

教育部人文社会科学研究重大项目成果

辽宁大学“211工程”“十五”规划项目成果

▶▶ 转轨国家 产权改革与公司治理 研究

*PROPERTY RIGHTS
AND CORPORATE GOVERNANCE
IN TRANSITION ECONOMIES*

程 伟 冯舜华 徐坡岭◎著



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究重大项目成果

辽宁大学“211 工程”“十五”规划项目成果

转轨国家产权改革与 公司治理研究

程 伟 冯舜华 徐坡岭 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

转轨国家产权改革与公司治理研究/程伟, 冯舜华,
徐坡岭著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 6

(教育部人文社会科学研究重大项目成果. 辽宁大学
“211 工程” “十五” 规划项目成果)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 5900 - 5

I. 转… II. ①程…②冯…③徐… III. 公司 - 产权 -
经济体制改革 - 研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 049279 号

责任编辑：吕 萍 段小青
责任校对：徐领弟 张长松
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

转轨国家产权改革与公司治理研究

程 伟 冯舜华 徐坡岭 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 10.75 印张 280000 字

2007 年 6 月第一版 2007 年 6 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 5900 - 5 / F · 5160 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

表格索引	1
导 言	1
1. 转轨时期的公司治理问题	1
2. 研究的视角与方法	2
3. 结构安排	3
4. 主要结论	5
第一篇 概论	7
1. 产权结构与公司治理理论概述	7
1.1 产权理论与企业制度	8
1.2 公司治理理论	11
1.3 产权结构、公司治理与公司价值	18
2. 公司治理模式的比较	26
2.1 公司治理模式的分类	26
2.2 美国的公司治理模式	33
2.3 德国的公司治理模式	40
2.4 日本的公司治理模式	45
2.5 东亚国家的公司治理模式	47

3. 转轨国家产权改革与私有化理论	51
3.1 所有制改革是向市场经济过渡的必要条件	51
3.2 产权改革与竞争是建立有效市场经济的两个互补 因素	57
3.3 私有化的速度与途径	61
4. 关于转轨经济中公司治理的几个理论问题	69
4.1 “内部人控制”问题	70
4.2 公司治理问题的系统性和动态性	79
4.3 关于企业重建的理论	84
 第二篇 总论	 91
5. 转轨国家的私有化和产权结构演变	91
5.1 私有化的启动	92
5.2 多样化的私有化方式	98
5.3 迅速私有化后的产权结构	102
5.4 产权结构的进一步演变	113
5.5 产权结构演变的内在性及其理论解释	120
6. 转轨国家的公司治理与企业重建	126
6.1 转轨国家的经济业绩及其制度性因素	127
6.2 支持私有化企业有效运行的制度因素	132
6.3 波兰的公司治理	138
6.4 俄罗斯的公司治理	144
6.5 转轨国家的企业重建	150
7. 转轨国家的银行体系与企业融资	157
7.1 转轨初期的银行体制改革与坏账问题	157
7.2 20 世纪 90 年代银行危机及危机后的调整	163
7.3 银行体系的现状和发展前景	169
7.4 银行与企业的融资关系	177

8. 转轨国家的证券市场与企业融资	184
8.1 转轨国家证券市场的建立和发展	184
8.2 中东欧国家的证券市场和企业融资	190
8.3 俄罗斯的证券市场与企业融资	198
8.4 从公司治理看证券市场的问题	205
第三篇 分论	209
9. 俄罗斯的股份制和公司治理	209
9.1 俄罗斯股份制的形成与发展	209
9.2 股份所有制的结构	215
9.3 公司治理与企业重建	220
9.4 经济回升与存在的问题	226
10. 俄罗斯的股权集结与企业集团	229
10.1 俄罗斯金融工业集团概况	229
10.2 股权集结的阶段性进程	231
10.3 股权转让的主要方式	234
10.4 金融工业集团的内部结构	240
10.5 金融工业集团的经济作用	243
11. 捷克的公司治理及其启示	248
11.1 以“平等”为起点的产权改革与“捷克陷阱”	248
11.2 捷克公司治理的实践及其主要问题	253
11.3 关于转轨经济中公司治理模式的几点思考	260
12. 波兰“混合型”私有化与企业重建	264
12.1 所有制改造概况	265
12.2 私有化途径的主要特点	268
12.3 与公司治理要求相结合的大众私有化	274
12.4 私有化途径与经济绩效	277

13. 匈牙利的私有化与外资企业的作用	285
13.1 匈牙利私有化的特点：与捷克比较	286
13.2 各种不同所有制企业的绩效差异	291
13.3 外资企业的地位和作用	295
13.4 几点结论	301
14. 斯洛文尼亚的私有化和“职工参与”的公司治理	306
14.1 私有化的主要特点	307
14.2 私有化企业的公司治理结构	312
14.3 职工控制与企业绩效	317
参考文献	321

表格索引

表 2.1	公司治理模式的分类	29
表 2.2	各国公司普通股的持有结构 (1998 年, %)	41
表 2.3	东亚上市公司的股权结构 (以股票市价加权计算, %)	48
表 5.1	转轨国家私有化方式的比较	100
表 5.2	各种大私有化方式的效果比较	102
表 5.3	各国私有化和经济转轨的进展 (1998 年, %)	104
表 5.4	各转轨国家的首要 and 次要私有化方式	107
表 5.5	捷克共和国的两轮证券私有化交易	108
表 5.6	俄罗斯工业企业的股份结构变化 (%)	110
表 5.7	俄罗斯金融工业集团的专业化部门分布 (集团数)	116
表 5.8	职工租赁公司所有制结构的变化 (加权平均, %) ...	117
表 5.9	捷克共和国所有权改革途径的变化	119
表 5.10a	捷克共和国证券私有化企业的产权集中	120
表 5.10b	捷克共和国非证券私有化企业的产权集中	120
表 6.1	转轨国家实际国内总产值的增长 (%)	128
表 6.2	转轨国家经济增长的制度性因素 (2001 年)	130
表 6.3	转轨国家对企业的预算补贴 (对 GDP 的%)	135
表 6.4	转轨国家贸易和外汇交易的自由化	136
表 6.5	各种所有制结构的波兰企业的监事会人员构成 (%, 1999 年)	140
表 6.6	波兰各类公司的毛利率 (毛利润/销售额, %)	143
表 6.7	俄罗斯私有化企业中 CEO 的更换	149

表 7.1	一些转轨国家银行体系的存款利率与贷款利率 (%)	171
表 7.2	中东欧 5 国外资占商业银行总资产的比重 (1998 ~ 2002 年)	174
表 7.3	一些转轨国家与发达市场经济国家银行信贷发展水平的比较	178
表 8.1	中东欧国家股票市场的发展 (1995 ~ 2000 年)	187
表 8.2	中东欧国家股票和债券市场的主要指标 (2000 年)	191
表 8.3	一些中东欧国家与西欧国家机构投资者的发展 (资产对 GDP 的%)	194
表 8.4	一些中东欧国家和西欧国家企业固定资产投资结构 (% , 1999 ~ 2000 年平均)	195
表 8.5a	在华沙证券市场上市的全部波兰非金融公司的融资来源	197
表 8.5b	在华沙证券市场上市的全部波兰非金融公司外部资金的结构	198
表 8.6	俄罗斯的 RTC 指数与石油价格和道·琼斯指数之间的相关系数	199
表 8.7	俄罗斯 RTC 指数与美国道·琼斯指数的变动率 (%) 比较	200
表 8.8	俄罗斯企业在证券市场上得到的投资 (十亿美元)	201
表 9.1	俄罗斯工业中股份所有制的结构	216
表 9.2a	1999 年最大的工业公司经营效益	219
表 9.2b	2000 年上半年最大的银行经营状况	220
表 10.1	几家企业集团的主要经济指标 (2000 年)	240
表 10.2	1998 ~ 2000 年俄罗斯大公司董事会成员的变化 (%)	243
表 11.1	捷克共和国的大型企业私有化 (1996 年 6 月)	250

表 11.2a 东欧四国国内总产值的变化(%, 与上一年比较)	251
表 11.2b 东欧四国国内总产值的变化(1995 年为 100)	251
表 11.3 捷克证券私有化公司的所有权结构	255
表 12.1 波兰经济中私有成分比重的增长	265
表 12.2 公司监事会名额的分配	276
表 12.3 波兰各种所有制经济的经济效率	278
表 13.1 私有成分在三国增加值中所占的份额	288
表 13.2 中东欧三国大中型企业私有化途径的比较 (1995 年年末, %)	289
表 13.3 中东欧三国私有化过程中外国直接投资作用的 比较	290
表 13.4a 各类企业经济绩效的比较之一(使用复式簿记 的企业)	294
表 13.4b 各类企业经济绩效的比较之二(属于国家资产 管理局的企业)	294
表 13.5a 中东欧三国引进的外国直接投资流量(百万 美元)	296
表 13.5b 中东欧三国引进的外国直接投资存量(1999 年)	296
表 13.6 中东欧三国外资企业在国内外市场的竞争力(在 全国所占的比重, %)	298
表 13.7a 中东欧三国在欧盟 15 国进口中所占份额的变化	300
表 13.7b 匈牙利对欧盟 15 国出口结构的变化	301
表 14.1 几个先进中东欧国家的经济增长和经济转轨的 进展(1998 年, %)	306
表 14.2 各种不同所有制企业的经济效率	311
表 14.3 1996~1998 年斯洛文尼亚企业所有制结构的变化	313

导 言

1. 转轨时期的公司治理问题

随着前苏联和东欧国家经济改革的深入，如何在所有制变化过程中切实改善企业经营，重建市场经济的微观基础，成为转轨国家完善市场经济体制和争取经济状况根本好转的关键。新古典经济学在企业改革方面的一个基本观点是，一旦产权明晰，经济效率就会随之而来，因此，政府只要对原国有企业实行私有化就可以了。俄罗斯等独联体国家和东欧国家正是按照这一逻辑在转轨初期就迅速实行了私有化。但是，私有化后企业经营的实际结果使方案设计者大失所望，私有化了的企业并没有带来提高经济效率的明确结果。

20 世纪 90 年代中期以来，国内外经济学界热烈讨论了“转轨国家公司治理失败”问题，并取得了不少成果。有的经济学家认为，私有化后形成的新产权结构不合理，产生了公司的“内部人控制问题”，这是制约公司治理有效性的主要障碍（青木昌彦，1995）。也有人认为，这些国家的私有化方案和公司治理模式的设计，以“股东中心论”为基础，忽视了利益相关者的利益，自然会使他们采取不合作态度，导致所有者与经营者以及其他有关人员之间的委托代理关系无法走上良性循环的道路（斯蒂格里茨，1999）。还有经济学家指出，对于提高公司治理效率而言，竞争比

私有化更重要；企图通过迅速私有化实现产权制度安排立即到位，但与制度环境建设脱节。缺少有序的竞争性市场环境，是公司治理失败的主要原因（科德勒克，斯蒂格里茨，1999）。许多学者还强调，法律不完善和规制不健全，是转轨国家私有化后公司治理失败的决定性因素（小约翰·科菲、爱德华·格莱泽等，1999）。

上述这些探讨表明，转轨国家的产权结构、公司治理及其相互关系是一系列转轨演进中的新问题，它们的发展既遵循与发达市场经济相同的规律，又有转轨经济的特殊性。如果直接引用以发达国家为研究对象得出的现成理论和简单地移植西方经济的经验，往往无法解释转轨国家的新现象和新问题。这里存在着一个利用经济学基本理论、结合转轨国家实际进行新的探索的巨大空间。

2. 研究的视角与方法

（1）本研究的基本出发点

无论是在发达市场经济国家，还是在市场经济尚欠发达的转轨国家，产权结构、公司治理及其相互关系具有某种共性的特征，这是我们能够进行这项研究的基本立足点。

在社会经济发展过程中，产权结构与公司治理之间的关系是不断演进的。我们在观察这种演进过程时可以发现，无论是在市场制度的规则体系更加完善、更加提倡个人自由创新精神的美国，还是在更加提倡组织间协调的欧洲各国，抑或是在更加重视集体的日本，明晰的产权结构对公司治理的积极影响是显而易见的。公司治理绩效对一系列市场制度规则的依赖，特别是对市场制度的依赖，也是一种显而易见的事实。正因为如此，在原计划经济国家步入市场化进程后，都非常重视借鉴发达市场经济国家的产权制度和公司

治理经验。但这些经验被植入转轨国家后，产生了多种结果。特别是，大规模私有化之后，转轨国家公司治理中的失败，或者说是公司治理失效，是当初的转轨设计者所始料不及的。这提示我们，转轨国家的产权结构、公司治理及其相互关系可能存在不同于发达市场经济国家的约束条件。

剖析转轨国家公司治理与产权结构问题的特殊性，发现这些国家特有的公司治理约束条件，是本研究的基本出发点。

（2）本研究的理论与方法

本研究试图利用新制度经济学的产权理论、委托代理理论、契约理论以及公共选择理论等，结合转轨经济的具体制度环境进行研究。

在研究方法上，本研究沿着以下逻辑路线展开。首先，以发达市场经济为参照系，着力分析转轨经济条件下产权结构与公司治理演进的特殊性。其次，比较研究各转轨国家通过不同的私有化途径形成的不同的产权结构，以及它们所选择的不同的公司治理模式。再次，将各种产权结构以及与之相适应的公司治理结构的经济绩效差异作为研究的重点，从转轨经济的具体条件出发，把各种产权制度和公司治理制度是否有利于企业适应市场经济需要进行重建作为必要的中介性绩效来加以考察。最后，从对转轨经济中产权结构和公司治理结构演变趋势的实证分析中，发现其由市场效率诉求所决定的演进规律。

3. 结 构 安 排

本研究由三部分组成。第一篇为概论，第二篇总论，第三篇为分论。

第一篇概论，主要阐述研究所依据的理论基础和分析框架，共设4章。第1章概要地回顾一般的产权理论和公司治理理论的主要内容，这是我们需要利用的基础理论；第2章是公司治理模式的分类，为我们分析转轨国家的公司治理结构提供参考系。第3、4章则分别论述关于转轨经济的产权理论和公司治理理论。第3章重点论述了关于私有化动因、速度与途径及其在经济转轨中的重要性（私有化与建立竞争性市场的关系）。第4章着重论述3个反映转轨经济公司治理特点的理论问题，它们是：“内部人控制问题”；公司治理研究的系统性和动态性问题；公司治理与企业重建、经济绩效的关系问题。

第二篇总论，对转轨经济的产权改革和公司治理进行总体性的研究。第5章，在简单回顾转轨国家私有化进程的启动和方案形成过程的基础上，比较分析了俄罗斯和主要的中东欧国家采取的各种私有化途径，以及由此产生的不同的产权结构（表现在股权的集中与分散、内部人控制还是外部人控制、战略投资者的地位等方面）；然后，根据最新资料研究转轨经济国家产权结构的变化趋势，得出股权向战略投资者集中的某种趋同；最后，对这一趋势给出理论解释。

第6章是从总体上研究转轨国家的公司治理和企业重建。我们采取倒叙的方法，从列举转轨国家经济业绩开始，从分析支持私有化企业经济复苏和发展的各种制度性因素切入，然后具体到研究各转轨国家的公司治理制度。在对转轨国家公司治理结构的差别进行综合性论述后，分别设置专门的两节比较研究具有代表性的俄罗斯和波兰的公司治理结构。最后一节，将企业重建作为转轨国家公司治理的直接结果进行比较分析。

第7章和第8章考察了转轨国家的银行体制与证券市场，这是与公司治理模式选择紧密关联的两个方面。考察结果表明，无论是选择以银行为基础的德日模式，还是选择以市场为基础的美英模式，转轨国家目前都存在一定程度的条件欠缺。

第三篇分论，选择了具有代表性的一些转轨经济国家，进行国别性的产权改革和公司治理结构考察。共有 5 章，俄罗斯因是转轨经济大国，情况更加复杂，所以分两章加以分析。捷克、波兰、匈牙利、斯洛文尼亚四国的私有化和公司治理，由于不同的国情和采取不同的政策，而有各自明显不同的特点。

4. 主要结论

本项目研究得出以下三个主要的结论性意见：

首先，转轨国家要建立市场经济的微观主体，在企业改革中必须同时注重所有制结构的改革和公司治理结构的建立。明晰产权是建立有效公司治理结构的前提；但是，产权界定后，并不能自动地出现有效的公司治理。在建立效率导向的公司治理结构过程中，需要不断调整不适应的所有制结构。在转轨时期所有制结构与公司治理结构是一个不断互动的过程。如果说，转轨初期政治因素和公共选择力量曾经对私有化方案制定起重要作用的话，那么，对以后的所有制和公司治理结构演进起重要制约作用的却是市场经济的效率诉求。

其次，俄罗斯和东欧国家私有化方案的出台，大多受到当时政治因素的极大影响，为了使私有化快速实现，一般考虑私有化后的经济效率要求不够。普遍采用的“大众私有化”，即无偿地或以象征性低价将国有资产分给全体公民的做法，貌似“公平”，实际上对提高居民福利和收入分配均等并无益处。其负作用主要在于，不利于公司治理和企业业绩的改善。尽管俄罗斯、捷克和波兰三国具体情况有别，但是，它们实行“大众私有化”的公司都存在以下两个经营难题：一是分散程度很高的小股东缺少参与公司治理的激励机制和执行机制，不能形成所有者与经营者之间必要而有效的委托代理关系；二是采用这种私有化方法，不仅在私有化过程中企业

不能得到资金投入，而且在私有化以后也很难筹集到急需的资金，因为小股东没有资金实力，有能力的投资者又对这样的企业缺少获利的信心。从实证分析的资料看，匈牙利和波兰的有偿私有化的企业，特别是由有资金实力和经营实力的国内外战略投资者购买股权的公司，是企业重建和经营绩效较好的公司。

最后，转轨初期，转轨国家的公司治理模式都以发达市场经济国家为样板，直接移植它们的经验。比如，俄罗斯的公司治理以美国模式为样本，捷克、波兰等东欧国家则以德国模式为样本。结果都不理想。通过与相关的发达市场经济国家比较可以看出，转轨国家的制度环境具有一系列的特点，既缺少美国模式有效运行所必需的发达的资金市场，以及对小股东进行有效保护的法律体系，同时，又不具备德国模式发挥作用所需要的发达而健全的银行体系。因此，我们认为，转轨国家的公司治理模式不能简单地移植任何一种现成的模式，它们将更具有复杂性、多元性和动态性。