

# 上市公司的产权与治理

李晓宁, 侯军岐, 赵治辉

(西北农林科技大学 经济管理学院, 陕西 杨凌 712100)

**摘 要:** 上市公司的产权可以分解为两部分: 股权和人力资本产权。股权的主体是股东, 人力资本产权的主体是经营管理者。股权对公司治理发挥间接作用, 人力资本产权发挥直接作用。通过分别论述股权和人力资本产权对公司治理的作用和存在的问题, 提出了完善股权治理与人力资本产权治理的途径。

**关键词:** 上市公司; 产权; 治理; 股权; 人力资本产权

**中图分类号:** F273.4

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1009-9107(2002)02-0021-04

## 一、上市公司产权的分解: 股权与人力资本产权

产权既属于经济学范畴, 又属于法学范畴。是受到国家法律、法规保护的排他的占有权、收益权、使用权和处置权的总和。产权包含的各种财产权利, 既是一个统一的整体, 又是可以在一定条件下相互分离的。在市场经济条件下, 当劳动力成为商品之后, 产权也随之转化为产权资本。产权的所有者可以利用所拥有的产权资本支配劳动力创造剩余价值, 也可以将自己拥有的产权整体出卖或部分(如一定时期一定范围的使用权、处置权)出卖, 实现产权资本化和市场化。通常产权以“物”为载体, 以价值形态来衡量, 并要求作为载体的“物”具有现实的价格, 而产权的价格只有在充分发展的产权市场上才能形成。

从法律意义上看, 完整的产权具有四项权能: 占有权、收益权、使用权、处置权。其中, 占有权和收益权属于“权益”或“权利”; 使用权和处置权则属于“权力”。权益和权利是与财产的经济利益相联系的概念, 其实质是经济利益索取权; 权力是与支配相联系的, 其实质是对财产或他人行为的支配和限制权。

在上市公司中, 存在两类权能完整而性质不同的产权: 一是股权, 一是人力资本产权。与此相适应, 存在两类性质不同的产权主体: 一类是股东, 一类是职业经理人和职工。两者的本质区别在于他们投入公司的资本性质不同。股东投入公司的是物质资本或金融资本, 因而从公司取得了股权, 凭借股权参与公司活动, 以所持股份数额为限, 享有股东权力和股东权益, 其行为目标是追求利润最大化或股东权益的最大化, 同时, 对公司债务和公司破产的风险承担有限责任。职业经理人是指上市公司的董事和经理, 他们是人力资本产权的所有者, 他们投入公司的主要是自己的人力资本, 凭借经营管理才能从公司获得经营管理权力, 依靠人力资本谋生, 追求人力资本价格——工资以及工资衍生品即奖金、津贴、年薪的最大化; 承担减薪、降职、失业等风险。普通职工虽然也是人力资本的所有者, 但他们拥有的人力资本较贫乏, 无法担任经营管理职务。为了区别职工与经理人的“人力资本”, 我们通常把普通职工的人力资本称为劳动力。

股权是权能完整的产权, 包括股东权益和股东权力两部分。股东权益的实质是经济利益索取权及

\* 收稿日期: 2001-10-15

作者简介: 李晓宁(1976-), 女, 陕西扶风人, 西北农林科技大学经济管理学院硕士研究生。

相应的风险责任,可定义为公司资产扣除债务后的剩余;而股东权力属于企业管理权范畴,即支配公司资产及选择公司高级管理人员的权力,具体表现为股东在股东大会上以“用手投票”的方式和在股票市场上以“用脚投票”的方式就选择有关公司人财物的一切重大事项作出最终决定的权力。所以,股权是权能完整的产权,而享有股权的股东,既是股东权益的主体,也是股东权力的主体。

上市公司的董事、经理不是物质资本或金融资本意义上的利益主体,但他们作为自然人,是另一种权能完整的特殊资本——人力资本的产权主体,拥有对自己人力资本的完整产权。在四项权能中,自然人拥有对人力资本的占有权和收益权是显而易见的。马克思劳动价值论所确立的劳动创造价值和按劳分配原则就揭示了这个问题的实质。自然人对人力资本的使用权和处置权表现在两个方面:第一,在给定经济环境所提供的各种职业或经营机会中,他有权决定自己“做什么”,即有权决定自己人力资本的投向;第二,在选择了某种职业或经营方式后,他有权决定自己“做多少”,即决定工作的时间和工作努力程度。

现代企业是以所有权与经营权的彼此分离为特征的。股权的所有者——股东委托人力资本的所有者——经理人从事经营与管理决策,所有者为委托人,董事和经理人为代理人,他们之间形成一种委托——代理关系。因此上市公司的两种产权——股权和人力资本产权也便通过委托——代理机制联结起来,并同对上市公司进行治理。不过,股权对公司的治理是间接的,只能通过“用手投票”机制或“用脚投票”机制发挥作用;人力资本产权却拥有对公司的直接治理权,而且在公司治理中,股权往往要对人力资本产权进行监督、约束和激励,以使股东权益获得最大化收益。

产权是公司治理中很重要的一个问题。因为产权清晰,产权边界分明是公司治理的前提。只有明确各个产权主体的权责,促使其在公司治理中发挥应有的作用,履行其应尽的义务,才能使公司治理趋于完善;否则渎职、越权等会使公司治理混乱,难以形成一个规范、有效的公司治理结构。

## 二、上市公司股权与公司治理

股东作为股权的所有者,追求价值最大化是其

首要目标。为了实现这一目标,股东既可以在股东大会上“用手投票”直接参与公司的重大决策,也可以通过股票市场“用脚投票”优选能获利的股票,间接对公司经营施加影响。我国上市公司的股权主体可按投资主体性质不同分为:国有股股东、法人股股东和个人股股东,这些不同的股权主体在现有的法律规范和时期内又有着不同的行为特征,因此会对董事会,进而对经理行为有着不同程度的影响,发挥着不同程度的治理作用。下面我们以不同股权主体来讨论股权对治理的参与和影响:

1. 国有股股东。在我国上市公司的股权结构中,国有股(包括国家股和国有法人股)占有相当大的比重。据统计,1994~1997年,沪深两市上市公司国有股占公司总股本的比重依次分别为:42.7%、38.5%、37.5%、35.9%,由此可以看出,我国上市公司具有国有股权过于集中的特点。尽管大部分国有企业进行公司化改造并上市后,形式上明确了国有股持股主体,但其责权利并未很好地结合在一起,国有产权不明晰,“所有者缺位”、政企不分的固有弊端并没有得到根本解决。据对我国上市公司的抽样调查,注明为国有股持股主体的有:集团公司、国资委、国有资产经营公司、行业主管部门、财政局等,而有的公司甚至根本没有明确的国有股持股主体。由于原有体制问题仍然存在,无论由谁来代表国有股,都无法承担其应有的责任,也没有直接的利益关系激励其提高国有资产的运营效率,使国有资产达到应有的水平,这就造成了事实上的国有股权虚置状况。由此可见,虽然一些国有企业已实现了上市,但国有资本缺少真正以投资收益最大化为目标的股东,而且在国有股股东处于绝对控股或相对控股的情况下,上市后企业的经营机制并没有发生根本性的改变。据统计,国有股比重越高的公司,效益越差,国家作为股东对公司治理是低效的<sup>[4]</sup>。国家股东在公司治理中没有效率<sup>[5]</sup>。

国有股对公司治理的低效或无效,一方面是因为国有股的产权主体模糊,没有哪一个机构真正代表资产最终属于全民的利益,而且国家作为股东追求的目标是多元化的,如就业、社会福利等,不完全是追求利润最大化;另一方面是因为我国现有的法规规定国有股不能上市流通,因此要改变这种状况,最好的解决办法是减持国有股,只保留一部分国有股,在关键部门或行业实行控股或参股,其余全部上

市流通。

2 法人股股东。法人持股在西方国家的治理结构中一直占有很重要的位置, 实际上西方三种典型的公司治理结构都是以法人股东为主导的, 而且市场经济发达国家的公司股权结构, 后来都出现了自然人持股为主转向法人持股为主的倾向。我国的学者研究后认为法人股东对公司治理的作用很大, 法人股东的存在能增加公司价值, 因而法人股东具有意愿激励, 又有能力来监督和控制公司经理人员, 在公司治理中扮演着重要的角色<sup>[5]</sup>。

法人股东对公司之所以能产生重大影响, 一方面是因为法人所支配的资本大都有明确的委托者, 公司法人的股权最终必然要归结到政府、机构或自然人头上, 因此就有明晰的产权关系、明确的投资主体, 也就有积极参与公司治理的动力; 另一方面是因为法人持股与公众持股相比, 具有很大的稳定性, 一般都是公司的长期投资者, 保证了公司的长远发展。中国的法人股东大多通过直接控制来保证公司经理为股东的利益服务, 大法人股东一般都在董事会中占有席位, 拥有撤换总经理及其班子的权力, 这样就会迫使经理人尽可能为公司股东谋利益, 减少“道德风险”与代理问题的发生。因此在对我国上市公司股权结构和治理结构进行优化时, 应尽量促使法人股东比重的提升, 以发挥法人治理的效率。

3 个人股股东。个人股东是指社会公众(包括企业职工)通过购买公司股票而成为上市公司的股东。个人股东一般难以在公司治理结构中直接产生影响, 一方面, 单个人的股份通常是有限的, 特别是我国政策规定任何个人不能持有一个上市公司的5%的发行在外的普通股, 使得个人股东注定是小股东, 他们很难通过股东大会直接参与公司决策。另一方面, 个人股东投资公司的目的是以谋取红利或通过股票升值而获利。在这样的目标导向下, 绝大多数的个人股东对公司行使权力的方式是“退出方式”, 即通过行情预测买卖股票来行使自己的权利, 这种“用脚投票”的方式也能对公司经营管理发挥作用。因为众多个人股东抛出股票, 公司的股价就会下跌, 这样, 公司会面临兼并、重组的危险, 经理也会受到撤职的威胁。为避免这种情况发生, 经理人就需要尽力经营管理好企业。因此, 个人股东一般是通过消极的“用脚投票”方式来参与企业的经营管理。

### 三、上市公司人力资本产权与公司治理

在我国社会主义公有制条件下, 特别是在国有控股的上市公司中, 包括董事长、总经理在内各级管理人员, 基本上没有私有资本, 即使持有公司股份, 所占比重也很小, 只起促使经营管理者注重长期发展和提高管理水平的作用。他们赖以安身立命的资本是自己的人力资本。他们在上市公司中以经营管理为职业, 所以把主要靠自己人力资本谋生的自然人称为职业经理人。之所以把董事和经理统称为职业经理人, 是因为两者都是人力资本所有者, 都是凭借自己的经营管理才能从公司获得经营管理权。换句话说, 董事和经理向公司投入的是同质的人力资本, 但两者也有区别: 董事长和董事会直接从股东会授权获得经营决策权, 经理则从董事会授权获得经营管理权。由此可见, 人力资本的所有者在上市公司承担着直接治理公司的重任。上市公司中, 掌握经营管理决策权的董事会及掌握经营管理执行权的经理是权力主体, 但不是公司资本意义上的利益主体, 因而不能向公司索取资本收益(其取得的是劳动收入), 也不对公司资本亏损风险承担责任。董事会的权力来自股东的信任委托, 经理的权力来自董事会的授权。董事会经理只能在授权范围内对公司进行经营管理, 并因付出管理性劳动从公司支取与其经营绩效相匹配并经股东会批准的报酬, 但不能凭借管理权向公司谋取额外的特殊利益, 否则就是以权谋利的非法行为。

董事会作为公司法定代表机构, 掌握着经营管理权或法人资产控制权, 其权力核心是对公司各种形式的经济资源, 其中包括资金、技术、人才、物资等进行配置和组合。一般说来, 上市公司的一切重大事项, 如经营方针和经营方向、产业选择和项目投资、资产使用和高级管理人员安排、利润分配政策和分配方案等重大决策都是由董事会提出预案, 作出决策, 然后提交股东大会批准。其形式上虽然须经股东大会批准, 但事实上是掌握在董事会手中。董事会作为公司常设决策机构, 是上市公司企业管理权的核心。经理管理执行权同董事经营管理权一样, 也属于企业管理性质。不同的是, 董事会执掌的是公司最高决策权, 经理班子执掌的是公司最高执行权, 负责具体落实董事会的各项决策, 对公司的日常经营活动

进行管理。我国上市公司一般实行董事会领导下总经理负责制, 总经理是公司首席执行官或最高行政长官。总经理组建经理班子, 除财务主管和个别副总经理由董事会任命外, 其他人选都是由总经理选聘, 向总经理负责。

在通常的情况下, 由于委托—代理关系中所有者与经理人之间的目标函数并不完全一致, 相关信息在两者之间的分布也不对称。拥有股权或只拥有很小份额股权但拥有公司经营管理权的经理人在一定程度上控制了企业, 或多或少地拥有剩余控制权和剩余索取权, 这就是所谓的“内部人控制”现象。而且由于所有者无法准确判别企业的经营成果是经理人的努力程度, 还是经理人的非控制因素造成的, 这样经理人就有可能利用其信息占有的优势, 通过“隐藏行动”而不完全承担其行为的全部后果, 从而有动机也有可能追求自身效用最大化而采取有悖于委托人利益的行为, 产生企业经理人的“道德风险”, 导致

委托人的风险成本增加, 或者造成委托人权益损失, 这就是“代理问题”或“激励不相容问题”。

内部人控制、道德风险和代理问题的产生虽然是由于委托代理机制的不健全, 但同时也说明人力资本产权侵犯了股权的利益, 在一定程度上给股权造成了损失。因此研究人力资本产权如何维护股权的正当权益, 同时实现对公司规范的治理, 显得非常有必要。

要实现人力资本产权对公司治理的规范有效, 一是要建立健全公司法人治理结构。上市公司股东大会、董事会、监事会必须各司其职、各负其责, 形成相互制衡、科学有效的决策、运行、监督机制。二是要形成上市公司高级管理人员的激励和约束机制。改革和完善管理人员的收入分配制度, 实现经营者收入与经营业绩挂钩; 同时完善对经营者的监督约束机制, 建立科学合理的业绩考核和评价体系。

#### 参考文献:

- [1] 张广柱. 中国上市公司制度实证分析[M]. 北京: 立信会计出版社, 2000
- [2] 杨波, 张从华, 段飞. 国有公司股权结构与公司治理机制分析[J]. 当代经济研究, 2000, (12): 26~29
- [3] 魏杰. 论产权关系内部人控制[J]. 经济学家, 1996, (5): 25~30
- [4] 许小年, 王小燕. 中国上市公司的所有制结构与公司治理[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
- [5] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论实证分析[J]. 经济科学, 2000, (4): 34~43

## The Property Right and Governance of the Listed Company

LIXiao-ning, HOU Jun-qi, ZHAO Zhi-hui

(College of Economics and Management, Northwest Sci-Tech University of Agriculture and Forestry, Yangling, Shaanxi 712100, China)

**Abstract:** The property right of the listed company can be separated into two parts: right of stockholders and right of human capital. Stockholder is the main body of the right of stockholders. The management is the main body of the right of human capital. The right of stockholders has an indirect role for the corporation governance, but the right of human capital has a direct role for it. In this article, the author gives a description about different roles of the two rights and the questions which are in the reality. The author also puts forward a new way which can improve the governance of the rights of the stockholders and the human capital.

**Key words:** the listed company; property right; governance; right of stockholders; right of human capital