

China Corporate Governance Report(2005)
The Corporate Governance of Private Listed Companies

中国公司治理报告(2005): 民营上市公司治理

上海证券交易所研究中心

復旦大學出版社

中国公司治理报告(2005):

民营上市公司治理

China Corporate Governance Report (2005)

The Corporate Governance of Private Listed Companies

上海证券交易所研究中心

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理报告(2005):民营上市公司治理/上海证券交易所研究中心. —上海:复旦大学出版社, 2005. 9

ISBN 7-309-04701-X

I. 中… II. 上… III. 私营企业—上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 099708 号

中国公司治理报告(2005)民营上市公司治理 上海证券交易所研究中心

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编:200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 盛寿云

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 句容市排印厂

开本 787×1092 1/16

印张 13.5

字数 242 千

版次 2005 年 9 月第一版第一次印刷

印数 1—3 000

书号 ISBN 7 - 309 - 04701 -X/F • 1044

定价 30.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序

一年一度的《中国公司治理报告》即将付梓面世,我对此感到欣慰之余,亦体会到了未来责任更加重大。这一系列著作,自其诞生之日起,就肩负着如实记录中国上市公司治理改革与发展不寻常轨迹的使命,期望深入分析中国公司治理方方面面的问题,对中国公司治理机制的完善产生积极影响。过去两年的《中国公司治理报告》在社会上产生了良好的影响,已成为国内外研究中国公司治理问题的必读著述,我们为之深受鼓舞。

《中国公司治理报告》是上海证券交易所研究中心集体完成的,撰写这份年度研究报告已成为他们一项长期的重要工作。研究之道,贵在坚持。我所研究中心是国内最早对公司治理理论与实践问题进行系统研究的机构之一。1990年代,他们就完成了上百万字的公司治理研究论著,对数十家上市公司进行了实地调研和案例研究,并于2000年开创性地推出了《上海证券交易所上市公司公司治理指引》。2003年,鉴于中国公司治理运动进入了一个全新的发展时期,他们又及时地推出了第一份《中国公司治理报告(2003)》。该报告全面论述了数年来中国公司治理取得的重大进展和存在的基本问题,并积极而慎重地提出了完善中国公司治理机制的若干对策。2004年和今年,他们把董事会独立性与有效性和民营上市公司治理机制分别作为研究主题,从而对有关问题予以了更深入的挖掘,针对性更强,也更具参考价值。

目前,民营上市公司已成为推动我国证券市场发展的重要因素,以沪市为例,沪市民营上市公司数量在沪市的比重已超过四分之一。我相信未来,特别是在政府下决心解决股权分置的新形势下,民营公司在我国证券市场中的地位将越来越重要。在这种背景下,我们重点探讨民营上市公司治理机制,无疑具有重要的理论与实践价值。

本报告的研究结论颇令人忧心忡忡。研究结果表明,国内民营上市公司盈利能力和公司治理状况总体上比非民营上市公司差。从内部治理机制看,民营上市公司家族控制、关键人控制现象十分明显,所有权与控制权的偏离更加显著,大股东侵害小股东利益的情况也屡见不鲜,而且,从信息披露角度看,民营上市公司信息披露违规情况总体上也比非民营上市公司严重。在盈利指

标方面,民营上市公司的盈利能力也大大低于非民营上市公司。

本报告的研究结论并不是试图否定民营上市公司,而是期望发现造成民营上市公司表现不佳的内外因素。事实上,国内民营上市公司业绩欠佳是有多方面原因的。

一方面,很多优秀的民营企业没有上市或在海外上市。以净资产收益率指标为例,2003年我国规模民营企业前500家的净资产收益率平均为14.1%,是境内沪市民营上市公司3.9倍,而在海外上市民营企业2004年平均净资产收益率是境内沪市民营上市公司2.4倍以上,这说明很多优秀民营企业没有在国内上市。

另一方面,我们的研究也表明,民营上市公司表现不佳与其所处的外在环境有关,是与我国缺乏有效的财产权利(特别是股东权利)保护机制密不可分的,因为在这种背景下,民营上市公司比非民营上市公司有更强烈的动机去剥夺公司(或小股东)的利益。

一个相对完善的财产权保护制度环境首当其冲的是法律环境。我国目前已出台了大量保护股东权利的法律和法规,推出了诸如累积投票、分类表决、独立董事等有关制度,证券市场民事赔偿制度等也开始起步。然而,总体上看,立法环节上仍有待完善,而守法、执法方面则更需要加强。明代政治家张居正尝云:“天下之事,不难于立法,而难于法之必行;不难于所言,而难于言之必效。”看来古可以为今用。

中国公司治理机制的完善,需要全社会的积极参与,需要长期艰辛的努力。改革艰难百战多,笃志力行功业成。我们期望,本报告的出版将对完善我国民营上市公司治理机制和我国资本市场的长期健康发展产生积极的影响。

上海证券交易所总经理 朱从玖

2005年6月

摘 要

新中国民营经济(不含外资)的发展,是从改革开放后开始逐步复苏的。在其后二十多年中,民营经济的力量迅速壮大,民营经济占国内生产总值的比重约 50%。一些民营企业经过改制或收购成为公众公司,成为我国证券市场的一股新生力量。这些民营企业控股(或公司最终控制人为自然人)的上市公司,即本报告所说的民营上市公司。至 2004 年底,在上海证券交易所挂牌的民营上市公司数为 212 家,占沪市上市公司总数四分之一强,其总市值占沪市 11.34%,流通市值占沪市 16.82%。

在公司治理机制方面,民营上市公司已建立了形式上较为完整的公司治理架构,这一点同非民营上市公司并无显著差别。但是,一方面,由于民营上市公司控股者与公司存在更紧密的利益联系,使得民营上市公司不像国有控股上市公司那样缺乏自我监督机制和存在严重的代理问题;另一方面,由于我国尚缺乏有效的股东权利保护机制,使得民营上市公司控股股东比国家更有激励去侵占非控股股东的财产(利益)或把公司财产据为己有,也就是说,民营上市公司控股股东滥用控制权的道德风险可能更加严重。这使得我国民营上市公司在治理机制上存在如下五个突出特点。

第一,民营上市公司所有权与控制权的偏离较非民营上市公司更加严重。我国民营上市企业最终控制人多采用金字塔方式以实现用较少的投资控制较多的企业股份的目的。平均而言,最终控制人对企业的投入为 22.42%,而其控制权则为 34.32%。这种所有权和控制权的分离对企业绩效带来了负面影响。

相对于一般民营上市企业,民营企业系的所有权和控制权结构更为复杂。民营企业通过控制多家上市公司加剧了控制权与所有权的分离,对上市公司绩效的负面影响也更大。部分民营企业造系者利用中国股市的制度缺陷和法律漏洞,以产业整合或产业多元化为掩护,利用企业系中复杂的股权关系,掏空上市公司或操纵股价,严重影响了证券市场的稳定、健康发展。

第二,民营上市公司中广泛存在家族控制和“一个人说了算”的家长式决策现象,这一方面导致公司缺乏有效的内部风险控制,同时也损害了公司中小

股东的合法权益。

第三,在激励机制方面,民营上市公司普遍存在如下两个特点:一是对高管采用股权激励的比例较低,这和民营公司在股权激励和年薪激励之间的选择偏好有关;二是外部董事薪酬大多数采取津贴形式,这使得外部董事所得到的激励与他们承担的法律风险完全不对等,不能有效地激励外部董事在公司董事会决策中发挥作用。

第四,在信息披露方面,民营上市公司违规比非民营上市公司更多,重复违规的比例也较高。民营公司信息披露的违规动机主要体现在“掩盖公司的违规行为”和“保牌需要”两方面。由于股权分置问题,民营上市公司通过隐瞒或发布虚假信息影响公司股价的动机并不明显。

第五,在公司业绩方面,总体上看,民营上市公司经营状况和盈利能力不如非民营上市公司。如 2003 年和 2004 年两年,民营上市公司的销售回报率、净资产回报率、总资产回报率和人均销售收入等指标平均均低于非民营上市公司。

国内民营上市公司治理与盈利能力较差是与以下两个因素直接相关的。

第一,基于融资偏好、上市制度、上市成本等因素的原因,很多业绩优秀的国内民营企业没有(在国内)上市。根据全国工商联 2003 年度上规模民营企业调研数据,前 500 家民营企业的净资产收益率平均为 14.1%,远高于同期国内民营上市公司 3.1%的净资产收益率水平。这说明很多优秀的民营企业没有上市。另一项数据则显示,2002 年中国民营企业前 50 强中,有 28 家公司没有上市(或没有控股上市公司)。

第二,不少优秀的民营企业选择赴海外上市。有关研究显示,在海外上市民营企业平均净资产收益率远高于在国内上市民营公司,前者是后者的 2.4 倍。

以上分析说明,民营上市公司治理和业绩并不必然会比非民营上市公司好。基于国内民营上市公司发展现状及其在治理机制上存在的问题,本报告提出以下八点建议。

第一,改革完善公司治理所必需的外在环境,建立有效的财产权利保护和股东权利保护机制,并在此基础上完善民营经济发展的制度环境,在行业准入、直接与间接融资渠道等各方面给予民营企业与国有企业平等的待遇。

第二,鼓励自然人持股公司直接整体上市,降低所有权和控制权的分离程度,从而有助于降低最终控制人的道德风险,减少不当关联交易、资金占用和违规担保等可能发生的行为。

第三,完善上市公司最终控制人的信息披露制度,保证其准确性和及时

性,如应明确公司的实际控制人就是指最终控制人,并完善相关的认定标准,对采用信托方式间接控股以及通过其他私下协议、私下安排等方式控制公司的人也应纳入披露范围等。

第四,加强对控制权和现金流权分离程度较高公司行为的监管,特别是应加强对其再融资行为、关联交易、对外担保、信息披露、少数股东权益保护、同业竞争、股权变化等方面的监管,使其有比较透明的信息披露。

第五,在“国退民进”中加强对民营企业收购行为的监管,如重点关注收购资金来源的合理合法性,严防其从控股的上市公司套取资金用以收购其他上市公司等。

第六,强化董事及高管人员所承担的民事责任,加大刑事处罚力度。民营上市企业所有权与控制权分离的现象较为严重,因此,要有效制约最终控制人的侵害公司(小股东)利益行为,必须借助法律手段,如通过立法和司法解释细化证券违法行为的民事责任,并强化刑事责任,以打击董事和高管滥用公司财产、转移股东财富的行为。

第七,在加强监管、完善法制的同时,逐步改革国内公司上市制度,降低上市成本,使得更多的优秀民营上市公司在国内证券市场挂牌上市,使国内投资者能够更多地分享中国民营经济快速发展的成果。

第八,加快推进股权分置改革,降低非流通股在民营上市公司中的比重,最终使非流通股淡出证券市场,以促进股权市场和公司控制权市场的正常发展,提高资本市场效率。

Executive Summary

The private sector resumed growth gradually after China's reform and opening up to the world economy. The following twenty and more years witnessed its vigorous growth and today it (excluding foreign investment) contributes to nearly half China's GDP. Some of the private enterprises were listed after restructuring and have become a new force in the securities market. These privately controlled listed companies (whose ultimate controllers are natural individuals) are the private (ownership) listed companies referred to in this report. In the Shanghai Stock Exchange market, 212 private ownership listed companies account for 1/4 of the number of all the listed companies, their capitalization accounts for 11.34% of total market capitalization, and their floating capitalization accounts for 16.82% of total floating capitalization.

Similar to other listed companies, a comprehensive set of corporate governance practice has been adopted by these private listed companies. However, on the one hand, controlling shareholders have strong interest in these companies so that agency problem is less severe compared to state controlled listed companies. On the other hand, because of a lack of effective protection of shareholder rights, these companies are more likely to misappropriate assets of other shareholders, i. e. the moral hazard become a bigger problem as controlling shareholders abuse their power. In summary, the prominent characteristics of corporate governance of these companies are listed below.

Firstly, differences between ownership and controlling interests are more severe in private ownership listed companies. The ultimate controller of these companies usually adopts a pyramid group structures to maintain control with lower investment. On average, the ultimate controller only needs to invest 22.42% of a company in order to control 34.32% of its interest. Such differences between ownership and controlling interests bring negative impact on

company's business performances.

Even more complicated are the ownership and controlling interest of private conglomerates. They have widened differences between listed companies' ownership and controlling rights through the control of a few listed companies and thus have exerted negative influences on their business performances. Some of these conglomerates disguise themselves in the process of industry integration and diversification, and take advantage of the regulation loopholes. They tunnel company assets and manipulate stocks through their complicated relationship within the conglomerate. These severely undermine the stability, health and development of securities markets.

Secondly, family control is widely spread in private ownership listed companies and is reflected in a lack of democratic decision making process as a key person determines everything. This leads to a lack of internal risk control mechanism and affects the rights of medium and small investors.

Thirdly, in the incentive aspect, private ownership listed companies tend to have lower equity based compensation, this may have something to do with management's preference of salary based compensation; the external directors mostly are paid by cash, and legal responsibility is therefore not commensurate with their compensation, undermining their effective roles in the company's board meeting decision process.

Fourthly, in terms of information disclosure, private ownership listed companies perform relatively unsatisfactorily and the percentage of repeated violations is high. Their motivations in these violations mainly come from an intention to "hide company bad deeds" and "protect company image". However, because of untradable share issues, their incentive to conceal information or disclose false information will not be strong.

Fifthly, in terms of financial performance, listed non-private ownership companies perform better than private ownership listed companies. For example in 2003 and 2004, the gross sales margin, the return on equity, the return on total asset, and the sales per employee of listed private companies are all below those of non-private listed companies.

The main reasons that domestic private listed companies perform less favorably in terms of corporate governance and business outcomes are directly related to the following two factors.

Firstly, due to different preferences of financing channels, the unfavorable listing requirements, and high listing costs, many private enterprises have not become listed in the domestic market. According to 2003 statistics by National Industry Association, the top 500 private enterprises averaged 14.1% in terms of return on equity, far exceeding the 3.1% of listed private enterprises. Many outstanding private enterprises have not been listed. Another statistic shows that in the top 50 private enterprises in 2002, 28 have not been listed and neither are the subsidiaries of their control.

Secondly, many good private companies choose to list overseas. Research has shown that average return on equity of private enterprises listed overseas is 2.4 times of that of domestically listed private enterprises.

The above analysis has shown that corporate governance and business performance of listed private companies are not necessary better than that of other listed companies. Considering their status quo and problems in corporate governance, this report raises the following suggestions:

Firstly, the external environment for good corporate governance must be improved. This shall include setting up effective property and shareholder rights protection and improving a fostering regulatory environment to allow these companies the same status as state enterprises in industry entry and direct and indirect financing.

Secondly, natural person shareholding companies should be encouraged to list with all their assets to ease problems from the differences between ownership and control. This will help lower moral hazard risks associated with the power of the ultimate controller and will help reduce illegal activities associated with related-party transactions, fund misuse and guarantees that violate regulations.

Thirdly, the information disclosure on the ultimate controller of listed companies must be accurate and timely. For example, regulations need to clarify the test rule for the ultimate controller, and include other activities such as indirect control through trust agreement and other private agreements as information to be disclosed.

Fourthly, regulations on companies with strong separation in controlling rights and cash rights should be strengthened, especially with regard to refinancing, related party transaction, guarantees, information disclosure, mi-

nority shareholder rights protection, competition within the industry, and ownership changes so that a more transparent information disclosure system is in place.

Fifthly, regulations should be strengthened in the mergers and acquisitions related to private ownership companies during the decentralization process, for example, the funds used in M & A should be checked against its legitimacy and regulations should prevent private ownership companies from using controlling listed company's funds to buy out other listed companies.

Sixthly, both the civil liability measures and criminal punishment measures need to be strengthened for directors and executives of listed companies. As ownership and controlling separation is severe for listed companies of private ownership, there must be effective constraints to curb any activities that affect company's (small investors') interest. Legal measures are needed, such as detailing the civil responsibilities of securities market illegal activities through legislative means, and toughening of criminal punishment to deter directors and executives from misusing company assets and tunneling shareholder's wealth.

Seventhly, the listing rules should be revised along with the strengthening of regulation and legal environment to lower listing cost and attract good private enterprises to list on domestic market and to allow domestic investors to contribute to and share the fruit of the development of private sectors.

Lastly, the reform on the untradable share issues must speed up. The percentage of untradable shares should gradually decrease to zero so as to promote the healthy development of the market for corporate control and improve the efficiency of capital markets.

目 录

摘 要	1
Executive Summary	1
第 1 章 引言：财产权利与公司治理	1
第 2 章 民营经济与民营上市企业发展	12
第 3 章 民营企业上市与再融资	28
第 4 章 民营上市公司的所有权与控制	69
第 5 章 民营上市公司股东大会与董事会运作	93
第 6 章 民营上市公司薪酬与激励	117
第 7 章 民营上市公司信息披露	131
第 8 章 民营上市公司业绩与市场表现	143
参考文献	171
附录一 相关统计数据	175
附录二 2004 年中国公司治理大事记	187
附录三 相关政策文件	190
后 记	198

第1章 引言：财产权利与公司治理

2004年6月,我们在完成《中国公司治理报告(2004):董事会运作与效率》后,便将研究视角转向了中国的民营控股上市公司治理机制问题。自20世纪80年代我国开始市场化改革以来,中国的民营经济得到了十分快速的发展。截至2004年上半年,我国民营企业数量高达334万户,民营经济(不含外资)占国内生产总值的比重达48.5%^①,从业人员达到4714万人。一些民营企业经过改制成为公众公司,在我国及海外证券市场挂牌上市,成为推动我国证券市场发展的重要因素。

本报告讨论的民营上市公司系指民营企业直接或间接控股的在证券交易所正式挂牌交易的股份有限公司,即公司最终控制人为自然人的上市公司。^② 根据这一标准,至2004年底,在上海证券交易所挂牌的民营上市公司数为212家,占沪市上市公司总数四分之一强,其总市值占沪市11.34%,流通市值占沪市16.82%。

既然研究的是民营上市公司的公司治理问题,一些理论问题便似乎无法避免。这是因为在研究之先,我们似乎设有一个隐含的研究前提:民营上市公司与非民营上市公司(后者包括国家直接控股上市公司、国有企业控股上市公司、集体控股上市公司或集体企业控股上市公司四种情况)在治理机制方面存在若干不同。本报告的目的便在于甄别并解释这些不同。由于民营上市公司与非民营上市公司之间的本质区别依定义就是最终控制人拥有的财产权性质不同,即一为私有财产,一为国有或集体财产。因此,之前的研究假定便转

^① 2002年,按生产法计算的内资民营经济占GDP比重为48.5%,外商和港澳台投资企业占GDP比重约14%—15%。引自黄孟夏主编:《中国民营经济发展报告(2003)》,社会科学文献出版社2004年版,第9页。

^② 2004年12月,中国证监会对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则(第2号)》相关条款进行了修订,要求上市公司在年报中披露控股股东及实际控制人情况。《准则》要求,对公司控股股东(包括公司第一大股东,或者按照股权比例、公司章程或经营协议或其他法律安排能够控制公司董事会组成、左右公司重大决策的股东),若控股股东为法人的,应介绍名称、单位负责人或法人代表、成立日期、注册资本、主要经营业务或管理活动等;若控股股东为自然人的,应介绍其姓名、国籍、是否取得其他国家或地区居留权、最近五年内的职业及职务。如报告期内控股股东发生变更,应列明披露相关信息的指定报纸及日期。公司还应比照上述内容,披露公司的实际控制人情况,并以方框图的形式披露公司与实际控制人之间的产权和控制关系。实际控制人应当披露至自然人、国有资产管理部门或者其他最终控制人为止。

化为另一个理论问题,即不同性质财产权与公司治理关系问题。

本引言的目的旨在为这一理论问题的解决提供一些线索。在以下的章节中,我们试图回答如下四个问题:

1. 在理论上和实践上,最终控制人拥有私有财产权的上市公司治理与运作绩效是否比最终控制人不拥有私有财产权的上市公司好?
2. 如果对第一个问题回答“否”,那么是什么原因?
3. 如果对第一个问题回答“是”,那么需要什么条件?
4. 如果以上提到的条件不具备时,情况会如何?

二

财产权利概念与公司治理问题的起源

为明确财产权利与公司治理的关系,首先需要明晰财产权概念的内涵和外延。

作为权利,财产权利涉及的是人与人之间的关系,即人们之间涉及物(特别是物的使用)的关系。霍诺(A. H. Honore, 1961)在一篇论财产权概念的经典论文中提出,完整(Full)或自由的(Liberal)所有权概念存在于所有成熟的法律体制中。完整所有权包括如下 11 项要素:(1) 占有权(the right to possess),指对所占有的物予以排他性的、物理上的控制^①;(2) 使用权(the right to use),指对该物的个人享有或使用;(3) 管理权(the right to manage),指决定如何或由谁来使用该物;(4) 收益权(the right to the income),指享有由于个人对该物的使用或允许他人使用而产生的收益;(5) 资本权(the right to the capital),指转让、消费、浪费、改造或毁坏该物的权利;(6) 安全权(the right to security),即免于被剥夺的权利;(7) 遗赠的权力(the incident to transmissibility),指有权将所有之物遗留或赠与他人;(8) 无期限限制(the incident of absence of term),即对某物拥有所有权不应有时间上的限制;(9) 禁止有害使用(the prohibition of harmful use)^②;(10) 执行判决的义务

^① 即使某物不能在物理意义上被控制(如无形资产),也可以作类似理解,即排除任何其他人使用该物或从该物获益。

^② 瓦尔德隆认为,“无害使用”是一般的义务,是“对行动的一般背景限制”(Waldron, 1990, p. 49)。这种解释并不精确,我们可以考虑如下野狗和家犬的情况:野狗咬了人,无人需就此负责,但家犬咬人则主人须负责。因此,与其说是禁止有害使用问题,不如说是在无罪人的情况下,由某人财产所造成的伤害责任应由谁承担的问题。如 A 拆下我的窗户伤害他人,需要负责的是 A,但如果我的窗户自行落下,伤害了他人,则我需要就此负责(或转移追究建筑商的责任)。

(liability to execution),即有责任用该物来偿还债务;(11) 剩余特征(residual character),如存在规则使得失效的财产权利回归原主。

以上 11 项要素包括权利、义务和权力三种因素。^① 占有权是一种主张权利,即其他人有义务不干预我的占有。使用权主要是一种自由权利,但通过权利主张(排除他人干预)得到强化。管理权、收入权和资本权是部分自由、部分权力,并均通过主张权利得到支持。安全和无期限与其他人的无能力相关,是一种豁免权。遗赠是一种权力。无害使用是义务。

完整所有权要求上述 11 项要素集中于某一个权利拥有人,然而在现实世界,所有权的分割是十分普遍的,并成为现代经济一个不可或缺的因素。股份有限制度是现代经济的基本组织形式,其核心特点就是:股票的拥有和公司的管理决策相分离,大部分股东实际上不参与公司的日常经营管理。换句话说,股份公司股东的所有权是分割的。所有权的分割或所有权要素的分离(如占有权、使用权与管理权、收益权的分离)和所有权的不完整导致了公司治理问题的产生^②。

两种财产权利观念以及由此看公司治理问题

完整所有权是一种理想的财产权状态。最接近这种理想状态的所有权是私人所有权。私人所有权是积极财产权利和消极财产权利的结合。所谓积极财产权利,是指财产所有者对财产的处理取决于自己而不是外在强制力的权

① 从权利关系角度看,权利存在如下几种情况:主张权利(claim right,指必须伴有他人义务的权利)、自由(liberty,指其他人对权利拥有人不存在主张权利,且权利拥有人也不存在义务的权利,如比赛获胜的权利)、权力(power,伴随他人的责任,或改变他人权利、义务关系的权利)、豁免(immunity,豁免权利的存在伴随他人的无能力,权利拥有人相对其他人的权利而言不存在责任)和接受者权利(recipient right,指没有特定义务持有者的权利主张,如妇女的堕胎权)(参阅Becker, 1977, Chapter 2)。

② 早在 1776 年,亚当·斯密就论述了公司所有权和控制权的分离。他指出:“股份公司的经营,例由董事会处理。董事会在执行任务上固不免受股东大会的支配,但股东对于公司业务多无所知,如他们没有派别,他们大抵心满意足地接受董事会每年或每半年分配给他们的红利,不找董事的麻烦。这样省事而所冒危险又只限于一定金额,无怪许多不肯把资产投资于合伙公司的人,都向这方面投资。因此,股份公司吸收的资本通常超过任何合伙公司。……不过,在钱财的处理上,股份公司的董事为他人尽力,而私人合伙公司的伙员,则纯是为自己打算。所以,要想股份公司董事们监视钱财用途,像私人合伙公司伙员那样用意周到,那是很难做到的。有如富家管事一样,他们往往设想,着意小节,殊非主人的光荣,一切小的计算,因此就抛置不顾了。这样,疏忽和浪费,常为股份公司业务经营上多少难免的弊害。”(《国富论》下册,第 303 页)

首次明确提出“所有权与控制权相分离”论点的经济学家是贝利和米恩斯(Berle & Means, 1932)。他们通过对美国最大的 200 家工业公司的考察发现,在 1929 年末,这些公司的股票所有权分散现象十分显著,在这 200 家公司中,只有 11%(资产价值为 6%)的公司由个人或关系集团持有大部分股票,44%的公司(资产价值为 36%)中,占支配地位的是少数股东,其余 44%的公司(资产价值占 58%)股票所有权十分分散,公司的管理层事实上已经掌握了公司的控制权。贝利和米恩斯在其经验研究的基础上,明确提出了“所有权与控制权相分离”的论点。

利;所谓消极财产权利,即免于剥夺、不受干预的权利。^①

对某物拥有积极财产权利意味着权利拥有人拥有:(1) 使用权,即有权使用该物;(2) 管理权,即决定如何或由谁来使用该物的权利,权利拥有人可允许其他人使用;(3) 转让权,即权利拥有人有权把前两项权利永久转让给特定的其他人。收入权是一种来自使用权或管理权的派生权益,而占有权则是与使用权紧密结合在一起的。对于积极财产权利而言,权利拥有人需要有相应的义务,比如其使用财物对他人造成某种伤害时,权利拥有人应就此负责。

对某物拥有消极财产权利意味着权利拥有人拥有:(1) 免于剥夺的权利;(2) 使用积极财产权利不受干预和限制的权利;(3) 补偿性权利,即当上述第(1)和第(2)项权利受到侵害时,必须得到足够的补偿。持有消极权利无须伴有相应的义务。

积极财产权和消极财产权构成了两种基本的财产权利观念。在完整的财产权中,积极财产权和消极财产权是融合在一起的,此中有彼,彼中有此。积极权利是一种自由权,但通过消极权利得到强化,缺乏消极权利的积极权利是不完整的。例如,在完整的财产权中,占有、使用即为排他性的占有和使用,不受外在因素的干预。^②

从理论上,按照所有权的归属(即权利拥有人的性质),可以将财产权区分为如下五种情况^③:

(1) 私有财产,即特定个人拥有的财产,权利持有者理论上可持有完整的所有权。

(2) 积极共有财产,即某物为共有,且每个人均有一个明确界定的份额。^④股份共有是一种特殊形式的积极共有。在股份共有制度下,股东不直接占有和使用公司的资产,占有和使用权实际上是由公司管理层行使的,但股东对公

① 从权利持有角度看,霍诺提出的完整所有权 11 项要素只有 6 项是与直接权利相关的。占有权、使用权、管理权、资本权和遗赠权涉及积极的权利,安全权涉及消极的权利。其他数项基本上属于派生权利或非权利相关要素:收入权是派生于积极权利(如使用权)的一种权利;无期限限制是附加条件,可附着于积极权利和消极权利;无害使用(或伤害他人须予以补偿)和执行判决义务与权利不直接相关,这两者是义务,而非权利;剩余特征是上述权利的再现(补充性的权利)。霍诺忽略了消极财产权利中的补偿性权利,如财产遭受剥夺或损害而要求得到补偿的权利。补偿权利是消极财产权利的重要组成部分。

② 必须注意的是,消极财产权利不能单独存在,即任一财产制度,无积极权利,则不可有消极权利。

③ 新古典经济学按名义所有权把财产分为四种情况:为特定个人所拥有的可控制其使用的私有财产;为一群明确的个人集体拥有的共有财产(这些个人间存在某些决定在集体内的个人使用该财产的治理结构);以公民的名义拥有国家财产,其使用由政府的代理者决定;以及无人拥有且可被任何可在物理意义上使用该物的任何人使用的公有财产(open access property)(参阅 Bromley, 1991, p. 4)。这种区分不够精确。

④ 普芬多夫区分了两种形式的共有财产:物被积极地共有(即共有,且每个人均有一个明确界定的份额)和消极地共有(无人所有,但每个人均可平等地使用)(参阅 Samuel B. Von Pufendorf, 1672, Chapter IV, Book IV)。