国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径

郑志刚

(中国人民大学财政金融学院/中国财政金融政策研究中心，北京 100872)

摘要：2015年我国国企将掀起混合所有制改革的大幕。国企公司治理的现状是：部分国企凭籍市场的垄断地位获取高额利润，形成与民企的不公平竞争，面临公众对国资垄断经营和不公平竞争的不满和愤怒；目前政府除了通过国有资产管理链条“管资本”外，还通过至上而下的人事任免体系和国企官员晋升考核事实上对企业经营产生实质性影响，国企成为存在代理冲突的“新古典资本主义企业”；由于产生来源、更迭机制中经理人权力的影响和董事会任人唯亲文化的存在，独立董事并没有发挥预期的监督经理人的作用。因而，以混合所有制改革为特征的新一轮国企改革事实上遵循的历史逻辑是：平抑公众对国资垄断经营和不公平竞争的不满和愤怒；实现国有资产保值增值目的；国企改制“资本社会化”传统逻辑的延续；旨在通过引入其他性质的股份，提高国有资本的运行效率；体现国有资产管理理念的革新——从经营企业到经营资本。而混合所有制改革一个可能的实现路径是，国有资本通过持有(附加一定条件同时达到一定比例的)优先股来向民间资本做出排除隧道挖掘，直接干预和经营企业的庄重承诺，以此更好地实现国有资产的增值和保值目的。

关键词：国企改革；公司治理；混合所有制改革

Abstract: The reform of mixed ownership for the state-owned enterprises (SOEs) will be launched in 2015. There are several characteristics of SOEs' corporate governance as follows: some SOEs gain high profit by virtue of their market powers of monopoly, which impairs fair competition with private enterprises and stirs the wrath from the public; the government not only controls SOEs though the administration system of state-owned asset but also exerts significant influence on the management of SOE through executive personnel appointments, especially the executives' political promotion, which makes the SOEs become “neo-classical capitalist enterprises” with serious agency conflicts; independent directors cannot play their supervision role as expected since both their recruiting and turnover are affected by the managerial power and the board culture of cronyism. Thereforethe historic logic behind the SOEs reform is allaying the wrath from the public, value preservation and appreciation of state-owned asset, SOEs' capital further socialization, improvement of operating efficiencies though introduction of pirate shares and the administration system innovation of state-owned asset from controlling the firms to the capital. Based on the review of characteristics of SOEs' corporate governance and summary of the historic logic behind the SOEs reform, we suggest that the state-owned capital should make credible the commitment that there are no tunneling and direct intervention any more on corporate operation after mixing by taking the preferred stocks.

Keywords: state-owned enterprises reform, corporate governance, mixed ownership reform

作者简介：郑志刚，中国人民大学财政金融学院学术委员会委员、金融学教授、博士生导师，应用经济系主任，研究方向：公司治理、经理人薪酬、法与金融等。

中图分类号：F276　**文献标识码：**A

回顾30多年来中国经济体制改革历程，由于在我国国民经济中的独特地位和广泛影响，国企改革始终是中国经济体制改革的中心环节和核心内容。2015年我国国企将掀起混合所有制改革的大幕。新一轮国企改革的成败对于我国以市场为导向的经济转型的最终实现至关重要。在推出具体的改革措施之前，我们有必要了解国企公司治理的现状，厘清以混合所有制改革为特征的新一轮国企改革的历史逻辑，并指出可能的现实路径。希望通过所有制的真正

混合使国企形成合理有效的股权结构和公司治理结构，在向现代企业转型过程中迈出更加坚实的一步。

国企公司治理现状和存在的问题

截止2015年1月底，我国上市公司总量达到2635家，市值达38.54万亿元。上市公司控股股东平均持股比例在36%，而国有控股公司占当年上市公司数量的比例达38%，因此，“一股独大”和“控股股东的国有性质”仍然是我国上市公司治理模式最典型的特征。

改革开放以来，经过几轮的国企改革，目前国企公司治理依然保持着以下特征。

第一，部分国企凭籍市场的垄断地位获取高额利润，形成与民企的不公平竞争，面临公众对国资垄断经营和不公平竞争的不满和愤怒。

国企的利润主要由垄断企业构成。我们以2010年央企利润情况为例(天则研究所2011年的报告)[8]。2010年，中央企业共实现利润13415亿元，占国企利润总额的67.5%。2009年，在央企实现的利润中，中国石油、中国移动、中国电信、中国联通和中国石化等10家企业占到70%以上；其中，中国石油和中国移动分别实现1285.6亿元和1484.7亿元，仅这两家企业就超过了全部央企利润的三分之一。

相比民企，国有及国有控股企业的名义绩效不够高。2001~2009年，国有及国有控股工业企业平均的净资产收益率为8.16%，非国有工业企业平均的净资产收益率为12.9%。其中2009年，国企净资产收益率为8.18%，非国有工业企业净资产收益率为15.59%。可见，相比民企，国企的名义绩效较低。中国企业联合会、中国企业家协会前不久发布了2014我国企业500强榜单。我们可以通过对500强企业的解读来管窥我国企业发展的现状。在500强中出现了43家亏损企业，其中只有1家是民企，国企成为“重灾区”；亏损企业主要集中在煤炭、钢铁、有色化工、建材、水上运输等领域；300家国企的亏损面高达14%，42家企业合计亏损726.6亿元，其中10家央企合计亏损385.7亿元；200家民企仅有1家亏损，且其亏损额只有5000万元。

国企的利润主要来源于低廉的融资成本、土地及资源租金、政府补贴及税负减免等方面。国企表现出来的名义绩效并非其真实绩效，是国企在享受着种种政策优惠，和民企在不平等的经营环境下所获得的表面绩效。根据天则经济研究所(2011)[8]的测算，这种不平等主要体现在政府财政补贴、融资成本和土地及资源租金等方面。首先，从融资成本方面看。国有及国有控股工业企业平均实际利息率为1.6%，其它企业加权平均的实际利率(视为市场利率)则约为4.68%。若按照市场利率水平重新计算国企应支付利息，2001~2009年利息支付差额共计约27539 亿元，占国有及国有控股工业企业名义利润总额的47%。其次，从土地及资源租金来看。按工业用地价格3%的比例计算工业土地租金，2001~2009年国有及国有控股工业企业共应缴纳地租39312 亿元，占国有及国有控股工业企业名义利润总额的67.2%。如果再考虑商业服务用地，仅2008年一年，国企就应交纳12104亿元地租。石油的资源税平均仅为每吨26元，加上按销售收入的1%计征的资源补偿费，我国对石油征收的资源租金不足价格的2%，远低于我国向合资企业征收的12.5%的比例。按照上述比例测算，2001~2009年，国有及国有控股工业企业少交纳的石油资源租金约为2437亿元。加上天然气和煤炭等自然资源，国有及国有控股工业企业在2001~2009年间共少交纳资源租金约4977亿元。再次，从政府对国企的补贴来看，从1994~2006年，国家财政用于国企亏损的补贴达到了3653亿元。其中2007~2009年，国有及国有控股工业企业获得财政补贴约为1943亿元。此外，国企承担的税负水平远低于民企，2007~2009 年，992 家国企所得税的平均税负为10%，民企的平均税负达到24%，民企的税负远远重于国企。因此，若从名义利润总额中将上述共约74914亿元的应付未付成本和补贴扣除，从账面财务数据中还原企业的真实成本，2001~2009年，国有及国有控股工业企业平均真实净资产收益率则为-6.29%。以至于有经济学家批评部分国企“放条狗到行长的位子上,银行照样赚钱”。而从新一轮国企混合所有制改革的开展中，民间资本有望“分一杯羹”。

天然的政治关联和管制垄断导致国企在资源配置中占据优势地位。国企共和国长子的身份和国企高管同时身兼企业管理者与政府官员双重身份，使得国企与政府官员具有天然的政治关联。上述政治关联使国企在资源配置中占据优势地位，甚至可以影响政府的政策方向，使得许多政策制定对国企给予优惠和倾斜。一些国有上市公司还通过聘用前政府官员担任独立董事，不仅能够获得更多的政策倾斜和扶持力度，减少可能遭受到的行政管制，减少公

司因违规而受到的监管惩罚等隐性好处，还能带来税收优惠、政府补助两个方面的实际利益。

我们以近年来，回报率较高的房地产行业为例揭示国企如何与民企开展竞争。2008年地产行业上市公司的平均净利润率为20%，央企下属的16家上市地产企业的平均净利润率为21.13%。2009年在国资委分管的136家央企中，以房地产为主业的企业有16家，辅业中包含房地产业务的达到80多家，70%以上的企业都涉及到房地产业务。房地产成为央企的主要辅业和重要利润来源。2009年以来，国资背景的企业明显在房地产行业中占据重要地位，造就了一个又一个的央企“地王”。在2010年3月8日，央企更是在一天就捧出三个地王[1]。根据中国指数研究院日前发布的统计数据，2009年成交总价排在前10位的地块中，国企占据8席，成交楼面地价前10位的企业中，国企同样占据8席；而2010年1月，全国土地成交总价前10的地块中，有7宗是被国企或具有国资背景的企业拿下[2]。央企房企在天然政治关联衍生出来的融资渠道多、融资成本低等优势支持下，愿意支付的拿地价格偏高。据中原地产统计显示，北京2009年国企在拍得的住宅地块中，国企拍得的土地楼面地价已经达到了6859.3元/平方米，相比民企的4324.6元/平方米也明显高出2534.7元/平方米。到2010年3月17日为止，成交的29块非工业用地中有18块为国企及国企背景企业获得，国企拍得的楼面价已经高达11385元/平方米，超过民企拿地成本三成以上。

总之，国有垄断行业正是凭借强大的政治优势和资源优势，使得国企创新和改革动力不足。与民企开展不正当竞争，则挤占了民企的发展空间，阻碍了国民经济健康、平衡的发展。

第二，目前政府除了通过国有资产管理链条“管资本”外，还通过至上而下的人事任免体系和国企官员晋升考核事实上对企业经营产生实质性影响，这使得国企成为存在代理冲突的“新古典资本主义企业”。

现代公司可谓是人类最伟大的发明之一。人类历史近99%的财富创造是近250年间完成的，其中现代公司这种企业组织形式功不可没。而现代公司区别于家庭作坊式的“新古典资本主义企业”的本质在于基于专业化分工思想的资本社会化和经理人职业化，通过所有权和经营权的分离，避免非专业的出资人对职业经理人经营管理决策的干预，以提升企业的运行效率。目前政府除了通过国有资产管理链条“管资本”外，还通过至上而下的人事任免体系和对国企官员晋升考核事实上对企业经营产生实质性影响，使国企仍然置于多任务等经营管理状态。这使得国企所有权与经营权无法真正分离，在企业组织形态上类似于基于家庭作坊的“新古典资本主义企业”。另一方面，由于所有者缺位和长的委托代理链条，国有上市公司逐步形成以董事长为核心的内部人控制格局，存在严重的委托代理问题，代理成本居高不下。因而，国有上市公司既没有摆脱“家庭手工作坊式”的控制权对经营权的干预，无法利用社会专业化分工提高效率，又没有很好解决家庭手工作坊并不存在的代理问题。对于现代公司出现的所有权与控制权分离导致的代理问题则要依靠公司治理结构的完善实现，而不是退回到家庭作坊式的“新古典资本主义企业”，通过利用控制权干预经营管理实现。在上述意义上，我国国企未来需要一场“现代公司革命”，首先使企业所有权与经营权真正分离。

国企公司治理面临多任务的目标冲突。由于在我国国民经济和社会发展中的特殊地位，国企不仅具有一般企业的特征，而且承担了对于普通企业难以想象的社会责任，包括稳定物价、促进就业、甚至维护社会稳定等。当国企被当作政府政策的工具时，为实现政府的政治经济意图，国企需要服从国家经济建设和社会发展的大局，为政府的宏观政治经济政策服务。例如，利用国企作为反经济周期的手段，强制国企在衰退期扩大投资；为制止通货膨胀而使国企产品价格降低，或者为避免失业而使国企增加雇佣工人；在对外经济政策中，国企还被用来作为对付国际竞争的重要武器。国企的多任务显然阻碍了市场机制的有效运行，使国企成为一个行政和市场的混合体，无法基于专业化分工思想的资本社会化和经理人职业化，通过所有权和经营权的真正分离，避免非专业的出资人对职业经理人经营管理决策的干预，以提升企业的运行效率。其实对于企业而言，最重要的社会责任就是创造利润。

至上而下的人事任免体系与国企高管的政治晋升问题。作为所谓“公有制的实现形式”，国企在我国国民经济中具有特殊地位。这些或由中央或由地方各级政府参与投资并控制的国企大多分布在关乎我国国计民生的重点行业和关键领域，因而对国企控制权的安排别具匠心。为了

维持国家或其代理机构对国有上市公司的控制，我国资本市场甚至一度推出“股权分置”，即一部分国有股票不能上市流通，同股不同权不同价。近年来伴随着股权分置改革的完成和国有股减持的呼声，控股股东的持股比例出现逐年下降的趋势，但为了实现对上市公司的控制，国资委系统或国有法人作为最大股东所持的股份仍然是“控制性的”，一股独大的局面并未发生根本性的改变。伴随着国企控制权的独特安排，我国国企逐步形成了独具特色的国企高管人事任免体系。国企高管的产生形式上取决于所有权链条，但实质上由上级党委组织部门“至上而下”的人事任命实现[3]。官员和企业高管相互轮换，不仅“商而优可以仕”[4]，而且国企高管成为当不了高官的补偿，所谓“当不了省长，就当董事长”[5]。作为行政官员选拔和考核机制的延伸，国有资产管理体制在国有控股上市公司中逐步推行行政官员化的国企高管考核培训和晋升制度。

在国企上述“至上而下”的人事任免体系下，国企高管一方面是企业管理层和企业经营发展计划的制定和实施者，另一方面则具有一定的政治级别，与政府官员一样存在政治晋升的可能与渠道。这使得身兼“经济人”与“政治人”身份的国企高管更像是政府官员而非职业经理人(杨瑞龙等，2013)[10]。这种政治晋升渠道不仅存在于国企内部、母公司和子公司、同一控股股东旗下企业集团的各级子公司之间，而且还存在于国企与政府部门之间[6]。按照王曾等(2014)[9]，在2005~2011年间我国上市公司发生高管变更的1125个观察值中获得晋升的高管比例高达30%。

与政府官员类似，由于缺乏活跃的提供外部就职机会的职业经理人市场，国企高管被迫十分看重内部晋升渠道。这表现在国企高管更关心政府主管部门以各种检查工作为由头的对他们业绩的考核，因为上述考核会直接影响他们是否获得政治晋升(Groves et al., 1995)[5]。同时由于政治晋升不仅会带来更高的薪酬、社会地位和声望，而且有可能给他们带来更大的权力，因而国企高管同政府官员一样有很强的动机努力提高自己获得政治晋升的概率。

为了赢得媒体、公众和上级主管部门的关注，从而在围绕政治晋升开展的“竞标赛”中胜出，国企高管有激励从事短期内有助于提升个人形象，但从长期看却不利于企业持续稳定发展的形象工程，因而我国国企高管政治晋升中存在激励扭曲。对于作为“共和国长子”的国企，公益性捐赠似乎是由企业特殊性质决定的义不容辞的责任和日常经营管理活动中必不可少的经济行为。然而，郑志刚等(2015A)[14]基于我国A股国有上市公司的研究表明，随着高管在任时间增长(职位变动，从而政治晋升的可能性增大)，国企的公益性捐赠会显著增加。但是，上述显著增加的公益性捐赠一方面与国企高管政治晋升的自利动机联系在一起，用于保全董事长的职位，为其未来政治晋升赢得时机；另一方面，公益性捐赠却未能帮助实现，甚至不利于企业未来绩效的改善，从而发挥预期的战略营销功能。因此，晋升理论上的隐性激励作用在国企高管政治晋升体系的实际运行过程中发生了激励扭曲。在上述制度背景下，公益性捐赠这一原本应体现企业社会责任的行为，一定程度蜕变为国企高管个人为了获得政治晋升而进行的形象工程。包括公益性捐赠、媒体报道、海外并购等在内的国企形象工程由此成为国企内部人控制下外部分散股东需要面对的特殊代理成本(郑志刚等，2012A)[11]。

我国并没有形成统一公开的职业经理人市场，使职业关注和经理人声誉等经理人市场运作机制无法发挥预期的作用。在1271个样本观测值中，郑志刚等(2014)[13]的研究发现，其中896个观测值的经理人来自内部晋升，占到样本期全部更迭经理人的70.5%。232个观测值的经理人来自所在企业集团内部的岗位轮换，占到18.25%。如果把内部晋升和岗位轮换产生的经理人理解为广义的“内部人”，则我国上市公司在2005~2011年间所更迭的经理人中有近90%的经理人不是来自企业外部，而是来自“内部”。只有143个观测值的经理人来自外部聘用，仅占11.25%。这表明我国外部职业经理人市场尚处在发展的早期，目前并没有形成统一公开的职业经理人市场。

国企中这种至上而下的人事任命体系事实上构成了董事会作为公司治理权威的挑战，破坏了基于职业关注和经理人声誉运作的职业经理人市场识别经理人能力的有效性。由于良好的业绩并不能保证现任经理人长期在位，导致了现任经理人注重短期绩效，缺乏长期积累。较之西方国家成熟的外部经理人市场，我国的“上级任命”制度降低了上市公司经理人的职业化程度，使职业关注和经理人声誉等经理人市场运作机制无法发挥预期的作用。在企业间竞争越发激烈、市场化程度逐渐深化、大批国企亟需完成现代化企业治理改革的当下，选择恰当的经理人选拔任

命方法对企业治理效率的改善至关重要。

政府对国企微观经营管理事务干预的一个明证是最近推出的新一轮高管限薪。董事的薪酬包中被认为十分重要的股权激励很少被采用，部分高管受到限薪政策的影响而激励不足，未来人才流失现象严重。2014年11月以“中办”名义印发了《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》(中发[2014]12号)。该《意见》将央企组织任命负责人的薪酬水平分为基本年薪、绩效年薪和任期激励收入三个部分。每个部分的薪酬按照上年度央企在岗职工平均工资(约6.8-7.8万)的一定倍数来限制。例如，基本薪酬部分不能超过上年度央企在岗职工年平均工资的2倍；绩效年薪部分不能超过6倍；任期激励收入则不能超过该负责人任期内年薪总水平的30%(约为上年度央企在岗职工年平均工资的2.4倍)。通过上述限薪政策，央企组织任命负责人的薪酬水平和央企在岗职工年平均工资水平差距将控制在10.4倍以内。纵观新一轮的限薪政策，其显著特征可以概括为“以上年度央企在岗职工年平均工资作为参照系”和“限薪的实施以‘中办’名义印发文件至上而下推进”两个方面。虽然上述限薪政策主要针对央企组织任命负责人，但由于所谓“组织任命负责人”和“职业经理人”的边界模糊和相关传染外溢效应，上述实践将毫无疑问会对我国国企经理人薪酬设计实践产生重要的影响。

在评价经理人薪酬是否合理的问题上，基准是经理人为企业创造多少价值，而不是其他。原因是股东对经理人努力程度的信息不完全是开展经理人薪酬合约设计的逻辑和事实出发点。经理人激励强弱是依据经理人薪酬绩效敏感性来判断。有时看起来向经理人支付高的薪酬增加了企业的成本，但如果通过经理人薪酬增加(从而向经理人提供充足的激励)使企业实现更大的价值提升则是完全值得的。大量的经验研究表明，除了企业绩效，经理人风险态度、外部经营环境的不确定性、企业规模和所处产业的竞争程度等都会显著影响经理人的薪酬水平和薪酬结构。如果一家企业的绩效(规模，所处产业竞争状况等)与另一家企业不同，该家企业经理人薪酬就有理由与另外一家企业的不同。经理人薪酬中除了经理人人力资本的补偿，还包含激励因素，同时还是“企业家精神”的体现，因此不能简单通过与普通雇员平均工资相比来体现公平。这提醒理论界与实务界应该从新思考新一轮高管限薪“以上年度央企在岗职工年平均工资作为参照系”的合理性。

我们知道，当信息不完全时应该由更具信息优势的一方来主导相关合约的设计和实施。例如，由于作为公司治理核心的董事会在评价企业绩效等问题上更具信息优势，因而在公司治理实践中经理人薪酬设计和实施通常是由董事会(薪酬委员会)来完成。这充分体现了现代组织授权结构与信息结构相匹配的原则。而目前新一轮高管限薪则由不具有信息优势的政府部门来主导薪酬制定则显然与上述原则相违背。用哈耶克的话说，这是“致命的自负”。

一些研究表明，我国部分上市公司确实存在经理人超额薪酬现象。但解决经理人超额薪酬的正确思路不是通过政府部门一刀切的限薪，而是通过监管当局要求上市公司董事会(薪酬委员会)对经理人薪酬的自查实现。在这个自查过程中，董事会应以经理人薪酬绩效敏感性作为评价基准。如果企业绩效下降，而经理人薪酬却在增加，显然是不合理的薪酬设计，应该予以纠正。事实上，经理人超额薪酬的出现恰恰是不合理公司治理结构存在的证据，需要通过完善公司治理结构来实现，而不是通过，也不可能通过简单限薪来加以解决。

第三，由于产生来源、更迭机制中经理人权力的影响和董事会任人唯亲文化的存在，独立董事并没有发挥预期的监督经理人的作用。

独立董事是指除了担任公司的董事外，与公司没有任何家族、商业联系的董事会成员。作为完善我国上市公司治理结构的重要举措，借鉴西方国家的成熟经验，我国资本市场于2003年在上市公司中全面推行独董制度。独董至少在形式上成为我国上市公司治理最基本和重要的制度安排之一。由于受到制度设计和董事会文化的双重影响独立董事并没有很好发挥预期的监督经理人的作用。

独立董事的产生需要由作为监督对象的国企董事长或经理人的推荐和面试，董事长或经理人的上述权力使得独立董事监督作用的发挥先天不足。按照Bebchuk and Fried (2003，2004)[1] [2]，由于董事长(经理人)在提名董事进入新一轮董事会中扮演十分重要的角色，成为董事所带来的薪酬、名誉和社会交往使每一位希望在下一届董事会选举中重新获得提名的董事有激励讨好经理人；一方面经理人绩效考核和薪酬制定由董事来完成，另一方面经理人会反过来参与董事的年薪和津贴的制定。更重要的，一名董事

一旦形成“喜欢与经理人对抗”的“声誉”，将很难获得其他公司邀请加入董事会的机会。出于上述几个方面原因的考虑，董事监督董事长或经理人问题上通常表现十分暧昧，容易妥协。我们看到，由于独立董事的产生需要董事长(经理人)的推荐、面试，其薪酬政策制定需要董事长(经理人)的参与，上述制度设计上的根源和缺陷很难使独立董事发挥预期的独立监督作用。

由于尚未形成成熟的独立董事市场，独立董事一般在董事长或经理人的朋友，或“朋友的朋友”中产生，浓郁的任人唯亲文化制约独立董事有效发挥监督作用。任人唯亲的董事会文化一方面在制度根源上可能离不开董事长或经理人手中的权力，另一方面则可能是与熟人社会相关的文化和社会连接相互影响的结果。Jensen(1993)[6]指出，董事会固有的文化导致其在潜意识里与CEO合谋。Daily等(1998)[4]、Bebchuk和Fried(2003)[1]等的研究发现董事有激励讨好经理人。这种任人唯亲的董事会文化是制约独立董事有效发挥监督作用的文化根源(郑志刚等，2012B)[12]。Bebchuk and Fried (2003，2004)[1] [2]指出，从对经理人权威尊敬的文化和社会规范出发，董事通常不愿出面阻挠薪酬计划等，以免破坏与经理人良好的同事关系。

一些上市公司引入独立董事的目的不是为了监督经理人，而是建立政治关联。Li et al.(2008)[7]等关于政治关联文献的研究表明，民营企业负责人通过成为人大代表或政协委员建立政治关联对公司绩效改善具有正向影响。政治关联身份有助于民营企业从商业银行获得更多贷款，并获得政府税收补贴。很多民营企业愿意聘用具有政府官员背景的独立董事，而他们聘请政府官员背景独立董事不是为了让其监督董事长或经理人，而是为了建立政治关联。其实质是公司以独立董事的方式支出薪酬，而官员背景独立董事为企业谋取政治经济利益的交易行为。既然聘请独立董事的目的就是建立政治关联，显然我们并不应该寄希望于这些独董反过来监督董事长或经理人。

为了杜绝通过上述方式建立政治关联以以权谋私，开展不公平竞争，2013年10月19日中组部下发《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》。上述意见颁布后，A股上市公司迅速掀起独立董事离职潮。至2014年6月初，沪深两市共有268人主动请求辞去独立董事职位，涉及约300家上市公司。平均每月有约33名独立董事递交辞呈，几乎每天至少一名独立董事去职(据经济参考报)。有如此之多的官员背景人士出任独董成为我国上市公司治理实践中十分独特的现象。

独立董事难以实质参与上市公司重要经营决策，并提出可能的政策建议。上海证券交易所2013年发布的一份报告指出，当年共有 26 家公司的 38 位独立董事对相关事项提出过异议，占独立董事总人数的 1.23%。而根据《2007 年沪市上市公司独立董事履职情况分析》，2007年仅有 1.5%的独立董事曾提出过异议。我们看到，独立董事在五年间发表异议的情况并没有太大变化，甚至出现下降趋势。绝大多数独立董事依然从未发表过反对董事会决议或违背控股股东及其控制下的管理层的意志的反对意见。同样根据上交所2013年的这份报告，超过三分之一的独立董事表示自己无法获得与内部董事同等的信息，以支持自己做出独立判断、发表独立意见；甚至有约七分之一的独立董事表示所任职公司曾欺骗过自己或阻挠过自己行使职权。在缺乏必要信息的情况下，独立董事既不能盲目附和，也不能随意否决，只能弃权。这使得独立董事难以实质参与上市公司重要经营决策，并提出可能的政策建议。即使是那些发表反对意见的独立董事，由于投出的反对票往往未被采纳或完全采纳，他们仍然难以实质影响上市公司的决议。例如，ST南华的独立董事曾经提议罢免长期不履行职务的董事长，然而被股东大会否决，相关建议流产；中视传媒的独立董事提议在租赁合同中补充正式律师的鉴定意见，同样未被采纳。上述情形还出现在厦门汽车、ST 民丰、力元新材和华冠科技等多家上市公司中。

固定津贴下的独立董事的激励不足。与成熟市场经济国家一些上市公司甚至主要依靠股权激励计划等来向独董提供激励不同，截止2011年底，我国约94%的上市公司向其独董支付的仍然是津贴性的固定薪酬(郑志刚等，2015B)[15]。而薪酬合约设计中十分重要的股权激励计划在我国独董薪酬实践中明确不允许采用。我国证监会2005年颁布的《上市公司股权激励管理办法》(试行)第8条明确规定：股权激励计划的激励对象可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人员、核心技术(业务)人员，以及公司认为应当激励的其他员工，但不应当包括独立董事。作为对照，在世界500强企业中，50%以上企业向独立董事发放股权激励，甚至有5%企业的独立董事收入

全部来自股票。一个显然事实是，基于个人绩效和风险分担的差别化薪酬设计显然会向独董提供更强的激励，将优于固定薪酬的独董薪酬模式(郑志刚等，2015B)[15]。

我们注意到，以往公司治理理论和实践更多关注的是经理人的薪酬设计问题，为经理人设计薪酬激励方案的独董薪酬设计问题长期以来或者被忽视，或者简单假设独董自身的激励问题已经得到很好解决，因而他有激励来履行监督经理人和进行战略咨询的职责。然而，正如Bebchuk and Fried(2003，2005)[1] [3]所指出的，董事会在成为解决经理人与投资者之间的利益冲突所引发的代理问题的潜在工具的同时，自身同样存在代理问题(独董是股东的代理人)和相应产生的激励问题。因而，如何激励独董，使他们能够“像股东一样思考”至少同公司治理理论和实践传统上关注的经理人薪酬设计问题一样重要。

独立董事更迭乱象丛生，逆淘汰现象严重。理论和公司实务上，来自公司外部的独立董事的更迭并不需要也不应该与董事长的非常规更迭同步。但在一些公司，并非由于公司重组、企业绩效不佳、遭到监管当局处罚以及独立董事出具保留意见，并未到届的独立董事在董事长非常规更迭不久竟出人意料地遭到更迭，因而在我国上市公司的独立董事更迭中存在“一朝天子一朝臣”现象和任人唯亲的董事会文化(郑志刚等，2015C)[16]。对于一家存在任人唯亲董事会文化的企业，董事长事实上将成为企业日常经营管理决策和决定董事会成员升迁“一言九鼎”的“天子”，而包括独董在内的董事会成员则相应异化为“驯服的朝臣”。上述文化的存在无疑将改变独董制度设计希望通过聘请独董来提供“来自外部的”、“独立的”监督的初衷，削弱独董监督的有效性，成为独董无法发挥预期的公司治理作用的现实原因之一。

除了随着上任董事长离职独立董事更迭的“一朝天子一朝臣”现象外，独立董事更迭还存在其他乱象。这些乱象都成为我国上市公司存在任人唯亲的董事会文化的表征。例如，XX地产独立董事劼某在任满2届六年以后，离开三年再度被聘为独立董事；而XX水泥公司独立董事康某独立董事两届到期以后被推荐为监事，下次董事会换届时再度成为独立董事。上述例子除了表明案例企业至少在选聘独董过程中存在不规范行为和任人唯亲倾向，还在一定程度上揭示了在我国公司治理实践中，很多上市公司仅仅把独董的设置认为是满足监管要求的结果，而不是希望引入一个独立的监督者。

与独立董事更迭相关的另外一个重要问题就是独立董事的逆淘汰。如果一个独立董事曾经出具过保留意见，那么他将很难获得其他公司的聘任，从而存在所谓的逆淘汰现象。在逆淘汰的氛围和任人唯亲的文化背景下，独立董事预期到一旦说“不”不仅离职的可能性提高，而且很难获得其他公司的聘任。说“不”需要付出如此高昂的成本迫使独立董事往往选择沉默、奉承，甚至迎合或勾结。

我国上市公司全面推行独立董事制度已经历十多个年头了。我们看到，虽然在提高信息披露的可信程度、增加上市公司关联交易的成本等方面功不可没，但由于以上的原因，独立董事与预期发挥的监督董事长与经理人的作用存在差距。未来，我们需要从制度设计和文化根源两个方面积极加以改进，努力形成“和而不同”的董事会文化，使我国上市公司的独董制度健康良性发展，并最终成为发挥重要公司治理作用的基础性的制度安排。

国企改革的历史逻辑

回顾我国国企改革所走过的历程和总结国企公司治理的现状，我们看到，以混合所有制改革为特征的新一轮国企改革事实上在遵循以下历史逻辑。

第一，混合所有制改革有助于平抑公众对国资垄断经营和不公平竞争的不满和愤怒。部分盈利国企的高额利润与市场的垄断地位和由此形成的与民营企业的不公平竞争密不可分，以至于有经济学家批评部分国企“放条狗到行长的位子上,银行照样赚钱”。而从新一轮混合所有制改革的开展中，民间资本有望“分一杯羹”。

第二，混合所有制改革是我国以市场作为资源配置的基础性制度初步建立条件下实现国有资产保值增值目的的重要手段。无论从中国企业联合会、中国企业家协会前不久发布的2014我国企业500强榜单，还是天则经济研究所报告(2011)[8]，我们都看到，国有资产的保值增值任务压力山大。

第三，混合所有制改革是国企改制“资本社会化”传统逻辑的延续。在过去一轮的混合所有制改革中，国有企业先后实行了股份合作制和企业集团部分控股公司上市等改制形式。股份合作制是通过雇员持股实现的，

而上市则是通过公开发行股票实现。如果我们把股份合作制的推行理解为资本在企业内部的“社会化”，部分国有企业上市则可以理解为资本在更大范围的“社会化”。目前大量的国有资产通过形成庞大的企业集团置于各级国资委主导的国有资产管理链条。处于金字塔末端的部分企业是已经完成“资本社会化”的上市公司，但在中端和顶端还存在大量尚未完成资本社会化的国有企业。它们，以及其他未上市的国有企业或企业集团将成为新一轮混合所有制改革实施的重点。

第四，混合所有制改革旨在通过引入其他性质的股份，提高国有资本的运行效率。这主要通过两个途径来实现：其一是引入战略投资者，在实现融通资金的同时，延拓经营领域和范围；其二是混合所有制改革将有利于企业形成合理的治理结构。盈利动机更强的民间资本的引入将有激励推动公司治理结构的变革和完善来保障自身权益。

第五，混合所有制改革将体现国有资产管理理念的革新——从经营企业到经营资本。目前国有企业的基本经营模式除了通过国有资产管理链条“管资本”外，还通过至上而下的人事任免体系和国企官员晋升考核事实上对企业经营产生实质性影响。这使得国企所有权与经营权无法真正分离，在企业组织形态上类似于基于家庭作坊的“新古典资本主义企业”。但传统的新古典资本主义企业由于所有权与经营权统一没有代理冲突，而国有企业则由于所有者缺位和长的委托代理链条，成为存在代理冲突的“新古典资本主义企业”。对于现代公司出现的所有权与控制权分离导致的代理问题则要依靠公司治理结构的完善实现，而不是退回到家庭作坊式的“新古典资本主义企业”。我们看到，目前“不仅管资本还要管企业”的国企既没有利用社会专业化分工提高效率，同时也没有很好解决代理问题。在上述意义上，我国国企未来需要一场“现代公司革命”。

混合所有制改革可能的现实路径

那么，如何才能真正实现“所有制的混合”呢？一般而言，一项新的改革措施只有在成为“可自我实施”的制度安排(即所谓的纳什均衡)才能意味着取得根本成功。而一项可自我实施的制度安排需要满足两个基本条件。其一是民企以及除了国有资本外的其他社会资本通过成为国企的(财务或战略)投资者给他带来的投资回报将高于其他投资的回报(机会成本)。这是所谓的个体理性参与约束。由于民间资本可以利用混合所有制改革的契机参与并分享以往国有企业才能享有的高额垄断性利润，这个条件看起来似乎并不难满足。

其二是国有资本与民间资本要激励相容。或者说，所有制的混合无论对国有资本还是民间资本都需要做到真正有利可图。国有资本最根本的利益是，促进国有资产的保值增值，以增进全社会的福利。我们知道，开展新一轮混合所有制的根本目的之一就是实现国有资本的保值增值，因而对于国有资本“有利可图”是不言而喻的。而民间资本参与混合所有制改制的最大担心来自作为控股股东的国有资本对民间资本的可能侵吞和掏空。大量的研究文献表明，控股股东会以关联交易、资金占用(应收、应付、其他应收、其他应付)和贷款担保等方式来对所控制的控股公司实现挖掘和掏空，从而使外部分散股东的利益受到损害。因此要使民营资本从资本的混合中同样“有利可图”，就需要建立平衡和保障不同性质股份利益的“制度安排”。对于民营资本而言，如果作为控股股东的国有资本能够做出不利用控股地位来侵吞、隧道挖掘民间资本利益的可置信承诺，民间资本就会从所有制的混合中有利可图，从而变得激励相容。当然激励相容约束条件满足的前提是国有资本所做出的承诺必须是可置信的。因而，如何使国有资本所做的相关承诺变得可置信成为混合所有制改革成功的关键。

发生在2008年全球金融危机美国政府救市实践以及最近发生的阿里美国上市带来的新兴市场公司治理结构创新的思考为我们进行混合所有制改革的相关制度设计带来启发。我们首先看美国政府救市实践。从动用财政资金对陷入危机的企业直接国有化，到持有不具有表决权的优先股，到仅仅为银行贷款提供担保，美国政府救市政策三个阶段变化的共同考量是如何避免政府对微观层面企业经营管理决策行为的干预，因为经营管理企业并不是缺乏当地信息的政府的专长。这被一些分析者认为是美国近年来经济强劲复苏的制度设计原因之一。阿里则通过推出类似于不平等投票权的合伙人制度在美国成功上市。那么，阿里股东为什么会选择放弃部分控制权，转而把更多的控制性权力交给以马云为首的合伙人？一个很重要的理由是，由于新兴产业的快速发展，很多业务模式投资者根本无法把

握。而此时把更多控制权交给具有信息优势、有效把握业务模式的马云团队，而自身退化为普通的资金提供者，对于外部投资者而言显然是最优的[7]。这是外部分散投资者基于新兴产业快速发展和对于业务模式的信息不对称的现状做出的理性选择。

上述实践带给混合所有制改革的直接启发是，也许国有资本可以考虑向美国政府和阿里股东学习，通过持有(附加一定条件同时达到一定比例的)优先股来向民间资本做出排除隧道挖掘，直接干预和经营企业的庄重承诺，以此更好地实现国有资产的增值和保值目的。

按照上述模式完成混合所有制改革后，国有资本运行机构将根据上市公司过去的业绩表现和公司治理状况增持或减持优先股，来引导市场对上市公司的评价。这是通过标准的市场行为而不是行政途径来向上市公司施加改善业绩表现和公司治理的“外在”压力。国有资本由此扮演着没有表决权的“机构投资者”的积极股东角色。董事会由具有表决权的其他外部股东选举产生，并成为公司治理的真正权威。公司高管则由董事会从职业经理人市场聘用。独立董事制度则需要从制度设计和文化根源两个方面积极加以改进，在独董产生、履职和更迭等程序保证其独立性，并使其成为发挥重要公司治理作用的基础性的制度安排。除了内部治理机制，混改后的公司还要借助严格信息披露等市场监管、法律对投资者权力保护举措(举证倒置、集体诉讼)的推出以及媒体监督、税务实施等法律外制度共同形成公司治理的外部制度环境。 ■

[基金项目：国家自然基金面上项目“独立董事激励机制的影响因素和激励效果－来自我国上市公司的证据”(项目批准号：71272159)和面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”(项目批准号：71472177)以及教育部“新世纪优秀人才支持计划”]

注释

1. 凤凰网：http://house.ifeng.com/news/yaowen/detail_2010_03/16/393253_0.shtml

2. 凤凰网：叶檀：国企应退出商业地产市场，2010年3月。来源：http://house.ifeng.com/renwu/detail_2010_03/11/366039_0.shtml

3. 不同的国有上市公司享有不同的行政级别。按照王梓木的说法，国企的高管是由中国共产党的上级党委组织部来任命的，其中50多家央企一些是由中国共产党的政治局任命的，有些则需要政治局常委来任命。该文还提到“有四家保险企业被任命为副部级，每个企业有三个副部级的指标，这些干部的提拔都按照政治标准和行政标准、级别标准来确定的”。(http://finance.ifeng.com/a/20130825/10517943_0.shtml)。

4. http://finance.people.com.cn/n/2013/0326/c1004-20914196.html。

5. http://guancha.gmw.cn/2013-01/17/content_6407622.htm。

6. 近年来，许多国企高管直接从国企 晋升为政府官员。如宝钢集团原总经理艾宝俊于2007年12月担任上海市副市长，中国石化集团原总经理苏树林于2011年4月调任福建省委副书记。特别典型的是，近年来山西省多位(副)省长都来自国企高管。例如前山西副省长现任山西省长的李小鹏(原华能集团总经理)、现任山西副省长王一新(中国海洋石油总公司办公厅主任)、山西省原副省长陈川平(原太原钢铁董事长)以及山西省原副省长任润厚(原山西潞安环能董事长)等。天则经济研究所通过对新一届国家部委官员的履历统计发现，在19个部委的183名副部级以上官员当中，具有国企工作经历的就有56人，比重达到30.6%。其中工业与信息部的和商务部有一半或一半以上的部级官员曾有担任过国企高管的经历(天则研究所课题组，2011)[8]。

7. 参见郑志刚《阿里美国上市启示录》，《21世纪商业评论》2014年11月19日。

参考文献：

[1] Bebchuk, L. A., J. M. Fried, 2003, “Executive Compensation as an Agency Problem”, Journal of Economic Perspectives 17, 71-92.

[2] Bebchuk, L. A., J. M. Fried, 2004, “Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation”, Harvard University Press, Cambridge, MA.

[3] Bebchuk, L. A., J. M. Fried, 2005, “Pay without performance: Overview of the issues”, Journal of Applied Corporate Finance, 17, 8-23.

[4] Daily, C., J. Johnson, A. Ellstrand, and D. Dalton, 1998, “Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation”, Academy of Management Journal 41, 209-220.

[5] Groves, T., Hong, Y., McMillan, J., and Naughton, B., 1995, “China's Evolving Managerial Labor Market”, Journal of Political Economy, 103, 873-892.

[6] Jensen M. C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems”, Journal of Finance, 48, 831-880.

[7] Li, H., Meng, L., Wang, Q., and Zhou, L. A., 2008, “Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms”, Journal of Development Economics 87, 283-299.

[8] 天则经济研究所课题组.国有企业的性质、表现与改革[R]. 天则经济研究所研究报告, 2011.

[9] 符国群, 黄丹阳, 汪剑锋. 国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 管理世界, 2014, (05).

[10] 杨瑞龙, 王元, 聂辉华. “准官员”的晋升机制：来自中国央企的证据[J]. 管理世界, 2013, (03).

[11] 郑志刚, 李东旭, 许荣, 林仁韬, 赵锡军. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究[J]. 管理世界, 2012A, (10).

[12] 郑志刚, 孙娟娟, Rui Oliver. 任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题——来自我国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2012B, (12).

[13] 郑志刚, 梁昕雯, 吴新春. 经理人产生来源与企业未来绩效改善[J]. 经济研究, 2014, (04).

[14] 郑志刚, 阚铄, 黄继承. 国企高管政治晋升: 隐性激励V.S.激励扭曲？——来自我国国有上市公司公益性捐赠的证据. 中国人民大学财政金融学院工作论文, 2015A.

[15] 郑志刚, 张婕妤, 赵锡军. 上市公司独立董事差别化薪酬的激励效果——基于中国民生银行的案例研究. 中国人民大学财政金融学院工作论文, 2015B.

[16] 郑志刚, 张琦, 郭瑞鹏, 梁昕雯, 黄继承. 独立董事更迭与“一朝天子一朝臣”现象——基于G省B公司的案例研究. 中国人民大学财政金融学院工作论文, 2015C.