

产权、市场与公司有效治理结构

孟习贞

党的十五大明确指出股份制是现代企业的一种资产组织形式。国有企业改革的基本方向是按照“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的要求进行规范的公司制改造。把资产委托—代理关系引入国有资产的市场化和资本化经营之中。这几年的实践证明,国有企业公司制改造的难点在于改制后有效的公司治理结构的构建。考察公司治理结构通常涉及三个方面的问题:企业控制权的配置和使用;对董事会、经理层和职工的监控及对他们工作业绩的评价;激励机制的设计和推行。然而,实现企业控制权的合理配置是以发达的市场为前提;只有在产权明晰的基础上才能确保所有者在公司治理结构中到位,只有所有者到位,才能有效地选拔和激励经营者;激励约束机制是否有效关键在于能否准确、客观地评估公司价值及经营者业绩,而这种评估是由市场来完成的。由此可见,公司治理结构的有效性从根本上取决于产权主体的到位和市场的完善。本文从产权、市场的角度就如何构建有效的公司治理结构作一些探讨。

一、构建有效的公司治理结构的困难所在

1. 国有资产产权模糊导致“所有者缺位”,以致所有者股东对经营者的直接约束软化。

完善有效的公司治理结构是建立在产权明晰的基础之上的。所谓产权明晰是指产权的归属和主体权利边界的规定明确。由于现代公司制企业涉及众多的权利主体,如股东、董事会、经理、职工等,并且各权利主体经济关系复杂,只有通过明晰的产权,才能据此定位各权利主体的角色,并确定其行为边界。企业正是在此基础之上构建一种各行其职、各履其责、协调有序的内在制衡机制。

我国国有企业在实行股份制改造时,国家持有国有企业相当大部分股权,形式上国有资产产权似乎很明确——即国有。但实际上,国家作为企业资产的原始所有者的权利界定很不明确。这包括:(1)政府和企业之间产权界定不明确,例如对那些经过行政性放权和利润留成的企业来说,企业留利形成的净资产的归属问题;(2)中央政府和地方政府之间的产权界定不明确,例如中央和地方财政“分灶吃饭”后由地方政府投资或者银行贷款兴建的企业归属问题。国有资产产权界定不明确,使各产权主体的行为边界模糊。不仅如此,国有资产产权代表的人格化至今也尚未明确。于是出现了国有资产的多头管理。许多政府部门都在行使国有股权代表的权力,掌握着国有资产的剩余索取权,但同时又都没有对国有资产负实实在在的责任,只是行使其“廉价投票权”。结果,一是使公司组织结构天生缺陷,

控制权配置不合理,内部制衡机制难以形成,股东对公司经营者的直接约束软化。国有企业进行公司制改造后,虽然各公司都根据《公司法》建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层所组成的企业管理体制,同时还建立了职工代表大会。但实际上,国家股的控股地位使国家股的代表理所当然地控制董事会并成为董事长,并且董事长常常兼任总经理,限制了董事会的作用。并且过度集权本身就意味着缺乏有效监督和制约;在上级主管部门派出董事长的情况下,原厂长担任总经理时,二者容易形成合谋,加剧“内部人控制”;监事及监事会主席也由国家股代表提名,监事会主席在行政上是董事长或总经理的下属,在人事上又是国家股权的代表直接任命的,很难正常履行监督职责。公司组织结构天生缺陷使公司内部制衡机制难以形成。公司内部制衡机制难以形成是公司治理结构形同虚设的直接原因。二是股权结构不合理,股东所有权控制失衡,股权约束低效。在上市公司的股权结构中,国有股、法人股的比重一般都在 60% 以上,普通公众股的比重一般都低于 40%。目前,除少数法人股可在 STAQ 系统交易外,国有股、法人股基本上不能流通。一方面由于国有股处于控股地位,国家股代表“用手投票”行使控制权的功能被强化,表现为股东大会上国家股的代表往往“一票定乾坤”,而国家股、法人股因不能上市流通使其“用脚投票”功能弱化;另一方面中小投资者的情况则正好相反。中小股东的利益无法在公司决策和实际运作中得到体现,也缺乏对中小股东利益的法律保护,“用手投票”功能被弱化,唯有通过“用脚投票”方式来表达对公司的意见和不满。股东所有权控制失衡不仅造成股票市场上“同股不同权、同股不同利”,导致股票市场畸形发展;而且由于国家股所有者缺位,国家股权对经营者的直接约束软化,以及市场不完善,中小股东通过市场对经营者的间接约束低效,最终导致公司治理结构低效,代理成本高。

2. 市场发育不完善及其机制不健全,导致对经营者的间接约束乏力。

股份公司内部监督机制运行的实质,就是股东行使其所有权对经营者进行控制和约束。除了“用手投票”直接约束外,股东所有者对经营者的控制和约束的另一种方式是间接约束,即通过市场了解和评价公司经营者的表现和业绩。对经营者的间接约束主要来自经理市场和资本市场。

理论上,经理市场上显示着经营者人力资本价值。经营者过去行为的后果会通过经理市场事后反映出来,这种信息将影响经营者未来的职业前途。经理市场的优胜劣汰机制给在职经

理造成一种压力,迫使其努力搞好企业,否则会被其他经理人员所取代,而且可能造成自身人力资本贬值,情况严重的可能从此结束其职业经理生涯。因此,经营者通常会理性地约束自己过度追求自身利益的行为。当前我国经理市场具有二元性特征。一方面随着三资企业、私营企业的出现及其发展壮大,逐步形成并日趋成熟的、存在于国有企业外部的经理市场,称之为“外部经理市场”;另一方面在国有企业内部也形式上存在一个竞争选拔经理的制度,称之为“内部经理市场”。这种“二元性经理市场”的弊端是很明显的。因为企业经营绩效取决于经营者的努力程度及其他一些不确定性因素,国有企业承担着政策性负担,使经营者的努力程度与企业绩效二者之间的相关度低,很难界定国有企业低效的原因是由于政策性负担还是经营者不努力。非国有企业所有者甚至因此认为,国有企业经营效率低是制度使然,而非经营者能力使然。“外部经理市场”的存在实际上为国有企业经理提供了一条退路。有了退路,国有企业经理的机会主义倾向增强。可见,二元性经理市场的存在不仅对国有企业经理没有约束力,而且增加了其自由。同时我国目前资本市场的状况和国有股的控股地位及其不可流通性也极大地限制了经理市场对经营者行为方面的约束作用。

资本市场竞争的实质是对公司控制权的争夺。资本市场尤其是股票市场对公司治理结构的影响在于,当投资者发现或预见到公司出现经营不善的行为时,他们通过“用脚投票”方式作出反映,这会使公司股票价格下跌而成为市场上的“廉价货”,这时有能力的企业家或者其他公司会乘机购进股票以达到接管该公司的目的。被接管的公司一般要被改组,公司经理也就丧失其控制权以及在公司中的职位。然而我国目前的资本市场还不能充分发挥这方面的作用。因为:一是存在着试图通过国有企业多上市、多“圈钱”而脱困的思路,把股票市场看作是解决国有企业困难的一种办法,而不是把它当作使有限的资源流向最有效率的企业的一种融资渠道。这表现为有些政府部门和企业联合起来,采取虚构利润的办法来“包装”企业,联手“欺骗”社会公众和投资者。结果,股票市场不正当竞争,上市公司普遍的利润操纵,内幕交易严重,关联交易失当。股市价格机制扭曲,股份公司的虚假“包装”、“塑造”的绩优形象,并非公司价值和经营者业绩的真实反映。二是国有股的控股地位及其不可流通性以及由此导致的公司经营者与主管部门之间的关系,使通过股票二级市场对上市公司的兼并活动几乎不可能;使国家股所有者代表通过接管来改善公司绩效的动力、努力都大打折扣。募集资金固然是公司上市的目的,但通过股票的出售与转让来使投资者获利和避险也是股票市场的重要功能。国有股、法人股不能上市流通既使股权所有者受损,又不能通过股权结构变化而按股份制机理去更换无能的经营者的。总之,资本市场发展中的这些缺陷严重制约了资本市场资产重组功能的正常发挥,从而也就缺乏对公司经营者的间接约束力。

二、构建有效的公司治理结构的途径

1. 明晰产权,确立国有资产投资主体,解决“所有者缺位”问题。

关于中央政府和地方政府之间的产权明晰问题,一方面从国际经验看,市场经济中的国有企业分为中央政府所有和各级地方政府所有或某公共团体所有;另一方面考虑到目前我国国有企业的中央所有和地方所有并存这一现实,应该按照国有经

济战略性改组的方针,对国有企业实行分级所有,分类管理。各级政府之间有明显的财产边界,因其所有权而拥有剩余索取权,上级政府对下级政府所有的资产无权支配和受益。当然,这里需要进一步明确:(1)分级不宜过细,分为中央、省(直辖市、自治区)和地区(地级市)三级较为合适。(2)对现有的国有资产存量按现行财政隶属关系归地方管辖的企业的国有资产原则上划归地方公有资产。其中一些大型企业的资产,可通过确定中央和地方各占多大比例来划分产权使同一企业部分产权归中央,部分产权归企业;由地方财政资金投资形成的资产界定为地方公有资产。对国有企业实行分级所有,首先这是一种既得利益的承认,只不过是一种既成事实的法律化,改革起来方便易行;其次简化了体制设计,缩短了委托—代理链,降低了代理成本;其三有利于调动地方政府的积极性,各级政府之间在财产问题上能够做到“亲兄弟,明算帐”。同时还有利于相互之间形成一种竞争态势。

关于政府和企业之间的产权明晰问题,对于国家有原始投资,在“拨改贷”前设立的企业,其产权为国有产权;而在“拨改贷”以后设立的企业,如果是税前还贷,还贷后形成的资产部分界定为国有产权,部分界定为企业集体产权。如果是税后还贷,其税后利润及资产归全体职工所有,界定为职工集体产权。总之,企业产权界定应把承认企业全体劳动者对企业资本增值的贡献原则和坚持谁投资谁所有、谁受益的原则相结合。

在产权明晰的基础上,明确国有资产出资人代表,强化所有者对公司的控制与监督:(1)健全公司的组织结构。董事长与总经理分设,适当增加外部董事的比例,董事会中应有一定比例的职工代表,董事收入与公司绩效挂钩,董事会对经理的任命有独立的选择和决策权,董事会与经理层之间的授权关系(包括程序授权和特殊授权)明确。(2)提高监事会的独立性,强化其监督力度,监事会的评级与收入确定应由股东大会确定。同时,监事会中应设立职工代表和债权人代表,以维护职工和债权人利益。(3)确保经理层有权独立处理公司日常经营事务,并依托市场建立以公司绩效为标准的经理报酬制度。(4)充分利用会计、评估、法律等社会中介服务,发挥其外部审计、监督和信息传递功能。

2. 不断完善和发展经理市场和资本市场,使市场充分发挥评估公司价值和奖惩经营者的作用。

准确地评估公司价值和经营者业绩是激励约束机制有效运作的前提,也是经理市场发展、完善的前提。而评估公司价值和经营者业绩要通过市场进行。因此,培育和完善市场,对建立有效的公司治理结构具有十分重要的意义。

目前我国经理市场的二元性特点的积极意义在于其竞争局面的形成,它有利于国有企业干部人事管理体制的市场化改革。以市场定价和市场竞争为基础选择和激励经营者是我国经理市场发展的基本方向。从国有企业的现实情况出发,首先使一部分企业的经营者应借企业改制、新老交替的机会,通过市场选拔产生。随着改革和市场机制的进一步完善,从整体上逐步过渡到国有企业经营者全部由市场选拔产生。

加快资本市场的培育和发展主要从促进市场发育与改善对市场监管两面进行。

在培育市场方面,(1)积极稳妥地发展机构投资者。机构投资者可以凭借其持有的公司股份参加董事会,从而有效地克服

股东在参与管理中的“搭便车”行为。目前我国证券市场的投资者以散户为主,而追求稳定的机构投资者发展严重不足,这种投资者结构不利于对上市公司经理人员的监管和公司治理结构的改善。因此应积极稳妥地发展机构投资者,改善市场投资者结构。(2)由于国有股不能上市流通严重制约了资本市场资产重组功能的正常发挥,应逐步解决国有股不能上市流通的问题。首先,从现实出发,可考虑协议转让问题,并把协议转让的范围扩大到所有法人。实现国有股能在所有法人之间转让,将有利于公司股权结构的优化,公司治理结构的改善。值得一提的是,虽然前一段时期一些国有企业合并收购大多采取了协议转让或重组方式,但大部分是政府行政行为,而非市场经济行为。对企业价值的判断缺乏市场基础,扭曲了资源配置。在公司治理结构失效的情况下所发生的资产重组,尤其是国有企业和非国有企业之间的重组,有可能加剧“内部人”控制问题。因此,必须建立、完善国有企业产权流动机制和产权交易市场,为国有企业优势资产的重组以及优胜劣汰创造条件;其次,分门别类和分步骤地解决国有股上市问题,如每年股市扩容时可考虑安排一定比例的国有股上市。

在加强市场监管方面,资本市场的各种交易都是依据市场信息来进行的。资本市场配置资源的有效程度取决于信息的透明度和信息披露的公允程度。信息的真实、完整和准确是提高资本市场运作的首要条件。然而,资本市场最突出的特点是投资者与筹资者存在严重的信息不对称,筹资者对有关证券投资价值的信息掌握较多,而投资者尤其是中小投资者所掌握的信息较少。正因如此,政府对资本市场的监管应以保护投资者尤其是中小投资者的利益为宗旨,建立严格的信息披露制度,以保证筹资者向投资者提供真实而全面的信息。否则,就会发生筹资者对投资者的各种欺诈行为,最终导致资本市场发展畸形或萎缩。因此,完善资本市场监管首先要求上市公司能够依据完整、准确和迅速的原则,公平、公正、公开地向投资者披露信息,并使投资者能够准确而公平地利用这些信息来进行投资决策。完善市场监管的根本途径是建立有效的信息披露制度和内幕交易禁止制度,提高从业人员的业务素质、道德修养及法律意识。对各级证券监管部门来说,当前要做的是:首先转变监管观念,把应由政府监管的管好,如信息公开真实,交易公开公正等;不应由政府监管的如证券发行上市的规模和速度,企业发行何种证券、发行多少等等,则交由市场发挥作用。其次调整监管方式。从保护投资者特别是中小投资者利益和保证市场机制正常运行出发,改变原有的行政控制和审批模式,把主要精力放在保证信息披露的真实性和全面性上,更多地为市场正常运作提供优良环境。

3. 资本结构合理化。

在明确投资主体的前提下,通过市场使资本结构合理化。最优公司治理结构应当是一种状态依存控制结构,即不同状态下企业应当由不同利益要求者控制,企业控制权是否转移取决于资本结构。也就是说,当企业有偿债能力时,股东是企业所有者,拥有剩余索取权和最终控制权,而债权人只是合同收益要求者;当企业资产不足以支付债务本金和利息时,债权人成为实际的剩余索取者,有权接管对企业的控制,债权人的这种控制我们称之为“相机性控制”。企业控制权的这种转移取决于企业破产的临界点,而这个临界点依赖于资本结构(负债与总

资本的比例)的选择,负债比例越高,企业破产的可能性越大,债权人越有可能获得“相机性控制权”,反之亦然。资本结构影响企业控制权的安排。

企业控制权在股东和债权人之间的分配对经理具有不同的意义,因为股东的控制方式与债权人有很大的不同。(1)股东控制下,股东通过“用手投票”、“用脚投票”方式来行使其控制权,以解决经理选拔和激励约束问题。当然,如果持股主体过于分散,主体权力在企业中将难以到位,这时企业将会被“内部人”控制。因此,资本结构合理化应暗合股权结构合理化。股权结构直接影响股东对经营者约束的有效性,也影响股东所有权约束的方式。因为在股份公司的某种股权结构下,所有者股东是“用手投票”还是“用脚投票”存在某种替代关系。如果股权结构十分分散,“用手投票”进行直接约束的效果较低,这时大部分股东会以“用脚投票”来替代“用手投票”,通过市场间接约束经营者,资本市场也会因此而变得很活跃;如果股权相对集中,则大股东或法人“用手投票”的约束效果明显,资本市场的间接约束作用就相对弱一些。(2)债权人控制下,一方面由于企业的商贸结算和贷款都是由银行进行的,所以债权人对企业资产负债信息的掌握比股东要更多、更准确;另一方面债权人对企业的控制通常是通过受法律保护的程序来进行的。对企业要么进行清算,要么进行重组。无论是清算还是重组,对在位经理控制权的威胁都要比股东控制下大。因为,“风险回避”的债权人比“风险偏好”的股东在解雇经理时更为积极、强硬。总之,资本结构在很大程度上决定着公司治理结构的有效性。如果某一特定的资本结构能够最有效地解决经营者选择及其激励问题,那么这种资本结构就是最优的。

当然,股权控制与债权控制所产生的对经营者的不同约束效果,也是以产权主体到位和市场完善为前提条件的。

综上所述,我们要说明的是,产权明晰是确保公司治理结构中产权主体到位,股东所有权的直接约束有效的前提,也是建立企业法人财产权制度的前提。只有建立企业法人财产权制度,才能确保经营者有效行使企业控制权;市场机制完善能保证真实、准确地评估公司价值和经营者业绩,从而使股东所有权的间接约束有力,激励约束机制有效,企业控制权的配置合理。因此,构建有效的公司治理结构应从国有资产产权体制改革与创新以及培育和发展市场入手,才能达到治本的效果。也才能从根本上解决国有企业深层次的问题,并真正搞好、搞活国有企业。

注释:

据北京《青年报》2000年4月24日报道,中国企业家调查系统1999年调查结果显示,所调查的企业中有2/3的董事长兼任总经理。

本文没有分析产品市场,并不意味着它不重要。

黄泰岩、郑江淮:《企业家行为的制度分析》,载《中国工业经济》,1998(2)。

张维迎:《企业理论与中国改革》,108、109页,北京,北京大学出版社,1999。

(作者单位:首都师范大学政法系 北京 100089)

(责任编辑:刘传江)