

我国上市公司治理结构问题分析

□ 郑 鸣 曾志钊

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要:我国上市公司发展至今,治理结构问题一直是个硬伤。本文应用委托代理理论,对我国上市公司治理结构的一般性问题——内部人控制问题,以及特殊性问题——大股东控制问题进行深入剖析,并以效用函数为工具,揭示我国上市公司治理结构问题的微观根源。对于我国上市公司治理结构问题,也应该区分这两种性质的问题,从效用函数入手加以解决。

关键词:内部人控制; 大股东控制; 效用函数

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-2740(2003)06-0045-03

公司治理结构是一套制度安排,它以股东会、董事会、监事会和高层经理人员以及职工之间的责权利关系为核心,构造一套有效的激励和约束机制,从而实现股东会、董事会、经理人员、监事会分权制衡的组织制度和运行机制。构建良好的公司治理结构,是现代公司制度的核心要求。我国上市公司发展至今,公司治理结构逐渐完善,但仍然存在一些制度性的问题:不仅包括由委托代理产生的一般性问题,而且包括具有中国转轨时期特点的特殊性问题。

一、我国上市公司治理结构的一般性问题——内部人控制问题

委托代理理论认为,现代公司制企业的特点是所有权与控制权的分离,这就产生了企业的所有者和控制者之间的委托——代理问题。委托人和代理人都是理性的经济人,他们必然要追求各自利益的最大化。然而,由于他们具有不相一致的目标,并且两者之间存在信息不对称,因而在不加约束的情况下,代理人的行为与委托人的最大利益是有偏差的。相对于委托人来说,代理人具有信息优势,因而称他们为内部人。所以,通常情况下,公司治理结构问题主要是内部人控制问题,特指企业经营者对所有利益者的侵害,它包括两方面的内容:一是企业经营者直接做出侵害所有者利益的事;二是企业经营者不努力经营,使企业陷入困境,即间接损害所有者利益。这个问题伴随着所有权与控制权的分离而产生,具有普遍性,因此称为一般性问题。

从效率角度讲,内部人控制有提高效率的作用:内部人身处经济信息的发源地,并具有管理专长,从而他们作出的经济决策具有充分的信息支持,并节省了信息传递所导致的效率损失,使企业有可能对市场作出快速的反应。

然而,在信息不对称的情况下,内部人从其效用最大化的目标出发,有可能做出损害所有者利益的行为,表现在:一是经理人员追求过度的在职消费,公款吃喝、公费旅游、出国造成极大的腐败和浪费;二是由于内部人不具备资本所有权,因而具有把这种“无保障的产权”转变为有保障的产权的倾向,即借助于内联、合资、参股等形式,将本企业的资产转移出去,变成私人财产;三是信息披露不规范,经理人员随意操纵会计账目,报喜不报忧;四是由于内部人不具备资本所有权,因而在使用这些资本时,经常会低估投资风险,导致过度投资和耗用资产。

问题的关键在于:在代理人和委托人的效用函数不一致的情况下,如何给内部人带来利用其信息优势的动力和压力,以符合效率的原则行使控制权?也就是说,如何对内部人进行恰当的激励和约束。从激励机制来说,主要的制度安排是所有者通过转让部分剩余价值索取权给经营者,使其获得的收益与承担的风险相对称,从而将经营者个人利益与所有者利益有机地联系起来,以高额报酬换取经理人员的优质经营,即所谓的年薪制和期权制。从约束机制来说,大股东靠完善的治理结构来“用手投票”——直接参与公司重大事项的

将长期均衡误差作为短期波动的修正项引入到动态方程中,用最小二乘法进行估计,可得出货币需求函数的误差修正模型。

以同样方法对广义货币的需求函数进行估计,所得长期均衡关系为

$$\ln(M_2/P_1) = 1.01 \ln(GDP_1/P_1) - 0.71 \ln P_1 + 0.14 \ln S_1$$

(六)结论。引进股票价格因素对我国的货币需求函数进行估计,发现我国股票价格变化对货币需求有显著的影响,而且两者的变化呈正相关关系。从长期均衡关系的系数来看,股票价格变化对狭义货币需求的影响比其对广义货币需求的影响要大。总之,笔者对我国货币需

求函数的估计表明 20 世纪 90 年代中期以后股票价格已成为影响货币需求的一个不可忽视的变量,货币当局在制定货

币供应量目标时,应考虑到股票价格因素的影响。■

参考文献:

- [1] 中国人民银行货币政策分析小组. 2001 年货币政策执行报告 宏观经济及货币政策趋势[R].
- [2] 夏斌, 廖强. 货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标[J]. 经济研究, 2001 (8).
- [3] 易纲. 中国的货币供求与通货膨胀[J]. 经济研究, 1995 (5).
- [4] 秦朵. 改革开放依赖的货币需求关系[J]. 经济研究, 1997 (10).
- [5] 王雪标, 王志强. 财政政策、金融政策与协整分析[M]. 东北财经大学出版社, 2001.
- [6] 梁国勇. 中国货币流通量增长率的实证分析——对货币化假说的验证[J]. 金融研究, 1997 (6).
- [7] 中国金融年鉴 2001 年和中国证券监督管理委员会网站.[DB/OL]http://www.csrc.gov.cn CSRCSite/tongjiku/199911/default.html.
- [8] 石建民. 股票市场、货币需求与总量经济:一般均衡分析[J]. 经济研究, 2001 (5).

(责任编辑:周冰)

(责任校对:周冰 王勉)

决策过程;小股东则靠外部的竞争市场——证券市场和经理人市场,通过“用脚投票”来影响公司股票的价格,使表现差的经理被表现良好的经理所取代,或者使公司收购得以发生。

我国上市公司的内部人控制问题首先表现为内部人控制的程度。对此,有许多学者进行了研究,如何浚(1998)引用“内部人控制度”概念对1996年底406家上市公司内部人控制问题进行实证分析,其结论表明,我国上市公司平均内部人控制度为67%,其中:内部人控制度为100%的公司占有效样本的20.4%,在70%~100%之间的占35.7%,在50%~70%之间的占21.2%,在30%~50%之间的占13.3%,小于30%的占9.4%。

更为重要的是,我国上市公司的内部人控制问题无法得到很好的约束。对于中小股东而言,在股权分散的情况下,任何对企业进行控制和监督的成本都由个人承担,而收益却为所有股东分享;相反,如果不为企业的控制和监督付出成本,股东的每股收益也不会比那些付出控制和监督成本的股东少。因而,控制和监督就成了公共品,所有的中小股东都想“搭便车”。另一方面,中小股东的个人股份只占企业总股份的极小比例,在按股权比例投票的原则下,这些中小股东的投票权重几乎为零,除非他们的投票权能联合起来,然而实施这项制度在我国却阻碍重重。总的来说,中小股东不愿也无法有效行使“用手投票”权,因而无法实现对公司的直接控制。从外部市场看,由于我国上市公司的股权结构中国有股占绝对控股地位,且不允许在市场上流通,这使得市场并购行为无法发生,股价的下跌也无法对上市公司的管理层产生实质性影响,从而中小股东的“用脚投票”也达不到应有效果。而且,在内部人伪造、歪曲会计信息,监管机构无法(有时是不愿)及时予以纠正和惩罚的情况下,中小股东甚至无法及时和理性地“用脚投票”。在这种情况下,大股东对内部人的监督尤为重要,而下述的分析表明,在现有制度下,大股东对内部人的控制要么是不完全的,要么是过分的。

二、我国上市公司治理结构的特殊性问题——大股东控制问题

从总体上看,我国上市公司资本结构最基本的特点是国有股占控股地位且不流通,国家股和国有法人股占总股本的60%以上,这导致了我国上市公司股权结构的一股独大。而根据《公司法》的规定,上市公司股东会决策遵循少数服从多数的原则,因而国有股股东可以依法控制上市公司的董事会或经理层,结果往往是改制前国有企业的领导直接担任了改制后上市公司的董事长或总经理,监事会成员也大多是原来企业的相关人员。从而产生了大股东控制问题,即大股东实际掌握了上市公司的控制权,决策只考虑自身利益,无视多数小股东的权益。一些上市公司在这些“超级股东”的控制之下,常常出现与母公司在人员、业务和财产等方面相互交叉的情况。近年来,母公司大量占用股份公司资金、股份公司为母公司借贷提供巨额担保、利用关联交易转移利润等行为时有发生。

事实上,一股独大本身并不必然意味着上市公司治理

效率的损失。德姆塞茨就《幸福》杂志排出的美国500家公司进行了统计,结果是5个最大股东所拥有的股份比例为1/4左右。由此他得出:在一般情况下,甚至一个极大的公司也只有少数几个股东拥有较大部分公司股份(德姆塞茨,1997年)。而对于我国来说,在中小股东无力行使控制权的情况下,作为一个积极股东(Active Shareholder),大股东的存在对于有效监督内部人是非常有利的。至于大股东通过控制上市公司董事会和经理层进行关联交易等侵蚀上市公司利益,很大程度上是大股东出于自身利益最大化目标而作出的合理不合法的行为。对这种行为,可以通过完善法律、提高监管水平等措施来约束,从而使大股东和中小股东以及债权人的利益得以协调。从这个意义上讲,我国上市公司的大股东控制问题与国外并无二致。

然而,我国上市公司的一股独大问题的特殊性并不在于“独大”,而在于“独大”的“股”,即大股东的经济属性上。由于占控股地位的是国有股(包括国家股和国有法人股),而这个控股股东(国家)的“非人格化”特征就决定其无法有效地履行对公司的具体控制,由这种非人格化的大股东作为委托人在公司治理过程中所缔结的委托——代理关系也必然会走样。这种现象可以用国有股股东产权上的“超弱控制”来概括。作为次级委托人(初始委托人是全体人民),国家对企业的管理在现实中是继续通过三级、四级等多级委托来实现的,形成了全体人民——中央政府——地方政府——国有资本运营机构——...——上市公司经营者这样一条国有资产“委托——代理链”。然而作为首要的委托人,国家的目标并不仅仅是经济目标。经济目标就长远而言可能是它的最主要目标,但在某些时期则可能只是从属目标。当国家的其他目标如政治稳定、充分就业等上升为最主要目标时,在其强有力的影响下,原本应该是追逐利润最大化的经济机构也不得不承担起行政机构和社会机构的某些职能,这就是所谓的“政资不分”的问题。

为了避免国有股股东的资本权益受到侵害,以及为了贯彻政府的非经济目的,作为资本所有权和行政权的双重所有者,国有股股东的必然反应就是采取行政干预的手段。这就导致了另一个问题的产生——行政上的“超强控制”,表现为政府仍然把握对国有控股上市公司的主要管理人员的行政任命权以及对上市公司经营过程的大量行政干预等。这种产权上的“超弱控制”和行政上的“超强控制”构成了我国大股东控制问题的基本表现。也就是说,我国上市公司大股东控制问题的实质是大股东不是以经济利益最大化为唯一目标,从而其对上市公司的控制不能发挥良好的作用,反而大大削弱了上市公司的治理效率。这个问题是中国经济转轨时期所特有的,因而把它归结为我国上市公司治理结构的特殊性问题。

三、国有控股上市公司治理结构问题的效用函数表述及其政策含义

为了揭示我国上市公司的治理结构问题的根源,针对我国上市公司中国有股股权居主导地位的现实,有必要以国有控股上市公司为分析对象,深入分析各个主体的效用函数。

(一)国有控股股东的效用函数。在政资不分的情况下,对于国有控股股东来说,其投资控股一家上市公司的行为,具有两个方面的目的:经济目的和非经济目的。经济目的的主要指通过投资控股上市公司所获得的经济利益(用 T 表示);而非经济目的则指这种投资控股行为为国有控股股东带来的政治前景、扩大就业等非经济的利益(用 ε 表示)。即有:

$$U_1=U_1(T, \varepsilon) \quad (1)$$

$$\text{其中, } \frac{\partial U_1}{\partial T} > 0, \frac{\partial U_1}{\partial \varepsilon} > 0$$

进一步分析,经济目的不仅包括了按照股份计算所获得的上市公司分红、上市公司价值增长所带来的经济利益(简称股份收益,用 K 表示),而且包括了通过关联交易等手段从上市公司转移到控股股东的经济利益(简称非股份收益,用 \tilde{K} 表示)。考虑到公平的关联交易对控股股东和上市公司并没有实质性的影响,这里的非股份收益主要指通过非公平关联交易从上市公司转移到控股股东的经济利益,它与法律制度的完善程度和监督的有效性(用 L 表示)成反方向变动,即 $\frac{\partial \tilde{K}}{\partial L} < 0$ 。

由于目前上市公司的分红较少,且由于国有股不能流通、无法实现上市公司股价上涨所带来的收益,因而股份收益较少。作为一种替代,控股股东较多的是通过关联交易获得非股份收益,这种收益事实上是从上市公司的收益中转移过去的。从数量上看,控股股东的这部分收益就等于上市公司的损失,然而由于上市公司的这部分损失是由所有股东共同承担的,结果是控股股东在只承担了其中一部分损失的同时,却得到了转移过来的全部收益。而且,控股股东在上市公司的股份收益中很大意义上只是账面收益,必须等到相当长时期后才能变现,风险性较高;而非股份收益则是现实的收益,时间风险很低(尽管有法律风险)。因此,通过非公平关联交易,控股股东所获得的非股份收益不仅在数量上大于因此而损失的股份收益,而且在风险上小于股份收益。因而有:

$$T=K+\tilde{K} \quad (2)$$

$$\text{且 } \tilde{K} > K \quad (3)$$

在(1)式中, ε 这个非经济因素对于国有控股股东的影 响就是我国上市公司大股东控制问题的特殊性根源。而(3)式则解释了上市公司关联交易频繁、大股东侵犯中小股东利益的主要原因。

(二)上市公司经营者的效用函数。对于上市公司经营者来说,其效用主要包括四个方面:经营者的权力和政治(职业)前景、在职消费、显性收入、灰色收入(读职收入)。其中,经营者的权力和政治前景(用 P 表示)主要体现在经营者的职位、控制的职工和物质资源、上级政府或主管部门的评价;过度的在职消费(用 C 表示)是指经营者追求豪华的办公场所、办公设备、住房、出国旅游、结交客户、个人知识的增长等等,这些方面既是经营者工作需要,同时也是对其个人效用的一种满足;显性收入(用 I 表示)是指经营者合法的年收入;灰色收入(用 G 表示)是指经营者利用法律制度不健全的缺陷,以读职方式为自己、子女(甚至朋

友)带来的非正常收入,它是与法律制度的完善程度 L 成反比的,即 $\frac{\partial G}{\partial L} < 0$ 。那么,上市公司经营者的效用函数 U_2 可以表示为:

$$U_2=U_2(P, C, I, G) \quad (4)$$

$$\text{其中, } \frac{\partial U_2}{\partial P} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial C} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial I} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial G} > 0$$

从这四个因素看,受控股股东效用函数影响的有因素 P (体现为控股股东通过操纵董事会来实现对经理人员的任免)和因素 I (体现为控股股东通过董事会来决定经理人员的待遇)。但在经营者的效用函数里,这两个因素还受到控股股东效用函数以外因素的影响。如果分别以 α 和 β 表示这些影响 P 和 I 的其他因素,那么我们有:

$$P=P(U_1, \alpha) \quad (5)$$

$$I=I(U_1, \beta) \quad (6)$$

$$\text{其中, } \frac{\partial P}{\partial U_1} > 0, \frac{\partial P}{\partial \alpha} > 0, \text{且 } \frac{\partial I}{\partial U_1} > 0, \frac{\partial I}{\partial \beta} > 0$$

结合(5)式和(6)式,(4)式可以等价于:

$$U_2=U_2(U_1, C, G, \alpha, \beta) \quad (7)$$

$$\text{其中, } \frac{\partial U_2}{\partial U_1} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial C} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial G} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial \alpha} > 0, \frac{\partial U_2}{\partial \beta} > 0$$

从委托——代理问题的本质来看,在(7)式中, U_1 这个因素对 U_2 越重要,即 $\frac{\partial U_2}{\partial U_1}$ 越大,意味着经营者越遵循控股股东的意愿,则代理人对委托人利益最大化的目标的偏离程度就越小,委托——代理问题就越小。而通常情况是,我国上市公司经营者对于 C 、 G 、 α 、 β 等因素的努力之和超过了满足 U_1 的努力,这就是我国上市公司的内部人控制问题。

(三)政策含义

1.完善法律制度和市场竞争环境——对我国上市公司治理结构一般性问题的解决办法。从以上对我国上市公司治理结构问题的分析中,我们可以发现,对于我国上市公司中的内部人控制问题,可以由股东通过与内部人进行充分的谈判以及对内部人有效的监督来解决(即消除 C 和 G),这需要法律制度和市场竞争环境的改善(因为 $\frac{\partial G}{\partial L} < 0$)。而要解决大股东通过非公平关联交易侵害中小股东利益的问题(即消除 \tilde{K}),则更直接地要求法律制度和市场环境(因为 $\frac{\partial \tilde{K}}{\partial L} < 0$)。

2.改变大股东的效用函数——对我国上市公司治理结构特殊性问题的解决办法。要解决我国上市公司大股东控制的特殊性问题,唯一途径在于改变大股东的效用函数。在通过完善法律制度把 \tilde{K} 消除以后,我们还需要采取如下措施:

首先,把国有控股股东效用函数中的 ε 因素剔除出去。即使得 $U_1=U_1(K)$,即通过完善国有资本运营机制等措施改变政资不分的状况,从而使国有资产的“行政性委托”彻底转变为“企业性委托”。

其次,在无法实现政资分开的情况下,可以通过改变大股东本身来改变大股东的效用函数。一方面可以通过国有股各种形式的退出,即国有资本主动降低在上市公司中的股份,从而使非国有资本比重上升,取代国有资本而成

近代太平天国运动的 “圣宝币”

□欣士敏

中图分类号 F822.9

文献标识码 E

文章编号 1002-2740(2003)06-0048-01

“圣宝币”，本专指由太平天国政权铸行的钱币。因当时其他农民政权是太平天国运动的一个组成部分，因此将其铸造的钱币也归属“圣宝币”。

由洪秀全领导的太平天国运动，是中国历史上规模最大的农民起义，这场历时 14 年的农民战争虽然在中外反动势力的联合镇压下失败了，但对近代中国历史却产生了深远影响。太平天国政权所铸钱币，在中国农民起义政权钱币中，流通地区最广，影响最深。

太平天国钱币，形制品类众多，文字书写殊异，寓意特征明显。除早期“天国通宝”“天国圣宝”钱外，均以“太平天国圣宝”六字为面背文，互相轮换，有正面为“太平天国”，背面为“圣宝”；有正面为“天国圣宝”，背面为“太平”；有正面为“太平圣宝”，背面为“天国”。“太平天国”四字，既是国号，又为年号，合而为一，在中国钱币史上可谓独一无二。“太平”二字，意为“天下一家，共享太平”。“天”字，是至高无上的意思，“国”字，方框内从“王”非“玉”，意为太平天国之国是王者之国。“圣”字，取意于赞美耶稣为救世主的宝教纲领。“宝”字，引申为珍贵的物品。“圣”与“宝”合称“圣宝”，意思是救世圣主赐予的珍贵物品。其币值分为小平、当五、当十和当五十等四等，版式较多。另有一种形如铜镜的特大花钱，直径

33.5 厘米，厚 0.8 厘米，重约 4500 克，是我国历史上最大最重的钱币。

在太平天国运动的影响下，全国各地纷纷响应，有的独立组织政权，并铸行钱币。其中以上海小刀会的“太平”钱、广西大成国的“平靖”钱、贵州号军的“嗣统”钱、浙江平阳金钱会的“金钱义记”钱等为代表的钱币，虽不是太平天国政权铸行的钱币，但却是太平天国钱币的一个组成部分。

太平天国铸钱之始，以刘丽川为首的天地会分支上海小刀会发动起义，响应太平天国革命，建立了农民政权，称“大明国”，旋改称“大明太平天国”。太平天国甲寅四年（公元 1854 年）小刀会政权铸“小刀会日月钱”或“明”字钱，面文“太平通宝”，背有日月图案，或仰月文“明”字，既表明小刀会政权是太平天国运动的组成部分，又暗示以日月为“明”，寓“反清复明”之意。

太平天国乙卯五年（公元 1855 年），广东天地会首领陈开、李文茂为配合太平军西征，率起义军从肇庆出发，进入广西，攻占浔州，建立“大成国”，年号洪德，设官铸钱。在“大成国”政权存续期间，其所铸币有“平靖通宝”小平钱一种，背穿篆书“中”字；“平靖胜宝”当二钱一种，背文分别有“前营”、“后营”、“中营”、“左营”、“右营”、“御林军”、“长胜军”七品。



太平军北伐、西征后，贵州白莲教支派灯花教组织武装起义，以不同颜色的头巾裹头，分为红号、白号、黄号三支起义军，名为“号军”。太平天国戊午八年（公元 1858 年），主力白号军由刘义顺领导，在思南起义，建元江汉。1864 年，遵义商人之子张保山改名朱明月，诡称明代崇祯帝 12 世孙，被号军推为领袖，自称朱王或秦王，建号嗣统，不再用江汉年号。其所铸“嗣统通宝”小平铜钱，文字分楷书及隐起文两种。

此外，太平天国戊午八年（公元 1858 年），在太平军影响下，浙江平阳县钱仓镇赵起、周荣等人成立金钱会，后起义。曾铸“金钱义记”会钱大小两种，面文相同，背文有天、地、离、方胜纹等四种、多版。另有一种背为篆书“震忠团练”四字。■（责任编辑：王勉）（责任校对：王勉 鄢庆英）

为控股股东；另一方面，可以在上市公司中扶持发展民间投资主体，通过民间投资主体力量的壮大来改变与国有资本的对比关系，从而最终获得控股权，达到改变控股股东效用函数的目的。

事实上，这些措施可以、而且必须同时进行，通过多方的合力，改变上市公司控股股东的效用函数，使之以资本增值为唯一目标。这样的大股东控制，才能引导经营者努力改善上市公司的绩效。■

（责任编辑：梁雪芳）
（责任校对：梁雪芳 周冰）

参考文献：

- [1] 张春霖.从融资角度分析国有企业的治理结构改革[J].改革, 1995 (3).
- [2] 何浚.上市公司治理结构的实证分析[J].经济研究, 1998 (5).
- [3] 张正堂,赵怀勇.国有企业经营者的效用函数、行为倾向及行为优化[J].华东经济管理, 1998 (4).
- [4] 魏杰.国有投资公司治理结构的特点研究[J].管理世界, 2001 (1).