

分权控制与国企混改的理论基础

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: 正在进行的国企混改面临实践的困惑和理论的争论。一方面, 混改引入的战投在改善公司治理和建立现代企业制度中扮演的角色困扰着政策制定者; 另一方面, 原本作为国企改革理论基础的现代产权理论受到来自“同股不同权”相关实践的挑战。在剖析国企改革动因的基础上, 本文提出国企混改试图解决两大核心问题: 一是所有权与经营权不分、专业化分工程度低导致的监督过度, “不该管乱管”的问题; 二是所有者缺位和长的委托代理链条下的激励扭曲, “该管的却不管”的问题。引入民营资本背景的战投、形成分权控制格局则有助于上述问题的缓解, 成为本轮国企混改所应遵循的内在逻辑。分权控制理论也成为目前阶段我国国企混改的理论基础, 核心是在主要股东之间形成竞争关系, 建立一种自动纠错机制, 以有效地避免大股东一股独大导致的监督过度 and 决策失误, 形成对经理人的制约, 避免内部人控制, 并在不同股东之间形成合作共赢的共识, 建立长效激励机制。

关键词: 国企混改; 监督过度; 激励扭曲; 战略投资者; 分权控制

Abstract: The ongoing mixed ownership reform of SOEs faces practical dilemma and theoretical debates. It perplexes the policy maker of the reform on what role the introduced strategic investors play in improving corporate governance and establishing a modern enterprise system. Meanwhile, as the theoretical foundation of the reform, the modern property rights theory is challenged by the practice of "dual-class stock". Based on the analysis on why state-owned enterprises need reform, this paper shows that the causes of the SOEs reform issue could be summarized as follows. Firstly, the mixture of ownership and management rights and the low degree of specialization bring about excessive supervision; Secondly, the incentive distortion caused by the owner's absence and the long principal-agent chain leads to insufficient supervision. The mixed ownership reform would help alleviate the above issues by introducing private strategic investors and forming shared control structure, which is also the internal logic of the reform of SOEs. The theory of shared control, therefore, constitutes the theoretical foundation of mixed ownership reform of SOEs nowadays. The core of the theory is how competitive relationship is formed among stakeholders, and sequentially how an automatic error correction mechanism is established. Not only can it effectively avoid excessive supervision and decision-making errors caused by sole majority shareholder, forming constraints to managers and avoiding insider control problem, but it also help form a win-win consensus among different shareholders and establish a long-term incentive mechanism.

Key words: mixed ownership reform of SOE, excessive supervision, incentive distortion, strategic investors, shared control

作者简介: 郑志刚, 经济学博士, 中国人民大学财政金融学院和中国财政金融政策研究中心教授、博士生导师, 研究方向: 金融法、公司治理与国企改革。

中图分类号: F271 **文献标识码:** A

引言: 国企混改的实践困惑和理论争论

新一轮国企改革目前在两个层面上平行展开。其一是在国有资产管理体制层面上, 完成从“管企业到管资本”的监管职能转变。原来“管人管事管企业”的国资

委通过设立作为“政府和市场之间的界面”的投资运营机构来参与实体企业的投资和资本营运, 实现“国有资产的资本化”。原国务院发展研究中心党组书记、副主任陈清泰指出, 所谓管资本就是改革经营性国有资产的实现形式, 由实物形态的国有企业专项价值形态转为

可以用财务语言清晰界定、有良好流动性、可以进入市场运作的国有资本。按照陈清泰的预想，在国有资本投资运营机构代替实体企业成为国资委新的监管对象后，经过“国有投资运营机构的隔离”，国资委与实体企业“不再有直接产权关系，也无权穿越投资运营机构干预其投资的公司，政企分开顺理成章”^[1]。从2016年开始，国资委在试点国投、中粮等国有资本投资运营公司功能调整的同时，新组建成立诚通集团和中国国新两家国有资本营运公司。

其二是在作为经营实体的国企层面，在公司制改造的基础上进一步通过引入战略投资者(以下简称战投)，实现所有制的混合，改善公司治理，建立现代企业制度。我们以被称为“央企混改第一股”的联通混改为例。持股3%左右的百度拥有混改后联通董事会8名非独立董事候选人中的1名席位(占比12.5%)，因而联通创立了“股权结构上国资占优，但在董事会组织中战投占优”的所谓“联通混改模式”¹。联通“在股权结构上国资占优”的混改制度安排，保证了实际控制人联通集团在重要事项享有“一票否决权”；而“在董事会组织中战投占优”则不仅通过给予战投保护自身权益的公司治理制度安排，使其激励相容，有激励参与混改，而且可以借助战投丰富的经营管理经验提升联通的经营管理水平。

然而，在国企改革实践中，为什么混改应该通过引入战投实现？战投在改善公司治理结构，建立现代企业制度中究竟扮演怎样的角色？这些问题始终困扰着处于国企混改第一线的实际政策制定者。

上述来自实践的困惑同样反映在围绕国企改革理论基础的争论上。长期以来，2016年诺贝尔经济学奖得主哈佛大学哈特(Oliver Hart)教授发展的现代产权理论被认为是中国国企改革，特别是经营实体层面国企混改的理论基础。从现实中的合约总是不够完全详备的视角出发，哈特指出，由于投资者担心在不完全合约下投资后会被敲竹杠，进行投资的激励就会不足。只有使投资者成为所有者，享有对不完全合约未规定事项的剩余控制权，投资者才愿意投资。乃至时至今日，一些学者在国企混改问题上仍不断强调，“产权理论核心重要性就在于，大量激励机制核心内容，只有你解决了产权之后才有可能解决，没有解决产权问题之前，试图模仿市

场的运作，试图去模仿私有制的运作实际上模仿不出来的，这是产权理论最核心的内容”²。

然而，哈特“产权安排重要”观点近年来受到来自包括中国企业阿里和京东等在内的“同股不同权”实践的挑战^[2]。在发行AB双重股权结构股票的京东，与持有B类股票股东1股20票表决权相比，持有A类股票的股东1股只有1票表决权。在阿里的合伙人制度下，持股31%的软银和15%的雅虎放弃了在董事会组织中委派董事的权利，软银仅仅委派了1名没有投票权的观察员。双重股权结构下的京东A类股票持有人和阿里合伙人制度下的大股东软银、雅虎等选择部分甚至全部放弃控制权，却依然愿意成为京东和阿里的股东。现代产权理论受到“同股不同权”实践的挑战表明产权安排并非为了控制而控制，而是为了更好地在参与各方之间实现合作共赢。

国企混改经过四十年的艰难行进，逐步进入改革的深水区。目前国企混改实践面临的诸多困惑和指导理论存在的争论表明，理论界和实务界需要为新一轮国企混改寻找新的理论基础。这成为本文讨论的目的，并在下文中首先回到国企为什么需要改革这一基本问题的讨论，在此基础上论证分权控制是现阶段国企混改所应遵循的基本逻辑，因而分权控制理论相应成为国企混改新的理论基础。

为什么需要对国企进行改革？

对国企改革必要性的共识是理论界与实务界通过对下述国企运行实践中暴露问题的认识逐步形成的。在我国国企发展的不同阶段，国企存在的下述问题或多或少、或明或暗地逐步暴露出来。

一、“预算软约束”问题

近年来，僵尸企业、产能过剩等问题持续吸引我国理论界与实务界的关注，并成为在我国积极推行的供给侧改革中的重要议题。然而，许成刚却指出，“这些实际上都是非常老的问题，而且问题的产生完全在预料之中”。而僵尸企业、产能过剩的根源其实就是很多年前科尔奈提出的预算软约束问题^[3]。

所谓预算软约束(soft budget constraints)指的是向企业提供资金的机构未能坚持预先的商业约定，而使企业借贷的资金远远超过实际盈利和偿还能力的行为^[4]。我

们知道，对于权益融资，“除非董事会做出承诺，否则发放股利不应该成为公司一项义务”，因而进行权益融资的企业面临的是软约束。与权益融资软约束不同，以银行贷款、发行企业债券等方式实现的债务融资使企业面临硬约束。如果不能按时偿还银行等债权人的本金和利息，企业将面临银行等债权人发起法律诉讼，乃至清算破产。但对于与政府天然具有政治关联的国有企业，出于保持就业、税收增长和维护社会稳定的需要，国有银行在政府的授意下，不仅不会将资不抵债的企业推向破产清算，反而会进一步追加贷款以挽救濒临倒闭的企业，从而使得原本硬的预算约束软化，因而被科尔奈形象地称为“国家父爱主义”。一个最近的例子来自历史上曾经实施过债转股的东北特钢。为了解东北特钢债务危机，当地政府于2016年再度提出不涉及清偿的债转股计划，但由于遭到债权人的一致反对而被迫放弃。东北特钢债务危机最终由江苏民营钢铁大亨沈文荣控股而化解。我们看到，上述被媒体解读为“意外私有化”做法实属当地政府为了一而再，再而三化解东北特钢债务危机所被迫选择的“无奈之举”。正是在上述意义上，政府干预下的债转股被认为是披着市场化运作外衣下的“预算软约束”³。

部分国企成为僵尸企业和面临产能过剩所带来的效益下滑是本轮以混改为突破口的国企改革直接诱因。而僵尸企业、产能过剩的背后则是国家父爱主义下的软预算约束。我们看到，软预算约束不仅是计划经济时代国营企业效率低下的原因，很大程度上同样成为今天国有企业效益下滑的原因。从诞生之日起，国有企业始终无法摆脱这一问题的困扰。如何才能使国企真正成为自负盈亏经营实体的关键就是通过国资从管企业到管资本的变革，和其他社会资本一起共同承担风险，进而使混改后的国企真正成为市场经济中的竞争主体。

二、所有者缺位与模糊的诚信责任

在金字塔式控股结构链条下，国有企业所面临所有者缺位问题与模糊的诚信责任。按照现代产权理论^{[5] [6]}，股东一方面集体行使所有者权益，以股东大会表决的方式对(不完全合约尚未涉及的)重大事项进行最后裁决；另一方面股东以出资额为限承担有限责任，为他所做出的(错误)决策承担相应责任。股东由此成为公司治理的权威，董事需要在法律上向股东负有诚信责任(忠诚义务和

勤勉义务)。在上述治理构架下，董事在法律上向股东所负的诚信责任是相对清晰的。而清晰的诚信责任界定为司法实践法律对投资者权益的保护带来便利。

容易发现，我国大量的国企置身于金字塔式控股结构链条的企业集团中。金字塔式控股结构的形成一方面来自企业融资需求满足的组织制度设计需要，另一方面则与国企改制和产业结构调整过程中我国政府推出的一些特殊政策有关⁴。在金字塔式控股结构链条形成的企业集团中，控股股东的国有性质使金字塔控股结构底端的上市公司，看起来似乎存在大股东，但由于所有者缺位和长的委托代理链条，董事长往往成为该上市公司的实际控制人。伴随着金字塔控股结构控制权链条的延长，“所有者缺位”进而“内部人控制”现象变得更趋严重。弗里德曼曾有一个十分形象的说法：“花自己的钱办自己的事，既讲效率又讲节约；花自己的钱办别人的事，只讲节约不讲效率；花别人的钱办自己的事，只讲效率不讲节约；而花别人的钱办别人的事，则既不讲节约也不讲效率”。由于其模糊的诚信责任，国企显然成为“花别人钱办别人事”的一个典型。新一轮混改需要通过引入权利和责任承担能力对称的其他战投，使原来模糊的诚信责任变得清晰。

三、多目标激励冲突问题

“既管资本又管企业”治理模式下的多目标激励冲突，也是国企面临的主要问题之一。除了通过直接持有国有企业控制性股份，建立“管资本”这一国企控制途径外，我国中央和地方政府同时还继续沿用国营企业时代至上而下的人事任免和国企官员晋升考核体系，延续“管企业”这一传统国企控制途径，形成所谓“既管资本又管企业”的格局。一方面由持有上市公司控制性股份的国资委全资的控股集团履行大股东的职责，另一方面由上级党委组织部门任命董事长和CEO，国资委考察任命其他副总的国企官员考核和晋升体系。虽然在程序上需要通过董事会的提名和股东大会的投票表决，但由于国企一股独大的股权结构和国资管理系统的政治经济影响力，相关程序很难对上级部门的相关任命构成实质性的影响和挑战。在上述国企官员产生制度下，国企高管像政府官员一样，通过开展政治晋升的“锦标赛”，“商而优则仕”，从国企高管转为同一级或更高级别的

政府官员，穿梭于政商旋转门。如何通过从事(过度)公益性捐赠、媒体报道和(过度)海外并购等“形象工程”和“面子工程”以引起上级部门的注意，实现个人的政治晋升，成为国企高管在短暂的任期内重点思考的问题。但这些形象工程从长期看将损害股东利益，成为我国制度背景下外部股东不得不负担的特殊的代理成本。因而，上述看似加强国企高管监督和激励的做法却使得国企高管行为出现了激励扭曲。与此同时，国资管理部门以任免考核董事长、CEO和主要高管的方式直接参与“管企业”。这在一定程度上类似于把股东的所有者权益交由只能部分承担甚至无法承担责任的第三方来行使。能够承担决策责任后果的股东无法做出决策，而无法承担全部决策责任后果的第三方却有权做出决策，从而也使国企股东与董事之间原本模糊的诚信责任变得更加模糊。

在“既管资本又管企业”的治理模式下，董事长、CEO和其他主要高管不仅需要按照《公司法》和《公司章程》对股东负有诚信责任，而且同时需要按照政府官员管理程序接受上级党委组织部门和国资管理部门的监督和考核。国企除了生产经营创造利润，还需要履行包括稳定物价、促进就业、增加税收、维护社会稳定等社会责任或其他公益性活动。这使得国企置身于多任务多目标的经营管理状态。Holmstrom and Milgrom(1991)^[7]的研究表明，当代理人同时面临多项工作任务时，对其中一项工作的激励和重视会诱使代理人将过多的努力花在这方面而忽视其他方面，从而导致资源配置的扭曲。面对多头负责的状态，理论上，国企董事可以籍口避免损害第三方的利益而损害股东的正当利益，甚至籍口分别保护第三方和股东利益之名，行追求董事私人收益之实，使第三方与股东的利益全都受到损害。正是在上述意义上，弗里德曼强调，“企业最大的社会责任是创造利润”。

我们理解，正是意识到以往国企“既管资本又管企业”的治理模式容易导致国企高管多目标下的激励冲突问题和股东与董事之间更加模糊的诚信责任，在新一轮国企改革中，国资管理部门明确提出由原来的“管企业”转变为现在的“管资本”的国企改革方向，用市场化选聘职业经理人的方式来代替原来的“至上而下的政府官员式”经理人更迭模式。

四、“中国式内部人控制”问题

同样由于国企主要高管至上而下的产生机制，被任命为董事长的董事往往具有特殊的资历和身份，因而国企还存在以董事长为核心的“中国式内部人控制”问题。以恒丰银行前董事长蔡国华为例，在空降恒丰银行之前，蔡国华是烟台市委市委常委、副市长兼国资委党委书记。无论是作为恒丰的上级持股公司的蓝天投资还是全资控股蓝天投资的烟台国资委，对于曾经担任烟台市委市委常委、副市长兼国资委党委书记的制衡力量十分有限。恒丰第一大股东不仅不会形成对以原董事长蔡国华为首的恒丰银行内部人控制行为的有效制约，反而成为其抗衡其他股东可能提出的否定议案的可资利用的力量，甚至向其他股东传递出，“想反对也没有用，因为我是第一大股东”的相反信号。恒丰银行后来发生的“高管私分公款案”、员工持股计划丑闻以及股权谜踪等都成为“内部人控制”问题的典型事例。

需要说明的是，发生在恒丰的内部控制人问题和英美等国传统意义上的内部控制人问题并不相同。后者是由于英美等国公司股权高度分散和向经理人推行股权激励计划，逐步形成经理人的壕沟盘踞效应(entrenchment)，由此导致以股权激励对象的经理人为核心的内部人控制问题。而发生在恒丰银行的内部人控制问题显然并非由于股权高度分散和向经理人推行股权激励，而是由于国企高管至上而下的产生机制和董事长的特殊身份，并与我国资本市场制度背景下特殊的政治、社会、历史、文化和利益等因素联系在一起。我们把在我国资本市场独特制度背景下形成的以董事长而不是经理人为核心的内部人控制问题称为“中国式内部人控制”问题⁵。

分权控制与混改目的实现

那么，我们如何描述同时面临预算软约束，模糊的诚信责任，多目标激励冲突和中国式内部人控制问题的国有企业呢？总结企业组织形式的演进历史，我们可以概括为两种发展的维度。其中，第一个维度是按照专业化分工程度，我们可以把企业组织类型区分为低的专业化分工程度和高的专业化分工程度两类。由于现代股份公司的出现，资本社会化和经理人职业化所实现的社会分工带来的效率改善成为人类财富在过去250年实现垂直式增长重要原因之一，因而，“现代股份公司是人类一项

伟大发明”（巴特勒语）。而所有权与经营权分离实现的专业化分工带来的效率改善是现代股份公司的实质体现。

第二个维度是按照代理问题是否严重而将企业组织类型划分为代理问题不严重和代理问题严重两类⁶。现代股份公司在所有权与经营权分离专业化分工带来效率改善的同时衍生出股东与经理人之间的代理冲突问题。Berle和Means(1932)^[8]在反思大萧条中现代股份公司所扮演的消极角色时，指出所有权和经营权分离“构成过去三个世纪赖以生存的经济秩序的破坏”。Jensen和Meckling(1976)^[9]在此基础上强调代理冲突对公司价值的影响，并进一步将公司治理的政策目标明确为缓解代理冲突，降低代理成本。

按照上述两个维度，我们可以将企业组织形式划分为如下图所示的四种类型。处于左上列的是社会专业化分工程度低，但代理问题并不严重的企业类型。作为新古典资本主义企业的家庭手工作坊是这类企业组织类型的典型例子。在家庭手工作坊，作坊主既是所有者同时也是经营者，专业化分工程度较低，生产效率相应较低。但由于家庭手工作坊所有权与经营权是统一的，并不存在外部职业经理人与股东之间的代理冲突，因而代理问题并不严重。处于右下列的是专业化分工程度高，但代理问题严重的企业类型。在20世纪二三十年代的美国，很多公司在完成资本社会化与经理人职业化的专业化分工，实现效率改善的同时，并没有形成合理的治理结构。很多公司蕴藏的“代理冲突问题”在上世纪二三十年代集中爆发，成为当时席卷全球的经济大萧条出现的重要诱因之一。

处于右上列的是专业化分工程度高，但代理问题并不严重的企业类型。在这些公司中，一方面是实现了以资本社会化与经理人职业化为特征的高度专业化分工，另一方面则通过基于绩效的经理人薪酬合约设计与股票

期权激励计划的推出，结合规模较小、以独立董事为主（甚至除了CEO为唯一内部董事外其余均为独立董事）、董事长与CEO两职分离的董事会的构建，同时加强保护投资者权益的法律制度和法律外制度的制度环境的建设，以此来解决经理人与股东之间的代理冲突。经过从上个世纪二三十年代以来近百年的无数次公司治理革命的洗礼，今天很多股份有限公司成长为兼具高度专业化分工和良好公司治理结构的公司典范。

从两个维度四种企业类型的分类来看，处于左下列的企业一方面所有权与经营权没有有效分离，所有者既管资本又管企业，专业化分工停留在低级阶段，另一方面则代理冲突严重。对照我们目前的国有企业，它恰恰同时具备了上述两个特征。我国中央和地方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。此外，除了生产经营创造利润，国企还需要承担包括稳定物价、促进就业、维护社会稳定、甚至扶贫等社会责任和公益活动，使国企置身于多任务多目标等经营管理状态。上述种种“管人、管事、管资产”的制约和限制使得国企所有权与经营权无法真正分离，在企业组织形态上十分类似于“新古典资本主义企业”。与此同时，由于国有企业“所有者缺位”和“长的委托代理链条”问题，以董事长为核心的中国式内部人控制问题的存在，国有企业代理问题严重。因而，国有企业既没有摆脱“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，使得国有企业看上去像是存在“代理问题”的“新古典资本主义企业”。我们看到，由于预算软约束，模糊的诚信责任，多目标激励冲突和中国式内部人控制等问题的存在，国有企业往往在“红红火火满三年”后开始陷入“效益滑坡——连年亏损——债台高筑——政府拉郎配式的并购重组——获得新生”周而复始的恶性循环中。

概括上述讨论中所揭示的国企面临的问题，一方面是专业化分工程度低，所有权与经营权不分导致的“一股独大”下的监督过度问题；另一方面是所有者缺位和长的委托代理链条下的激励不足，甚至激励扭曲问题。用一种通俗的表述，我们可以把国企面临的困境概括为

图1 多层次证券账户架构

	(既管资本又管企业) 低的专业化分工程度	(外部融资实现、社会风险共担、经理人职业化)高的 专业化分工程度
代理问题不严重	家庭手工作坊（新古典资本主义企业）	建立良好公司治理结构的现代股份有限公司
代理问题严重	国有企业（长的委托代理链条与所有者缺位的）	尚未建立良好公司治理结构的股份有限公司

“不该管的乱管，该管的却不管”。

在国企四十年所经历的数轮改革中，引入新的投资者，实现资本社会化始终是国企改革的重心。国有企业先后实行了职工股份合作制和企业集团部分控股公司上市等改制形式。职工股份合作制是通过职工持股实现的，而上市则是通过公开发行股票实现。如果我们把职工股份合作制的推行理解为资本在企业内部的“社会化”，国有企业部分上市则可以理解为资本在更大范围的“社会化”。我们时而强调股份制改造实现的资本社会化(如以“靓女先嫁”完成的部分国有企业上市)，时而专注职工股份合作制的企业内部范围内的资本社会化(如一段时期曾十分流行的“职工股份合作制”)。从国企面临的“不该管的乱管，该管的却不管”问题出发，强调民营资本背景战投的引入，加深资本社会化程度，形成分权控制格局的混改被视为本轮国企改革的重要突破口。

那么，我们应该如何通过混改实现的分权控制格局来一方面解决“一股独大”监督过度导致的“不该管的乱管”，另一方面解决代理冲突下激励不足，甚至激励扭曲的“该管的却不管”的问题呢？首先，混改通过引入新的战投形成分权控制格局，建立主要股东之间的竞争关系，构成一种自动纠错机制，不仅可以有效地避免大股东一股独大容易导致的监督过度 and 决策失误，同时可以形成对经理人的制约，避免内部人控制问题的出现。在混改引入新的战投后，全体股东平等地集体享有所有者权益成为一个基本事实。持有的股票越多，未来承担现代股份公司经营失败的风险就越大。因而混改形成的分权控制格局以彼此认同股东地位的方式再次明确了股东是公司治理权威这一事实，使得董事在法律上向股东负有的诚信责任开始变得清晰。

Bolton and Thadden(1998)^[10]指出，当处于控制性地位的股东较少时，具有控制性地位的大股东有激励阻止经理人做出任何降低可证实现金流的商业决策，即使由此导致的损失实际上远远超过经理人控制权的私人利益，从而产生效率成本。从避免监督过度的目标出发，他们鼓励引入新的大股东，实现“分权控制”。Mueller and Warneryd(2001)^[11]发展的企业政治学理论认为，虽然新的外部投资者的进入将引发新的冲突和寻租行为，但作为原控股股东和管理层的“共同敌人”，三方围绕剩余权利

分配开展的新的博弈将减少企业围绕剩余分配冲突而导致的净损失。Bennedsen and Wolfenzon(2000)^[12]的研究表明，存在多个股东时，对资金使用方向的任何偏离需要合谋集体全部成员的一致同意。成员越多，达到一致性的困难就越大，资金则会朝着正确的方向投入。合谋集体存在与只有一个股东控制企业相比，所产生的资金使用扭曲程度可能要低。Gomes and Novaes(2001)^[13]则注意到，尽管处于控制性地位的几家股东有极强的愿望避免发生观点的不一致，但事后的讨价还价最终形成的决议，往往能够阻止经理人做出符合控股股东的利益但损害中小股东利益的商业决定。上述效应被称为折衷效应。分权控制因而成为处理“一股独大”下大股东监督过度与所有者缺位导致经理人内部人控制问题之间平衡的重要实现机制。

其次，混改通过引入盈利动机明确的民营企业形成的分权控制格局，在避免监督过度的同时，将使不同股东之间合作共赢成为共识，有效解决了为经理人引入并设计激励机制的股东长效激励问题。我们知道，与国有企业相比，盈利动机明确的民营资本更有激励引入灵活多样的激励机制。民营资本深知，看起来向经理人支付了高额的市场薪酬，但激励充分的经理人可以为他们赚到更多的钱，因而支付高额的薪酬是值得的。通过混改，引入符合天性盈利动机明确的民营企业完成新的产权安排和公司治理构架，在主要投资者之间容易形成合作共赢的共识，由此解决为经理人引入和设计激励机制的股东的长效激励问题。

我们看到，如同哈特的现代产权理论的出发点是揭示企业中权威如何分配，回应为什么投资者愿意购买股份公司发行的股票这一“现代股份公司之谜”，但被我国学者认为是国企改制的理论基础一样，最初被用来解决干预过度问题的“分权控制”^{[14] [15] [16]}成为我们今天混改的理论基础。

2015年的“万科股权之争”标志着我国资本市场开始进入分散股权时代⁷，国企主要股东之间分权控制的客观制度环境已经形成。国企未来公司治理可以依靠“主要股东之间的竞争”来一方面减缓以往“一股独大”下国有大股东“既管资本又管企业”的监督过度，抑制所有者缺位下的“中国式内部人控制问题”；另一方面可以使不同股东之间合作共赢成为共识，由此建立长效的激励机制。

结语

由于国企在我国国计民生中的历史地位和特殊作用，国企改革一直是我国经济体制改革的主要内容，在一定意义上甚至成为我国四十年改革开放的缩影。由于预算软约束、模糊诚信责任、多目标激励冲突和中国式内部人控制等问题的存在，国有企业往往在“红红火火满三年”后开始陷入“效益滑坡——连年亏损——债台高筑——政府拉郎配式的并购重组——获得新生”周而复始的恶性循环中。

概括而言，长久以来，国有企业一方面存在专业化分工程度低，所有权与经营权不分导致的“一股独大”下的监督过度的“不该管的乱管”问题；另一方面则存在所有者缺位和长的委托代理链条下的激励不足，甚至扭曲的“该管的却不管”问题。这使得国有企业既没有摆脱“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，使国有企业看上去像是存在“代理问题”的“新古典资本主义企业”。而引入

民营资本背景战投，形成分权控制格局则有助于上述问题的缓解，成为本轮国企混改所应遵循的内在逻辑。分权控制理论由此成为目前阶段我国国企混改的理论基础。分权控制的核心是形成主要股东之间的竞争关系，建立一种自动纠错机制。这不仅可以有效地避免大股东一股独大容易导致的监督过度 and 决策失误，形成对经理人的制约，避免内部人控制问题的出现，同时可以使不同股东之间形成合作共赢的共识，建立长效激励机制。

国企混改成功的关键在于是否有效保障民营资本的权益，解决民营资本等战投参与混改的激励相容问题。联通在混改实践中逐步形成一种在股权结构上国资占优，但在董事会组织中战投占优这样一种新格局。通过在董事会组织层面引入更多来自战投的董事，使战投的利益得到兼顾，弥补了股权结构依然“一股独大”下战投利益无法得到有效保护的不足，使得战投在一定程度上激励相容。在未来如何保障混改参与各方的利益，实现多方合作共赢，在混改实践中我们还需要进行更多的尝试和探索。 ■

【基金项目：本文系国家自然科学基金面上项目“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）的阶段性成果】

注释

1 参见郑志刚，混改的“联通模式”[EB/OL]. [2018.02.22]. FT中文网. 该文收录于郑志刚. 当野蛮人遭遇内部人：中国公司治理困境[M]. 北京大学出版社, 2018.

2. 哈特的现代产权理论确实涉及激励问题的讨论，强调产权安排对激励提供的重要性。但需要指出的是，卡特这里关注的激励特指投资者担心(专用性)投资后(由于合约不完全)被敲竹杠，事前专用性投资的激励不足中的激励问题。换句话说，卡特关心的是如何通过体现剩余控制权的产权安排，鼓励投资者愿意购买公司的股票，成为公司股东的投资激励问题。而这显然并非基于委托人与代理人信息非对称框架下，委托人(例如股东)向代理人(例如经理人)开展激励合约设计，以解决逆向选择和道德风险的激励问题。前者是从合约不完全会导致事后敲竹杠视角强调事前的对合约不完全部分剩余权利的产权安排，并不太多涉及信息问题，而后者则是从委托人与代理人信息不对称出发，强调委托人以信息租金为补偿，鼓励代理人说“真话”的激励制度安排。因此，卡特现代产权理论中的“此激励”非委托代理理论中的“彼激励”。上述学者之所以做出“只有在解决了产权之后才有可能解决经理人激励机制”的判断，是把产权安排在于解决为经理人设计激励合约的股东的投资激励问题与对经理人本身开展的激励机制设计问题混淆起来。

3. 参见郑志刚，债转股：披着市场化外衣的“预算软约束”[EB/OL]. [2017.11.13]. FT中文网. 该文收录于郑志刚. 当野蛮人遭遇内部人：中国公司治理困境[M]. 北京大学出版社, 2018.

4. 其一，在上个世纪八九十年代，我国资本市场远未成熟和有效。金字塔式控股结构此时扮演着重要的内部资本市场，成为当时尚未成熟和有效的外部资本市场的补充，甚至替代。这构成金字塔式控股结构最初在我国资本市场出现最直接的理由。其二则来自当

年国企改制的现实需要。为了推动亏损严重同时资金缺乏的国企改制，从国企中剥离出来的优质资产优先上市，募集资金。这就是当时名噪一时的“靓女先嫁”理论。但先嫁的靓女未来需要承担帮助贫穷的家庭度过时艰的隐性责任。这样，在成为上市公司的先嫁的“靓女”和企业集团的其他部分很自然地成为子公司与母公司的控股关系。其三，在国企管理体制改革过程中，为了避免国资委既是裁判又是运动员的嫌疑，在上市公司与国资委之间“人为”地设立用来控股的集团公司。通过集团公司，国资委实现对上市公司的间接控制。其四，在之后几轮并购重组和产业结构调整过程中，一些效益不好的企业被政府“拉郎配”式地植入到部分相对有实力的企业集团中，以解决当时很多国企面临的效益不好，基本薪酬无法保证，职工面临下岗等问题。其五，鉴于上市公司上市审核排队成本的漫长，“借壳上市”成为一些企业选择上市变通的途径。在资产注入“壳”后所形成的新的上市公司和原有公司之间自然地形成新的控制权链条。参见郑志刚，向金字塔控股结构说“不”[EB/OL]. [2017.03.18]. FT中文网. 该文收录于郑志刚. 当野蛮人遭遇内部人：中国公司治理现实困境[M]. 北京大学出版社, 2018.

5. 参见郑志刚，恒丰银行的“中国式内部人控制问题”[EB/OL]. [2017.12.04]. FT中文网. 该文收录于郑志刚. 当野蛮人遭遇内部人：中国公司治理困境[M]. 北京大学出版社, 2018.

6. 参见郑志刚，国企未来需要一场现代公司革命[N]. 经济观察报, 2016.04.26. 该文收录于郑志刚. 从万科到阿里：分散股权时代的公司治理[M]. 北京大学出版社, 2017.

7. 参见郑志刚，“万科股权之争：我国资本市场分散股权时代的来临”[EB/OL]. [2016.06.27]. 财新网. 该文收录于郑志刚. 从万科到阿里：分散股权时代的公司治理[M]. 北京大学出版社, 2017.

(下转第18页)