

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 4 714 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。霍讷 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；（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

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。

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 (residuary 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

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)。

^① 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。

对某物拥有积极财产权利意味着权利人拥有：(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，权利人可允许其他人使用；(3) 转让权，即权利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，权利人应就此负责。

对某物拥有消极财产权利意味着权利人拥有：(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(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。

从理论上讲，按照所有权的归属（即权利持有人的性质），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

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。

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。

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）。

司财产依其持有股份多少仍然有一个明确的份额。

(3) 共有财产，即普芬多夫所说的消极共有财产，指物无人所有（无人对某物主张权利），但共有团体内的每一个人均可平等地使用共有财产。^①

(4) 公有财产。公有是共有的拓展，后者是指一群人共同拥有某物，前者是所有人共同拥有某物。公有是全人类的共有，公有团体之外不再有其他团体。公有财产可被任何可在物理意义上使用该财产的任何人使用。

(5) 国有（集体）财产。国有是私有和共有的结合：一方面，在国有情况下，国民理论上拥有国有财产，是国有财产的所有者；另一方面，无人可对国有财产实际主张权利，如未经他人（国家）允许使用国有财产等。国有财产的各项权利是由国家实际持有的，国家在这一点上与个人在私有财产中的权利一样。集体财产与此类似，财产权由集体单位持有，个人不直接拥有所有权。因此，国家或集体财产有时被认为是某种特别的私人财产（Waldron, p. 40）。

从以上对不同类型财产的界定可以看出，从两种基本财产权利角度看，一切财产制度的逻辑出发点均是私有财产。^② 积极共有是私有财产权让渡了部分消极权利（物共有，可任意使用，但每个人均有一个明确的份额），股份共有是私有财产权同时部分让渡了积极权利和消极权利（共有，有管理权、转让权，但无使用权），共有/公有制是私有财产权让渡了消极权利，国有是私有财产权同时让渡了积极权利和消极权利（参见表 1.1）。

表 1.1 两种财产权利观念与财产制度的五种类型

	终极所有者的权利	
	积 极 权 利	消 极 权 利
私 有	有	有
积极共有	有	部分
股份共有	部分	部分
共有/公有	有	无
国 有	无	无

在共有财产体制下，支配物质资源使用和控制的规则是建立在每种资源原则上可供每一个成员使用的基础上的。公园和国家保护区是最好的例子。但在有限资源或资源不能同时被所有人使用的情况下，共有财产体制的运作需要一个决定满足个人需要针对资源使用的公平分配程序，如先来先得原则等（参阅 Waldron, 1990, p. 45）

^② 私有财产观念有利于确立完整意义上的所有者。完整意义上的所有者有三层含义：一是指在初始状态下同时拥有积极权利和消极权利的财产持有者；其二，只有所有者才有资格改变财产所有权的初始状态（如允许其他人使用、转让等）；其三，在部分财产权利要素失效后（如财产租赁合同到期后），相关权利自动回归所有者。

涉及财产权治理各种机制的核心问题是所有者权利保护问题。在公有（共有）情况下，所有者不拥有消极权利，但拥有积极权利，积极权利的分配属于公共治理领域，并由此将产生公共治理问题。在股份共有的情况下，所有者只拥有部分权利，其余权利由所有者的代理者行使，因此，便产生了属于私法领域的公司治理问题。在私有财产权下，所有者拥有完整的积极权利和消极权利，因此，对私人企业而言，公司治理问题是不存在的。国有是私有的对立端，公民作为最终所有者是不拥有任何财产权利的，财产权理论上是由作为公民代表的国家拥有的，而财产权的实际行使则属于国家授权的代理者，故国有企业与股份制企业一样，存在公司治理问题。

公司治理是公司管理层、董事会、股东和其他利益相关者之间的一系列关系，其核心是所有者（股东）权利（利益）问题。^①而股东的一切权利（如投票权、收益权等），归根结底均来自于其财产权利。本报告主要研究存在控股股东的中国上市公司（股份公司）治理机制，不直接讨论国有企业和股权高度分散的股份公司治理问题，换言之，民营或国有控股上市公司所有者权利（及其行为）将成为本报告研究的中心问题之一。

三

前已述及，本报告将甄别并解释民营上市公司与非民营上市公司在治理机制方面存在的若干不同。从财产权利角度看，在存在控股股东情况下，这一问题可分解为如下两个问题：（1）控股者拥有财产的不同性质（一为国有，一为私有）是否对公司治理或绩效产生影响？（2）非控股股东的财产权利能否得到有效的保障？

第一个问题实际上是公有（国有）与私有孰优孰劣的问题。这也是一个争论了数千年的难题。从效率角度看，普遍认为，私有比公有具有更高的效率。当然，国有不能简单地等同于公有（这是为公有制正名的不少理论家所犯的最大错误）。就国有财产而论，如果财产权利保护机制健全，则国家拥有的财产权利与私人完全一样。因此，国有和私有财产的核心问题实质上是财产权利保护（和明确界定）问题。也就是说，在财产权保护机制健全情况下，国有与私有是等价的。但在现实情况下，在信息不对称和不完全的情况下，对国有财产的保护远较私有财产为难。进一步说，财产权利保护不力使得国有财产经营

参阅《中国公司治理报告（2003）》复旦大学出版社 2003 年版 第 75—77 页。

效率低下。

多数西方学者认为，除警察、监狱等极个别领域外，国家所有权与企业效率是不一致的（参见 Shleifer & Vishny, 1997）。主要论据有：

(1) 相比私人委托人而言，国家作为委托人对其财产代理者的监督激励不足，监督能力专业化较低（De Alessi, 1983; Boardman & Vining, 1989）。因而，国有企业是极端低效的，造成了国家财富的巨大浪费（Kikeri, Nellis & Shirley, 1992; Boycko, Shleifer & Vishny, 1995）。

(2) 国有企业并不比私人企业能更好地服务于公共利益，如在许多国家，国有企业甚至比私人企业制造了更多的污染（Grossman & Krueger, 1993）。

(3) 在国有企业中，企业事实上的控制权是掌握在企业官僚手中。这些官僚拥有绝对集中的控制权，但却不拥有任何有意义的现金流权利，因为，从理论上，企业的这些现金流的所有权是归属于国家全体纳税人的（Shleifer & Vishny, 1997）。因此，企业官僚们的行为将不以企业本身的利益为依归，他们的经验目标更大程度上是政治性的，而这与社会福利目标可能完全不相干（Shapiro & Willig, 1990; Boycko, *et al.*, 1996; Shleifer & Vishny, 1994）。^①

在股份共有且存在控股股东情况下，上述问题也就成了对控股股东权利的保护问题。该问题与第二个问题（非控股股东财产权利保护）结合在一起，就构成了公司治理最核心的问题之一——股东权利保护。

专栏 1.1

为财产权利正名

公有与私有孰优孰劣问题，是一个争论了数千年的难题。事实上，这一争论迄今仍在继续。

赞成私有财产者，其为私产正名的理论大致可分为两大类：基于权利的理论 and 基于目的的理论。基于权利的理论是那些涉及诉诸权利的观点：通过说明某种社会安排如何尊重或促进了尊重人们拥有的权利，来为该种安排正名（Waldron, 1990）。基于目的的理论则诉诸社会目

^① 这些西方学者认为，解决国有企业弊端的处方就是私有化（Megginson, *et al.*, 1994; Lopez-de-Salanes, 1994）。对于私有化以后经营仍然不成功的若干事例，一些学者从公司治理的角度进行了阐释。如 Wolfram(1995)认为，当国有企业私有化后，如果未能产生出持股比重较大的投资者，那么，即使政治控制成本下降，但管理控制的代理成本却可能会上升。在这种情况下，通常会产生严重的内部人控制问题。

标。有时，基于权利的理论具有工具的性质，如认为私有财产的存在有助于促进其他的善——如政治自由或某种水平的个人福利——这些善是个人有权拥有的，那么这种理论可称之为间接的一般权利论点；当认为私有财产直接有助于一般的个人的权利，即必须有一个私有财产制度，因为个人有权拥有物，则为直接的一般权利论点（Waldron, 1990, p. 290）。

基于权利的理论主要有先占论、劳动论、自由论、人格论、德性论等五种观点，基于目的的理论主要是功利主义和经济效率论两种。

先占论（The Argument from First Occupancy）强调，谁先占有某物，便成为某物的所有者，康德、卢梭等赞成这一论点。劳动论则认为，劳动使物脱离了其原来的状态，因此劳动确立了对物的私有财产权，英国哲学家洛克是劳动论的代表。人格论（自由论）则认为，财产是每个人为发展其自由和个性所必需之物，财产是人意志的体现，黑格尔是这一理论的代表。德性论则认为，公有制泯灭了“博济精神”和自由的德性，只有在私有制下，人生的快乐和宽宏（慷慨）的品德才能得以发展，古希腊哲学家亚里士多德是德性论的代表。

功利主义和经济效率论是为财产辩护的基于目的的一般辩护理论。传统功利主义以人类幸福作为目标，认为为实现合理程度的幸福，人们需要单独地获取、占有、使用和消费某些物品，需要占有和使用的安全，即需要以强制措施和控制为特征的私有财产权制度。

效率论是当代为私有财产辩护的最强有力的理论。该理论从外部性、资源配置效率、对经济增长的影响等多个角度论证了私有财产制度的优越性。如德姆塞茨（Demsetz, 1967）认为：“财产权利表明人们如何从中获益或受到伤害，以及谁必须偿付谁以改变人们采取的行动。认识到这一点将很容易发现财产权利与外部性之间的紧密关系。……财产权利的主要功能就是指导激励以使其能实现更大程度上的外部性的内部化。”德姆塞茨认为，私有财产是最有效的内部化外部性的方法，而共有财产将更快地耗光。

效率论的另一种代表性观点是，私有财产与市场在促进生产效率和社会繁荣中的角色有关。如布坎南在《自由的限度》中提出，集中计划经济（其中，所有生产决策均基于对稀缺资源的集中配置）将导致极其无效和或许是灾难性的后果（Buchanan, 1975）。若干实证研究也对这一论点提供了支持。如奈克和基弗尔的研究表明（Knack & Keefer, 1995），

财产权利保护指数（以私人公司评估的投资者国家风险的信息为基础）是经济增长的很强的预报器。勒勃朗（Leblang, 1994）研究了 104 个国家的经济自由与经济增长的关系，发现强财产权利保护国家（以经济自由衡量）是弱保护国家经济增长率的两倍。

反对财产私有、主张公有制者，如柏拉图、马克思、普鲁东以及各种乌托邦主义者，其基本论点可归入如下三种情况：第一，私有财产导致堕落的人性（柏拉图最早倡导这一论点）；第二，私有财产导致持久的不合理的社会经济不平等，导致社会秩序不稳定和不和谐（几乎所有赞成公有制者均以不平等作为论据，如柏拉图、普鲁东等，但马克思则更强调不平等带来的阶级斗争后果）；第三，在社会化大生产情况下，私有财产将导致整体上的社会无效用（马克思是这一论点的最早提出者）。

综合以上种种观点，可以发现，迄今尚缺乏一个统一的理论可为私有、公有孰优孰劣下一定论。比如，为私有辩护的特殊权利论点并未能解决为什么必须有某种形式的所有权问题，为私有辩护的一般权利论点则不能解决为什么财产会不平等的问题，而对于功利主义和经济效率理论，除开功利与效率衡量上的困难外，还必须首先证明目的的正当性，即为什么要崇拜效率？为公有制辩护的理论也一样需要证明为什么能者、多劳者不能多得等问题。正如诺齐克（1991, 第 178 页）所言：“不仅赞成私有财产者需要证明排除其他人对资源控制的合理性质，支持共有财产者也一样需要证明共有者排斥其他非共有者的合法性。”

总而言之，简单地比较私有、公有孰优孰劣是非常不妥当的。以上种种理论事实上均或多或少犯了如下几种错误（之一）：

第一，忽略了公有财产和私有财产之间的一致性。稀缺性是财产所有制的基础（但不是极度稀缺，物的极度稀缺与极度丰富一样，将消灭所有权，因为在物极度稀缺的情况下，如沙漠中唯一的一口水井，迟早会建立起高于个人的资源分配制度，如通过国家等强制力来控制资源）。在马克思的设想中，公有制与资源的极端丰富是一致的。但私产的前提是稀缺性，故这里马克思与其他赞成私有制的大多数思想家是一致的。这也可以说明，为什么在存在私有财产的社会制度下，空气、水等仍然是公有财产。

第二，忽略了公有财产和私有财产之间的本质区别，即前者没有消极财产权利，后者拥有消极财产权利。换言之，即公有财产和私有财产的使用者是不同的前者是多个使用者后者的使用者则是明确的（或唯一的）。

第三，忽略了国家所有权的特殊性。把国有简单地等同于公有，这是为公有制正名的不少理论家所犯的最大错误。由于使用者的不同，公有和私有是两种完全不同的财产类型。但就国有而论，如果财产权利保护机制健全，则国家拥有的财产权利与私人完全一样。

四

依据前面的分析，针对民营上市公司和非民营上市公司业绩与治理机制，可以作出如下两个推论：

(1) 如果存在比较有效的财产权利保护制度，但由于国有（集体）财产的特殊性质，私人比国家更关心自己的财产，则民营上市公司将比非民营控股上市公司具有更好的运作绩效或治理机制。

(2) 如果财产权利保护机制缺乏，由于私人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，则民营上市公司将比非民营控股上市公司具有较差的运作绩效或治理机制。^②

实证研究表明，我国民营上市公司盈利能力和公司治理状况总体上看比非民营上市公司为差。从各项盈利指标的均值来看，在 2002—2004 年间，民营上市公司均大大低于非民营上市公司（参见本报告第 8 章）。从内部治理机制看，民营上市公司家族控制、关键人控制现象更加显著（参见本报告第 4 章和第 5 章）。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比非民营上市公司较为严重（参见本报告第 8 章）。

这一实证研究结果说明，我国股东权利保护机制极度缺乏。近年来，上市公司大股东侵吞公司财产事件不断曝光进一步证实了这一点。股东权利保护不力，一方面固然与我国长期以来不重视对消极财产权利的保护有关，另一方面也与股份共有这一新的组织形式是分不开的。在股份有限公司情况下，股东拥有的财产权利是不完整的。从积极财产权利看，股东只拥有部分管理权，但不拥有公司财产的使用权，而且股东拥有的部分管理权只能通过股东投票

这里未考虑存在完全的财产权保护机制的理想状态，因为，在该种状态下，国有财产与私有财产是等价的。

^② 简言之，我们假定国家的代理人对国有财产的关心是中性（漠不关心）的，而民营企业的管理者则对其私有财产更加关心。试图通过各种正当手段（如市场竞争）与不正当手段（如侵吞公司财产）使自己的私有财产增值。

制度予以实现。从消极财产权利看，股东只拥有免于剥夺的权利和补偿性权利，而不可能拥有使用积极财产不受限制的权利。在这种情况下，在存在控股股东时，将导致如下两个问题：第一，控股股东将替代小股东行使公司财产的管理权，小股东事实上连部分管理权也被剥夺；第二，在管理权被剥夺且不存在使用权的情况下，小股东的消极财产权利便难以保障，因为消极财产权利是不能单独存在的，控股股东及其代理者可以通过各种途径侵吞公司财产。我国民营上市公司现金流量权与实际控制权的巨大偏离即是明证（参阅本报告第 4 章）。此时，小股东唯一不受限制的权利就是转让权，但由于控股股东的剥夺行为，其转让权的价值事实上已大幅降低。

本研究结论的政策含义是显而易见的：如果未建立一个有效的财产权保护机制，一切企图通过民营化而实现经济增长的努力终将徒劳。^①当然，这两者亦可相互促进，最终建立一个市场化的法治国家。对我国证券市场而言，如果不存在一个相对完善的财产权保护制度环境（特别是法律制度及其有效实施），公司治理机制的完善将遥不可期。毋庸置疑，自 2000 年上海证券交易所首次发布《上市公司治理指引》以来，我国在股东财产权利保护制度方面已取得了巨大的进展，诸如累积投票制度、分类表决制度、独立董事制度等相继出台，证券市场民事赔偿制度等也开始起步。然而，总体上看，股东权利保护无法可依、执法不严的现象仍十分普遍。以股东司法救济措施为例，目前对上市公司内部人侵犯股东权利行为的惩处，仍表现为重行政责任和刑事责任，轻民事责任，过度依赖政府规制和政府行动，以投资者的民事诉讼行动为基础的法律自我实施机制极不健全，股东的司法救济障碍重重。

对一个发展中国家而言，经济体制的两难窘境是：足够强大到可以提供一个安全的财产权利制度的政府，同样也可以强大到随意破坏公民财产的安全，特别是在一个缺乏消极财产权利保护传统的国度里。这也是我国完善公司治理机制无法避免的一个问题。

大量文献研究了免于政府任意剥夺财产的自由与增长率的关系，普遍认为有保障的财产权利将通过积累资本促进经济增长（North, 1981；North, 1990；North & Thomas, 1973；Jones, 1981；Rosenberg & Birdzell, 1986）。此外，安全的财产权利还有助于促进经济组织的创新（North, 1993）。

第 2 章 民营经济与民营上市企业发展

民营经济在中国近 60 年的发展轨迹基本上呈“V”字形。

前 18 年，民营经济规模逐渐收缩：在经过 20 世纪 50 年代的社会主义改造后，民营经济基本上从工业、农业领域退出，仅保留有少量的个体经济成分。

“文革”期间，受当时片面强调公有制优越性而排斥公有制以外其他经济成分的影响，作为与公有制经济相对立的“异己”力量，民营经济的发展几近停滞。

改革开放后，民营经济逐步复苏，又经历了一个由个体经济向民营企业、由服务业向国民经济各领域扩展的发展过程，其与公有制经济的关系也经历了一个由异己到补充，再到平等共存、共同发展的演变轨迹。

民营上市公司的出现几乎与国内资本市场的建立是同步的，但其发展步伐却既滞后于资本市场发展速度，也滞后于民营经济整体发展水平。1999 年开始，民营上市公司的发展开始进入高速阶段，但以盈利能力与公司治理水平来衡量，民营上市公司并没有体现出明显的优势。根据上海证券交易所研究中心的统计（参阅本报告第 8 章），2002—2004 年间以加权平均值来考察，在销售回报率、净资产回报率、总资产回报率和人均销售收入等四项衡量上市公司盈利能力的指标中，除了 2002 年的销售回报率之外，民营上市公司都低于非民营上市公司。

民营上市公司盈利能力低于非民营上市公司与以下因素有关：(1) 从总体上看，许多已经上市的民营企业并非是民营经济中盈利能力最强的企业。事实上，受制于融资偏好、上市制度、上市成本、股份制改造等因素，中国民营经济中的许多龙头企业还没有上市甚至缺乏上市的动力。根据 2002 年《福布斯》美国 500 强排名，其前 200 名全部为上市公司；与此形成对照的是，中国 2002 年民营企业 500 强中，前 50 强中有 28 家公司旗下没有上市公司，未上市比例高达 56%。而统计数据恰恰表明，民营企业 500 强无论在企业规模，还是在经济效益方面都在民营企业中保持着领先地位。根据全国工商联 2003 年度上规模民营企业调研排序结果，前 500 家民营企业的营业收入总额达

10 767.1 亿元 比 2002 年增长 53% 占全部 2 268 家调研企业的 71% 净利润总额为 507.3 亿元，比上年增长 40%，占全部调研企业的 67% 资产总额为 9 528.7 亿元，比上年增长 31%，占全部调研企业的 67%；净资产总额为 3 591.7 亿元，比上年增长 20% 占全部调研企业的 66%。（2）由于国内民营企业上市资源已成为海外资本市场的争夺对象，促使一些优秀的民营企业选择在海外上市，而香港地区、美国、新加坡等地是目前民营企业境外上市的主战场。截至 2004 年 3 月底，我国民营企业在香港以首发形式上市的共有 77 家，其中民营企业上市多以在创业板上市的居多，已成为香港证券市场上的活跃力量。另据统计，我国民企在 NASDAQ 以直接上市形式的公司也有 11 家。根据中欧国际工商管理学院的一份研究报告对海内外民营企业绩效所进行的分析，海外上市的民营企业在成长性和盈利能力方面远远超过内地民营上市企业。因此，优质企业大量海外上市，使国内投资者无法分享中国经济快速增长的成果。（3）超过一半以上的沪市民营上市公司是通过买壳方式而成为民营控股上市公司的（参阅本报告第 3 章），由于壳公司原有的治理结构存在缺陷，壳公司本身业绩不佳、主业难以为继，加大了重组后民营企业的治理难度；另外，由于企业重组后在经营理念、企业文化方面需要磨合，短期内不大可能扭转公司业绩的下滑。因此，以壳资源交易方式取得上市资格的民营上市公司的盈利水平十分不理想。

民营经济：由国民经济发展的补充 成分到重要组成部分

1. 经济体制变革与民营经济的互动影响

民营经济在中国 50 多年来的发展是与经济体制变革导向紧密关联的，始于 1979 年的改革开放为民营经济在中国的重新崛起提供了逐步扩大的空间，民营经济的发展呈现三个阶段。

（1）民营经济局限于个体经济的阶段（1979—1986 年）

中共中央于 1981 年通过的《关于建国以来党的若干历史问题的决议》，正式提出个体经济是公有制经济必要补充的论点，使民营经济成分在有限的范围内重新出现和活跃起来，也为以后成规模民营经济实体的产生奠定了基础，积聚了力量。虽然，经济体制变革导向已由片面强调单一的公有制转向强调以公有制为主体、多种经济成分并存，但就政策实践而言，对多种经济成分的承认还主要局限于个体经济。在宏观经济政策目标方面，此时

对个体经济发展的鼓励，更多地是从解决“文革”结束后的就业压力出发的。由于民营经济仍然被归入体制外的“另册”，没有正式的融资渠道，其形式以个体业主的小规模自营方式为主，具有很强的“家庭作坊”特征，经营领域也局限于对资金要求较低的零售贸易、餐饮等领域，较少涉及制造业和技术含量高的行业。在此阶段，因为观念上没有突破对“剥削”问题的认识，上规模的民营经济成分处于一种受到歧视的状态，出于生存的考虑，其中一些民营企业还以乡镇企业的面目出现，即所谓的“红帽子”企业，为日后产权的明晰留下了障碍。

(2) 民营经济视为公有制经济补充成分的阶段（1987—1996 年）

1988 年全国人大通过的《中华人民共和国宪法修正案》在立法层面上正式肯定了民营经济的存在和发展，从而为民营经济由作坊式的城乡个体经济形式向更广经营范围、更大资本规模经济实体的发展扫除了障碍，民营经济成分对国民经济增长的贡献度开始逐年大幅度提高。这一突破既是经济体制改革深化的成果，也是民营经济成分规模日益扩大、对国民经济发展的贡献作用日益显现的结果，体现了经济体制变革与民营经济发展之间的互动影响。此后，随着对公有制主体地位认识的日趋深化和客观化，民营经济成分的范畴也逐步扩大，其经济地位也逐渐得到社会及政府的认可。在这一阶段，农村乡镇企业和城市中的个体工商户成为民营经济发展的中坚力量，随着经营规模的逐步增长，民营经济开始在公司制下提高运作层次，涉足一些进入门槛和技术壁垒相对较低的制造业领域，融资也突破了以往在家庭内部进行的局限，但其整体规模与竞争力仍然不如国有企业，其对国民经济增长的贡献也只是辅助性的。在 1992 年通过的中国共产党十四大报告中，作为民营经济成分的个体经济、民营经济、外资经济，在所有制结构中明确成为主体所有制形式——公有制的必要的和有益的补充，取得了合法的生存地位。

(3) 非公有制经济视为社会主义市场经济重要组成部分的阶段（1997 年以来）

1997 年召开的中国共产党第十五次全国代表大会对社会主义市场经济条件下所有制结构问题的认识再次取得重大突破，将公有制经济以外的非公有制经济在国民经济中的地位，由次级的补充成分提升至平等的重要组成部分，从而在政策和体制上为随后非公有制经济在中国的迅猛发展扫清了障碍。而在实践中，民营经济在总体上也已经越过了资本原始积累的阶段，无论是在资本规模、技术装备方面，还是在经营领域、创利能力方面，都具备了与国有企业、外资企业平等竞争的实力。可以相信，2005 年初《国务院关于鼓励支持和引导个体民营等非公有制经济发展的若干意见》的颁布，会成为提升民营经济

整体发展水平、推动民营企业素质提高的一个新契机。

2. 民营经济的数量增长与素质提高成为国民经济增长的有效保证^①

(1) 经济贡献

1989年,国家工商行政管理局根据宪法和《民营企业暂行条例》,开始对民营企业的登记注册工作,当年共登记民营企业 90 581 户。1992年邓小平发表“南巡”谈话,成为民营企业发展的催化剂。

表 2.1 民营企业发展情况 1)

指 标	1993 年 全年或年底数	2003 年 全年或年底数	2004 年上半年	累计增长 (1993—2003 年)	年均增长 (1993—2003 年)
企业数量	90 581 户	300.55 万户	334 万户	33 倍多	22.87%
注册资本	681 亿元	35 305 亿元	42 146 亿元	52 倍	48.41%
从业人员	372 万人	4 299 万人	4 714 万人	近 12 倍	27.72%

资料来源 作者根据中共中央统战部、全国工商联、中国民营经济研究会联合撰写的《2005年中国民营企业调查报告》有关内容整理。

表 2.2 民营企业发展情况 2)

指 标	1989 年	2003 年	累计增长	年均增长
企业产值	422 亿元	20 083 亿元	48 倍	47.15%
实现社会消费品零售额	190 亿元	10 603 亿元	近 56 倍	49.51%

资料来源 作者根据中共中央统战部、全国工商联、中国民营经济研究会联合撰写的《2005年中国民营企业调查报告》有关内容整理。

在对国民经济发展形成重要贡献的同时,民营企业自身的经营规模也得到继续扩大,经济实力明显增强。截至 2003 年底,全国民营企业户均雇工 11.73 人,户均从业人员为 14.3 人,分别比 2001 年增长 5.68% 和 6.88%。雇工人数 100—500 人的企业有 34 617 户,雇工 500—1 000 人的有 3 334 户,雇工 1 000 人以上的有 1 130 户。2003 年,民营企业户均注册资本达 117.47 万元,比 2001 年增长 24.16%。注册资本 500 万—1 000 万元的企业有 84 620 户,1 000 万元以上的 51 830 户。注册资本亿元以上的有 1 156 户,比 2002 年同期增加 498 户。在对外贸易方面,2003 年出口创汇的民营企业达 74 443 户,出口创汇折合人民币 1 749.68 亿元,分别比 2001 年增长了 355% 和

此部分的数据转引自中共中央统战部、全国工商联、中国民(私)营经济研究会联合撰写的《2005年中国民营企业调查报告》。

91.68%。

(2) 就业贡献

随着民营经济的发展，其吸纳社会劳动力的能力逐渐增强。目前，民营经济已成为中国劳动力就业的一个重要渠道。1989年，在民营经济中就业的劳动力为164万人，1998年增至1710万人，年平均增长率为29.76%。最高年份达73.73%；而同期全社会就业增长率仅为2.64%。这说明越来越多的劳动者流向民营经济部门寻找就业机会。在新增就业量中，民营经济所占的比例越来越高。1989年全社会每100个新增就业者中，只有0.07人流向私有部门，民营经济的就业贡献还不甚明显。20世纪90年代以后，民营经济在解决就业问题上的作用日益凸现。1995年，每100个新增就业者中有41人到民营企业。1998年，民营企业吸收的劳动力数量超过了当年全社会新增就业人数，这说明其他部门的一部分劳动力（存量）转移到民营经济部门。

(3) 税收贡献

随着企业规模的扩大，民营企业的纳税额也在同步增加。2003年底，在国家工商局的调查中，民营企业缴税金额的中位数为8万元，与销售额中位数（200万元）的比率约为4.0%。与此同时，民营企业中纳税大户的比例也在提高。2003年底，在国家工商局调查的企业中，纳税100万元以上的企业占到27.8%，其中缴税金额在100万元以上的占15.0%，在200万元以上的占9.1%，在500万元以上的占3.7%。近期的调查与2002年调查相比，企业缴税金额不断上升，该指标的中位数上升了13.6个百分点；而税金与销售额的比率基本稳定，保持在4.0%以下。

(4) 企业家群体

与民营经济的三个发展阶段相对应，民营企业家的主要社会来源也经历了三个阶段的变化。

在民营经济以个体经济为主的发展阶段，经济市场化尚处于起步状态，个体经济成分呈现出高风险、低收益、不稳定的特征，个体经济从业人员主要由原本就游离于原有体制之外或虽在其中但被边缘化的弱势群体构成，包括农民、城市中的普通职工、从农村返城却没能安排工作的知青、无业人员及两劳释放人员等，他们的创业在很大程度上完全是因为在公有体系中就业无门，迫于不得已而为之的生存压力，体现出“低层次被迫创业”的特征。

在民营经济作为公有制经济补充成分的发展阶段，原有公有经济体制内的部分干部和知识分子纷纷主动地脱离原有体制，去“下海”淘金，创立自己的民营企业，并形成一种潮流。在社会转型和经济双轨制运行的条件下，这部分自体制内分离出来的人员因其与原有体制的天然联系，而具备了作为民营企

业创办者所需要的人脉网络、商机信息、融资渠道、企业运作经验等方面的优势或素质 体现出“ 转轨推动主动创业 ”的特征。

在民营经济最近的发展阶段，一方面民营经济逐步在取得与公有制经济平等竞争的市场地位；另一方面，民营经济自身经过 20 年左右的实践历练，一部分企业的规模和综合素质上升到了一个较高的层次，处于引人瞩目的地位。

3. 民营经济面对固有的成长缺陷与未来发展的双重挑战

(1) 原罪

“原罪”本是一个神学概念，在借用它来对中国民营企业家群体进行评判时，主要是指部分民营企业家在其发家史中，尤其是在取得“第一桶金”的资本积累过程中，是依靠非法的或不道德的手段来完成的，如偷漏税、行贿、侵占集体财产等。由于最初资本积累的不合法，民营企业家现有的资产也就相应地不具有正当性。

(2) 企业组织与管理

绝大多数中国民营企业采取的是家族式企业组织形式和家长式管理，黑箱运作，企业决策倚重直觉与经验，专业化不足，企业运作不稳定，决策与经营风险过高。在（股份）有限公司的形式下往往依然如此。这种状况大大削弱了企业的可持续发展能力。

(3) 人才

在某种程度上，民营企业的人力资源问题主要表现为人才储备的不足。当民营企业需要提高产品的科技含量，提升内部管理水平，或从单一产品生产经营模式向跨行业生产领域转型，实行多元化发展时，科技人才（包括技术工人）、管理人才和市场开拓人才的不足往往成为其发展的瓶颈。目前，造成许多民营企业人才困境的原因主要来自四个方面：一是物质待遇和工资性收入低，福利保障制度不健全，难以吸引到人才，或者吸引来人才也不能长久留住；二是由于相当一部分民营企业远离大中城市和教育、科研中心等人才汇聚的地方，而且许多地方的社会发展水平，尤其是文化教育水平和城市发展环境尚不理想，对人才形不成足够的吸引力；三是许多民营企业在目前还缺乏对企业员工个人职业生涯发展的制度化规划和长期性的、有吸引力的激励机制；四是不少民营企业缺乏尊重外来人才的文化氛围。

(4) 融资

民营企业在解决了生存危机之后，对发展资金的需求量随之上升。这时，