

STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT AND CORPORATE GOVERNANCE

国有资产管理 与公司治理

宁向东 / 著

 **企业管理出版社**
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

国有资产管理与公司治理

宁向东 著

企业管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

国有资产管理与公司治理/ 宁向东 著. —北京: 企业管理出版社, 2003.3

ISBN 7-80147-856-8

I. 国... II. 宁... III. ①国有资产—资产管理—研究—中国②公司—企业管理—研究—中国

IV. F123.7②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 017468 号

书 名: 国有资产管理与公司治理

作 者: 宁向东 著

责任编辑: 杜 敏

技术编辑: 穆 子 晓 光

书 号: ISBN 7-80147-856-8/F·854

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044

网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cbs>

电 话: 出版部 68414643 发行部 68414644 编辑部 68428387

电子信箱: 80147@sina.com emph1979@yahoo.com

印 刷: 北京增富印刷有限责任公司

经 销: 新华书店

规 格: 880 毫米 × 1230 毫米 32 开本 16.75 印张 440 千字

版 次: 2003 年 3 月第 1 版 2003 年 3 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

定 价: 32.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

本书是我近年所写的一部分文章和讲稿的汇合,所要讨论的中心是中国国有企业的出路问题。中国国有资产的管理体制和国有企业改革无论如何不能再拖了,如果本书的出版能够为我们实事求是地分析国有企业问题有所帮助,那将是我的莫大荣幸。

本书共分为五个部分。

第一部分,是关于国有资产管理体制问题的探讨。文章大多在2002年底和2003年初写成,引起了一定的反响,出乎我的意料。《南方周末》记者庞瑞峰先生在采访我之后,写了一篇文章,标题叫“十万亿国有资产的义利之辩”,介绍了我的研究,很好地概括了问题的本质,也道出了我的心声。征得庞先生同意我就用这篇文章做这个部分的开篇,提纲挈领。

第二部分的主题是“公司治理”,文章都是关于“公司治理”最基本原则的讨论。这部分文章从三个角度讨论了公司治理问题:一是公司治理机制的基本原理和国外的基本做法;二是我对这些问题的理解与分析;三是国外学者在理论层面的主要研究结论。徐工集团总经理傅健在访问清华大学时曾经对我说过,企业界的人士所需要的新理论、新知识无非两类:一是市场经济比较发达国家的成功经验和做法;二是我们现在做法的不足。这是很有高度的概括,我不知道本书在讲解有关公司治理问题时是否达到了傅总的要求,但那是我努力的方向。

第三部分是关于国有企业“佳星玻璃股份有限公司”的案例研究,

这是2002年我为中国长城资产管理公司主持董事、监事高级研究班时专门为课程开发的案例。在那个培训课程上,关于这个案例,我们进行了三个单位时间的研讨。这里所提供的是案例本身和进行案例分析的要点提示,但不包括对案例的深入分析。这个案例也在清华大学经济管理学院的教学工作中使用过。在案例开发的过程中,中国长城资产管理公司张晓松副总裁,资产经营部刘钟声总经理、张亚山副总经理、王彤总经理助理、以及韩卫东处长,哈尔滨办事处王滨处长,佳星公司孟庆仁董事长和于占河总经理都给予了我们极大的关心和支持。

第四部分,是一组关于国有企业改革的文章。这些文章一大半都至少写了两年以上,但都没有公开发表过。很多研究结论与现在流行的观点和认识可能有一定的距离,甚至完全是不同的,但放了两年以上,现在看来似乎还经得起时间的检验,于是拿出来发表,算是给自己一个交待。

第五部分,是几篇关于“项目法人制度”的研究文章。1999年,我接受了“小浪底建设管理局”委托的有关项目法人责任制方面的研究项目。对项目法人的研究,使我对国有资产管理问题的认识上升到了一个更全面的层次。我非常感谢小浪底建设管理局常务副局长陆承吉教授在研究过程中的支持和宽容,也感谢我的合作者、当时任建设管理局总会计师的朱卫东博士的鼎力支持。这里选择的四篇文章,应该对读者理解另外一种类型的国有资产管理有帮助。

在对公司治理和国有企业的研究工作中,我受益过很多人的帮助。我要特别感谢哈佛商学院 Tom Piper 教授、Mike Beer 教授、Hall Brain 教授;香港中文大学郎咸平教授;依利诺大学(UIUC) Peter Schran 教授、Thomas Ulen 教授;澳大利亚新南威尔士大学 Peter Swan 教授、陈志安博士;香港大学周贤明教授;世界银行张春霖博士;中国证监会童道驰博士、王林主任;南开大学李维安教授;中国人民大学杨瑞龙教授;中国社会科学院刘小玄研究员;俄克拉哈马大学的鞠建东教授。我也特别感谢在清华大学多年关心我的研究的赵纯均教授、姜彦福教授、陈章武教

授、陈国青教授、刘美珣教授、吴娅茹教授、吴栋教授、夏冬林教授、薛镛教授、廖理教授、朱武祥教授、张陶伟教授和陈涛涛教授。李子奈教授既是我的导师、也是我的领导,如果没有他的不断督促和鼓励,就不可能有本书中的这些研究成果。我还要感谢我的研究生们,特别是王红和董杰,他们不仅参与了本书中佳星公司案例的写作,还在繁忙的论文工作阶段抽出时间帮我校对了书稿。另外还要感谢企业管理出版社,感谢贺卫华先生,对本书的出版给予的帮助。

当然,尽管有上述扶助,本书还是会有很多错误,这些错误都由我承担。

宁向东

2003年3月3日

“偏执”，学者贡献社会的方式 (代序言)

(本文曾发表于 2003 年 1 月 5 日的《经济观察报》，
收入本书时略有改动)

一个真实的公司故事

Ralston Purina 公司(以下简称 RP 公司)是 1894 年在美国成立的一个家族企业,总部在密苏里州的圣路易斯市,到现在已经有了百余年的历史。RP 公司的主业是生产饲料和宠物食品,在 20 世纪 60 年代开始走向多样化经营,进入快餐等行业。由于多样化经营的战略并没有取得预期的成功,公司业绩和股票价值在 70 年代出现了较大的滑坡。

面对严峻的形式,董事会改组了公司的经营班子,并聘用了新的 CEO。1981 年 7 月,新的 CEO 上任。董事会对新的 CEO 提出了明确的“改善公司的财务状况并增加公司的市场价值”的要求。新的 CEO 和经营班子面对董事会的要求,调整了公司的战略,将资金集中到能提高公司竞争能力和生产率的方面以扩大公司的核心业务,逐渐地全面剥离公司的不良资产并收购相关业务。之后,公司的业绩显著提高。到了 1986 年 3 月,公司股票的市场价格已经达到了每股 63.375 美元。

当公司的经营状况有了明显变化的情况下,为了进一步扩大公司的增长趋势,也为了留住给公司带来变化的经营班子,RP公司的董事会在1986年3月经过研究决定与公司的14位高级管理人员签订了基于股票价值的一份长期激励性报酬合约。合约规定,在未来的十年中,只要经营者能够通过努力使公司股票的收盘价在连续10个交易日达到高于100美元的水平,14位高级管理人员就可以获得价值49.1万股公司的限制性股票和股票认购期权。

合约中虽然规定了10年的时间,但经营班子却没有让董事会等那么长的时间。1991年2月22日,仅仅在过了4年零11个月之后,RP公司的股价就连续10个交易日在市场上超过了100美元。按签约时的市场价值和100美元股价之间的差额计算,股东财富在这不到五年的时间里增加了31亿美元,股票价格增长了53.79%。由于完成了合约规定的要求,高级管理人员也在事后按合约行了权,得到了49.1万股公司股票,总计4910万美元。其中CEO收入最多,计1600万美元。

这本是千千万万美国公司管理者通过努力创造财富的故事中的一个。这样的故事每天都在华尔街发生着,实在没有什么特别之处。并且,这也是个皆大欢喜的结局。股东们因为股价的上涨获得了巨额财富,他们并没有什么不满之处;高级管理人员也相当快乐,因为他们的报酬数额价值不菲。

然而,就是这样一个看似平常的报酬合约,由于两位学者的研究,变得非常的不平常。在1999年,也就是高级管理人员行权8年之后,当这两位学者把他们的研究论文公开发表之后,RP公司的股东和董事会、以及千千万万其他公司的股东和董事会都开始从另外一个视角来思索和看待这个问题。他们真切地意识到:原来我们错了。

两位学者发现了什么

两位学者的研究成果发表在权威的《财务经济学杂志》上。他们用非常详实的数据测算表明：尽管 RP 公司的股价在 1991 年上升到 100 美元，与 1986 年相比上涨了 57.8%，但是，股东不应该对公司经营者的业绩满意。因为如果经营者真是既尽职、又努力，在 80 年代后期的行业环境中，公司的股价还可以涨的更高。

两位学者是用 CAPM 方法进行计算的。通过计算，他们发现管理团队所给股东带来的回报远远低于 RP 公司的资本成本。而按照 RP 公司的资本成本，公司在一个好经营者手里 10 年后的股价应该达到 189.92 美元。或者按时间来算，公司达到 100 美元股价的时间应该是 4 年 3 个月，而不是实际上的 4 年 11 个月。这样，由于报酬合约选择不当，在经营者得到高额报酬的时候，股东每股损失是 89.92 美元。

由此，他们向社会宣告：RP 公司的经营者报酬合约对股东来说是失败的合约，它做了任何一份好的报酬合约都不会做的事情：为经营业绩不佳的管理者提供了高额报酬。这份合约使股东“赔了夫人又折兵”。两位学者进一步的测算表明，如果按行业状况对 RP 公司的业绩进行调整，可以发现 RP 公司的股东在获得 31 亿美元财富的同时，还有 21 亿美元他们应该得到的财富，经营者并未让他们得到。在用于比较的 13 家同行业公司里，如果换上其他公司的经营者，他们都能够让股东得到这一笔收入。RP 的经营者虽然没有给股东带来他们应该得到的财富，但却获得了股东的巨额奖赏。而股东这时却懵然无知，真应了中国的老话：被人卖了，还在帮人家数钱。

由于在 1981 年投资 1 美元到 RP 公司，按行业调整后的回报率来计算，到 1986 年，这个投资的价值会达到 1.82 美元。这表明在这五年间，RP 公司的经营者确实在为股东创造价值。所以，为了进一步支持

自己的结论,两位学者又用非常专业的方法进一步比较了 RP 公司在 1981-1986 年和 1986-1991 年这两个阶段的经营者行动的财富效应。他们发现,就兼并与剥离、日常经营、股票回购、财务政策等方面看,报酬合约的签订并没有使经营者更加努力,经营者的行为没有显著的改变,报酬合约并没有激励经营者为股东创造出更多的价值。相反,如果投资者在 1986 年投资 1 美元于 RP 公司的话,依据行业平均回报率调整后的价值变化可知,在 1991 年经营者得到他们的报酬时,1 美元的投资价值已经下降到 0.59 美元。而且,经营者在第二个阶段的行为也不是没有变化,他们改变了红利政策。为了更有利于实现 100 美元的股价目标,新报酬合约签定后,经营者显著地降低了公司的红利支付率。

总之,两位学者通过对 RP 公司的案例研究发现了一个非常有价值的问题:股权方面的激励并不一定能够使经营者与股东利益完全一致起来。也就是说,股权激励的有效性是有条件的,在设计不合理的时候,情况可能比没有此类报酬合约的时候还要坏。

真正的学者,是现代社会前进的动力

关于这个故事的经济学或财务学方面的意义,是显而易见的,没有必要再多说什么。但是,两位学者用自己的研究来实实在在地促进社会进步这件事本身,其意义却是值得我们深思的。事实上,正是一大批真正的学者的执着努力,才使我们这个社会在不断获得知识的同时,也使社会运行的每一个环节接受着历史的检验和历史的监督。美国的安然公司案和我国的蓝田公司案,都是由学者首先发现,并经过媒体披露得以昭示天下的。如果没有学者们用专业技术进行的监督,这些高水平的造假案或本文故事中经营者不尽职的情况,是无论如何不会被发现的。

其实，真正学者对于社会的价值，还不仅仅局限于监督环节，他们的努力直接推进着社会制度的创新和文明方式的进化，并且决定着这个过程的速度和节奏。我甚至以为，在今日世界里，国家之间的竞赛，根本上就是文明方式的竞赛，是文明方式进化的竞赛，是接受先进文化的竞赛。而在这个过程中，真正的学者的作用是至关重要的。可以说，他们孜孜以求的探索精神，是一个社会或一个国家不断前进的动力。

1988年前后，梁丛戒先生曾经办过一本叫《知识分子》的杂志，好像是在中国和美国同时发行的，不过办刊时间不长。最早的一期中，记得有一组讨论“什么是知识分子”的文章。有一篇文章，是个法国学者写的，名字已经忘记了，但有这样一段意思，我还是有印象的。大约是说，知识分子是那些对社会“不满”的人。科技领域的知识分子对自然界“不满”，就会不断进行发明创造；而人文和社会科学领域的知识分子对社会的某些制度规定“不满”，他们就会写文章向社会呼吁，要创新我们的制度，向更加美好的方向前进。

我们故事中的两位学者，就是这样的“知识分子”。他们根据专业素养，认为RP公司的报酬合约存在着某种问题，于是，他们进行了长达6年的研究，致力于找到说明RP公司的报酬合约不恰当的证据。或者更准确地说，他们试图发现对所有此类合约进行判断的一种方法。他们要给所有的投资者、股东、董事会成员、政府机构的监管者带来新的知识和方法。他们要让所有人都觉悟，进而引发在不同层面、不同范围的制度创新，防止股东价值无端损失、但却要付出高额报酬的情况再次发生。

创造支持学者“偏执”的制度

既然学者们的工作这样重要，我们实在有必要去考虑如何创造一个在社会中激发、鼓励和保护学者们“偏执”的机制。这其中，最关键的

是要保护学者们研究问题的、近乎“偏执”的激情。郎咸平教授 2002 年夏天来清华访问时曾经和我谈起过学者的“偏执”品性。在他看来,真正的学者都是一些具有“偏执”倾向的人,如果没有“偏执”倾向,他们不会穷其一生的精力研究那么一个小小的问题,而且还津津有味。本文提到的两位学者的论文最早是在 1994 年 9 月写成的,然而在他们投给了《财务经济学杂志》之后,竟然进行了近五年的评议和修改,直到 1998 年 3 月才最终定稿,被杂志接受。显然,如果不是具有“偏执”精神,这个冷板凳如何坐得下去。郎咸平教授是公司财务和公司治理领域国际一流的学者,他本人仅在《财务经济学杂志》上发表的论文就有 9 篇之多,他把自己和同类比成“偏执狂”,相信不是简单的解嘲。

然而,学者的“偏执”精神,却是社会最宝贵的财富,我们必须加以支持、鼓励和保护,而不是限制。在这一方面,美国有很多值得我们借鉴的地方。在美国的社会生活中(不仅仅是学术界和舆论环节),有很多保护和鼓励学者“偏执”的机制,力求做到既鼓励学者“偏执”,但又要让你“偏执”得有道理,不能“偏执”得出格。在“偏执”的过程中,你要花很多时间去学习新的东西、去研究问题、寻找证据;然后,你要花大量的时间去在各种各样的研讨会上向你的同行讲述你的发现,接受同行的提问,甚至质疑;之后才能进入到发表阶段,在接受严格的匿名审稿之后才能向社会公开发表,影响社会舆论,进而影响制度创新和文明方式的进化。

相比之下,我们却没有这样一套、保护和鼓励“偏执”的制度。于是,我们经常在舆论上看到未加研究、感想式的、不负责任的言论,我们也经常看到浅尝辄止的空泛议论,但我们却很少见到有价值的、力透纸背的、真正称得上“研究成果”的发现。没有了“偏执”者的监督和提议,相信低效率的情况就会很多,社会不健康的地方也会不少,制度创新和社会进步的速度会很慢。

当然,在中国,限制学者“偏执”的一个重要原因,是太多的信息不能公开。举例来说,我曾经主持过一个国际合作项目,研究的内容是就

某一种市场机制进行国别之间的比较。我们需要使用大量的数据。然而，这类数据在全世界所有发达市场经济国家都是可以公开获得的，但在我国，却被视为重要“机密”。这样，我们就需要花很多时间自己一点点地记录数据，“偏执”的效率很低。很显然，在让学者们“偏执”之前，让他们真正能够做点有用的学问之前，我们还需要为他们扫除“信息获得”这个最大的壁垒。这是靠学者自己的力量不能解决的问题。

马上就要在国有资产管理体制上做大动作了。我相信在这个过程中有太多的只有专业人员才能够理解和分析的东西，“偏执”精神无疑可以大派用场。那么，我们能不能以此为契机，也尝试着建立起鼓励和保护“偏执”精神的机制呢？我期望有一个肯定的回答。这是因为，对于国有资产的主人——全体社会成员来说，这是有百利而无一害的事情；同时也更因为，这样的制度代表着先进的生产力，代表着先进的文化，更代表着广大人民群众的根本利益。

目 录

偏执,学者贡献社会的方式(代序言)	(1)
-------------------------	-----

第一部分 国有资产管理体制的改革

十万亿国有资产的义利之辩	(3)
对“新国有资产管理体制”的十点担忧(上)	(8)
对“新国有资产管理体制”的十点担忧(中)	(22)
对“新国有资产管理体制”的十点担忧(下)	(33)
中国国有资产管理体制改革的基本思路	(47)
建议成立“国有企业董事局”	(88)
关于国有经济认识上的几个关键问题	(100)

第二部分 公司治理的原理与实践

什么是公司治理	(113)
为什么需要公司治理	(123)
公司治理的基本机制	(133)
董事会制度是公司治理的关键	(148)
董事会的具体任务	(156)
董事会的组织形式	(164)
经营者持股与激励	(175)
国外高管人员报酬制度的演变	(191)

高管人员的长期激励性报酬·····	(203)
用“相对业绩”来评价经营者·····	(214)
透过 Circon 收购案看公司治理·····	(218)
关于借鉴国外公司治理的经验·····	(224)
第三部分 一个案例研究	
佳星公司案例使用说明·····	(233)
佳星玻璃股份有限公司(一)·····	(237)
佳星玻璃股份有限公司(二)·····	(270)
佳星玻璃股份有限公司(三)·····	(304)
分析佳星案例的其它理论要点·····	(336)
第四部分 国有企业改革	
质疑“股权多元化”思路·····	(357)
国有企业问题的症结·····	(368)
建立卖空机制、加速挤压泡沫、强化公司治理·····	(382)
公司治理的政治文化前提·····	(390)
企业集团建设的深层次问题·····	(404)
中国国有企业改革二十年(1979-2000)·····	(414)
国有企业:从制度复制到制度创新·····	(440)
“深中浩”的信息披露与公司治理案例·····	(450)
第五部分 理解项目法人制度	
从契约治理的高度看项目法人责任制·····	(479)
项目法人责任制的改革目标·····	(488)
论项目法人组织·····	(496)
项目法人治理与建设目标的实现·····	(509)

An aerial, black and white photograph of a city, likely Beijing, showing a wide river (the Jiao River) and a large bridge (the Jiaozhou Bridge). The city is densely packed with buildings and roads. The image is used as a background for the title and subtitle.

国有资产管理体制的改革

第一部分

