



第 1 章

引 言

1.1 西方企业理论的研究重点及不足

现代企业理论的诞生源于对西方新古典经济学的反思。新古典微观经济学（即厂商理论）的最大功用在于将企业定义为一个生产函数，并将企业的目标定义为利润最大化，这样通过对价格、成本等之间的函数关系，将企业描述一个联结市场的一个生产函数，从而形成一套十分精美的数学逻辑。这也就是人们所常说的，在新古典经济学看来，企业只是一个“黑箱”，它是投入与产出一个过程函数或技术关系。一句话，在新古典经济学看来，它只有生产，没有生产关系。

然而当人们试图打开黑箱以研究其内部结构时，不难发现，企业其实是一个十分复杂的关系网，维系企业内部之间及企业内部与外部对接关系网间的是一系列完全或不完整的合同和契约，企业是这一系列合同中契约的有机组合（*nexus of complete or incomplete contracts*），而构成这一系列合同或契约的核心是产权。因此，现代企业理论，尤其是交易费用理论和代理理论，都是从产权及其契约关系入手的。

从交易费用理论中我们得到什么

（一）科斯理论及其不足

交易费用理论源于科斯。科斯将企业视作对市场的替代，在他看来，企业之所以产生，主要是因为企业内部的权威（即企业家）能替代市场机制及其价格作用，从而从社会范围内节约交易费用。因此，企业与市场的关系是一个相互替代的关系，这种替代关系及由此而形成的对交易费用的计量，在某种程度上确定了企业的边界，即当通过企业内部组织与指挥所发生的交易费用等于市场上等量的交易费用时，企业已达到最佳（也是最大）边界。但是科斯的的企业理论，从现代眼光看来过于简单，尽管他在研究范式上进行了革命性的转变（这也是科斯之所以成为科斯的过人之处，及对后来者研究企业理论的重大贡献之处），但它至少还没有真正地从新古典经济学的圈子中走出来，主要表现在：第一，他没有也不可能真正地将研究的目光直接对准企业内部结构上，从而还是在企业与市场这两种不同制度或机制的作用空间进行区分；第二，他没有将交易费用概念直接细划到企业内部的各项交易之间，从而也就不可能直接确定交易费用到底包括什么及如何计量；第三，由于上述两种缺陷，他不可能提出直接指挥企业内部交易的权威是如

何形成的，即由谁来赋予其权力，及如何保证这一权力的合理行使。

（二）交易费用理论的进一步深化

其实，当人们将目光对准企业内部组织及其交易时，人们不难发现，企业内部的交易行为及交易费用的发生，其实在一定程度上都是组织关系、权力分配的结果，在这一点上，后来的经济学家对企业本质的探索更为本质化了。如，一般均衡企业契约模式（杨小凯、黄有光，1994）将企业所有权的内部结构与产品定价成本联系起来，同时将企业组织形式与交易效率联系起来，得到了一些关系企业的精致的答案。在他们看来，企业作为促进劳动分工的一种形式，只要其劳动分工所得的经济收益增量大于交易费用增量，企业就可能产生。在这一理论的进一步研究中，人们发现所有权结构（即质的方面，也即所有权的权力结构与安排）可能对改进交易效率有用。以企业内部管理者为例，当管理者只被作为雇用对象而提供管理服务时，信息不对称性造成了很难对其努力程度进行计量，因此这种管理服务性劳动的交易效率就比生产最终产品的工人劳动的交易效率低，因此，在难以对管理者的管理质量与服务水平进行直接定价的条件下，如果由管理者取得剩余索取权，即通过对管理者的管理服务进行间接定价，可能更为可取。“由于对管理服务直接定价的成本过高，使得企业的剩余索取权最好由管理者获得”（张维迎，1997），可以说是直接对这一间接费用定价理论的延伸。

交易费用理论的最大贡献要数由威廉姆森（1975，1979）、泰若尔（1986）、格罗斯曼及哈特（1986）、莫尔（1990）等所提出的不完全合约理论。其中心议题是不完全契约及资产专用性导致机会主义行为，因此企业的产生在于纵向一体化并消除

或减轻这种机会主义行为。其代表人物哈特直接在《企业、合同与财务结构》一书（1998）的导言中指出，“企业产生在人们无法拟订完全合同，从而权力或控制的配置变得十分重要的地方”，“权力是一种决不当浪费的稀缺资源”。可见，哈特的交易费用理论直接进入到企业的内部，将企业内部的权力配置视为企业制度的内核。如果权力由很多人拥有，由于极有可能谁也没有激励去积极地行使权力，最典型的例子是由许多小股东组成的上市公司，这些股东们不可能亲自管理公司日常事务，所以他们授权给董事会和经理人员，这就形成了权力行使真空和股东“搭便车”行为，因为经营及业绩改善所得将由全体股东分享，而成本却由少数积极去监督的股东来承担，因此单个股东没有监督经营的激励，从而最终导致上市公司经营者们可以相当自由地追求自身的目标，如帝国营造和享受特权等。为了改变这一状况，哈特在其著作中用了大量的篇幅来介绍两种可能有效地改善业绩的“自动机制”，即债务（与破产相结合）和接管。这一论点与简森等人提出的债务在公司内部治理机制与资本结构调整中的功能以及接管对社会资源再配置的论述是一致的^①。债务对减少经营者不良行为主要通过以下机理来传导，即债务会对经营者施加了一种硬预算约束，即如果公司有大量负债，则经营就面临着一个简单的选择，要么减少偷懒，要么走向破产，选择的结果极可是经营者为保住位子（management entrenchment problem）而减少偷懒。接管对经营者的激励主要是通过以下机制而发生作用的，即，假如一家

^① Michael C. Jensen, 1987. "The takeover controversy: analysis and evidence", *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, edited by Donald H. Chew, Jr. McGraw-Hill, Inc. 1993, PP465.

公司管理不善，则极有可能存在潜在的接管者积极地购买大量的股权，以改良业绩，从而使购入的股份或选票权产生利得，这种威胁可迫使经营者积极采用更为主动的并符合现时股东利益的行为。

在哈特的理论中，剩余控制权是其核心，他认为只有将剩余控制权（即在不完全合同条件下，无法在合同明确但实际由经营者控制企业资源及配置的权力）与剩余索取权（即对资源的最后收益享受分配及受益的权力）相配比的情况下，才能保证经营者具有足够的激励去经营好企业，这样的权力配置是有效率的。而为什么要将剩余控制权与剩余索取权作如此配比，一方面是因为经营者的行为及其后果很难在合同中明确（即合同的签约成本很高，交易费用很大），另一方面则是由于经营者的事中与事后结果很难监督（或监督成本很高），因此，最好的配比结果应当是由具有剩余控制权的经营者同时具有剩余索取权，即在一定意义变成两权合一。

一句话，在哈特眼里，不完全合同要求企业必须重视所有权的结构配置，其基本的政策含义则是，在经营者层面上要保证剩余索取权与剩余控制权相结合，同时辅助以债务合约及预算硬约束及接管市场等外在机制或变量。威廉姆森等人也是从这一角度来研究企业生存原因的。他们认为，企业是一个用以节约交易费用的装置，而研究的切入点则是专用性资产（specific - asset）或关系专用性投资（relationship - specific investment）。为什么？假定有两家企业 A 和 B，A 为 B 提供原材料，A 与 B 间的购销行为可用合同加以规范，但在合同不完全的情况下（如 B 并未预期 A 企业的产品会由于市场变动而涨价，从而影响其产品成本，或者 A 并不了解 B 要求其增加原材料的供应量，从而需要大量进行专用性资产的投资），一

个不完全合同将随着时间推移而进行不断地修正或重新协商，在协商过程中有三种交易费用存在：（1）对合同条款的修正需要讨价还价，从而大大提高了协商成本；（2）由于双方信息不对称而造成协商结果并不具有效率，从而导致效率损失，这也是一种资源配置成本；（3）如果存在这种可能，即 B 不再从 A 企业进货而另找其他的交易伙伴，从而 A 为给 B 企业提供原材料供应所进行的关系性投资，将由于 B 企业另寻伙伴而闲置，结果使得 A 被关系性投资所“锁定”（lock-in，也可译为套牢），这样对 A 来说就存在很大资产经营风险，同样 B 公司资产的使用效率也可能被 A 不向其提供产品而被锁定，从而存在交易损失。因此，资产的专用性或关系专用性投资的事后效率损失极有可能促使 A、B 两企业间的外部交易而趋于内部化，即要么 B 企业购入 A 企业的产权，或者相反这就是企业产生的原因。同时这一理论还可用于解释：企业间为什么存在兼并？资产专用性强的纵向兼并为什么是最有效率的？

（三）交易费用理论给我们的启示

交易费用理论在很大程度上解释了企业为什么会产生及其边界、一体化企业从交易上为什么能降低交易成本，以及公司剩余控制权与剩余索取权如何配置有利于提高企业效益等，这些理论无论在研究的深度上还是广度上，都大大地推进了现代企业理论研究进程。但是，在我看来，交易费用理论所关注的是企业之所以替代市场组织的理由，它没有将企业内部权力配置进一步细划，从而也就不可能从根本上解决以下问题：（1）企业内部权力配置很重要，但是何种权力配置方式可能更有利于提高企业效率；（2）企业权力配置的基础是什么，是产权还是其他来源；（3）为什么强调外部接管或债务在约束管理者行为上的重要作用，而没有将重点放在企业产权上，也就是说为

什么股权作为权力基础，从企业内部治理角度看不能有效地约束经理人行为；（4）强调剩余控制权与剩余索取权的配比是否意味着股东必然要成为经理，或者经理必然要持有公司股份，这种配比能在多大程度上提高公司效益等等。对这些问题的回答必将触及企业内部，尤其是企业权力制衡本身，问题的深化也将导致人们对公司治理问题的进一步研究，这些问题的答案显然在交易费用经济学中无法找到。

1.1.2 代理理论给予我们有多少

代理理论的内容十分庞杂，但归纳起来有两种基本线索（张维迎，1998），一是以阿尔钦和德姆塞茨（1972）为代表的团队生产理论，这一理论旨在解释企业产生的原因。其基本逻辑是：企业实质上是一种团队的协同式生产，其生产结果是形成团队收益，但各生产成员对自身努力程度不易被外界所计量，从而导致生产成员的偷懒行为，此为道德风险。在这种情况下就需要有部分成员专职从事生产过程及对生产成员的监督，而这种监督权的行使者在通常情况下必须占有剩余权益，否则这种监督权力也会落空（监督者自身缺乏激励），这种监督权及对剩余权益的占有，最终都迫使享有剩余权益并行使监督权的监督者由企业的业主来承担，这就是业主为什么享有权益的原因。可见，在团队生产理论看来，资本家之所以拥有企业，与其扮演的监督者角色有关，所有者及其代表的所有权最终都体现在对生产经营活动的监督过程之中。这一理论给我们的另一个启示是：所有权是很重要的，没有所有权，也就不存在监督权。两权分离以后，所有者对经营者的监督更是如此。

与这一流派相对应，由简森和麦克林（1976）提的委托—代理理论，则从代理成本角度来对企业性质进行分析，并得出

以下结论：

(1) 代理成本是指这样的一种差额，即两个同类企业，A 企业的所有者（同时也是一个能干的管理者，即所有者—管理者型企业）拥有完全产权，其企业价值被定义为 W_1 ，而 B 企业的所有者将部分产权出让给其他股东（经营者），由于委托人（企业的主要所有者）将经营权交给代理人（经营者），而经营者只拥有少量产权，其完全努力所得收益低于其所付，由于追求额外消费会直接体现为完全型收益，并只承担小部分成本或损失，这种道德风险与逆向选择等行为对企业造成价值损失，其结果是使得 B 企业的价值（ W_2 ）小于完全所有者状态下的 A 企业价值（ W_1 ），其间的差额即为代理成本（ $W_1 - W_2$ ）。代理成本的表现形式各式各样，但归纳起来，无非包括：第一，所有者监督管理者的监督成本；第二，所有者与管理者签约成本及实施成本；第三，由于没有监督到位而造成的管理者不努力导致的资产机会损失。这些成本都最终由所有者来承担。

(2) 让管理者成为完全的剩余权益拥有者，在一定程度上能减少代理成本，如管理者控股型企业，其代理成本至少从理论分析上相对较低。

(3) 由于管理者自身初始财富的限制，因此举债筹资可能有利于解决管理者自身财富不足问题，如管理者自身财富为 100 元，而企业总资产为 1000 元，总权益是 500 元，则管理者只占其权益的 20%。如果管理者进一步举债到 800 元，则总权益会下降到 200 元，假定管理者自身财富不变，则他所占企业权益的比重将由现在的 20% 上升到 50%。这为管理者提供了增加权益比重并减少代理成本的激励，这种所有权结构调整可能是有效率的。

(4) 但是，在举债情况下，还会发生债权人与所有者（委

托人)间的代理成本,这是代理成本的第四种表现形式。债务代理成本,是指当管理者举债经营后,他有充分的激励去从事风险较高的投资项目。项目成功,则其相应的权益增大;而项目失败,则其失败风险的大部分损失会转嫁到债权人身上(“有限公司”的“有限责任”机制)。因此,在债权人理性预期的情况下,它会自动调整其风险与收益预期,其结果是过度负债公司的债务资本成本比举债比例低的企业的债务资本成本要高,从而对所有者的相对成本或相对收益损失。

(5) 代理成本的直接产生及其结构,是使得所有者(委托人)、管理者(代理人)和债权人三者的利益均衡,企业的所有权结构由股权代理成本(前三种代理成本表现形式)和债权代理成本(第四种代理成本表现形式)间的均衡而得出。

1.1.3 两种理论之比较与分野:以资本结构为例

交易费用理论与代理成本理论作为现代企业理论的两大分支,都试图从实践中找到自己的证据。而且试图从财务经济学角度来了解企业内部结构到底如何。最明显的是在 M—M 理论(即资本结构与公司价值无关理论)基础上,通过放松其中的假定(无税、资本市场无交易成本、市场参与者不存在信息不对称、风险无差别或风险中性),来建立其各自对现实中资本结构的解释。

首先应当强调,这两种理论在对待人的行为假定上是一致的,即假定人是经济人,都存在不同程度的机会主义行为。经济人意味着以下三层涵义:(1)经济人是自利的,即追求自身利益是驱使人的经济行为的根本动机,这种自利性有着人性共有心理学与生物学根源;(2)经济人在行为上是理性的,即他根据环境变化来判断自身利益,并从学习中获得经验来不断追

求自身利益最大化目标；（3）经济人行为的法律约束性，即只有在良好的法律和制度保证下，经济人追求利益最大化的自由行动才会无意识地增进社会公共利益。其次，资本结构，按照经典解释，即为企业资本（债务资本和股权资本）间的比例关系，这种关系的背后是债权人与股权所有者间的权利分割与配置，它体现为财务关系中的两种不同利益集团间的制度关系。

（一）代理成本理论与资本结构

实际上，代理理论可以追溯到 20 世纪 30 年代伯利—米恩斯时代关系所有者与管理者公司治理范式。在这一范式下，规模经济技术导致了股权分散化，权力从股东向拥有专业技能的高层管理人员的转移，技术经济要求规模巨大的投资，而投资的资本需求则只能通过向众多分散的股东出售股票来满足，股权分散化使得企业权力中心由股东向管理者转移，从而形成所有权与控制权的分离，产生所谓的现代企业制度（即 D·钱德勒所称的“经理式资本主义”，1997）。代理理论所关注的焦点在于如何选择合适的治理结构，以减轻股东（委托人）与经理人（代理人）之间由于利益目标不同而产生的矛盾。在代理理论看来，经理有动力去寻求那些能减少其受雇风险和扩大公司规模以求更大回报的经营战略，其结果是，他们可能会接受一些并不盈利甚至对股东财富造成损失的投资项目。在 Jensen 看来，在企业存在净现金流量的情况下，这种情况更为加剧，此为自由现金流量的代理成本（Jensen, 1986）。

如何解决这一问题，代理理论认为负债作为一种机制和手段会在减少矛盾冲突中有所益处，原因在于：（1）通过运用负债来减少经理人员所控制的净现金流量，并进而降低代理成本。从这一逻辑出发，我们可得出有关经理人员的定义，也就是说，所谓经理其实就是那些拥有并控制经济资源的人，这里

的资源包括人、财、物、信息等，其中，控制净现金流量被称为标榜经理人员最为可靠的标志与依据。（2）债务付息是一种硬约束，如果将现金配置到浪费性的资本支出与日常财务支出上，还款可能性就会降低。在违约的情况下，债权人会提起破产诉讼来要求其在资产上的权利，而经理人会因此而失去暂时性的决策权（已转移到债权人手中）和永久性的受雇权（被解职）。这种威胁会在一定程度上阻止经理人的挥霍式投资并致力于提高资产运行效率，增加公司价值。因此，在代理理论看来，负债的控制作用在于降低经理人员所能控制的净现金流量，从而保证经理人行为符合股东目标。其机制作用可用图 1-1 表示。

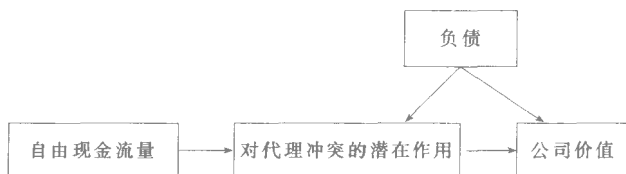


图 1-1

这一理论的解释力很强，其政策涵义是：公司举债是明智的，资本结构的调整不单纯是财务上的综合资本成本最低化问题，它有着更为重要的公司治理制度根源。

（二）交易费用理论与资本结构

交易费用经济理论则致力于交易双方（如公司治理中的委托方与代理方）在合约关系中的治理，公司治理结构可以使交易以一种可降低交易成本的方式进行（Williamson, 1979），每种结构伴随着一种不同程度的交易成本（这种成本是指从建立到运转这些治理结构而产生的成本，当然还包括重新谈判的成本），按照交易费用经济学的基本原理，交易中的资产专用性

越强时，交易成本也就越高，因此其他的治理方式可能更有效率，也可能被选择用于治理。

以资本结构中的债务资本为例。债务合同记录了和潜在的其他资本提供者的交易，记录了他们的利益和追索权 (Williammson, 1988)。其中，利益代表了他们对资产的权利，即可收到的从资产中产生收益的权利；而追索权则是建立在对经理行为的各种控制权上的，负债手段在债务合同中规定了本金、利息的固定清偿义务，只有在一个公司违约且不能履行规定的义务时，债权人才能实行他的优先受偿权，必要时对公司提起诉讼。因此，债权人对经理能否保证其债权资产有效运转，几乎无法施加控制，只有在合同规定不能被满足时，债权人才不得不干预公司运营。而对于所有者而言，他们承担资源流入和预计给其他代理人偿还差额的剩余风险，因此他们的收益是不确定的（即状态依存收益风险），权益合同没有固定的期限而且伴随着公司运营的始终。因此，董事会为保证权益拥有者的投资得到保护，董事会有权力来控制内部事务，包括审批和通过重大决策、决定经理报酬，并且在必要时更换经理 (Fama & Jensen, 1983)。可见，从交易费用角度，由于能够持续控制与评价经理行为，权益融资作为一种机制比起负债融资方式的机制作用，所起的管理与控制作用更大。

两者的比较不难发现，负债和权益作为两种可替代的机制，在治理中的作用点是不同的。具体分析为：

(1) 负债机制类似于一种价格机制，它通常与市场联系在一起，且大多情况下以完全式的合同方式出现（债权人取得固定合同收益），因此，在负债的作用下，代理人的收益是根据其产出来得到回报，产出越高，回报也越高；反之，如果产出越低，债务硬约束越强，剩余收益也越低，代理人的所得回报

也就越低。可以说，代理人的收益回报是债务硬约束下的一个函数。

(2) 股权或权益资本作为一种机制则是强调在组织行为上的控制，资本结构的选择是建立在收益与治理能力的相互平衡上的，交易中资产专用性在这一平衡中起到决定作用。比如，某一投资项目，其投资总额为 1000 万元，通过负债融资而取得资产，由于这些资产在技术、人力操作等方面具有投资优势，从而对公司有益；进一步假定经理人部分或全部违约，债权人会将公司推向法院，作为债权人权利的一部分，他们有权通过变卖资产而将所得变卖款投向于其他投资方向或领域，以实现其预期或有所改变了的目的。但问题是，这些将变卖的资产由于专用性很强（即指原企业被充分利用时其生产价值最大，而一旦被另作他用，则其生产价值很小，转让的可能性很小，从而其流动性和变现性很差），在变卖时会损失部分价值，因此，债权从变卖资产中所得价值可能比他们原来想象的要低得多，或者说他们只能收回一部分甚至是很小的一部分价值。

其结果及经济涵义是：公司资产专用性越大，投资损失也越大，所以债权人也就不愿意将债权资本投向于具有较高资产专用性的项目中去。正是由于负债的这一特性，作为替代性的权益资本，会在公司治理中充当重要的角色。当运用于公司治理时，权益资本所有者（股东）拥有剩余索取权，有权力来替换不称职的经理。市场选择的结果是，在具有较高资产专用性的投资项目上，权益资本是更为可取的融资方式，进一步的政策含义是，专用性强的资产的拥有者应当是拥有剩余索取权的人。

交易费用经济学用于解释资本结构的观点可用图 1-2 表示。

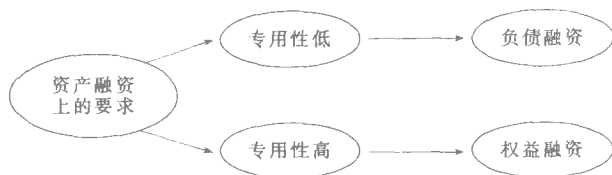


图 1-2

1.1.4 黑箱中的黑箱：交易费用理论与代理成本理论真的管用吗

无论是交易费用理论或是代理理论，它们都只是从企业理论的角度来探讨企业的产生，只不过，这两种理论比科斯的理论更进了一个层次。科斯理论的最大贡献就在于它打开了自经济学成为一门科学以来将企业作为黑箱的传统研究范式，正如经济学家德姆塞茨所说的那样，“自 1776 年现代经济学问世以来，直到 1970 年的近 200 年间，改变企业理论专业视野的文章似乎只有两篇：奈特的《风险、不确定性和利润》（1921）和科斯的《企业的性质》（1937）。这种否定性的评论基本上是经济学家对价格机制先人为主的观点造成的”，“科斯的开创性贡献，可以举出若干，但最重要的当然是他提醒人们：至今仍缺乏解释企业何以存在的理论，以及市场运作不可能无成本这一事实对解释企业存在的理论的重要性”。（德姆塞茨，1998）。从这一角度可以看出，科斯及其追随者的最大贡献在于打开了企业与市场这两种机制中，企业内部运作机制的内核，发现了企业这一黑箱子中充满很多诱人的研究领域，企业组织及其内部结构的运转具有超乎寻常的内容和魅力。这从现代企业理论的研究领域可以看出：专业化与经济组织、所有权与企业控制、破产程序与债务重组理论、契约理论、企业并购理论等等。

无论是交易费用理论还是代理理论，其研究的基点都在于：（1）企业为什么会产生？（2）如何通过企业内部组织构造与制度安排（权力的配置）来降低所有者、经营者及债权人之间的交易费用或代理成本？基于这一主线，他们又大多将精力用于以下问题的解释上：

第一，所有权（或产权）的性质是什么？

第二，谁拥有剩余索取权和剩余控制权？

第三，股东大会、董事会及经理人员的三者关系如何，权力如何分配？

第四，董事会的功能及经营者的报酬计划如何确定？

第五，债权人在公司治理中充当何种角色？如何设定合理的破产程序，以保护所有者与债权人的利益？

第六，如何利用交易费用来解释企业间的并购行为？等等。

这些主题构成了现代企业理论，它为深入研究公司治理理论提供了重要的切入点，并成为人们关注社会经济活动的核心问题。

但是，我们应该看到，现代企业理论（包括上述所涉及的各项领域）都只是从企业内部的董事会、经营者及债权人的相互关系上来展开的，这是一条主线，这一主线最突出地表现在代理理论中，即如何致力于代理成本的降低，以解决所有者与经营者之间的利益与矛盾冲突。在我看来，这一主线并没有出现研究导向上的错误，但是其不足也日益明显，主要体现在：

（1）将所有者作为委托方与经营者作为代理方的两极，进行对立研究，没有对经营者结构与所有者结构进行更为精细的考虑，从而使得理论只能用于“解释现象”，而不能很好地“解决问题”。

（2）所有者与经营者的利益并不完全冲突，尤其是当经营者

拥有股权时，更是如此，因此现有的理论并不能成功地解释和指导现实生活的经营者持股问题，也不能给经营者的持股计划提供理论上的支持（尤其是从持股多少与公司业绩的关系上）。

（3）也是最重要的，所有者的内部结构如何影响公司治理，并如何影响公司业绩，或多或少地被主流经济学所忽略。

这种研究思路和范式，在一定程度上秉承了科斯将企业与市场作为两种机制相对立的研究方法，它至少没有再进一步地打开所有者或股权拥有者与经营者这两个黑箱，我称之为黑箱中的黑箱。

对这一对黑箱的研究，特别是对公司治理结构问题的研究，将人们的研究视野拓宽到一个新的高度。但是正如后面将看到的，公司治理没有一成不变的模式，公司治理随着经济一体化的进程而在各国间发生了很大的变化，而这种变化的背景及未来取向都深深地受公司内部最基本的权力源——股权的影响，股权及其内部结构的配置是打开现代企业理论黑箱的一把钥匙。对股权结构的研究，也就成为本论文的重点。

1.2 股权结构理论：中国的现实需要

1.2.1 改革历程的简要回顾及制度解释

我国国有企业的改革始终围绕企业、政府与市场三者的关系来展开。在市场经济这一大目标的约束下，如何调整企业与政府的关系，成为改革无法回避的焦点。企业与政府间的关系关键在于政企是否及如何分开上，而政企是否及如何分开又间接地转变为所有权与经营权的关系处理，即作为所有者代表所

拥有的所有权一极的政府与作为拥有企业内部经营权一极的企业经营者两者的关系。改革路径的选择总是围绕改革中出现的问题来展开的，即：如果所有权与经营权不分离，政府作为所有者将直接经营国有企业，市场经济无法建立；如果所有权与经营权相分离，如何防止经营者滥用权力并保护国家所有者权益。（陈清泰，2000）

（一）改革之前

在传统体制下，国有企业与政府之间的关系是一种单一服从的关系，企业只是被动地接受政府指令，这种模式下的企业与政府间存在两大无法解决的问题：一是信息真实性问题，二是政府（主管部门）的“廉价投票权”问题。前者是指政府（及主管部门）与企业之间存在严重的信息不对称，拥有优势信息的企业可以通过操纵信息而获利，从而导致政府决策不准确不真实，大量的“假账真算”，效率低下；后者是指政府并没有直接利益代言人，没有真正的剩余索取权与控制权的代理人，因此常常使得其主管部门及决策行使主体（非剩余索取者与控制者）在行使其职权时带有很大的随意性，使得政府作为所有者的地位不可能真正落实，“所有者缺位”成为其典型的表现形式，政府官员的廉价投票权也就成为一种必然。在这种背景下，政府的行为要么是加强对企业的全方位控制，要么是给企业的经营权下放权限，权限的收收放放形成我国国有企业改革的一大怪圈。改革思路首先应从治理这一怪圈开始。

（二）承包制

承包制作为国有企业改革的一种制度创新，在一定程度上突破了改革之前的权限收放怪圈，它形成了政府与企业（经营者）间的单一契约治理模式。无论从“两包（保）一挂”、资产经营责任制还是其他承包方式，都是致力于从利益调整的角度