利却损害了管理层、债权人、员工等利益相关者的利益;二是敌意收购破坏了一个企业长久以来建立的稳定的供销网络、社会关系,企业文化等,影响了企业的生产效率并造成社会资源的浪费;三是收购威胁往往会引发管理层的短视行为,不利于公司长远发展,社会对此怨声载道。为了抵御敌意收购,1989年美国宾夕法尼亚州公司法变革中的一则条款突破了同股同权原则:不论拥有多少股票的股东最多只有20%的表决权。美国敌意收购浪潮席卷而来时,

许多公司管理层纷纷设置了接管防御措施。接管防御实质上折射出对控制权稳定性的需求。财务资本倚仗同股同权原则引发的控制权转移及变更威胁严重影响了公司正常的经营管理,扰乱了资本市场秩序。这一问题难以在财务资本导向公司治理范式下找到可行的解决方案,迫切要求可以打破同股同权原则而保持控制权稳定性的新范式出现。

二、智力资本导向公司治理范式

实践中“一反常态”的新现象是范式演进的重要因素。在传统范式动摇之时,实践中包括Google、Facebook、百度、京东等越来越多的新型高科技公司携双层股权结构上市,阿里巴巴携合伙人制度上市,这些允许企业家在公司治理中掌握控制权的新型制度正在形成一种新范式,即智力资本导向公司治理范式。

1. 公司治理中智力资本主导地位的确立

公司治理是利益相关者之间关系的规范,因此必须从“人”的角度而不是从诸如技术、产品等“物”的角度去认识智力资本。本文的研究聚焦于包括创业企业家在内的高层管理团队,因其具备更高的资产专用性、风险承担能力、价值贡献率和战略管理能力而成为公司治理的主导力量。新范式下公司控制权应由保持“企业家状态”的企业家掌控,既可能是企业创始人,也可能是创始人之后的职业企业家。因此,公司治理中的智力资本不能固化为特定对象,而是保持“企业家状态”的不特定群体。

智力资本掌控公司控制权是新范式的根本特征:一是随着互联网时代的深入发展,出现了优秀的创业企业被财务资本竞相追逐的现象,资本雇佣劳动逐渐成为历史。二是智力资本掌控公司控制权可以形成新范式的稳定特征。传统范式下,控制权在财务资本所有者之间有序传承。新范式下亦可形成控制权在保持“企业家状态”的智力资本之间传递的结构化、制度化、可延续性机制,阿里巴巴合伙人制度提供了优良的范本。三是智力资本掌控公司控制权,并非对财务资本的作用予以否定,两种资本的合作仍然是公司治理新范式发挥作用的重要环节。新范式是财务资本与智力资本两者之间合作博弈的结果,两种资本的目标具有共同特征,即公司价值的最优化带来自身价值的最优化,而智力资本在价值创造中的作用已远远高于财务资本。

智力资本取得公司控制权,是人类社会从工业经济到知识经济演化的产物,不仅是公司治理演化的趋势,也具有历史必然性。

2. 智力资本导向公司治理范式的实践

公司治理实践中,拉里·佩奇、扎克伯格、马云、李彦宏、刘强东等带领的企业家团队凭借强大的谈

判能力,通过制度设计和选择在公司治理中掌握了控制权,这些公司的双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度,为公司治理新范式的研究提供了案例素材和实践基础。

(1) 双层股权结构。在高成长公司必要的系列融资过程中,创始人不可避免地会遇到控制权被稀释的问题,一些天才的企业家为保持自身控制权创造性采用了双层股权结构,即股票分为特种股票和普通股票。特种股票每股具有两票到几十票不等的超级投票权,普通股票每股只有一股或更少的投票权。创始人或团队可以通过持有附有“超级投票权”的股票而牢牢掌握控制权,超级投票权是创始人智力资本的溢价。创业团队的专业知识、卓越能力促成了公司的成长,财务资本接纳智力资本所有者享有的“超级投票权”是他们实现自身目标的最优选择。

双层股权结构是集破坏性与建设性于一体的新范式的引领者。破坏性体现在双层股权结构下智力资本通过超级投票权获得控制权在本质上是对资本雇佣劳动信念的抛弃,对财务资本主导地位的颠覆以及对同股同权原则的否定。双层股权结构的建设性主要来源于以下特征:一是稳定性。以创业团队为代表的智力资本掌握控制权为抵御“野蛮人”提供了屏障,控制权牢牢把握在智力资本手中而免受外来财务资本的干扰。二是独立性。双层股权结构赋予了智力资本在战略决策上较大的自主权而独立于财务资本,这大大激励了智力资本专用性投资,对提升公司价值有积极意义。三是聚焦长期发展。双层股权结构可以帮助公司降低短期股价波动的困扰,减少管理者短视行为而保持对长远发展的聚焦,为公司愿景的实现以及使命的完成提供有力的保障。双层股权结构下智力资本掌握公司控制权,与财务资本合作努力追求公司价值最大化目标。智力资本在双层股权结构搭建的平台上充分释放主观能动性,奋力把公司做强做大并借以实现理想情怀,财务资本为智力资本发挥创造力让出必要的空间并在其创造的更大的“蛋糕”中实现收益权。两种资本各得其所,实现共赢。

(2) 阿里巴巴合伙人制度。合伙人制度的核心是合伙人团队基于一定比例的股份享有提名半数以上董事的“董事提名权”,股权与表决权不成比例的特点被一些学者视“翻版”双层股权结构,其实质是合伙人团队基于智力资本通过董事会掌握控制权。事实上,合伙人团队智力资本不仅有资格掌握控制权,而且有必要掌握控制权。与双层股权结构类似,阿里巴巴合伙人制度也是集破坏性与创新性于一体的新范式的引领者。突破传统的资本雇佣劳动信念和同股同权原则的同时,由智力资本作为公司发展

的“掌舵人”，充分激发智力资本创造力和创新精神。

在阿里巴巴合伙人制度引领的“合伙人”风潮下，包括复星、龙湖地产在内的优秀企业也开始构建拥有企业家精神的合伙人团队作为公司使命和战略的实践者。双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度是目前公司治理处于混沌时期出现的可供选择的新制度，而且这些新制度正在被越来越多的公司采用或效仿，智力资本导向公司治理范式逐渐形成。

3. 智力资本导向公司治理范式的权力架构

(1) 新范式下控制权由智力资本掌控。从财务资本导向到智力资本导向范式最核心的转变是控制权由财务资本转移到智力资本。传统范式中财务资本依托法律规定的同股同权原则掌握控制权，新范式中智力资本则主要通过制度安排“锁定”控制权。智力资本拥有的知识资源、关系资源、结构资本是其掌握控制权的资源基础，双层股权结构及合伙人制度等结构化的制度安排可以减少资源波动产生的负面影响，将智力资本基于个人的、不稳定的控制上升为基于规章制度的、稳定的控制。

(2) 围绕控制权，经营权、监督权、收益权在新范式下有了新的匹配和架构方式：一是新范式下经营权的归属不变，但独立性增强。新范式下智力资本的经营权在不削弱财务资本收益权的前提下具备相当大的自主性和独立性，这正是新范式的优势；智力资本充分发挥主观能动性进行价值创造而不是听从财务资本的指挥被动行动。二是新范式下财务资本监督权内容发生改变，智力资本自我监督强化。三是收益权仍是财务资本的基础权利。新范式的“同股不同权”仅仅在于表决权层面而不会影响股东的收益权。值得注意的是新范式下智力资本一般都拥有一定比例的股份，如阿里巴巴合伙人条件之一是持有一定比例的股份且有减持限制，双层股权结构下“超级投票权”拥有者也是公司股东。企业家智力资本同时也是财务资本提供者，这最大程度保证了智力资本与财务资本同舟共济、合作博弈的关系。

4. 智力资本导向公司治理范式的治理机制

作为新范式的引领者，双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度在控制权分配、监督、传承等治理机制方面既存在共同的范式特征，也存在体现二者实践差异的个性特点。

(1) 智力资本控制权的实现机制。新范式下双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度均是通过制度安排实现智力资本对控制权的“锁定”。不过关于智力资本控制权的适用范围，双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度有一定的差异。对于前者，智力资本的超级投票权在公司任何事务和决策中都适用，而

智力资本控制权在后者主要体现在董事提名权上，保留了股东在选举独立董事、重大交易、关联方交易方面的正常权利。两种方式的效率尚需进一步观察，但阿里巴巴合伙人制度更体现出智力资本与财务资本的合作与协同关系。

(2) 智力资本控制权的监督机制。智力资本掌握控制权并不意味着其可以凌驾于任何利益相关者之上，智力资本与财务资本只有协同运行、互相合作才能促进公司健康发展。虽然财务资本在智力资本进行战略选择、决策等过程中的监督作用弱化，但是对公司管理活动合法合规方面的监督权应该得到保障甚至是强化。双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度均通过利益捆绑来降低智力资本道德风险。双层股权结构下附有超级表决权的 B 股一旦被出售则自动转换为普通股 A 股，这意味着当智力资本在降低与公司利益捆绑度的同时其控制权也随之减弱，对控制权滥用行为起到一定约束作用。阿里巴巴合伙人制度则规定了合伙人的股票减持限制和退出机制，一旦合伙人所持股份降到一定比例或者不再符合合伙人条件就要从合伙人团队中退出，有利于督促智力资本勤勉尽责从而保障财务资本的收益权。

(3) 智力资本控制权的延续与传承机制。企业家的代代接续是公司可持续发展的必然要求，然而智力资本的人身依附性使其控制权的传承不像传统范式那样简明直接。双层股权结构下控制权的延续目前尚没有清晰的路径，一般而言，谁拥有附有超级表决权的 B 股，谁便更可能拥有控制权，控制权延续的科学性和合理性有待提升。阿里巴巴合伙人制度通过合伙人团队进退机制的设计提升了控制权延续的科学性：一方面，合伙人的董事提名权不是特权，会随着合伙人的生命状态以及工作表现发生改变和消逝；另一方面，经过层层筛选的新进入的合伙人会为公司发展带来新鲜血液和活力。由一个有新陈代谢机制的合伙人团队掌握并传承控制权有助于保持智力资本的先进性和公司发展与时俱进。

(4) 智力资本控制权的激励机制。在智力资本导向公司治理范式中，智力资本拥有的控制权并非来自财务资本的委托，而来自于自身的价值创造需求以及对公司使命愿景的传承，原本的外部激励转变为自我激励。强调自我驱动、文化驱动、内在驱动的新范式实际上实现了企业最佳的激励机制。

(5) 新范式的外部治理机制。外部产品市场、声誉市场仍然是考察和提升管理者勤勉尽责程度的有效外部机制，唯一发生重大变化的是控制权市场。新范式下外部普通股东难以通过增持股票实现“接管”进而获得控制权，这为抵御“野蛮人”提供了天然的屏障。

■ 《中国工业经济》2018 年第 1 期，约 24000 字