

# 国有股表决权证券化构建新型政企关系

◇郭洪涛 [广东农工商职业技术学院 财经系,广东 广州 510507]

**摘要:**当前解决我国国民经济与证券市场深层次矛盾的关键是,将上市公司的国有股表决权证券化为类似于股票的国有股表决权证,并在沪深股市竞价发行后上市流通交易,与原有流通股一起共同构成统一的公司控制权市场。要改进国家对公司的控制模式,分离主动表决权与被动表决权,制定《国有股被动表决权行使法》。形成国家依法监管与企业自主经营相结合的新型政企关系,找到公有制在市场经济中的微观实现的有效形式。

**关键词:**公司治理;国有股表决权证券化;公司控制权市场;表决权

**中图分类号:**F016

**文献标识码:**A

**文章编号:**1009-1289(2004)01-0028-04

## 一、以国有股表决权证券化解决我国股市与上市公司所有者缺位问题

国有经济改革作为中国经济体制改革的中心环节,其成败得失关系到社会主义经济基础是否巩固,关系到人民利益能否得到保障。作为改革目标模式的国有上市公司,原本深孚众望,但近年实践证明效果并不理想。当前人们的共识是这些国有上市公司虽治理机关齐备,但由于所有者缺位,公司治理实行公司制改造后,由于同股同权、一股一票的原则,使政府取得了控股股东地位,形成了中国公司治理中特殊的“政府独大”的局面。政府在公司结构中实际上架空了股东会、董事会、监事会,取消了公司制固有的法人治理结构的制衡与约束机制;政府越过《公司法》所构建的法人治理结构,直接任命董事、经理、监事,使得经理不必对董事会负责,董事会不必对股东会负责,各方都对政府负责,又都不负责,几乎又回到了改革前的状态。上市公司大股东为所欲为,其背后就站着政府和行政首长。

公司治理的核心问题是确立所有者的中心地位。只有所有者中心地位确立并且到位,法人治理结构的分权与制衡机制才能发挥作用,法人治理结构才有意义。而我国上市公司的所有权虚置、所有者缺位已经成为阻碍法人治理结构走向规范与成熟的焦点问题。但国有股表决权证券化则能解决这一问题。

所谓国有股表决权证券化,就是借鉴80年代西欧

国家实行“国有资本弱化”的国有上市公司制改造时的“黄金股”制度安排的一些做法和原则<sup>①</sup>,国家把当前国有股拥有的表决权分成主动性表决权和被动性表决权两部分,有关上市公司领导人任免、生产经营管理与分配等主动性表决权证券化为像流通股一样的国有股表决权证出售,上网竞价发行出售给流通公众,然后上市流通交易。股东大会召开时,谁拥有国有股表决权证谁就拥有该股主动性表决权力。如提议选举企业领导人、提议改变企业经营决策等。这样国家就放弃了主动行动与表决权,而将其卖给了流通股,由流通股替国家在股东大会上做出主动行动与表示。但国家保留着国有股表决权的被动性表决权部分。国家可以时刻监督着流通股,拥有监督权,对于股东大会重大决策侵害国家利益时,国家可投否决票否决。国家还保留着国有股的所有权、收益权,与普通股股东享有相同的受益权一样,该分红就分红,该送股就送股,该配股就配股,一样也不少。国家只是出售了主动性表决权这种权利而已,其他都未变。

## 二、国有股表决权证券化的理论模型分析

### 1. 理想的纯私有制的典型资本主义模型分析

假设在初始状态时刻,一个国家的国民的财富分配和天赋分配都很均匀,人人都一样(这是马克思理想中的共产主义社会标准),则该国国民面对的资源配置问题是,需要决定生产什么、生产多少?如果计划经济已为该国民所抛弃,该国的经济体制是市场经济体

\* 收稿日期:2003-09-27

作者简介:郭洪涛(1972-),男,河南漯河人,华南师范大学经管学院博士生,讲师,主要从事发展经济学、发展金融学等方面的研究。

制,则有两种极端的、典型的市场经济可供选择:即纯粹私有制构成的经典资本主义市场经济,和以公有制为主体、多种经济成分并存的社会主义市场经济。在纯粹的私有制的市场经济中,商品市场、资本市场是自由的,公民拥有消费、投资、储蓄三个方面的自由权,公民自主做出消费、投资、储蓄决策以实现时点效用最大化与跨时期效用最大化的统一;在不确定性条件下,公民根据风险偏好大小的不同,在资本市场上有的选择无风险投资(如银行存款和国债),有的选择有风险投资(如组建股份公司持有其股票),实现各自风险偏好下的预期效用最大化。股份有限公司根据股民的投票权或表决权决定生产什么、生产多少,资本市场成了经济资源的配置场所,并决定最优国民经济结构,反映公民的偏好,使公民福利达到最大化。市场机制在初始点使这些特殊公民在商品消费、跨时期消费和风险偏好三个方面达到了理想状态,达到了帕累托最优状态。由此我们看到股份公司的投票权或表决权是现代市场经济的经济基础与核心,而我国当前正是需要恢复这种本来面目。

## 2. 理想的以公有制为主体的社会主义市场经济模型分析

还是假设在初始状态时刻,一个国家的国民财富分配和天赋分配都很均匀,人人都一样(这是马克思理想中的共产主义社会标准),只是假设该国所有企业均为上市公司,该国企业只有上市公司一种形式,且假设该国国民自愿选择将私有财产过半比例如51%贡献出来形成公有财产或国有资产,并均按51%的控股比例投资在上市的股份公司,国有资产处于控股地位,形成公有制为主体的、多种经济成分并存的社会主义市场经济(这与我国情况极为相似)。在这样的国家,如何处理国有股的表决权问题,可以有两种选择。其一,如果只是为了解决初始这一个时点的资源配置最优化问题,最有利于达到该时点资源配置最优化的办法就是废除国有股的表决权,使国有股没有表决权,或者将表决权按比例无偿分给股民,股民之间的表决权相对比例不变。这样的表决结果和对资源的支配效果与第一种模型是一样的,这就实现了公有制为主体的市场经济,正确地反映公民的偏好,使公民福利最大化,解决了生产什么、生产多少的问题,使资本市场成为经济资源的配置基础,并决定最优国民经济结构的目标。因此我们说,废除国有股表决权或将国有股表决权按比例无偿分给股民,以股民表决权为支配股份公司资源的基础,以股民表决意愿为国民经济资源配置指令,是达到国民经济结构最优化、达到公民福利效用最大化的

条件。这个模型虽然简单,但却是解决国有股问题的原理和精髓,是出发点。这是最极端的两权分离,国有资产所有权与经营权的完全分离,彻底的政府与企业分开。其二,若选择国有股有表决权,因为信息不完全问题,国有股表决权行使者不可能了解到各个人的偏好,这势必会从基本原理上扭曲资源配置,陷入计划经济的一些弊端。据此,我们能看出当前国有股有完全表决权的情况使我国经济具有半计划经济或准计划经济的缺点。

## 3. 现实的以公有制为主体的社会主义市场经济模型分析

现实的社会并不是财富和天赋分配均匀的社会,生产关系进行着简单再生产和扩大再生产,各种政治势力在市场经济中互相竞争或斗争,因此社会主义市场经济体制要想切实成立,就必须巩固自己的经济基础和上层建筑在国民经济与社会整体上的控制地位。可见社会主义的国有股问题并不以资源配置优化为唯一目标,还应以发挥对经济基础与上层建筑的社会主义性质的控制力为目标。若只以资源配置为唯一目标,则完全可以采取上一个模型的,规定国有股无表决权,公私合股股份公司的公司控制权完全交给股民和证券市场,国家不要公司控制权,国家控股但不要控制权,国家对公司没有控制力,国家只持股分红,采用张维迎教授所讲的“股转债”办法和吴敬琏教授所讲的“转优先股”办法。但是能进行这种理想的极端的政府与企业的所有权与经营权或控制权的两权分离,所适用的上述假设在现实中是不存在的。如果国家通过废除或放弃国有股表决权彻底放弃对国有股的控制力或控制权,实现所有权与经营权两权彻底分离,那么我们将失去后一个目标——巩固社会主义的生产关系和上层建筑在国民经济与社会整体上的控制地位,将整个经济与社会经济基础与上层建筑控制在社会主义性质范围之内,这是我们所难以割舍的目标。因此上述极端的理想的政府与企业的所有权与经营权的两权分离不应是我们追求的目标。因此我们看到我国政府处于进退维谷的状态。若像当前这样继续由政府行使国有股的表决权,由于知识与信息不对称问题,政府行为势必降低国民经济资源配置效率;反之若政府完全放弃国有股的表决权,任由股民配置资源,又难以保证国家的长治久安、长期保持国家的社会主义本色。这就势必在客观上形成政府一方面提所有权与经营权分离,另一方面又强调关键要看国有经济控制力;一方面提“四自”方针,另一方面又形成“一股独大”的局面。这正是我国政府在国有股的表决权问题上已经陷入的逻辑矛盾。

盾。

### 三、制定《国有被动表决权行使法》，构建新型政企关系

从上述分析中我们可以看出,改革的正确思路应是在不改变国家控股地位的前提下,改变国家对国有经济的控股权行使模式,将国家对公司的控制权在股民与政府之间进行合理配置。建立一种新型政企关系。这种新型政企关系的基本原则应是;既要保证国家对企业的所有权和保证社会主义性质的控制权,又要保证企业拥有经营自主权,让大多数国有企业能够像私营企业一样,按一般经济法则和市场规律运作。这样一方面政府拥有对国有企业资产所有权、监督权和保证社会政治性质的基本控制权;而另一方面企业则可以自己制定中长期计划,在市场开发、产品开发、利润分配等方面,可以根据政府政策自行决策,从而形成依法监控与自主经营相结合的政企新关系。构建这种政企新关系的办法是,将国有股所有权的两种目标对应的表决权划分为两个层次,制定《国有股被动表决权行使法》,国家对这两个层次的国有股表决权分别采取放弃和行使两个原则。对于涉及资源配置层次的表决权,国家采取放弃的方针,将这部分国有股表决权证券化为国有股表决权证出售给流通股公众,由他们在股东大会上主动行使以提高资源配置效率;对于涉及国家政治性质、国家安全、产业结构政策等层次问题的表决权,国家应保留持有并以被动形式行使,上市公司决议触犯国家的这些权利的情况发生时,国有资产监督与管理委员会或国有股权代表投否决票否决之,以维护国家利益。

这种政企新关系下,公司是由流通股股东所选董事长控制运营的,流通股股东自然会基于本身利益努力经营好。整个中国国有上市公司的经营靠流通股股东,上市公司国有资产的经营权由股民选举的经理行使。上市公司国有资产的监督权由国资委派出的国有股权代表行使,国有股权代表只需监管好在运营过程中国有股、国有资产利益不要被流通股股东侵害即可。国家只看其是否尽到依法监管的职责,决定其报酬、奖惩与任免。国有资产监督与管理委员会对国有资产只应起监督作用,而不能成为全面经营国有资产的大控股公司,变质成国有资产经营委员会。

建立这种新的政企之间规范化的关系机制,必须用法律形式授予企业决策层经营自主权,政府对国有企业的管理行为也必须依据法律,并在法律规定授权的范围内。因此应制定《国有股被动表决权行使法》,明确界定与规范政府与企业的行为。政府有权做什么必

须有法律形式的具体清晰的规定,政府应在法律上明确授权的范围内监督上市公司,而不得采用超越法律范围的非法手段干预企业的生产经营活动。其权利必须受到法律的限制。而流通股股东及其董事会、经理阶层只要法律上没有禁止的,他们都可以去做,而不应该对他们加以限制,特别是不应限制他们的创新,以最大限度发挥其创新精神,才有利于国家经济充满活力地发展。政府根据《国有股被动表决权行使法》依法监管,经营者在国有股权代表否决权的威慑下不敢违法经营,从而在政府监管与社会创新之间形成对立均衡。监事机构应是双重的,建立相互独立的股份公司的监事机构和国有资产或国有股的监事机构,确保做到企业自主经营和维护国有资产权益的统一。

建立新型政企关系的核心与成败得失的关键是经营者的人事权由谁执掌?流通股股东还是国家。公司的经营控制权由谁授给,谁掌握公司董事会与经理的人事任免权。国有控股上市的经理的人事任免权应如何在流通股股东与国家之间配置?我认为涉及政治、国家安全、产业政策方面的任免权,应属于政府由国资委持有,当经理出现这些行为时,由政府一票否决与罢免其职位;而对于主动的任免权——提议权,则应该交给流通股股东。因为经理一切利益的来源是其职位,职位是其利益得失的根基,是其最大利益所在,任命者就是利益的授予者,任何人均对利益的授予者负责。犯法被罢免者毕竟是少数,只要不犯法就不会被罢免,经理自然感到流通股股东的主动提议权大于国家违规罢免权。这样经理就能主要对流通股股东负责了,以利润最大化为目标,兼顾国家在政治等方面的要求。上市公司才能恢复本来面貌,企业才会生机勃勃。

可见现代企业制度难以认真切实地立起的原因在于上市公司经营团体的人事任免权如何安排这一核心症结,而这应是中国社会主义市场经济体制最有创造力的地方。因此应通过将国有股主动表决权证券化,将经营者团体的人事任免权交给流通股公众,国家拥有监督权与否决权,构建起利益对立的标准监管模型,形成一种依法监控与自主经营相结合的新型政企关系,不能不是国有经济深化改革的较好选择。

### 四、国有股主动表决权与被动表决权——否决权的划分

国有股主动表决权证券化出售给流通股股东后,根据流通股股东控制公司运营,而国有股股东则依据《国有股被动表决权行使法》行使监管,维护国有资产权益的原则。笔者建议应将《公司法》中有关国有控股上市公司流通股股东与国有股东之间的权利进行以下修正。

流通股股东拥有的权利有：

(1)流通股股东决定公司的经营方针和投资计划。但当决议内容违反《国有股被动表决权行使法》时，国有股东代表可予临时否决，并报请上级国资委审核后批准为正式否决。被否决的上市公司决议依法不准执行。否则对企业进行经济处罚，并追究当事人的民事、刑事责任。

(2)流通股股东有权选举和更换流通股选出的董事并决定其报酬，公司董事长由流通股股东选举。但上届期间年平均净资产收益率低于银行存款利率的董事长，若被选连任的，国有股权代表有权否决之。规定国有股权代表不能担任公司董事长，但可担任公司常务董事。流通股股东无权干涉国家的任免行为。因国有股权代表为国家公务员，应由国有资产监督委员会直接任免与派出担任公司常务董事，并考核其是否根据《国有股被动表决权行使法》依法行使尽职尽责，从而决定其报酬，但不与上市公司业绩挂钩。

(3)流通股股东有权选举和更换由其选举的股东代表出任的监事，决定他们的报酬；但无权干预国有股东的监事更换。代表国有股的监事应由国有股权代表任命工作人员担任，并决定其报酬、奖惩与任免。

(4)流通股股东审议批准董事会的报告，而代表国有股的常任董事列席董事会会议，无权对报告表决；但当侵害国有股利益时，则有权临时否决流通股股东通过的报告，并报请国资委审核后批准为正式否决。

(5)流通股股东审议批准监事会报告，但其中代表国有股的监事还应定期向上极国资委监事汇报公司动态，防止国有资产、国有股利益受到流通股股东的侵害。

(6)流通股股东审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，而国有股权代表应列席但无权表决。对认为不当之处的可提出修改建议，直至对流通股股东通过的方案投否决票废除之。

(7)流通股股东审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案时，国有股权代表应列席但无权表决。但认为不当之处可提出修改建议，直至对流通股股东通过的方案投否决票废除之。

(8)流通股股东应与国有股权代表一起就对增加和减少注册资本做出决议，但国有股权代表应事先将决议上报国有资产监督委员会经过批准。

(9)对公司合并、分离、解散和清算等事项由流通股股东与国有股东代表共同做出决议。

(10)修改公司章程事项应由流通股单独完成，而

国有股权代表应列席但无权表决。对认为不当之处的可提出修改建议，直至对流通股股东通过的决议投否决票废除之。

(11)上述事宜中，流通股选举的董事或董事长认为国有股权代表否决失当的或个人行为不当的可逐级上诉，提请上级国有资产监督委员会复议或投诉个人，或依据《国有股被动表决权行使法》与《行政诉讼法》向法院提起行政诉讼。新闻舆论监督也将发挥一定作用。

国有股权代表的被动表决权——否决权有：

(1)以维护国有资产的保值增值为己任，严防流通股股东侵害国有股权权益，监督上市公司的生产经营决策，对一切侵害行为行使否决权。

(2)根据国家产业政策与法规，防止上市公司生产经营决策有违反国家产业政策与法规的行为，对违反经营的决策行使否决权。

(3)对其他违反国家经济法律法规的行为行使监督与否决权。

注释①：“黄金股”制度是英国前撒切尔政府推行国有企业私有化改制过程中，为保持政府对重要企业的控制力，规定政府持有被称为“黄金股”的特权优先股，政府虽没有普通股的投票权，但都拥有对公司一些重大经营决策中的“一票否决权”的特别权力。如果公司的管理层对公司实施一项大规模并购、重组方案，或者企业资产的大规模出售等重大决策，都要经过“黄金股”持有者的最终同意，否则将不能通过。但这个特别否定权不针对企业管理层人员的任免、企业生产经营管理与分配等一般权限范围。

参考文献：

- [1] Stiglitz, J. "Why financial structure matters?" *Journal of Economic Perspectives*, 1988, (2): 121-126.
- [2] Shlerifer, A. "State versus private ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 1998, (12): 133-150.
- [3] [美] 奥利弗·E. 威廉森. 治理机制[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2001.
- [4] [日] 青木昌彦, 奥野正宽. 经济体制的比较制度分析[M]. 北京: 中国发展出版社, 1999.
- [5] 国家国有资产管理局. 国有资产产权管理[M]. 北京: 经济科学出版社, 1994.
- [6] 杨永华. 市场导向性经济增长理论[M]. 广州: 广东人民出版社, 2003.
- [7] 胡汝银. 有为与无为之间[M]. 广州: 广东经济出版社, 2003.
- [8] 周菲. 政企关系: 一个世界性难题[J]. 政府与企业, 2000, (10).