

我国国家特殊管理股制度构建： 基于国外经验借鉴的研究^{*}

王乐锦 苏琪琪 慕好东

内容提要:党的十九大报告明确提出:要深化国有企业改革,发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业。国家特殊管理股制度正是在国有企业混合所有制改革背景下,中央针对我国国情所提出的崭新制度构想。本文首先探讨了国外特殊管理股制度的起源并借鉴新制度经济学理论对“金股制”和“双层股权结构”进行了比较分析;然后,基于我国国情并借鉴国外经验设计了我国国家特殊管理股制度的四种可选模式:权宜性事后否决模式、稳久性事后否决模式、稳健性过程控制模式和权变性过程控制模式。论文最后提出:我国要有效实施国家特殊管理股制度,就必须明确特殊股权边界,完善法律法规并优化国资监管、政府审计和上市制度等保障机制。

关键词:特殊股 国家特殊管理股 金股制 双层股权结构

一、引言

早在19世纪后期,西方资本主义国家就已经出现区别于传统“一股一票”表决权的特权股(Hansmann & Pargendler, 2013)。然而,这类特权股在不同国家的具体表现形式迥异。比如在美国,其主要形式是私有企业在面向公众筹资过程中为保留创始人股东对企业控制权的双层股权制度(Howell, 2017);而在以英国为代表的欧洲,其主要形式则是国有企业私有化过程中政府对特定事项保留一票否决权的金股制结构(Papadopoulos, 2015)。特权股制度本质上是一种创新的产权制度安排和企业治理结构,它较好地平衡了拓宽企业发展空间与维护创始人股东(国家或其他创始人)控制权之间的关系。西方资本主义国家较为成熟的特权股制度为我国发展多元化股权结构提供了良好的经验借鉴。

2013年11月,党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,针对建立健全现代文化市场体系首次提出了“对按规定转制的重要国有传媒企业探索实行特殊管理股制度”。之后,有学者围绕“国有传媒企业”特殊股权设置等问题进行了针对性研究。例如:周正兵(2016)以美国纽约时报为例,剖析了西方资本主义背景下传媒企业采用特殊管理股制度的基本模式;程柯(2015)分析了国有出版传媒企业的股权结构、战略投资者与特殊管理股的关系,认为特殊管理股设置能够消除引进战略投资者所带来的控制权转移风险;潘爱玲、郭超(2015)总结了国外特殊股权经验,认为我国探索施行特殊管理股的关键是要突破国有传媒体制锁定状态与路径依赖困境,并完善法人治理结构。在推进国有传媒企业特殊管理股试点的同时,我国也在谋划制定涵盖面更广

^{*} 王乐锦,山东财经大学,邮政编码:250014,电子邮箱:wanglj667@163.com;苏琪琪,山东财经大学,邮政编码:250014,电子邮箱:sqiqi1995@163.com;慕好东,山东财经大学,邮政编码:250014,电子邮箱:qihadong112@163.com。本文受国家社会科学基金重点项目“混合所有制改革背景下国有资产监管体制转型研究”(18AJL007)、山东省社会科学规划项目“混合所有制改革背景下国家特殊管理股制度研究”(18CKJJ12)资助。感谢匿名审稿专家、编辑部老师的意见和建议,文责自负。

泛的特殊管理股制度试点政策。党的十九大报告重申了改革国有资本授权经营体制,发展混合所有制经济,推动国有资本做强做优做大等深化国有企业改革的政策主张,明晰了现阶段国资国企的改革目标。为实现这一目标,必须进行更深层次的产权制度创新,切实解决好国有企业改革中“监管”与“放活”、政府与市场、政府与企业等诸多重要关系,而股权制度创新正是产权制度创新的关键和公司治理结构变革的基础。国务院国资委已公开表示要探索建立优先股和国家特殊管理股制度^①;国务院办公厅2017年11月《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》(国办发〔2017〕91号)也提出积极稳妥推动军工企业混合所有制改革,探索建立国家特殊管理股制度的改革目标;港交所于2018年4月修订上市规则,首次容许拥有不同投票权架构的企业在其交易所上市^②。以上政策与市场信号说明,更大范围的国家特殊管理股制度实践探索势在必行。建立国家特殊管理股制度有利于在保持必要国家控制权的前提下改善因“国有股”一股独大所导致的公司治理缺陷,为建立高效的现代企业制度提供基础性制度安排。然而,“国家特殊管理股”制度的建立,毕竟是我国国企改革中产权制度的历史性突破,需要进行充分的理论准备和积极而审慎的可操作性制度设计。

“特殊管理股”通常是指在股份制改造和融资过程中,创始人股东为了防止企业被恶意收购并保有最大决策权和控制权而设计的一种特殊股权结构^③。但我国国家特殊管理股制度到底应如何界定,至今尚没有正式的法规或政策文件给出明确定义。结合我国国有企业的改革方向,尤其是党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出特殊管理股的语境,我们认为,我国拟构建的国家特殊管理股制度与西方资本市场所流行的双层股权结构和基于政府控制目的的金股制结构既有相似之处,又有质的区别,需要从其设置目标、运作机制等方面进行创新性制度设计。目前,已有学者对此进行了理论探讨,有学者认为国家特殊管理股是针对我国制度环境、具有中国特色的改良版“金股”(戴苏琳,2016);也有学者认为国家特殊管理股制度是“双层股权”这一特殊股权权利制度的中国化表达(吴高臣,2018)。但纵观这一领域的研究文献,仍缺乏系统性的理论成果,尤其是亟须进行更具实践价值的研究拓展。基于此,本文借鉴新制度经济学理论,以国家特殊管理股制度的起源为研究起点,分析比较国外既有特殊管理股制度的特征、实施效果及局限性,并在此基础上对我国国家特殊管理股制度模式构建及实施保障机制进行理论探讨和应用性设计。

二、特殊管理股制度的起源

(一)“金股制”的起源

作为特殊管理股制度在国外实践形式之一的“金股制”,起源于20世纪80年代(Meggison et al,1994)。在以英国为代表的欧洲资本主义国家,政府是金股制建立的能动者和直接实施者,但在该产权制度的始创时期并未预先建立起清晰的制度框架,而是在实践中不断探索、逐渐成熟。

1979年,英国首相撒切尔夫人执政之后推行自由主义的经济政策,实施国有企业私有化改造(Bishop & Kay,1989)。考虑到国有企业控制国民经济命脉的特殊使命,为了防止国有企业在私有化过程中被国内外资本恶意收购,英国政府并未简单地将国有企业全部推向自由市场,而是通过“黄金一股”的产权安排保留对企业特定事项的控制权和终极否决权。英国电信是首个改革试点的国有企业,黄金股在修改的《电信法》相关条款中得到明晰。其中规定政府只保留一股作为黄金股以行使

① 人民日报:国资委主任肖亚庆:《国企改革不能停也不会停下来》,2017年11月17日。<http://finance.people.com.cn/n1/2017/1117/c1004-29651988.html>。

② 香港交易所:http://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules-Contingency/Amendments-to-Main-Board-Listing-Rules/2018/Update-No-119?sc_lang=zh-HK。

③ 中国经济网:郭全中:《特殊管理股制度对国有传媒企业的重要影响》。http://www.ce.cn/culture/gd/201311/27/t20131127_1813597.shtml。

重大事项否决权,而将其他股份全部非国有化(Papadopoulos,2015)。这一制度的实施,使英国政府在国企私有化改革后仍保留对企业重大事项的影响力。与之相类似,作为意大利国防安全领域的国有企业——“意大利最大工程及航空航天与防御集团”,在其私有化进程中,政府为了保留其把控企业发展方向的权力,在引入多元化投资之后通过设立黄金股,以实现政府对重大事项的否决权与董事任免权(Papadopoulos,2015)。

不可否认,在资本主义国家,私人资本战略投资者大多是以获取利润为目的参股国有企业的。因此,随着国有资本的减持,国企私有化所面临的一个重大问题是去国有化的企业可能存在的对公共领域、公众权益维护意识的缺失,而资本的逐利性会使资本家更看重对自身利益的偏护(Meggison & Netter,2001)。政府将金股制作为平衡公有产权与私有产权的制度工具,有利于缓解因国有产权虚置导致的激励不足和约束不够,进而提升资源配置的制度效率,并能够较好地协调公共权益与私人权利的利益冲突。例如,英国《电信法》明确规定,电信企业不得随意改变通信费用,当其涉嫌垄断并侵害公众利益时,政府可以行使黄金股否决权对董事会的决定予以否决(Bishop & Kay,1989);德国大众汽车首次在证券交易所发行上市时,在公司章程中引入黄金股制度,以降低上市引入敌意股东所造成的企业治理与运营不确定性风险(Möslein,2015)。

在英国、意大利和德国开创性地实施金股制后,法国、葡萄牙、比利时、白俄罗斯等国在国有企业私有化过程中也纷纷效仿,许多企业也采取了金股制。另外,部分亚洲国家,例如马来西亚、韩国等也曾采用过金股制(吴越,2015)。尽管欧盟曾认为金股制违背了欧盟条约中资本平等原则并对采用此制度的国家提起了诉讼,但金股制特有的制度效果是不可替代的。因为它保留了政府对重要行业或领域国企私有化进程中重大事项的否决权,能够较好地平衡保障政府控制权与激发企业活力之间的关系,进而成为西方资本主义国家在特殊时期政府把控企业方向、维护公众利益和政治稳定的重要产权制度模式。

(二)“双层股权结构”的起源

与英国等欧洲国家国企改革所实行的金股制不同,美国在企业产权制度变革中的重要创新是将不同投资者持有的股份赋予不同表决权,即实行双层股权结构。双层股权作为一种特殊产权制度安排,是创始人股东与其他投资者权利博弈的结果。虽然从表面上看似似乎是人为推动,但其所隐含的真实逻辑是特定社会情境下经济发展尤其是资本市场发展的内生性制度需求,是基于制度“成本”与“收益”相权衡的诱致性制度变迁。

在美国,伴随着资本市场的发展,公司不再仅仅表现为无差异资本组成的资合性股份公司,股东之间的人格差异逐步成为资本投资的重要介质,股东在对其自身权益实现方式、企业关注度以及对风险承受能力等方面表现出诸多差异。这些差异使资本家常常会按照自己的意愿去设计企业的股权结构,而中小投资者也往往根据自己的偏好选择拟投资的目标企业,从而导致股东需求异质化(冯果,2016)。比如,相对于控制权而言,中小股东更关注短期资本投入所能带来的收益,更看重资本的投机性收益;而大股东更属意于对企业控制权的掌控,看重资本的投资性收益。由此便产生了投票权和现金流权相分离的特殊股权结构。在股东需求异质化背景下,这一特殊的股权结构有助于建立顺应多元投资者需求、产权激励与产权约束趋于均衡的企业制度。

19世纪末,一些家族企业为实现其长期发展目标,需要通过资本市场多元融资的方式实现横向规模扩张。但在传统一股一票股权制度下,创始人股东的控制权会因权益资本的增加而被稀释甚至被恶意取代。作为家族企业的创始人,他们既希望在资本市场中能有更多融资机会以实现企业规模扩张的战略目标,又想保持其在企业中的控制地位。为了有效缓解对外融资与稳固控制权的矛盾,不少企业纷纷探索发行具有不同投票权的股票,将现金流权与控制权相分离以满足股东产权保护与激励的异质性需求。其中,International Silver 公司是美国资本市场中首次发行具有不同表决权股票的上市公司。早在19世纪90年代,International Silver 公司发行了2000万股无投票权的股票,其中45%是优先股,55%是无投票权的普通股,这既满足了企业融资的需要,又无须担心控制权的转

移(Howell,2017)。1925年,Dodge Brother公司发行了150万股具有表决权的股份,这些有表决权的股份大多由投资银行机构所持有,而公众投资者所购买的总价值高达13000万美元的A股、债券和优先股却无法拥有对Dodge Brother公司的控制权(Howell,2017)。当然,上述做法也一直存有争议,甚至还曾因违背股权平等原则而屡遭禁止。

美国资本市场的发展曾经历过五次大规模的并购浪潮,在这些并购浪潮中,恶意收购行为普遍存在。一些企业为避免被恶意收购而选择采用各种各样的资本重组技巧,将原有一股一票的股权组织形式转换为不同投票权的双层股权结构以保护创始人股东的控制权(Jordan et al,2016)。基于资本市场环境与制度非均衡变革的需求,双层股权制度成为股东异质化情境下产权制度变革的重要选项。迫于竞争压力,证券交易所提供了更加包容的市场制度安排。纽约证券交易所于1985年1月放松了在其交易所上市流通股的表决权政策,即允许少数配备双层股权结构的规模企业在其交易所上市。与此同时,美国证券监管委员会也迅速对此做出反应并调整证券市场管理制度,颁布了证券交易委员会规则并规定禁止公司发行投票权超过一股一票的股票,但允许公司发行低于一股一票的限制性投票权股票,在规范性文件准许不平等投票权的股票交易(Howell,2017)。

时至今日,许多设置双层股权结构的企业仍活跃在美国证券交易市场。随着越来越多采用双层股权结构企业的涌现,世界各国纷纷效仿并建立具有不同表决权的股权结构。作为一种企业产权制度,双层股权结构在理论上得到认可并在实践中趋于成熟。

三、国外特殊管理股制度比较分析

金股制与双层股权结构作为特殊的产权制度安排在西方资本主义国家已有百年实践,其运作模式已比较成熟。借鉴新制度经济学的理论对其运作特征、应用效果以及局限性进行分析,有助于为我国国家特殊管理股制度设计和试行奠定理论与经验基础。

(一)特殊管理股之“金股制”分析

1.“金股制”之特征:政府主导与否决权设置。产权是一种社会契约(Demsetz,1967),产权的制度性安排决定权利结构,而权利结构影响资源配置和社会利益分配。相较于非国有企业,国有企业通常附有较强的政治属性,与国有经济相伴而生的“国家安全”、“控制经济命脉”和“维护公众利益”等国企职能都带有极强的政治色彩。“国有国营”的企业制度又存在着难以克服的激励约束机制缺陷。因此,西方资本主义国家将探索国有企业私有化和公私混合模式作为国有企业产权制度改革的重要选择,而这一产权制度改革的具体形式又不尽相同。金股制作为一种产权制度安排和机制设计,其主要特征是由政府主导并亲自发动。政府作为该制度的设计和推行者,寄希望于通过这一制度的实施,克服原有产权制度所存在的激励约束不相容缺陷,进而建立稳定有效的企业产权制度。首先,金股制作为西方资本主义国家国有企业改革过程中所采取的一种产权制度模式,其应用范围明确,即私有化过程中所涉及的关系国计民生的国有企业;其次,政府在国有企业中引入战略投资者来改造国有企业产权形式,改变国有企业中政府股独大的所有权结构,增强企业活力和竞争力;最后,由于在国企私有化进程中难免会存有监管不到位和制度不完备的问题,极可能存在侵占公共利益的行为。政府试图通过“黄金一股”的设置对有损公共利益的行为及时制止,以有效保护公有产权和公众利益。政府作为金股制实行的核心能动者,以其权威性推动产权制度的变迁,在很大程度上降低了产权制度变迁所面临的效率损失风险。

金股制的另一个重要特征是政府掌握对私有化国企重大事项的事后否决权。在此产权制度下所设定的否决权,其产权权力的排他性较弱,能够有效降低决策过程中的交易费用。这一否决权不同于受益权或提名管理人员等其他表决权(郭武平,2004)。与其他股份(例如普通股或优先股)相比,金股没有收益权也没有实质上的经济价值,抑或不能用来抵押或担保(Fanto,1995)。金股所涉及的否决权因其存续时间不同大致分为两类:(1)有时间限制的过渡性设置。这种类型的金股制意

味着在企业完成私有化改革且运营正常后政府会自动撤出，并终止政府对企业的直接干预。(2)无时间限制的永久性设置。此类金股制意味着在企业完成私有化后政府仍保留对企业的监督否决权。通常，金股制下政府否决权的行使仅限于涉及国家安全和公众利益时政府对公公司不当决策的干预。这种事后再否决权具有强制性，且与政府股所占股份比例无直接关系。

2.“金股制”之应用效果。欧洲资本主义国家的国企私有化范围涉及领域广泛且规模较大。实行金股制的企业主要集中在运输业、电信业、稀缺资源、航天航空等公共领域(见表1)。总体看来，金股制的实施效果是正面的，具体表现为：(1)在资本主义制度下，金股制作为国企私有化改革的一种过渡模式，政府的权变性干预缓解了国有企业在转制过程中可能出现的恶意损害公共权益、政府失灵和市场失灵等副效应，对经济和社会秩序的稳定发展有所裨益。(2)金股制模式下控制权不再仅仅由大股东掌握，这在一定程度上改变了人们对“持股比例决定控制权”的固有认识，有利于异质性股东的目标耦合。在此类国企私有化实践中，通过限制政府直接使用和支配资源的权力，以微观而具体的产权形式实现宏观调节功能，有利于平稳完成所有权由政府向私人的转移。金股制是国有企业产权结构变革中一种颇具包容性的制度模式，它使政府不再是国有企业的唯一投资者，而是通过吸收民资、外资，让其在国有企业产权结构和治理结构中发挥激活器作用。

表1 欧洲主要市场经济国家设置黄金股的行业

国家	主要行业
英国	英国能源公司；国家电力集团；天然气公司；北爱尔兰电子；英国航空站；贝尔法斯特国际机场等
西班牙	石油天然气行业；电力行业；电信行业；银行业等
意大利	石油天然气行业；石油化工行业；电信业等
葡萄牙	银行业；能源行业；交通行业等
荷兰	电信公司；邮政服务公司
匈牙利	银行业；石油天然气公司；电力生产及运输公司；电信行业；医疗行业；国防等
法国	能源行业

资料来源：张立省，2012，《欧洲黄金股研究及对我国的启示》，《管理现代化》第1期，经本文作者整理汇总而成。

3.“金股制”之局限性。金股制虽然在产权安排上能够合理保护公私产权并催生私有产权激励，但这一产权制度的实施和运作会带来相应的制度成本。政府的干预势必会产生界定产权、保障产权、度量产权等一系列交易费用，尤其是当黄金股股东不合时宜地滥用表决权、不当地变相干预企业日常经营时还可能加大企业隐性制度成本。

一是未完全脱离政府行政色彩，易导致公有产权保护过度。黄金股究其本质更似于连接民资和国资的一种行政化协定。政府以保留其黄金一股对企业进行控制，弱化了股权原本收益分红的性质，实质上是将黄金股剥离了股权的一般属性并将其抽象为行政权力的化身。由于黄金股出自被行政化放大的一股普通股，行政干预色彩过强且权利边界不易准确界定。这也是它在国际上遭到许多组织反对的原因。以金股作为手段的政府行政干预是一把双刃剑，干预权运用不当也会弊大于利。

二是否决权范围模糊，易导致产权界定的高成本。由于各国政府实施金股制的具体目的和领域有所差异，致使各国政府对企业特殊股权利的侧重点及方向把控亦有不同，且部分国家将金股制否决权范围和条件设计过于笼统。此外，金股制通常在个案商定后于公司章程中予以披露，其运作缺乏完备的法律依据(郭武平，2004)。事实上，金股制主要是被作为一种谨慎而严肃的产权制度，用以平衡政府、企业和民众之间的关系。因此，明晰产权行使方式和边界是金股制得以良性运作的必要条件。而明确否决权在何种情境下行使及在多大范围、多大程度上行使并非易事。

三是可能导致非国有股东消极情绪滋生。金股制下所呈现的同股不同权的“非平等”状态虽然在某种程度上满足了异质性股东多元目标相耦合的需求，但这种“非平等”股权很有可能导致非国有

股东消极情绪的滋生,如果没有良好的沟通机制和完善的治理体系与之相匹配,将会使公司面临更为复杂的委托代理问题,“激励相容”的制度目标也难以实现。

(二)特殊管理股之“双层股权结构”分析

1.“双层股权结构”之特征:企业选择与控制权安排。双层股权结构不同于由政府主导的金股制,它是家族企业创始人对企业股权结构的一种自发选择。大多数企业在选择上市融资前或公开发行人新股时会在公司章程中明确企业的股权结构,以便于公众投资者在了解企业股本性质的基础上进行投资决策。在此产权制度安排下,股权与控制权分配不再一一对应,而是非对称匹配。选择双层股权结构的企业大多为专业化特色突出的家族企业或具备垄断性质的企业,行业分布往往集中在传媒、互联网、新兴科技类等轻资产领域。企业选择双层股权结构通常有两个主要原因:一是拥有双层股权结构的企业,在其成长和发展阶段有能力募集到足够的外部资金,可以摆脱私人企业自有资金不足的困境,使企业及时筹措资金进行产业链延伸和规模扩张;二是面对恶意收购,与单一股权模式的企业相比,设置双层股权结构的企业将具有更强的抵御能力(Howell,2017)。

现代公司的联合所有制已能比较清晰地区分所有权与控制权。双层股权结构强调的是产权权利束中的“控制权”,这有别于金股制的否决权。在双层股权结构模式下,创始人股东不但保留了参与企业日常经营活动的权利,而且限制外部股东对企业的控制性支配(付国乐、黄睿,2016)。双层股权结构下的控制权主要体现为企业管理者具有超级投票权,这种特权有利于激励管理者扩充对企业人力资本投资,并基于企业长期战略目标做出决策和开展经营活动(DeAngelo & DeAngelo,1985)。在双层股权结构下,拥有收益权的股东通过“以权置权”的形式将部分收益权让渡给偏好现金流的股东以换取更多的表决权,通过不同权、不同责、不同利、不同价的差异化股权形式将股东异质化转变为股权异质性。

2.“双层股权结构”之应用效果。在美国,实行双层股权结构的企业主要集中在高科技、金融、材料、能源和医疗保健等行业(见图1),涉及范围较广泛。应用双层股权结构的效果主要体现在以下两个方面:(1)双层股权结构的运用,能够发挥私人企业和股权分散企业的优势,并巧妙地弥补私人企业融资难和因股权分散而易被恶意收购的缺陷。(2)创始人牢牢掌握控制权,更有利于企业长期战略的有效实施。双层股权结构的控制者常常是企业的创始人,他们创办企业并有极强的专业能力,在面对企业战略发展等重大事项抉择时会考虑得更为久远,因此这一股权制度有利于避免管理近视(Arugaslan et al,2010),帮助管理者把重点放在实施长期项目上,避免受到来自短期市场压力的过度干扰,从而为企业创造更多的可持续增长机会。掌握控制权的股东可以通过减少自身对所控制企业的股份投资来降低其所面临的非系统风险(Gilson,1987)。企业的外部投资者通过自身的多样化投资来分散其投资风险,以减少专业化风险(Fischel,1987)。

3.“双层股权结构”之局限性。产权本身意味着权利对自身或他人将有益或受损,产权的制度安排决定了利益相关者如何受益和受损(Demsetz,1967)。在企业治理中,特殊的双层股权结构能为企业发展拓宽融资渠道,也能在恶意收购盛行的环境下形成良好的产权保护机制。但辩证地看,若双层股权结构的产权安排不恰当,将会损害资本市场秩序,且可能在平衡各利益相关者关系和信息披露等方面存在着某些风险。

一是代理成本问题。在双层股权结构的制度安排下,持有特殊表决权的股东在企业控制体系中的权利易被固化,而实际掌握控制权的管理者虽然拥有超级投票权却不具有或只具有较小的收益权利,这可能诱发他们通过关联交易等方式掏空企业,进而导致企业财产损失并最终侵害中小投资者的利益。有研究表明,在双层股权安排下,管理者所持股票中控制权与现金流量权的分离程度越高,其侵占中小投资者利益的情况越严重,也会进一步加剧企业损失(Gompers et al,2010)。此外,在双层股权制度下,因决策权、日常经营管理权过分集中在管理者手中,一旦管理者做出不当决策,必然会加大决策风险,并最终导致利益相关者的利益损失。

二是信息不对称问题。产权契约的不完全性是普遍存在的,而信息的不对称程度直接决定着契

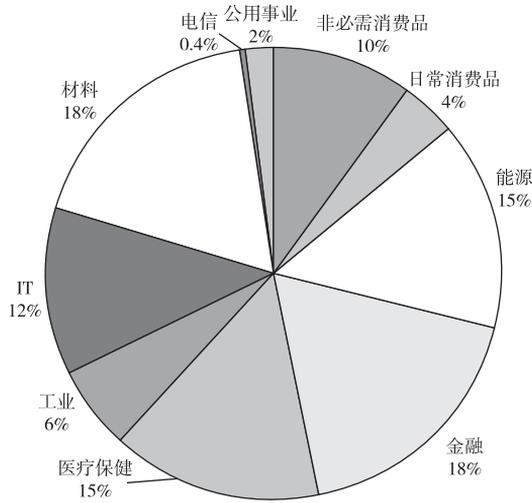


图1 2017年美国实施双层股权公司的行业分布情况

注：数据来源于 Capital IQ 数据库，本文作者根据数据库资料整理汇总。

约不完全性的程度。在信息占有方面，客观上存在因内部人控制所导致的信息不对称问题。掌握控制权的管理者往往占有更多真实信息并握有信息的发布权。在对各种信息含量进行权衡之后，他们会选择性地披露信息，这将会造成信息的非对称占有。外部中小股东难以全面地了解企业的运营情况，不能准确评估企业风险和收益，以致影响他们做出投资决策的时效和质量，其产权权益也难以得到有效保障。

（三）“金股制”与“双层股权结构”之比较

综上所述，金股制主要基于国有企业私有化过程中政府对关系国计民生行业整体发展方向的把控而产生，属于政府行政主导的强制性制度变迁。这一模式的关键机制是政府股东依靠其金股特权对重大事项行使事后否决权；双层股权结构源于私有企业在面向外部增资扩股过程中创始人出于对企业自身发展方向掌控之目的而设置，属于制度不均衡下的诱致性制度变迁。其关键机制是创始人股东依靠其特殊股权利，行使超级投票权以控制企业经营决策。二者在行权主体、应用范围、权利性质等方面有明显不同（见表2）。

表2 “金股制”与“双层股权结构”之比较

比较内容	双层股权结构	金股制
行权主体	企业创始人或家族	政府
应用范围	传媒、互联网、新兴科技类等领域	私有化过程中关系国计民生的国有企业
权利性质	多倍表决权	事后一票否决权
局限性	①易增加企业代理成本 ②企业信息不对称程度较大	①未完全脱离政府行政色彩，易导致公有产权保护过度 ②否决权范围模糊，易导致产权界定的高成本 ③易导致非国有股东消极情绪的滋生

虽然金股制与双层股权结构存在诸多差异，但二者也有共同之处，即它们都是以少数股份获得超额权利——权利杠杆。从社会层面看，这种权利杠杆具有双重性，既可能带来杠杆收益，也可能承担杠杆损失。一方面，无论是采用金股制抑或是双层股权结构都可能面临用权方式不当或用权动机偏差的风险，从而导致企业、投资者甚至包括股权控制方等多方的利益损失；另一方面，这类权利杠杆作为产权制度模式的一项核心功能之所以得到认可，主要归因于其与外部制度环境的契合性。从公司层面分析，杠杆式股权结构的治理模式将重置企业权利结构。一方面，杠杆式股权结构能进一

步分离企业股东的收益权与控制权,加大企业控制权股东与非控制权股东之间的隐性代理成本,易发生控制权股东的掏空行为以及非控制权股东用脚投票的消极抵触;另一方面,杠杆式股权结构满足了政府、新经济公司创始人以及家族企业在融资扩股之后对企业控制与影响的需求,对企业平稳发展与长期规划有积极作用。当然,任何产权制度都具有两面性,常常是制度优势与制度局限并存。因此,利与弊、成本与收益的理性权衡显得十分重要,政企关系、资本市场管制政策、公司治理等相关机制的有效跟进是这类产权模式运作成败的重要因素。

四、我国国家特殊管理股制度构建

(一)建立我国国家特殊管理股制度的背景及可行性

1. 政策背景。在我国,国家特殊管理股制度既不能是脱离实践需求的凭空设想,更不应是单纯为追求潮流对西方资本主义国家既有制度的盲目照搬,而是基于新时代对改革实践所催生的制度需求的理性回应。在国有企业混合所有制改革大势下,国家特殊管理股制度作为完善现代企业制度、推进公司制股份改革的一种重要途径被提出,并已成为国企改革顶层制度设计中的组成部分(见表3)。

表3 我国涉及国家特殊管理股制度的政策文件

时间	通过或发布者	出处	内容
2013年11月	党的十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	对按规定转制的重要国有传媒企业探索实行特殊管理股制度
2014年2月	中央全面深化改革领导小组第二次会议	《深化文化体制改革实施方案》	把在传媒企业实行特殊管理股制度列为2014年工作要点
2015年8月	中共中央、国务院印发	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	推进公司制股份制改革,允许将部分国有资本转化为优先股,在少数特定领域探索建立国家特殊管理股制度
2017年11月	国务院国资委负责人	《党的十九大报告辅导读本》	在全面完成公司制改革的基础上积极推进股份制改革,引入各类投资者实现股权多元化,探索建立优先股和国家特殊管理股制度
2017年11月	国务院办公厅	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》(国办发〔2017〕91号)	积极稳妥推动军工企业混合所有制改革,鼓励符合条件的军工企业上市或将军工资产注入上市公司,建立军工独立董事制度,探索建立国家特殊管理股制度
2018年3月	十三届全国人民代表大会第一次会议	《关于2017年国民经济和社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展计划草案的报告》	积极稳妥推进处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混合所有制改革,健全混合所有制企业治理机制,探索特殊管理股制度

注:本文作者根据相关公开信息整理所得。

党的十九大报告明确了“深化国有企业改革,发展混合所有制经济”的改革方向。此前党的十八大报告着重强调要“毫不动摇巩固和发展公有制经济,推行公有制多种实现形式”和“不断增强国有经济活力、控制力、影响力”。对比这两个“报告”的相关内容不难发现,发展混合所有制经济已经纳入我国国企改革的顶层设计之中,并成为国企改革的重要突破口。而国企混合所有制改革是一项系统工程,是一个不断发现问题和解决问题的渐进过程,需要大力度、多方式推进(蔡好东等,2017)。因此,国家特殊管理股制度作为混合所有制改革过程和改革之后企业治理机制的一项重要制度选项,亟须开展深层次的理论研究和精细的制度设计。

2. 国有股权的产权特性。国有经济是我国国民经济的支柱,长期主导着国民经济命脉。国有企业是国有经济的载体,其资本规模日趋壮大。作为国有企业控制力象征的国有股权无疑是当前国

企产权改革所重点把控的关键。改革开放以来，我国国资国企改革虽然已取得举世瞩目的成绩，但国有企业效率低和国资监管制度滞后等问题依然比较突出。尽管这些问题的存在原因多种多样，但高代理成本、预算软约束、激励不足、政企不分等制度性欠缺仍是主要的。例如，在代理关系方面，多层次的委托代理关系使国有企业面临高代理成本（张维迎，1995），公司领导的薪酬确定、工资总额管理等摇摆不定的激励政策导致激励相容机制一直未得以健全，企业的隐性代理成本较大。在政企关系方面，所有权与控制权分离程度依然较低，由政府实际控制的国有上市公司比例过大，国有股出资人代表的治理行为偏离市场机制并引致国有资产运作效率降低（贾明、张喆，2015）。

产权是所有制的核心（胡家勇，2014），完整的产权束包括占有、控制、处置、收益等一系列权利。不同的产权制度模式表现为权利边界和行权方式的差异化规制。因此，重构产权制度是突破国有产权天然缺陷的根本路径。在原有的国企产权制度下，企业的产权权利主要由政府拥有，而政府产权权利的排他性突出，委托代理关系扭曲。对国有股产权权利结构做出重新安排，理顺所有权与控制权关系，将政府控制权由纵向链条的全覆盖转变为特定环节的关键点干预，将有利于缓解政府控制权的排他性程度，释放市场化资本的“产权”激励功能，激发私人资本参与国企产权“混合”的积极性，提升国有资本产权与激励机制的相容性，减少隐性代理成本。

3. 制度变迁的应有考虑。制度变迁是制度成本与制度收益权衡的结果。西方资本主义国家的特殊股制度是历经漫长的实践探索后所逐渐成形的制度模式。受特殊文化背景和体制环境的影响，我国国家特殊管理股制度的形成也将是一个循序渐进的过程，难以一蹴而就，需要积极而审慎的制度成本效益分析和卓有成效的实践探索。

西方金股制模式下，国有股权被高度抽象化为政府行政权力的化身，即使引入了民间资本，也仍未从根本上改变国有股一股独大的本质。因此，这种模式与我国实行国家特殊管理股以重构产权关系、更好发挥市场基础作用的改革初衷不相符。若直接照搬西方资本主义国家金股制作为我国实行国家特殊管理股的借用模式可能会产生如下问题：（1）国家所持有的“抽象化一股”不再具有收益权但仍保留相当的控制权，这虽然能在短时间内取得较好的融资和债务转嫁效果，但长期看却不利于对私有产权的保护，也难以实现完善国企治理结构的改革初衷。（2）金股制模式势必会涉及大量国有资产转移或出让，而我国资产转让的法律制度并非十分完善，倘若在实行国家特殊管理股过程中进行大规模的国有资产转让，就有可能导致国有资产流失及贪污腐败等高代价的制度成本，这将有悖于“做强做优做大”国有资本的改革目标。

关于双层股权结构模式，虽然在市场经济发达的国家已得到广泛采用，但其应用领域基本局限于私人企业。从法律层面看，我国《公司法》赋予国务院“可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份另作规定”的权力，说明现有法律并未对“一股一权”股权制度之外的股票类型设置绝对禁止。港交所批准同股不同权的股票于其交易所挂牌上市，为这一股权制度发展提供了良好的生长空间。此外，双层股权结构模式下的国家特殊管理股可以不改变股权的基本属性，仍保留收益分红的权利和承担风险的义务，而且国有资本与其他资本所有者共同参与企业的重大决策。这与“金股”所拥有的“行政化”事后否决权有显著区别。如果在双层股权结构模式下设置国家特殊管理股，尽管不像金股制那样具有浓厚的行政色彩，但仍然会让非国有资本所有者心存顾虑。非国有资本所有者最为担忧的问题可能是国有资本出资代表对企业决策的不当干预及企业信息的非公平占有。

我国国企改革中所实施的国家特殊管理股制度与西方资本市场中流行的特权股制度在实现形式、应用范围以及操作规程等方面应既有相似之处又有所区别。中国的市场环境、国有经济和国企制度现状、未来国有企业的改革目标与制度选择空间等因素错综复杂，这就要求我们既要遵循渐进改革的基本原则，又要积极借鉴西方资本主义国家特权股制度的实践经验，创新制度设计，构建起符合中国国情的“国家特殊管理股制度”。设计和实施国家特殊管理股制度仍应坚持先试点后推广的渐进改革方式，避免脱离现实的蛮干与不切实际的制度泛化，坚持因地制宜、因企施策，使国家特殊管理股制度能成为政府从“管企业”向“管资本”转变的助推器和市场、政府与企业关系的平衡器。

(二) 国家特殊管理股的行权主体

国家特殊管理股制度下,要求国有资本出资人代表在其特定的权利边界内行使权利。其行权主体,从广义上可以理解为政府,但从具体操作层面上应当主要是政府授权的投资运营公司。国有资本投资运营公司是我国产权制度改革实践中正在探索的国有资本投资运营平台,也是一种新型的企业法人组织形式。政府通过将其拥有的国有资本经营权授权给专业化资本投资与运营机构运营,以发挥国有资本的影响力与控制力,实现国有资本的保值增值目标。党的十九大报告明确提出,要完善国有资产管理体制,改革国有资本授权经营体制。国有资本授权运营公司正是承担国有资本经营,实现国有资本做强做优做大的主要机构平台。

我国欲构建的国家特殊管理股制度,应有别于西方资本主义国家的金股制和双层股权结构。从政企关系看,国家特殊管理股以纵向浓缩的控制权作为协调政府与企业关系的制度工具,因其保留了国家所有权与收益权,从而区别于抽象化为行政权力代表的金股和没有行政干预的双层股。从政府与市场关系看,国家特殊管理股通过降低权利排他性程度以更好地激活市场机制的作用力,将有利于市场作用与政府作用的协同,避免了西方资本主义国家金股制过分强化政府干预及双层股权结构唯市场化选择的缺陷。我国要建立的国家特殊控制权应在遵从市场规律和公司自治的基础上,既不能完全行政化也不能完全市场化,而是要寻求政府作用与市场作用协同发力的契合性制度。从国有资本监管体制转型角度来看,国家特殊管理股制度是政府由“管企业”到“管资本”转变的重要制度安排。相比国资委,国有资本投资运营公司接受授权并代表国家行使所有权职能更符合市场化要求,更有利于各类资本平等参与企业决策。

当然,在关乎政治、意识形态和国家安全的关键领域,国家特殊管理股制度的权利行使主体可以是政府授权的国资监管机构或者其他部门、单位。

(三) 国家特殊管理股制度的适用对象

我国国有企业体量庞大且分布领域广泛,实行国家特殊管理股制度要区别对待,不能搞一刀切。从西方资本主义国家采用特权股的企业来看,大多集中在带有公共事业性质且关系国计民生的国有企业和传媒、互联网等轻资产领域。在我国,当前所开展的“特殊管理股制度”初期试点工作也主要集中在具有经济与意识形态双重属性的国有传媒企业。带有公共事业性质的国有企业大多直接关乎国家及人民利益,其发展方向需要国家重点把控和监督。通讯传媒业与互联网行业的一大特点在于它具有强烈的意识形态属性,它提供的产品与服务会影响人们的思维方式和精神生活。西方资本主义国家通讯传媒及互联网行业也较多采用双层股权制度,以保障政府对社会舆论大方向的掌控,防止不法分子散播有损国家安全的谣言(葛明驷,2017)。在通讯传媒业与互联网行业实施国家特殊管理股制度,能有效利用“特殊权利”进行国家干预,防止企业被恶意收购、控制和非法利用。

目前,中央已明确要积极稳妥推进充分竞争行业和领域国有企业的混合所有制改革,探索特殊管理股制度^①。公益类国有企业以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标,故不宜全部推向市场或过度引入以盈利为主要目的的民资,需审慎采用国家特殊管理股制度。商业类国有企业又进一步细分为竞争类行业与重要行业、关键领域及重大专项任务两类^②。处于充分竞争性行业的国有企业虽然市场化程度较高,但国有股“一股独大”的企业产权制度并未从根本上得到改变,资产负债率仍普遍较高。因此,这应是国家特殊管理股制度实施的首选领域(戴苏琳,2016)。重要行业、关键领域及重大专项任务类特殊行业的国企既关乎人民生活安泰又具有市场化前景,既具有竞争性又带有公共事业性质,因此也应是国家特殊管理股制度实施的重要对象(戴苏琳,2016)。在遵

① 人民网:《关于2017年国民经济和社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展计划草案的报告》,2018年3月5日,<http://finance.people.com.cn/n1/2018/0306/c1004-29850236.html>。

② 中国政府网:《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》,2015年8月24日,http://www.gov.cn/zhengce/2015-09/13/content_2930440.htm。

循先试点后推广的改革路径下，国家特殊管理股可先行在进行混改的行业中试行，比如金融业、能源、交通运输、互联网及通讯业领域试点实施，保证这类带有公共服务性质的商业类国有企业的混改平稳完成，在引入国内外各类资本的同时不对其应有的国家安全、国家产业政策执行等公共职能产生损害。

(四)我国国家特殊管理股制度的模式设计

实行国家特殊管理股制度，作为深化我国国有企业改革的一项探索性制度，其构建应突出系统性和多模式，既要满足国家安全、公私产权平等保护等要求，又要保持政府在特定范围的监督权威。本文根据企业是否上市和企业所属行业类型将国家特殊管理股制度设计为四种产权制度模式(见图2)，以便为不同行业类别的国有企业提供可选方案。

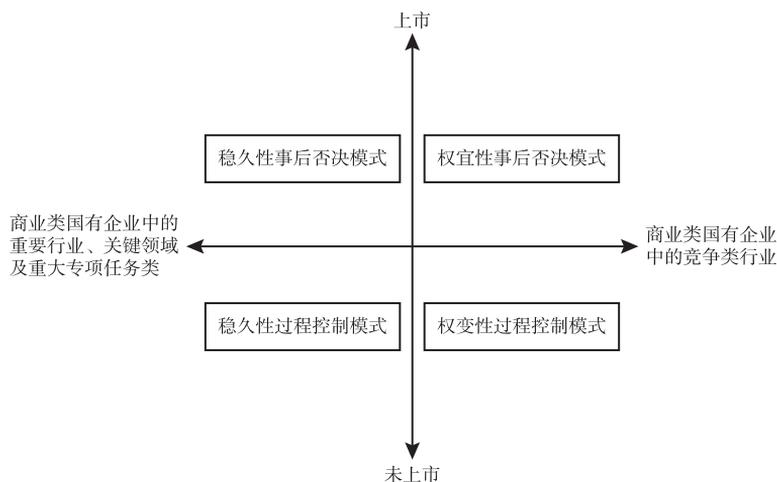


图2 国家特殊管理股制度的基本模式

1. 权宜性事后否决模式。该模式是指政府持有上市国有企业特殊一股，在一定期限内对涉及重大决策事项的国企持有事后否决权的产权模式。该模式适于部分规模大、市场地位重要的竞争型商业类国有企业于上市初期选用(图2坐标轴右上象限)，例如上市初期或处于筹备上市阶段的计算机、通讯和电子设备制造业、互联网行业、新闻与出版业等。

主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业，国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股^①。由于在混合所有制改革之后，政府没有必要或者不必长期居于直接控制地位，因此可以考虑采用金股制事后否决模式作为新上市国企过渡性的产权制度形式，待条件成熟时，逐步放弃部分企业的国有绝对或者相对控股地位。相较于非上市国企，已上市的竞争类国企已完成股份制改革，初步实现了产权多元化且能够适应市场。因此，采用事后否决的产权制度模式以监督企业重大事项和管理活动，既可以缓解因国有股份减持所造成的国家控制权缺失问题，又能避免政府过度干预所产生的制度成本。“权宜性”，意味着事后否决权只是因时制宜地暂时性行使，而不会永续地存在于企业。这种模式类似于“期限性”的金股制。在减持国有股时，应把控好国有企业的发展方向，待上市国有企业建立起有效法人治理结构且步入规范运作后再择机撤出国家特殊管理股。政府直接或者间接行使事后否决权，一是有利于国有资产保护和公共利益保障，二是否决权时限的设定能够避免政府长时间或者不恰当地干预企业，使企业真正成为市场竞争主体。

2. 稳久性事后否决模式。该模式强调政府对上市国有企业持有特殊一股，并于企业存续期内持续对其重大事项享有事后否决权利的产权模式。该模式可用于上市商业类国有企业中的重要行

^① 中国政府网：《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，2015年8月24日，http://www.gov.cn/zhengce/2015-09/13/content_2930440.htm。

业、关键领域及重大专项任务类别(图2坐标轴左上象限),例如铁路、船舶等运输设备制造业、电力、石油、能源与通信等关键行业。

此类上市国有企业的主业多涉及自然垄断行业、特殊业务行业。公共性与商业性并存的行业特点要求政府掌控这类企业的发展方向。采用类似于金股制模式的事后否决机制是因为:(1)涉及重要行业、关键领域及重大专项任务的国有企业关系国家安全和公共利益,政府需要重点把控其方向,但国有股一股独大的所有权结构有碍企业活力的释放和创新性发展;(2)此类商业类国有企业若采用双层股权结构模式,重新设定股票类别,达成一致性契约的交易成本太高,稍有不慎将激化其他投资者与政府或者政府受托人之间的矛盾。“稳久性”强调稳定而持久,在此产权模式下,政府或其受托机构的事后否决权不随国有企业混合所有制改革的完成而彻底退出,政府通过国有资本投资运营机构行使否决权从而实现间接引导资源优化配置的功能。采用稳久性事后否决模式,一是可以激发企业活力、优化企业治理机制,实施更深层次的国企混合所有制改革;二是能够保障政府在关键环节监督权的行使,进而保障国家控制力、国家安全和公共利益。

3. 稳健性过程控制模式。该模式是指在国企引入战略投资者过程中,为长期保持国有资本的控股地位,国家让渡部分收益权以换取多倍控制权的股权组织形式。该模式可用于未上市商业类国有企业中的重要行业、关键领域及重大专项任务类别(图2坐标轴左下象限),例如金融业、军工、国防科技行业等重点领域。

主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类国有企业,需要保持国有资本控股地位,支持非国有资本参股^①。与主业处于充分竞争行业的商业类国企不同,此类国企在引入投资者时应坚持“国有资本控股地位”。对于该类未上市企业,在首次公开发行新股时即可发行具有不同表决权的股份,使股票的投票权与现金流权相分离。与西方资本主义国家流行的双层股权结构不同,此模式将过程控制主体定义为政府(含政府出资人代表、国有资本授权经营机构等),由政府引导企业的经营活动与社会利益相一致。此外,在这一模式下,控制权范围应仅限于涉及国家安全及公共利益的事项,在减少企业融资隐性成本的同时,降低政府过度干预可能导致的交易成本,使产权结构变革稳健有序。稳健性过程控制模式下,政府将通过长期持股来实现对企业经营过程的控制,即无论企业在后续阶段是否上市,政府都持有具有表决权优势的国家特殊管理股,特殊管理权并不因企业上市而削弱或者退出。因此,运用稳健性过程控制模式,一是有利于优化企业产权结构、完善公司治理机制;二是政府能够对重要行业、关键领域及重大专项任务类别的国有企业施以合理控制和有效监管,以确保国有资本的运营效率和功能实现。

4. 权变性过程控制模式。企业的产权制度决定了公司的治理结构,而公司治理结构只存在可供选择的模式,并没有一成不变的僵硬标准。因此,根据企业内外因素的变化而确定公司控制权分配与行使方式是一种理性的选择。权变性过程控制模式就是根据企业内外因素的变化而针对国有企业公司制改革、股权多元化以及公司治理等适时“权变”控制方式的产权制度模式,政府或其国有资本受托机构需要根据权变因素适时改变资本权利的行使方式。该模式可用于商业类国有企业中未上市的竞争类行业(图2坐标轴右下象限),例如互联网行业、娱乐业、软件和信息服务业中兼具意识形态与经济形态的未上市轻资产企业。

我国鼓励商业竞争类国有企业引入各类资本进行混合所有制改革以实现股权多元化,并着力推进其整体上市。权变性过程控制模式下,政府或其受托机构可以将控股或者参股企业的部分股份收益权让渡给其他投资者以换取足够的投票权。与其他类型国有企业相比,未上市竞争性商业类国有企业其融资规模小且未公开发行股票。采用过程控制模式的理由是,政府可以通过减持股份让渡收

^① 中国政府网:《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》,2015年8月24日,http://www.gov.cn/zhengce/2015-09/13/content_2930440.htm。

益权给予外部投资者,但拥有参与企业重大决策的权力。即在企业重大事项决策时政府能够通过产权关系对企业发展方向进行适度把控。这种以“权变”为关键机制的产权模式,其完整的运作过程可以分为三个阶段:(1)企业在上市前政府或其受托机构以特权股参股的形式控制企业重大决策事项;(2)企业若需公开发行股份上市,国家将分阶段出售大部分股份并保留黄金一股以行使否决权来保障国有企业上市后的平稳发展;(3)待企业上市且运作良好后,政府再将其所持有的否决权撤出,转变为按“同股同权”的市场化模式运作。权变性过程控制模式是双层股权结构与金股制股权结构有机结合的产物。采用这一模式,一是可以使政府对运营具有适当的话语权,从而避免国有企业的改革和发展偏离国家利益和公众利益;二是由于其控制方式灵活、可以适时权变,从而能够更好地适应市场机制的变化。需要注意的是,在国家减持股份时,应加强透明度监督和防范机制建设,避免因产权主体缺位而导致国有资产流失。

(五)国家特殊管理股的权利边界

有效实行国家特殊管理股制度的关键是把握好政府或其受托机构的行权方式和时机。政府作为国家特殊管理股制度的倡导者和推动主体,应按照“有所为有所不为”的思路和基于“效率”和“效果”导向,科学界定政府股东和其他股东的权责关系,尤其是政府股东的权利边界,真正实现其由“管企业”向“管资本”的转变。所谓“有所为”是指当企业决策涉及国有资产安全与民生问题时,国家特权股要发挥其控制作用,维护国家资产的安全并保障人民福祉不被侵犯。所谓“有所不为”是指企业经营过程中,国家特权股股东要适时适度行权,维护市场权威和企业的市场主体地位,使企业在激烈的市场竞争中充满生机活力,形成政府、市场和企业和谐共生的新格局。为避免因权利边界含糊造成国家股权的滥用或者失效,可以通过国家特殊管理股“权责清单”来明晰管理范围和方式。国家特殊管理股既是实现政企分开的政治性工具,也是“政”干预“企”的制度性手段。为使其趋利避弊,必须理性地使用好这一制度工具:一是保证政府基于产权关系在混合所有制企业中应有的话语权与收益权,约束不良投机行为和有损国家利益的行为;二是避免政府对企业正常经营事务的不当干预,减少政府对企业日常经营决策行政干预导致的交易成本。值得特别注意的是,作为履行国家管理角色的政府(这里并不是指政府股东)在履行公共管理职能时,应避免对公司治理机制的横加干涉,以确保公司治理机制的应有效能(奥利弗·哈特等,1996)。

五、我国国家特殊管理股制度实施:法律保障与机制建设

国家特殊管理股制度是一项创新性企业产权制度形式,其实施需要有适宜的法律和机制做保障。

(一)立法先行:为制度运行提供保障

完善的产权制度,需要通过法律清晰界定其产权边界。国家特殊管理股制度是一项特殊的产权制度和激励约束机制,必须有适宜的法律加以保障。长期以来,我国国有企业一直被视为行政科层体系的重要组成部分,受制于行政色彩浓厚的国资监管方式管制,政企不分,活力匮乏,市场竞争力不强。从资本市场制度层面上看,境内资本市场股权设置及其交易制度单一,致使部分有特殊股权设置需求的企业(例如京东、阿里巴巴等)只能选择在美国等境外证券市场上市,从而导致我国证券市场错失诸多优质公司。欲构建国家特殊管理股制度,必须突破现有的“一股一票”股权制度,建立起能满足投资者差异化需求的新型股权设置及交易制度,而这必须有相应的法律制度先行。

1.“特殊股权”法制化,实现有法可依。从现行法律制度看,我国《公司法》虽规定股票发行应遵循公平公正的一股一票制原则,但第132条也留出了制度改革的余地:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份另作规定”。实施国家特殊管理股必须立足国资国企改革实际,合理借鉴国际经验。为确保国家特殊管理股制度有效运行,应在广泛调研与充分试点的基础上出台操作性强的法规予以规范。从长远来看,应在《公司法》中明确国家特殊管理股的法律地位。但由于《公司

法》的修订时间长,可以考虑在《公司法》修订实施之前,由国务院以《条例》形式明确国家特殊管理股的合法地位,同时对国家持股比例、适用范围、风险防范和投资者权益保护等做出限制性规定。

2. 健全国有资产监管法律体系,实现有效监管。国有资产监管是国有资产法律制度的核心内容,而在企业国有资产监管中,行政干预权与企业经营权之间的平衡是能否实现国有资产安全与保值增值目标的关键因素,也是国企混合所有制改革的重要内容(郭金良,2018)。国企改革的根本目的是推动做强做优做大国有资本。但无论进行混合所有制改革抑或是探索国家特殊管理股制度,都会涉及部分国有资产的退出、转让或出售等情况,而将国有资产转让给私营企业存在着意识形态上的障碍(陈仕华、卢昌崇,2017),也不可避免地会面临国有资产流失的风险。因此,在进行竞争领域国有股减持时,需要相关法律法规对各类产权的保护机制做出规范,用法律机制实现对国流流转的有效监督,形成事前警告、事中规制及事后惩罚的治理体系。

(二) 机制建设:为制度效率提供支撑

1. 加快国资监管转型和政府审计改革。国家特殊管理股制度会倒逼政府转变角色,进行国资监管机构职能的根本性转换,真正实现政企分开,使国资委由“管人、管事、管资产”向“以管资本为主”转变(蔡好东等,2017)，“以管资本为主”并不意味着监管的无原则放松,而是监管方式的转型。通过这种转型将实现政府监管与企业经营决策相分离,政府职能与企业功能相分离(蔡好东等,2017)。同时,适应国资监管体制转型,要通过加强程序性制度建设、审计方式改革、整合审计资源等措施优化国有资本的政府审计监督体系。通过监督机制的完善,确保国有资产保值增值,进而使国有资本更好地发挥促进公共事业发展、增加人民生活福祉等特有功能。

2. 发挥社会审计作用,提升企业信息质量。实施国家特殊管理股制度,需要进一步发挥社会审计的作用,增强企业财务及非财务信息的真实性和公允性。有研究表明,社会审计在国家治理与抑制国有上市公司过度公款消费方面有明显的效果(王彦超、赵璨,2016)。国家特殊管理股制度下,会计师事务所作为独立第三方机构,对国有企业进行社会审计能够切实提升企业财务及非财务信息的真实性与公允性。而这种“真实性”和“公允性”既是保障国资安全和保值增值的需要,也是避免非公有资本权益被边缘化的重要保障。

3. 稳步推进“类别股”上市制度建设。国家特殊管理股是一种“类别股”,而“类别股”本质上是一种能够将对财产收益权和表决控制权有不同偏好的投资者相容于同一公司的法律制度(朱慈蕴、沈朝晖,2013)。港交所对同股不同权类别股上市交易的允许,为我国实施国家特殊管理股制度提供了市场条件。待将来出台包括国家特殊管理股在内的“类别股”制度等相关法规之后,大陆A股市场应及时跟进相关法规的改革和完善,并立即启动包括国家特殊管理股在内的“类别股”(朱慈蕴、沈朝晖,2013)市场交易规则。通过对证券交易所相关交易规则的改革,使资本市场交易结构趋于多元化。当然,“类别股”的市场化推进应积极而审慎,不宜一哄而起,设有国家特殊管理股的上市国有企业应进一步加强其股权结构的规范性建设并严加审核。

4. 完善内部监督机制,强化信息透明度。透明度是企业所公开的财务及非财务信息对企业利益相关者知情权的满足程度(蔡好东、王金磊,2016)。由于信息披露专有化成本的存在(张学勇、廖理,2010),财务信息透明度显著低于非财务信息透明度。实施国家特殊股制度,必须完善内部监督机制,切实加强企业各类信息的透明度建设,保障利益相关者的知情权和收益权等合法权益。实施国家特殊管理股制度的企业,应更多关注普通股股东的利益诉求,并在企业监事会成员与独立董事提名等重要事项上将各类别股平等对待(马一,2014)。在国家特殊管理股制度施行过程中,要强化普通股股东合理的监督权与投票权,保障其拥有平等监督的权利。此外,还要特别关注中小股东利益补偿机制的完善,以良好的权益保障来完善国企治理结构并实现“国民共进”。

六、结语

“金股制”与“双层股权结构”作为我国国家特殊管理股制度建设可资借鉴的两种产权制度,在西方

国家已经比较成熟。作为一种股票权利杠杆,它们突破了传统“一股一票”的固有制度模式,将股票权利放大成为一票否决权或者超级投票权,耦合了不同投资者的投资偏好,被许多企业所采用。但任何事物都有其两面性,金股制和双层股权结构也存在着挫伤其他投资者热情、妨碍资本市场化流动等制度缺陷。因此,我国构建国家特殊管理股制度应力求趋利避害,理性权衡利弊并优化机制设计。

在国有企业改革中实施国家特殊管理股制度,能够在激活国有资本的同时保留政府对企业的的话语权、收益权和控制权。这一制度优势对文化企业及重要行业、关键领域、承担重大专项任务的混合所有制企业至关重要。我国国有企业正通过引入各类投资者以实现股权结构多元化,推进混合所有制的深度改革,使市场在资源配置中起决定性作用。同时,国资监管体制也正在实现由政府“管企业”向“管资本”的深层次变革。为适应这些变革,中央正在积极探索优先股和国家特殊管理股制度的设计和实施。

虽然西方资本主义国家实施已久的特殊股权制度对我国国家特殊管理股制度的设计和实施有良好的借鉴意义,但由于制度背景与文化差异,尤其是国有企业在我国国民经济中不可替代的特有地位,我国国家特殊管理股制度在实现形式、权利主体、应用范围以及运作机制等方面也必然有别于这些国家。因此,在构建我国国家特殊管理股制度时,既要着力突破“同股同权”既有制度的约束,积极吸收借鉴其他国家的实践经验,又必须充分认识中国特色社会主义这个最大国情和新时代国有企业改革的历史方位,使我国国家特殊管理股制度建设既符合市场经济的基本规律,又根植于中国的制度背景。与此同时,还应注意:我国国家特殊管理股制度是混合所有制改革背景下由政府管理层所提出的,旨在深化国有企业产权制度改革及完善公司治理结构的可选方案,目前尚处于设计、试点阶段,其制度绩效有待进一步的实践探索来检验。从现实看,国际上并不存在放之四海而皆准的企业产权制度模式(曹廷求,2012),必须根据国有企业的产业性质、功能定位以及改革实践的进程等,尽快完善国资监管和公司治理等法律法规,以适应产权制度变革的内生性需求。

参考文献:

- 奥利弗·哈特等,1996:《公司治理:理论与启示》,《经济学动态》第6期。
- 曹廷求,2012:《近30年公司治理研究的演进路径与重点突破》,《经济学动态》第4期。
- 程柯,2015:《股权结构、战略投资者与特殊管理股制度——基于国有出版传媒企业的理论模型分析》,《中国出版》第23期。
- 陈仕华 卢昌崇,2017:《国有企业高管跨体制联结与混合所有制改革——基于“国有企业向私营企业转让股权”的经验证据》,《管理世界》第5期。
- 戴苏琳,2016:《国家特殊管理股制度探讨》,《中国金融》第7期。
- 冯果,2016:《股东异质化视角下的双层股权结构》,《政法论坛》第4期。
- 付国乐 黄睿,2016:《出版传媒公司和网络传播平台中特殊管理股的探索:实践路径与中国选择》,《中国出版》第18期。
- 葛明骊,2017:《媒介融合要求规制融合:中国传媒业特殊管理股制度分析》,《科技与出版》第8期。
- 郭金良,2018:《契约视角下企业国有资产法律监管研究》,《法学论坛》第2期。
- 郭武平,2004:《“金股”:国有银行吸引战略投资者的有效途径——兼论国有银行股权设计》,《金融研究》第8期。
- 胡家勇,2014:《论完善产权保护制度》,《经济学动态》第5期。
- 贾明 张喆,2015:《双重金字塔结构、国有资产监督管理效率与国企绩效》,《管理评论》第1期。
- 马一,2014:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界——以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象》,《中外法学》第3期。
- 潘爱玲 郭超,2015:《国有传媒企业改革中特殊管理股制度的探索:国际经验与中国选择》,《东岳论丛》第3期。
- 綦好东 郭骏超 朱炜,2017:《国有企业混合所有制改革:动力、阻力与实现路径》,《管理世界》第10期。
- 綦好东 王金磊,2016:《非上市国有企业透明度评价体系设计与应用:以中央企业为例》,《会计研究》第2期。
- 吴高臣,2018:《国家特殊管理股的法律性质》,《法学杂志》第1期。
- 吴越,2015:《国企“混改”中的问题与法治追问》,《政法论坛》第3期。
- 王彦超 赵璨,2016:《社会审计、反腐与国家治理》,《审计研究》第4期。

- 朱慈蕴 沈朝晖,2013:《类别股与中国公司法的演进》,《中国社会科学》第9期。
- 张立省,2012:《欧洲黄金股研究及对我国的启示》,《管理现代化》第1期。
- 张维迎 吴有昌 马捷,1995:《公有制经济中的委托人—代理人关系:理论分析和政策含义》,《经济研究》第4期。
- 张学勇 廖理,2010:《股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理》,《经济研究》第4期。
- 周正兵,2016:《传媒企业中的特殊管理股:理论、应用及其启示——以纽约时报公司为例》,《编辑之友》第3期。
- Arugaslan, O. et al(2010), “On the decision to go public with dual class stock”, *Journal of Corporate Finance* 16 (2):170—181.
- Bishop, M. R. & J. A. Kay(1989), “Privatization in the United Kingdom: Lessons from experience”, *World Development* 17(5):643—657.
- DeAngelo, H. & L. DeAngelo(1985), “Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock”, *Journal of Financial Economics* 14(1):33—69.
- Demsetz, H. (1967), “Toward a theory of property rights”, *American Economic Review* 57(2):347—359.
- Fanto, J. A. (1995), “The transformation of French corporate governance and United States institutional investors”, *Brooklyn Journal of International Law* 21(1):1—77.
- Fischel, D. R. (1987), “Organized exchanges and the regulation of dual class common stock”, *University of Chicago Law Review* 54(1):119—152.
- Gilson, R. J. (1987), “Evaluating dual class common stock: The relevance of substitutes”, *Virginia Law Review* 73 (5):807—844.
- Gompers, P. A. et al(2010), “Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States”, *Review of Financial Studies* 23(3):1051—1088.
- Hansmann, H. & M. Pargendler(2014), “The evolution of shareholder voting rights: Separation of ownership and consumption”, *Yale Law Journal* 123(4):948—1013.
- Howell, J. W. (2017), “The survival of the U. S. dual class share structure”, *Journal of Corporate Finance* 44:440—450.
- Jordan, B. D. et al(2016), “Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure”, *Journal of Corporate Finance* 41:304—328.
- Meggison, W. L. et al(1994), “The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis”, *Journal of Finance* 49(2):403—452.
- Meggison, W. L. & J. M. Netter(2001), “From state to market: A survey of empirical studies on privatization”, *Journal of Economic Literature* 39(2):321—389.
- Möslein, F. (2015), “Compliance with ECJ judgments vs. compatibility with EU law-free movement of capital issues unresolved after the second ruling on the Volkswagen law: *Commission v. Germany*”, *Common Market Law Review* 52(3):801—812.
- Papadopoulos, T. (2015), “Privatized companies, golden shares and property ownership in the Euro crisis era: A discussion after *Commission v. Greece*”, *European Company & Financial Law Review* 12(1):1—18.

(责任编辑:陈建青)

(校对:谭易)