

借鉴国际经验管理中国的国有企业资产

高伟彦 (William Mako) 张春霖
(世界银行驻中国代表处)

概 要

分析中国 174,000 家国有企业 (截止 2001 年底), 可以看到明显的分化。中国有一些盈利状况相当好的大型国有企业, 多为中央管理且/或公开上市企业, 其中有些是在香港和纽约的股票交易所上市的。但中国一半以上的国有企业是亏损的。亏损企业绝大多数为国有中小企业。地方管理的国有企业存在严重的“利益地方化”(如工资)和“负债国家化”(如因不良贷款而致的银行再资本化, 无资金积累的养老金负债)问题。因此, 这样一个国有企业部门使中国的国有资产管理面对两个问题。第一, 相对较好的国有企业所得的红利或出售收益应如何处理? 第二, 如何减少中国许多较差的国有企业的营运损失和产生的新债务?

现代资本管理制度。国有资本的保值增值要求实行“现代资本管理制度”, 主要途径是通过 (a) 更广泛的会计和审计改革; (b) 对国有企业实行分类管理; (c) 有关国有企业红利政策和资本再投资的系统管理思路; (d) 中央与地方就国有资产处置收益分配和减少负债达成一致; (e) 加强风险管理。

(a) 目前适用于上市企业和外资企业的会计标准也应适用于所有国有大中型企业。如果所有的大型国有企业 (甚至包括那些不适合公开发行股票的大企业) 都能够遵照公开发行股票的标准 (包括会计标准、公开披露、对关联交易的控制和独立董事) 将很有益。中央的国有资产监督管理委员会 (国资委) 和每个地方国资委管辖的国有企业应适用规范的会计。在考虑到中国独特情况的基础上, 每个国资委管辖的国有企业的定期财务报表应该遵照国际会计标准。国资委的国企管理者可以利用改善的管理信息系统, 将重点放在关键的绩效指标上。考虑到国有企业的“公共”性质, 包括那些没有在证券交易所上市的企业, 应当提高所有大型国企和国资委下辖企业的透明度, 例如要求企业提交季报和年报, 并将报表公之于众。

(b) 国资委也有必要制定出国有企业分类以及管理各类企业的指南。可能的分类如下:

- 有待近期进行所有制转型的中小型国有企业;
- 需要进行运营重组和/或财务重组的国有大中型企业;
- 其业务已经失去生命力应被清算的国有大中型企业;
- 适于正常公司治理的相对健康的大型国有企业。

评定重组方案应以准确的现金流量报告和预测为出发点。因而, 需要有高质量的财务信息以提供准确的现金流量报告和预测。

(c)大型国有企业都应在客观估计现金盈余可选用途的基础上制定出正式的股利政策。对管理层通过再投资无望获得适当风险调整收益的现金赢余，应以常规的股利或一次性分红的形式分配给公司股东。国企管理层和董事会应避免考虑不周的多样化经营（恶化经营）。

(d)国有企业的股权转让（如出售）收益应用于补充养老金或减少国家的债务，而不应继续用以支付营运费用。中央机构，特别是国资委、财政部、大型银行、中国银行监管委员会和全国社保基金应联合地方相应机构以设法控制“利益地方化、负债国家化”的现象。目前除了防止“国有资产流失”以外，还应防止（前述的）负债的继续上升。

(e)继续保留的大型国有企业都应实行适当的风险管理计划。需要有一定的体系来进行“硬预算约束”，以保护债权人的权力/资不抵债，对金融机构进行监管，支持大型国企以及正在改制中的中小企业的治理。

所有制转型。最基本的问题是中国在国有企业的所有制转型中应遵循“公开”还是“封闭”方式。过去十多年来，除了 1000 多首次发行上市企业和外资企业，所有制转型大多是通过管理层购买（MBOs）或管理层和职工购买（MEBOs）而实现的。撇开其迅速和灵活性特征不谈，封闭程序可能引起对所有制转型优点的政治争论。但世界范围的经验结论性地表明公开程序对国家股东/卖方和具体的企业都很有好处。在中国进行更多的实证研究工作对此进行检验会是有用的。

有必要按照具体阶段来考虑所有制转型：（a）目标政策；（b）制度框架；（c）出售准备；（d）出售；（e）售后事宜：

（a）所有制转型的目标应是出售收入的最大化并为出售企业的未来发展创造最有利的条件。外部人应有同等机会与内部人竞争，以购买企业。国际经验表明外来业主在售后重组和提高企业生产力和盈利性方面可能更有效。所有制转型过程应尽可能地公开，比如集中于公开拍卖或公开招标。需要通过公开程序来鼓励外部人（可能是更为合格的购买者）的投标，以使出售收入最大化并提供需要的透明度。

（b）透明度和集中决策至关重要。需要通过透明度来保持公众对所有制转型的支持，避免日后出现涉及腐败的说法。必要的透明度取决于：发布清晰完整的规则、程序来规范企业出售；预先公布出售事宜；有关企业的可靠信息的披露；竞争性的出售程序（如公开拍卖、招标或发行股票）；同等对待国内外投资者；有关已有或潜在利益冲突的规范；公布出售结果；由适当的公共部门进行监督。至少对大型企业或集团的出售来说，雇佣外部财务顾问应可增加透明度并取得更好的出售结果。各地国资委应有广泛的权限来组织、完成所有制转型，而将上级批准和交易后检查只运用于非常大型或重要的交易。

（c）应尽可能地减少国有企业的售前重组。认真计算中型国有企业的“继续经营”价值是浪费时间和精力。只要包括不动产（如土地使用权），帐面价值评估

就足以作为拍卖或招标谈判的参考。国有企业的所值就是一个有准备的、有意愿的购买者愿付的价格。因而，国资委与其着力于事先计算“企业价值”，不如注重程序（如投标者获得企业信息的渠道，管理购买者所面临风险的保证或补偿，广告）以尽可能增强潜在买者间的竞争、减少潜在的不确定性。这是使出售收入最大化并吸引最有资格买者的最实际的方法。

(d) 出售方法应适于具体国有企业的特征和需要：

- 小型国有企业的出售及其价值评估应着重于不动产和对不动产权利（如土地使用权、租赁权）的转让。将其它资产（如存货、固定资产）和负债（如借款）加入交易中会使小型国有企业的出售复杂化。若有可能，小型国有企业就应通过公开拍卖获得最高价。从我们的分析来看，很显然中小型国有企业不应该继续保留为国有资产。中小型国有企业一般是亏损企业，在消耗而不是增加国有资产，会继续造成大量的负债风险。全面迅速地实施1999年四中全会“抓大放小”的决定比以往任何时候都有意义。然而，这意味着将有大量交易。因此，针对中小型国有企业的有效的出售计划是十分重要的。
- 对无力偿债或难于审查监督的小型及中型国有企业的清算，特别有效的所有制转型方式是资产出售和将债务分开处理。
- 对绝大多数大中型国有企业而言，出售给有控制力的股东（如战略投资者）的“向公司出售 (trade sale)” 应是所有制转型的首选方式。
- 除了几个个别案例，因额外的时间、努力、费用及对公众股东的风险等方面的考虑，首次公开发行（IPO）是不值得的。IPO应仅限于大型、知名、运营良好的国有企业，其公开发行会有助于资本市场的发展并给以小股东足够的保护。
- 应避免如管理层购买（MBOs）/管理层和职工（MEBOs）购买这样的封闭程序，除非是一些特别地依赖于企业职工科技技能的小型国有企业的案例。若采取了（MBOs）/（MEBOs），应要求内部人为其股份付费，即使是以市值的一定折扣价。
- 混合出售，如向公司出售加IPO是集不同方法优点的一种好方式。但出于操作（如成本、复杂程度）原因，混合出售应仅限于能吸引战略（国外）投资者的大中型国有企业。

(e) 适当的售后条件对实现出售收益最大化和促进售出企业未来发展等主要目标很重要：

- 应避免针对国有企业或国有企业购买者的售后限制（如业务范围、企业的再出售、裁员），因这些限制不可能取得长久效果，只会减少出售收益。
- 同样的，国家作为卖方要对买者的售后承诺（如资本投资、技术转让）进行监督实施，很困难，成本也很高。
- 针对国有企业环境破坏的政府规章和激励措施应是明确且可预知的。
- 国资委不应坚持保留“黄金股(golden shares)”，特别是在向公司出售的情况下。
- “黄金股”可用以代表批准或否决一些重大决议的特权，如企业向第三方的再出售，主要资产的出售，清算或重组，但黄金股的特权应尽可能地少用。任何黄金股权都应是精确定义的、有时限的，并仅应在明确的特定情

况下使用。

- 由于缺乏资金或融资渠道会限制许多国内购买者，至少对中型国有企业来说，国资委还应允许通过分期付款的购买。当然应对分期付款予以认真监控。在购买者不能按期支付分期付款的情况下，国资委可以通过将所欠余额卖给私人投资者或雇佣商业的收款代理，“转包”解决问题。
- 原国有企业售后的成功发展要求在很多方面有配套政策，包括：可自由进入新业务，稳定的宏观经济，贸易自由化，债权人的权利，银行改革及商法的改革。
- 最后，私人财产权的明确和保护至为重要。过去的所有制转型即使是通过可疑的、非透明的程序完成的，也应予以尊重。不按照明确制定的规章、标准和程序进行“法定诉讼程序”，政府不能因环境、卫生或安全因素而剥夺任何企业主的财产或不许其经营。

机构的能力。每个国资委管理的国有企业资产的质量决定其作为一个机构所应有的能力。中央管理的国有企业盈利性强、债务少，陷入困境的可能比地方管理的国有企业低。

因此，中央的国资委和所管企业质量较高的地方国资委（如北京、上海）可更注重国有企业的股本收益最大化，公司治理能得以正常行使。这类国资委的主要事务应包括：监督国有企业的经营计划和绩效；参与年度和临时股东会；关注国有企业董事会建设；任命国有企业董事。在一定时期内，也可望这类国资委组织大型国有企业的股票出售。中央的国资委也要与地方国资委和其他国家机构联系，来控制地方管理的国有企业的债务增长。在大型、稳定的国有企业内，其董事会将有能力集中于董事提名、董事会下设委员会结构，及加强董事会对国有企业管理层监督的程序。这类国有企业的管理层应可以着重于经营计划、投资和运营以使国有资本收益最大化。由于中央有 196 家国有企业，国务院国资委可能需要 40-100 人对这些国有企业进行监督，及 200-300 人作为独立的非执行董事。^①为强化行政管理权和股东权利的区别，公务员不应担任国有企业的董事。建立“董事培训学院”和董事认证机制可以督促国资委下辖国企董事们采用国际最佳做法。

在大多数地方国资委，要组织中小型国有企业出售、重组或清算处于困境或无生存能力的国有企业，则更需要技能。作为这些困难国有企业名义上的所有者，地方国资委也应准备与国有企业工人、供货商、金融机构债权人和社会保险计划，就分担损失谈判达成一致。地方国资委需要就这些特殊情况下的问题及传统公司治理中的任务，进行培训和机构建设。因为绝大多数的中小型国有企业的出售、清算和重组会在今后五年发生，地方国资委应寻求尽可能将国有企业的出售、重组和清算活动“外包”出去，而不是在内部组织人员进行这些临时事务。

基于市场的工作环境（包括薪酬）和绩效监督对吸引合格人才在国资委任职或担任国企的董事、激励最佳的绩效非常重要。

^①这假定国资委每个官员能监管两个企业。还假设每个国有企业董事会平均有 7 个董事，包括 3 个独立董事，每个独立董事平均可在两家国有企业董事会任职。

因此，本背景报告着重于中国目前的国有企业资产、“现代资本管理制度”的建立和国有企业的所有制转型。此前的一个背景报告考察了国有资产管理改革和在大型国有企业加强公司治理的步骤。^①下一步将要撰写的一个背景报告将考虑企业重组的相关问题和建议。

I. 简介

本背景报告基于世界银行的前一个背景报告《在国有企业集团中行使所有权：中国可以从国际经验中学到什么？》。该背景报告广泛地讨论了国有资产管理改革的问题。它明确了以下必要性：将国家对国有企业所有者权利和责任统一于一个国有资产管理机构；集中关注国有资本的有效使用；为更好地致力于大型国有企业的治理而“放小”；按照市场原则组织新的国有资产管理机构；对风险管理给予更多关注；设立和加强国有企业董事会并依靠董事会管理大型国有企业，改造第二层股东（特别是企业集团中的母公司）以使其在公司治理中发挥有效作用。

2002年11月的“十六”大和2003年3月的十届人大决定，中央和地方政府行使所有者的权利，在中央设立国有资产监督管理委员会（国资委）并在地方设立相应机构，以大力加强中国的国有资产管理。然而成功将有赖于国资委恰当的组织与运营，对国有资本使用的恰当充分的控制，基于市场的所有制转型，困难国有企业问题的解决，对仍由国家管理的大型国有企业的有效治理。

本背景报告不深入研究国有企业改革、金融体系改革、社会保障制度和财政可持续性之间的联系。这些联系是很重要的。譬如，清理许多国有企业无法偿付的债务就有可能减少国有商业银行的资本。在这个问题上，目前还没有足够充分的信息渠道以及政府需求来对企业——金融部门的关系做更深入的研究。本报告也没有探讨国家控制的基础设施行业（如电力、通讯）。本报告将重点放在“非垄断”行业的制造和服务企业上。

前一个背景报告就公司治理的一些问题提出了具体建议，如所有权的正常行使；董事的选择；国有企业董事会的组织和工作程序；股东与董事会、董事会与管理层之间的一般工作关系。

因此，此背景报告结构如下：第 II 部分对中国目前的国有企业资产进行分析；第 III 部分强调国有资本管理中的关键问题；第 IV 部分将中国所有制转型的实践与国际经验作比较并提出中国可借鉴之处。下一个背景报告将研究国有企业的重组。

II. 中国现有的国有企业资产

A 国有企业资产的概况

^①高伟彦和张春霖，“在国有企业集团中行使所有权：中国可以从国际经验中学到什么？”，2002年12月。

1997年至2001年底，国有企业的数目下降了88,000家，从262,000家减少为174,000家（表II-1）。国有企业数量的减少主要是由政府行为驱动的：私有化，“优化资本结构”计划中的破产和并购。地方政府仍管理着中国约90%的国有企业。在这段时期，国有资产有了显著增长，特别是中央管理的国有企业。1997年以来，中央管理的国有企业的平均资产规模是以前的两倍多。几乎所有国有资产的总体增长都要归因于固定资产和流动资产（如应收帐款、存货）的增加。增长中有相当部分是源于国有企业的并购交易。

表 II-1. 国有企业数和国有企业资产, 1997 和 2001 年
(百万元人民币)

	国有企业			资产			平均资产	
	中央	地方	合计	中央	地方	合计	中央	地方
1997	26,000	236,000	262,000	4,862,440	7,635,080	12,497,520	187	32
2001	17,000	157,000	174,000	7,321,100	9,349,860	16,670,960	431	60

来源：中国财政年鉴 2002.

至2001年底，173,504家国有企业中仅有9,453家为大型企业，而其它的164,051家都是中小型企业（表II-2）。小企业多见于农业、食品加工、机械、商业（贸易、商业经纪业务、餐饮）和运输。从事这些活动的有86,633家小型国有企业，占小型国有企业的三分之二。在几个领域，企业的职工为200人以下：如食品加工、城市公用事业、运输、商业和房地产。在4,810万国有企业职工中，1,520万就业于中央企业，3,300万就业于地方企业。截止2002年底，国家是1605家企业集团包括13,000多家国有企业的大股东。^①

此处中央企业和地方国有企业的区别有些是由偶然事件决定的。最近宣布中央国资委将管辖合并资产达到25000亿元人民币的196家国有企业。^②其多数为拥有大量附属或关联企业的大型国有企业。其它国有企业想必将由地方国资委管理。尽管有最近这一变化，按照企业规模、绩效、财务实力，以及对国有企业组合管理的意义对中央和地方企业加以区别，仍是有效的。

表 II-2. 国有企业规模、员工数，分行业, 2001

	企业				员工 (千人)			平均员工数
	大	中	小	合计	中央	地方	合计	
农业	264	1,136	9,066	10,466	1,663	3,163	4,826	0.46
工业:								
煤炭								2.07

^①国家统计局，企业调查总队，《中国大企业集团》，2001。多于13,000的数据是基于每个企业集团在全国范围平均有8.3家附属企业得出的。

^② <http://www.people.com.cn/GB/jinji/31/179/20030522/998247.html>

	206	335	1,067	1,608	104	3,219	3,323	
石油	36	23	35	94	1,056	21	1,077	11.46
冶金	362	563	815	1,740	553	2,347	2,900	1.67
建筑材料	249	708	1,992	2,949	60	1,005	1,065	0.36
化学	601	1,135	2,345	4,081	190	1,837	2,027	0.50
林业	70	102	554	726	36	483	519	0.71
食品	241	859	5,289	6,389	32	783	815	0.13
烟草	48	72	57	177	203	22	225	1.27
纺织	442	821	1,203	2,466	122	1,641	1,763	0.71
石油化工	65	39	62	166	546	100	646	3.89
医药	188	323	599	1,110	49	440	489	0.44
机械	1,211	2,525	6,409	10,145	1,081	3,167	4,248	0.42
军事	284	184	226	694	922	54	976	1.41
电子	289	444	921	1,654	146	445	591	0.36
电力	208	658	1,705	2,571	1,132	893	2,025	0.79
市政设施	107	285	1,857	2,249	7	484	491	0.22
其它	<u>436</u>	<u>1,055</u>	<u>4,298</u>	<u>5,789</u>	<u>130</u>	<u>1,452</u>	<u>1,582</u>	0.27
	5,043	10,131	29,434	44,608	6,369	18,393	24,762	
建筑	775	1,418	3,355	5,548	1,381	2,163	3,544	0.64
地质/水利	65	195	1,551	1,811	158	137	295	0.16
运输	843	2,849	21,759	25,451	3,013	2,652	5,665	0.22
通讯	129	35	117	281	1,304	60	1,364	4.85
商业	1,274	7,454	44,110	52,838	751	3,690	4,441	0.08
房地产	215	1,312	4,570	6,097	25	316	341	0.06
社会服务	303	1,553	9,945	11,801	149	1,459	1,608	0.14
健康/福利	1	14	242	257	3	12	15	0.06
教育等	42	230	3,866	4,138	41	235	276	0.07
科学	97	178	2,485	2,760	148	90	238	0.09
其它	<u>402</u>	<u>1,022</u>	<u>6,024</u>	<u>7,448</u>	<u>217</u>	<u>588</u>	<u>805</u>	0.11
合计	9,453	27,527	136,524	173,504	15,222	32,958	48,180	

来源：中国财政年鉴，2002。

有关国有企业财务业绩和情况的数据提出了重要的方法问题（见 III-A 部分）。但自 1998 至 1999 年来，国有企业的盈利能力已有所增长。净盈利大致为以前的两倍，达 3.7%，亏损的国有企业的比例已从约三分之二降为一半（表 III-3）。据推测，盈利能力的提高是因为经济增长、四大资产管理公司的债转股以及其它利息费用的减少。但国有企业的私有化、合并和破产可能更为重要。值得注意的是，1997 年以来减少的 84,000 家亏损企业的数量与全部国有企业减少的 88,000 家的数量大体相当。2001 年，中国国有企业的总利润为 2,810 亿元，其中盈利的国有企业创造了价值 4,800 亿的利润，而亏损的国有企业消耗的价值达 1,990

亿元。此外，很高且仍在升高的流动资产与销售收入的比例表明国有企业存在的流动性问题。自 1997 年以来流动资产已上升到相当于 313-325 天的销售收入。除非国有企业维持大量的现金余额，这似乎是不大可能的，否则这将意味着越来越多的营运资本将可能成为呆滞的无法收回的应收帐款和售不出的存货。

表 II-3. 国有企业的盈利性和流动性, 1997-2001

(百万元人民币)

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>
销售收入	6,813,200	6,468,510	6,913,660	7,508,190	7,635,550
国有企业盈利	-	328,020	329,070	467,980	480,470
国有企业亏损	-	(306,650)	(214,490)	(184,600)	(199,360)
净利润	79,120	21,370	114,580	283,380	281,120
净利润率	1.2%	0.3%	1.7%	3.7%	3.7%
亏损百分比	65.9%	68.7%	53.5%	50.7%	51.2%
盈利国企数	89,000	74,000	101,000	94,000	85,000
亏损国企数	173,000	164,000	116,000	97,000	89,000
国有企业总数	262,000	238,000	217,000	191,000	174,000
流动资产	5,369,850	5,575,110	5,935,170	6,682,560	6,678,560
流动资产-天数 1/	288	315	313	325	319

来源：中国财政年鉴 2002.

1/ 相当于多少天的销售收入。

国有企业的盈利能力因地方而异。2001 年，北京和上海 60%以上的国有企业是盈利的（表 II-4）。与此相对比，在东北的辽宁和吉林，中部的安徽、河南和湖北，西南的广西、海南、重庆、四川和云南以及西北的甘肃等省，60%以上的国有企业不能盈利。

表 II-4. 分地区地方国有企业盈利情况, 2001

(亿元人民币)

	<u>企业数</u>	<u>销售收入</u>	<u>利润</u>	<u>利润率</u>	<u>亏损率</u>
北京	4,211	1,915.8	52.9	2.8%	36.1%
天津	4,987	1,123.3	10.1	0.9%	49.9%
河北	7,583	1,732.4	-2.6	-0.2%	42.6%

山西	5,872	1,023.6	-3.7	-0.4%	42.1%
内蒙古	2,131	559.1	-0.8	-0.1%	44.9%
辽宁	5,462	1,789.7	-39.1	-2.2%	63.0%
吉林	3,325	627.6	-14.4	-2.3%	62.0%
黑龙江	6,323	705.4	-33.0	-4.7%	53.2%
上海	13,398	4,861.8	198.3	4.1%	33.4%
江苏	8,108	3,234.4	2.3	0.1%	53.8%
浙江	5,393	2,606.1	101.6	3.9%	40.4%
安徽	4,798	1,238.5	16.8	1.4%	64.2%
福建	5,594	1,202.9	25.3	2.1%	49.3%
江西	4,548	745.2	-5.4	-0.7%	56.3%
山东	7,807	3,347.4	51.3	1.5%	47.1%
河北	8,289	1,488.5	6.1	0.4%	64.3%
湖北	5,724	1,087.0	-20.0	-1.8%	61.0%
湖南	6,575	1,016.6	-2.7	-0.3%	58.2%
广东	11,523	4,922.6	220.7	4.5%	55.3%
广西	6,617	739.6	-2.6	-0.4%	62.9%
海南	1,408	130.9	-0.9	-0.7%	71.5%
重庆	2,141	565.1	-7.3	-1.3%	66.0%
四川	4,781	1,087.5	8.1	0.7%	60.9%
贵州	3,261	328.8	-0.3	-0.1%	55.0%
云南	4,494	761.3	-3.1	-0.4%	60.9%
西藏	531	30.0	-1.7	-5.7%	53.9%
陕西	4,757	753.9	-5.9	-0.8%	53.0%
甘肃	3,443	436.7	-10.0	-2.3%	62.4%
青海	691	86.7	0.6	0.7%	59.2%
宁夏	698	179.7	0.3	0.2%	59.0%
新疆	<u>2,063</u>	<u>328.4</u>	<u>-5.8</u>	<u>-1.8%</u>	<u>51.9%</u>
合计	156,536	40,656.5	535.1	1.3%	51.2%

来源：中国财政年鉴 2002.

最困难的国有企业所在行业有建筑材料、化学、林业、食品加工、纺织、机械、城市公用事业、建筑、运输/仓储和商业。2001年，中国半数以上的省份在这些行业出现全省范围的亏损（表II-5）。中国三分之一省份的纺织和商业行业的股权回报率低于-20%。由于持续亏损，许多国有企业显然已经被“非资本化（de-capitalized）”，往往是由外部银行、供货商或政府出资来维持。^①即使在亏损不太严重的行业，行业范围的一般状况也能显示个别国有企业的沉重困难。

**表 II-5. 2001 年按行业分类的各省地方
国有企业的负股权回报率 (ROE)**

^① 一些省份特定行业的股权回报率为很大的负值，例如：海南的化工业为-638%；宁夏电力行业 -708%；新疆的商业为-2089%。企业非资本化可能是其原因。

行业	出现负数的省份的比例	ROE 为负数的省份的数目			最差的 ROE	
		0~-10%	-10%~-20%	>-20%		
农业	77%	20	4	1	-448%	江西
工业:						
煤炭	39%	11	1		-11%	青海
石油	19%	4		2	-62%	吉林
冶金	23%	5	2		-17%	陕西
建筑材料	58%	12	3	3	-75%	重庆
化学	58%	13	2	3	-638%	海南
林业	68%	12	4	5	-183%	内蒙古
食品	61%	8	6	5	-1428%	陕西
烟草	23%	3	1	3	-34%	吉林
纺织	68%	10	2	9	-88%	湖北
石油化工	26%	5		3	-37%	湖南
医药	6%	1		1	-112%	贵州
国防	45%	7	3	4	-81%	山西
机械	71%	14	3	5	-36%	黑龙江
电子	39%	12			-8%	广西
电力	16%	3	1	1	-708%	宁夏
市政设施	61%	17	2		-16%	海南
其它	45%	10	2	2	-35%	上海
建筑	52%	16			-9%	辽宁
运输/仓储	52%	9	2	5	-111%	黑龙江
商业	68%	4	5	11	-2089%	新疆
房地产	45%	10		4	-345%	海南

来源：中国财政年鉴 2002.

行业数据显示中国国有企业的总体负债权益比在 2001 年末大约为 1.6:1 (负债资产比为 0.61)。1997 年至 2001 年的合并数据显示，地方管理的国有企业更是高负债的，其债务权益比约为 220% (负债资产比为 0.69)，而中央管理企业为 125% (负债资产比为 0.56)。然而许多行业是高负债的，其负债权益比超过了 2:1。^①包括建筑材料、化学、木材加工、食品加工、纺织、机械、国防和其它工业生产行业，以及建筑、商业、房地产和小型的卫生/福利行业 (表 II-6)。这些经营活动中的负债占 2001 年底中国国有企业负债的 50%。高负债也许意味着不能兑现对贷款人和供货商等的债务。

^① 在韩国 2:1 的负债权益比被认为是风险临界点，金融监管者要求负债过高的企业集团在两年内将负债权益比降至 2:1。最好用其它指标来衡量财务承受力，如利息覆盖率。但可获得的有关中国国有企业的无法用以进行这样的计算。

表 II-6. 2001 年底国有企业的负债和负债率(百万元人民币)

	<u>负债</u>		<u>权益</u>	<u>负债/权益</u>
农业	205,865	2.10%	100,920	204%
工业:				
煤炭	286,549	2.90%	165,503	173%
石油	135,723	1.40%	477,569	28%
冶金	560,608	5.80%	385,939	145%
建筑材料	163,813	1.70%	70,153	234%
化学	409,805	4.20%	172,572	237%
林业	32,170	0.30%	10,961	293%
食品	137,142	1.40%	31,832	431%
烟草	119,145	1.20%	113,129	105%
纺织	209,616	2.20%	55,921	375%
石油化工	161,071	1.70%	147,476	109%
医药	101,831	1.00%	55,816	182%
机械	790,001	8.10%	320,824	246%
军事	206,068	2.10%	65,478	315%
电子	201,339	2.10%	101,582	198%
电力	1,114,667	11.50%	722,838	154%
市政设施	79,100	0.80%	103,902	76%
其它	<u>255,368</u>	<u>2.60%</u>	<u>119,967</u>	<u>213%</u>
	<i>4,964,016</i>	<i>51.00%</i>	<i>3,121,462</i>	<i>159%</i>
建筑	589,550	6.10%	140,353	420%
地质/水利	29,306	0.30%	55,145	53%
运输	1,451,051	14.90%	800,257	181%
邮政通讯	560,588	5.80%	682,980	82%
商业	1,374,823	14.10%	334,809	411%
房地产	647,375	6.70%	151,470	427%
社会服务	208,279	2.10%	158,683	131%
健康/福利	4,971	0.10%	2,155	231%
教育等	43,334	0.40%	58,773	74%
科技	33,554	0.30%	21,741	154%
其它 1/	<u>-387,062</u>	<u>-4.00%</u>	<u>514,876</u>	不适用
合计	9,725,650	100.00%	6,143,624	158%

来源:中国财政年鉴 2002。包括中央和地方国有企业。

1/ 为使行业数据加总与中国财政年鉴(2002)的总数相符而调整的数字。

如前所述,流动资产与销售收入之比的上升说明国有企业的流动性问题日益显著。实际上,已有人试图确定“不良”资产(如过时的固定资产、不可收回的应

收帐款、无法售出的存货)。表 II-7 显示地方管理的国有企业相对于总资产和权益的不良资产估计,以及若在资产和权益中核销不良资产会对负债权益比产生的效应:

- 有几个地方的不良资产很少(低于总资产的 10%):北京、上海、浙江、福建。
- 然而,有十个省不良资产占资产的 20%以上:辽宁、吉林、黑龙江、江西、湖北、湖南、广东、重庆、陕西和新疆。
- 若不对资产价值进行调整(不考虑不良资产),只有七个省份的权益负债率高于 200%(资产负债率高于 0.67):吉林、黑龙江、江西、河南、湖北、陕西和新疆。
- 若进行调整,除了四个省市(北京、上海、浙江、西藏),其它各省的权益负债率都高于 300%(资产负债率高于 0.75)。
- 而且,若进行调整,五个省份(吉林、黑龙江、江西、湖北和陕西)的国有企业是资不抵债的(权益为负)。在这几个省,负债比调整后的资产多 900 亿人民币。
- 对资产价值进行调整会使地方管理的国有企业的权益下降了一半以上,从 29,000 亿人民币减少至 14,000 亿人民币。总体负债权益比由 252%上升至 632%(资产负债率达到 0.86)。

跟这些数据一样严重的是,仍不清楚对国有企业的负债是否有恰当的核算。例如,如果国有企业中利息费用和职工养老金的应计额不足,那对这些债务全部计帐就会进一步提高负债权益比。

表 II-7. 2001 年“不良”资产对地方管理的国有企业偿付能力的影响
(百万元人民币)

地区	未调整的				不良资产/ 权益	进行了调整的		
	资产	负债	权益	资产/权益		资产	权益	资产/权益
北京	556,120	372,800	183,320	203%	22.60%	514,690	141,890	263%
天津	320,340	210,060	110,280	190%	44.50%	271,265	61,205	343%
河北	419,150	308,840	110,310	280%	58.40%	354,729	45,889	673%
山西	284,050	203,240	80,810	252%	49.50%	244,049	40,809	498%
内蒙古	162,860	118,080	44,780	264%	55.00%	138,231	20,151	586%
辽宁	515,890	386,160	129,730	298%	91.00%	397,836	11,676	3307%
吉林	317,890	290,650	27,240	1067%	259.30%	247,257	-43,393	-670%
黑龙江	317,890	278,010	39,880	697%	187.80%	242,995	-35,015	-794%
						1,069,55		
上海	1,178,510	794,880	383,630	207%	28.40%	9	274,679	289%
江苏	617,520	429,270	188,250	228%	38.30%	545,420	116,150	370%
浙江	453,330	279,860	173,470	161%	13.40%	430,085	150,225	186%
安徽	295,090	219,250	75,840	289%	69.30%	242,533	23,283	942%
福建	262,610	170,920	91,690	186%	27.50%	237,395	66,475	257%

江西	196,350	150,740	45,610	330%	108.30%	146,954	-3,786	-3982%
山东	674,820	484,400	190,420	254%	43.10%	592,749	108,349	447%
河南	377,900	289,250	88,650	326%	76.10%	310,437	21,187	1365%
湖北	304,530	235,930	68,600	344%	107.50%	230,785	-5,145	-4586%
湖南	259,530	186,610	72,920	256%	78.80%	202,069	15,459	1207%
广东	1,108,630	775,220	333,410	233%	42.80%	965,931	190,711	406%
广西	216,030	138,490	77,540	179%	55.60%	172,918	34,428	402%
海南	72,070	52,920	19,150	276%	54.10%	61,710	8,790	602%
重庆	168,620	124,890	43,730	286%	92.30%	128,257	3,367	3709%
四川	297,470	195,780	101,690	193%	49.40%	247,235	51,455	380%
贵州	120,680	87,470	33,210	263%	57.80%	101,485	14,015	624%
云南	203,040	145,340	57,700	252%	45.40%	176,844	31,504	461%
西藏	13,850	6,370	7,480	85%	33.30%	11,359	4,989	128%
陕西	212,470	167,260	45,210	370%	104.90%	165,045	-2,215	-7550%
甘肃	136,120	93,820	42,300	222%	58.50%	111,375	17,555	534%
青海	28,920	21,070	7,850	268%	54.50%	24,642	3,572	590%
宁夏	43,150	30,500	12,650	241%	52.40%	36,521	6,021	507%
新疆	<u>81,820</u>	<u>63,640</u>	<u>18,180</u>	<u>350%</u>	94.70%	<u>64,604</u>	<u>964</u>	<u>6605%</u>
						8,686,96	1,375,24	
合计	10,217,250	7,311,720	2,905,530	252%	3	3	632%	

来源：中国财政年鉴 2002。

尽管存在上述问题，一小部分最前列的中国企业表现出很强的财务业绩以及合理的信息披露和公司治理。比如，就股权收益率（表II-8）而言，在香港上市的中国公司 2001 年都显示出很强的业绩。这些公司呈报按照国际和美国会计标准对其中国法定会计所作的调整；雇佣遵循香港审计规则的国际四大审计师事务所；按照香港的规则对关联方交易进行限制和披露；采用国际投资银行评估主要的收购业务；虽然仍为国有控股，但其董事会中有一个或一个以上的董事是来自战略/财务投资方的代表。^①鉴于这些上市公司在财务指标和公司治理方面显著的成功经验，如果所有的大型国有企业（甚至包括那些不适合公开发行股票的大企业）都能够遵照公开发行股票的标准（特别是会计标准、广泛的公开披露、对关联交易的控制和独立董事）将很有益。

表 II-8. 2001 年部分 H 股的股本回报率

鞍钢新轧	4.6%
庆铃汽车	6.6%
青岛啤酒	3.3%

^①例如，请参见 China Petroleum and Chemical Corporation (Sinopec), *Annual Report and Accounts 2001*, pp. 55-57; China Mobile and Rothschild, "Major Transaction and Connected Transactions," 27 May 2002; and Huaneng Power International and JPMorgan, "Connected Transaction," 22 November 2002. 2001 年，中石化的董事会包括来自埃克森-美孚和信达资产管理公司的董事。

中国铝业	11.3%
江西铜业	7.4%
兖州煤矿	12.2%
中石油	15.9%
中石化	9.7%
北京燕化	-5.2%
上海石化	0.9%
仪征化纤	1.9%
镇海炼化	5.6%
北京大唐	10.4%
华能国际	12.2%
山东电力	19.2%
长城电脑	3.7%
中国航信	18.9%
南京熊猫	30.0%
首都机场	5.8%
东方航空	1.8%
外运发展	6.1%
南方航空	9.0%
广深铁路	7.5%

来源：JPMorgan.

B 对国有资产管理的意义

中国的国有企业组合中，有一些相当盈利的大型国有企业，也有许多不同规模的困难企业，主要是中小型企业。这种分化的特征对按照十六大和十届人大的要求进行国有资产管理改革具有重要意义：

1. 为了促进国有资本更有效的使用及其实际保值，有必要继续进行改革。
2. 应在今后五年对 150,000 多家中小型国有企业“放开”，这一艰巨任务需要所有制转型、重组或清算的有效方法。
3. 处理大量亏损的国有企业，需要按照市场规则分配损失，以及花更大的力量进行运营和财务重组。
4. 中央的国资委可以着重于国有企业的公司治理，而地方国资委应更着力于国有企业的所有制转型和重组。

1. 国有资本

中国的国有企业为国有资本的管理提出了两个问题。第一，怎样处理相对好些的国有企业的红利或企业出售所产生的现金？第二个是不太愉快的问题，即怎样控制和分担来自差的国有企业的营运损失、企业出售时和重组时的亏空？

一直以来，中国的国有企业十分强调的是保持就业而不是国有资本的有效使用。可清楚地显示这点的事实包括：在国有部门保留着 89,000 家亏损企业，至少 10 个行业出现持续的非资本化，五个省份的国有企业已无偿债能力。前文对地方管

理的国有企业的描述显示出，显著的“利益地方化”（如保持就业，“漏洞”导致的个人得利）导致“债务国家化”。这些国家债务差不多肯定会形成额外的资金要求：为弥补国有企业的不良贷款产生的损失而进行的国有银行的最终再资本化；全国社会保障基金（社保基金）要弥补地方对职工社会保险的欠帐。

因而，最紧要的任务是国有资本的保值。尽快出售中小型国有企业可能是改变“利益地方化、债务国家化”最显而易见的办法。对亏损或无法生存的国有企业进行重组或清算也同样紧要。然而，出售或重组国有企业的过程，意味着确认因过度欠帐产生的损失，并需要予以解决。

来自优良国有企业的股利和出售企业的收入可为弥补欠帐提供一些资金来源。但至少有些省，地方财源不足以弥补欠帐。^①因此，对中央和地方政府来说，制定分担损失以及适当的财务管理体系的方案很重要。国务院国资委应牵头与地方国资委合作并会同其它国家机构（如国有银行、社保基金和财政部），促进国有企业的所有制转型和重组，并制定损失分担的方案。

国资委要有可靠的会计数据，才能就股利政策、企业评估和企业重组作出有效决策。正如前面提到的，要对中国国有企业财务业绩状况的现有数据有信心，现在还比较困难。最后，为解决“利益地方化、债务国家化”问题，政府（特别是中央国资委）要对风险管理予以特别关注。

2. 所有制转型

中小型企业不应该保留在中国的国有企业部门中。数据显示中小型国有企业消耗而并不增加国有资本。中小型国有企业往往是持续亏损的。另外，由于中小型企业的财务特别地不透明，因而具有造成额外负债的高风险。尽管单独来看这并不显著，但大量的中小型企业过度地牵扯了政府官员的注意力，使他们不能专注于加强对有可能更易获得回报的大型国有企业的治理。

1999年四中全会“抓大放小”决议的全面、迅速的实施比以往任何时候都有意义，因而可预见会有大量的交易。暂且不提与企业集团相关连的中小型国有企业，应“放手”的中小型国有企业多达150,000家。关于盈利性和清偿力的数据（表II-4、5、6和7）显示，也许其中的一半可以按持续经营的企业出售，而对另一半出售资产或进行清算更为适宜。

执行出售中小型国有企业的计划，需要防止因资产剥离和不合理的低价出售而产生“国有资产流失”。但要对多达150,000家中小型国有企业进行专业的独立评估似乎不现实。得到尽可能高的售价的其他可选方法（如更可靠的信息、卖方保证、广告）在IV-B部分进行讨论。

3. 国有企业重组

^① 这适用于私有化和清算。更通常地，对企业的债权可从出售收益或企业资产中支出。如要满足对金融机构债权人和社会保险的偿债义务，需要额外的资金来源，而许多情况下在市或省级是不可能的。

下一个背景报告将对国有企业的重组做更详尽的考察。但很显然国有企业重组提出了两个大问题。

首先，国有企业重组的损失如何分摊？职工、供货商、金融机构债权人、社会保险计划、公用事业和税收部门的债权有可能超过亏损的国有企业的价值。因此，损失就得在各债权人之间分摊，分摊的方式应当在眼前的社会需要与市场经济发展的需要（如债权人权利）之间达到平衡。

第二，谁将提供机构的能力？正如在近期的东亚危机中看到的，亏损企业的运营和财务改组很耗时也很费力。幸运的是中国现有的一些企业集团和四家资产管理公司中已有显著的企业重组的经验。^①

4. 机构的能力

资产的质量要求相关机构必须具备某些能力。中央管理的大型国有企业盈利性更强、负债少，与地方管理的企业相比陷入亏损的可能性小。

因此国资委和拥有优质企业资产的地方国资委（如北京、上海）可以着力于追求国有企业的股本收益最大化以及常规公司治理的行使。这些国资委的主要事务应包括：监督国有企业的商业计划和绩效；参与年度和临时股东会；关注国有企业董事会建设；任命董事。在一定时期内，这些国资委还要组织进行大型国有企业的股票销售。如前文中建议的，中央国资委还要准备与地方的国有资产管理机构和其它政府机构加强联系。对经营稳定的大型国有企业来说，其董事会要着力于指定董事、董事会结构和程序来加强董事会对国有企业管理层的监督。这些国有企业的管理层要注重经营计划、投资和运营以使国有资本的回报最大化。按照196家国有企业的组合，中央国资委可能需要40-100名职员来监督这些国有企业，以及200-300人来担任独立的非执行董事。^②建立“董事培训学院”和董事认证机制可以督促国资委下辖国企董事们采用国际最佳做法。

然而在大多数地方国资委，组织中小型国有企业出售以及重组或清算亏损的或无法生存的国有企业的技能则更为需要。作为这些亏损的国有企业名义上的所有者，地方国资委也应准备与国有企业工人、供货商、金融机构债权人和社会保险计划就分摊成本和承担遗留债务谈判达成协议。对地方国资委来说，就这些问题及传统公司治理中的任务进行培训和机构建设是很重要的。因为绝大多数的中小型国有企业的出售、清算和改组会发生在今后五年，地方国资委应寻求尽可能这些职能“转包”出去。

^① 例如，汽车行业中的上海汽车、消费品行业中的上海家化、冶炼石化业中的中石化和家电行业中的海尔已有国有企业改制/清算方面的经验。但许多经验是非自愿地产生于按行政命令对严重亏损国有企业的并购。对并购要转以市场原则为基础已有了广泛认同。

^② 这假定国资委每个职员监督企业组合中的两个公司。还假设每个国有企业董事会平均有7个成员，包括3个独立董事；每个独立董事任职于两个董事会。一旦被国资委任命，独立董事（也可以是执行董事）不应是公务员，以强化行政管理权与股东权利的必要区别。

基于市场的工作环境（包括薪酬）和绩效监督对吸引合格人才在国资委任职或担任国企的董事、激励最佳的绩效非常重要。

III. 现代资本管理制度

二十多年来，中国稳步地推行着现代企业制度。其目标是提高中国企业的竞争力。与此相类似的，国有资本的保值和增值需要实行现代资本管理制度，主要途径有：

（1）更广泛的会计和审计制度改革；（2）国有企业资产分类管理；（3）确定国有企业分红政策和资本再投资的系统方法；（4）中央和地方政府就国有企业损益的分配达成协议；（5）加强风险管理，包括对国有企业的硬预算约束。本部分就每个问题对中国目前已知的做法和国际上的最佳做法予以比较。

A 会计和审计

1. 国有企业和企业集团会计

准确的会计报表对投资者作出有关企业业绩、价值、出售、改组或投资的实际决策至为重要。所有大中型国有企业都应该采用上市企业和外国投资企业适用的会计标准。公开上市的国有企业（大约有 1000 家）及外国投资企业必须执行《企业会计制度》。《企业会计制度》是根据国际会计标准制定的，与国际会计标准相当接近。现实中存在的问题是，绝大多数的国有企业继续执行旧的会计规则，与国际会计标准相比有时过于保守、有时过于严格（见表 III-1）。

表 III-1. 中国企业采用的新旧会计准则：部分会计科目

会计科目	股份公司和外资企业	其它国有企业
短期投资	<ul style="list-style-type: none"> 短期或长期取决于管理层的意图 列出成本或市价的孰低值 在永久性价值减损的情况下有减损准备金 	<ul style="list-style-type: none"> 没有关于分类的指导 列出成本
应收帐款	<ul style="list-style-type: none"> 坏帐准备应基于管理层的经验与判断。可以适用于特定的余额，如总余额的一定百分比，或对不同期限的应收帐款适用不同的百分比 	<ul style="list-style-type: none"> 坏帐准备不会超过应收帐款余额的 0.3-0.5%
存货	<ul style="list-style-type: none"> 按成本或净可变现值的孰低值结转 减损作为一般管理成本 	<ul style="list-style-type: none"> 按成本结转。未经授权批准不许计提价值减损准备 减损作为销售成本
长期投资	<ul style="list-style-type: none"> 按成本结转，除非出现永久性价值减损，那就应为价值差计提准备。 如果投资大于被投资方投票权的 20%或可以控制被投资方，就按股本方法计帐 	<ul style="list-style-type: none"> 按成本计 如果投资大于被投资方股权的 20%并表现出很强的影响力，投资者可选择采用股权方法
合并财务报表	<ul style="list-style-type: none"> 如果公司持有另一实体 50%以上 	<ul style="list-style-type: none"> 着重于股权比例；而不是控制权

	的股权或可行使控制权的较低股权，则要求合并报表	
固定资产- 折旧	<ul style="list-style-type: none"> 资产的使用年限基于管理层的判断 折旧方法取决于管理层经验和判断 折旧方法可以是直线折旧或加速折旧 	<ul style="list-style-type: none"> 使用年限由政府决定；可能不太现实 折旧方法由政府制定 一般规定使用直线折旧法
固定资产 - 减损	<ul style="list-style-type: none"> 要求有减损准备以防：固定资产损坏；未使用或在可预见的将来不再使用；技术陈旧；用来制造次标准的产品；或对公司不在有益 	<ul style="list-style-type: none"> 未强调
融资租赁	<ul style="list-style-type: none"> 负债和资产项中均有显示 	<ul style="list-style-type: none"> 仅显示为租赁费用
在建项目	<ul style="list-style-type: none"> 以成本计，除非有减损，在这种情况下计提与其它固定资产减损类似的准备 	<ul style="list-style-type: none"> 以成本计；不强调减损
土地使用权	<ul style="list-style-type: none"> 如果未闲置（“无形资产”）或近期在建（“在建项目”），列为单独的土地使用权科目 	<ul style="list-style-type: none"> 列为单独的土地使用权科目
可预见负债	<ul style="list-style-type: none"> 应为可预见负债计提准备金，如改组成本、冗员成本或担保成本 	<ul style="list-style-type: none"> 未强调；有些成本可以计入“其它负债”

来源：会计行业。也可参考 Nicholas R. Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution*, Brookings, 1998, pp. 33-47。

因而，旧式的非《企业会计制度》的会计在以下重要方面会不同于现代的《企业会计制度》会计：

- 按成本估值的短期和长期投资如果市值下降可能会出现过高估值。这也可能夸大收益和权益。
- 因为坏帐总会高于规定所允许的 5%，应收帐款差不多肯定是高估的。这也会导致收入和权益的夸大。
- 如果有许多存货是过时的、次标准的和售不出去的，那么存货（随同收入和权益）可能被高估。
- 可能存在的未完全合并帐户，会因关联方的交易夸大销售收入、收入和权益。
- 固定资产可能因折旧过慢而被高估，或因未显示源于损坏、陈旧或无用途的减损效应而被高估。
- 固定资产和负债可能因未记融资租赁而被低估。
- 如果没有对土地使用权的市场价值完全计帐，固定资产将被低估。
- 不计可预见负债-如改制成本、冗员成本，会导致收入和权益的夸大。

有关这些方面之一-----应收帐款----的一些简单例子，可以说明采用新的国际标准的潜在影响。从法定的最高为 0.5%的坏帐转为以现实坏帐计帐，要求有较多的一次性准备，这会减少收入和权益。例如在香港上市的公司都已对此做了调整。比较实际报告的应收帐款和报告数额减 0.5%坏帐准备金的净值，可见对应

收帐款转用国际标准会使净收入（和保留盈余）一次性减少至少 20%到 25%。^①旧式方法对其它科目的处理，特别是土地使用权，可能导致国有企业帐目的低估。但是在绝大多数差异中，旧式会计可能高估国有企业的收入、权益和资产而低估负债。

对关联国有企业，如在中国国有控股的企业集团中的许多公司，除了上市的国有企业外，似乎都没有适当的合并帐目。在许多情况下，多重关联的国有企业的帐目（包括交叉的关联销售效应）可能仅被相加，而不是合并计帐以消除内部关联交易的效应。这会高估企业集团内的销售收入、收入和权益。

2. 资产组合会计

类似地，对每个国资委所管企业资产组合都需要有定期的财务报表，来评估每个国资委对其所管国有资本的管理。奥地利的OIAG国有控股基金可能是对国有企业资产组合而言最为完整的会计实例。^②其年度财务报表提供国有企业资产、负债和收益的公共会计报表（专栏III-1）。

专栏 III-1 奥地利 OIAG 国有企业基金的会计实例

截止 2001 年底，OIAG 持有 7 个上市公司（或子公司）和 7 个非上市公司，包括奥地利邮政 100%的股权。这些公司、一些投资证券和现金是 OIAG 的主要资产。

上市公司有市值。但 OIAG 一般按成本（帐面值）对持有的公司估值。所持财产以每年 20%到 33%的比例进行折旧。持有财产价值的任何长期减损都会以非常的折旧费用进行计帐。

OIAG 的任务包括出售国有企业中的国有股。出售时，如果实际市值高于成本基价，该部分财产将被“补计”。增加部分会在 OIAG 的损益表中显示为营运收益。OIAG 出售收入的 80%交给奥地利财政部。这种分利是按营运费用处理的。

OIAG 的负债包括遣散费准备金、养老金和所有可确定的风险和无法计量的负债。OIAG 将其收益分为几个储备基金。持有财产的出售会促使取消准备金和或放出储备，这些会被计作营运收益。

OIAG2001 年的净利润为 3.41 亿 ATS。OIAG 监事会同意管理层的建议将这些数额计为保留利润。

^① 20-25% 这一数字是基于对在香港和纽约证券交易所上市的国有企业的分析。这些公司都在中国最好的公司之列。如果让那些质量稍逊的公司对应收帐款转用国际标准，影响肯定会更严重。

^② 新西兰最近加强了对国企的政府审计。在 2002 年 7 月份之前，政府的财务报表只在运营财务报表（收入报表）中披露所有国企的合并净盈余，在资产负债表中披露合并净投资额。在 2002 年月份之后，政府的财务报表和预测中披露所有国企的合并收入，支出，盈余，资产，债务和股权。（与 R. Hamilton, correspondence 于 2003 年 7 月的通信。）新加坡的淡马锡国企基金不公开其财务报表。

2001年，OIAG的帐目接受了国际会计师事务所安永当地公司的审计。安永确认OIAG的“帐目和年度财务报表符合相关法定条款”，其财务报表“关注充足和有序会计的原则，最大程度地反映了对公司资产、财务状况和盈利性的真实、公正的观点。”

来源：OIAG2001年年报

每个国资委管辖的国有企业的定期财务报表应该遵照国际会计标准。中国的《企业会计制度》标准可以为国资委的企业会计提供了一个出发点。根据《企业会计制度》，短期股权投资应按“成本低点或市场低点”计算。对于国资委拥有20%以上企业股权的长期投资，或者是国资委有控制权或很大影响力的投资，应适用会计的“股权方法”。国资委的大部分大中型国有企业都可能适用股权方法，因此，国有企业的利润会增加国资委的投资盈余和投资收入，国有企业的损失会减少国资委的投资盈余和投资收入，国有企业的分红会增加国资委的现金盈余，但同时会减少其投资盈余。不论是长期还是短期股权投资，价值的永久减少应该在国资委的投资盈余和投资收入的发生亏损中体现出来。

为了确保国资委下辖国有企业财务报表的改善工作得到落实，国资委可以从资深的国际会计公司获取建议。也许还需要处理一些《企业会计制度》未覆盖的一些会计问题。同时，在实施国际会计标准时，还要考虑中国国有企业的特殊情况（如大量的不可流通股份，大量的小股东，以及资不抵债的各省国企）。最后一点，最好在制定中央和地方国资委的资产负债表之前解决定价问题（如“不良”的国企资产）。过去十到二十年来在中国大量执业的任一国际会计师事务所能够怎样很好地实现这些目标向国资委提供建议。这些国际会计师事务所还能够协助国资委改善管理信息系统，确定恰当的绩效目标（如股权回报率）。这些额外的措施对有效的管理国家资本也是必须的。

考虑到国有企业的“公共”性质，包括那些没有在证券交易所上市的企业，应当提高所有大型国企和国资委下辖企业的透明度，例如要求企业提交季报和年报，并将报表公之于众。

3. 审计

财务报表的基础资料的准确性应按国际审计标准接受独立审计。所有国家都有一些财务误报现象。中国也不例外。一项对近200家中国企业的官方调查发现，2001年误报利润的有54%。^①按照国际审计标准进行的独立审计可以对财务误报起到重要的阻止作用。能否有效地落实恰当的审计标准也取决于国有企业的董事会和外部审计人员。董事会应对为管理层和外部审计人员准备的财务报表的准确性负责。外部审计人员应负责验证国有企业财务报表的准确性，以及其它信息披露工作是否恰当。

B 资产组合的分类

^① China Daily, January 10, 2003.

有庞大国有企业资产组合包括大量亏损国有企业的其它国家将国有企业资产组合分类，每类资产组合采用相应适当的办法。如第 II 部分所述，中国的国有企业大约有一半是不能盈利而且很可能处于中度到严重亏损。这与其它转轨国家或经合组织国家的国有企业资产组合过去遇到的情况没有什么不同：

- 在意大利，IRI 国有控股公司的企业资产组合在 1992 至 99 年间严重亏损：年亏损额 83 亿美元，合并债务达 580 亿美元。按照意大利与欧盟的协议，意大利要偿还这些债务并将其债务股本比降到大约 1:1。1992 至 2000 年间，IRI 进行了 160 项大型的资产出售，例如两家银行、汽车制造商 SEAT、罗马机场、收费公路、31%的 Alitalia 航空公司以及 Finmeccanica 航天公司的大部分，获得了 65 万亿里拉（约 530 亿美元）。IRI 公司自身也于 2000 年被清算。其所剩股权—公共电视 RAI、Finmeccanica 30% 的股权和 Alitalia 54% 的股权—转给了意大利国库部。尽管在财务管理和企业重组方面 IRI 失败了，但它成功地对自己进行了清算，正如奥地利的 OIAG，还促进了意大利资本市场的发展。原属 IRI 的公司占目前意大利股票市场市值的 45%。^①
- 在东德，托管局转让了 12000 多个国有企业。其中，53% 是被售出的，30% 被清算，17% 通过归还原所有者或其它方法转让。^②
- 在波兰，1990 年到 1996 年底，8441 家中大型国有企业中的 40% 通过清算或破产程序实现了所有制转型（见表 IV-3）。

因此，根据国资委的国有企业资产组合中任一具体企业的规模和条件，以下各种方式中的某一种可能最为适宜：作为“继续经营企业”出售、资产出售或清算、运营和/或财务重组，或一般的公司治理。

中央的国资委有必要制定规则指导地方国资委的资产组合（及它自己管理的企业资产）分类，并对各类资产组合进行相应的管理。分类应反映国有企业的规模、财务业绩和状况。作为“继续经营企业”或通过资产出售/清算，出售中小型国有企业是很有意义的。^③然而，许多中型国有企业可能在出售前需要“运营重组和/或财务重组”。^④类似地，一些决定要留在国家手中的大型国有企业可能需要运营和/或财务重组。最终，一些中/大型的国有企业会因根本的经营缺陷而无法生存，最好予以清算。公司的现金流量是反映具体企业健康或困难的有效的基本指标。对准确的现金流量报告的需要加剧了更广泛地进行会计改革的需要。对 1992 至 1994 年间中欧 2000 多家企业的一项分析显示这些国家亏损企业发生率很高但在递减（表 III-2）。在一端，盈利公司（A 栏）是“常规”公司治理的候选企业。在另一端，无法全额支付工资或供货商的公司（D 栏）是应进行多方面的运营重组或清算的候选企业。在两端之间，一公司可能有足够的现金来还债，

^① Olivier Butzbach, 关于 IRI 的背景报告, 2002 年 5 月 23 日, mimeo.

^② *Final Report of the Treuhandanstalt*, 1994 年 12 月 31 日, Bundesanstalt für vereinigungsbedingte (Federal Agency for Unification Tasks), pp. 1-5.

^③ 见第四部分对通过出售资产出售小型国有企业优点的进一步讨论，即使是健康的小型国有企业。

^④ “运营重组”包括终止盈利少或亏损的经营业务、裁减冗员和其它成本减少来提高公司的收益和偿债能力，以及出售非核心业务和资产（如地产）来减少债务。“财务重组”可能包括期限的延长、利率降低或债转股或可转债。

但若把折旧作为费用包括进去则显示会计亏损(B栏)。这类企业是进行运营重组以提高收益的候选企业。其它更困难的企业可能可以支付工资和供货商货款,但不能承担所有的偿债义务(C栏)。这类公司需要更广泛的运营重组。如果运营重组不足以解决问题,那么就适宜进行财务重组,将公司债务减少到可接受的程度。

表 III-2. 1992-1994 企业分类在一些国家的使用
(企业总数的%, 按职工人数加权)

国家	年度	不盈利的				合计
		盈利的	正现金流	不能支付所有债务	不能支付工资或供货商货款	
		A	B	C	D	
保加利亚	1992	20	2	35	43	100
	1994	33	9	30	28	100
捷克	1992	60	13	7	20	100
	1994	81	11	4	4	100
匈牙利	1992	59	6	15	20	100
	1994	67	12	8	13	100
斯洛伐克	1992	61	17	7	15	100
	1993	71	15	3	11	100
英国	1992	93	5	1	1	100

来源: 世界银行 1996 年 Restructuring Large Industrial Firms in Central and Eastern Europe, 第 7 页.

C. 股利政策和资本再投资

那些支付股利的公司的股利支付通常是定期(例如每季)且有些可预知性的。偶尔的,一家公司可能进行特殊的一次性股利支付,尤其是如果它有大量的现金余额,也无法进行有足够预期回报率的投资。一个关键指标是“股利支出比”,即股利与净收益之比。一家特定公司适宜的股利支出比取决于其增长前景、资本结构和投资机会。

中国最好的国有企业,比如那些在香港和纽约上市的企业,在股利政策和股利的支付方面看来是按照国际上的最佳做法进行的(见专栏 III-3)。

专栏 III-3 一家大型国企的股利政策

一家在香港和纽约证券交易所上市的国有企业的股利政策需要经过公司董事会的批准。最高可达净收益的 35%可作为股利予以支出。2001 和 2002 年的实际股利支付达到了这个最高限。

每年的股利支付有公司管理层提出。必须经董事会同意，并由年度股东大会通过。

在作股利决策时，董事会的战略委员会和公司管理层要共同检查现金估算、债务/股权结构和资本支出需要。任何拟议的资本支出要获得通过，需明确一具体的“门槛回报率 (hurdle rate)”（所投资资本需获得 14%的回报率）。

但是看起来，中国绝大多数的中大型国有企业对股利政策采取很不正规的方法且实际上不支付股利。这也反映出一种普遍的态度，就是国有企业的管理层有自行决定剩余现金用途的“管理权”。这种不正规可以导致大量现金余额的积累，并用这些现金余额进行投机的和无约束的投资。比如，中国一些主要的国有企业在业务完全不相关的公司的首次发行中，获得或追求大比例的股份。中国的国有企业也向无关的非核心业务进行私募股权投资。^①

在国际上，股利支出比往往能反映一家公司的发展前景。比如，相对低速且稳定发展的企业一般能承受约为 50%的股利支出比（表 III-2）。美国的证券分析师认为 50%或以下的股利支出比是比较安全且“有保证的”。现金流量很大的公司（如辉瑞），即使其研发成本和股本回报率高也能维持高的股利支出比。

表 III-2. 股利支出比：低速增长公司，2003

行业	公司	国家	股本收		每股收		股利	
			市值	益率	益	每股股利	支出	比
			(百万美元)	(ROE)	(EPS)			
器具	Electrolux	瑞典	6,880	11%	2.59	1.24	48%	
医药	Pfizer	美国	271,600	45%	1.51	0.6	40%	
	Novo Nordisk	丹麦	12,200	n. a.	1.9	0.38	20%	
多种经营	3M	美国	50,900	32%	5.12	2.64	52%	
	GE	美国	292,500	24%	1.48	0.76	51%	
	Siemens	德国	46,400	8%	2.33	0.85	36%	
	United	美国	33,900	26%	4.5	1.08	24%	

^①例如，世界银行的职员就知道有一家生产资本品的公司投资一些与主业毫无关联的领域，如证券、矿泉水、中药和广告进行长期股权投资。但是该公司以需要更多资金充实资本支出的名义，不支付分红，不断拖延偿还贷款。

		Technology						
食品加工	ADM	美国	8,600	7%	0.72	0.24	33%	
	ConAgra	美国	12,600	18%	1.58	0.99	63%	
综合石油	Statoil	挪威	18,300	32%	1.1	0.37	34%	
	Repsol YPF	西班牙	19,500	n. a.	2.33	0.42	18%	
	Petrobras	巴西	22,200	25%	2.19	0.17	8%	
	Eni	意大利	60,400	18%	6.81	3.31	49%	
	Royal Dutch	荷兰	96,900	20%	3.59	1.42	40%	
	Total	法国	154,200	18%	2.97	1.47	49%	
	BP	英国	154,200	16%	2.97	1.47	49%	
消费品	Exxon Mobil	美国	240,800	21%	2.29	1	44%	
	Colgate	美国	31,200	n. m.	2.26	0.96	42%	
	Gillette	美国	33,600	54%	1.19	0.65	55%	

来源: Yahoo 金融, 公司情况, 2003 年 7 月 7 日。

被管制的公用事业可以轻松地承受更高的股利支出比。在外国公司中, 受严格管制的公用事业, 有相对常规的需求和相对易预测的现金流量和资本支出要求, 其股利支出率可达 70%, 比如市话服务和配电 (表 III-3)。管制较松的基础设施产业, 需求变化大且资本成本高, 如铁路, 就只能承受较低的股利支出比。

表 III-3. 股利支出比: 公用事业/基础设施公司, 2003

行业	公司	国家	股本收		每股收		股利
			市值	益率	益	每股股利	支出
			(\$ 百万)	(ROE)	(EPS)	比	
通讯	AT&T	美国	15,700	3%	1.36	0.75	55%
	Verizon	美国	110,100	20%	2.29	1.54	67%
	British Telecom Consolidated	英国	28,600	n. m.	7.87	1.08	14%
电力设施	Edison	美国	9,220	11%	3.06	2.24	73%
	Scottish Power	英国	11,300	14%	2.32	1.83	79%
铁路	CP	加拿大	3,680	14%	2.15	0.35	16%
	CSX	美国	6,680	7%	2.06	0.4	19%

来源: Yahoo 金融, 公司情况, 2003 年 7 月 7 日。

周期性行业中的公司, 在周期的萧条期其股利可达到或超过收益的 100%。近来的经验提供了许多这样的例子 (表 III-4)。实际上, 为了满足股东对定期、可预

见的股利支付的要求，公司也可能在亏损的年度也继续支付股利。^①不满打断定期的股利支付的股东可能集体出售公司股票，因而打击公司的股票价格。^②具有周期性的公司经常在周期的高涨期积累现金储备并在周期的萧条期提款减少储备。以下列出的许多具周期性的公司，因其较低的股本回报率（如股本回报率低于15%）而闻名。

表 III-4. 股利支出比: 周期性公司, 2003

行业	公司	国家	股本收		每股		股利
			市值	益率	收益	每股股利	支出
			(百万美元)	(ROE)	(EPS)		比
航空	Boeing	美国	28,000	14%	1.55	0.68	44%
汽车及部件	Daimler	德国	37,200	7%	3.14	1.61	51%
	Ford	美国	20,400	16%	0.63	0.4	63%
	GM	美国	20,100	20%	5.43	2	37%
	Johnson Controls	美国	7,780	18%	6.74	1.44	21%
化学	NL Industries	美国	849	11%	0.82	0.8	98%
	Monsanto	美国	5,860	2%	0.43	0.52	121%
	BASF	德国	25,500	8%	2.74	1.25	46%
	Dow	美国	28,600	-4%	-0.4	1.34	-335%
	Dupont	美国	42,000	18%	1.92	1.4	73%
钢铁	Posco	南韩	8,980	10%	2.81	0.59	21%
	Nucor	美国	3,910	7%	2.04	0.8	39%
	Siderurgica	巴西	1,760	51%	6	2.45	41%
	US Steel	美国	1,630	6%	1.09	0.2	18%
采矿	Alcoa	美国	21,700	5%	0.6	0.6	100%
	Alcan	加拿大	11,000	3%	0.83	0.6	72%
	BHP Billiton	澳大利亚	22,400	11%	0.44	0.29	66%
	Pechiney	法国	3,770	-1%	-0.22	0.48	-218%
	Rio Tinto	英国	27,400	6%	1.32	2.4	182%
资本品	Milacron	美国	162	-6%	-0.57	0.04	-7%
	Hitachi	日本	17,900	1%	0.69	0.43	62%

来源: Yahoo 金融, 公司情况, 2003 年 7 月 7 日.

对高增长率或高科技企业来说更新股利和资本投资政策特别重要。这类公司通常-但不是总是-不支付股利。如果一家公司能有 25% 以上的股本回报率并需要额外的资金进行扩张或现代化（例如诺基亚、Adobe 和甲骨文），公司把所有收益

^①此表中的一些股利数额是“预测性”的，即根据与管理层的交谈估计的本季度的期望数额。

^②例如，1982 年福特取消了其定期股利，股东抛售股票使福特的股价降至 25 年来的最低。

再投资于经营而不支付股利是有道理的。(表 III-5)。当然,有些再投资(如生物技术公司)前景不确定且得到回报需要很长时间。另外,正如 1999 年后摩托罗拉、爱立信、Nortel 和 Corning 的业绩显示的,一家公司可以既属高科技又有周期性。在这种情况下,对公司的管理层和董事会来说,考虑额外的资本支出对长期竞争力的可能影响尤其重要。最后,持续的高增长或多或少会削弱一个公司未来高增长的前景。微软就是个好例子。由于过去五年来微软的增长率减缓到 9%,但其现金储备到 2003 年中期达到了 490 亿美元,微软最近决定开始支付适当的股利。这些例子说明,对归为高增长或高科技的企业来说,定期重新检查有关公司增长率和未来投资资本回报率(ROCI)的假设是非常重要的。

表 III-5. 2003 年股利支出比: 高增长/高技术公司

行业	公司	国家	股本收益		每股	股利支	
			市值	率	收益	每股股利	出比
			(百万美元)	(ROE)	(EPS)		
航空	Aviall	美国	231	10%	1.02	-	0%
	Flir	美国	1,070	29%	1.18	-	0%
医药	Biogen	美国	6,150	12%	1.25	-	0%
	Amgen	美国	88,900	-10%	-1.02	-	0%
技术	Cisco	美国	127,900	12%	0.46	-	0%
	Nokia	芬兰	84,700	27%	0.83	0.26	31%
	Motorola	美国	23,200	-16%	-0.82	0.16	-20%
	Ericsson	瑞典	18,200	-27%	-1.86	-	0%
	Nortel	加拿大	11,400	-90%	-0.7	-	0%
软件	Corning Peoplesoft	美国	9,540	-41%	-1.81	-	0%
	t	美国	5,700	9%	0.56	-	0%
	Satyam	印度	1,530	20%	0.5	0.11	22%
	Adobe	美国	8,030	27%	0.86	0.05	6%
	SAP	德国	37,800	22%	0.56	0.14	25%
	Oracle	美国	65,800	40%	0.43	-	0%
	Microsoft	美国	294,400	18%	0.88	0.08	9%

来源: Yahoo Finance, company profiles, 2003 年 7 月 7 日.

尽管定期的股利更为正常，如果企业预计不能通过现金储备的再投资获得足够的回报，那么一次性的股利或资本返还还是比较合适的。例如，在挪威的国家石油为其股票的首次发行做准备时，财务核查得出结论：该公司有太多股本，多于其可有效使用的数额。因此，国家石油的首次发行上市伴随着国家石油向国家财政返还资本。^①新西兰的公司也可以支付特别的一次性股利（专栏III-4）。

专栏 III-4 新西兰国有企业的股利政策

各届政府对源自国有企业的潜在股利十分关注。虽然期望国有企业成为“现金奶牛”是很自然的，但在股利政策方面采取的政策是建设性但保守的。国有企业资产负债表的基础是 60/40 的债务/股权比目标，但仍可就每个国有企业的资产负债表达成协议以反映其个别情况。这也适用于每个国有企业的股利政策。然而，一般地，国家股东追求尽可能最大化的股利，也要保证股利与国有企业满足其未来财务需要的能力相协调。当一家国有企业被认为其财务来源高于经营所需资金时，可以支付特别股利。这通常由国有企业提出。

皇冠公司监督单位（CCMAU）R. Hamilton，“国有企业股利政策”，信函，2003 年 7 月一

将过剩现金返还给股东比差的多样化好得多。

近来的国际经验提供了许多差的多样化的例子。

- 美国最成功和著名的基金经理之一对缺乏考虑的公司多样化经营作了一个尖锐的解释，他称之为“恶化（diworsification）^②”^③（见专栏III-5）。最近的实例包括世界通讯和Tyco。这些实例鼓励美国股东们恢复了对股利的兴趣，坚持公司将过剩的现金返还给股东比失败地再投资于经营业务要好得多。^④
- 缺乏考虑的多样化经营在欧洲的例子是法国电信，其举债高价收购英国的移动电话运营商 Orange， Vivendi 从稳定的但单一的供水公用事业向一个高负债的多媒体帝国的多样化经营，破坏了该公司的股东利益并几乎使其破产。
- 在韩国，欠考虑地通过负债筹资涉入高竞争性且具周期性的行业的多样化经营，使许多著名的企业集团陷入困境或破产：例如，大宇公司、起亚、三星汽车、Hynix 和现代工程建筑。

^①目前的分红是按照国家石油的分红政策，其中一条规定如果公司的股权/总资产比例降到一定比例，就不进行分红。Olivier Butzbach, background note on Statoil, June 23, 2002, mimeo.

^②英文“多样化”一词为“diversification”，这里故意将其中的字母 ve 换成 wo，因为“worse”的意思是“更坏”。---译者注。

^③这些评语来自 Peter Lynch，他从 1977 年到 1990 年一直管理着 Fidelity's Magellan 基金。到他退休时，该基金的资产已经达到了 90 亿美元。在 Lynch 管理期间，Magellan 基金平均年回报率达到了 27%，远远高于同期 S&P500 的收益。

^④在美国，税后收入所取得的分红还要作为一般收入再次课税。最近有建议要求减少对分红收入的“双重征税”，这进一步调动了投资者对分红的兴趣。

在所有这些案例中，将过剩现金返还给公司股东都好于公司管理层用来投资“恶化经营”的项目。

专栏 III-5 避免“恶化经营”

盈利的公司不回购股票或提高股利，而常常倾向于花钱进行愚蠢的收购。专注的恶化者寻找这样的商品：(1) 价格高估的；(2) 完全超乎他或她能理解的领域的。这就保证了损失将会是最大化的。

每隔十余年，公司似乎就要在激烈的恶化经营（当数十亿资金用于令人兴奋的收购项目时）和剧烈的重组（当不再令人兴奋的收购项目低于原购买价售出时）之间进行选择。

恶化经营的例子如此之多，以致于我都不知道从何开始。美孚石油曾被恶化经营，是因为它购入了...一个陌生行业的零售商折磨了美孚石油数年...美孚因支付了 Superior 石油太多而又浪费了好几百万美元。自从 1980 年油价高峰以来，美孚的股票上涨了 10%，而埃克森的股票翻了一番。除了几个相对小型的收购，如 Reliance 电气和一个命运不佳的风险投资子公司，埃克森抵制住了恶化并坚持其本身业务。它的过剩现金用来回购其股票。埃克森的股东比美孚的股东要作得好的多，尽管新的管理层正在使美孚回转。

吉列有着盈利性相当强的剃刀业务，但其规模逐渐有所缩小，因为吉列收购了一些盈利较少的运营业务。如果该公司定期回购股票和提高股利，而不是将其资本分散投资于化妆品、化妆用品、圆珠笔、打火机、卷发夹、搅拌机、办公用品、牙刷、护发用品、电子表和许多其它临时业务，其股票可能会高于 100 美元而不是现在的 35 美元...吉列也进行了大型的改革并改进了其发展道路。

General Mills 拥有中国餐馆、意大利餐馆、肉排屋、玩具、衬衫、旅游公司、露营用品商店和鞋类。

这并不是说收购总是愚蠢的...如果沃伦-巴菲特坚持于纺织业的话，我们可能永远不会听说他...技巧在于你必须怎样作出正确的收购然后进行成功的管理。

如果一家公司必须收购点什么，我主张收购相关的业务，但收购一般都会让我紧张。极富现金的公司会有一种强烈的感觉，会因付高价进行收购而感到很强大，期望从中获得很多，然后总是对其管理不善。我宁愿看到有力的股票回购。

来源：Peter Lynch：One up on Wall Street（企鹅出版社 1990 年），第 139 页，146-150 页。

中国的每家大型国有企业都应有正式的股利政策，以对过剩现金的可选用途做出现实的评估。中国的在香港 / 纽约上市的公司，如中国铝业就其作出股利政策和执行股利政策的程序来说堪称楷模。最终地，关于股利的决策应基于公司董事

对公司经营前景、现金流量预期、还本付息能力和资本支出的要求和机会的现实估计。这涉及分析和商业判断。公司的现金赢余，管理层若不能用以获得充分反映风险的汇报率，则应将这些现金返还给公司股东。作为较正式地形成股利政策的方法的起点，中国地国有企业可采用这样的工作假设，即应将年末现金的 100% 返还股东，除非管理层能证明需要现金来支持继续经营业务的运营，或预计将这些现金再投资于业务能产生高于事先确定的“临界比”的资本投资回报率。

D 出售收益和负债的分担

有些国有企业的出售能产生出售收益。由于地方国资委代表全国人民管理着地方国有企业的股权，地方和中央政府间如何分担出售收益比较合适呢？相反地，一些国有企业地出售收益不足以解决对企业所有的债权，如银行贷款、养老金。^①因此，中央和地方政府间也应有分担负债的标准安排吗？

与更广泛的中央和地方政府间分摊税收收入和预算成本的问题类似，^②这些问题超出了本背景报告的范围。但是在本文中做以下两项工作仍是有用的：（1）评述使用企业出售收入的适宜的目的；（2）强调解决第二部分讨论的“利益地方化和负债国家化”问题的需要。

1. 出售收益

尽管经合组织国家的做法很不相同，但对中国来说将企业的出售收益用于减少债务或投资于养老负债也许都是合理的。经合组织国家对私有化收益的使用是各异的。

- 在一些国家如英国、瑞典和丹麦，私有化收入并没有专门用于任何特定目的，实际上流入了普通的国家收入基金。
- 在德国，尽管私有化收益基本上流入了预算中的一般国家收入基金，得自德国电信和德国邮政的私有化收入，在一定限期内（直到 2003 年）要用于减少公共债务，条件是这些收入无须用于资助在这些公司或原垄断性的德国 Bundespost 工作的公务员的养老基金。
- 在波兰，私有化收益对进行社会保障制度改革作出了巨大贡献。
- 类似地，在捷克和斯洛伐克共和国，私有化收益被专门指定了特殊用途。
- 在希腊，私有化收益被用于减少公共债务和资助对受影响职工的调整政策。
- 在意大利，私有化收益被放置于一个特殊基金，用于购买流通中的政府债券或政府债券的到期偿还，以减少债务在 GDP 中的比例。
- 在土耳其，政府将私有化收益用于几个用途，包括偿还贷款、向公司借贷以及对社会救助予以补充资助。
- 在墨西哥，私有化收益被大量地用来支付公共债务，也在较少地范围内用于资助公共支出。
- 最后在有些情况下，来自出售股权或发行新股的收益，流入国有企业支付

^①此处指出售资产，而不是出售“继续经营”的企业，对于后者，买者会承担企业的所有债务。

^②世界银行，2003，《中国：国家发展与地方财政》。

其投资和资产收购^①（经合组织，47）。

2 控制负债增长

中央政府，包括国资委，应明确考虑相应的办法，来限制地方管理的国有企业对中央机构负债的增长。一家困难国有企业的出售、重组或清算可能迫使立即承认外来的对国有企业的索取权，如来自职工、供货商、公用事业、税收当局、金融机构的借贷人和养老计划的索取权。在许多情况下，出售收益、未来的现金流量或资产可能不够支付所有债务。公司重组的全球经验显示有些欠帐比另一些更可能予以支付（或勾销），如职工解雇费、应付交易款、公用事业费和税收负债。

不完全支付金融机构贷款和养老金债务是更为可能的。因而这会造成对中央机构的持续负债。例如，不付银行贷款会减少银行资本，可能使财政部必须进行资本再投入。如果地方一级不能完全支付养老金负债，不足部分可能需要全国社保基金弥补。没有数据可用于进一步的分析。

显然，地方政府面临这样的两难境地：或者允许地方亏损继续和持续负债的增加，或者通过更多的迅速的出售、改制和清算尽快承认所有对国有企业的债权。中央机构，特别是中央国资委、财政部、大型银行、中国银行监管委员会和全国社保基金应重视这一问题，进行适当的实证分析，制定办法来控制“利益地方化—负债国家化”。

E 风险管理

风险管理的目的是让公司很难或不可能会采取导致损害股东价值或为股东造成不可接受的负债的活动，或使活动失败。

最近世界范围公司失败的事例表明，中国现存的每家大型国有企业都应实行适合其经营领域和特定情况的风险管理计划。过去五年来美国、欧洲和亚洲的公司经验就可能危及公司特有生存状态的活动提供了大量例证。例证包括运用商品交易或金融衍生产品进行投机而不是套期保值；将现金储备投资于投机性的股票投资；滥用现金；公司内部人自营公司股票；关联方交易，包括向公司内部人的贷款；采用会计欺诈隐瞒问题；构想拙劣的直接股票投资；母公司对新的子公司的债务偿还提供担保；保险不足。完整的风险管理计划需要考虑范围很广的一系列风险，例如：

- 自然灾害；
- 合同/法律问题；
- 财务运营；
- 渎职、过失或犯罪；
- 环境保护；
- 政府管制；
- 经济条件；

^① OECD, *Privatizing State-Owned Enterprises in the OECD Area: An Overview of Policies and Practices*, Directorate for Financial, Fiscal, and Enterprise Affairs, 2002年9月, 第47页。

- 对外部供货商或卖主的依赖；
- 财产损失；
- 技术；
- 劳动力

每个国有企业的董事会都应该尽最大的可能保护企业免受过多风险的冲击。风险管理是个特殊的领域。每一大型国有企业的董事会都应该就建立一套风险管理计划征询专业意见。

与非国有公司和私营股东相比，世界范围内国有企业可能会带来更大风险。缺乏准确的公司目标（例如，资本回报率相对于保留就业），债权人缺乏对法院监督的重组或清算的追索权，或缺乏强有力的公司治理，都易使国有企业通过拖欠供货商、金融机构债权人、公用事业和税务当局来维持无生命力的业务或无法承受的债务。因此，国有企业可能比一家私营企业在同样情况下有更多机会产生额外债务。其它的转轨国家政府已试图通过实行“硬预算约束”消解风险，包括要求国有企业偿还债权人、按时纳税和保持对公用事业的本期付费。

在对国有企业和私营企业施加“硬预算约束”时要非常谨慎。如果实施硬预算约束，企业必须及时付清对工人、供应商、金融机构、税务机关和公用事业的款项。因此，硬预算约束的有效性取决于如果不付款，是否有有效的针对措施（如行使抵押权，清算，接管和法院监督的重组），取决于债权人是否有能力采取这些针对措施，以及对金融机构的监管是否有效。转轨国家的经验既说明了硬预算约束的困难，也说明了硬预算约束的重要性。一方面，许多转轨国家实施硬预算约束并不是很有效。另一方面，所有制转型并不是一项充分的改革。事实上，经验表明没有硬预算约束的改制可能导致新的所有者不断侵吞资产。^①因此，要实现大型企业的良好治理和中小型企业的有效改制，就需要有恰当的债权人权力/破产制度体系和对金融机构的恰当监管。

V. 所有制转型

此部分首先考察中国国有企业所有制转型的经验。然后考察相关国际经验及对中国的意义。

A 中国的经验

在经济改革之初，中国经济的特点是所有权结构相当简单，仅包括“两种公有制形式”：国家所有和集体所有。在农业领域，实际上所有的生产都被组织成集体

^①参考 William L. Megginson and Jeffrey Nutter, “From State to Market: A Study of Empirical Studies on Privatization,” *Journal of Economic Literature*, June 2001, p. 9, citing studies by Kornai (2000), Berglof and Roland (1998), and Frydman, Gray, Hessel, and Rapaczynski (2000) 关于硬预算约束的限制。另请参见 Edward S. Steinfeld, *Forging Reform in China*, (Cambridge: 1998) pp. 23-38 关于硬预算改制后的重要性。

所有的生产大队（村）和人民公社（乡或镇），而在工业领域，国有企业占有工业产出的80%，其余的为城乡集体企业。到九十年代末，国民生产总值中国家和集体所有权的比例降至50%以下。^①回头看，转变生产组织的所有权结构无疑是中国成功的改革计划的关键部分之一。这是通过一些战略的组合实现的：在保持土地集体所有的同时将农业生产私有化；集体所有的生产企业的进入，尤其是乡镇企业及其私有化；海外及国内私营企业的进入；现有国有企业的所有制转型。

尽管过去是成功的，中国仍面临进一步使经济中的所有权结构合理化的任务。特别是，国有企业的所有制转型仍为其当前经济改革的主要挑战。政府当局已清楚地认识到国有领域的规模仍太大而由必要进行“战略调整”；那些由于长期需要而应保留在国有部门的国有企业的股权结构，要通过引入非国有股份来“多元化”。国有企业的所有制转型在世界任何地方都是一项艰巨的任务。尤其是在向市场经济的过渡过程中，国有企业的所有制转型已被证明是政府要处理的最具挑战性的任务之一。这是个有着很强政治和社会意义的经济问题。即使从纯经济的条件来看，很容易出错却很难搞对，因为前进的道路上有很多陷阱。最首要的问题是效率和公平：所有制转型如何提高相关企业的运营效率，所有制转型如何能以公平、廉洁的方式完成？

1993年以来中国的国有企业改革已表现为日益加强的所有制转型的努力。在本部分，我们根据现有的不大系统的证据总结过去采用的方法，确定为进一步深化改革政府需要强调的关键政策问题。

1. 背景

改革前典型的国有企业是国家全资拥有的单独的工厂。不是一个公司，没有股东、控股公司或企业集团等。为了更有效地监管国有企业，国家建立了分工体系来行使对国有企业的所有权。首先，所有权由各级政府来实施，从中央政府到省、市和县政府。第二，所有权由政府 and 党的一系列机构分别行使。劳动分工通过“隶属关系”来反映。在改革前的体制下，国有企业“隶属于”或由一级政府“主管”，意味着这级政府和党委要行使如下权利：（1）任命、监督、激励和替换经营者；（2）作出主要的经营决策；（3）提供资金和收取收益。

八十年代的改革朝两个方向下放了权利。在政府和企业间，国有企业的内部人经营者和职工被逐渐赋予更大的经营自主权，并允许以明确的利润留成和非工资的货币和非货币收入如奖金的形式与政府分享净收益。这种自主经营和利润分享的体制对后来发生的所有制转型很重要，原因有：第一，在许多情况下，管理自主权仅通过党和政府官员的监督来控制，而这种监督是不足的，因而现任的经营者在获得法定的所有权之前就能够对其企业行使有效的控制权。第二，经营者拥有的以非工资收入的形式与政府分享净利的灵活性，使经营者及企业职工积累了一定财富，在因业绩良好或政府出资包括银行贷款而导致的有大量闲置现金流的企业，这笔财富很可观。

中央和地方政府之间也发生了权利下放。八十年代实行“财政包干制”，地方政

^①国际金融公司，《中国新兴的私营企业》，2000。

府可以保留剩余资金，同时也被赋予更多的决策权。这一改革导致了一种与Blanchard和Shleifer所称的“政治集权的联邦制”类似的体制。^①在财政包干的制度下——中国更通俗的说法是与改革前的“吃大锅饭”相对的“分灶吃饭”——，地方政府与上级政府达成长期的财政合同。^②合同的性质因地区和时间而异。然而不管其复杂性，这些合同具有的一个明显特征是，地方政府要为其经济政策的收入结果负责。这在实质上可以与政府对国有企业实行的自主经营、收益分享的体制相类比。

财政权的下放强化了对地方政府的激励，也加强了对其的预算约束，这与自主经营、收益分享制对国有企业的作用是类似的。决策权的下放和激励的强化，引发了行政区域间的竞争，^③虽然这是以地方保护主义为沉重代价的。同时，政治仍为集权化，中共中央和中央政府权利很大，充当裁判，根据业绩对地方政府进行奖励或惩罚。地方的所有高级官员实际上都是由中央任命的。对所有制转型而言，这意味着：首先，地方政府对在所有制转型方面无所作为的巨大成本特别关注，包括直接的财政和社会成本，以及当地发展潜力不能发挥而存在的机会成本。因此，行政区域间的竞争往往增强了地方政府进行国有企业所有制转型的动力。另一方面，政治集权意味着地方政府官员都不能忽视所有制转型面临的意识形态和政治阻碍。

这些基本上是1993年以来发生的所有制转型的历史背景。

2. 关于所有制转型的政府政策

中国对小型和大型的国有企业有着不同的战略。^④对小型（后来对中型）企业采用较灵活的办法。早在1987年中共十三大时，中国共产党就允许将“一些”小型国有企业出售给职工或承包给私人经营。大约在1995年，党提出了国家所有在“社会主义市场经济”——改革的目标模式——中的地位问题。由于国家不可能控制每一个行业、每个企业，所以就必须要控制哪些行业、哪些企业。1995年，给出的答案很简单，就是“抓大放小”。党提出的实行“放小”政策有七个方法，包括职工购买和向外部人出售。^⑤1999年，党的十五届四中全会重申了“放小”政策，并将其延伸至中型企业。

对大型国有企业来说，所有制转型始于公司化。八十年代后期当承包责任制仍是主要的改革战略时，中国已开始少数大型国有企业试行“股份制”。1993年11

^① Olivier Blanchard and Andrei Shleifer, *Federalism With and Without Political Centralization: China versus Russia*, MIT, working paper 00-15, 2000.

^② 钱颖一, “The Institutional Foundation of China’s Market Transition,” 在世界银行发展经济学会会上发表的论文, 1999年4月。

^③ Ibid.

^④ 中国将所有的工业国有企业划分为三个基本类别：大型、中型和小型。这种划分是在1988年根据各行业的技術特征，主要是产量和生产能力指标来确定的。例如，年产90-300吨的国家煤矿企业被定义为中型企业。“大型”和“小型”同样根据相应标准。请参见第二次全国基本单位普查领导小组办公室编，《第二次全国基本单位普查工作手册》，第140页。

^⑤ 其他方法是重组、合并、租赁、承包和合资。

月召开的 14 届 3 中全会正式采纳了公司制，即将“建立现代企业制度”作为国有企业改革的主要战略。1997 年中共 15 大要求进行“国有经济布局的战略性调整”及“探索公有制的多种实现形式”，减少了所有制转型的意识形态障碍。1999 年 15 届 4 中全会进一步决定实行（1）国家从特定行业和企业“退出”；（2）大多数国有企业的“股权多元化”；（3）出售上市公司的国有股为社会保障体制改革筹资。

除了正式的公司化，中国在改革之初就以合资企业的形式向外国投资者开放了国有企业。规范合资企业的第一部法律在 1979 年 7 月由全国人大发布实行，^①此后又在 1990 年和 2001 年进行了两次修改。该法允许国有企业向合资企业投入资产，而合资企业是按照有限责任公司运行的。

最近的中共十六大推行国有资产管理体制的重大改革，这将加强地方政府的自主权并改变该体制长达十多年的权利分割状况。

尽管有这些进展，党和政府一直坚持认为，“私有化”不是国有企业改革的一种选择。^②

3. 所有制转型的方法

因为起初就是国家全资所有的企业，所有制转型总会引入新的所有者。从这点来说，可划出明显的界限来区别内部人主导的所有制转型和外部人主导的所有制转型。

尽管缺乏总体统计和系统调研的数据，在过去数年似乎内部人主导的所有制转型在所有制转型过程中占据了优势。这可能有几个原因。第一，从意识形态来看，经营者和职工共同所有的企业比任何外部私人所有制都更接近于公有制。为此，内部人主导的转型对执行所有制转型的官员来说政治风险较低。第二，如前面所提到的，内部人尤其是经营者，在实现所有制转型之前就获得了对国有企业的显著控制。内部人主导的转型使他们的实际控制合法化，因而容易获得他们的支持，因此，从政治上来说易于实施。第三，内部人主导的所有制转型常被当作处理国家对国有企业职工明确的和隐形的欠帐的机会，一般涉及的裁员比外部人主导的所有制转型要少。这是内部人主导的所有制转型在政治上易于实施的另外一个原因。第四，许多国有企业的财务状况很差，以致于很难吸引外部投资者；但这些国有企业又不想被清算。正如一个地方政府官员恰当概括的，内部人主导的所有制转型能免除三个主要参与方的担心：政府官员怕犯政治错误，经营者怕失去权利，职工怕失去工作。

中小型国有企业中内部人主导的所有制转型的结果一般是以经营者和职工为股

^① http://www.ceilaw.com.cn/dcd001/owa/cei.fgdetail_query?incdce=111705200101

^② 国务院国资委主任李荣融在 2003 年 3 月做了这样的表示。 见 <http://www.people.com.cn/GB/jingji/1037/1957726.html>.

东的有限责任公司。^①有时，也向与企业或内部人有紧密联系的外部人分配一小部分股票，比如退休职工或地方官员。这种被称为“第一轮的所有制转型”在1995至1998年间非常普遍，股票常在经营者和职工中较平等地分配。后来发现这并不理想。在接下来的“第二轮所有制转型”中，采取措施提高了股份在高层经营者中的集中度，主要是通过经营者购买职工持有的旧股份或新发股份。后来几年实行的所有制转型一般都跳过第一轮，直接进入集中的经营者所有模式。

在大型和一些中型国有企业中，内部人财富约束是更为明显。因此，他们只能持有改制企业的一小部分股权。公司化一般通过将少数股权分配给内部人来进行。股份也可分给经营者和职工作为奖金的一部分。例如，一个市政府允许一个大型的国有企业可以将企业中国有股增值部分的25%以股份形式分给经营者和职工。公司将内部人持有的股份从1996年的零提高到2001年的42%。近年来，随着经营者财务实力的增强，管理层和职工收购越来越普遍。十六大之后的最近一次管理层收购浪潮，大约有15家国家控股的国有企业被其经营者购买。这从一个方面显示对国有资产的管理在加强。通常的做法是，经营者设立一个私营公司，然后回来收购目标公司的国有股。例如，佛山的一家投资公司从第二大股东手中购得上市公司佛山塑料29.46%的股票。而这个投资公司就是佛山塑料的高层经营者所有的。近期大多数管理层购买的案例涉及将上市公司20%到25%的股权转让给经营者，价格水平一般与每股净资产的帐面价值相当。

财富约束是内部人主导的所有制转型最主要的困难，这在大企业比在小企业更为严重。已采用不同的方法来摆脱这种所有制转型。

租赁。将国有企业股份出售给内部人时，可从资产负债表上去除价值大的资产如土地、重要设备。被转让的企业可以通过与政府签订租赁合同而得以使用这些资产。在有些情况下，整个国有企业的资产都被租赁给经营者或内部人，租赁合同中有条款表明在支付一定的租金达相应的年限后，租赁方可获得资产的所有权。

分期付款。政府允许内部人分期支付全部价款，通常是按照转让的国有企业的预期利润流来定的。

资产剥离。这是处理国家对职工的社会责任最常用的办法。其想法是用企业中国有股权的一部分来解决这些社会责任。比如一个工业城市的做法是从净国有资产中减去以下三项：按人均8000元计算，安置所有富余职工所需总额；按人均6000元计，安置所有高龄退休人员所需总额；按12000元的水平，安置所有其它的退休人员所需总额。只有剩下的国有股权才可出售给购买者。由于估计参数的灵活性，此办法可用来降低售价以适应内部人的购买能力。

资产评估。作为防止国有资产流失的主要办法，出售价按照经地方政府特别是地方的国有资产管理部门批准的资产评估结果来确定。然而，有些事实说明地方政

^① “股份合作公司”在九十年代非常普遍，当时只有内部人才有购买股份的权利。但是没有针对股份合作公司的相关法律或中央政府文件。许多这样的公司在经营一段时间后，都改制成了有限责任公司。请参见斯道延-坦尼夫、张春霖著，《中国的公司治理与企业改革：建立现代市场制度》，中国财政经济出版社，第三章。

府对评估结果往往是有影响力的。

债务承担。国有企业负债越多，买者要支付的国有股权的价值就越低。因此，避免财富约束的一个关键步骤是征得债权人银行的允许，承担现有债务。一个极端的例子是，买者通过完全承担现有债务而获得企业的所有权，这被称为“零价购买”。

特殊信贷。在近期的管理层收购的交易中，创造出了更复杂的金融工具，以使管理层克服他们个人财富的限制（见专栏四-1）。一般会创设私营的非正式的信托基金来集中一些个人或机构的资金借给管理者。也有人怀疑，这些资金可能是通过某些渠道从大银行流出的。

专栏 IV-1. 苏州精细化工集团的管理者购买

设在苏州的国有化工企业苏州精细化工集团于 2003 年 5 月以管理者购买的方式被私有化。董事长和总经理分别从苏州财政局购得集团 1.25 亿元总资产中的 90% 和 10%。此交易资金完全来自于“信托基金”的贷款，但以所有股份作质押。出售前苏州的一家会计师事务所进行了资产评估。集团的帐面价值被定为 3.077 亿元。但是，减掉了 1.889 亿元作为不良资产和解决职工身份的补偿。最终价格是按照市政府颁布的对管理者购买实行折扣的规定得出的。董事长和总经理要在三年内以公司利润归还信托基金的贷款，即每年要还 7200 万元。2002 年该集团盈利达 3780 万元。预计 2005 年该集团可从受市政府支持收购的一块地产得到额外收入。职工以募购计息的信托基金“单位”的形式参与此交易。在五种可选的参与交易的办法中，90%的职工选择了信托基金的方式。

来源：21 世纪经济报道，2003 年 5 月 19 日

外部人主导的所有制转型可有多种形式。只要国有企业的净价值为正，就可以按两类标准对其简单分类：外部人收购的是现有股权还是新股，少数股权还是控股权，如表四-1 所示。向外部人出售现有少数股权的情况不常见。其它三种形式（出售现有控股权、首次公开发行、合资企业）大概是外部人主导的所有制转型的主要方式。

表 IV-1 外部人主导的所有制转型

	现有股权	新股
控股权	向国内的私营企业和个人出售	一些合资企业
少数股权	不多见	首次公开发行，一些合资企业

合资企业。如前所述，中国在改革开放之初就以合资企业的形式向外国投资者开放国有企业。从 1979 年到 1994 年，中国产生了 140899 家合资企业，占实际利用外商直接投资的 53%。^①2001 年，合资企业仍占实际外商直接投资的 36%。^②中

^①李岚清主编，《中国利用外资基础知识》，中央党校出版社，第 89 页。

^② 中国统计年鉴 2002。表 17-14。

国允许外国投资者在合资企业中处于控制地位经历了一个渐进的过程。八十年代合资企业更多地是由国有母公司控制，外资全资的企业在外国直接投资总额中的份额不大。九十年代产生了一些变化，新的合资企业多为外国投资者控股和外资全资的企业，并成为外国直接投资中份额最大的部分。^①当一家国有企业将其主要优良资产投资于由外国投资者控股的合资企业，所有权就发生了根本转变，因此企业的运营方式将产生一些根本变化。但从法律形式来说，这并不是私有化，因为原来的国有企业仍是一个法人实体，还有一些非优良资产、冗员和坏帐等。在许多成功案例中，原国有企业利用来自合资企业的收益作为改组旧“壳”的资金。中国的汽车业现已完全被国际主要制造商的合资企业所统治。在上海汽车集团的案例中，第二层次运营公司的主体是大约 60 家合资企业，通常是从老国有企业切出优质资产创建的。1995 年以来，集团已消化了合资企业转让后留下的许多这样的“壳”国有企业。

*首次公开发行。*如果合资企业是国有企业吸引海外投资者股权资本的一个途径，那么首次公开发行就是面向国内私人投资者开放的渠道。基本思路实际上是一样的：老国有企业切出它的优良资产通过“包装”设立一个子公司，并以发行新股的方式邀请私人投资者投入新增资本。第一个主要区别是海外投资者多为企业，包括许多一流的跨国公司，而国内的私人投资者多为个人。因此，私人股权资本进入的同时，公司的控制权仍属于国家。国有股和法人股的不可交易性进一步保证了国有股不出售给市场上的私人投资者。

但是一段时期以来，上市公司的股权结构也逐步发生了变化。总方向是国有股的比重下降。这通常是由于非国有的投资者投入额外资金购买新股而产生。一项对 2000 年数据的分析发现股权集中度高的企业往往是最近在股票市场上发行股票的企业，而老企业的股权结构更趋于多元化。^②例如，在股权集中度最高的 110 家上市企业中，^③74%是在过去四年中上市的。与此相比，股权结构较为分散的 303 家企业中，^④只有 33%是在过去四年上市的。同样的过程也发生在非上市的国有企业，私人或企业通过投入新的权益资本的方式成为股东。随着投资的增加，后期可能出现控制权的转移。

*向国内的私人投资者出售。*这类有不同情况。最简单的作法是将小型国有企业出售给私营企业或个人。尽管内部人主导的转让可能占统治地位，这类出售在所有股权转让的案例中也占有相当大的比例。有证据显示过去几年中向外部人的出售越来越重要。国际金融公司的一个小组在六城市进行的调查显示，虽然向外部人出售的比例仅占全部改制案例的 7.7%，但此比例在 2002 年已升至 23.5%（见专栏 IV-2）。如同向内部人出售的情况，向外部私营的个人出售小型国有企业也涉及很长的程序来处理社会问题。原则上，实施改制的政府部门应该向企业职工提出一个相当具体的改制计划，包括相关裁员的安排、养老保险、医疗保险、住房及他们的国有企业职工的身份。要进行资产评估作为决定销售价格的基础。也可

^①根据官方统计，纯外资企业在实际外国直接投资所占比例从 1984 年的 3.5% 上升到 1990 年的 37%，到 2001 年，这一比例上升到了 62%。

^②张春霖, mimeo, 2001.

^③截至 2000 年年中，第一大股东所持有股份超过 68%，其后的四大股东持有股份低于 5%。

^④第一大股东持有 15-27% 的份额，其后的四大股东持有股份超过 40%。

以允许购买者分期付款。一些购买者可能要从银行或其它企业、机构或个人获得贷款。

专栏 IV-2 改制中私营部门的参与

在六个调查城市中，唐山、成都、贵阳和衡阳的私营部门非常积极地参与改制。这几个城市的公开出售和租赁分别达到 33.3%、42.9%、36.6%和 55.1%。许多出售和租赁是在国有企业和私营公司之间进行的。

唐山的私营企业家在采煤业中积累了财富。中央政府开始限制发展小煤矿时，这些私营煤矿主着手寻找新的投资领域。国有企业改制为他们创造了机会。唐山的许多国有企业难以继续经营，有些已停产多年。有个例子是制造矿业机械的工厂。该企业已连续三年停产，并积累了大量债务和拖欠工资。地方政府找到一位愿意购买该厂的私营企业家，条件是 1000 职工要裁掉一半。为了挽救该工厂，政府答应了这一条件并以额外的折扣将工厂出售给这个私营企业家。2002 年，唐山 15 个改制企业中的多数出售给了私营企业家。

在衡阳，更常用的是租赁而不是出售。一个典型例子是个酒精厂。该工厂有 45 年历史，制造工业用酒精。早自 1992 年开始，工厂就开始向职工出租部分厂房和设备来生产副产品如二氧化碳。到 2001 年，工厂陷入沉重的债务，债务股本比达到 200%。2002 年 6 月，一个私营企业家租了工厂的大部分设备，开始新的生产。租赁开始后的两个月内销售收入翻了一番。

向外部私营企业出售或租赁逐渐成为地方政府进行改制的首选。这是由于三个原因。首先，私营企业支付现金来购买国有企业，因而政府可以相对容易地解决下岗职工问题。第二，私人购买解除了政府对职工的未来责任。最后，纯粹的私营企业其业绩好于混合所有制企业。

来源：国际金融公司《中国的国有企业改制》草稿

更复杂的案例涉及将上市公司的国有股出售给私营企业或个人。向非国有投资者出售上市公司的国有股都需经财政部批准，多年来直到 2002 年“国有股减持计划”的流产，对此都是严格控制的。2002 年 8 月 15 日，四川省内江市将一个公司国家持有的多数股票向三家公司出售，包括一家非国有企业，该方案得到了财政部的批准，这被看作是政府政策的转折点。私营企业从国家购得控股权从而得以进入股票市场是很常见的，即所谓的“买壳上市”。

股权转让也可发生在无清偿能力的国有企业。除了清算，债转股及随后的出售股权也可能导致公司的非国有。金融资产管理公司出售转换的股权的第一个案例 2000 年 12 月 11 日发生在新疆。私营企业（光辉）购得债转股后华融资产管理公司持有的十月拖拉机公司的股权。股权以 5%的溢价售出，这家在上海股票交易所所有上市子公司的私营企业，获得了这家拖拉机公司 69%的股权。这是源于债转股的第一个股权转让案例。信达资产管理公司在安徽省蚌埠市完成了另一交易，一家原国有发电企业中 70%的股权转让给了两家美国公司。

4. 政策挑战

*竞争性。*政府要注重的首要挑战是提高所有制转型过程的竞争性。所有内部人主导的转让都标志着缺乏竞争性。内部人实际上受到针对外部人竞争的保护。在引入外部人与内部人竞标的情况下，外部人常因获取信息和缺乏与当地的联系的劣势而受限。外部人主导的所有制转型的进行是更具竞争性的，但是尚不清楚是否有足够的透明度和公平度。缺乏竞争性的消极影响，就效率而言是会错过最有能力的新业主，就公平而言是不能为公民获得最佳卖价。

*如何对待国有企业管理层。*与其它一些转轨经济国家一样，中国国有企业的管理层形成了一个很强的利益团体。作为现任者，国有企业的管理层在与外部人的竞争中有着很大优势，这种优势在很多场合如此强大，以致于外部竞争者在改制过程之初就被有效地排除。另一方面，国有企业管理层往往受限于他们有限的个人财富。对相对大型的国有企业，他们很难获得全部股权。这就造成典型的管理层所有制，即管理层对企业有实际控制权，但不承担其行为的所有后果。潜在的公司治理问题和排除外部人竞争，可能导致改制的失败。政府要有平衡政策，来既保证对国有企业管理层的公平对待，同时实现改制过程的效率和公平。

*职工待遇。*尽管通过转让过程解决对职工的欠帐在实践中较容易，职工持股的好处仍是值得怀疑的。职工持有少数股份时，在与管理层的关系中他们作为股东是处于弱势的，因为他们的工作象“人质”一样掌握在管理层手中。职工成为多数股东时，改制后的重组就变成一种挑战。职工作为一个群体，一般缺乏经验、管理技能和财务实力来对相对大型的技术复杂的企业进行重组。随着更为健全的社会保障制度的建立，应通过政策设计将处理对职工的社会责任与选择新的业主分开来。

*保护国有资产。*国有资产流失往往是所有制转型中实际的或被认为的最为敏感的问题。政府需要采取一套机制，不仅保护国有资产免于任何可能的实际流失，而且要让公众确信如此。公开竞争、高透明度和独立的资产评估可以是这类机制的一些主要成分。

*所有制转型中债权人的角色。*由于无清偿能力的国有企业的高比例，债权人在影响决定股权转让的方向中的作用至关重要。因不同原因，债权人在与国有企业债务人的关系中处于弱势。如果实施适宜的政策，很有可能在这方面有所改善。

B 国际经验

过去二十年来，经合组织国家售出了价值 7500 亿美元的国有资产。1990 年来中欧的转轨经济国家又出售了大量的国有资产。从这些广泛的经验，在以下方面得出相关结论是合理的：出售计划的目标；制度框架；有关对待职工和对待内部人等关键问题的政策；出售准备，包括企业评估和售前改制；出售的实施；售后责任和支持。

1. 目标

为了权衡利弊并指导出售的准备和实施，进程初始就应明确确定出售目标并区分优先次序。 尽管重点因具体情况而不同，出售目标包括以下：

- 财政——终止对亏损的国有企业的补贴，创造出售收益，减少债务，以及因公司效益和业绩的提高而增加的税收收入；
- 投资——吸引来自国外和/或国内投资者的私人资本，赋予企业采用长期投资计划的灵活性；
- 企业效率和业绩的提高；
- 加强竞争；
- 通过公开上市支持资本市场的发展。

例如，英国和荷兰早期的私有化计划和后来的意大利、西班牙着重于财政目标。澳大利亚寻求企业效率和竞争力的提高。芬兰力求增强竞争力以应对全球化与资本市场的发展。德国的目标包括资本市场的发展、国家角色的减弱以及增强竞争力。目标可能是冲突的。比如，通过同行买卖出售国有垄断企业有可能实现财政收入最大化，但这不利于资本市场发展或促进竞争。“在进程早期明确政策优先次序有助于政府确定潜在矛盾和利弊权衡，也...可指导私有化方式的选择...。因此尽可能地设定目标并进行优先排序，以保证在起初就对潜在的利弊权衡有了充分的理解。”^①

2. 制度框架

成功的企业出售计划可取得合理的效益，同时维持公众的信心。主要的考虑包括：该计划要强调透明度；出售权利的集中或下放；国有企业管理层和职工的角色；外部顾问的介入。

透明度是获得公众对企业出售的支持并预防今后出现腐败指控的关键。 在经合组织国家，“通常售价是批评的来源... 对利益冲突和腐败指控的了解会严重破坏私有化过程在潜在投资者中的信用，损害公众接受度。”^②在中欧的转轨国家，企业出售总是在政治有争议的。“官员们常被指责将‘传家宝（FAMILY SILVER）’廉价出售或卖给了政治上的内部人，并常随政府变换而被介入调查。”^③以下方法能产生必要的透明度：

- 制定和颁布明确全面的法律、法规和程序来指导企业出售；
- 对将要进行的企业出售广泛宣传并发布待售企业的相关和可靠信息；
- 依靠竞争性的出售程序——如，公开拍卖、招标或发行股票；
- 国外和国内投资者的同等对待，包括内部人和外部人；
- 对特别大或重要的企业进行专业评估并聘用专业顾问（如会计师、律师、财务顾问）；
- 避免或披露实际的或潜在的利益冲突，可能涉及的人包括政府官员、顾问、

^① OECD, *Privatising State-Owned Enterprises in the OECD Area: An Overview of Policies and Practices*, Directorate for Financial, Fiscal, and Enterprise Affairs, 2002年9月，第9-10, 24-25页。

^② Ibid, 第36页。

^③ 世界银行, *Privatization Practice Note: Europe and Central Asia Region*, 2003年3月，第9-10页。

国有企业管理层和职工及潜在投资者；

- 公布企业出售的结果并由适当的公共机构予以监督。

经合组织的经验“显示公开、透明、竞争性的程序就价格和购买者的质量而言能产生更好的结果...更好的结果和信誉的获益...一般大于进行竞争性程序的成本。”^①

对拥有大量国有企业的国家来说，企业出售的决策权集中化是最适宜的。一些国家成功地将决策权留给了行业部或在相关部和财政部之间分权(如荷兰、瑞士、日本和英国)。这种方法较多始于简单的情形，如只有几个企业要出售，没有显著的公共政策问题诸如职工安置和债务处理。采取分权方法的经合组织国家相对较少。权利的集中，例如集中于在一个特定的资产管理机构，有利于对主要公共政策问题的协调反映、及时决策及技能的形成。在法国、新西兰、葡萄牙、墨西哥和土耳其，组织和完成国有企业出售的权利集中在财政部或专门的私有化管理机构。^②其它的转轨经济国家趋向于以地域性分权作为调整的权利集中。在东德，托管局有效行使着广泛的权利，出售或清算了 12000 家工业企业(只有特别大的交易要求委员会同意)并处理债务。^③在俄罗斯，国家财产委员会享有组织国有企业出售的主要权利，省或市的国家财产委员会负责中小型企业，全国的国家财产委员会负责大型的国有企业。波兰采取类似的全国/省分工进行大型和小型国有企业的出售。在捷克斯洛伐克，行业部参与私有化计划的准备。但是有关国有企业评估、出售方式、定价、选择购买者、环保补偿和其它条款的谈判(如职工的保留、购买后投资)的重要决策，由私有化部作出，通常是听取其顾问的建议的。特别大的出售也需要部长委员会的批准。

国有企业管理层必须在信息披露方面支持出售准备工作，但应避免其它形式的参与以避免利益冲突。对作为“继续经营企业”(相对的是其资产的出售)售出的国有企业，国有企业必须向潜在购买者提供完整准确的有关信息，如关于目前的业务运营；应收帐款、存货和其它资产；营业收入和营费用；及所有的贷款和负债。国有企业管理层也应努力配合潜在购买者对国有企业的经营和财务进行“认真检查”。然而 1990 年以来中欧的经验表明，国有企业管理层参与评估、出售方法的选择或谈判是有利益冲突的，对潜在的购买者来说是会有潜在分歧的。应避免国有企业管理层的这类参与。

至少对大型或复杂的出售，应聘用外部顾问来执行主要任务。主要任务可以包括：按国际标准重新编制财务报表、企业评估、准备信息(出售)备忘录、投资者查询、谈判、管理公众股销售或处理法律和环境事务。适宜的情形包括销售公众股或向外国投资者出售。许多经合组织国家的私有化都有外部顾问的参与。^④对“大

^① OECD, 第 37 页.

^② Ibid, 第 27-29 页.

^③如果公司的净资产超过 1 亿德国马克，或收入超过 3 亿德国马克，或雇员超过 2000 人，公司出售就需得到委员会的批准。尽管其销售收入达到了 670 亿德国马克，但是偿付国家债权人债务的需要使 Treuhand 的债务达到了 4500 亿德国马克。这些债务是通过 30 年期债券融资的。Roland Czada, “The Treuhandanstalt and the Transition from Socialism to Capitalism,” p. 9-13,

Fernuniversitat Hagen, 1996.

^④ OECD, 第 33 页.

型”的定义可能因国家而不同。在中东欧的转轨经济国家，小至 50 万到 350 万美元的交易也聘请外国顾问。^①有些转轨国家的政府不想聘请外部专家以节约费用（约相当于交易值的 5%），或不想听取其建议。这大大降低了这些国家私有化计划的透明度、购买者的质量和出售收入。^②外部顾问可增强企业出售计划的透明度，保护政府官员免于因出售收入和购买者选择而受指责（至少把指责转向职业顾问，这些人有财富可因未能职业化认真操作而接受诉讼）。当然，认真选择和管理外部顾问，对出售机构是有利的。^③

3. 政策选择

第二部分中已讨论了一项重要的政策选择，即私有化收益的使用。另一个大的政策选择是引入外部投资者的合意性。外部人还是内部人的基本决策影响有关对待外国投资者和职工的政策决定。

企业准备和出售的过程的设计应该有利于向外部人出售集中股权，包括向外国投资者出售。在中欧的转轨国家，新业主的身份和股权结构对原国有企业售后的业绩有主要影响。实证研究一致表明，从企业的售后重组和效益提高来看，集中股权优于广泛分散的股权，“外部人”往往好于“内部人”，新的管理者一般好于原有的管理者，外国购买者优于国内购买者（见表 IV-2）。

^①实例包括，将一家金属公司以 290 万美元的价格，一家陶瓷公司以 50 万美元的价格出售给了波兰的本地投资者，一家建筑公司（350 万美元），一家建材公司（170 万美元），一家器具制造厂（320 万美元），一家巧克力生产厂（320 万美元）出售给了来自捷克斯洛伐克的投资者。World Bank, *Selling State Companies to Strategic Investors: Trade Sale Privatizations in Poland, Hungary, the Czech Republic, and the Slovak Republic*, Volume 2, Case Studies, 1995. 虽然国际投资银行对小额交易不感兴趣，但是会计公司或当地的咨询公司能起到积极作用。

^② 世界银行, *Privatization Practice Note: Europe and Central Asia Region*, 第 14 页。

^③外部咨询公司的任务需要认真设计，以应对潜在的利益冲突，如战略性建议、估价和交易之间的冲突。应该通过竞标程序来挑选咨询公司。世界银行, *The Case-by-Case Approach to Privatization: Techniques and Examples*, 1998 年 3 月。

表 IV-2. 对中东欧私有化的实证研究概述

研究	介绍	主要结论
Claessens, Djankov, and Pohl (1997)	调查了股权结构对 1992 年至 95 年间私有化的 706 家企业业绩的影响。	私有化后的企业的成功主要是因为集中的股权。股权集中度的增加导致更强的盈利能力和更高的市值。
Pohl, Anderson, Claessens & Djankov (1997)	比较了 7 个中欧国家 1992 年至 95 年 6300 多家私营企业和国有企业的重组。	私有化急剧地增加了改制的可能和其成功。一个私有化达四年的企业其生产力比类似的国有企业提高 3 至 4 倍。集中股权可比分散股权促成更多的重组。
Smith, Cin & Vodopivc (1997)	调查了国外和职工股权对斯洛文尼亚 22735 家企业的影响。	国外所有的企业比职工所有的企业的增加值高。
Dyck (1997)	调查了托管局对东德国所有企业的私有化, 包括对速度的注重程度, 最小限度的售前私有化和“公开”出售。	公开出售程序对非当地购买者开放, 这使管理层变化最有可能提高企业业绩。
Frydman, Gray, Hessel & Rapaczynski (1999)	调查股权结构对捷克共和国、波兰和匈牙利 128 个私营企业和 90 个国有企业业绩的影响。	私有化“有作用”, 但只有当企业由外部所有者来控制时。外部所有者能显著促进收益和盈利增长。获益不一定来自裁员。内部人控制的企业重组的可能性要小得多。
Weiss & Nitkin (1998)	分析 1993 至 1995 年间投资基金所有权对 125 家私营的捷克企业的影响。	一个非投资基金的大股东的集中所有权与显著的绩效提高有关。投资基金的集中所有权不提高企业业绩。
Claessens & Djankov (1999a)	研究 1993 至 1997 年间新的管理层对 706 家捷克私营企业盈利性和劳动生产率的影响。	新的管理层关系到利润率和劳动生产率的显著提高, 尤其是如果新的经营者是由私营的业主选出的。国家财产基金任命的新的经营者也能改善业绩, 但不如前一种情况显著。
Claessens & Djankov (1999b)	研究 1992 至 1997 年间, 706 家私营捷克企业中所有权与盈利性和劳动生产率之间的关系。	集中所有权与高的盈利能力和劳动生产率相关。国外的战略所有者和非银行发起的投资基金比银行发起的投资基金更利于提高业绩。
Frydman, Gray, Hessel & Rapaczynski (2000)	观察捷克共和国、匈牙利和波兰的 216 家企业, 其中 31% 为国有企业、43% 为私有化了的企业、26% 为私营企业, 检查“硬预算约束”的效果。	将出售给外部人的国有企业私有化十分有助于收入增长。硬预算约束对国有企业的威胁很难说, 因为政府不愿让国有企业倒闭。
Frydman, Hessel & Rapaczynski (2000)	考察了捷克共和国、匈牙利和波兰的 506 家制造企业, 来评估外部股权对创新的影响。	私有化了的企业和国有企业进行同类的改制。但就产品创新而言, 外部投资者的产品创新显然比其它所有制类型更为有效。对此的推断是外部人所有的企业的创新是由于私有化的激励效应。
Lizal, Singer & Svejnar (2000)	考察了 635 家企业来评估国有企业分解和资产剥离的效果。	在中小型企业中, 剥离的公司和母公司都表现出盈利性和效益的立即增加。在中小企业中, 剥离的企业和原来的企业都立刻表现出盈利和效率的提高。

Megginson 和 Nutter, 表 6。

在中欧、前苏联、蒙古和越南这些转轨国家进行的一项对 125 个企业重组的实证研究的调查发现, 私有化与企业重组紧密相关, 更多的企业重组是源于向外国投资者 (而不是国内投资者)、控股股东 (而不是大量的散户)、外部人 (而不是内部人) 和新的经营者 (而不是现有经营者) 的出售。在中欧和前苏联, 都没有有

力的管理层激励导致更多重组的证据。新的管理层更有可能进行重组。^①

应公平对待国有企业内部人（如管理层和职工），但不应允许拖延任何出售，若可能也不应接受对国有企业的任何倾向性出售。管理层和职工有时会因为顾虑可能的就业损失、工作保障或公务员身份，而反对国有企业出售。在许多经合组织国家，工会反对私有化。但认识到改革的必要性，工会采取了务实的办法，寻求对其意见的征询并参与进行劳工调整。不同经合组织国家的经验强调了早期咨询的必要性，如就出售的原因和解决内部人顾虑的办法。政府和工会发现，为普遍问题（如身份的变化、养老金的变化）的一致性处理采用一个标准的框架是有用的。^②但正如中欧转轨国家和俄罗斯近来的经验所表明的，如果可能，应避免赋予内部人对国有企业出售的控制权或否决权或任何的优先对待。不同于捷克斯洛伐克，波兰和匈牙利的企业转让要求职工同意的立法成为严重的障碍。在俄罗斯，将企业股份的 40%到 51%出售给内部人的政治要求使售后重组受阻数年，如果不是数十年的话（专栏IV-3）。

专栏 IV-3 给内部人的优先权：四个转轨国家

波兰：国有企业向商业形式的转变需要工人委员会的同意，其在转变后将被撤消并代之以监事会。政府试图通过允许职工以帐面价值一半的价格购买被私有化的公司的股份来弥补失去的影响力。对公司案例的研究显示，职工只有在他们能立即将股份再卖给战略投资者时才购买股份。截止 1993 年底，原有的 8440 家国有企业中仍有 5500 家未被公司化。这些未转变的国有企业不能出售，即使投资者准备也愿意购买。

匈牙利：80%的“自行管理”的国有企业中，由管理层主宰的企业委员会必须批准任何的转让或出售。法律规定 20%的出售收入将作为对管理层的激励。然而，在 1992 年，政府颁布法律迫使国有企业或者自行公司化或者允许国家财产代理机构来完成此进程。截止 1993 年底，1848 家国有企业中被改制的不到 200 家。

捷克斯洛伐克：国有企业的首先同意不是必须的。要求所有的国有企业提出私有化计划。截止 1994 年 8 月，75%的中/大型国有企业已被改制并私有化。

俄罗斯：职工可以 20%的帐面价格获得国有企业 40%的股份或以 170%的帐面价格购得 51%的股份。这种妥协，之所以被认为是必须的是因为政府出于政治和宏观经济的原因进行迅速私有化的兴趣，这使大约两年内 16500 家中/大型国有企业被私有化。但最终内部人拥有了出售的 2/3 国有企业中 2/3 的股份，对企业改制和公司治理相应产生了不良的影响。

世界银行 *Selling State Companies to Strategic Investors*, 第 13 页第 4 段；俄罗斯联邦国家国有财产管理委员会 1992 年年报, 第 8 页；世界银行, *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies: A Retrospective Analysis*, 2002；Joseph Blasi, et al, *Kremlin Capitalism: Privatizing the Russian Economy*, 康奈尔 1997。

^① 世界银行, *The Determinants of Enterprise Structuring in Transition: An Assessment of the Evidence*, 2000 年 9 月.

^② OECD, 第 45-46 页.

理想地，出售进程应该不需要国有企业内部人的同意。经验显示财务上的激励可能不足以让内部人同意。考虑到外部投资者/经营者能带给企业改制和重组的利益，排除外部投标就是个错误。内部人可能会在国有企业所有权的投标中被给予优惠（如折扣），但仅应在绝对必要时才可如此。^①

尽管一国可能合理地排除或限制战略领域的外国投资，但不应使外国投资者在寻求向“开放”领域投资时处于劣势。许多经合组织国家没有对外国所有权的限制：如捷克共和国、德国、匈牙利、波兰、斯洛伐克和瑞典。如前面提到的，在中欧和前苏联外国投资增强了企业实力。一些经合组织国家取消了限制，例如1990年的葡萄牙和1990年的法国。一些国家有具体的限制或采取个案限制，例如澳大利亚、墨西哥，或韩国对韩国电信49%的外国股权的限制。^②美国法律限制对美国航空公司的外国股权，对国防承包商的外国投资要经国防部批准。在对外国投资者对国内投资者有压倒优势有顾虑的国家（如墨西哥），其相应作法是：鼓励合资企业；在公开上市中为国内投资者专门留一批股票；将向战略投资者出售股票和公开股票发行相结合。最近的一项评估发现这样的“混合”方式在前苏联未被充分利用。在这些国家，强大的地方集团寻求阻止国外竞争，以优惠获得企业所有权。结果，原有国有企业得到的技术、投资、管理诀窍和市场进入权较少，这些私有化计划和政府因共谋和腐败而受到指责。^③

4. 作出售准备

为国有企业出售作准备可能需要就是否进行任何售前重组、如何评估国有企业、怎样吸引潜在购买者作出决策。

应尽量避免国有企业的售前重组。售前重组的适宜性取决于企业的规模、条件和出售方法。对中小型国有企业来说，经验表明这些应“按现状”尽快以可能的最好价钱出售。^④在经合组织国家，中小型国有企业的出售一般只涉及微小的法律和财务重组。裁减冗员可能是值得的。^⑤但新的资本投资应由新的业主决定。因为新业主将按照他们具体的经营战略对原国有企业进行重组，他们不太可能为售前重组额外付费；出售方也不能指望回收售前重组的成本。^⑥比如在墨西哥发现，

^① 世界银行, *Eastern European Experience with Small-Scale Privatization*, a collaborative study with the Central European University, 1994年4月, 第9页.

^② OECD, 第44-45页.

^③世界银行, *Privatization Practice Note: Europe and Central Asia Region*, and Ira Lieberman and Rogi Veimetra, “The Rush for State Shares in the ‘Klondyke’ of Wild East Capitalism: Loans-for-Shares Transactions in Russia,” *George Washington Journal of International Law and Economics*, Vol. 29, 1996, 第738页. 有一个著名的案例，一家俄罗斯银行通过非竞标程序以1.7亿美元的贷款获得了Norilsk Nickel 38%的股份，而Norilsk Nickel披露的利润达到了20亿。

^④世界银行, *Privatization: The Lessons of Experience*, 1992.

^⑤ OECD, 第39-40页. Examples could include change of business form or the seller’s assumption of some or all of the SOE’s debt.

^⑥ 世界银行, *Privatization: The Lessons of Experience*.

售前财源往往增加公司价值，但售前资本投资实际上可能降低公司价值。^①一项对在中欧向战略投资者的出售也认为“虽然公司重组是需要的，并有可能打击一些投资者的积极性，但重组能够（也应该）留给私营投资者”。最多，重组可以按照投资者的提议进行。如果一个企业特别大或困难，可能没有投资者对整个企业感兴趣。在这种情况下，政府应该作好接受对企业各个部分的投标。^②售前重组更适宜于通过公开发行进行的出售，因为在售后可能没有控制（如战略性的）股东。即使在这种情况下，“私有化前的重组应限于加强资产负债表和组织变化如社会服务的终止、裁员和转移。”^③

小型国有企业的出售最适宜的是关注不动产的转让。九十年代初期，中欧的许多小型国有企业被私有化，包括捷克共和国的 23500 家和波兰的 19400 家。波兰的小型私有化（实际上在其它差不多任何转轨国家）相对无争议地被认为是很成功的，因为提高了所提供服务和商品的质量和数量，并为那些从改制或私有化的国有企业中出来的人们创造了许多就业机会。^④在大约 70%的这种案例中，投资者获得了租赁权（土地使用权）。建筑物、土地或设备的转让很不常见（表IV-3）。

表 IV-3. 中欧的小型私有化： 资产的转让

	转让的频数		
	捷克共和国	波兰	匈牙利
租赁权	72%	69%	65%
建筑	28%	31%	35%
	100%	100%	100%
设备	35%	40%	37%
土地	20%	15%	11%

来源：世界银行，*Eastern European Experience With Small-Scale Privatization* 第 5 页。

一个重要的教训是通过关注主要资产来节约更多的时间和努力，如不动产和房屋，而不是继续经营企业的私有化或经营活动。将不动产和其它资产和负债的转让连在一起显然不是实现转让最有效的办法。波兰直接放开不动产的做法非常有效，其在其它国家背景下的灵活性也值得考虑。由于政治原因不可避免要出售持续经营企业的地方，私有化前评估和出售应着重于企业的不动产。把企业作为持续经营企业进行更深入的评估没有什么获益。着重于不动产的一个重要结果是形成商业场地的二级不动产市场，以保证在这种稀确资源分配中的有效性。^⑤

小企业不动产的转让应鼓励继续投资。中欧的经验显示不动产（土地和/或建筑）的完全出售提供了占有的最大的安全保障，便于可靠的筹资并鼓励经营中的额外

^① Florencio Lopez-de-Silanes, “Determinants of Privatization Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, volume 112, 1997.

^② 世界银行, *Selling State Companies to Strategic Investors*, 第 3-6 页.

^③ 世界银行, *The Case-by-Case Approach to Privatization*, 第 2 页.

^④ 世界银行, *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies*, 第 8 页.

^⑤ 世界银行, *Eastern European Experience With Small-Scale Privatization*, 第 5-11 页.

投资。对有效的市场主导的零售和服务行业的迅速发展来说，转让不动产的完全所有权并尽可能地少些限制是有显著益处的。如果不动产不能出售而只能租赁，租赁应是长期的，最好是五年以上，如果可能应包含购买或租赁延期的选择权。延期程序应在最初予以明确，以减少对潜在购买者来说的不确定程度。^①

对无力偿债或难以审计的企业而言，清算是有效的出售方法。清算涉及企业资产的出售，利用资产出售收入支付企业债务；购买者不承担企业债务，避免了陷入隐性或突发负债的可能。此方法是这些企业的潜在购买者所期望的：无力偿债企业或资本结构过于复杂（如交叉持股、相互的债务担保）的企业（或企业集团）。清算可用于出售小型或中大型的国有企业。在波兰，清算使得企业不通过法院的破产程序，出售资产、出租资产、形成合资公司及与其它企业合并。这成了为原小型国有企业和新成立的小企业提供他们急需的地产和资产的主要方式。^②在1990年底到1996年底之间，波兰8441家中/大型企业中的3373家（40%）进入清算或破产程序（表IV-4）。

表 IV-4. 波兰中/大型国有企业的所有权转让, 1991-1996

	初期	完成		剩余
清算:				
1990 私有化法	1,247	1,221	98%	26
国有企业法	1,464	494	34%	970
破产法	<u>662</u>	<u>358</u>	<u>54%</u>	<u>304</u>
	3,373	2,073	61%	1,300
其它的所有权转让	5,068	1,898	37%	3,170
总计	8,441	3,971	47%	4,470

来源：改编自 Blaszczyk 和 Woodward, 的 *Privatization and Company Restructuring in Poland*, 1999。所有权转让包括向全国投资基金的转让 512 家国有企业和 1386 家其它形式的私有化。

这个数目超过了以其它方式私有化了的中/大型国有企业的数目。对一个在破产方面没有实际经验的国家来说，中/大型国有企业的清算进展地比较快。截止1996年底，61%的清算案例已完成。看起来，清算在特殊目的的私有化法下进展得最快（98%的完成率），在波兰国有企业法下进展得最慢（34%的完成率）。进一步对波兰采用清算进行所有权转让及其对中国的潜在适用性进行研究看来是值得的。

对中型国有企业的“继续经营”价值进行认真评估一般是浪费时间。只要包括不动产价值，帐面值方法一般而言就可以了。在理论上，恰当的评估应包括现金

^① Ibid.

^② 世界银行, *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies*, 第12页.

流量折现（现值法）分析。^①实际上，大型国有企业的出售常需用这种办法。然而现值法评估对中型规模的国有企业来说可能不具有操作性，特别是在转轨国家。在中欧，政府及其顾问一般准备两种评估：（1）基于企业未来现金流量的经营评估；（2）企业“帐面”价值的资产评估。两种方法都有其缺点：

- 经营（如现值法）评估会有很大差异，因为买方和卖方之间不同的经营假设；未来收益的不确定性，特别是在转轨经济中；预测的时间标准。^②尽管预测未来五年以上的现金流量可能是不合理的，后来的现金流量的“终期值”很关键，有关终期值的假设会因折现率的选择而极大地影响现值的计算。中欧的许多案例中，国有企业的高估是低估的6倍。
- 两个问题困扰着资产评估。第一，国有企业的财务报表必须进行调整（通常是向下），以反映国内的会计准则与国际会计标准间的区别，特别这些科目如无法收回的应收帐款、陈旧的存货、无用途的资产和未计负债。第二，土地评估尤其是个问题。在传统制度下，土地在国有企业的资产负债表中无价值：仅是被国有企业使用的国有财产。因为财产市场不能充分运行，很难找到市场可比物来评估国有企业的土地。尽管有这些问题，帐面价值被证明是最终售价的合理的参照价。^③

政府官员可能感到有必要在售前对国有资产“正确”估价，以避免“低于价值”售出国有资产。然而，中欧的经验显示，经营评估难以形成和使用。资产（帐面）评估较易形成，但也可能受困于方法上的难题。最终地，企业的市场价值取决于两件事：（1）有准备并有意愿的卖者愿意接受的价格；（2）有准备并有意愿的买者愿意支付的价格。

与其事先关注企业“价值”，出售方不如在起初着重于使潜在买者最大化并使他们的不确定性最小化的程序。这是使出售收入最大化的最务实的方法。经合组织国家的经验显示，公开、透明和竞争性的程序就出售收入和购买者的质量而言，能产生更好效果。按照更好的效果和计划的信誉而言的获益，一般都超过进行竞争性程序的成本。^④例如，在墨西哥价格是98%的国有企业出售的主要标准。使公开拍卖中的投标者数目最大化通常是收益最大化的最价办法。^⑤中欧的经验证实强调能增强竞争并尽量减少潜在买者中的不确定性的方法，是获得最高报价的办法，此价格就可以被认为是企业的实际“市场价值”。^⑥达到这点的办法包括以下：

- **信息备忘录**：对要向外部人出售的每个中型国有企业，都应提供信息备忘录。该信息备忘录应该对企业进行清楚的描述，包括产品或服务、主要客户、资产、职工队伍、目前的组织和管理。如果提供了保密或特许的信息，可以要求潜在购买者签定保密协议，并注意对该信息的使用的其它控制办法。
- **财务报表**：任何严肃的潜在购买者应该会要求看企业近来的损益表、资产

^① 世界银行, *The Case-by-Case Approach to Privatization*, 第 22-24 页 .

^② 世界银行, *Selling State Companies to Strategic Investors*.

^③ Ibid.

^④ OECD, 第 37 页.

^⑤ Lopez-de-Silanes, “Determinants of Privatization Prices.

^⑥ 世界银行, *Selling State Companies to Strategic Investors*, 第 7-8 页.

负债表和现金流量表，最好是过去 3 到 5 年的。这些报表应是按照国际会计标准编制。尤其是在转轨国家，这可能需要对诸如无法收回的应收帐款、陈旧的存货、固定资产和未计负债的调整。如果潜在购买者是国外的，卖方应准备雇佣一家国际会计师事务所，按照国际会计标准重新编制企业的财务报表。企业的财务报表应经独立审计，最好是按照国际审计标准。

- **认真检查**：严肃的潜在购买者应有合理的机会对企业进行“认真检查”，即对详细的商业、财务、技术、法律和環境数据的检查。有时，这些被放置在“数据间”，符合资格的潜在购买者可被指定进入。
- **出售/购买的协议草案**：向潜在购买者提供有待进一步谈判的出售/购买协议草案，是明确拟议交易的结构和潜在问题和保证的有用的办法。
- **权利和负债的确定性**：购买者要知道他们将得到的是企业股份或资产的明确的权利，（在“继续经营企业”的出售中）不会承担任何隐藏的负债。他们可能愿意为这种“安心”额外付钱。因此，卖方可能会发现在出售购买协议草案中包括以下内容是有用且值得的：保证企业股票和资产免受任何（如来自税务机关和供货商的）扣押和留置权；无任何隐藏负债的类似保证；购买者对任何未披露的扣押、留置或负债的追索权；准确说明购买者有可能承担的任何环境责任。明确这些条款并将其包括在出售购买协议草案中，减少最后时刻就售价进行谈判的机会。^①
- **广告**：有关国有企业的购买机会的信息，应尽可能通过国际、国内或当地媒体且也许可通过互连网，进行广泛传播。应告知有兴趣的参与者如何获取额外信息。
- **潜在购买者的资格**。为了滤掉不严肃的参与者，这样要求潜在购买者是合理的：交付适当的保证金；要得到一份信息备忘录、出售购买协议草案和进行随后认真检查的机会，需签署保密协议。在最终出售后可以全额或部分退还的保证金，数目不宜过大以免打击潜在的合格的购买者。

5. 出售方法

最基本的选择是出售程序应该是“公开”的还是“封闭的”。经验显示公开的出售程序趋向于使出售收益、售后投资和政治信誉最大化。涉及例如仅有内部人或数量有限的潜在购买者的封闭程序，比许多潜在购买者间的竞争成本低、容易组织，并具有更大的灵活性。然而可能缺乏透明度使封闭程序易于遭受偏袒或腐败的控诉。经合组织的经验显示，潜在购买者中的公开竞争有助于更高的出售收益和高质量的购买者，公开程序也能获得更多的公众支持。^②

在中欧的转轨经济国家中，小企业常通过公开拍卖售出，是以售价为唯一标准的。大中型企业的出售方式有很多不同，可能包括以下：

- “向公司出售”，出售主要战略或财务投资者；
- 首次公开发行；
- 管理层购买或管理层/职工购买；
- 混合出售，涉及以上的两种或更多的选择。

^① Ibid.

^② OECD, 第 53-54 页.

将在下面进一步讲述的这些出售方式，不同程度地趋向于公开或封闭程序。依其性能，首次公开上市是向个人和机构投资者开放的公众性的基于价格的过程。同行交易可能基于价格或价格加其它条件（如提出的商业计划、随后投资和就业保障）。同行交易可通过公开拍卖或公开招标进行，任何合格的潜在购买者的竞争，可通过针对有限的经筛选的潜在购买者的封闭式投标或与单一的潜在购买者的直接谈判来进行。

如果完全可能，小型国有企业应该通过公开拍卖售出最高价。中欧国家选择的方法各有不同：捷克共和国依赖公开拍卖；波兰常采用价格不一定反映市场价值的封闭程序；匈牙利采用的是拍卖与直接谈判出租结合的办法。选择出售小型国有企业的的核心问题是，公开拍卖/招标的益处（如效率、公平和透明度）是否超过封闭程序中自然的内部人支持的潜在好处？中欧的调查显示通过公开程序转让的小型国有企业的投资（私有化后）显著高于通过封闭程序转让的小型国有企业。公开程序更可能导致外部人接管公司。中欧小型国有企业的私有化在涉及外部人时存在明显的好处。^①

对大中型国有企业来说，向公司出售对出售收益最大化或吸引强有力的管理层和新技术最为有用。向公司出售是匈牙利、墨西哥（见表4）和波兰大中型国有企业的出售中，十分流行的方法。其它因素相等，其出售收益可能比如果政府选择通过公开发行人来出售更高。^②这是因为购买者在向公司出售中要求企业的控制权，愿意多付（如“控制权溢价”）来获得控制权。控制权溢价可能比公开上市的期望收益高20%或更多。^③其它可预见的好处包括可能的外国投资和技术、有控制权的股东更强的治理。因为控股股东的涉入，向公司出售通常对一国法律和市场基础条件提出的要求较少。然而，如果还有少数股东，则需要有有力的保护措施阻止控股股东向少数股东的征购。另一方面，向公司出售对资本市场的发展没有任何作用。封闭程序可能会使向公司出售易受腐败或偏袒的指控。然而在波兰，一套明晰、详细且透明的程序保证了向公司出售的成功、有效。^④

向公司出售**很费时间，但能够采取办法加快其进程。**墨西哥和匈牙利（表四-5）大量运用了向公司出售。向公司出售比首次公开发行花费的时间少，尤其是如果首次发行要求较多的售前重组的话。但是，向公司出售也很费时。例如对中欧向公司出售的调查显示，准备/谈判每笔交易平均需要占用15个月和咨询专家的30多人月的时间。^⑤在非转轨的经合组织国家，同行买卖也很费时。例如在英国，撒切尔政府有热情且投入的私有化小组在10年期间组织出售了大约20家企业。墨西哥起初有大量的小企业，政府在六年组织出售了约150家国有企业。^⑥向公司出售的拖延成交可能造成企业经营/财务恶化或资产的离散。这些现实使中东欧的几个政府决定，主要是出于政治原因，在18到24个月的期限内，采用“凭证拍卖”的办法将数千国有企业私有化。在凭证式出售不可接受时，采取以下措

^① 世界银行, *Eastern European Experience With Small-Scale Privatization*, 第9页.

^② 世界银行, *The Case-by-Case Approach to Privatization*, 第22页.

^③ Bai, 第7页.

^④ OECD, 第53页.

^⑤ 世界银行, *Selling State Companies to Strategic Investors*, 第11页.

^⑥ 世界银行, *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies*, 第8页.

施加速向公司出售：与一个以上的潜在购买者持续谈判；有可能地求助于其它可选的出售方法（如首次发行、管理层购买）；事先阐明潜在前面讨论过的敏感问题（如扣押、环境或隐性负债、保证和赔偿）。

表 IV-5. 按方法分类的中/大型私有化交易， 1980-2001

国家	方法		
	公开发售	向公司出售	其它
澳大利亚	36%	46%	18%
法国	57%	7%	36%
匈牙利 (1)	16%	81%	3%
墨西哥	19%	74%	7%
葡萄牙	60%	40%	-
西班牙	91%	9%	-

来源：OECD，第 55 页第 6 段(1) 1995-2001。

公开发行的主要好处是促进资本市场的发展和规范。否则，首次公开发行对当地机构的要求很多。对大型和知名的国有企业最为适宜，首次公开发行有助于增加公开市场上股票的供给，迫使发行企业遵守更多的市场监督和规范，尤其是在以信息披露和公司治理不充分的环境下。首次公开发行通常是最透明的出售方式。但出售收益一般要低一些，因为股份可能的大量分散排除了控制权溢价的可能性。还有，首次发行要求作许多准备并雇佣外部咨询专家（见专栏 IV-4），因此是组织起来最为昂贵的出售类型。为了首次发行和发行后交易的成功，当事国应有相对发展较好的财务和法律体系，包括股票市场足够的基础设施和流动性；有关公司、产权、证券和破产的足够的法律；证券监管机构充分的市场监督和执法。鉴于首次公开发行分散股权的的倾向，建立严格的公司治理和证券市场监管/执法的机制来保护少数外部股东是十分重要的。另一方面，大型企业的公开发行能够为财务和法律体系的必要发展提供动力。

专栏 IV-4 首次公开发行（IPO）的典型步骤

除了售前重组、会计/审计和评估工作，IPO 一般还涉及以下准备步骤：

- 雇佣财务顾问、承销代理（经纪公司或承销商）、主承销公司和募集财团成员。
- 起草招股说明书，由财务顾问或承销经纪商与国有企业的经营者和政府官员合作完成。招股说明书必须强调股利政策；环境问题；相关法规；职工和管理层参股的问题；政府剩余股份的管理；政府对企业及其所在行业的意向。
- 选择股票和相关证券，如普通或优先股、可转换债券、购股凭证。
- 决定组织进行 IPO 的基本问题，如最大化价格还是便利价格；广泛发行还是集中于机构投资者；全球或美国存股证（GDRs/ADRs）的可能使用；最终发行定价的程序。
- 实施公开销售活动，包括组织“路演”（可能包括主要的国际证券市场）来展示公司和股票发行。

- 决定发行价（零售价和机构价）和分布（国内和国外），获得政府批准。

世界银行 1998 年 3 月 pp12-3。

在特定情况下，可以保证管理层/职工购买（MEBOs）。但鉴于潜在缺点（如缺乏透明度、内部人控制），MEBOs不应仅出于速度快的原因被采纳为常规的出售方法。MBOs/MEBOs肯定是取得职工和管理层支持最容易的办法。此方法也相对简单、迅速，尤其是在允许和鼓励分期付款购买的情况下。MEBOs是斯洛文尼亚、克罗地亚、马其顿、罗马尼亚、乌兹别克斯坦、乌克兰、阿塞拜疆、阿尔巴尼亚、土库曼斯坦和白俄罗斯首要的私有化方法，是波兰、吉尔吉斯斯坦和亚美尼亚第二常用的方法。^①这些国家中，仅有 2 或 3 个被认为在私有化计划、私有化后改制和原国有企业的业绩方面取得成功。MBOs/MEBOs可能适于高度依赖于职工的科学/技术技能和判断的小企业。^②但MBOs/MEBOs典型的封闭性易使参与者受到公众关于偏袒和腐败的谴责。社会主义和非社会主义国家的经验显示职工有这样的倾向，即利用他们作为所有者或经营者的权利，保护他们的工作或提高工资，而不是促进竞争力。也几乎没有证据显示这样的出售方法与集中的售后重组相关联。向集中的经营团体出售比广泛分散的所有权要好。但实证记录表明出售给外部人比出售给内部人引起更大的售后重组、企业生产力和盈利性。^③OECD国家的经验表明无偿获得股票时进行的重组少。^④如果出售企业转让给经营者/职工，显然这些内部人应该支付些基于市场的价格而不是免费获得股票。

混合出售是结合各种可选手出售方式优点的有效办法。混合出售在中欧常被成功地运用。例如，向控股股东的同行买卖可以与 IPO 和/或少量向职工出售相结合。例如，在同行买卖/IPO 的案例中，可以将同行买卖的出售收益较高和专注的外部管理队伍的优点，与给公众分享所产生利益的机会相结合。特别是在同行买卖/IPO 联合的案例中，形成良好的财务披露、好的公司治理的做法和良好的市场监督/执法机制，保护公众股东利益免受控股的内部股东的损害。

这些出售方式的主要考虑、优点和缺点总结如表 IV-6。

表 IV-6. 国有企业主要出售方式的主要特征

可选方式	优点	缺点	主要适用性
过程： 公开的	<ul style="list-style-type: none"> • 更多竞争 • 高质量的购买者 • 更大的出售收益 • 对企业更有利 • 透明度 • 公众支持 	<ul style="list-style-type: none"> • 额外的费用 • 额外的时间 	<ul style="list-style-type: none"> • 有力的政府所有者/卖者

^① Ibid, 第 24 页。

^② OECD, 第 58 页。

^③ 世界银行 (Nellis, 2002), 第 10 页 citing Hinds.

^④ OECD, 第 58 页。

封闭的	<ul style="list-style-type: none"> • 低成本 • 灵活性 • 迅速 	<ul style="list-style-type: none"> • 较低质量的购买者 • 不透明 • 腐败的机会 • 公众的指责 	<ul style="list-style-type: none"> • 压倒性的内部人控制
购买者： 向公司出售	<ul style="list-style-type: none"> • 更高的出售收益（“控股溢价”） • 有力的管理层 • 可能的外国投资/技术 • 对法律/市场条件较少的要求 	<ul style="list-style-type: none"> • 费时 • 无助于资本市场发展 	<ul style="list-style-type: none"> • 绝大多数的中大型国有企业
IPO	<ul style="list-style-type: none"> • 促进资本市场发展 • 对企业可能的饿市场监督 • 高透明度 	<ul style="list-style-type: none"> • 较低的出售收益 • 多方面的准备 • 高成本 • 费时 • 对法律/市场条件的高要求 	<ul style="list-style-type: none"> • 大的、知名的运行良好的国有企业 • 形成对少数股东强有力的法律/规章保护
MBO/MEBO	<ul style="list-style-type: none"> • 迅速 • 管理层/职工的支持 	<ul style="list-style-type: none"> • 不透明 • 可能的偏袒或腐败 • 公众的职责 • 不太可能促进竞争 	<ul style="list-style-type: none"> • 依赖于职工科学/技术技能的小型国有企业
混合出售	<ul style="list-style-type: none"> • 高一些的出售收益 • 有力的管理 • 公众分享获益的机会 • 公众的支持 • 发展资本市场 	<ul style="list-style-type: none"> • 更复杂的交易 • 高成本 • 费时 • 对法律/市场基本条件的高要求 	<ul style="list-style-type: none"> • 中大型国有企业可能吸引战略（如国外）投资者

6. 售后

制定国有企业出售计划要考虑的最终问题，包括可能的售后条件或限制、环境问题、剩余的政府股权、采用“黄金股”、购买筹资和支持政策。

对购买者的售后限制应避免或减少到最小。中欧国有企业的出售/购买协议有时包括售后限制，如关于企业的再出售、经营范围或职工裁员。经验表明如果可能应避免这些限制。对企业再出售或有条件的出租的限制，严重阻碍二级市场的发展并延长最初的缺乏效率，比如在地产的有权使用方面。对有效的市场主导的零售和服务领域的迅速发展而言，地产完整权利的转让和尽可能少的限制有很大好处。^①对售后职工裁员的限制也可能是误导性的。^②

购买者的售后承诺很难监督和实施，应力求最少。较高的出售价要好于售后承

^① 世界银行 (Frydman), 1994, 第 7 页。

^② 当然在买方允诺保证一定数量的工作和保证现有的员工的工作之间有重要区分。前者问题可能会较少。

诺。售后的购买者承诺，涵盖的内容有未来资本投资、工作的保留、服务水平和环境清洁，已在许多国家使用，如捷克共和国、波兰、德国、匈牙利、韩国、墨西哥和土耳其。然而，OECD 的经验表明，这样的售后承诺的监督实施很难也很昂贵，往往会延长政府的介入。比如，在匈牙利，Apvrt 国有控股公司在 2000 年面临对 22000 合同的监督和多达 650 个与投资者的诉讼进行管理。^①售后购买者承诺常导致出售价降低，加之监督出售/购买合同的成本，进一步降低了政府的净出售收益。

政府应该制定透明且有预见性的规章和激励机制，来减少与环境问题相关联的风险和成本。 拟议出售的国有企业造成环境破坏的情况下，出售者要强调环境问题以减少对购买者和政府而言的不确定性。通常，企业要负责减轻新的污染。因此，主要问题是怎样处理现有的环境破坏（如，对土壤或地下水）。疏于强调这类环境问题延误甚至中止了许多私有化交易。在许多情况下，这意味着政府必须承担一些环境风险，并就未知风险补偿购买者。采用的方法包括允许留置购买价格中的部分来支付环境清理（捷克共和国、波兰），降低购买价格但让购买者负责清理（阿根廷）。OECD 国家和东欧的投资者在购买有环境问题的企业时，试图控制他们的财务风险。方法包括：

- 环境审计，以帮助确定企业的环境负债，减少评估的不确定性；
- 补救措施，取决于已有环境破坏造成的健康风险；
- 事先停止条件（如在环境审计发现十分严重的问题的话，卖方要使购买者免受出售/购买协议的约束）；
- 补偿处理具体问题产生的成本；
- 对所有权转让后才发现的问题的担保；
- 商业保险。^②

剩余的政府股份是有妨碍性的，尤其是在同行买卖中。 政府有时寻求保留一些股份，比如用于环境或归还索帐，或向地方政府提供一些利益。然而同行买卖的投资者通常希望最大程度的控制权和少数股东最小程度的参与。中欧向公司出售的经验表明，如果投资者要求的话，政府卖方应准备将 100% 的国有企业股权出售给购买者，并给购买者以现金支付必要付款（如环境清理或对地方政府的付款）^③。

如果可能，通过“黄金股”使政府保有特殊权利的做法不应常用。如果采用了黄金股，其权利应是精确界定的、有时限且仅在严格明确的情况下才采用的。 黄金股赋予政府在售后同意或否决主要动议的特权，如向第三方出售多数股份、主要资产的出售、清算或重组。英国首先提出黄金股以保证新私有化了的企业不被吞并，黄金股在其它许多 OECD 国家得以采用：如法国、荷兰、西班牙、葡萄牙、比利时、新西兰（“Kiwi 股”）、意大利、捷克共和国、波兰、匈牙利和土耳其。墨西哥、瑞典、瑞士、澳大利亚和德国尚未使用或允许黄金股。黄金股可能

^① OECD, 第 57 页.

^② 世界银行 (Welch), 1998, 第 7 页.

^③ 世界银行 (Rutledge), 1995, 第 3 页.

便利不必要的政府干预或削弱公司控制的市场。^①因增加了不确定性或限制了企业售后自由的商业行为，黄金股可能减少企业的价值和出售价。^②OECD经验表明黄金股的潜在弊端，可以通过精细地着重于黄金股权的范围，通过使黄金股权具有时限性（如售后3年），通过指定可调用特权的情形（专栏 IV-6）。

专栏 IV-6. 黄金股的使用：一些案例

英国： 虽然因产业而异，黄金股权往往是有时限的。一项典型的禁令是一个人或团体一起行动来控制公司权益的15%以上。在国防业，黄金股没有时限且包括附加的权利，如指定董事、处理主要资产。作为一个政策问题，保有黄金股被当作是一种特殊内容，它并不允许政府对企业经营事务的干预。多年来，政府已放弃了在行业的黄金股，除了国防业。在英国电信的案例中，政府放弃了其黄金股，以消除与MCI进行合并谈判期间投资者不确定性。除了在国防业，黄金股权从未起用过。

法国： 1986年引入黄金股(“action spécifique”)。虽然没有时限，但政府可选择将黄金股转换为普通股。典型地，黄金股赋予政府这样的权利：集中控制权达到一定比例以上要有经济和财政部的授权；向董事会任命两位无投票权的董事；为保护国家利益可以阻止任何资产的出售（如股份、地产、知识产权）。

意大利： 1994年的一项法律为保护公共秩序、安全、卫生和国防提供了广泛的权利。1999年对黄金股权作了更精细的界定，部分原因有：欧盟行动，对意大利电信的一项敌意收购，及其提议的与德国电信防御性的合并。自此，黄金股权只在特定条件下起用：如已私有化股份所有权的不透明，不顾公众利益，均衡性和无歧视性。

葡萄牙： 黄金股权限制了保险、银行、运输和能源业中非国民的参与。

波兰： 在有些私有化企业中，政府采用黄金股保证对购买者售后承诺的控制和监督。

OECD, 第 64-65 和 84-5 页.

缺乏资金来源有可能限制许多国内购买者。但向购买国有企业提供银行贷款的特别计划，除了对中小企业外，是充满危险的。政府卖方可能会被驱使接受通过分期付款的购买筹资，这也需要谨慎监控。 尤其是如果小型国有企业的新业主拥有房产或能将租赁物作为抵押，对小型国有企业购买进行银行融资似乎是有了一定信贷风险的。但是中欧的经验对中/大型国有企业购买进行银行融资提出了更多问题。例如，在捷克共和国有许多著名的案例：当地投资者以膨胀的帐面价购买了许多很好的国有企业，这些购买是通过国有商业银行贷款融资的，私有化后获得了额外贷款，在很长一段时期内吸取企业资金。如果企业所有权是广泛分散

^① OECD, 第 64-65 页。例如，黄金股的存在已经阻止了两次收购，包括 KPN（一个部分私有化的荷兰通信公司）和西班牙的 Telefonica。

^② 世界银行 (Welch), 1998, 第 17 页。

的而银行是国有的，资产转移和挪用？的风险就特别大。^①不审慎地为购买国有企业贷款，可使企业和金融机构债权人都陷入经营困境。在中欧，分期付款方式在国有企业购买地融资中经常采用。具体的条款因国家而不同。例如，在爱沙脱尼亚，国内购买者可以支付 20% 的首付款并在 3 到 10 年分期支付 80% 的余款。在斯洛伐克，购买者要首付 10% 然后在 2 到 7 年内分期支付 90% 的余额^②。购买者不能支付分期付款时，问题出现了，例如，因为公司的实际现金流量少于预期或购买者利用了对债权人弱的法律保护。例如，在爱沙脱尼亚，截止 1995 年底，差不多 20% 的购买者不能按期支付他们的分期付款。^③拖欠的分期付款对政府造成两难，政府大概不想将国有企业再国有化。再这种情况下，政府将现有分期付款余额卖给一个私营投资者或资助和允许其控制或接管拖欠费企业是很合理的。更通常地，政府卖方出售分期付款余额以获得现金或保留私营卖主来监控和追收分期付款余额。^④

前国有企业要在非国有所有制下成功发展，出售计划必须补充以其它方面适宜的政策。这包括范围很宽的宏观经济政策，放松对非垄断行业的管制和结构性改革。例如，波兰的转轨模式没有大量或迅速的私有化就成功了是因为：新企业完全自由的进入；取消工人委员会的权利；放开了 90% 的价格；通过紧缩的财政货币和工资政策进行的稳定化；对国有企业的硬预算约束；几乎完全的贸易自由化和经常项下的可自由兑换。对新企业实行自由贸易和自由进入，结合对许多剩余国有企业的硬预算约束，并引入剥离国有企业中有生产力的资产而不进行正式的私有化的机制，为大量和迅速的资产剥离？提出了一种可行的选择方案。加之迅速出售的 194000 家小型国有企业，这些政策鼓励新的私营企业的增长，这表现为转轨经济中恢复和经济增长的主要动力。不能借用一套政策体系中的单一部分应用于其它地方并期望它重复原有环境下取得的全方位的效果。改良的、谨慎的大规模私有化在波兰有效，是因为它处于一套有效的很适宜的经济和金融政策、有活力的新的进入者、强劲的政治竞争，以及剩下的国有企业中初步形成的的（肯定地）以工人委员会为一方、（也许）以职业和私营NIF经理为另一方的公司治理。^⑤

对私人财产权的保护也很关键。公司在达不到不易犯错的透明度的情况下，这就成了特别令人烦恼的目标。中/东欧值得注意的例子包括 1992 年后将企业出售给政府喜欢的购买者，以及俄罗斯在九十年代中期实行的备受指责的“为股票贷款计划”。^⑥数年后，这些转让引起强烈的公众指责。尽管政府已更换，接续政府坚

^①如果寻求一个相对理论化的方法，请参考世界银行, *Ownership Structure and the Temptation to Loot: Evidence from Privatized Firms in the Czech Republic*, (Cull), 2001。作者很有力地将一次性资产剥离和在一段较长时间内由银行资助逐步剥离资产进行了区分。

^② 世界银行, *The Restructuring of Large Firms in Slovakia*, (Djankov/Pohl), 1997, 第 12 页。

^③ 世界银行, “Finding Real Owners – Lessons from Estonia’s Privatization Program” (Nellis), *Viewpoint*, No. 66, 1996 年 1 月。

^④这种安排有些类似印度尼西亚银行重组机构(IBRA)的运作，IBRA 拍卖小额贷款，雇用商业机构追收中等规模的贷款（50 万-500 万美元）。

^⑤ 世界银行 (Nellis), 2002, 第 16-18 页。

^⑥ Lieberman 和 Viemetra.

持着没有纠正这些有争议的交易。官方的论断是如果那样作对意识中私人产权不可侵犯的消极影响会超过通过更透明的过程对原国家财产进行再分配的积极效应。

C 对中国的启示

最基本的问题是中国在国有企业的所有制转型中应遵循“开放的”或“封闭的”方法。过去十多年来，除了 1000 左右首次公开发行和外国投资的合资企业，所有制转型大多是通过管理层购买或管理层-职工购买的封闭程序进行的。除了其更快的速度和更大的灵活性，封闭程序会引起公众对所有制转型的优点的争论。但是世界范围经验结论性地证明了公开程序的巨大优点，对国家股东/卖者和具体企业来说都如此。按不同的处理阶段来考虑所有制转型是有用的：(a) 目标和政策；(b) 制度框架；(c) 出售准备；(d) 进行出售；(e) 售后：

(a) 所有制转型的目标应该是出售收益的最大化和为原国有企业未来的发展创造最有利的条件。外部人应有同等的机会与内部人竞争来购买企业。从国际经验来看很清楚，外部所有者有可能在售后重组和提高企业生产力和盈利性中更为有效。所有制转型程序应尽可能地公开，如通过着重于公开拍卖或公开招标。需要通过公开程序来鼓励外部人（有可能是更合格的购买者）的投标，来使出售收益最大化并提供必要的透明度。

(b) 透明度和集中的决策权很重要。有必要通过透明度来保持公众对所有制转型的支持并阻止日后有关腐败的说法。必要的透明度可产生于：公布指导企业出售的清晰完整的规程序；公布将要进行的出售；发布有关企业的可靠信息；国内和国外投资者的公平对待；有关真实或潜在利益冲突的规定；公布企业出售结果；适当的公共实体的监督。至少对大型或复杂的出售来说，聘用外部财务顾问会促进透明度和出售成效。国资委应有很宽的处置权来组织和决定所有制转型，仅有特别大型或重要的交易才需要更高一级的批准。

(c) 国有企业的售前重组应是最小程度的。仔细计算中型国有企业“继续经营”的价值是浪费时间和努力。只要包含任何不动产（包括土地使用权）的价值，帐面值评估就足够作为拍卖或招标谈判的参考。国有企业的所值就是一个有准备且有意愿的购买者愿意支付的价格。因此，国资委不应着力于“企业价值”的事先计算，而应该着重于可以使潜在购买者中的竞争最大化及其潜在不确定性最小化的程序（如投标者可获得企业信息、管理购买者面临风险的保证或补偿、广告）。这是使出售收益最大化且吸引最有资格的购买者。

- (d) 每一所有制转型中所用的出售方法应适于每一具体国有企业的特征和需要：
- 小型国有企业的出售和评估应着重于不动产或对不动产的权利（如土地使用权、租赁权）的转让。在交易中加入其它资产（如存货、固定资产）和负债（如债务）会没必要地使小型国有企业的出售复杂化。如果可能，小型国有企业应该简单地通过公开拍卖获得最高价。从我们的分析来看，很显然中小型的国有企业不应保留在中国的国有资产中。中小型国有企业往往会是：永久性亏损企业；销蚀而不是增强国有资本；还会带来更大的负

债风险。全面、迅速地实施 1999 年四中全会“抓大放小”的决定，比以往任何时候都有意义。然而，这将意味着大量的交易。因此，有效的中小型国有企业出售计划特别重要。

- 清算小型国有企业和无力偿债或难以审计的中型国有企业，可以通过资产出售和分开处理产权要求来进行，清算是十分有效的所有制转型的方法。
- 对绝大多数的大中型国有企业来说，向有控制力的股东（如战略投资者）的“大宗交易”应是优选的股权转让方法。
- 除了少数选择案例，考虑到额外的时间、努力、费用及对公众股东的风险，首次公开发行（IPO）是不值得的。IPO 的使用应限于大型、知名且运营良好的国有企业，这些企业的公开发行会有助于资本市场发展，对有足够的对少数股东的保护。
- 应避免诸如 MBOs/MEBOs 的封闭过程，除非是在特别依赖于企业职员科学/技术技能的小型国有企业中。如果采用 MBOs/MEBOs，应要求内部人为其股份付些款，虽然是以市场价格的一定折扣价。
- 混合出售，比如同行买卖加 IPO，是结合不同方法优点的好办法。然而，由于操作原因（如成本、复杂性），混合出售应限于能吸引战略（如外国投资者）的大中型国有企业。

(e) 适当的售后条件，对实现出售收益最大化和促进原国有企业未来发展的主要目标是很关键的：

- 应避免对国有企业或国有企业购买者的售后限制（如关于经营范围、企业再出售、职工裁员），因为这些限制除了减少出售收益，不可能取得持久效果。
- 同样地，国家卖者对购买者的售后承诺（如关于资本投资、技术转让）的监督实施，很难也很昂贵。应优先选择更高的出售价而不是相当的购买者售后承诺。
- 处理国有企业环境破坏的政府规章和激励制度应是明确且可预知的。
- 国资委不应坚持保留剩余股份，特别是在同行买卖的情况下。
- “黄金股”可以传达批准或否决主要动议的特殊权利，如企业再出售给第三方、主要资产的出售、清算或重组，但不应频繁使用。任何黄金股权都应是精确定义的、有时限的，且仅可在清楚界定的情况下启用的。
- 因为缺乏财富或融资渠道，会限制许多国内购买者，至少对中型企业来说是这样的，国资委要作好允许通过分期付款进行融资购买。但是，分期付款应受到认真监控。在购买者无法按期支付分期付款的情况下，国资委很有理由通过将拖欠余额出售给私营投资者或雇佣商业催债公司把解决的问题“转包”出去。
- 原国有企业售后的成功发展要求在广泛领域有补充政策，包括新企业的自由进入、宏观经济的稳定、贸易自由化、债权人权利、银行改革和公司法改革。
- 在出售公用事业的案例中，适宜的监管框架尤为重要。
- 最后，明确和保护私人产权是很关键的。过去的所有制转型，即使是源于有问题的、不透明的进程，也应予以尊重。政府不按照清晰的、已明确的规则、标准和程序进行“认真检查”，不应因环境、卫生或安全原因剥夺任何企业业主的财产或不让其经营。

参考文献

- Chongen Bai, Qiao Liu, Frank Song, *The Value of Corporate Control: Evidence From Chinese ST Firms*, mimeo, December 2002.
- Olivier Blanchard and Andrei Schleifer, *Federalism With and Without Political Centralization: China versus Russia*, MIT working paper 00-15, 2000.
- Bundesanstalt für vereinigungsbedingte (Federal Agency for Unification Tasks), *Final Report of the Treuhandanstalt*, 31 December 1994.
- Olivier Butzbach, background notes on Statoil and IRI, mimeos, May 23, 2002.
- China Petroleum and Chemical Corporation, *Annual Report and Accounts, 2001*.
- Roland Czada, “The Treuhandanstalt and the Transition from Socialism to Capitalism,” Fernuniversität Hagen, 1996.
- Ron Hamilton, Crown Companies Monitoring Unit, correspondence, “New Zealand Government Accounting Policies As They Affect SOEs” (July 23, 2003) and “State-Owned Enterprises (SOE) Dividend Policy” (July 29, 2003).
- 国际金融公司, 《中国新兴的私营企业》, 2000.
- International Finance Corporation, *Restructured SOEs in China*, forthcoming draft.
- 李岚清主编, 《中国利用外资基础知识》, 中央党校出版社, 1995.
- Ira Lieberman and Rogi Veimetra, “The Rush for State Shares in the ‘Klondyke’ of Wild East Capitalism: Loans-for-Shares Transactions in Russia,” *George Washington Journal of International Law and Economics*, vol. 29, 1996.
- Florencio Lopez-de-Silanes, “Determinants of Privatization Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, 1997.
- Peter Lynch, *One Up on Wall Street*, (Penguin: 1990).
- William L. Megginson and Jeffrey Nutter, “From State to Market: A Study of Empirical Studies on Privatization,” *Journal of Economic Literature*, June 2001.
- 第二次全国基本单位普查领导小组办公室编, 《第二次全国基本单位普查工作手册》, 2001.

- 国家统计局, 企业调查总队, 《中国大企业集团》, 2001.
- 国家统计局, 《中国财政年鉴》, 2001.
- 国家统计局, 《中国统计年鉴》, 2002.
- ohn Nellis, "Finding Real Owners – Lessons From Estonia's Privatization Program," *Viewpoint*, number 66, World Bank, January 1996.
- Osterreichischen Industrieverwaltungs Aktien Gesellschaft (OIAG), *Annual Report*, 2001.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), *Privatizing State-Owned Enterprises in the OECD Area: An Overview of Policies and Practices*, Directorate for Financial, Fiscal, and Enterprise Affairs, September 2002.
- Yingyi Qian, "The Institutional Foundation of China's Market Transition," paper presented at annual World Bank conference on development economics, April 1999.
- Edward S. Steinfeld, *Forging Reform in China: The Fate of State-Owned Industry*, Cambridge University Press, 1998.
- 斯道延-坦尼夫、张春霖、路-白瑞福特, 《中国的公司治理与企业改革: 建立现代市场制度》, 中国财政经济出版社, 2002.
- World Bank, *Eastern European Experience with Small-Scale Privatization*, a collaborative study with the Central European University, April 1994.
- World Bank, *Selling State Companies to Strategic Investors: Trade Sale Privatizations in Poland, Hungary, the Czech Republic, and the Slovak Republic*, volume 1 summary and volume 2 case studies, 1995.
- World Bank, *Restructuring Large Industrial Firms in Central and Eastern Europe*, 1996.
- World Bank, *The Restructuring of Large Firms in Slovakia*, 1997.
- World Bank, *The Case-by-Case Approach to Privatization: Techniques and Examples*, March 1998.
- World Bank, *Ownership Structure and the Temptation to Loot: Evidence From Privatized Firms in the Czech Republic*, 2001.

黄佩华、迪帕克，《中国：国家发展与地方财政》，中信出版社，2003.

World Bank, *The Determinants of Enterprise Restructuring in Transition: An Assessment of the Evidence*, September 2002.

世界银行，“在国有企业集团中行使所有权：中国可以从国际经验中学到什么？”，背景论文，2002年12月.

World Bank, *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies: a Retrospective Analysis*, Operations Analysis Department, 2002.

World Bank, *Privatization Practice Note: Europe and Central Asia Region*, March 2003.