
第一章 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。自上个世纪八十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

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，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、国有资产管理部門或者其他最终控制人止。

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，我们试图回答如下几个问题：

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十一项要素：（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），

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。

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）；¹（10）执行判决的义务（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。

以上十一项要素包括权利、义务和权力三种因素。² 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十一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。³

¹ 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）。

² 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）

³ 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，象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

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和消极财产权的结合。所谓积极财产权，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利；所谓消极财产权，即免于剥夺、不受干预的权利。¹

对某物拥有积极财产权意味着权利人拥有：（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意味着权利人拥有：（1）免于剥夺的权利；（2）使用积极财产权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

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窦。”（《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。

¹ 从权利持有角度看，霍诺提出的完整所有权十一项要素只有六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的重要组成部分。

的干预。¹

从理论上讲，按照所有权的归属（即权利拥有者的性质），可以将财产权区分为如下五种情况：²

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。³ 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。⁴

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

¹ 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。

² 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。

³ 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.）

⁴ 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.）

财产制度的逻辑出发点均是私有财产。¹ 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

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。² 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

¹ 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。

² 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。

公司治理问题，换言之，民营或国有控股上市公司所有者权益（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了企业官僚手中。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。基于权利的论点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。

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(Meggison, 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。

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

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

¹ 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

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,控股股东及其代理人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

侵吞公司财产)使自己的私有财产增殖。

¹ 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)。

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。