

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？

高伟彦 (William Mako) 张春霖
(世界银行驻中国代表处)

在中国，根据政府的法规，企业集团被定义为由母公司、母公司拥有多数股权的子公司、母公司拥有少数股权的成员公司以及其他企业或机构组成的“独立企业法人的联合体”。^① 到 2000 年底，共有 6027 个企业集团注册^②，其中 2655 家被认为是“大型企业集团”，即那些年销售收入和总资产超过人民币 5 亿元的企业集团。2000 年，这些大型企业集团占中国城市就业的 11%，出口的 22%，工业部门资产的 57%^③。

政府希望在加入 WTO 后企业集团能在中国的经济发展中发挥日益重要的作用。1999 年中国共产党“四中全会”号召“培育强大和有竞争力的大型企业和企业集团”以便他们成为“国民经济的支柱和中国参与国际竞争的重要力量”。2001 年全国人民代表大会通过的“第十个五年计划”也要求“发展拥有知名品牌、自主知识产权以及明确划分和强有力核心业务的大型公司和企业集团”。

在中国，国家所有权在大型企业集团中占主导地位。在 2655 家大型企业集团中，国家是 1605 家母公司的多数股权所有者。这些往往是大型企业集团中最大的公司。国家占多数股权的大型企业集团占有所有大型企业集团资产的 92%，销售额的 87%。虽然国家正试图从非战略性企业“撤出”，但在中短期内，企业集团国家所有权占多数的情况可能要继续下去。2000 年底，中国仍有 19 万家国有企业。在可预见的未来，深化国有企业集团的改革，如内部控制和公司治理结构方面的改革，将在很大程度上取决于国家行使其所有权的方式，即国有资产管理体制的改革。

本报告集中探讨国家如何借鉴相关国际经验，以更有效的方式行使其在大型国有企业的的所有权。由于大型国有企业集团国有资产管理体制的制度框架和其他国有企业一样，本报告中的政策建议也许具有更广泛的适用性。本报告其他部分是这样组织的。在第一部分突出阐述中国国有企业行使国家所有权的制度性挑战和过去的改革努力。第二部分介绍了相关的国际经验。第三部分提出主要政策建议。

I. 制度性挑战

^① 在中国，独立企业法人可以是根据《公司法》注册的公司，或者根据《全民所有制企业法》(1988 年施行)注册的国有企业，或者其他独立核算、自负盈亏的企业，如集体所有制企业、合资企业、合伙企业及独资企业。

^② 国家工商行政管理局：《中国工商行政管理年鉴 2001》

^③ 国家统计局：《2000 年中国大型企业集团》，以及《2001 年中国统计年鉴》

中国的国有企业部门：概览

2000年，中国的190,508家非金融国有企业生产了GDP的约1/3。他们的资产负债表显示总资产超过16万亿元，负债不到10万亿元。根据财政部的报告，其国家所有者权益为5.8万亿元。49%的国有企业是盈利的，2000年总利润为4700亿元，而51%的企业总亏损为1800亿元，留给国家的净利润为2800亿元，比1999年高1.5倍，比1995年高1.2倍。在国有企业就业的有5270万人，占总就业的7.4%和城市就业的25%。国有企业分为大型、中型和小型。1999年，有72%的国家所有者权益在9000家大型国有企业，其余在31000家中型企业和177000家小型企业（分别为12%和16%）。

改革前的体制

考虑到国有企业部门的规模和多样性，国家在行使国有企业所有权方面建立了一种分工的制度。首先，所有权由从中央到省、市、县各级政府行使。其次，所有权由各种党政机构分享。“隶属关系”的概念反映了这种分工。在改革前的体制中，“隶属于”或由某级政府“主管”一般意味着本级政府和党委行使下列权利：

- 任命、监督、激励和替换厂长经理。这一般由负责监督国有企业的该级政府的党委及其组织部门来行使^①。根据国有企业的政治性质，其经理和其他政府机构官员一样，是作为党的干部进行“管理”的，并按同样的制度给予级别待遇。实际上，国有企业经理在政府部门任职或政府官员到企业任职是司空见惯的事情。
- 进行重要的经营决策。这由该级政府有关经济部门行使。例如，计划委员会负责全面的年度和五年计划，这些计划从预算资金分配和投资到其监管下的国有企业重要产品的价格和数量无所不包。计划部门还有权审批基本建设投资项目，或在进行大规模投资时向上级政府提出建议。经济委员会，与各工业厅局（部委）协作，负责国有企业日常业务的管理。劳动和人事部门的权力是管理与人力资源有关的问题，如招募、工资、社会福利等等。
- 提供资金和获取收入。政府的财政部门负责从国有企业获取收入并向企业分配资金。在改革前，以税收和利润为形式的企业收入约占中国预算收入的1/2。与这一职能相联系，财政部门还负责监督国有企业的财务核算和财务报告。国有银行负责征集存款，并向国有企业提供流动资金。在改革前，银行贷款不是重要的资金来源。

过去的改革努力

开始于1970年代末的国有企业改革先后尝试了由中央政府和地方政府以及

^① 当高级别经理被任命到由下级政府主管的国有企业，这个经理就会由上一级党委和组织部门管理。例如，一个部长级经理可以任命到省主管的国有企业。在这种情况下，这位经理就得有上一级权力机构，即中共中央委员会和组织部管理，但其他较低级别的经理则按通常的做法。

国有企业职工提出的许多方式和战略。国家与企业的关系一直是关注的焦点，大多数改革措施均旨在改变政府行使其对国有企业权利的方式。从概念上讲，可以将这些改革视为有以下两种战略，而在具体政策中这两种战略往往相互混淆，不那么容易看清。

第一种战略在 1978—1993 年间占主导地位，至今仍很有影响。它有两个支柱：一方面赋予内部人权力以提高效率，而另一方面加强党和政府的控制以遏制内部人控制。以强化激励机制和提高效率为目的，企业被赋予了管理自主权，国家和内部人（即经理和雇员）之间的共享收益。这一措施赋予内部人的权力，而不可避免地导致内部人控制，出现诸如资产剥夺等所有负面后果。为了使内部人控制得到遏制，加强了党政机关在任命和监督国有企业经理方面的作用。

1993 年中共“三中全会决定”通过了第二种战略，提出“建立现代企业制度是国有企业改革的方向”，并号召“制度创新”以替代以前的“放权让利”的战略。1997 年的中共第十五次全国代表大会和 1999 年的中共十五届四中全会通过倡导“抓大放小”、“国有经济的战略性调整”和“有所为，有所不为”，使这一战略得到了强化。这一战略实际上是公司化和所有权多元化的一种形式，只是在不同时期以不同的官方术语表达罢了。由于没有国有资产管理体制的改革，公司化和所有权多元化都不可能实现，因此应进一步观察一下国有资产管理改革的三层次模式。

三层次模式

公司化作为改革国有企业的一种可能方式是在 1980 年代中期开始讨论和试点的^①。到 1993 年中共十四届三中全会召开时，有 3000 多家国有企业以不同方式实行了公司化。在这种公司化战略背后最重要的思想之一就是通过对其在企业中纯粹所有者的角色进行重新定位，改革国家行使所有者权利的体制框架，依法确定其权利和义务。

为了实现这一目标，制定了一种三层模式，并为决策者和顾问们所广泛接受。这一模式的特点是两个分离：国家的所有权职能与其他职能分离，所有权职能与国有资产的日常经营分离。根据对这一模式的通常理解，第一层是一个国家机构，隶属国务院或甚至全国人大（在地方上隶属地方政府或地方人大），全权行使国有资产所有者职能。因此所有权职能便与国家的其他职能分离，因为所有其他党政机关均应将其所有权职能转移到这个机构。但是，这第一层的机构是一个政府

^① 据政府改革战略和政策的主要顾问吴敬琏等一些中国改革家说，世界银行在倡导这一战略方面发挥了作用。在 1985 年发表的一个报告中，世行建议中国也许会希望将决策权委托给董事会而不是像当时那样一直委托给职工和厂长经理。为了使董事会尽可能不受政府干预的影响，建议实行“社会主义的股份所有制”，这意味着“将每个国有企业的所有权分散到几个不同的机构”，如除中央和地方政府以外的银行、养老基金、保险公司及其他企业。1988 年，世行的一个代表团访问了中国一些主要工业城市，并在 1988 年 11 月的一个研讨会上与中国官员和学者进行了广泛的讨论。这次研讨会以及后来一篇未发表的报告的一个重要信息就是“中国的承包制应当逐步取消，只要合适，应代之以股份公司制”。（参见吴敬琏：《现代公司与企业改革》，天津人民出版社 1994 年，第 234—238 页。世界银行：《中国：长期发展问题与选择》，约翰·霍普金斯大学出版社，1985 年，第 166 页。世界银行 1989 年：《中国：企业管理改革，问题与选择。未发表的报告。报告编号：7773—CHA。》）

机构，工作人员均为公务员，而不是商业单位。第二层的机构主要是行使国有资产的日常管理职能。这些机构是作为商业实体，其目的是使国有资产的回报最大化，而且最有可能是完全为第一层机构所有。他们应在属于第三层的公司化的国有企业通过股东大会表决行使股东权利，或在企业的董事会占有席位。在中国的《公司法》中，这种机构被称为“国家授权的投资机构”。

尽管这一模式对改革实践具有重要影响，但从未被中央政府正式接受，作为其国有企业改革战略的一部分。特别是有关建立第一层次机构的想法从未在中央政府一级进行试验。但关于第二层次的机构，中央政府的确采取了一些相关行动。许多国有企业集团的母公司被以不同方式“授权”作为国家所有权在其子公司的代表。1990年代中期，三家大型工业集团的母公司被选为国家控股公司的试点^①，这一改革后来还没有来得及取得任何有用的结果，就被政府领导的这三个行业的重组所取代。

一些地方政府走得比较远，在第一层次建立了国有资产管理委员会。这方面上海和深圳走在了最前面。但这种国有资产管理委员会按中国的话说都是“虚”的。首先，委员会的成员均为党政部门现职负责人，而不是专职独立的专业人员。结果，委员会变得越来越形式化。在有些地方，这一空缺被各种党政机关所填充。例如主管不同部门的政府局、市委组织部、审计局、监察局、市总工会以及国有资产管理委员会办公室在第二层和第三层公司行使所有权方面都发挥着作用。

这种多层次模式有着其自身的逻辑。如果在第一层次不将所有权职能与国家的其他职能分离，第二层的机构在与政府关系方面就很难与任何其他国有企业有所区别。毫不奇怪，在第一层改革的失败已经导致第二层商业化的失败。在有些地方，人们把第二层的机构称为政府的“漏斗”、“二传手”，或“准政府”。对他们的行为已经有许多异议。这些机构中有一些认为他们在行使多种职能，其中包括不良资产的仓库以及社会稳定的卫士。一些机构响应政府部门的要求对一些显然不会盈利的项目和企业进行投资；一些成立了“直属子公司”，并牺牲其他子公司的利益向这些公司提供优惠待遇；还有一些机构向子公司征收30%的税后利润，但仍无法弥补其管理费用。

第二层机构没能成为专业的所有者引起第三层公司的抱怨，最终导致又回到前面说过的第一种战略。深圳市政府在一些绩效较好的公司实行了所谓“授权经营”，其中政府越过第二层，与每个企业集团的管理层直接签订绩效合同。当然这种做法仅适用于全部国有的公司，就像1980年代实行的承包责任制那样。

行使对国有企业的所有权：挑战的实质

看来中国已经花了二十多年的时间来改革国有资产管理体制，但成效非常有限。两种战略都未能使国有企业变成现代市场经济概念上的完全商业化的经营实体。从体制框架上看，行使所有权的方式与二十年前的方式大同小异。最重要的变化也许是一些控制权已经从国家转移到国有企业的管理层。从整体上看，国家与国有企业之间的关系仍无法适应现代市场经济的要求。因此非常有必要问一问为什么是这种情况。

回顾起来，一个重要原因似乎是，过去二十年的改革几乎完全集中在解决国家与企业的关系问题，而很少顾及原始所有者即全体人民与国家的关系。这一点

^① 包括中国石油化学工业总公司、中国航空工业总公司和中国有色金属工业总公司。

很重要，因为现有人民与国家关系的状况表现为对国家的软预算约束。从法律上讲，中国人民作为整体是国有企业的最终所有者，而国家应当是代表人民来管理这些企业。从这个意义上讲，人民与国家的关系可以和基金所有者和基金管理者的关系相比。但是，国家面临的软约束比基金管理者要多得多。最值得注意的是，在属于人民所有的资产的财务回报方面，还没有合同具体规定国家的像商业化资产管理那样的义务。

这种软预算约束使国家可以忽视国有资本的成本，所追求的目标也不是使国有资本的回报最大化。只要国家自由利用其所有权职能来追求的目标不是资本回报最大化，就自然会出现下列两种结果。首先，国有企业会不可避免地在国家的驱使下也追求多重目标，除非国家对某些企业失去控制。其次，也许最好的安排是所有权由行使国家其他职能的各种党政机构分享，因为这样所有权职能会被充分利用，以服务于其他职能的目标。

这其中的含义十分清除：只有国家的所有权职能与其别的职能分离并完全商业化，即国有资本回报最大化被作为国家所有者的首要目标，国有企业才会成为适应融入世界市场的现代市场经济要求的商业化经营实体。下一阶段国有企业改革的根本任务就是实现这一目标。

II. 国际经验

因此，中国目前的资产管理体制由三个层次组成：每个国有企业在最底层；在第一层次是寻求代表国家行使国有企业治理的省、市实体（即国有资产管理委员会）；在很多情况下还有持有国有企业股份并能行使治理权的中间的“第二层”实体（即国有资产管理局、四大资产管理公司，或企业集团的母公司。为了对中国的三层框架提供一些视角，并积累行使国家对大型企业集团所有权的经验教训，本部分综合了对瑞典、英国、德国、法国、意大利、奥地利、新西兰、巴西、新加坡和韩国经验较好的国有企业的案例研究成果。本部分主要讨论下列题目：

- 国有部门适宜管理的规模；
- 国有企业的适宜目标；
- “第一层”国有股权所有制，即原则、组织和程序；
- 国有企业的法律状况和公司治理；以及
- “第二层”国家控股机构，即国有资产管理局、企业集团的母公司以及为解决不良贷款问题成立的资产管理公司等特殊问题。

A. 国有部门的规模

其他国家经营良好的国有企业部门在国民经济中的比重均差不多。通常重点是那些对国民经济有战略意义的大型企业。

- 根据一项估计，瑞典的国有企业从 1998 年到 2001 年间增长了 12% 多，而斯德哥尔摩股票交易所显示只有 6% 的增长。瑞典只有 59 家国有企业，占 GDP 的约 7% 以及总就业的 5%。
- 新加坡的淡马锡金融控股公司拥有 20 家大型“与政府相关的企业”的股份，占新加坡 GDP 的 12%。其中有 12 家企业在新加坡股票交易所上市，约占市值的 20%。

- 新西兰的 16 家国有企业占 GDP 的不到 12%。
- 1990 年韩国公共企业占 GDP 的 9.4% 以及就业的 2.5%。这些仅包括 13 家商业型非金融企业。到 2001 年，韩国剩下的国有企业与私有企业集团相比子公司较少（即重点经营范围较小），债务和自有资本比率较低，资产和股本回报较高。

通过减少对国家股东的多重要求—即审查经营战略和计划、任命董事和高层管理人员、监督财务成果，一国有部门较小对现有国有企业改进治理是有益的。

只要有能力制止有害的事态发展，一些国家的政府满足于在战略性企业中持有少数股份，让私人持有多数股份。

*奥地利。*政府试图获得对原国有多数股企业的市场监督，并通过由一个国有基金 Osterreichischen Industrieverwaltungs Aktien Gesellschaft (OIAG) 的少数持股保持其战略影响。OIAG 原来的任务（1970 年代和 1980 年代期间）是使国有企业免受政界的影响并提高经营灵活性；保持国有企业监督和战略的延续性；结束软预算约束；以及通过集中财政职能和其他公司服务来提高效率。为了应对经济危机和 OIAG 如雨后春笋般的债务，这种情况有了变化，1993 年的一项法律要求 OIAG 出售其在奥地利国有企业的多数股权，用这笔收入来偿还债务。但是这项法律又规定 OIAG 的持股不得低于公司法要求的 25% 加 1 股的水平，以避免公司经营或资本结构的根本性变动（参见表 II-1）。由于奥地利的养老金不是大的股东，而奥地利的企业法没有给国家可以用来否决恶意接管的“黄金股”，所以政府一直依靠 OIAG 的少数持股确保对奥地利国民经济有重要意义的企业做出战略决策。^①

表 II-1. 奥地利：国有 OIAG 的持股

企业（部门）	年份	持股
VA Stahl（钢铁）	1993	75%
	1995	43%
	2000	35%
OMV（炼油/营销）	1993	75%
	1996	35%
奥地利航空公司	1997	52%
	2000	40%
奥地利电信公司 %	1997	100
	1998	75%
	2000	45%
Boehler Udenholm（钢铁）	1994	73%
	1996	25%

资料来源：OIAG, Butzbach

*韩国。*政府减少了在主要国有企业的股份，尤其是在 1988—1999 年间以及 1997 年以来，但仍然能够通过各种手段保护国家的战略利益。韩国电力公司和

^① 《调查：奥地利 1999 年》，金融时报。

韩国电信公司都是受政府监管的企业。此外，虽然财政和经济部在韩国电力公司的持股已经减少到 32%，但国有的韩国开发银行仍持有 22% 的股份，这样加起来共有 54% 的股权。后任的各届政府又相继于 1987—1999 年间减少了财政与经济部在韩国电力公司的股份。但是在这期间，政府能够通过法律保护国家的战略利益。根据《证券和交易法》的一项授权法令，财政与经济部有权指定任何从事“对国民经济有重要意义的产业”的公司为“公共性质的公司”，只要国家保有在该公司至少 15% 的股份。对任何这类“公共性质公司”，该法律限制代理投票，并允许公司章程将其他个体股东的表决权限制在 3%。

表 II-2. 韩国主要的国有企业，1988—2002 国家持股变化情况

企业/日期	政府第一层次	政府第二层次	其他国内企业	外国企业
韩国电力:				
88 年 12 月	100		—	—
89 年 12 月	77.83		22.17	—
97 年 12 月	69.82	5.72	* 13.90	
10.56				
99 年 12 月	52.23	2.73	* 22.69	
22.35				
01 年 12 月	32.35	21.57	* 19.55	26.53
韩国电信:				
92 年 12 月	100.00	—	—	—
98 年 12 月	71.20	—	23.80	5.00
99 年 12 月	58.99	—	22.30	18.71
01 年 12 月	40.15	—	22.65	37.20
02 年 5 月	—	—	51.00	49.00
POSCO:				
68 年 12 月	56.20	43.80	**	—
87 年 12 月	32.30	67.70	**	—
88 年 6 月	20.00	42.70	**	37.30
92 年 12 月	20.00	30.10	**	41.90
97 年 12 月	19.60	22.60	**	32.70
99 年 12 月	—	17.86	**	39.16
01 年 12 月	—	9.97	**	28.02
Hanjung 重型工程:				
97 年 12 月	—	100.00	***	—
00 年 12 月	—	76.00	***	24.00
01 年 12 月	—	28.34	***	71.09

资料来源：李（2002 年）

* 由韩国开发银行持有的股份。

** 由韩国开发银行和其他国家银行、韩国 Tungsten 以及 Pohang 科技大学持有的股份。

*** 由韩国开发银行和韩国电力公司持有的股份。

B. 国有企业的目标

世界上最好的国有企业都注重资本的使用效率，尤其是资本的回报。

*瑞典。*国有企业的股东——一般是工业部——希望每个企业不仅仅是根据标准的财务会计指标赚取利润。每个企业都被期望通过赚取多于其债务和股权资本之总成本的收入来提供“经济增加值”（参见专栏 II-1）。在瑞典，对经济增加值的重视也得到国有企业职工工会代表的赞同，他们都是基于这样的假设——在一个全球竞争的市场上，只有高效率的公司才有发展的空间——无论是私有还是国有的公司。国家股东鼓励国有企业的董事会引入诸如经济增加值等以价值为基础的制度，宣传高效率资本结构的重要性和效应，并把雇员和管理层的报酬与经济增加值的效果挂钩。根据一项估计，1998—2001 年间，瑞典国有企业的价值增长了 12% 多，而斯德哥尔摩股票交易所整个市值却只显示出 6% 的增长（Detter, 2002 年）。

专栏 II-1. 经济增加值（EVA）

学术研究表明，会计尺度（如每股收益）只是与股票价格偶然相关。更重要的是根据时间和风险进行调整，投资者可预期在商业周期内收回的现金。这就提出一个问题——如何将折现的现金流量（从分析角度看是最受推崇的估价方法）与企业实际的财务管理联系起来？

管理层应当注重使经济增加值最大化，即营业利润（operating profits）减去为创造这些收益所使用的全部资本的成本。当着营业利润可以增长而不必占用更多资本时，当新增资本被投资于收益大于资本全部成本的项目时，当资本可以从不能提供充足回报的经营活动中退出或清盘时，经济增加值都会提高。经济增加值是唯一一个与标准资本预算规则完全一致的绩效衡量尺度：接受所有现值为正数的投资，拒绝所有现值为负数的投资。（另一方面，只要新增资本投资的收益高于借款的税后成本，每股收益就会增加。）

总资本的回报率才是应当用来评价企业绩效的回报率。一个企业的经营风险和财务风险越高，要求它应当达到的回报率也会提高。绩效的评估应当针对全部资本——既包括债务也包括股权。超过全部资本总成本的营业利润乘以所要求的回报率就是经济增加值（EVA）。

Stewart, 1994 年

*挪威。*在 1972 年国家石油公司成立后不久，国家股东为公司确立了商业目标。1999 年为了引入连续的市场评估，股东关于初次公开销售国家石油公司 19% 股票的决策便利了与竞争者的较量，明确了企业治理和管理的区别——这与减少劳动力和资金成本的努力是一致的。减少劳动力得到企业工会的同意，而且作为 2001 年初次公开销售股票的一部分，国家石油公司的股权减少了 24%，资金返回到财政部。这种资金返还的来源是向公众股东发行新股、向财政部转移现金和资产，以及新增的债务。

*新加坡。*淡马锡期望那些它持有股份的“与政府有联系的公司”（GLCs）（1）要成为世界级的公司并具有国际竞争力，吸引人才；（2）拥有高素质的董事会；（3）集中关注核心竞争力；（4）支付具有竞争力的工资；以及（5）在经济增加值（EVA）、资产收益率（ROA）、股本收益率（ROE）方面使财务绩效最大化。GLC

的经营应当以国际标准为基准。为了鼓励每个 GLC 注重核心竞争力，任何多样化的计划必须事先得到淡马锡的同意。与国际私营部门同类公司相比，新加坡的 GLC 在股本收益率方面表现要更好（参见表 II-3）。

表 II-3. 股本收益率：新加坡的 GLC 与国际私营部门同类公司的比较

部门/公司	淡马锡所有权	2001 年	2000 年	1999 年
电信业：				
新加坡电话	68%	24.9%	30.3%	25.6%
AT&T	—	13.5%	4.5%	4.3%
英国电信	—	15.5%	14.4%	22.6%
银行业：				
DBS	13%	7.4%	13.2%	9.9%
UOB	—	7.3%	13.5%	12.3%
OCBC	—	9.0%	10.3%	9.5%
航空公司：				
新航	57%	16.3%	10.6%	缺
英航	—	3.2%	-0.7%	缺

资料来源：Tay and Ma

韩国。随着 1983 年《公共企业改革法》出台，韩国开始系统地提高“政府投资企业”的效率。绩效监测和激励机制强调量化的生产率尺度（即公共利润除以固定流动资本）；具体企业经营效益的技术指标；以及在管理、研究与开发和服务方面绩效的质量指标。最初，标准的财务比率，如股本收益率，被认为不适合公共企业。但在近些年，政府越来越多地将经济增加值作为一种绩效指标。2001 年，在韩国三家最大企业（国有和私有企业）中，股本收益率国有企业平均为 5.2%，而私有企业为 4.1%。

财务和其他企业目标有时为 界定明确的社会目标所补充。

新西兰是个很好的例子。根据 1986 年的《国有企业法》，国有企业应实现三个目标：（1）在利润和效率方面可以与私营部门企业相比较；（2）做一个“好雇主”；（3）关注当地社区的需求和利益，表现出社会责任感。在新西兰，一年一度的《企业目标报告》被用来指导和监督每一个国有企业。为了确保新西兰的国有企业实现其利润、效率和社会责任目标，政府建立了一个包括国家监督、控制和激励在内的框架。两个国家股东，即财政部和有关行业的部，负责监督和控制国有企业的经营和成果，并核查企业是否遵守每年的《企业目标报告》，该报告包括下列内容：

- 国有企业商业活动的性质和范围；
- 后三年的绩效目标；
- 所付红利的水平；
- 雇员安全、报酬、职业保障和平等机会；
- 坚持遵守与供货商和服务商的长期合同；
- 遵守法规义务。

但是，国有企业过多地强调社会目标——如挽救困境中的公司或落后地区开发——可能会毁掉国家股东的价值。从意大利原国家控股公司的例子可以清楚地看到将企业目标与社会目标混合在一起的危险性。L' Instituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) 于 1933 年成立，以接管在所有部门债台高筑的公司。第二次世界大战之后，IRI 在资助公路、电话网、钢铁和电力建设以及支持工程公司方面发挥了重要作用。在 1960 年代和 1970 年代，IRI 被委派了两项非商业性任务：(1) 挽救境况不佳的公司，尤其是那些深受石油危机之害的公司；(2) 拿出其 40% 的投资开发意大利贫困的南部地区。1970 年代，IRI 的管理层变得越来越政治化，管理层和董事会的任命、投资和重建战略都成为各政党争夺的目标。到 1992 年，IRI 在 550 家公司拥有多数股权，在 280 家公司拥有少数股权。IRI 的亏损从 1991 年的 5.4 亿美元猛增到 1992 年的 34 亿美元和 1993 年的 83 亿美元。到 1992 年，IRI 的统一债务增加到 583 亿美元。

C. “第一层” 持股

经营良好的国有企业的体制框架一般都明确区分政府监管经济活动和控制国有资本配置的权利与责任以及国有企业董事和管理层对企业本身的权利与责任。

- 在新加坡，拥有 100% 所有权的财政部在淡马锡内部起的作用很小。财政部任命淡马锡董事会的主席和董事。淡马锡每年提交经审计的财务报告供财政部审阅。财政部部长时常召集与淡马锡或其管理的政府联系公司（下文简称 GLC）的会议，讨论公司的绩效和计划。除此之外，财政部只在影响淡马锡在某个 GLC 股份的并购和出售的问题出现时才参与进来。
- 在新西兰，国有企业的董事会与国家的关系由《国有企业法》做出规定，而国有企业董事会与其管理层的关系则遵循商业惯例。法律规定国有企业董事的行为必须符合国有企业的利益。他们向对国会负责的两个股东部长进行报告。董事会任命国有企业的首席执行官和高层管理人员，决定企业的发展战略，对大规模投资和红利的变化做出决策，确保《企业目标报告》符合现有的法规，确定管理层的报酬，审批财务报告。
- 在挪威国家石油公司的案例中，挪威政府同时作为监管者和所有者。根据法律，国家拥有所有石油资源，能源部要确保勘探和生产符合国家的资源政策。但从法律上讲，国家对国家石油公司的权力不得超出其在每年股东大会上行使的股东权利。根据法律，石油公司的董事和主管（首席执行官）对公司负有受托责任，而所有股东对任何有害公司的损失都负有个别责任。
- 在瑞典，国有企业的公司治理结构反映了《瑞典公司法》规定的分工，董事会负责监督和指导，而董事总经理则负责日常的管理。有些问题，如公司歇业和红利政策，被认为是正常管理的一部分，也在政府及其延伸的国有企业董事会的特权之内。其他问题，如国有企业所有权或资本的变更，被认为属于国有资产配置的问题，要求在政府和国会之间协商解决。

因此，在政府监管权和持股权和股东权利和责任的集中之间有了明确的区

分。但是在“第一层”国家持股的组织方面则有所不同。例如在新加坡，财政部是淡马锡 100%的所有者，并依靠淡马锡管理在 GLCs 的国有股份。在新西兰，国有股在财政部和某个行业部之间分配。在韩国，财政经济部国库局持有国家在所有政府投资企业的股份。但是行使政府股东权利的权限（与财政经济部协商）可以委托给某个监管部门，如商业、工业和能源部；建设和旅游部。

管理国有股权的体制应当适度 and 高效——尤其如果国家股东实行有效的报告制度和控制，强调国有企业要有强有力的董事会，并遵循最优商业惯例。

据估计，瑞典的 59 家国有企业约占 GDP 的 7%和总就业的 5%。31 家最大的国有企业——包括能源控股、电信、军火、纸浆和造纸、药品和运输——由工业、就业和通信部 (MoI) 管理。国家在这 31 家国有企业的股份由 MoI 的企业局管理。这个局有 13 名工作人员，包括 7 名高级投资经理、3 名分析员、2 名助理和 1 名局长。高级投资经理的职责根据不同的产业部门分工，以便鼓励重点产业，并了解在每一个持股情况。例如，负责运输控股的高级投资经理与相关的银行和咨询机构联系跟踪世界各地竞争对手的情况，并且作为 MOI 与 SAS 航空公司、SJ AB 铁路公司等国有运输企业的主要联系人。高级投资经理还代表国家股东在国有企业董事会作为非执行董事。

1998—2001 年间，国家股东全面改组了瑞典国有企业的董事会。在这期间，85%以上的现任非执行董事、75%的董事长，以及近一半的国有企业首席执行官被替换。其目的是通过赋予非执行董事会权力来提高国有企业的效率。根据瑞典的法律，非执行董事会是唯一对公司发展负责的机构——无论是私有还是国有公司。为了增强国有企业非执行董事会的活力，国家股东采取了一些步骤以提升国有企业非执行董事会任命制度和程序规则（参见专栏 II-10）。

新加坡。淡马锡是“第二层”而不是“第一层”股东。但值得注意的是，淡马锡证券投资基金的基础架构——尤其是与其证券市值相关的架构——是相当适度的。淡马锡金融控股公司持有 20 多家主要 GLC 的股份，其中 12 家已在新加坡股票交易所上市。淡马锡的 GLC 约占新加坡股票交易所市场资本化的 20%。淡马锡主要的 GLC 约占新加坡 GDP 的 12%。据估算，淡马锡管理着 550 亿美元的市场资本化资金，而每年的经营费用不到 3000 万美元，即费用比为 0.05%。淡马锡管理 GLC 证券的代管部仅有 53 名工作人员。通过重点抓 GLC 董事会的任命并确保 GLC 拥有高素质的董事会，淡马锡以如此适度的管理架构也能够过得去。

新西兰的皇冠公司监测咨询机构 (CCMAU) 通过对新西兰的 16 家国有企业进行监督对两个持股的政府部门提供支持。CCMAU 成立于 1993 年，由财政部所有，例如，财政部长任命 CCMAU 的执行董事。但在经营上 CCMAU 是独立的，其职能就象私营的咨询公司。该机构与上述两个部门的每个部都分别订有采买合同，向这些部门提供有关国有企业问题的咨询。CCMAU 的许多咨询活动均侧重于针对更广泛的社会目标使国有企业的利润最大化（参见专栏 II-12）

专栏 II-2. 对国有企业的外购型监督：新西兰的皇冠公司监测咨询机构 (CCMAU)

CCMAU 每年准备一份年度展望简报，然后由政府的部发给每个国有企业，这份简报为企业规划提供详细的资料。

CCMAU 审阅国有企业的《企业目标报告》并向持股的政府部门提出意见。CCMAU 还监测国有企业的绩效。

为了平衡国有企业利润最大化目标和国家利益之间的矛盾，CCMAU 就下列问题向持股的政府部门提供建议：国有企业的目标；董事会的绩效和构成；核心业务的界定；资本结构和红利政策；经营活动的商业评估；绩效测定目标；与目标相关的实际绩效；以及政府政策对国有企业价值的影响。更特殊的是，CCMAU 还就下列问题向持股政府部门的部长提出意见：董事会提出的绩效目标与相关法规要求是否一致；董事会有关为实现其建议的目标而提出的战略和计划是否健全；董事会有关战略问题的建议（如经营范围、资产负债表、红利水平）是否符合股东的利益；董事会是否正在实现其绩效目标；而且如果没有实现，持股的政府部门应当采取什么行动使国有企业的董事会负起责任来。

CCMAU 还积极参与国有企业董事的任命进程，包括对每个国有企业董事会所需的技能做出评论。CCMAU 监测董事会的职位空缺，寻找董事会的人选并做出各种提名的名单，供持股部门的部长审批。

资料来源：Butzbah

奥地利。OIAG 目前有约 50 名工作人员。这个组织管理着 10 家公司的证券，其中一些有子公司。到 2002 年 8 月底，7 家上市公司市值达 36 亿美元。

股东代表要行使有效的治理，并将管理层/雇员绩效与报酬挂钩，需要认真制定战略性经营计划、现金流量预测并建立定期报告制度。

英国。英国钢铁公司（BSC）定期向政府提交下一年和中期的详细计划。这些计划一般是企业整体的情况，虽然经营预算也显示公司每个经营部门的细节。这些计划既考虑政府对公司的目标，也包括改善企业绩效的内部目标。此外，这些计划还包括英国钢铁公司在未来三年中的资金需求计划。这些计划也是与政府代表漫长谈判的对象，在谈判期间对这些计划进行适当的修改。公司及其业务每月的成果在每月召开的管理层陈述会上向英国钢铁公司的董事会报告。报告的副本提交到贸易和工业部以及财政部，随后在联合监测审议会上对报告进行讨论。这包括对现金支出的详细报告。

韩国。1983 年，《政府投资企业基本管理法》理顺了技术官僚多重控制的问题，给予政府投资企业更大的自主权。在为政府投资企业设定目标并积极评估他们的绩效的同时，政府开始避免控制实现这些目标所使用的手段。除了理顺采购和审计程序之外，1983 年的《基本法》授予政府投资企业在遵循共同预算指导方针的前提下完成其预算计划的权力。政府在政府投资企业董事会的直接代表为这一变化提供了便利。根据该法成立了“政府投资企业管理层评估委员会（MEC）”，这是一个部级的委员会，有权协调经营目标指导方针、制定政府投资企业预算和绩效评估等问题。该委员会由总理任主席，并有来自各监管部门的代表以及专家。该委员会也监督政府投资企业绩效评估体系的改进（参见专栏 II-3）。

专栏 II-3. 韩国：政府投资企业的绩效监测

本系统监测三类绩效指标：

- 一般指标包括生产率的量化尺度和一般管理效率的质量指标，如负责管理层的工作情况。
- 实施企业目标的标准，包括企业的一些经营效率的技术尺度。其中大部分是以绩效对目标为基础进行评估的，而这些目标的制定则是以对多年趋势的分析为基础的。这些标准还允许针对同业进行基准测试。
- 企业管理标准大多是质量指标，如对商业环境变化的响应程度，董事会的有效运作，内部目标的适用性，客户满意程度，以及研究与开发的成果。

一个政府投资企业有 30—40 个监测指标并不少见。对于量化指标来说，一个令人满意的评分等级是基于过去的绩效，并考虑历史偏差。对所有指标都进行加权，这样一个政府投资企业可以最高得到 100 分。每个政府投资企业的评估得分与支付给全体员工的一项特殊年度奖金是挂钩的。1996 年，年度特殊奖金的额度从韩国电力公司月工资的 395% 到韩国煤炭公司月工资的 295% 不等。《政府投资企业管理绩效评估报告》公开发表，也提供了额外的激励。与年度特殊奖金相比，因为发表报告而丢面子也许是政府投资企业高层管理人员更关心的问题。

李，2002 年

- 根据挪威《公共有限公司法》，国家石油公司是作为一个公共有限公司于 1972 年成立的。当 2001 年国家决定向公众出售该公司的多数股份时，他们召开了一个特殊的大会，将公司转为一家公开上市公司。
- 当 IRI 被委派任务出售其资产以偿还债务时，1992 年，它也根据民法组建为股份公司。
- 当奥地利的“第二层”股东受命出售其在国有企业的多数股份时，1974 年，它也从一家有限公开公司（OIG）转为股份有限公司（OIAG）。
- 当德国的两家铁路公司合并而且从运输部下属的行政局改造过来并根据 1974 年的公共管理法进行经营时，产生的实体——德意志铁路公司组建为股份有限公司。1999 年，为了便于对某些营运业务进行私人投资，德意志铁路公司转为一家控股公司，其五个营运部门各被转为股份有限公司，拥有财务自主权，自己的管理层和治理结构，并能够接受私人投资。

国有企业董事会治理结构的形式往往采用非国有公司的模式。例如，挪威国家石油公司、AssiDoman、OIAG 和德意志铁路公司采用了双重委员会的结构——由执行董事组成的管理委员会和由非执行董事组成的监事会——这种形式在德国、奥地利和斯堪地那维亚国家的公司很常见。在工业公司，工人可以有权在监事会占有相当大一部分席位。盎格鲁—撒克逊国家的国有企业，如在新西兰和英国，公司只有一个由执行董事和非执行董事组成的董事会。

一个强有力的董事会可以便于进行国有企业改革，而软弱的董事会会使国有企业易受各种有害的政治干预的影响。对英国和巴西进行比较使人很有启发。1980 年代英国钢铁公司拥有一个强有力的董事会，被赋予进行大幅度公司重组的自主权（参见专栏 II-4）。相比之下，巴西国有企业董事会的治理就比较薄

弱。虽然巴西的国有企业有一种两层委员会结构，而且每个委员会都有许多正式的职责，但国有企业的总裁和执行委员会都是由巴西总统或监管的部长直接任命的，这就造成在管理层和控股股东之间有了超越委员会的直接渠道。在 Embraer 公司的案例中，这就为参与一个出于政治动机的飞机开发项目创造了条件，而这个项目几乎毁了 Embraer 公司（参见专栏 II-5）。

专栏 II-4. 英国钢铁公司：一个强有力和负责的董事会

英国钢铁公司（BSC）1979 年亏损 15 亿英镑，1985 年转为收支持平，1988 年公司私有化时盈利 5.61 亿英镑。1972—1982 年间，董事会监督 30 家主要工厂关闭，生产能力从每年 2150 万吨削减到 1500 万吨，职工从 17 万人减少到 5.3 万人。国家股东为英国钢铁公司的改造提供了便利，通过给公司董事会经营自主权（如报酬与绩效挂钩的）政策，使其从一个亏损企业变成一个能独立生存的企业，同时通过每年和每月有关计划和实际绩效的报告，建立严格的绩效责任制。

Halstead, 1996 年

专栏 II-5. 撤销软弱的董事会：Embraer 公司的案例

1969 年成立的 Embraer 公司与巴西总统有着紧密的关系。总统任命公司的总裁和董事会的其他三名成员，另外两名由航空部任命。1969—1989 年间，在强有力的公司总裁及其执行委员会的不断管理下，Embraer 公司在飞机设计和制造方面取得了几次成功：Bandierante 双涡轮螺旋桨短途飞机、农用和军用飞机，以及获得巨大成功的 EMB-145 型双喷气发动机飞机。该机型于 1989 年推出，并将不久在中国的一家合资企业生产。

到 1990 年代早期，Embraer 公司遭受到全球和国内经济衰退的影响，政府关于不再继续实行几种出口信贷和奖励计划的决定更使该公司雪上加霜。更糟糕的是，在南方共同市场创立之初出于改善巴西和阿根廷关系的动机与阿根廷合作研发 CBA-123 型螺旋桨客机项目使 Embraer 公司的财务状况大幅度恶化。面临高昂的研发费用又无法获得扩充资本，Embraer 公司筹措了近期到期和高利息的资金。该机型不仅技术复杂，而且成本太高——一部分原因是阿根廷的公司没有能力与 Embraer 公司合作。此外，两国政府购买 CBA-123 型飞机的许诺也没有落实。1990—1992 年间，Embraer 公司 10.16 亿美元的毛收入累计净亏损 7.76 亿美元。Embraer 公司财务状况恶化到了这种程度，以致在私有化前，政府不得不注入 1.9 亿美元的资金以使该公司能卖出去。

Castelar, 2002 年

虽然强有力的董事会似乎是建立强有力的国有企业的一种简单而透明的途径，但董事会结构比较薄弱的国有企业有时可以利用独特的经营因素取得相当高度的独立性。CVRD 公司就是一个很有趣的例子。和巴西其他国有企业一样，CVRD 公司的董事会也是有监管部门和巴西总统办公厅任命的。实际上，CVRD 的总裁是由巴西总统直接任命。虽然 CVRD 公司的董事会具有许多正式的权力，但实权

还是集中在直接向矿业和能源部长报告的公司总裁手里。但实际上有几个因素使 CVRD 公司避开严重的政治干预：出口实绩；与私有企业合资；公共和社会开发项目的储备金分配；培育私营企业文化——例如通过提高财务透明度和扩大投资者服务；以及管理绩效合同的谈判（Castelar, 2002 年）。

能在独立性和与国家股东联络之间取得适当平衡的董事会构成是国有企业治理的一个重要方面。韩国和瑞典发现在董事会有政府官员和非政府的局外人很有用。在英国钢铁公司，重要政府官员出席董事会会议成为与政府联系的必要方式。

韩国。1983 年的《政府投资企业管理基本法》规定每一个政府投资企业的董事会都要由 10 名成员组成，包括董事长、首席执行官来自经济计划委员会（现财政经济部）和政府主管部门的各一名代表，以及公共企业管理或消费者保护方面的专家。董事长和首席执行官由总统任命。为了减少会导致国有企业管理层腐败的“降落伞式任命”那些与政界有关系的个人（往往是退休将军），《基本法》禁止任命外来人担任首席执行官以下的职务。其他董事会成员根据董事长的推荐由主管部的部长任命，在监事会担任非常任职务。非常任董事的花销可以报销，但为了不鼓励“降落伞式的人物”寻求董事职位，这些非常任董事没有固定或奖励性的费用。对 1983 年改革的评价得出的结论是，将政界任命的董事分别安排的非执行性的监事会可以限制董事会成员做损害公司事情的风险。比较积极的是，政府直接派代表坐镇董事会，减少了政府投资企业与政府有关各部之间的交易成本。在董事会会议上，政府的代表可以与首席执行官和董事会其他成员直接交流。虽然这是一些不彻底的解决办法，但这些措施减少了官方对政府投资企业的的影响，与以前的做法相比是一个重要的进步（Lim, 2002 年）。

为了提高效率，瑞典限制国有企业董事会的规模。到 2000 年，拥有国家股份的各公司非执行性的监事会成员人数为 3 到 14 人不等，平均为 7.6 个成员。这还包括至少一名来自政府主管部门的高级投资经理。有这样一名参与者，国家股东在国有企业董事会就有了代表，这往往是很有利的（Detter, 2002 年）。

英国。以英国钢铁公司为例，该公司只有一个包括执行董事和非执行董事在内的董事会。董事会的董事长以及非执行董事由工业部部长任命，任期三年，可以连任。一般有最多 7 名非执行董事。执行董事被任命负责各经营部门、财务、人事以及研究与开发。根据董事长和非执行董事的推荐，由工业部部长任命董事会中的首席执行官和执行董事。一般在董事会会议上讨论的问题有企业滚动计划、年度预算、每月贸易报告、首席执行官的报告、重要的投资项目、撤销投资，以及企业关闭。参加董事会会议的有来自贸易和财政部的高级公务员，以便与这两个主要的政府部门联系。非执行董事在两个委员会任职：审计委员会和薪酬委员会。薪酬委员会主席可以直接联系工业部的部长，讨论董事长、首席执行官以及执行董事的薪水和奖金问题（Halstead, 1996 年）。

为了鼓励国有企业董事会有自己独立的观点，可以尝试各种方式以使国有企业的董事会免受政治干预的影响。例如：

- 董事会可以包括来自私营或非盈利部门的非执行董事，甚至可以成为多数。例如，新西兰国有企业的大多数由国家股东任命的董事是来自私营部门。在挪威，目前国家石油公司（国家拥有 81% 的股权）的 7 人董事会中包括 1 名律师、1 名大学的代表，1 名工会代表，以及私有企业的总裁。根据挪威的《公司法》，雇员可以要求有三分之一的董事会席位。在新加坡，淡马锡公司的 9 人董事会包括了私营部门和公共部门的董事。

现任董事长是一位前政府部长和淡马锡公司拥有 13%所有权的银行集团董事长。在两名副董事长中，一个是来自公共部门，另一个是来自私营部门。奥地利的 OIAG 有一个 15 人的监事会，其中有来自劳工联合会的五名劳工代表，根据 2000 年的《OIAG 法》，选择的 10 名成员是“有成就的企业界知名企业家、商业公司管理层成员，或者是有多多年企业经验的个人。”

- 董事应有任期（如 3—5 年），提前罢免应有正当理由。
- 国有企业的管理应遵循《公司法》
- 对于 100% 国有的企业，企业董事对国家股东负有受托责任（fiduciary duty）。另外建立对国有企业本身的受托责任大概是不可能的，这样会使董事们抵制来自国家股东代表的非商业性干预。但是通过建立与国家不同的另一个所有权利益体，国有企业所有权的多元化（即通过向战略伙伴、机构投资者或公众出售股份），对于促进超越内部人股东特殊利益的商业目标的实现或更广泛的政治考虑，都会成为有用和有效的手段。在一个所有权多元化的国有企业，非国家股东的权益能够依据公司法、商业法或证券法规得到保护。在实行普通法的制度下，受托责任的概念比较容易推进。在大陆法制度下，就有必要将受托责任的的关键成分条文化。魁北克民法是将受托责任条文化的一个有益的例证（参见专栏 II—6）。

专栏 II—6. 将受托责任纳入法律：魁北克民法的重要成分

魁北克的《民法》列举了什么是受托责任的具体例子。以下是从该法有关法人、信用和他人财产管理援引的条目节选：

322. 董事的行为应当审慎和勤勉。他还应对法人的最佳利益表现出诚实和忠诚。（另见 1309）

323. 董事不得将法人的财产与其自己的财产混用，也不得用在行使其职责时获取的信息来为自己谋求利润……

324. 董事应当避免将自己置于任何其个人利益会与其作为董事的义务相冲突的境况。董事应当向法人报告其在企业的任何会将其置于利益冲突的的个人利益…（另见 1310—1）。

335. 董事会管理法人的事务，并行使为这一目的所需的权力…。

336. 董事会的决策要有多数董事的投票才能做出。

337. 每一个董事和其他董事一起对董事会做出的决策负有责任。

1304. 根据有关正确投资的规则，管理者（即董事）的投资额必须在其管辖的范围内。

1315. …管理者不得免费处置委托给他的财产

1326. 管理者必须对委托给他管理的财产做出准确的清单…还包括负债报告书…。

1339. 在下列方面的投资被认为是正确的：…由公司发行的普通股票，而该公司应在过去三年内达到《证券法》有关及时进行信息披露的要求，而且该公司在一个经证券委员会推荐，政府承认的股票交易所上市…。

1343. 按照本部分的要求行动的管理者就被认为是行为审慎。

魁北克民法，2000

其它有利于提高国有企业董事会行使有效管理能力的方法包括（i）国家和其它股东重视董事会任命；（ii）董事之间进行适当的分工；（iii）建立董事会程序。新加坡在这方面树立了好榜样。在新加坡，淡马锡十分重视 GLC 董事会董事的任命，并鼓励 GLC 董事会组织成立审计委员会、董事会提名委员会和执行薪酬委员会。另一范例国家是瑞典，该国国有股股东全面修订了董事任命程序，并为管理指导董事会制定了任命程序规则。

新加坡

淡马锡就有一个良好的行政管理机构，能够注重 GLC 董事会任命，确保 GLC 拥有高水平的董事会。淡马锡向 GLC 董事会推荐董事成员，但推荐需要得到股东年度大会通过。公司总经理（CEO）则由 GLC 的董事会指定。此外，如果合适的话，淡马锡的高级官员还可以成为 GLC 的董事会成员。如此这般，淡马锡不需参与公司日常运作，便能了解其 GLC 的战略发展情况。在公司管理和财务披露方面，淡马锡采用推荐程序和地方标准来促进 GLC 董事会的高水准。其它主要方面如下：根据其运作和规模的实际情况，淡马锡每个公司拥有的董事成员不超过 12 位。在这种情况下，可以十分容易地组成董事会下各委员会。

- 根据政府通过的 2001 年 3 月公司管理法的建议，淡马锡鼓励其 GLC 有至少 1/3 的公司董事成员保持独立。某些情况下，淡马锡的公司中还可任命有外国董事，他们给公司带来全球视野。
- 所有上市公司（包括淡马锡拥有股份的上市公司）必须建立审计委员会。淡马锡同时鼓励其非上市公司也成立审计委员会。依照公司管理法，审计委员会必须全部由非董事会成员组成，委员中必须至少有两人员具有财务或金融管理专长或经验。
- 同公司管理法相一致，淡马锡鼓励其 GLC 组成推荐委员会以推荐董事会成员。淡马锡视这样的委员会为恢复公司董事会活力的方式。推荐委员会评估董事会的需求、指定选择标准，同时将具有潜力的候选人提交给董事会考虑。淡马锡鼓励公司董事会追求所需的技能，并采取核查担任董事会成员超过 6 年者的工作情况手段，保证公司董事会具有新鲜思想或观点。
- 为确保整体报酬措施恰当和有竞争性，淡马锡同时鼓励其公司成立执行薪酬委员会建立全套薪酬方案，包括股权计划的管理。

瑞典 在全面改革国有企业董事会结构过程中，国有股股东开始着眼于那些有 3 到 5 年，甚至 5 至 10 年历史的国有企业。运作、资本结构和商业发展战略是为股东创造价值的三大基石，也是验证在发展的不同时期公司董事会需要具备的能力的基础。

就上市公司来说，国有股股东同其它主要股东通过推荐委员会商讨董事会任命。推荐委员会在各国有企业每次年度大会前由 4 至 5 个最大的股东组成，并提前公布其通过的董事会推荐方案。推荐委员会的成员将出席年度大会，以调整他们的董事会推荐方案。在国有股股份较大的上市公司中，推荐委员会中必须至少有一名成员代表政府。实际上，推荐委员会也可向年度大会就董事成员报酬和义务问题提出建议，并负责选择审计成员。

最后，工业部（MOI）努力改变大家对董事会成员资格的认识：董事会成员应该主动地、负责任地参与公司事务，而不是把成员资格作为被授予的荣誉。

瑞典公司法要求公司董事会年年都需制定并通过运作程序。针对此规定，政府在2000年5月推出了样板法规。同私营企业董事会通常的运作方法相比，政府着眼于让董事会更多的参与国有企业的运营。国有企业董事会运作程序的主要方面包括：

- 运作程序应当阐明公司运营目的、财政目标和运营意图。运作程序应表明董事会和其成员管理政府和瑞典大众在公司中投资、创造股东价值的责任，合理使用投资，防止偏离核心业务。
- 在公司战略重要问题方面，董事会（通过董事长）应协调其同股东代表的观点。这些战略问题包括运营变化；重大收购、公司合并或剥离；公司风险或资产负债表（如新的债务或产权）变化。
- 根据董事会指南和说明，应明确董事会和经营管理者之间的职责分工，说明哪些问题由董事会解决，让经营管理者负责公司日常运作。
- 董事会主席应同国有企业管理者保持联系以监督国有企业的动向和发展。
- 在战略重大问题上，董事会应能获取与国有企业管理者相同的信息。
- 国有企业董事会规则应规定董事会会议的次数、报告、议程、会议记录，以及董事会下各委员会。

D. “第二层”股东的特殊问题

“第二层”股东（如持股基金、企业集团的总公司，资产管理公司）的所有权和管理可遵循现有的“第一层”股东和独立的国有企业间的模式。例如，淡马锡依照标准公司法获取其适当的投资回报，同时由商业型的董事会来行使管理。而巴西国有大型企业集团如 CVRD 和 Petrobras 就是依靠常规的股东大会、董事成员任命和董事会程序来管理众多的子公司。

第二层股东产生的特殊问题涉及到国家财产的处置以及国家债务的产生。例如：

1. 当国有持股基金从国有企业分得红利（或股份）或从国有企业股票销售中获利时，这些利润是否应收入国库或由基金进行再投资？
2. 国有持股基金或企业集团的国有总公司应在其债务或产权投资方面有哪些法规？
3. 为解决不良贷款问题而成立的资产管理公司怎样管理不景气的国有企业中由债务转换而来的股权？

1. 国家持股基金

应慎重考虑任何一项允许国有持股基金控制和将现金储备再投资于企业，或借出、借入，或延长为企业提供举债筹资担保的提议。至今，淡马锡是国家现金储备良好的管理组织者。当然也有不理想的典型，如奥地利的 OIG 和意大利的 IRI，它们准许国家持股基金提供股权和债务融资，导致自身陷入困境，从而使人们注意到该做法的潜在危险。

新加坡

淡马锡不从事贷款业务。它期望GLC从市场上获得商业贷款。虽然淡马锡不向外公开财务状况，但淡马锡仍以负责和谨慎的态度，对GLC的国家所有权利益行使

自己相对被动的管理。最近有报告说新加坡政府准备改变淡马锡对GLC只行使被动财务管理的状况，让其能发挥更加积极主动的作用。旨在考察如何帮助新加坡在未来更具竞争力的一家经济检查委员会于2002年5月建议，淡马锡应该帮助GLC实现核心业务国际化，将它们发展成根在新加坡、开花在全球的富有竞争力的企业。淡马锡表示它将出售那些“不再相关或没有国际发展潜力”的业务。淡马锡同时准备采取发售股票或通过并购，减少它在那些“有潜力走出国内市场”冲向地区或全球市场的公司中的股份。当然，政府将继续拥有“关键资源”，如水、能源、天然气设施以及航空和海港。淡马锡注视着已在地区范围内经营的GLC，如PSA公司和DBS股份公司，同其它公司或股东合作帮助公司实现战略目标。淡马锡表示它可能会投资给有地区或国际潜力的新业务，特别是那些新加坡私有机构不能或不愿冒风险的新生行业。这些有潜力的新业务风险高，同时需要大量投资或投资周期长。除了行使其股东权利，对公司战略施加影响，淡马锡依然不插手公司日常经营。^①

奥地利

OIG（后更名为OIAG）最初的任务是将国有企业与政治分离，促进企业的灵活性、确保企业战略和管理的连续性；实施强硬的预算限制政策；集中财政和其它公司服务。从20世纪70年代开始，奥地利进入经济衰退时期，其标志是石油危机和新兴市场上基本原料的竞争加剧。80年代中期，政府相应对OIAG和其拥有的公司进行管理调整，OIAG的各大公司被拆分成独立的市场型（面向市场的）小公司。议会同意OIAG进行资本结构调整，但禁止今后向其注入国家资本。80年代后期经济出现转折，OIAG的公司立即采取雄心勃勃的举债筹资收购政策。但在90年代早期，经济情况恶化：钢铁和铝的价格跌至30年来最低点，OIAG的债务在1992年增加到14亿美元，到1994年则是50亿美元。为处理公共债务（OIAG导致其恶化）和恢复OIAG所投资的公司的活力，1993年政府出台的一项法案改变了OIAG的管理制度。OIAG从多数控股减少至有否决权的少数股权（blocking minority），并用股票销售收益支付债务。从那时起，OIAG已从股票销售中筹措到600亿美元，此举将其股份减少到有否决权的少数股权的地位（参见表II-1）^②。在销售前，OIAG将这些收益的大部分用于还债，到2001年年底时，债务由1995年的370亿欧元减少至40亿欧元。2000年OIAG法规规定政府有权获得OIAG公司股票销售利润的80%。在附带的国家债务偿还方面，国家有权获得公司私有化的全部收益。

意大利

如前所述，IRI股权公司的职责是支持意大利贫穷的南部地区和拯救被抵押的公司。直到1987年，IRI的运作一直得到政府补贴和捐助。同时，IRI也从欧洲投资银行和通过债券发放筹集到资金。隐性的政府担保帮助IRI、子控股公司和运营公司这三个层次都筹集到了资金。IRI过度利用了该机制，尤其是1984年后政府开始迅速减少补贴的时候。当IRI转变成100%归财政部所有的合资股份公司，政府担保变得公开。^③此原则同时也将子控股公司和运营公司的债务控制在IRI

^① 亚洲华尔街杂志，2002年7月4日。

^② OIAG股票销售还占据了1992年至2000年间新公开交易的44%。

^③ 根据意大利商法，任何一个独立的股东应有责任共同认真严格地对待公司义务。

明确的担保范围内。^①结果IRI的亏损从1991年5.4亿美元增加到1992年34亿美元，1993年时达到83亿美元。与此同时，IRI固定（或联合）债务在1992年猛增至583亿美元。政府耗竭了其借款能力，里拉（意大利货币）出现崩溃。1992至1993年，IRI的主要目标是偿还其债务。意大利政府与欧洲银行达成协议，到1996年时，IRI通过出售其财产将债务与产权的比例从13:1减少到0.9:1。1999年，IRI实现上述目标。1992至2000年间，IRI卖掉了160份主要财产，其中包括两家银行、SEAT汽车制造厂、罗马机场、收费公路，Alitalia的31%和Finmeccanica航空公司的大部分财产，收益65万亿里拉（约合530亿美元？）。2000年IRI被清算，其剩余的股份包括RAI公共电视台、30%Finmeccanica航空公司股份^②和54%Alitalia股份转至政府财政部。从地区发展或公司重组或金融管理方面来看，IRI没有取得成功。但如同奥地利的ORIA，IRI成功地完成破产清算却刺激了意大利资本市场。现在，前IRI所属公司占据了意大利股票市场市值的45%。

2. 企业集团

以市场为基础的投资、合并和收购比行政管理更容易建立成功的企业集团。巴西的经验为此提供了佐证。成立于1973至1975年间的巴西国有钢铁企业集团Sidebras试图通过行政管理途径寻求发展，结果遭到失败，成为行政管理方式企业失败的典型事例。往好里说，其生产同巴西的钢铁发展完全脱钩，往差里说，它甚至阻碍了钢铁业的发展。于是在1990年，政府将Sidebras进行破产清算。相反，巴西另外两家企业集团CVRD和Petrobras在10到20年内通过寻求以市场为基础的多元化，成功地发展成为闻名的大财团。

巴西

20世纪60年代末，一项国家钢铁计划建议成立钢铁业控股公司，目的是集中所有权、规范管理、能力扩展合理化，以及通过分割市场使企业降低运输成本和降低公司成本，实现更大的规模经济。Sidebras钢铁集团正式成立于1973年，但当时并没有获得大量资金。此外，直到1975年才将一家联邦钢铁公司纳入自己旗下。Sidebras从未能有力地控制其子公司，其中有如下原因：

- 集团没有参与1972至1974年间扩展计划的实施。
- 集团拥有自己的资本，但是其为子公司提供金融服务的能力受到限制。
- 集团的子公司主要从巴西国家开发银行（BNDES）或国际银行筹集自己所需的资金。
- 子公司的董事会任命仍然控制在巴西总统、工商部、地方名人和巴西国家开发银行的手中。
- 经济状况和外部资金限制伤害了运作。
- 自1979年开始，投资、人力资源政策、进口和大型国有企业的财务直接由国有企业特别控制秘书处掌握，导致子公司忽略Sidebras的存在。

在将其包括CSN在内的子公司出售后，1990年政府责令Sidebras破产清算。

^① 然而，在许多实例中，某些下层持股者开创了自己的信用度和进入国内和国际信用市场的途径。在财政限额配给时期，银行对经营公司信用危机感知能力比持股公司或持股子公司要低。

^② 没有战略利益后，财政部保留了Finmeccanica航空公司30%的股份。

尽管从行政管理角度来看是个好主意，但是 Sidebras 从没能协调和规划巴西整个钢铁业。在许多情况下，它只是新增加的一层官僚机构，没有能力强迫其子公司采取统一战略。职责重复致使 Sidebras 管理更加复杂。虽然 Sidebras 建立了自己的管理机构，但子公司的行政管理和商业部门继续保持运作。子公司和总公司有时出现处理相同问题的情况。Sidebras 的成立还减弱了钢铁公司间的竞争，增加了游说活动，如为资金而游说。由于 Sidebras 管理方案常常由子公司起草，因此出现了非正式的游说渠道，其结果是游说进一步加剧。在 Sidebras 成立前，巴西的钢铁国有企业间全面竞争，运作达到最佳状态。Sidebras 成立，实行更严的价格控制后，Sidebras 集团内寻租取代了良好的竞争。

与 Sidebras 相反，CVRD 则逐步发展成参与全球竞争企业集团，是巴西成功的典型。CVRD 成立于 1942 年，前身为英国所属的几家铁矿和一家铁路公司，它们经英国政府国有化后交给巴西作为国有企业运行。60 年代 CVRD 成立了远洋子公司后，便开始垂直（纵向）发展，涉足交通、市场和生铁加工。70 年代间进行水平（横向）发展，到 1985 年时，CVRD 拥有 34 家子公司和合资公司，运营范围涉及工程、地质研究、森林（森林再造）、纤维素涂料、铁铝氧石、铝、锰、铁矿石和钢铁。80 年代初期，在 CVRD 的努力下，巴西 Carajas 矿业联合企业引起美国钢铁业的兴趣，并修建铁路将矿区和 Porto Madeira 连接起来。90 年代初期，巴西钢铁业国有企业进行私有化改造，CVRD 购买了大量的股份，这些企业包括 Unsiminas、CSN、CST 和 Acominas。1997 年时，CVRD 拥有 65 家所属或附属公司，商业范围有（i）铁、黄金、锰、铁铝氧石、碳酸钾、高岭土矿；（ii）交通系统，包括两家铁路公司、港口和 61 艘船舶；（iii）生产铁矿石丸、铝、纸浆和纸张；（iv）森林；（v）拥有大量巴西、阿根廷、法国和美国钢铁和合金工厂的股份。1995 年，CVRD 的资产和资产净值的帐面价值分别为 139 亿美元和 109 亿美元。资金供应多元化，有国家资本投入、巴西国家开发银行和国际金融机构的贷款、现金流动和贸易资金。政府向 CVRD 投资 5.94 亿美元，在私有化前获得 714 亿美元的红利，并在 1997 年和 2002 年从两次股份销售中获得 53 亿美元的收入。

Petrobras 成立于 1953 年，是巴西另一家最具有活力的国有企业。在 9 年时间，它通过建立子公司实现了商业活动多样性和综合性。1967 年，Petrobras 成立了一家石化股份公司；1971 年成立石油衍生产品分销公司；1972 年成立海外发展子公司；1976 年成立化肥股份公司。1997 年，当其垄断地位结束和政府进一步撤销管制规定时，Petrobras 在 1999 至 2000 年间对自身进行重组。主要变化包括（i）成立实用商务部门以加强信息和改善政策制定；（ii）进一步强调综合能源生产，以便公司参与能源价值链的全部环节；（iii）在管理方面，更加强调灵活性、透明度、效果和责任感。具体来说，Petrobras 成立了上游、下游、国际以及天然气/动力 4 个商业部门和 40 个商业机构；公司机构减少至 20 个；减去了一级管理层；分散了 50% 的总部工作。

3. 资产管理公司

有许多国有资产管理公司的事例，它们的建立是为了解决不良贷款问题和管理抵

押资产，如房地产。

在特殊情况下，这类资产管理公司在资金稳定和解决某些资产问题方面可能发挥有益作用。但是，它们却不适合经营公司的重组。最近东南亚金融危机的经验（Mako, 2001）和早期的经验（Klingebiel）表明，如果资产收购仅占国内生产总值较少的比例、国内金融市场广而深、以及同类（如抵押贷款、不动产、现金和市场债券）资产收购，那么资产管理公司更有可能获得成功。此外，如果面临的问题相对比较简单，例如打捆和拍卖未重组的不良贷款，资产管理公司也有望取得成功。但是，公共资产管理公司不得不管理数额较大的由债务转换而来的公司股权的事例寥寥无几。^①波兰 15 家国家投资基金（NIFs）即使增加了其管理的 512 家国有企业价值，但仍然没有取得明显的业绩（见专栏 II-5）。没有理由期望公共资产管理公司有能力和领导困难公司的运行重组。这种运行重组一般都包括令人感到痛苦的决定或做法，如出售非核心资产、抛弃不盈利的产品和服务、关闭工厂和裁员，公共资产管理公司对此无从下手。

专栏 II-5 波兰国家投资基金（NIFs）

国家投资基金（NIF）计划涉及 512 家大型国有企业，包括那些被认为急需重组或出售，或由其它途径没有完成私有化的企业。每家基金收购 512 家企业中 33 家企业 33% 的股份，因此每家基金成为 33 家企业的牵头股东。同时，另外 14 家国家投资基金掌握企业股份的 27%，政府财政部 25%，企业职工 15%。根据大众的要求，基金的管理由外部专业资产管理人负责。基金可重组所投资公司的监事会，并采取商业计划、增加资本、国有企业管理调整、寻求投资者和资产出售等一系列步骤帮助国有企业扭转局面。1994 年（国家投资基金工作的第一年）至 2000 年，国家基金下的国有企业毛利率急剧下降，特别是同其它同类的公司相比，更显突出。

	1994	1999	变化(百分点)
出售给国内投资者	13%	6%	-7
出售给外国投资者	7%	7%	0
继续保持国有状况	5%	-2%	-7
国家投资基金会	4%	-4.5%	-8.5

来源：普华永道

因此，公共资产管理公司应尽快寻求途径出售资产，例如未重组的不良贷款、重组后债务、抵押品、可兑现公司证券。如果公共资产管理公司收购了公司的大宗股份（例如通过债务/股权转换），那么它应尽快将这些股份卖掉。同时公共资产管理公司应坚持拥有作为股东和债权人的所有权利。那些将资产迅速处理掉的资产管理公司，如美国重组信托公司（Resolution Trust Corporation）、瑞典 Securum 公司，韩国 KAMCO 公司，马来西亚 Danaharta 公司，被认为是最佳成功

^① 马来西亚 Danaharta 的资产主要是贷款、证券和不动产。印度尼西亚 IBRA 的产权管理机构作为担保人拥有公司股票，并能出售其股份。但它不能对公司实行有效控制。在韩国，KAMCO 在大宇数家公司中有少数股份。

者。

III. 对中国国有资产管理体的意义

带格式的

▲ 近期国际上国有企业良好运行的管理经验，为中国国有资产管理体提供许多可以借鉴之处。归纳起来主要有以下 6 条：

- 需要集中关注大型国有企业；
- 需要集中追求资本的有效使用；
- 需要将国家所有权权利集中于一个独立的“第一层次”政府机构中，并提供足够的透明度；
- 需要将每个国有企业的战略规划和经营的权力和责任集中在该企业的董事会和管理层；以及
- 需要对“第二层”股东给予适当的重视。

A. 集中关注大型国有企业

世界最成功国有企业管理政体仅负责数量相当少的国有企业，如新西兰为 16 家、瑞典 59 家、新加坡 20 家。意大利 IRI 在大约 500 家公司中拥有自己的利益，它也许曾是整个西方国家经济中最为庞大的国有企业管理者。它被证实为一场金融大灾难，其破产清算时间超过 8 年。除良好的法规和金融体制有助于国有或私有公司商业运作外，象瑞典、新加坡、新西兰和奥地利这些国家那样收缩控制跨度（narrower spans of control）也许有利于良好的国有企业管理。

为期望获得（同国外）类似的管理水平，中国政府将注意力集中到 9,000 家大型国有企业应该是完全合理的。但要成功地管理价值如此庞大的国有企业资产（相当于瑞典国有企业的 60 倍），其本身就是巨大的挑战。2000 年底，中国国有工商企业总帐面价值 5.8 万亿元（人民币），9,283 家大型国有企业占总价值的 75%。于此相比，中国 181,225 家中、小国有企业仅占帐面价值的 28%。

允许中国 181,000 家中、小国有企业所有权在短期内实现转变，同时为 9,000 大型国有企业开发相适应的公司管理体制，同 1999 年中共十五届四中全会决定的“抓”大“放”小是相一致的。这样做也是对“抓”哪些和“放”哪些的问题的一个初步的回答。但是，政府通过出售或清算等方式处理那些不成功的大型国有企业也是适当的；反之，现在国家控股的母公司下属的某些中、小国有企业也可以保持国有。无论何种情况，有一点十分清楚，那就是如果能贯彻四中全会决定，在今后 5 年或近期内，现有的国有资产管理体制的基础结构可以大规模收缩。

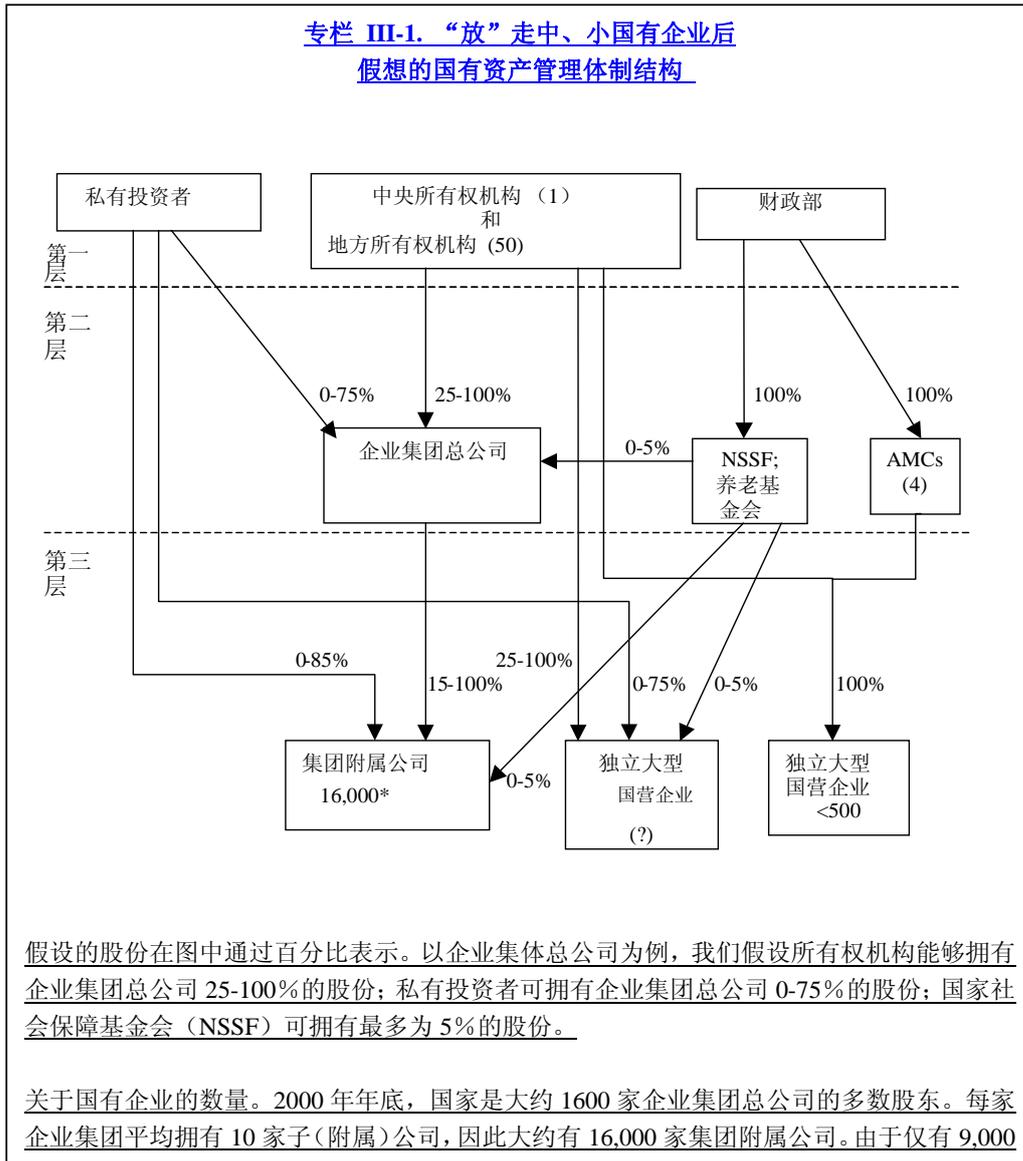
政府在集中“抓大”的同时，仍然可以象四中全会决定要求的那样实现股权结构多元化。认识到所有权多元化的益处，政府已允许更多地将国有企业股份出售给战略投资者或合作伙伴、机构财务投资者和公众。政府应准备将其在国有企业的股份减少到 51%，甚至更少。按照奥地利 OIAG 的方法，只要国家（或国有）股东能够（通过有否决权的少数股份）预先阻止大股东严重的破坏性行为，那么政

府接受在某些大型国有企业中的少数股东地位是很合理的。政府和全国人大也许希望审议现行的公司法，讨论是否能为“有否决权的少数股份”的方案提供相应的支持。

“放”走中、小国有企业，中国国有资产管理体的结构可能实现收缩。专栏 III-3 提供的是假想的收缩后的结构的一个例子，它具有以下特征：

- 收缩后的结构的“第一层”是国家所有权机构（State Ownership Agency），它们分中央政府级和省级以及次省级。50 个这样的机构可能足矣。在某些“第二层”股东中——如四家资产管理公司和社会保障基金——财政部为它们的国有股股东。
- 在收缩后的结构的“第二层”中，在所有权机构（Ownership Agency）下没有必要设立新的资产管理公司。事实上，随着中小国有企业被“放”，可以减少某些现有的“第二层”资产管理者。“第二层”资产管理公司最为必要的职责可以由改革后的企业集团母公司来完成。为有效地开展工作，企业集团总公司需要改变方法对待其附属公司在财务管理、内部控制或管理、会计系统和人力资源方面的问题。改革后的企业集团总公司应是管理“第三层”附属国有企业的主要机构。国家社会保障基金和其它机构投资人通过任命国有企业（企业集团总公司、集团附属公司以及大型非所属公司）董事会董事来履行辅助管理作用。董事会任命应同占有股份成比例。出于风险管理的目的，国家社会保障基金和其它任何养老会在任何一家国有企业中持有的股份应从投资者资本和股份两方面加以限制。采取投票方式，投资者在其持股的国有企业董事会中应享有一个或更多的董事席位。

**专栏 III-1. “放”走中、小国有企业后
假想的国有资产管理体制结构**



这项计划可以进一步将中国国有资产管理者的注意力集中在约 1600 家企业集团总公司和部分非所属的国有企业身上，企业总数约为 2000。这意味着需要管理 4000 名董事。^①

B. 以资本有效利用为中心目标

世界上最佳国有企业的商业战略和经营集中体现于资本有效利用，包括国有股权、债务资本和任何私人股权。如果国有股股东期望中国国有企业创造正的经济增加值（EVA），则会促进有全球竞争力的公司的发展和创造高质量的就业岗位，象瑞典和新加坡那样。

^① 基于如下假想：2000 家国有企业；董事会规模平均为 7 人；每名合格董事平均 3-4 董事任命。

资本有效利用的中心是资本机会成本的概念，其定义为在另一种可行的利用中可获取的回报率。以市场为基础的利率为债务资本的机会成本。股权资本的机会成本包括两部分：无风险回报率加上一个商业和金融风险贴水。一家企业的总资本成本是其债务资本市场利息和其股权资本期望回报的加权平均值。如果企业息税前收入（EBIT）与资本的比值超过加权平均资本成本，那么企业被认为有正的经济增加值，可以说它创造了价值。如果息税前收入与资本的比值（EBIT/capital ratio）低于加权平均资本成本，那么企业的经济增加值为负，它损毁了价值。

尽管在行使其对大型国有企业所有权时追求不同的政治和社会目标是十分自然的，但是中国的国有股股东应该集中关注资本回报（由经济增加值来衡量）的最大化。总体来说，这样的重点符合国有资本的最终所有者即中国公民的利益。而且，关注重点转向资本回报最大化，为国有企业全面商业化和准备入世后参与竞争铺平了道路。如第 I 节中所示，党和政府的多种部门追求多种非商业目标的行为不支持国有企业商业化。

更具体来讲，国有企业注重资本有效利用将阻止自毁性的商业运作。例如，如果关注资本回报率，人们就会期望拟议中的投资、合并和收购交易以及重要的资本结构变化能通过事先确定的“栏杆回报率”，获得正的经济增加值。这种资本约束会可以阻止行政干预下的合并和收购交易（如强迫盈利的国有企业接管亏损企业），这些行为在过去递减了国有资本。强调资本有效利用还能阻止行政干预下的债务/股权兑换的行为。债务/资产兑换能减少利息费用（interest expense），同时也是国有资产利用中的一项主要机会成本。因为股权投资通常要比债务投资更具有风险，所以国家应从在国有企业股权投资中获取更多的回报。这种有约束的利用国有资本的方式将鼓励人们更加注重运行重组，而不是财务重组的表面文章。而更加重视运行重组将增强中国国有企业的全球竞争力。

尽管为提高中国国有企业竞争力（也许是校正过去对国有资本的不当使用），值得推荐的政策是集中关注国有资本的有效利用，但期望国有企业实现其它目标也是完全合理的。某些其它目标同国有企业的商业本质并不矛盾。以新西兰的国有企业为例，企业的其它目标包括争当模范雇主、为（企业周围的）当地居民尽其社会义务、公平合理地对待供应商和顾客，以及遵守环境和政府的其它规定。甚至良好的私营企业也追求这样的目标。当然，政府也希望国有企业能够实现某些非商业目标，例如电信公司为偏远地区的穷困农民提供电话服务，显然这从商业角度是难有盈利的。即使是在这样的场合，目标单一的国家所有者也是更好的选择，因为它可以形成一个对这些非商业行为的成本的更透明的衡量尺度。在认识到真实成本之后，如果政府仍决定继续其计划，那么它总是可以通过向有关国有企业提供适当补偿的方式将计划付诸东流实施。这样的补偿并不会减少国家的总财富，但它会促使国有企业实现完全的商业化运作，帮助国有企业在与私营同行展开的市场竞争中处于更好的位置。

为了实行一种新的以资本有效利用为中心的国家所有权职能，有两个重要的手段。一是经济增加值（EVA）的概念。应该要求所有大型国有企业改善它们的会计业务，以此帮助代表国家行使所有权的机构能核算各大型国有企业的经济增加

值和正确评估企业的业绩。这是出自瑞典的经验。二是由其董事会批准/具体规定今后 1-3 年当中将要实现的目标的年度计划。这将有助于国有股股东的代表监督和评估国有企业的经营业绩。在新西兰，每家国有企业的年度计划要说明其未来工作的性质和范围；国有资本的回报（如股权回报和经济增加值等）和未来 3 年其它的业绩目标；期望的红利；如何对待工人和供应商；以及履行法定责任。

C. 建立所有权机构以行使国家所有权权利

国际上的实践经验表明将国有企业同误导的官僚和政治影响隔离开来是十分重要的，它使得国有企业能集中精力追求最大的股东价值。有必要分清国家所有权权利和其它经济权力（如监管）。建立专门行使国家所有权权利的单一政府机构，将有助于将国家的所有权职能同其它职能分离。具有行使国家所有权权利职责和义务的所有权机构的设立，将针对当前国有企业权力分裂和义务分散问题。^①因此，所有权职能不交给独立的所有权机构，难以实现国有资本有效利用。此外，以资本效率这一单一目标而行使所有权，需要与其它政府职能大不相同的专业知识。因此，新的重视有效利用资本的做法，需要采取专业或科学的方法来处理国家所有权权利职能。国家必须象私营部门专业投资机构那样行使自己的所有权职能。这为独立和专业化的所有权机构提供了必要性。

设立国有资产管理机构需要对下列问题进行决策：（1）法律形式；（2）资产组合范围；（3）授权工作范围；（4）所有权的恰当行使；（5）机构权力；以及（6）财务管理。

1. 国有资产管理机构应当采用商业化和专业化的运作模式。如果把国有资产管理机构作为直接向国务院总理汇报并接受全国人大的监督的“事业单位”（PSU），商业化和专业化的运作模式就比较容易建立。国有资产管理机构应当配备全职专业人员，其报酬应基于市场水准。配备全职工作人员的目的确保这些国有资产管理是“实”的机构而不是象某些地方那样是“虚”的单位。国有资产管理机构工作人员的报酬应当基于市场水准，以便吸引那些具备必要技能的工作人员。国有资产管理机构的工作人员应当经过商业培训和/或拥有相关经验，能够对—个国有企业的营销、生产、财务和其他商业计划和成果进行综合评估。这些综合的管理技能在非国有部门比较容易获得。为了保证具有必要的综合商业管理能力，国有资产管理机构应当有能力并愿意实行和非国有部门可比的薪酬标准。

2. 国有资产管理机构的资产组合应当仅包括盈利性的非金融国有企业。对中国大量盈利性非金融国有企业行使有效的国家所有权是一个艰巨的任务。将非盈利机构、政府部门的国有资产和“事业单位”都归属国有资产管理机构管理，会使该机构不能集中精力对非金融国有企业进行有效治理。虽然在其他国家一些第一层股东也监督其他类型的机构，^②但这似乎不适合中国的情况。对于金融类国有企

^①正如第一节中提到的，许多政府机构（如财政部、国家发展计划委员会、中共中央企业工委）虽然主管经济工作，但也承担许多社会和政治职能。

^②例如在新西兰，皇冠公司监督部监管 18 个非国企实体，其中包括研究所、机场、大众媒体、教科书出版和财产评估机构。

业,如果将这些归属于一个负责非金融国有企业的国有资产管理机构会是一个错误。将非金融国有企业和金融性国有企业都归属于同一个国有资产管理机构会造成或加剧利益冲突,如要求定向放贷的压力和回避企业改革。^①另外,就将国有企业是划归地方国有资产管理机构(LOA)还是中央国有资产管理机构(COA)制定一些标准是很有用的。那些大型的、战略性国有企业,或从事全国性基础设施网络建设的国有企业可能应归属中央级国有资产管理机构,而大多数大型国有企业和所有的中小型国有企业则可能应归属地方国有资产管理机构。

3. 国有资产管理机构的授权工作范围应既包括国有股的管理,也包括在适宜的情况下国有股(股权)的出售。在行使其国有股管理职能方面,国有资产管理机构应对国有企业国有股的价值负最终责任。在组织国有股(股权)的出售方面,国有资产管理机构的目标应包括出售收入的最大化。股权管理和股权出售两项职能之间不存在不一致的地方。实际上,由于国有股价值的最大化将有助于任何股权出售收入的最大化,将这两种职能联系起来是很合理的。^②假设中小型国有企业划归地方国有资产管理机构管理,而且四中全会“放开”中、小国有企业的决定得到彻底和迅速的实施,地方国有资产管理机构就将承担出售中小型国有企业的主要责任。

4. 应当通过正常手段,即年度股东大会和对国有企业董事会的任命行使国家股东权益。“股东权益”包括确保公司的商业计划、固定资产投资、融资、财务绩效、风险管理、重要管理人员的任命、职员配备、薪酬和其他商业运作能产生正的经济增加值和足够健康的资产负债表。为了给公司管理层充分的运作空间,股东寻求这些股东权益的权利一般是通过年度股东会议和对董事会的任命来行使。这也应当成为中国国有企业的模式。政府的其他非股东权益目标(如国有企业合同义务的完成或国有企业遵守健康、安全、劳动、竞争或环境法规)应当通过适当的商业或行政法规渠道来实现。“正常”行使股东权利将要求国有资产管理机构重视对国有企业董事会的任命以及监督国有企业商业计划的制定和实施。按照持股比例,第一层次的国有资产管理机构可以任命处于第二层次的企业集团母公司的董事,以及不附属于某一企业集团的处于第三层次的国有企业的董事。第二层次的企业集团母公司也可以通过年度股东大会按照持股比例任命第三层次子企业的董事。公司形式可能不适合中小型国有企业,但不管怎么说这些企业应当“放开”。

5. 国有资产管理机构应当拥有行使其股权管理和股权出售职能的广泛权力,并应当拥有在国有企业年度股东会议对国有股进行表决和进行国有企业董事任命(按国家持股比例)的专有权。这符合用非政治、商业性和专业的方式有效利用国有资本的方针。国有资产管理机构的领导人应负责与政府联络,并确保政府对国有资产管理机构股权管理和出售工作的支持。政府可能应当对国有资产管理机构提出财务绩效目标和其他指导方针(如任命、利益冲突、风险管理)。只要符合这些指导方针,国有资产管理机构就应拥有为实现规定的财务目标而履行其股权管

^①国有商业银行和其他金融机构应当实行公司化,并归属一个不同的股东。

^②在其他国家,股权管理和股权出售是相联系的,如奥地利的OIAG、新加坡的淡马锡、瑞典、挪威等。

理和销售任务的实质性自主权。^①国有资产管理机构将股东权利和责任集于一身是一个重要变化。国有资产管理机构的工作要卓有成效就应拥有履行其职责的充分权力。

6. 在寻求最大限度地有效利用国有资本的同时，国有资产管理机构应执行具有高透明度和最低风险的财务管理程序。国有资产管理机构的财务目标可能应既包括来自第二层次股东和第三层次国有企业的股息支付，也包括国有企业股权价值的增值。总理（或地方政府的相应官员）和国有资产管理机构需要就“股息政策”达成协议，以指导国有企业董事会就国有企业的利润应当进行再投资还是作为股息付给第一层或第二层股东做出决策。对国有企业股权价值的衡量应该尽可能客观，例如，根据上市公司的市值、帐面价值，经济增加值，股息收益率乘以一个适当的乘数和/或现金流量。国有资产管理机构应有权在所持股的公司中追加股权投资，但应禁止他们为第二层股东或第三层国有企业提供、担保或管理债务融资。国际经验（如意大利的 IRI 和奥地利的 OIAG）表明国家持股基金或国家股东提供或协助国有企业的债务融资会是多么危险。最后，国有资产管理机构不应投资或经营任何其他业务活动。所有权机构的专一职能是管理或出售大型国有企业划给国家所有权机构的国有股权。关于从第二层和第三层到国有资产管理部门的资金流、国有资产管理机构和财政部（或财政局）的联系，以及所有三层的财务报告制度方面，学习一下新西兰和其他受到高度评价的案例会很有用。

所有权机构工作重点应是监督其国有企业和国有企业董事会的运作、董事会任命和国有企业董事会发展。韩国监管其国有企业运作的做法可以说明上述考虑适合中国经济状况。

为正常履行职能，特别是强调更有效地利用国有资本，本文中概述的国有企业管理框架需要相当高的透明度。在现行体制下，非上市国有企业的财务报告被作为机密，只有少数政府部门才能接触到。这种状况应该改变。上市公司为大量公众股东拥有，而国有企业为全中国公民所有。在信息公开和透明方面，国有企业对待全中国公民要向上市公司对待公众股东那样。在国有企业管理的比较好的国家比如瑞典，就是这样做的。

在一段特定的时间内，比方说 3 年，所有大型国有企业应采用上市公司所用的会计标准和披露标准。同时，年度报告也应向社会公开。所有“第二层”股东（如资产管理公司和国家社会保障基金会）也须对公众公开它们的财务报告。所有权机构或全国人大可能会寻求外部的专业机构，如投资银行和会计事务所就有效利用资本问题，公开评估某些国有企业和“第二层”股东的业绩。这种高度透明的方法将极大地帮助所有权机构监督国有企业的经营。

瑞典政府和新加坡淡马锡监管国有企业董事会工作和填补董事会空缺的做法同样证明这种考虑是合理的。

最后，所有权机构应始终保持自己是一个简洁组织。为避免发展成为新的、臃肿

^① 但在大规模出售股权的情况下，政府可能希望保留审查和批准的权力。

的官僚机构，应使工作人员数量最小化。重点放在依靠国有企业董事会工作、监管和高水平董事会任命，将有助于所有权机构实现简洁的目标。此外，所有权机构要尽可能地加强监督/指导国有企业的职能。在这方面，协助新西兰财政部工作的皇冠公司监督部是值得借鉴的典范。

D. 赋予国有企业董事会以权力^①

全球范围的经验表明，适当独立的国有企业董事会能有助于企业创造价值。而软弱无力的董事会也许会导致企业在损失价值的政治干扰面前变得十分脆弱。

中国现存的大型国有企业董事会的组成需要在独立观点和国有股股份代表间取得适当的平衡。一种明智的做法可能是，由国有资产管理机构任命一名或几名董事，同时第二层次的金融机构股东有一定比例的代表权。为了加强行政权力和股东权利的分离，公务员不应当被任命为国有企业董事。如果国有资产管理机构是一个事业单位，那么其工作人员可以担任国有企业董事。同时，应当任命来自企业、其他专业或学术界的高素质的人才进入董事会作为对此类董事的补充。这些外部董事可以提供独立的观点。在所有的董事任命中，经实践证明的企业管理能力都应当是主要标准。在任命那些大部分时间在政府机关工作的人士作为董事时，国有资产管理机构尤其需要谨慎。其他值得考虑的赋予董事会权力的措施包括以下几点：

- 固定国有企业董事会董事的任期（如 3 至 5 年）。但如果确有必要，也可提前解散董事会；
- 国有企业管理必须遵守对私营企业具有法律效力的公司法；
- 通过向战略投资者、机构财务投资者和公众出售国有企业股权，鼓励所有权进一步多样化；
- 要求国有企业董事对其行为给企业造成的损失承担个人责任；
- 接受全国人大的监督；
- 将董事对股东的受托责任条文化。按照加拿大魁北克的民法中的范例，受托责任的条文化可以包括要求董事工作要谨慎小心；禁止资产混淆不清或为达到个人目的利用内部信息；避免任何利益冲突；向股东汇报业务；以及董事赔偿责任。

国有企业有效董事会的建立需要特别注重董事会的组织和程序，以及董事会任命和董事培训。国际上董事会下属委员会形成和发挥作用的最佳经验值得认真思考。国有企业每年修订董事程序规则同样具有合理性。如在瑞典，董事程序规则能规定：

- 国有企业的经营目标、财务目标和经营目的；
- 董事会和董事管理国有企业资本的义务，如创造股东价值。为防止考虑不周导致分散化，应将股东价值限定在国有企业经营目标设定的范围内。
- 董事会的作用是（通过董事长）协调其同股票拥有者代表在公司战略问题的

^①当然这个建议是假设所有的大型国有企业都公司化，所有的股东都有根据业务需要变更公司形式的灵活性，而且国有企业董事会（如德国的双重委员会结构或盎格鲁-撒克逊单董事会）的结构采用私营企业的形式。

意见。战略问题包括运营变化；重大收购、公司合并或强制过户；公司风险预测或决算表（如新的债务或产权）变化。

- 执行和非执行董事之间应有明确职责分工。根据董事会指南，经营管理董事负责公司日常运作。
- 董事会主席应同国有企业管理董事保持联系以监察国有企业的动向和发展。
- 董事会获取信息。

E. 重视“第二层”股东

如果四中全会“放开”中、小国有企业的决定得到贯彻，就应该有可能通过对企业集团总公司、国家社会保障基金、养老基金、保险公司和任何类似的“受托机构投资者”以及4家资产管理公司赋予权力而组成“第二层”股东。对这些机构的有关建议如下。

企业集团总公司

企业集团总公司的管理层和董事会将会不断地面临许许多多的决定，例如是否合并或收购新商业企业；是否要通过所属公司支持资本投资；以及是否要放弃某些商业和处理非核心资产。这些商业交易可能会产生现金储备，或消耗现金储备，或需要举债筹资和股票筹资。总公司管理层和董事会提出的投资和筹资方案应着重注意预测经济增值。合并和收购交易应出自商业动机而非行政授权。如果总公司现金储备不投向可能会产生负经济增值的商业，那么现金储备应通过现金分红返回股东。

机构投资者

机构投资者包括国家社会保障基金、其它养老基金、保险公司和投资基金。虽然公司管理和重组为中期目标，但机构投资者的最终目标应与投资者未来的义务保持一致。目前，机构投资者对国有企业产权的占有量可以说是很有限的（参见专栏 III-2），在国有企业管理中机构投资者没有发挥明显的作用。机构投资者任命的董事为国有企业董事会提供了有益的多元化。但是，每位机构投资人都十分谨慎，例如规定对一家公司股权投资不得超过机构资产的2%。这种慎重之举限制了机构投资人在国有企业董事会中获得更多位置的机会。因此，中国刚刚开始发展的机构投资者如果要在国有企业董事会中获得更多利益，应联合起来选举自己的董事。

专栏 III-2. 中国机构投资者现状

准许的机构投资者包括银行；养老基金包括国家社会保障基金会；保险公司；投资基金；证券公司；以及信托和投资公司。它们的总资产大约是国内生产总值的7.6%。此外，一项估算显示，没有许可证的“私营基金”管理着约相当于国内生产总值7.3%的资产。与之相比，德国和韩国的机构投资者资产达到了国内生

产总值的 50-100%，而在美国、澳大利亚和法国则更多。

国家社会保障基金

基金的资产在 2001 年年底时为 740 亿元（人民币），其中 98% 为银行存款和政府债券。2001 年 8 月，基金会购入中石化股份，而这仅表明基金拥有中石化不足 2% 的已发行股票，仍没资格任命董事。按照财政部以及劳动和社会保障部 2001 年 12 月批准的临时法规，国家社会保障基金可将其不超过 40% 的资产投向证券投资基金或股权。通过一个基金经理对一个企业发行的证券的投资不得超过国家社会保障基金证券部分的 5% 或基金总资产价值的 10%。国家社会保障基金委员会计划任命其它合格的投资管理机构来管理基金会资产。

保险公司

2001 年底，中国 52 家保险公司拥有总资产为 4590 亿元（人民币）。根据 1999 年法规，允许保险公司将其资产的 5-15% 投向股权投资基金。但实际上，只有 5.5% 的保险公司资产投向投资基金。相反，在欧洲和北美，债券和股票占据了保险业 2/3 的总资产。中国保险市场在迅速发展，新增保险费每年以 40% 的速度递增。

投资基金

2002 年 7 月，中国有 56 家投资基金，管理的基金达 990 亿元。除 20% 的基金作为义务投资购买政府债券外，它们的投资方向主要是股票。

证券公司

过去，证券公司扮演的是经纪人/零售商的角色，其作用仅限于为客户管理帐户。自 2001 年 11 月起，证券公司能从中国证监会申请到不同的许可证提供管理帐户。2002 年 6 月，为客户管理的未使用的基金达到 4280 亿元（人民币）。

Kim and St. Giles (2002).

资产管理公司

债转股使资产管理公司成为国有企业多数股东，在这种情况下资产管理公司为扭转处于困境中的企业的局势，应行使自己做为积极的“战略投资者”的职能，寻求战略的或财务的购买者、监督国有企业的经营和任命董事会成员。遗憾的是还没有发现资产管理公司接管债务人企业并将其扭亏增盈的成功事例，同时也没有资产管理公司成功地管理大批债务人国有企业的典型。在资产管理公司仅为国有企业少数股东的情况下，资产管理公司的职能只能是被动的“财务投资者”。然而，国外经验表明公共资产管理公司既不适合于管理公司股权，又无法救活债务人企业。因此，中国的资产管理公司应寻求途径尽快将它们的资产（如公司股权）出售给能创造更高价值的投资者。但是，在公司股权还没有售出期间，资产管理公司作为股东对国有企业管理行使的权利应同其拥有的股份相称。

参考文献

Olivier Butzbach 著，《OIAG 和 Deutsche Bahn 案例研究》，未发表文稿，2002 年出版

Armando Castelar Pinheiro 著,《巴西国营下的公司管理: 4 家公司的故事》, 未发表文稿, 2002 年出版

Dag Detter 著,《有价值的公司创造有价值的工作: 瑞典国有企业管理改革经验 (1998 年 10 月至 2001 年 10 月)》, 未发表文稿, 2002 年出版

Ronald Halstead 著,“英国钢铁公司经验”, 收录于 Dominique Pannier 编辑的《变化经济中公共企业公司管理》, 世界银行 (WTP323), 1996 出版

Yongbeom Kim 和 Mark St. Giles 著,《背景注释: 发展中国机构投资人》, 未发表文稿, 2002 出版

Wonhyuk Lim 著,《行使国家所有权权利的机构框架: 韩国经验》, 韩国开发研究所, 未发表文稿, 2002 出版

Daniela Klingebiel 著,《解决银行危机中资产管理公司的运用: 跨世纪的经验》, 未发表文稿, 1999 出版

William P. Mako 著,《公司重组和改革: 东亚经验》, 高级政策论坛, 韩国开发研究所, 2001 年 11 月出版

Russell Muir and Joseph P. Saba, *Improving State Enterprise Performance*, World Bank WTP306, 1995. Cases on Statoil, New Zealand Solid Energy, and IRI updated by Olivier Butzbach.

G. Bennett Stewart, III, *The Quest for Value*, (Harper: 1991).

Janet Tay and David Ma, “*Corporate Governance of State Owned Equity: Lessons from Singapore*,” 未发表文稿, 2002 出版。

张文魁著,《上海市国家资产管理体现的总结和分析》, 国务院发展研究中心, 未发表文稿, 2002 出版。