

汪平◎主编



经济管理出版社

本书获得国家社会科学基金项目资助，项目批号为07BJY014

汪平◎主编

↻基于价值管理的 国有企业分红制度研究

↻ Dividend Payout Policy of
State-owned Enterprise Based on Value Management



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

基于价值管理的国有企业分红制度研究/汪平主编.
—北京: 经济管理出版社, 2010.8

ISBN 978-7-5096-1078-7

I. ①基… II. ①汪… III. ①国有企业—企业利
润—分配 (经济)—研究—中国 IV. ①F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 159711 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010)51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 张永美

责任编辑: 张永美 赵伟伟

技术编辑: 陈 力

责任校对: 郭 佳

720mm×1000mm/16

24.25 印张 464 千字

2011 年 1 月第 1 版

2011 年 1 月第 1 次印刷

定价: 58.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-1078-7

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010)68022974 邮编: 100836

前 言

国家如何参与国有企业收益（或利润）分配，一直是各国政府凭借所掌握的国家股权对国有企业实施管理和控制的重要形式。我国国有企业向政府股东以一种科学、合理的机制分派红利是国有企业改革发展的必然结果，也是进一步深化改革的一个关键环节。国有企业分红绝不仅是对利润的分派，它涉及国家、社会对国有企业存在价值和存在方式的重新认识。以国有企业分红为契机，我国国有企业将在公司治理、管理行为等方面进入一个新的历史发展时期，但这取决于科学、合理的国有企业分红制度的建立和完善。

所谓“基于价值管理的国有企业分红制度”，就是基于政府股东利益保护和基于国有企业可持续发展的一种利润分红机制，价值创造是利润分红机制的目标，也是确保两个“基于”的唯一途径。本书在确保政府股东财富最大化与国有企业可持续发展的约束条件之下，设计出了以资本成本为基础的分红比例估算模型，从而为国有企业利润分红制度的设计和构建提供了一个重要的技术支持。概括而言，“基于价值管理的国有企业分红制度”的基本理念在于：

第一，国有企业分红行为是一种企业行为，分红政策是国有企业财务政策的重要组成部分。

第二，政府股东财富最大化是国有企业的理财目标，该目标实现与否的关键在于企业能否通过资本投资行为实现政府股东所要求的报酬率目标。

第三，国有企业分红政策的核心是分红比例的确定，本书认为可以基于政府股东的要求报酬率（即国有企业股权资本成本）和国有企业财务可持续增长能力两个因素进行估算确定。

第四，在以价值管理为基础的国有企业分红制度框架下，政府应当基于市场平均报酬率、投资所承担的风险以及行业政策等因素，确定国有资本在不同行业中的报酬率要求，并通过不同方式予以明示。但该明示的要求报酬率不应该具有法律效力。

第五，政府一旦将国有资本投入到企业中，政府股东应以投资者的身份规范自己的行为。

第六，政府股东根据国有企业实现其报酬率要求的程度来决定国有资本的投资方向和规模，并借此影响国有企业的分红政策。

按照以上理念,在对外国有企业分红实践进行总结的基础上,本书对国有企业分红制度的基本理念、政府股东的定位以及国有企业的股权结构和投资效率等问题进行了深入剖析。同时,基于对资本成本作为分红比例估算基础的考虑,本书对国有企业(包括海外交叉上市)资本成本的估算特征、估算方法以及效应等进行了研究。以此为基础,本书从兼顾国有股权资本成本与国有企业财务可持续发展的角度,构建了国有企业“可持续分红比例”估算模型(SPORM)。模型构建的理论分析表明:当留存收益再投资报酬率(ROE)大于股权资本成本(K_e)时,SPORM在保证投资者要求报酬率(股权资本成本)得以满足的前提下,为企业留存收益再投资报酬率提供了一个允许下降的安全边际(即当前留存收益再投资报酬率与股权资本成本之差),同时也为企业限定了一个维持当前财务可持续发展水平前提下的最高股利支付率。此时,在这一边际范围内,投资者必要报酬率可以得以满足,并能维持当前财务可持续发展水平。当留存收益再投资报酬率(ROE)小于股权资本成本(K_e)时,SPORM则确立了以股权资本成本(K_e)为标准的留存收益再投资报酬率目标,并为企业在逼近此目标的过程中,限定了一个满足投资者必要报酬率、达到有利于价值创造的财务可持续发展水平时的分红比例上限。

在分组考虑纳入或剔除了零分配的样本后,我国国有控股上市公司分行业的股权资本成本与可持续分红比例估算结果如表A所示。从国有控股上市公司分行业可持续分红比例(SPOR)的估算来看,尽管大多数行业的留存收益再投资报酬率(ROE)能够补偿国有股权资本成本(K_e)的要求,但仍旧存在一些行业由于自身盈利能力差而不能补偿股权资本成本、财务可持续发展现状不利于价值创造的现象。此外,国有控股上市公司分行业可持续分红比例的估算结果还表明,在兼顾投资者要求报酬率、有利于价值创造的可持续发展因素的前提下,我国国有控股上市公司可持续分红比例所显示的分红特征与国外成熟市场的行业特征并不一致,主要表现在还没有形成盈利能力、财务可持续发展能力与分红水平之间的良性循环机制。

表A 2002~2006年分行业国有股权资本成本与可持续分红比例的估算结果

单位: %

行业分类		A	B	C	D	E	F	G	H	J	K	M
0<POR≤1	ROE	9.07	19.14	12.34	10.95	8.65	11.87	10.15	9.75	13.14	8.02	9.19
	K_e	10.21	9.16	9.64	9.25	10.09	8.95	10.46	9.46	9.88	9.76	10.37
	SGR	4.96	10.37	7.00	5.14	4.79	6.64	5.89	5.02	7.85	3.71	4.71
	POR	51.77	44.66	47.09	57.97	43.22	47.75	46.72	52.25	43.27	53.69	48.31
	SPOR	59.54	24.87	45.10	48.83	55.78	39.73	52.45	52.93	43.45	62.15	58.12

续表

行业分类		A	B	C	D	E	F	G	H	J	K	M
$0 \leq \text{POR} \leq 1$	ROE	7.88	18.34	9.84	9.52	7.18	11.24	7.86	8.31	11.45	7.49	7.65
	Ke	9.62	9.16	9.82	9.36	10.20	8.95	10.64	9.67	9.97	9.81	10.30
	SGR	5.51	10.48	6.77	4.92	4.83	6.75	5.54	5.13	8.07	4.21	5.46
	POR	33.88	38.01	26.99	45.92	26.60	40.84	25.93	33.73	28.78	39.00	22.57
	SPOR	56.52	25.32	50.77	51.86	56.16	39.14	56.17	55.54	43.80	58.70	51.65

注：①行业代码：A. 农、林、牧、渔业；B. 采掘业；C. 制造业；D. 电力、煤气及水的生产和供应业；E. 建筑业；F. 交通运输、仓储业；G. 信息技术业；H. 批发和零售贸易；J. 房地产；K. 社会服务业；M. 综合类。②ROE：留存收益再投资报酬率；Ke：国有股权资本的资本成本；SGR：可持续增长率；POR：实际分红比例；SPOR：可持续分红比例。

根据估算结果，依托 EVA 价值管理体系，本书构建了一个 SPOR 价值创造框架（即分红比例实现机制），框架分析与相关数据验证表明，2002~2006 年国有控股上市公司各行业股权经济增加值实现状况并不理想。研究建议，我国国有企业科学分红的基本方向是在国有资本经营预算体系的框架内，实现“国有企业分红”与“EVA 业绩考核”的成功对接，从而促进国有企业的价值创造能力，提升国有企业的发展质量和实现国有企业的可持续发展。

科学的国有企业分红制度的实施绝非简单的利润分派问题，它意味着我国国有企业改革的不断深化与完善，也意味着我国国有企业自身素质的不断提高。通过实施利润分红政策，可以在政府股东与国有企业之间建立起科学、健康的关系，在确保国有企业长期可持续发展的同时，满足政府股东对国有资本投资报酬率的要求。这是一个良性循环的状态，也是我国经济运行理性化、市场化的良好开端。

目 录

第一章 国有企业、国有股权资本成本与国有企业分红	1
第一节 国有企业分红：一个极其复杂的理论问题和现实问题	1
第二节 国有企业的属性与目标定位	3
第三节 我国国有企业利润分红制度设计的基本原则	7
第四节 国有股权资本成本的估算与国有企业利润分红	14
第五节 我国国有企业利润分配的制度轨迹——回顾与思考	17
第六节 本书的基本框架	23
第二章 国有企业利润分红制度设计的基础理念研究	27
第一节 投资者、企业以及国有企业的财务性质	27
第二节 国有企业、政府股东与政府股东财富最大化	35
第三节 政府股东要求报酬率与国有企业资本成本	48
第四节 基于价值管理的国有企业分红理念	50
第三章 政府股东与国有企业：国有企业改革的一个观察	55
第一节 大股东、大股东性质与控制权	55
第二节 政府股东：我国上市公司股权结构现状分析	58
第三节 政府股东：我国股东类型中的核心部分	64
第四节 政府股东与国有企业：国有企业董事会的使命	67
第五节 国有控股上市公司现金分红的基本特征描述	70
第四章 政府股东要求报酬率：国有企业资本成本的估算特征	87
第一节 政府股东投资与要求报酬率	87
第二节 资本成本的一般性质	90
第三节 资本成本估算的一般理论与技术	94
第四节 我国国有企业资本成本的估算特征	125

第五章 国有企业海外（交叉）上市的资本成本效应研究	139
第一节 中国国有企业海外上市行为分析	139
第二节 企业海外（交叉）上市的资本成本效应 ——基于西方文献的分析	149
第三节 国有企业（交叉）上市的资本成本效应——实证研究	163
第四节 基于资本成本的海外上市国有企业分红研究	171
第六章 国有企业股权结构、投资行为与企业价值创造	175
第一节 国有企业价值创造的源泉：国有企业投资行为分析	175
第二节 企业现金流量、投资行为与绩效	179
第三节 国有股权结构、绩效与国有企业投资行为	188
第四节 有关实证分析	193
第七章 基于资本成本估算的国有企业分红比例研究	215
第一节 国有企业资本成本与利润分红比例：模型构建	215
第二节 国有企业分红比例估算：基于资本成本	225
第三节 国有企业分红比例确定的政策性建议	247
第八章 国外国有企业及其分红制度研究	251
第一节 国外关于国有企业的界定	251
第二节 国外国有企业发展历程及其分红政策介绍	254
第三节 国外国有企业分红政策评述	264
第九章 国有企业分红实现机制之微观篇——国有企业的价值管理研究	273
第一节 价值创造与投资者利益保护	273
第二节 企业价值的理论分析	276
第三节 价值创造与基于价值的企业管理模式（VBM）	288
第四节 资本成本、价值创造与利润分红——VBM 下国有企业 分红比例的确定原则	294
第五节 国有企业可持续分红实现机制设计	304
第十章 国有企业分红实现机制之宏观篇 ——国有资本、经营预算与国有企业利润分红	317
第一节 国有企业的经营绩效必然低下吗？	317

第二节 国家股权与要求报酬率：宏观视角	322
第三节 国有资本经营预算与国有企业利润分红	327
附录：中国国有企业财务特征分析	339
参考文献	357
后 记	377

第一章 国有企业、国有股权资本成本与国有企业分红

国有企业利润分红既是一个事关推进国有经济布局和结构的战略性调整以及公共政策目标实现的宏观问题，也是一项事关国有企业自身发展的微观决策。合理的国有企业利润分红制度的设计，既不能单独以政府的意志为准绳，也不能过分地强调国有企业自身的意愿。本章立足现代财务理论以及公司治理理论等相关理论，对我国国有企业的利润分红问题进行了深入分析，认为应当构建以资本成本估算为依据、以价值创造为基础的利润分红制度，其核心是在确保国有企业财务可持续增长实力的情况下，以国有企业价值的持续稳定增长来保障政府股东合理报酬率要求的顺利实现。

第一节 国有企业分红：一个极其复杂的理论问题和现实问题

目前，国有企业分红问题已经成为中国国有企业改革的热点问题之一。

2005年10月17日，世界银行就中国国有企业分红问题发表了题为《国有企业分红：分多少？分给谁？》的研究报告。该报告指出由于历史原因，不论是财政部、国资委还是其他任何中央政府部门都没有从中央大型国有企业那里分红，地方政府和地方负责管理的国有企业大多也都如此。这种情况与其他国家形成了鲜明的对比。报告主要就三个方面讨论了国有企业分红政策问题：第一，为什么要分红以及如何确定分红政策。在分析了国有企业多年不分红的历史原因和政策背景后，报告指出，分红政策有利于提高那些由国有企业保留利润提供资金的投资项目的效率，有助于政府扩大消费政策目标的实现；可以改善公共财政资源的整体配置，使政府更好地发挥公共职能。因此，国有企业分红政策对中国很重要。第二，报告就利润支付多少以及支付给谁的问题进行了分析。在支付多少的问题上，报告指出不同国家的国有企业分红政策有很大差别，不同类型的公司分红政策也有显著差异。在支付给谁的问题上，报告指出由于目前关于国有企业产

权、国资监管以及分红收入的用途存在争议,并且涉及相关立法程序,因此,分红收入是上缴财政部还是国资委的问题存在诸多争议。第三,报告对国有企业分红政策可能对现有国有企业集团体制的影响作出了分析。

世界银行(2005)的这份国有企业分红报告引起了国内对国有企业分红问题的关注。近20年以来,在我国国有企业绩效严重低迷的状态下,如何通过所谓的“放权让利”等措施来实现国有企业的脱困是人们最为关注的改革命题,至于利润分红问题尚不足以引起政府和企业的关注。但随着中国改革开放的不断深化,一方面,中国经济的发展面临巨大的资金缺口;另一方面,一些垄断国有企业利用其行业垄断地位,通过占有国有资产获得超额利润并进行过度投资,影响了国有资本的有效配置。此时,如何看待国有企业利润问题,如何合理地进行利润分红,已经成为一个不容回避的重大问题,解决不好会严重影响国有企业改革的深化,影响国有资本的有效运营,甚至于影响整个国民经济的健康发展。

中外学术界对于上市公司股利政策的研究很多,已经形成现代财务理论中一个极为重要的组成部分。但对于国有企业分红方面的理论研究却较为少见,大多是对各国国有企业改革过程和经验的分析和总结。在实践中,国外国有企业一般都向政府分红,但分红政策的差别很大。换言之,尽管分红比例会存在重大差异,但实施“零分红”政策的国有企业在世界各国或地区却较为少见。根据有关资料可知,排除最大股东的政府特色,某些超大型的国际化公司甚至实施100%上交集团公司利润的做法,由集团公司统一调配公司资源,尤其是在资本投资方面予以严格控制。这种做法需要集团公司具有极强的控制力和资本运作能力。

从目前国内的研究来看,关于国有企业改革方面的理论研究比较多,但主要是从国有资产监督管理机构的设置、国有股权运营管理、国有企业治理结构、国有企业经营者激励机制、国有企业产权改革,以及国有企业绩效考核等角度进行探讨。近年来,学术界逐渐将研究重心转移到所有权结构改变对企业绩效的影响方面。一般认为,我国国有企业通过改制,企业绩效均有显著提高。^①但人们对这种绩效的提高与国有企业管理行为之间相关性的研究却很少见。换句话说,我们已经看到了国有企业绩效提高的现实,但对形成这种结果的机制却并不完全清楚。

从某种意义上讲,对我国国有企业的利润分红问题进行研究,可以触及国有企业利润创造的内部机理,是对我国国有企业研究的深化。综合目前国内外理论研究现状和各国实践经验来看,少量的关于国有企业分红政策的研究也大多集中在政府层面,只是从制定宏观政策、解决社会问题的角度出发,对分红依据比如

^① 白重恩,路江涌,陶志刚.国有企业改制效果的实证研究[J].经济研究,2006:8;郝大明.国有企业公司制改制效率的实证分析[J].经济研究,2006:7.

分红比例的估算技术等核心问题的研究相对较少。

分红政策作为国有企业财务政策的重要组成部分，理应受到企业界和学术界的高度关注。但由于我国由来已久的国有企业生产经营政策、财务政策等的财政化，内部治理和内部调控的必要性大大减小，使国有企业本身丧失了科学制定各种管理政策包括分红政策的动力和约束。长期以来，国有企业在一种随大流的惯性中崎岖前行。同样由于宏观政策方面的制约，我国关于国有企业改革方面的研究也很少从微观层面来分析分红问题。但所有这一切并不说明国有企业分红是一个次要的、不重要的问题。恰恰相反，留待最后解决的问题往往是牵涉面最广、难度最大的问题。

国有企业分红问题的解决，不仅要在技术上确定税后净利的分派比例，更要解决一系列的观念问题，比如国有企业的财务性质问题、政府股东在董事会的身份问题、国家控股与治理权力的协调问题、国有资本投资的报酬率要求问题、国有企业的资本成本以及理财目标问题，等等。这些理论问题不解决，单纯地从技术上讨论分红比例的确定是没有意义的，充其量是一种过渡性的政策性措施。因而，国有企业分红政策的确定，既是我国国有企业改革深化的一种必然体现，也是我国国有企业核心竞争力大幅提升的一个前提。

第二节 国有企业的属性与目标定位

从世界范围内来看，国有企业都具有“企业性”和“公共性”的属性（伍伯麟、席春迎，1997）。从国有企业的“企业性”属性来说，国有企业分红理应纳入公司股利分配的理论框架。但由于国有企业的“公共性”属性，又使得国有企业分红具备了明显的制度特征。这种制度特征表现为，在特定的历史时期，国有企业常常被期待要为社会和公共政策目标履行特别的责任和义务，包括在国有企业分红的决策中如何体现国家所有权从而兼顾到这些“特别的责任和义务”。置国有企业于现代公司治理的框架内，《OECD 国有企业公司治理指引》就国家所有权的行权方式提出如下建议：国家应该作为一个知情的和积极的所有者行事，并应该制定出一项清楚和一致的所有权政策，确保国有企业的治理具有必要的专业化程度和有效性，并以透明和问责的方式贯彻实施。因此，政府股东身份的认定及基于政府股东财富最大化角度来思考国有企业分红问题，不仅仅是“国有企业

公司治理目标现实的理性的回归”,^①也是对国家所有权本质属性的认定与国家所有权行权方式的现实总结。在这个意义上,“(国家所有权)公共权力的本质在于其目的而非手段,用私人的手段实现公共目的”,^②而“特别的责任和义务”将借助于政府股东要求报酬率(国家股权资本成本)的形式体现出来。因此,基于政府股东要求报酬率的要求(即国家股权资本成本的补偿)进行国有企业分红制度的设计是一个现实的,甚至是必然的选择。

“股东财富最大化”是目前国际企业界普遍采用的一个科学、合理的理财目标。这一目标将现代理财学中的第一概念——资本成本与企业的投融资决策有机地联系在一起,从而确保了财务决策的有效性和各种理财行为的合理性。历史已经证明,股东财富最大化这一理财目标正是企业作为一种生产经营机制的本质属性的体现,是企业内生的一个目标设定。正因为如此,在不同的国家、不同的企业,包括不同经营性质的企业、不同经营规模的企业,甚至于不同法律形式的企业,它们在经营宗旨、战略目标等方面可能存在着巨大的差异,但唯独在理财目标方面具有极大的趋同性,就是追求股东财富的最大化。尽管一段时间以来,利益相关者财富最大化理论对股东财富最大化理论提出了所谓的挑战,但事实证明,前者对后者根本不可能构成真正意义上的挑战,因为它根本就不具备成为一个科学的理财目标的基本要素。^③

股东财富最大化这一理财目标不仅适合于我国的上市公司,而且还适合于我国的国有企业。唯有信奉这一理财目标,我国国有企业才有可能在理性的轨道上实现可持续发展,创造更多的企业价值,为国有资本的保值、增值奠定基础。

在20世纪80年代之前,我国的国有企业通常被称为“国营企业”,这些企业既属于国家所有,也归国家经营。企业管理的精髓就在于审时度势地实施合理、科学的管理行为,从而实现管理目标。但在国家经营的情况下,显然难以达到这一境界。政府和管理企业的过程中,更多地是把企业看做整个国民经济的一个细胞,从大处着眼来统一规划各个企业的生产经营。无疑在某些特殊时期,比如战争时期、大灾荒时期,通过政府至高无上的权威的调度,通盘地运作资源,可以以小博大,取得单一组织、单一企业难以企及的治理效果。但作为一种常态下的企业经营运作,这种大一统的企业管理方式无疑会严重阻碍企业这种有机体的活力,企业绩效的提高也就很难长期维持。

在企业改革初期,无论是政府还是学术界,对于企业改革的目标的认识并没

① 吴越. 国有企业所有权四重奏与治理目标论战 [A] //吴越. 公司治理: 国有企业所有权与治理目标 [C]. 北京: 法律出版社, 2006: 30.

② 蒋大兴. 国有企业改革、国家所有权的法律迷思 [A] //吴越. 公司治理: 国有企业所有权与治理目标 [C]. 北京: 法律出版社, 2006: 51.

③ 汪平. 理财目标论 [J]. 财会通讯, 2007 (3): 6-10.

有取得一致的意见。针对数量庞大的、严重亏损的、已经日益影响到人民生活的国有企业，最初的思路首先是让国有企业在不断完善的市场环境下生存下去，在不断减少国家财政支持的前提下，改善就业、改善员工的待遇。所谓的“放权让利”、“政企分开”等改革措施就应运而生。进入 20 世纪 90 年代之后，随着我国股票市场的建立，以创立所谓的“现代企业制度”为核心的、以产权结构调整为主要内容的新的、更深层次的国有企业改革如火如荼地开展起来。按照人们的期望，随着这些重要措施的采纳和实施，我们的国有企业完全有理由走出困境，在整个国家的建设中发挥更大的作用。但客观事实是，经历了如此漫长、如此艰辛的改革过程之后，我国的国有企业并没有如人们所期望的那样，真正成为市场竞争中的骄子，为国家、为人民带来更多的财富。与其他法律形式的企业比如私有企业、外资企业等相比，虽说我国国有企业在规模上仍然占有优势，但在治理质量、经营效率、绩效水平等方面明显处于劣势。这种状况已经得到了足够充分的实证检验。

在 30 多年以来的关于国有企业改革的研究中，人们好像已经达成了共识，那就是国家所有权限制了国有企业的活力。按照这一思路，国有企业改革的途径基本上变成如下两条路：一条路，是国有资本从国有企业中完全退出，让位于私有资本、国外资本等，这就意味着这些国有企业的性质完全改变；另一条路，是不断降低国有企业中政府股东所持股份的份额，比如，通过国有企业上市以及上市之后的国有股份的减持等途径，有规划、持续地减少国有上市公司的国家持股比重。第一条路，在我国很长一段历史时期中，国有企业仍将担当国民经济的主力，这是国有资本保值增值的基本保障；第二条路，随着我国股票市场上的“股权分置”改革的完成，政府股东持股减少已经成为事实。问题的关键是，通过这种股权结构的调整，或者具体地说，通过国有股份的减少，国有企业的绩效真的能够得以根本改善？记得在我国股票市场发展初期，人们将国有企业翻身的希望寄托于国有企业的改制和上市上，将国有企业改制上市称作建立所谓的“现代企业制度”。事实已经证明，只是单纯地依靠股权结构的调整，改善国有企业的绩效即使不是不可能，也是极为困难的。问题的症结就在于人们过于迷信所谓的股权决定论。

我国国有企业发展演变的历史已经证明，没有好的治理结构、没有优秀的管理，企业的整体质量的提高是没有希望的。在今后一个相当长的时期内，我们必须培育国有企业良好的治理结构，从根本上改善国有企业的管理，在确保国有企业长远可持续发展的前提下，满足政府股东对国有企业股权资本投资的报酬率要求。

理财问题是企业管理中的核心问题，而理财目标问题又是公司理财的起点。任何形式的企业经营，如果在理财目标问题上不能有一个清晰的、科学的认识，

并将理财目标的要求贯彻到具体的理财实践中,那么,这种企业的发展便没有任何牵动力,也就没有了活力,企业的发展根本无从谈起。认真分析我国国有企业改革的历史过程,不难发现,国家在向国有企业逐渐地下放经营管理权的同时,并没有对这些国有企业提出明确的、正确的理财目标。在国有企业改革初期,对于国有企业过多地强调了利润指标的作用,比如承包制的实施。但现在已经知道,以利润为理财目标,要求企业在发展过程中,以追求利润为己任,其必然的结果就是伤害到企业的可持续发展实力,不利于我国国有经济的增强。也就是说,在国有企业改革中,要么对国有企业没有理财目标的要求;要么就是出现了错误的理财目标要求。至少从财务理论的角度来看,无视理财目标对于国有企业改革的重要性,没有一个正确的理财目标来引导国有企业的改革,是造成我国国有企业改革成效不大的最为重要的财务原因。所谓的“放权让利”、“政企分开”、“现代企业制度建设”等不过是在国有企业治理或管理方式上进行了一定程度的改变,并没有解决最为根本的理财目标问题,没有从根本上解决国有企业与国家之间的权利关系。我们必须从理财目标的层面上更加深入地重新探讨国有企业改革问题,基本的思路应当是:

第一,“中国不可能拒绝国家所有权,中国无论如何也不会放弃国有经济,自然,中国也不可能消灭国有企业。国家所有权和国有企业终结的时代,在中国不会到来。”^①国有企业绩效低下的根本原因不是由于国家所有权的存在,国有企业也不是质量低劣企业的代名词。

第二,政府作为国有企业的投资者,自然成为国有企业的股东。按照以往的做法,鉴于政府自身的特殊性质,政府股东采取了一些不同于个人股东、机构股东的手段和方式来规范政府股东与国有企业之间的权利关系。但优良的公司治理应当建立在投资者与管理者之间责权利关系极为明晰的基础上。具体而言,政府股东与国有企业之间的关系只是投资者与企业之间的关系,而投资者之于被投资企业的最为基本的权力就是报酬率要求,它无权、也不应该对企业的经营管理等发生影响。

第三,也是至关重要的一点,就是政府股东通过“股东财富最大化”的理财目标来约束国有企业的经营、管理行为。对于政府股东而言,所谓的“股东财富最大化”,就是要求企业在一定的时间约束内,实现政府对企业所提出的最低水平的报酬率要求,也可以理解为国有企业对国家的贡献率。通过理财目标约束国有企业,可以使政府从根本上脱离国有企业的经营管理,转向真正意义上的国有资本的运营。有人认为,国有企业由于其自身的性质,应当与一般竞争性企业不

^① 蒋大兴. 国有企业改革、国家所有权的法律迷思 [A] // 吴越. 公司治理: 国有企业所有权与治理目标 [C]. 北京: 法律出版社, 2006: 54.

同，不宜参与到竞争性行业，也不宜过多地以经济指标来考核。这种认识事实上还是没有分清国家所有权、国有资本与国有企业之间的关系。政府完全可以通过对不同企业资本成本的调整来实现某一时期国家对于宏观调控的意志，比如降低某一类国有企业的资本成本，提高另外一类国有企业的资本成本等，以此形成对不同类企业的不同的政策倾斜。

第四，政府股东与国有企业之间的关系只是要求报酬率的提出与满足之间的关系。国有企业实现了政府股东所要求的报酬率水平，就可以将更多的税后利润留存在企业内部进行更大规模的投资，以创造更多的财富，满足政府股东未来的收益要求；如果国有企业实现不了政府所提出的报酬率要求，就必须把税后利润分派给政府股东，由政府对这部分国有资本进行调配。除了这层报酬率的要求与满足之间的关系之外，政府股东不能参与国有企业任何的生产经营运作，更不能对国有企业的财务决策施加任何影响。这不仅仅是国有企业利润分红政策的问题，而且涉及国有企业改革的深化发展，关系到我国宏观经济管理机制的再造。

因此，基于价值管理的考虑，我们应当建立起以资本成本为基础、以政府股东财富最大化为理财目标的国有企业利润分红制度，从而将国有企业分红作为增强国有资本、约束并促进国有企业长期可持续发展的一种有效工具。

第三节 我国国有企业利润分红 制度设计的基本原则

从中西方企业股利政策的惯例来看，分红比例基本上是介乎于 0~100%。分红比例为 0，就是所谓的“零分红”政策，企业把所有的当期税后净利均留存在企业内部用于投资，借以扩大经营规模，为创造更多的企业价值创造条件。作为投资者，在零分红政策下，股东们看重的是企业未来的长远可持续发展，是以当期的收益交换未来的报酬。分红比例为 100%，是将全部的当期税后净利完全分派给股东。在没有外部融资的情况下，100%的分红比例意味着公司实施了零增长的发展战略。客观而论，无论是零分红政策还是 100%的分红政策，都不是理想的利润分红比例，都是在特定情况下采取的一种特定的利润分红政策。

从历史上看，在改革开放之前，我国实施的是计划经济体制。在这样的体制之下，国有企业不是一个独立的经营实体，而是国家财政的一个生产组织。国有企业将 100%的税后净利完全交给国家，在需要资金的时候，再从国家财政申请获得一定数额的资金。国有企业事实上没有财务管理的权利和义务，无论是投资还是融资，完全由政府来决定。国有企业与其说是企业，还不如说是国家机器的

一个组成部分，承担着相当多的社会责任和政治责任。历史已经给出答案，100%地将税后净利交付给政府股东，同时，政府股东直接介入企业的生产经营运作，不利于国有企业自主财务管理活力的增强，企业发展的动力大大受阻，价值的提升便没有了基础。在这种状态下，国有企业作为“企业”的特性被剥夺殆尽。

改革开放之后，伴随着税制改革的进程，为了更快地恢复国有企业的活力，增强国有企业的资本实力，我国又实施了零分红的利润分红政策。国有企业实现的税后净利完全留存在企业内部。这一制度的实施，在很大程度上缓解了我国国有企业资金紧张的局面，为国有企业在新的经济环境下谋求生存和发展奠定了基础。但这一分红制度的理财学基础却极为脆弱，因为按照这一利润分红制度，政府股东在股权资本投入上的报酬率为零。如果不把未来国有企业的长远发展考虑进来，长时期地执行这一分红政策，国有企业的存在就变得毫无意义。在整个投资期间来看，没有任何报酬要求的投资，无论在什么样的情况下，无论是何种性质的投资者——政府、家族、机构或是个人等，都是不合理、不科学的。况且，伴随着我国经济环境的逐步好转，国有企业的获利能力也今非昔比，创造的现金流量也越来越多。在零分红制度下，这些企业内部过多的现金积累带来了比不分红还要严重的诸多问题，比如严重的过度投资现象在我国国有企业中普遍存在。

无论是上市公司，还是国有企业，向股东派发利润以满足他们对于投资报酬的要求是现代理财学的基本原理。通过如上的简要分析，不难得出如下的结论：0 或者 100%的分红比例（或者说股利支付率）都是不合理、不科学的，恰当的分红比例一定介乎于 0~100%。概括而论，如果企业有比较多的、净现值为正值的投资项目，董事会可以把较多的利润留存在企业内部；相反，如果企业的投资机会较少，董事会就应当把较多的利润分派给股东，让股东自行安排投资，带来较多的报酬。

那么，下一个问题必然进入到人们的视野：确定分红比例的权力到底在政府股东的手里？还是在企业董事会、管理高层的手里？

现代财务理论对这个问题的回答极为清晰：股利政策是企业财务政策的重要组成部分，其决定权自然在公司董事会的手中。公司在决定股利支付率的时候，将股东的要求报酬率即公司的股权资本成本与企业内部的资本投资机会同时予以考虑，权衡股东当前收益与未来报酬之间的关系，最终确定一个合理的股利支付率。但在国有企业中，这一清晰的答案却变得日益模糊，最终引起了巨大的争议。由于政府股东身为政府的过于强大的权威性，更由于我国国有企业对于政府过多的依赖，使得我国国有企业的利润分红也变成了一个准财政的问题，股利政策或者说利润分红政策也就变成了一个财政问题。既然是财政问题，其决定权自