

# 东南亚华人企业融资模式与治理结构的比较分析

林 勇\*

〔内容摘要〕 本文在比较分析英美直接融资模式—外部市场监督型治理结构、日德间接融资模式—银行监督型治理结构和东南亚华人企业关系型融资模式—家族内部监督型治理结构的基础上，对东南亚华人企业的未来选择作出基本判断。

〔关键词〕 东南亚华人企业 融资模式 治理结构 比较分析

〔中图分类号〕 F13 〔文献标识码〕 A 〔文章编号〕 1000-6052 (2004) 05-0031-04

## 一、英美、日德融资模式概述：

### 英美：直接融资模式—外部市场监督型治理结构

英美融资模式以自由市场经济为基础，健全和规范的融资体制为企业的融资提供了便利的管道。在这种模式下，银企间产权制约较弱，而主要靠短期的债权联系和靠系统严格的法制来解决争端，企业资金主要来源于自我积累和直接融资，并着重于短期目标。由于美国商业银行不得持有企业的股份，银行不可能对贷款企业的经营状况有深入的了解，商业银行关于企业的信息只是外部的公开信息，因而往往只能看到诸如企业股价高低、财务状况与流动性、盈利状况等短期形象和表现，银行给企业贷款主要靠一系列法律规定和对企业提出担保和抵押要求。由于法律禁止银行成为工业公司的股东，所以银企之间形成的只是松散的联系，企业融资实行以资本市场融资为基础的体制，企业对证券市场的依赖比之对银行的依赖要大得多。在这种融资模式下，对企业治理结构真正施加影响和监督的是外部股票市场，因此与此相适应的是外部市场监督型治理结构。强大的股东监督和股票市场监管，使企业治理结构中各方的制衡关系较为平衡，企业经营透明度大，各种投机行为和败德现象能得到比较有效的制约，股东权益可以得到较好的保障。

### 日德：间接融资模式—银行监督型治理结构

无论是日本的主力银行制度还是德国的主持银行制度，其存在的背景都是以银行间接融资为基础的金融制度，资本市场不发达，银行在金融体制和企业治理结构

中扮演重要角色。

日本企业融资模式下，银企关系有着特定的制度安排，即主力银行制度。在这种融资模式下，主力银行是企业最大的出借方。所有公司都有一个主力银行，每个银行都是某些企业的主力银行；银行与企业交叉持股，银行不仅关心企业当期盈利能力，更注重企业的长期稳定发展；主力银行法律上是债务所有者的托管人，企业倒闭时要负责以面值购进企业债务；（4）企业现金交易集中在主力银行的清算账户进行，主力银行借此监测和分析企业财务状况的变化；主力银行提供信息与管理资源。

与这种模式相适应的公司治理结构有如下特点：

一是企业由主力银行实行监督。主力银行主要从债权、股权和人事安排三个方面对企业进行监督。由于在这种模式下，主力银行身份特殊，他以四种角色完成对企业的全方位监督，即最大的债权人、企业的股东、其他债权人的委托监督人、企业破产时的次级受偿者。

二是主力银行对企业实施相机性监督。一般情况下银行并不干预企业经营，但当企业出现财务危机时，主力银行的直接干预机能就会被引发，企业高级管理层将被更换而由主力银行派遣的人员代替之。相机性监督既可以避免主力银行滥用权力，又可以在相当程度上减轻内部控制造成的代理成本。

三是主力银行生产与传递信息。主力银行所处的特殊地位，使其除了能够利用市场公开信息外，还可以得到企业内部信息，借此实现对企业的正确评价，并及时把信息传递给其他债权人和股东。

\*林 勇：福建社会科学院华侨所副研究员

与主力银行制度相比,德国实行的主持银行制度最具特点的是银行的股票代理控制和对监事会席位的控制。一方面委托代理制使银行能够代表个人股东在股东大会上执行投票权,同时股票代理控制权阻止了外部对企业的敌意接管(因为银行持有多数股份),从而形成对企业的有效控制。另一方面企业的大股东只有通过监事会才能对企业施加影响,而银行直接持股和拥有代理股票权决定了在监事会中的席位。主持银行制度与主力银行制度一样,影响着本国的企业治理结构。日本银行平常并不干涉企业的正常业务,体现出更多的进取精神;德国银行通过贷款而取得参与企业决策的权力,具有更浓的稳健作风。相比之下,日本银行的“进取”容易让企业贷款从事风险投资,容易形成“泡沫经济”;德国银行参与企业决策,跟踪监督贷款使用、投向,限制、阻挠风险投资,比较容易避免“泡沫经济”。由于银行在其中的核心监督作用,因此日德企业实行的是银行监督型治理结构。

## 二、东南亚华人企业融资模式分析:

与前述两种模式相比,华人企业的融资模式和治理结构具有自己的特点。

过于狭窄的融资渠道和在各国融资体系中受歧视的地位促使华人企业形成了关系型融资模式。在东南亚企业的外源融资体系中,受各国金融体制的约束,市场化的直接融资渠道相对狭窄,以商业银行信贷为主的间接融资占主导地位。80年代以来,各国商业银行均得到了很快的发展。印度尼西亚1988年-1996年私营商业银行由76家增至165家,中外合资银行由6家增至31家,全国的商业银行总数增至240家;到1996年底,马来西亚的商业银行有37家,菲律宾有53家,新加坡有143家,泰国有29家<sup>[1]</sup>。同时,政府力量在融资活动中起主导作用。1996年印尼的6大国有商业银行的资产额占全国银行资产总额的30%;资产大部分为政府所有的泰国的6大商业银行<sup>[2]</sup>控制了泰国整个商业银行系统总资产的75%和整个金融系统总资产的57%;主要股权为政府所控制的马来西亚两大商业银行马来亚银行和马来西亚土著银行的总资产约占马来西亚全国商业银行总资产的60%。在政府主导融资活动的情况下,华人企业的融资要求往往受到歧视,很难得到商业银行的融资支持。

一方面是商业银行的不断发展,另一方面却是国内证券市场发展的相对滞后。在投资增长率超过了储蓄增

长率的情况下,资金缺口只能通过开放国内资本市场、吸收外资予以弥补。1996年东盟四国(马印菲泰)外债占GDP的比重平均达50%以上。<sup>[3]</sup>

集团内部企业之间的贷款、华人银行对其他非金融华人企业的贷款,以及通过各种关系从政府或政府控制的商业银行获得贷款等,构成了关系型融资模式的主要内容。

第一、集团内部贷款。集团内部贷款是东南亚华人企业集团解决所属各企业融资问题的最主要的渠道。二战以后华人企业规模的扩张,往往都是在金融资本与工商业资本相互融合的基础上发展起来的。非金融集团为了拓宽融资渠道,往往收购或投资兴建银行,以解决内部融资;而以银行金融为核心业务的华人企业集团往往进行多元化经营,向非金融领域投资等等,在华人企业集团内部产上了复杂的关系型融资。

第二、华人银行贷款。华人企业通过同族同乡等各种特殊关系从华人银行获得关系型贷款。在泰国,被人们称为“四大家族”的盘谷银行、泰华农民银行、大城银行、京华银行都是华人银行。<sup>[4]</sup>1992年印尼有华人银行150家,华人商业银行数量占全国私人商业银行总数的84.3%<sup>[5]</sup>。新加坡的华人银行——华侨银行集团、大华银行集团、华联银行集团是全国最大的三家私人商业银行<sup>[6]</sup>。1993年,菲律宾9家华人银行在全菲28家私人商业银行里,总资产占38.43%,贷款总额占38.94%,存款总额占39.6%<sup>[7]</sup>。华人银行为华人企业获得贷款提供了极大的方便。

第三、特殊关系贷款。主要通过两种途径来建立关系:一是邀请王族成员、前政府高级官员、前国有企业高级领导人和军队的将军们或其亲属在下属公司兼任董事;二是请政府机构、各地方政府、国营企业或其储蓄与投资机构参股入股。70年代郭氏兄弟集团上市公司的主要董事名单中就有贵族、将军,前政府高级官员;在集团里持有大量股权的有州政府、国家赞助的储蓄与投资机构、马来人和武装部队的信托基金局和城市发展局等。通过特殊关系,华人企业不仅可以获得国家银行贷款,还在诸如经营许可证、专利垄断权、承销包销等方面得到不少便利。<sup>[8]</sup>

在关系型融资模式下,华人企业实行的是家族内部监督型治理结构。这种治理结构主要具有以下特点:

所有权集中:股权和资本结构的基本特征是所有权高度集中,在东南亚华人企业里,家族资本的影响无处不在,无论中小企业还是大型企业集团常常都由某一家

族直接或间接控制，即：家族直接控制下属企业，较小规模的集团属于这种情况；或家族通过核心公司或控股公司，核心公司或控股公司再持有下属公司的股份，从而实现间接控制。家族及其控制的高级经理层全面主导企业的发展。

**家长权威：**家长是企业的最高权威，形成了可以与家族尊卑相对应的等级制结构。非但华人中小企业如此，大型华人企业集团也往往沿用这种以家长为龙首的家族治理结构。印度尼西亚最大的华人企业集团沙林集团就是以创业者林绍良为龙头，第二大华人企业集团金光集团以黄奕聪为龙头，第三大华人企业集团力宝集团除了以创业者李文正为龙头。马来西亚的郭氏兄弟集团以郭鹤年为首，金狮集团以钟廷森为首，丰隆集团以郭令灿为首等等。

**家族垄断：**全部或主要职位为家族或准家族成员担任。在东南亚华人家族控股公司中，家族成员往往包揽了从公司董事长、总经理、执行董事、董事到重要部门的一般经理等所有的主要职位。除了血缘关系和姻缘关系之外，华人家族企业考虑关键职位的次优人选为“准家族成员”，即由于地缘、业缘、物缘、神缘等特殊关系而产生的泛家族成员。

**家族传承：**子承父业也是华人企业公司治理的重要特点之一。华人企业的控制权通常由第一代创业者依次向第二代、第三代等在家族内部传递下去。

与前两种模式相比，华人企业的家族式治理结构的优势十分明显：首先，在两权合一的情况下，家族核心领导层一般都能根据外界经济环境的变化和企业自身的实际情况作出灵活的应变，比较准确及时地把握商业机会和避免可能的商业风险；其次，华人家族伦理规范同时也起到了经济行为规范的作用，家族作为资源配置单位，大大降低交易成本和监督成本；第三，以血缘关系和准血缘关系维系的一群人控制了企业的核心决策层和高级管理层，对同一家族的高度认同感和一体感，使家族各个成员都对家族拥有道德责任感，显示出高度的凝聚力。

但是，与前两种模式相比，华人企业的家族式治理结构存在致命的缺陷：其一，监控主体单一，监控力度弱小。在美英模式下，公司监控主要来自企业外部各市场体系，在日德模式下，公司监控主要来自企业各相关主体和主银行，监控力度都比较大，而家族公司治理结构既缺乏来自企业相关利益主体的监控，也缺乏来自银行的监控，更缺乏来自市场的监控，监控主体只有以血

缘为纽带的家族。<sup>[9]</sup> 在家长制下，华人企业家往往拥有至高无上的权力，因此，家族监控的力度是很弱小的。其二，华人企业内部的关系治理制约了企业的发展。华人企业内部及其讲究血缘、亲缘、地缘、学缘、友缘等人际关系，其内部的管理运作不是根植于明确的规章制度及完善的管理机制，而是以企业所有者和管理者与其他内部成员之间存在的关系为依据，重要职位大多以关系的密切程度取舍。

### 三、东南亚华人企业融资模式与治理结构的现实选择

融资模式的调整能促进东南亚华人企业治理结构的演进。20世纪90年代末以来华人企业的融资方式在不断进行调整，逐渐减少了集团内部融资及其他关系型融资和中短期外债，加快了发展直接融资的步伐。据吉隆坡股票交易所公布的资料，1996年12月底以前在该所挂牌上市的620家公司中，华人公司约占310家，占50%，其资本市值占47.95%。其他东南亚国家的华人企业占各国所有上市公司股票总市值的比重也比较高，如新加坡占76%，泰国80%，印尼75%<sup>[10]</sup>。另外不少华人企业选择在海外（香港或欧美等国家或地区）上市，如在香港上市的东南亚华人企业马来西亚丰隆集团的道亨银行集团有限公司、丰隆银行及国浩集团有限公司，郭氏兄弟集团的香格里拉（亚洲）有限公司及南华早报（集团）有限公司等；马来西亚的成功集团旗下就有多家企业在美国、加拿大、英国、澳大利亚等国的证券交易所上市。而且，随着各国加大力度发展债券市场，不断放宽企业发行债券的限制，华人企业从债券市场上筹集的资金明显增多。1998年泰国从国内债券市场筹资增长率比上年增长130%，私人企业从国内债券市场筹集资金总额高达4269.62亿铢，比上年增长161%<sup>[11]</sup>。随着融资渠道的不断扩大和家族色彩的淡化，东南亚华人企业的融资形态将逐渐趋于合理。

融资模式的调整给家族式治理结构带来挑战：一是管理才能首先在所有者家族中成为稀缺资源，可能迫使家族企业将企业的经营管理权让给非股东的专业经营者，这必然会使家族的控制权被削弱；二是对物质资本的需求将导致单独由家族提供成为不可能，而对外部资本的寻求也就意味着对企业控制权的分割。<sup>[12]</sup> 我们发现，近期出现的两大变化可能会使现存的华人家族式治理结构出现转型：一是不少大型华人企业集团开始起用专业经营管理人员，注重从家族以外延揽人才；二是家族在

企业中的股权有不断降低的趋势。按现代公司治理结构的演变逻辑,企业经营权的旁落及家族资产份额的降低,将进一步增加家族控制企业的难度,家族与企业的关系实质上仅仅表现为资产纽带,在职业经理市场和劳动力市场比较成熟的条件下,家族如果仍然和过去一样集中拥有某一家企业的大部分股权,将存在巨大的经营风险,这种情况下,家族将选择分散投资。这样继续发展的结果就是,如果没有人为的干预,股东及其他相关利益者为了防止经营者不负责任的行为,对市场体系的建立健全就会提出强烈的要求,最终将会导致东南亚华人的家族式治理结构向美英模式的转变<sup>[13]</sup>。但现实地看,在当今的东南亚地区各国,市场体系的建立和健全并不是短时期就能实现的事,无论是股票市场还是借贷市场,经理市场还是劳动力市场,甚至包括产品市场,都是刚刚才兴起的,远远谈不上成熟,因此要完全靠市场机制承担对企业和CEO等高级管理人员的外部监控是不现实的。因此华人企业的家族治理结构最现实的选择依然是以内部监控为主(家族+银行监控)、以外部市场监控为辅的混合型治理结构。□

(责任编辑 友国)

注释:

[1] 王勤,《东南亚五国金融自由化改革及其借鉴》,载厦门大学编《南洋问题研究》,1999年第2期,第18页

[2] 即盘谷银行、泰京银行、泰华农民银行、汇商银行、大城银行和泰国军人银行

[3] 项卫星:《印度尼西亚金融体制:结构性缺陷及其教训》,载《国际金融研究》2000年第1期

[4] (日)度边利夫、今井理之,《概说华人经济》,有斐阁1994年版,第210页

[5] 蔡仁龙,《印尼华人企业集团的发展与前景》,华人经济国际研讨会(汕头,1993)论文

[6] 《Forbes》1995年7月号,第29页

[7] Go Bon Juan, "Ethnic Chinese in Philipines Banking", TULAY, October 4, 1993年

[8] Edmund Terence Gomez and Hsin Huang Michael Hsiao. Chinese Business in Southeast Asia [M], Curzon Press, 2001, (1-37)

[9] 《公司治理与中国企业改革》,吴淑琨、席酉民著,机械工业出版社,2000年7月

[10] 赵文骞,《东南亚华侨华人的现状与优势》,载

厦门大学《南洋问题研究》,1998年第4期

[11] Bank of Thailand, 《Quarterly Bulletin》, March 1999.

[12] 《公司治理与中国企业改革》,吴淑琨、席酉民著,机械工业出版社,2000年7月

[13] 刘伟:“公司企业法人产权与治理结构”,《改革》,1994年(4)

参考文献:

[1] Tricker, R.I. Corporate Governance, [M] Gower Publishing Company Ltd, 1984.

[2] Hart, Oliver. Corporate Governance: Some theory and implications [J]. The Journal of the Royal Economic Society, 1995.

[3] Minow, Nell. Critique of the GM Board Guidelines [J], Directors & Boards, 1994, 18(4).

[4] Thomas Menkhoff and Solvay Gerke. Chinese Entrepreneurship and Asian Business Networks [J], RoutledgeCurzon, 2002.

[5] Edmund Terence Gomez and Hsin Huang Michael Hsiao. Chinese Business in Southeast Asia [M], Curzon Press, 2001.

[6] Diamond, Douglas. Financial Intermediation and Delegated Monitoring [J]. Review of Economic Studies, 1984.

[7] Holmstrom, Bengt. Moral Hazard and Observerability [J] Bell Journal of Economics, 1999(10).

[8] 植竹晃久. 公司治理文献综述 [J]. 经济译文, 1996(9).

[9] 肯尼思.E.斯科特. 公司治理结构和东亚 [J], 经济社会体制比较, 1999, (4).

[10] 林勇. 东南亚华人企业融资模式初探 [J], 华侨华人历史研究. 2001, (2).

[11] 林勇. 东南亚华人企业治理模式分析 [J], 八桂侨刊, 2002, (2).

[12] 王勤,《东南亚五国金融自由化改革及其借鉴》,载厦门大学编《南洋问题研究》,1999年第2期,第21页

[13] Michael Shari, Indonesia: A Tycoon Under Siege, BUSINESS WEEK, 09/03/1999.

[14] 郭梁著,《东南亚华侨华人经济简史》,经济科学出版社,1998年北京,第273页。