

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

[摘要] 本文运用科学哲学中的 Kuhn 范式理论对公司治理的历史演进做了梳理和研究,提出了公司治理正在从财务资本导向范式向智力资本导向范式演进的命题。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。这一新范式以“以人为本”为共同信念,以智力资本掌握控制权为核心特点、以公司价值最大化为目标实现财务资本与智力资本协同共赢。在公司治理范式演进过程中,科技创新是范式演进的根本动力,资本市场的发展起到了助推作用,社会价值不断优化的自然规律提供了理论依据并揭示出这一演进过程的历史必然性。

[关键词] 范式; 公司治理; 财务资本; 智力资本

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2018)01-0156-18

一、问题提出

虽然公司治理在十几年前已经成为一个非常成熟的研究领域,但近些年出现的一些现象使公司治理问题再度成为热点。这些现象主要包括:Google、Facebook、百度、京东等公司携双层股权结构、阿里巴巴携“合伙人制度”上市,对“同股同权”原则构成强劲挑战;资本市场上万科、南玻集团、南孚电池等公司频频遭遇“野蛮人”敲门,引发监管部门高度重视以及对财务资本的规制思考。在传统理论上构建的财务资本占据主导地位的公司治理面临着冲击,而允许创业企业家智力资本掌握控制权的双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度正在被越来越多的公司采用和借鉴。这些新型制度是在传统公司治理框架下进行的修正和改良,还是代表着一种新的公司治理范式的出现?对这一问题的研究不仅有利于厘清公司治理研究的发展脉络,完善企业理论,还可以更好地指导公司治

[收稿日期] 2017-05-15

[基金项目] 教育部人文社会科学研究项目“价值链财务治理研究”(批准号 12YJA630047)。

[作者简介] 金帆,西北工业大学管理学院副教授,管理学博士;张雪,西北工业大学管理学院硕士研究生。通讯作者:金帆,电子邮箱:jinfan@nwpu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

理实践的发展,为监管部门重新审视上市规则和监管制度提供参考和建议。

在对上述问题进行探索的过程中,本文认为公司治理正面临着范式的演进。范式(Paradigm)由 Kuhn(1962)在《科学革命的结构》一书中正式提出,他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。范式在一定时代背景下具有稳定性和持续性,但是整体看范式还具备历史阶段性。实践中出现的异常现象会推动旧范式到新范式的演进,同一学科在不同阶段会呈现出不同的范式。范式发展各阶段的特征以及演进过程如图 1 所示。本文循着 Kuhn 提供的这个思路和框架发现了公司治理范式的演进路径:从财务资本导向范式演进到智力资本导向范式,其核心是控制权的转移。工业经济时代,以“资本雇佣劳动”为共同信念的财务资本导向公司治理范式(传统范式)中财务资本掌握实际控制权,并形成了股东价值最大化的共同目标、同股同权的资本市场原则。随着社会进入知识经济和互联网时代,以双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度为代表的新型制度引领着智力资本导向公司治理范式(新范式)的形成。新范式以“以人为本”为共同信念,在智力资本掌握控制权的前提下实现两种资本的合作博弈,共同追求公司价值最大化目标。从财务资本导向到智力资本导向公司治理范式的演进是历史发展的大势所趋。

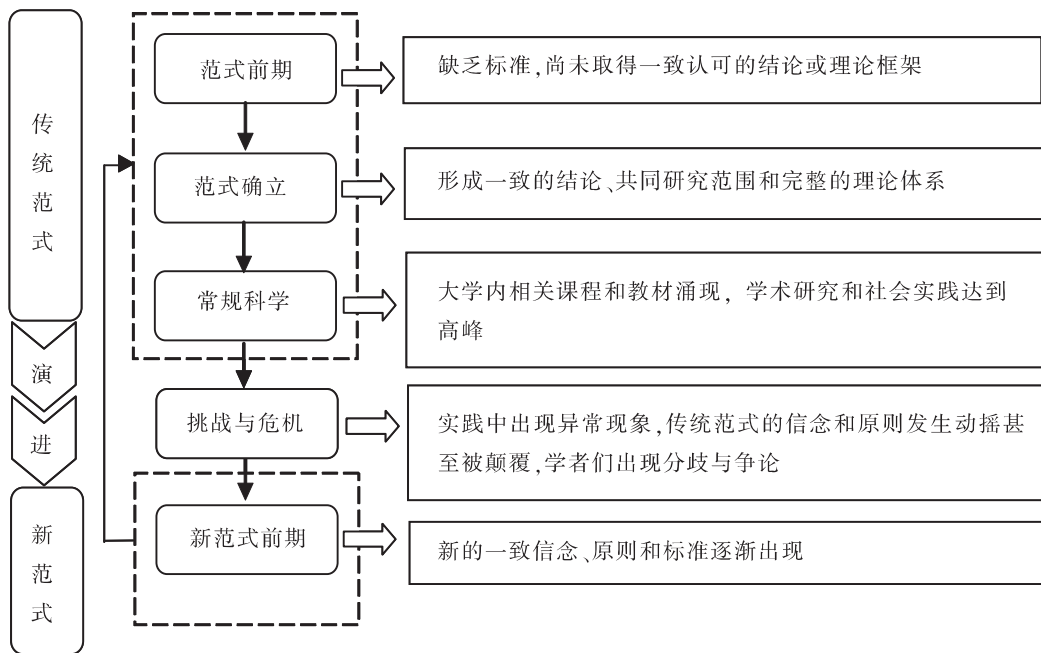


图 1 范式演进过程

资料来源:根据 Kuhn(1962)范式理论绘制。

本文可能的创新之处主要体现在以下几个方面:①研究构念上,本文大胆突破传统公司治理理论的框架,结合实践中“同股不同权”的新现象对智力资本主导的公司治理趋势进行前瞻性概括和探索。②研究方法上,本文运用科学哲学中的范式分析方法从历史演进的视角对公司治理理论的发展脉络进行梳理,在此基础上提炼出公司治理范式理论。范式分析方法有助于突破所处时代和“当局者迷”的限制,越过纷繁的理论迷雾去探索公司治理随时间演变的规律。③研究内容上,本文首次从范式前期、范式确立、常规科学、挑战危机四个发展阶段对传统公司治理进行归纳总结,对新范式的共同信念、理论基础、治理机制进行了初步探讨并分析了新旧范式的演进机制,以便深层次理解

演进的内在原因和必然性。④实践创新上,本文的范式演进视角为上市规则的改革提供了理论依据,帮助证券交易所逐渐意识到智力资本导向范式是历史前进的方向,逐渐接纳携带“同股不同权”制度的公司上市是证券交易所的未来趋势。理论来源于实践并高于实践,立足于范式命题统筹性地对公司治理进行兼具概括性和前瞻性的梳理,不论对于公司治理理论还是现实实践都具有重大意义。

二、财务资本导向公司治理范式

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。

1. 范式前期

公司治理问题是随着 17 世纪公司制企业的出现和发展而诞生的。20 世纪之前对公司治理的研究处于 Kuhn 所描述的范式前期,即学术界尚未就公司治理这一学科领域获得一致认可的结论。虽然学者们已经初步意识到存在若干共同问题,但是由于互相缺乏沟通或者没有统一的标准来规范,所以呈现出一种“各抒己见”的状态,此时研究对象和范围还不明确。亚当·斯密(1776)、约翰·穆勒(1848)、马歇尔(1890)等经济学家陆续意识到所有者和经营者利益目标不一致、信息不对称等公司治理现象。囿于时代和环境条件限制,作为“黑箱理论”的古典经济学和新古典经济学虽然发现了两权分离带来的公司治理问题,但是未能揭示问题的实质,更没有提炼出合理的理论和可行的解决方案。这些缺乏深入和系统研究的零散思想没有形成共同的结论或框架,不过却奏响了财务资本导向公司治理范式的序曲。

2. 范式的形成与确立

在范式形成过程中,具备精神支柱与价值引领作用的核心信念发挥着关键作用。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的财务资本导向公司治理范式(如图 2)逐渐确立。

(1)共同信念:资本雇佣劳动。随着 18 世纪后期到 19 世纪前半叶工业革命轰轰烈烈地开展,新技术、新发明的广泛应用使社会加速步入机械化大工业时代。生产线、机器设备引入对大规模资金的需求加速了公司制企业的扩张,也奠定了财务资本在公司治理范式形成中的重要地位。对财产私有制的崇尚、财务资本的稀缺性以及

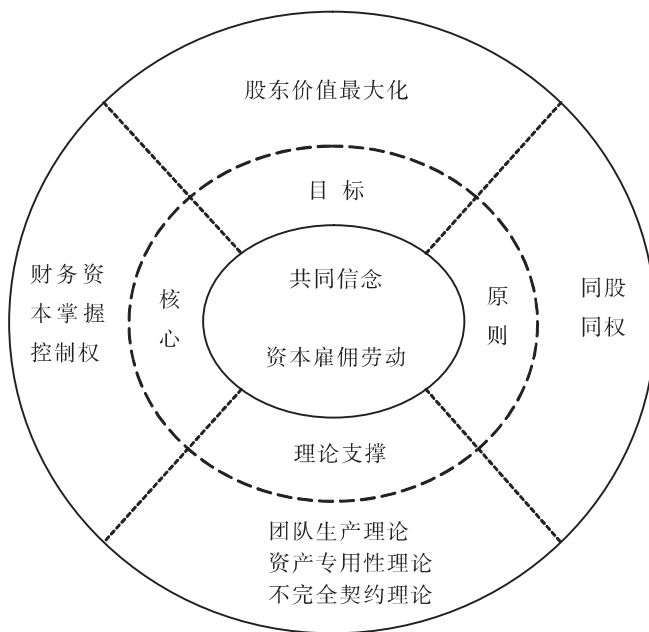


图 2 财务资本导向公司治理范式

险承担与抵押上无可比拟的优越性都为“资本雇佣劳动”信念在人们心中进一步根深蒂固提供了坚实的铺垫(杨瑞龙和杨其静,2000)。

工业经济时代资本雇佣劳动信念影响并塑造着学术研究者的意识形态和科学研究,体现出Kuhn所指出的范式作为精神工具的作用:①对“内部人控制”的抑制是资本雇佣劳动信念在控制权层面的渗透,财务资本掌握控制权是财务资本导向公司治理范式的核心。Berle and Means(1932)对两权分离的系统论证正式开启了公司治理的大门。“内部人控制”这一概念反映出职业经理人作为拥有信息和资源优势的内部人取得公司控制权的“反常性”,其潜在含义为应由财务资本掌握最终控制权,而且要对职业经理人进行必要的限制和约束。②委托代理理论和激励理论服务于股东价值最大化目标,公司治理机制的设计根植于资本雇佣劳动信念之中。Jensen and Meckling(1976)用“委托代理理论”对所有者和经营者的关系做了经典总结,代理过程中由于经营者会发生偏离股东价值最大化目标的风险,所以公司治理的重点在于通过治理结构和机制的设计来监督和约束职业经理人从而减少代理成本。Holmstrom(1982)的激励理论对于缓解财务资本(所有者)和智力资本(经营者)之间的矛盾、指导两种资本协同运行有一定积极作用,通过激励确保财务资本提供者收回投资并获得回报(Shleifer and Vishny,1997)是主流的公司治理目标。③同股同权原则是资本雇佣劳动信念下指导公司治理与资本市场运行的基本原则。优先保护投资者利益是各国资本市场的通用做法,股东之间按照股份比例分享投票权是资本市场和投资者认可的权利分配方式。工业经济时代资本雇佣劳动这一共同信念,与财务资本掌握控制权的实质、股东利益最大化目标、同股同权的基本原则相辅相成、相得益彰,财务资本导向公司治理范式逐渐形成。

(2)财务资本主导地位的理论支撑。上述可供效仿的规范性学术成果发表之后,学术界对财务资本在公司治理中的主导地位从诸多方面进行了论证和自我强化。实质上财务资本主导地位在公司治理中主要表现为控制权或者剩余控制权的拥有,影响力较大的相关论证主要包括:①财务资本—监督地位—控制权逻辑:Alchian and Demsetz(1972)的团队生产理论指出经营者道德风险来源于团队合作过程中成员行为的不可分辨性,为此应该引入一个监督者。剩余索取权和控制权对称分布于所有者是保证监督者有足够的动力和积极性的最优选择。②财务资本—资产专用性—剩余控制权逻辑:Williamson(1983)用资产专用性理论来解释财务资本获得剩余控制权的适宜性。财务资本投入企业之后形成企业永久性资产从而承受着较大风险,容易“被套牢”的财务资本极有可能面临管理者“敲竹杠”风险而缺乏签订契约的积极性,因而让具备较强资产专用性和非流动性的财务资本掌握控制权有利于契约的达成和实施。③财务资本—剩余控制权逻辑:Hart and Moore(1990)等开创的不完全契约理论强调产权配置的重要性并直接指出剩余控制权来源于物质资本所有权。对财务资本控制权的论证从借用监督地位、资产专用性等中间变量到不完全契约理论直接把所有权和控制权等同可以看出,财务资本主导地位逐渐成为无需论证的“常理”了。

(3)实践推动。财务资本导向公司治理范式的发展成熟离不开实践的推动作用,1997年亚洲金融危机、2008年全球金融危机以及21世纪初以安然、世通、施乐为代表的财务丑闻引发了对公司治理的高度关注和全球讨论。为了更好地对公司治理实践进行规范和引导以及维护财务资本核心利益,以1992年英国制定的《Cadbury Report》为起点,以1999年OECD《公司治理准则》为里程碑包括《萨班斯法案》在内的公司治理指导原则不断涌现。除此之外,许多著名机构都建立了公司治理评价体系,如美国标准普尔公司治理服务系统、戴米诺公司治理评价体系及南开大学公司治理研究中心构建的“中国公司治理指数(CCGISM)”等。在理论与实践相互交织、相互促进的过程中,财务资本导向公司治理范式逐步确立。

3. 常规科学阶段

Kuhn(1962)指出在常规科学阶段,学术界在已有的共同框架内进行常规研究并不断扩充范式的解释范围和应用层面,而且范式会通过教育以教材和相关课程的形式在社会广泛传播。根据这些特征,财务资本导向公司治理范式在20世纪末进入常规科学阶段。

在科学研究领域,研究公司治理的论文被越来越多地发表在全球有关经济学、管理学的顶尖期刊上。从研究内容看,进入21世纪以来,财务资本导向公司治理范式下的研究逐渐向多元化方向渗透,如政治关联(Faccio,2006)、公共媒体(Dyck et al.,2008)、性别差异(Adams and Ferreira,2009)与公司治理的关系等,范式的应用范围不断扩展。在高等教育方面,自20世纪90年代以来公司治理作为一个独立的学科陆续进入到全世界商学院、法学院教育中。国内南开大学于1996年率先开设了公司治理课程,并逐渐被纳入到各高校相关专业的本硕博、MBA的课程体系中。与此同时大量公司治理教材涌现,美国前十大商学院使用的罗伯特·蒙克斯等所著的《公司治理》、众多学者联袂推荐的马克·格尔根的《公司治理》、李维安主编的《公司治理学》、郎咸平所著的《公司治理》等书籍在范式的传播与人才培养过程中起到了重要作用。此外,国外一项学科调查(Marissety,2011)显示综合谷歌搜索量、谷歌学术搜索量以及工作论文提交量三个指标,公司治理已经发展为与经济学、人力资源管理一样成熟且独立的学科了,财务资本导向公司治理范式已然成为常规科学。

4. 挑战与危机

范式的历史阶段性特征说明某一范式只适用于特定的历史时代。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。随着“异常现象”逐渐累积并深入到传统范式的内核,现有理论框架内的修补和改良已不足以适应时代发展要求,传统范式面临着挑战。

(1)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:①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。随着生产力水平的提高、经济的发展以及资金融通方式的日益丰富,日益充裕的财务资本不仅转变成普通的生产资料,而且面临着相互竞争。资本市场上呈现出财务资本追逐优秀企业家的局面,杨瑞龙和杨其静(2000)、邓承师(2004)均意识到了这一点。②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(王明夫,2003)。方竹兰(1997)指出,股东从原来直接投资于企业以分享剩余价值、与企业休戚与共的关系转变为间接投资于企业以获得股票差价的置身事外的状态,其责任意识 and 风险承担意识大大减弱。③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,相反,智力资本在对企业的持续投入过程中形成了专用性的知识、技能和经验而难以移植到其他企业中。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(王春艳等,2016)。④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,这一点可以从大量的实证研究(Hong et al.,2007; Nuryaman,2015)中得到证明。就连拒绝了阿里巴巴上市请求的香港联合交易所CEO李小加也承认“创始人的伟大梦想和创意成就了创新型公司,也成为了公司最重要的核心资产”。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。

(2) 股东利益最大化目标的动摇。股东价值最大化与公司价值最大化历来难以分辨并且经常被不加区分地混用,直到 Holmstrom(1982)的不可能性定理证明了股东价值最大化的个人理性并不会直接导致公司价值最大化的集体理性,才让人们开始意识到二者之间的差异。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。然而在 20 世纪 80 年代美国掀起的敌意收购浪潮中,股东的短期投机性暴露无遗,股东在收购中获利被戏称为是除了死亡和税收之外的第三件确定无疑的事情。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。在此背景下,美国 29 个州修改公司法要求从为股东服务转变为为利益相关者服务(崔之元,1996),体现出对股权至上的否定以及对绝对私有制优先性的质疑。在此基础上,美国学者 Blair(1995)系统地阐释了利益相关者共同治理理论,这一理论有力地证明了股东利益并不是唯一重要的目标,单纯追求股东利益最大化不利于公司长久发展,对财务资本导向公司治理范式一直以来坚守的目标造成了强烈的冲击。Kuhn(1962)指出,两种范式转换时的混沌时期既会使研究者产生迷失方向的混乱感,但也很容易激发研究者的创新精神和开拓新范式的使命感。此时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,张维迎(1996)维护财务资本利益,认为“恒产者恒心”,而邓承师(2004)、李新春等(2006)则认为以公司价值最大化为目标激发智力资本的创新精神更为重要,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。

(3) 同股同权原则的松弛。同股同权原则是财务资本导向公司治理范式下资本市场和投资者普遍认可和接受的运行规则,然而敌意收购的频繁发生使这一原则一度发生松弛。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(崔之元,1996)。这一改革反映出有必要对“为所欲为”的财务资本进行抵御和约束。同股同权原则的松弛还体现在部分重大决策中该原则的一度失效。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。为了防止追逐短期利益的股东协助收购完成,美国法律将反收购决定权交给了管理层而非股东。敌意收购的发生使财务资本导向公司治理范式的同股同权原则逐渐松弛,短期投机性日益暴露的财务资本一定程度上受到来自智力资本和法律的束缚。

财务资本导向公司治理范式下,同股同权原则赋予了控制权随财务资本结构而转移的特征,这既是与财务资本主导地位一脉相承的运行原则,也是控制权市场发挥作用的基础。但是“反传统范式”的接管防御实质上折射出对控制权稳定性的需求。公司控制权稳定性被财务资本破坏的实例屡见不鲜:苹果公司曾经将创业者乔布斯踢出门外,思科公司创始人莱昂和桑德拉在董事会压力下纷纷出局,为高朋网构建清晰盈利模式的创始人梅森离职,2016 年 11 月南玻集团创始人兼董事长曾南被宝能系“逼宫”等。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。

三、智力资本导向公司治理范式

实践总是走在理论的前面,理论是对实践的高度总结和进一步指导。实践的不断发

式的历史阶段性特征,而实践中“一反常态”的新现象是范式演进的重要影响因素。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

传统公司治理面临的挑战,表明智力资本与财务资本在公司治理中的相对地位正在经历从量变到质变的过程,标志着以智力资本取得主导地位为特征的新的公司治理范式正在形成。公司治理范式中的智力资本与传统意义上的泛智力资本有所不同。美国学者 Stewart and Brainpower(1991)首次对智力资本进行了正式阐述并认为其是美国最有价值的资产,Edvinsson and Malone(1997)将智力资本按照三种结构分为人力资本(员工的知识、经验、教育水平、年龄等)、关系资本(与客户、供应商、债权人、政府等的关系等)和结构资本(企业文化、信息系统、软件支持、组织流程等)。Roos et al.(1998)则把智力资本归结为一切由企业拥有或控制的有助于企业价值创造活动的无形资源。已有对智力资本的研究集中于公司价值创造领域,当研究视角转移到公司治理领域时,公司治理本身的特征要求对智力资本的内涵进行重新审视,而不能照搬原有的概念。

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。公司治理属于公司运行的顶层设计问题,因此公司治理中的智力资本不应包括所有员工。谢卫红等(2013)、Díaz-Fernandez et al.(2015)在研究公司战略制定和实施等与公司治理相关的顶层设计类问题时,把视野从传统意义上的泛智力资本聚焦到了高层管理团队上来。本文的研究亦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。已有一些学者认识到了“创始人控制权”的存在对传统公司治理形成了冲击(王春艳等,2016;郑志刚等,2016),控制权由财务资本按股份比例分享的现象转变为由成功的创始人掌控,这是对财务资本导向范式的颠覆,实际上是智力资本导向公司治理范式的雏形。“创始人控制权”依附于具体的个人或创业团队,其生命状态、管理能力具备变动性,是公司治理中智力资本的类型之一。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:①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。越来越多创业企业的控制权没有随股权结构的改变而改变,而是一直为企业家掌控,以追求价值增值为目标的财务资本逐渐成为普通的生产要素。②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。③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。

智力资本掌控公司控制权存在演化过程。从两权分离引发的公司治理问题开始,财务资本和智力资本以“股东终极控制”和“内部人控制”的形式不断博弈。传统范式中智力资本被视为存在道德风险和机会主义行为并需要监督和激励的对象。随着知识经济的深入发展,智力资本的重要性不断攀升,实证分析亦表明智力资本在公司价值创造、竞争优势的获取与维持中具有显著作用(Hong et

al.,2007;Nuryaman,2015),智力资本已成为企业最重要、最能推动价值创造活动的资源(卢馨和黄顺,2009)。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(Dual-class Share Structure),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,如京东创始人刘强东以20%左右的股权比例掌握了超过80%的表决权。双层股权结构最早可追溯到1898年,进入21世纪以来,双层股权结构进入了“高速成长期”。根据Howell(2014)的统计,美国2013年携带双层股权结构IPO的公司比例(17%)相比2003年几乎翻了一倍。双层股权结构不只在美国,也在欧洲大部分国家,以及加拿大、日本、新加坡等国家“遍地开花”。双层股权结构下智力资本获得超级投票权的理论依据是什么?Pajuste(2005)认为,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:①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。谷歌在上市时发布的官方声明中提到,“我们相信稳定的双层股权结构可以帮助公司保持独一无二的文化,持续吸引和保留优秀人才”。②独立性。传统范式下智力资本需要贯彻财务资本的意图而难以彻底发挥主观能动性。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,正如谷歌创始人拉里·佩奇曾说的,“本公司的双层股权结构要求投资者对我们的管理团队有足够的确信”(Howell,2014),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。③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(Jordan et al.,2016),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。与双层股权结构异曲同工的还有阿里巴巴合伙人制度,其由于违背同股同权原则被香港联合交易所拒绝转而赴美上市。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为“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。阿里巴巴合伙人团队智力资本掌握控制权的依据主要包括:①合伙人团队智力资本是阿里巴巴自创业以来不断发展壮大的动力。创立初期,马云为首的创业团队凭借在中国互联网领域的早期洞察力和坚韧的毅力

克服重重阻碍帮助阿里巴巴迅速成长,他们陆续开发了淘宝、聚划算、天猫网上商城,引导社会消费方式从实体经济向网络经济变革。正是合伙人团队利用自身智力资本在不确定性中对机会的发现和精准把握、风险的积极承担、高瞻远瞩的决策以及投入的理想情怀帮助阿里巴巴成长为中国最大的互联网企业。②从博弈角度看,合伙人团队智力资本凭借强大的谈判能力在控制权博弈过程中占据主动地位,其谈判能力来自于智力资本相对于财务资本更强的资产专用性、稀缺性和价值创造能力,来自于合伙人团队强大的社会资本。郑志刚等(2016)间接支持了这一点:阿里的投资者之所以同意合伙人制度是对马云为首的创业团队的良好声誉、强大的社会资本支付的溢价。③合伙人团队掌握控制权有利于公司价值最大化目标的实现。合伙人团队前期积累的关系资本与结构资本是公司日后发展过程中一笔巨大的无形资产,合伙人团队对阿里巴巴寄予的“要跨越三个世纪”愿景、对合伙人选拔的严格要求表明智力资本比财务资本更加在意公司的长远发展,也更能推动价值创造和创新活动从而实现公司价值最大化目标。

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。财务资本导向公司治理范式下同股同权原则使创业者的权威和权力在资本面前毫无抵抗力,优秀企业家被财务资本驱逐、公司发展受到财务资本干扰的案例越来越多。阿里上市前创业团队遭受了源自大股东软银、雅虎的控制权“旁落”危机,该事件使合伙人团队基于智力资本掌握控制权成为必要。创业团队希望由愿意为公司使命、愿景和价值观竭尽全力的合伙人掌握控制权,帮助公司实现长远发展而避免外来资本的实质性干扰。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。曾经拒绝阿里巴巴上市请求的香港联交所意识到智力资本控制权的重要意义与潮流的不可逆性,于2017年12月15日宣布接纳“不同投票权架构”的新经济公司在主板上市,体现出对传统公司治理范式的反思以及对新范式的接纳。随着越来越多的证券交易所为新范式敞开大门,越来越多的新经济公司携新型制度IPO,新范式将逐渐取代传统范式。

3. 智力资本导向公司治理范式的理论基础

智力资本导向公司治理范式的共同信念是以人为本,这与传统范式的资本雇佣劳动信念存在根本不同。以人为本思想随着时代发展大致经历了两个阶段:一是以人为本而非以神或以上帝为本;二是以人为本而非以物质要素为本,后者是新范式的基础。资本雇佣劳动信念以“财务资本”为本,将人视作“工具人”。以机器为载体的大规模生产决定了劳动方式的简单化和严格标准化,从而人的主观能动性和创造性被忽略了,一切严格的管理制度最终都为提升生产效率、最大化财务资本利益而服务。随着知识经济时代的到来,技术发展和劳动力受教育水平的提高使“工具人”假设逐渐失去基础。计算机和智能制造技术解放部分体力劳动者,员工素质、能力提升使其不断寻求更能发挥自身价值的工作。传统的“资本家—监工—劳动者”的资本雇佣逻辑已经改变,员工逐渐由被管理者转变为自我管理者和自创业者(李海舰和朱芳芳,2017),企业自上而下的金字塔赋权结构逐渐被自下而上、鼓励员工自驱动和自创新的赋能结构所取代(罗仲伟等,2017)。知识经济时代员工和组织结构的演变反映出以人为本而非以“财务资本”为本的转变趋势。以人为本的共同信念加快了新型制度被社会和公众接受的过程,与以下几种理论一起支撑着新范式的形成。

(1)人本主义理论。人本主义理论为智力资本导向公司治理范式提供了人性假设前提。兴起于20世纪中期以马斯洛、罗杰斯为代表的人本主义学派重点关注人的尊严、理想、价值和自我实现等高层次心理活动。他们认为最大限度激发人的潜能并促进其自我实现是最高层次的“巅峰体验”。这一理论摒弃了古典经济学中单纯追求经济利益的“经济人”假设,强调人类最高层次的自我实现需要通过潜能的激发来实现,一定程度上佐证了公司价值最大化目标难以通过被财务资本约束的智力资本的“束手束脚”式管理经营来实现,赋予智力资本最大限度的控制权和自主权是激发智力资本和公司潜能的最佳方式。当智力资本在价值创造中贡献越来越大,当企业家精神的发挥成为企业发展与成功的关键,作为顶层设计的公司治理逐渐意识到在知识经济时代继续沿用以人性本恶为前提、把智力资本视做规制和约束对象的传统范式是不适宜的,以强调激发潜能、创造性与自我驱动的人本主义理论为基础的智力资本导向公司治理范式是帮助公司获取竞争优势并紧跟时代潮流的理性选择。

(2)现代管家理论。Davis et al.(1997)在融合社会学、心理学和管理学基础上提出了现代管家理论(Stewardship Theory)。不同于传统范式下代理理论将代理人视为机会主义、自私自利的主体,受人本主义理论影响的现代管家理论^①强调企业家会出于自身尊严、信仰以及自我实现等心理追求而会兢兢业业、勤勉工作。作为“现代管家”的企业家将公司长远利益置于个人利益之上。现代管家理论视角下的公司治理机制不再一味强调监督和物质激励,而强调充分信任基础上的授权与精神激励。愿意为公司使命、愿景、价值观竭尽全力的阿里巴巴合伙人团队,对公司发展前景有清晰规划的谷歌、百度、京东等公司的创始人团队,都是注重组织集体主义而非个人利己主义的“现代管家”。这些满怀理想抱负的创业企业家为公司发展构建了明确的愿景并为之持续奋斗,远远超脱了个人利益得失,所以由信奉公司利益至上“管家”型智力资本掌握控制权不仅不会损害财务资本利益,反而可能会帮助其实现更大收益。现代管家理论佐证了智力资本掌握控制权的合理性,一定程度上减弱了财务资本对代理成本和道德风险的顾虑。

(3)企业家理论。对企业家重要性的强调与弘扬为智力资本导向公司治理范式奠定了基础。尽管企业家这一概念早在18世纪提出,但是当时的经济环境中企业家理论发展缓慢。直到熊彼特(1912)强调企业家创新的重要性且在20世纪末得到广泛认可,企业家作为创新活动的主要承担者与践行者的角色才受到学术界的高度重视。熊彼特认为创新是经济发展的动力,而企业家是创新的灵魂所在。由于有限信息与有限理性的存在,企业家不仅需要具备敏锐洞察力、胆识和魄力来开展创新活动,还需要有坚定的信心与坚韧的毅力来克服创新带来的自身心理与社会的阻力。知识经济时代,随着市场竞争的加剧和技术的快速迭代,外部不确定性加大了战略制定和决策的难度,公司竞争优势的持续获取高度依赖企业家的创新活动与开创精神。企业家作为智力资本的主体,既是创新和价值创造活动的主要开展者,也是公司治理的主要参与者与制度设计者。企业家理论对智力资本的重视为新范式中智力资本的主导地位提供了支撑。

4. 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。控制权自Berle and Means(1932)提出所有权和经营权分离理论以来一直吸引着学术界的研究兴趣并逐渐成为公司治理的核心问题。对控制权的研究始于契约不完全视角,Aghion and Tirole(1997)认为控制权是对契约中未尽事宜的决策权。当视角转移到复杂多层级的股权结构中,La Porta et al.(1999)认为控制权是以直接或间接方式持有最大比

^① 代理理论和现代管家理论并非完全对立,也不存在孰优孰劣的比较,只是适用于不同的治理情形。管理学不同于高度抽象和概括的经济学,没有放之四海而皆准的理论,需要具体问题具体对待。

例股份的终极股东拥有的实际控制权,即高闯和关鑫(2008)定义的“股权控制链”。后来社会学中资源配置和制度安排视角激活了对权力的研究,在此基础上高闯和关鑫(2008)以“社会资本控制链”研究社会资本对控制权的影响,王春艳等(2016)从财务资源、知识资源、社会资源以及制度安排的视角对创始人控制权进行了案例研究。从控制权研究发展历程可以发现:①控制权单纯来源于所有权的逻辑已经改变,权威、知识资源、社会资本、制度安排等丰富了控制权的来源;②对控制权的分析应该坚持实质重于形式的原则;③控制权是公司治理的核心和焦点。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:①新范式下经营权的归属不变,但独立性增强。管理者凭借自身管理经验、专业知识等资源成为管理阶层并掌握经营权,这是传统范式与新范式的共同特征。不同的是传统范式下智力资本经营权被动接受财务资本控制权的限制和约束(Fama and Jensen, 1983),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。②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。传统范式下财务资本和智力资本之间的委托代理关系使得通过监督来考察代理人的尽职尽责程度十分必要,监督的内容也尽可能广泛,包括独立董事或监事会对公司重大决策、关联交易、财务状况、合法合规等很多方面的监督。新范式下两种资本的协同合作关系代替了原来的委托代理关系,智力资本从被动接受委托转变为自我驱动和自我创造。这一转变并不意味着智力资本不再受到监督,一方面财务资本基于自身收益权的实现而有必要进行财务、合法合规方面的监督,不过关于公司经营、战略决策方面的监督有所弱化;另一方面智力资本内部的自我监督强化,阿里巴巴合伙人受到合伙人委员会的监督,当出现未履行自身义务、重大过失等情况会被合伙人会议除名。当实行双层股权结构的 Facebook、百度等企业的创业团队对未来业务模式创新不再有信心和把握时,可以自行将超级表决权股票出售转化为普通股,将智力资本控制权归还给企业(郑志刚等, 2016)。③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。股东提供的财务资本不再是公司运营的核心资源,但仍是必不可少的资源,其收益权的正常实现是智力资本掌握控制权的前提。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。

5. 智力资本导向公司治理范式的治理机制

智力资本导向公司治理范式尚处于范式前期,目前双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度是新范式的两种具体表现形式。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。这两种制度都把智力资本控制权的依存状态与两种资本之间利益捆绑度结合起来,智力资本控制权与财务资本收益权形成互为前提、休戚与共的关系,实现了两种资本从传统范式下非合作博弈为主到新范式下合作博弈为主的博弈形式转换。

(3)智力资本控制权的延续与传承机制。邓承师(2004)指出,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。在财务资本导向公司治理范式下,因财务资本所有者将财产委托给智力资本进行经营,从而需要设计激励机制以诱导智力资本为委托人的利益最大化行动,如年薪制、股权和期权激励等方式。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。法律、产品市场、声誉市场、控制权市场是传统范式的典型外部治理机制。外部治理机制超越了公司内部资源和能力范围,属于外部不可控环境对公司治理无形中施加的影响,因而在新范式下继续发挥作用。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。

新范式尽管在智力资本控制权的监督、延续及外部治理机制等问题上仍有待完善和规范,但毋庸置疑的是智力资本导向是未来的大势所趋。新范式顺应知识经济时代发展要求,有助于企业在“野蛮人”肆意横行的环境中保持控制权的稳定性,并帮助企业尽心追逐公司价值最大化目标。尽管仍处于范式前期,但是新范式的雏形以及本质性特征(如图3所示)已经基本呈现出来:以人为本取代资本雇佣劳动成为新范式的信念基础,围绕这一信念,以智力资本掌握控制权为核心、以公司价值最大化为目标、以两种资本合作博弈与协同运行为原则的新范式正在逐渐形成。处于范式前期的智力资本导向公司治理范式的发展尚需要理论研究与社会实践的共同推动。

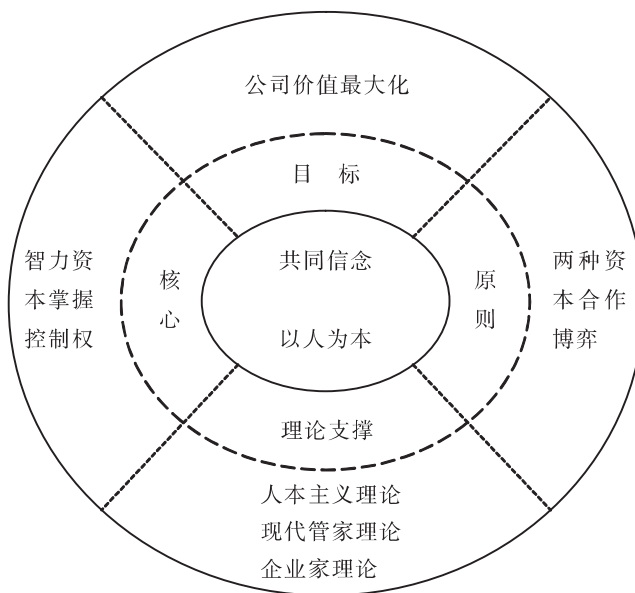


图3 智力资本导向公司治理范式

四、公司治理范式的演进机制

随着知识经济和互联网经济的深入发展,实践中越来越多的新创企业主动选择携“同股不同权”的新型制度上市,包括港交所在内的证券交易所逐渐为此类“新经济公司”敞开大门,财务资本导向公司治理范式正逐渐演变为智力资本导向公司治理范式。

1. 公司治理范式演进的根本动力:科学技术创新

科学技术是推动社会进步的根本性、革命性力量。科学与技术的结合催生了三次影响重大的产业革命,深刻地影响着生产力、生产关系及社会格局。公司治理作为各参与主体博弈的结果,其范式演进从根本上是由科学技术创新所推动的。

(1) 第一次产业革命加速了机器大工厂对手工作坊的替代过程,促进了公司制企业形式的扩散。由于第一次产业革命中发明创造者主要为工人技师而非专业的科学工作者,其规模和影响力远不及第二次工业革命,再加上学术研究相对于实践的相对滞后性影响,公司治理领域的研究进展较慢,没有形成系统而完整的体系。第一次产业革命时期财务资本导向公司治理范式尚处于孕育和孵化阶段,即范式前期。

(2) 第二次产业革命时期,电力、内燃机等开发利用帮助企业突破了能源和动力瓶颈,使大规模的工业生产成为可能,公司制企业迅速扩张,工业经济尤其是重工业经济发展到鼎盛阶段。此时公司兼并和扩张所需的财务资本是最为稀缺和关键资源,因而财务资本所有者在公司治理博弈过程中占据绝对优势,以资本雇佣劳动观念为主导的财务资本导向公司治理范式在此背景下不断成熟完善。

(3) 第三次产业革命中,计算机的发明应用推动社会从电气时代进入互联网和知识经济时代,科学技术对社会劳动生产率的极高贡献使之成为当之无愧的第一生产力。在此背景下,随着社会日新月异的变化和竞争程度的加剧,公司面临的外部不确定性大大增加。管理的重点从原来提升内部管理效率转变为面向外部环境制定战略决策,相对应的以企业家为代表的智力资本的重要性不断

提高,日益充裕的财务资本退化为普通的生产资料且呈现出对智力资本追逐的局面。两种资本相对地位的变化反映在公司治理中,智力资本需要打破财务资本导向公司治理范式而取得在公司治理和公司管理上的主动权,像拉里·佩奇、扎克伯格、马云、刘强东等具备远见卓识的企业家已经将其付诸于实践。这些公司不凡的业绩表现反映出智力资本导向公司治理范式强大的社会适应性和生命力。科学技术的发展促使财务资本和智力资本的相对地位发生质的变化,最终带来公司治理范式从财务资本导向到智力资本导向的演进和变迁。

2. 公司治理范式演进的助推器:资本市场的发展

资本市场作为资本配置和交易的场所,与公司的融资、经营、并购等活动息息相关。以欧美为代表的资本市场发展,特别是数次并购浪潮影响并塑造着公司治理的实践,推动着公司治理范式的演进。

(1)资本市场的发展加速了两权分离,形成“强管理者、弱所有者”的局面,对管理者机会主义行为的防范促进了财务资本导向公司治理范式的发展。一方面,资本市场中股票的发行和流通加快了股权分散的速度,投资门槛降低的同时股东参与公司管理的能力也随之降低。另一方面,从并购浪潮看,美国20世纪二三十年代的第二次并购浪潮和20世纪60年代的第三次并购浪潮分别以纵向并购和多元化并购为主要内容,这两种并购形式均要求公司涉足新领域,增加了公司对高度专业化管理者的需求和依赖,也促使财务资本所有者与日常经营活动的脱离。管理者凭借信息优势与对关键资源的掌握拥有了越来越大的控制权,这种“内部人控制”现象被股东所忌惮并促使公司设计内外部治理机制来减少代理成本、降低管理者道德风险,促进了财务资本导向公司治理范式的确立和成熟。

(2)20世纪80年代以敌意收购为主的美国第四次并购浪潮凸显出双层股权结构的优势,为智力资本导向公司治理范式的萌芽埋下伏笔。敌意收购对控制权稳定性的威胁为双层股权结构提供了可乘之机,具备抵御“野蛮人”作用的双层股权结构得到越来越多公司的垂青。此外,尽管双层股权结构面临很大舆论压力,但是美国大型证券交易所之间的竞争帮助这一制度保留下来并发展完善。例如,曾正式宣布禁止双层股权结构的纽约证券交易所为了应对与持宽容态度的美国股票交易所、纳斯达克证券交易所的竞争,吸引更多优秀企业上市,逐渐接受了双层股权结构。以双层股权结构为典型代表的新范式在敌意收购浪潮与交易所竞争过程中悄然孕育。

(3)资本市场中层出不穷的“野蛮人”敲门现象加速了智力资本导向公司治理范式的发展。进入知识经济时代以来,资本市场中充裕的财务资本依仗同股同权原则多次引发“野蛮人”敲门事件,严重扰乱了资本市场秩序和公司的正常经营活动。诸如此类的前车之鉴启发了创业企业家通过双层股权结构或类似于阿里巴巴合伙人制度的新型制度将控制权牢牢锁定在智力资本手中。伴随着智力资本在公司治理博弈中谈判力的增强,类似的制度正在快速蔓延和扩散到互联网时代新成立的公司,对智力资本导向公司治理范式的形成起到了直接推动作用。

3. 公司治理范式演进的理论依据:社会价值不断优化

从财务资本导向公司治理范式的股东价值最大化目标到共同治理理论推崇的利益相关者价值最大化,再到智力资本导向公司治理范式追求的公司价值最大化目标,反映出在“经济人—社会人—自我实现人”不断提升的需求层次驱动下的社会价值最优化发展规律。根据经典的马斯洛需求层次理论,人的需求层次从低到高可以划分为生理需求、安全需求、社会交往需求、受人尊重需求以及自我实现需求。随着生产力水平的提高和人类文明的不断进步,人的需求层次呈现不断提升的趋势,这是不同阶段公司治理目标转变的深层次原因。

(1)传统经济学的“经济人”假设是财务资本导向公司治理范式追求股东价值最大化目标的基石。工业经济时代初期,生产力水平普遍较低的特点使得人们想方设法增加财务资本来满足基本生

理需求和安全需求,这构成了“经济人”假设的基础。在此基础上能够直接指导财务资本由少变多、由贫乏到充裕这一过程的便是股东价值最大化目标,这一目标体现在公司对规模经济和利润最大化的追求上,体现在新古典经济学的各种生产函数上。财务资本在公司治理中的主导地位有力地维护了这一目标在工业经济时代的稳定性与长期统治性。

(2)“社会人”假设下共同治理理论追求利益相关者价值最大化的目标。随着工业化进程的推进,社会生产力水平不断提高带来人们生活水平的极大改善。与之相应的社会交往与受人尊重的需要逐渐提升,原来的“经济人”假设被“社会人”所取代。企业中“非正式组织”的揭露和行为科学理论的发展使公司更加关注员工的情感诉求和企业文化的建设。“社会人”假设下共同治理理论将公司视为“社会中的公司”,强调公司在追逐利润的过程中还应承担对利益相关者、社会、生态环境等的责任,形成了利益相关者价值最大化的目标导向。

(3)智力资本导向公司治理范式以“自我实现人”驱动下的公司价值最大化为目标。知识经济与互联网经济的发展使世界日益扁平化,人们的自我实现需求日益旺盛,激发企业家主动创造精神和自我实现需求是企业获取竞争优势的关键。智力资本导向公司治理范式正迎合了这种潮流,为满怀抱负理想的创业企业家发挥主观能动性与创新精神提供了一个良好的平台。自我实现需求不仅体现在个人层面,还体现在公司层面的使命和愿景中。以可持续发展的方式经营、实现基业长青成为企业的普遍追求。相比于传统的公司治理范式,智力资本导向公司治理范式能够为企业家聚焦长远发展、实现公司价值最大化提供最大可能。公司从追求股东价值最大化到利益相关者价值最大化再到公司价值最大化的目标变化是人类需求层次不断提升、文明不断进步的过程,也是社会价值不断趋于优化这一自然规律的结果。

五、研究结论与展望

在对传统公司治理理论和公司治理实践中的新现象进行梳理和分析的过程中,Kuhn的范式理论为本研究提供了启迪。对Kuhn所描述的范式发展演进过程进行深入研究后发现,公司治理的发展史作为社会科学也可以被范式理论所解释。工业经济时代的公司治理研究可以归纳为财务资本导向公司治理范式,并经历了范式前期、范式确立和常规科学等阶段。这一范式在资本雇佣劳动信念下逐渐成熟,在财务资本掌握控制权的前提下形成了股东价值最大化的目标导向以及同股同权的资本市场运行原则。然而随着工业经济向知识经济时代的过渡,日积月累的“异常现象”使财务资本导向公司治理范式的基本信念、目标和原则均发生了动摇和松弛,这些挑战使这一范式步入危机阶段。

处于混沌迷茫时期的公司治理并没有因此而停滞不前,以双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度为代表的新兴制度正引领着一种新范式的形成,即智力资本导向公司治理范式。尽管这一范式目前尚处于范式前期,但是一些鲜明特征已经表现出来:①以人为本取代资本雇佣劳动成为新范式的信念基础;②以企业家为代表的智力资本通过制度设计和选择“锁定”控制权,在公司管理活动与战略制定过程中占据主动地位;③强调自我驱动、使命愿景的文化驱动作用,以公司价值最大化为目标聚焦长远发展;④抛弃财务资本主导、智力资本次属的关系,两种资本实现协同运行与合作共赢。新范式下控制权的分配、监督以及延续机制是公司治理面临的重点问题,双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度给出了自己的解决方案,值得其他公司借鉴和思考。财务资本导向公司治理范式主要适用于工业经济时代,而智力资本导向公司治理范式则适用于知识经济时代。具体看,双层股权结构在互联网行业(Google、Facebook、京东、百度)、传媒行业较为常见,尤其是其中的家族企业以及管理者享有较高声誉的企业,阿里巴巴合伙人制度可供新兴高科技创业企业借鉴。智力资本导向公司治

理范式会在未来的理论框架构建与社会适应过程中不断完善和成熟。

对智力资本导向公司治理范式的研究和探讨不仅有助于公司实现长远发展,而且对维护资本市场良好秩序以及证券交易所改革创新有现实意义:①在知识经济时代,财务资本占据主导地位前提下的公司治理不仅难以发挥有效性,还不利于帮助公司在激烈的市场竞争中取胜,而有助于企业家精神发挥、保持对长远发展聚焦的智力资本导向公司治理范式能够帮助公司实现可持续发展。②在财务资本导向公司治理范式下,“野蛮人”敲门现象难以从根本上予以遏制,严重影响了资本市场运行秩序。智力资本导向公司治理范式保护智力资本控制权不被外部逐利资本剥夺的特点有助于抑制此类现象的发生,进而维护资本市场的良好秩序。③新范式具备的维持独特企业文化、便于贯彻长期战略、提高管理者决策效率和独立性等优点将会促进公司价值最大化目标的实现,从整体上推动社会进步和效率提升。④证券交易所应该顺应知识经济时代两种资本地位转变的趋势,为智力资本导向公司治理范式逐渐敞开大门。阿里巴巴在中国香港上市失败之后引发了“香港联合交易所该不该拒绝阿里巴巴”的争论,阿里巴巴执行副主席蔡崇信曾公开表示他们不期望香港联合交易所会为了阿里巴巴一家公司而改变,但是香港联合交易所需要认真探讨适合未来发展趋势的上市规则与监管环境。2017年12月港交所修订《主板规则》并接纳“同股不同权”的新经济公司在主板上市,反映出智力资本导向范式的强大生命力。随着越来越多包括阿里巴巴、百度、京东、达内科技、途牛在内的企业携新型制度赴美上市,包括复星集团、龙湖地产在内的优秀企业对新型合伙人制度跃跃欲试,智力资本的上升趋势势不可挡。顺应时代潮流接纳智力资本导向公司治理范式而非一味墨守成规是中国资本市场必然进行的改革。

范式是特定历史阶段的产物,范式的更迭则是历史不断向前发展的象征。财务资本导向公司治理范式在工业经济时代发挥了极为重要的作用,但随着知识经济的深入发展和竞争程度的增加,智力资本导向公司治理范式取代财务资本导向公司治理范式成为历史必然。在范式演进过程中,科学技术创新是导致范式变迁的根本动力,资本市场的发展起到了推波助澜的作用,人类不断提升的需求层次驱动下的社会价值持续趋于优化的自然规律加深了公司治理范式演进过程的不可逆性。随着资本市场的发展以及公司制企业的盛行,公司治理已然成为社会经济的重要组成部分。目前主要以双层股权结构和阿里巴巴合伙人制度在实践中应用为表现的智力资本导向公司治理范式尚处于范式前期,新范式理论基础的搭建、法律层面的认可与推行、实践层面的不断完善不仅需要时间的积淀,更需要经济学、法学、管理学等领域的思考、合作与创新。

[参考文献]

- [1]崔之元. 美国二十九个州公司法变革的理论背景[J]. 经济研究, 1996, (4):35-40.
- [2]邓承师. 应对“经理革命”的出路探析——对两权分离走向两权重新结合的历史思考[J]. 中国工业经济, 2004, (12):68-74.
- [3]方竹兰. 人力资本所有者拥有企业所有权是一个趋势——兼与张维迎博士商榷[J]. 经济研究, 1997, (6):36-40.
- [4]高闯,关鑫. 社会资本、网络连带与上市公司终极股东控制权——基于社会资本理论的分析框架[J]. 中国工业经济, 2008, (9):88-97.
- [5]李海舰,朱芳芳. 重新定义员工——从员工 1.0 到员工 4.0 的演进[J]. 中国工业经济, 2017, (10):156-173.
- [6]李新春,苏琦,董文卓. 公司治理与企业家精神[J]. 经济研究, 2006, (2):57-68.
- [7]卢馨,黄顺. 智力资本驱动企业绩效的有效性研究——基于制造业、信息技术业和房地产业的实证分析[J]. 会计研究, 2009, (2):68-74.
- [8]罗仲伟,李先军,宋翔,李亚光. 从“赋权”到“赋能”的企业组织结构演进——基于韩都衣舍案例的研究[J]. 中国工业经济, 2017, (9):174-192.

- [9][英]马歇尔. 经济学原理(1890)[M]. 朱志泰译. 北京:商务印书馆, 2005.
- [10]王春艳,林润辉,袁庆宏,李娅,李飞. 企业控制权的获取与维持——基于创始人视角的多案例研究[J]. 中国工业经济, 2016,(7):144-160.
- [11]王明夫. 企业家雇佣资本——现代公司治理的“企业家主权”模式论[J]. 中国企业家, 2003,(9):1-16.
- [12]谢卫红,王永健,蓝海林. 高管团队智力资本、战略柔性与企业财务绩效互动关系研究[J]. 现代财经, 2013,(4):81-89.
- [13][英]亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究(1776)[M]. 郭大力等译. 北京:商务印书馆, 1972.
- [14]杨瑞龙,杨其静. 对“资本雇佣劳动”命题的反思[J]. 经济科学, 2000,(6):91-100.
- [15][英]约翰·穆勒. 政治经济学原理(1848)[M]. 赵荣潜等译. 北京:商务印书馆, 1991.
- [16][美]约瑟夫·熊彼特. 经济发展理论(1912)[M]. 何畏等译. 北京:商务印书馆, 1990.
- [17]张维迎. 所有制、治理结构及委托代理关系[J]. 经济研究, 1996,(6):3-15.
- [18]郑志刚,邹宇,崔丽. 合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究[J]. 中国工业经济, 2016,(10):126-143.
- [19]Adams, R. B., and D. Ferreira. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance[J]. Journal of Financial Economics, 2009,94(2):291-309.
- [20]Aghion, P., and J. Tirole. Formal and Real Authority in Organizations[J]. Journal of Political Economy, 1997, 105(1):1-29.
- [21]Alchian, A., and H. Demsetz. Production, Information Costs and Economics Organization [J]. American Economic Review, 1972,62(5):777-795.
- [22]Berle, A. A., and Means G. C. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Macmillan Publication, 1932.
- [23]Blair, M. M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century [M]. Washington, D.C.: Brookings Institute, 1995.
- [24]Davis, J., F. Schoorman, and L. Donaldson. Toward A Stewardship Theory of Management [J]. Academy of Management Review, 1997,(22):20-47.
- [25]Díaz-Fernandez, M. C., M. R. Gonzalez-Rodríguez, and B. Simonetti. Top Management Team's Intellectual Capital and Firm Performance[J]. European Management Journal, 2015,(33):322-331.
- [26]Dyck, A. I., J. N. Volchkova, and L. Zingales. The Corporate Governance Role of The Media: Evidence from Russia[J]. The Journal of Finance, 2008,63(3):1093-1135.
- [27]Edvinsson, L., and M. S. Malone. Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower[M]. New York: Harper Business, 1997.
- [28]Faccio, M. Politically Connected Firms[J]. American Economic Review, 2006,96(1):369-386.
- [29]Fama, E., and M. Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2):301-325.
- [30]Hart, O. D., and J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(6):1119-1158.
- [31]Holmstrom, B. Moral Hazard in Teams[J]. The Bell Journal of Economics, 1982,13(2):324-340.
- [32]Hong, P. T., D. Plowman, and P. Hancock. Intellectual Capital and Financial Returns of Companies[J]. Journal of Intellectual Capital, 2007,8(1):76-95.
- [33]Howell, J. W. The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure [J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (7):1-11.
- [34]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4):305-360.

- [35]Jordan, B. D., S. Kim, and M. H. Liu. Growth Opportunities, Short-term Market Pressure, and Dual-class Share Structure[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016,(41):304-328.
- [36]Kuhn, T. S. *The Structure of Scientific Revolution*[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1962.
- [37]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. Corporate Ownership around the World [J]. *Journal of Finance*, 1999,54(2):471-517.
- [38]Marisetty, V. B. Corporate Governance Survey: A Holistic View for Altruistic Practice [J]. *IIMB Management Review*, 2011,23(1): 30-38.
- [39]Nuryaman. The Influence of Intellectual Capital on the Firm's Value with The Financial Performance as Intervening Variable[J]. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2015,(211):292-298.
- [40]Pajuste, A. Determinants and Consequences of the Unification of Dual-class Share[R]. European Central Bank, 2005.
- [41]Roos, J., G. Roos, N. C. Dragonetti, and L. Edvinsson. *Intellectual Capital* [M]. New York:New York University Press, 1998.
- [42]Shleifer, A., and R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997,(6): 737-783.
- [43]Stewart, T., and A. Brainpower. How Intellectual Capital Is Becoming America's Most Valuable Asset[J]. *Fortune*, 1991,(3):40-56.
- [44]Williamson, O. E. Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983,26(2):351-366.

From Financial Capital Dominating to Intellectual Capital Dominating: Research on Evolution of Corporate Governance Paradigm

JIN Fan, ZHANG Xue

(School of Management, Northwestern Polytechnical University, Xi'an 710072, China)

Abstract: Based on review and study on evolution of corporate governance with Kuhn' paradigm theory analysis in science philosophy, this paper puts forward the proposition that corporate governance is developing into intellectual capital dominating paradigm from financial capital dominating paradigm. During the long period of industry economy' development after the First Industrial Revolution, financial capital was always the scarcest resource and took the most important role in corporate operating and M&A activities. Financial capital dominating paradigm which aims to maximize shareholder value and abides by the principle of "one share, one right" has gradually matured under the guidance of the faith that capital employs labor. With the rapid development of knowledge economy, the faith, objective and principle of financial capital dominating paradigm are changed by new cases in practice. Both dual-class share structure adopted by more and more companies and Alibaba Partnership indicate that intellectual capital is exceeding financial capital in corporate governance, which leads to the forming of intellectual capital dominating paradigm. "People-oriented" thought stands in the core of new paradigm's faith. The new paradigm empowers intellectual capital to keep control in pursuit of maximization of company value and helps to achieve synergy and win-win of the two kinds of capital. In the evolution process of corporate governance paradigm, the innovation of science and technology is the fundamental driver and capital market plays a catalytic role, the natural law that social value is continuously optimized not only provides theoretical basis but also reveals the historical inevitability of the evolution.

Key Words: paradigm; corporate governance; financial capital; intellectual capital

JEL Classification: G30 G34 O34

[责任编辑:王燕梅]