

非常

邓聿文 编著

交锋

国企产权改革大讨论实录

郎咸平：停止“国退民进”的产权改革

张维迎：要善待给社会做出贡献的人

顾维军：这是为荣誉而战

吴敬琏：产权改革最重要的是法制

李荣融：管理层收购是个问题



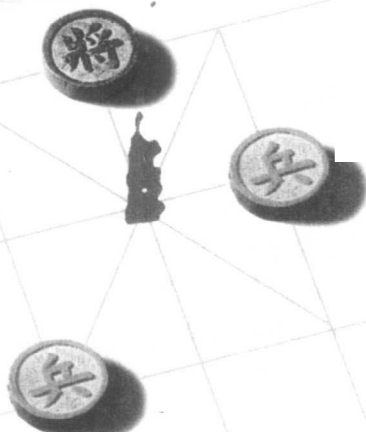
海洋出版社

邓聿文 编著◎

“郎放

交锋

—— 国企产权改革大讨论实录



海军出版社

图书在版编目(CIP)数据

非常交锋:国企产权改革大讨论/邓聿文等著.北京:海洋出版社,2004.12

ISBN 7—5027—6262—0

I. 非... II. 邓... III. 国有企业—产权—经济体制改革—研究—中国 IV. F279.241

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第126604号

策划编辑:陈泽卿

责任编辑:万小冬

责任校对:郑安敏

责任印制:刘志恒

海洋出版社 出版发行

<http://www.oceanpress.com.cn>

(100081 北京市海淀区大慧寺路8号)

北京顺诚彩色印刷有限公司 新华书店发行所经销

2005年1月第1版 2005年1月北京第1次印刷

开本:787mm × 1092mm 1/16 印张:15.25

字数:250千字 印数:1—10000册

定价:25.00元

海洋版图书印、装错误可随时退换

序

我不是国企改革方面的专家。邓聿文请我写这本书的序也不是看上我在这方面的学养，而是因为我比较超脱，没有卷入这场争论，没有什么倾向性的观点。其实我也是被郎咸平指名应战的人之一。不过我还有自知之明，自己没有多少研究就不要夸夸其谈。

邓聿文是一位资深记者，事实上他兼有学者的身份。他善于抓热点问题，又能够深入事物的本质，和一般学者的最大区别是能够避免片面性。这和他的职业生涯有关系，他能听到不同的声音，并且做出自己的判断。所以，如果你想了解事物的全貌，最好是读他的分析报道。对于国企改革尤其是这样，因为意见的分歧是很大的，如果只听一面之词，很容易失之片面。这本书的价值也正正在此。如果你想了解国企改革的各方面的意见，并且有对各种方案的分析的想法，那就应该看这本书。

或许是受到了国内主流经济学家的影响，我对国有企业改革的看法和大多数学者的意见相同，就是要从所有权的改革入手。我不认为单纯依靠改进管理能够解决国有企业的低效率问题。当然也不是说所有的国有企业都要私有化，经营好的公有制企业也不少。不过大部分企业还得从所有权改革入手。从经验来看，全世界公有制企业大部分亏损，这不是中国特有的问题。在我国少数经营好的公有制企业是因为它们很像私有制企业。特别是只有在大多数企业都在产权上改革之后，在一个非公经济的环境之下，少数公有制企业才有可能搞好。如果一个经济内大部分都是公有制，那肯定是搞不好的。其原因要从经济学来解释，因为只有企业有利润极大化的要求，而且在一个公平竞争的环境下才能够形成均衡价格。这种价格是引导资源配置的必要信号。公有制企业缺乏利润极大化的冲动，而且往往依靠行政力量逃避竞争。

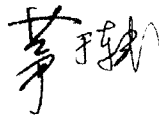
我对所有权与经营绩效的关系，是从交换的最本质的特性来考虑的。平等自由人之间的交换，必定给双方带来利益，这是不言自明的，因为损害一方的交换不可能被双方都同意。市场经济之所以能够创造巨大的财富，就是因为这个经济学中最简单明了的特点。但是不要忘记，交换双方必须对交换的后果承担全部责

任，并享有全部收益。公有制的问题恰恰就在此，交换的决策人并不承担全部责任，也不享有全部收益。所以我讲，公有制的交换好像小孩儿玩过家家。一个孩子当爸爸，一个孩子当妈妈，他们假装过日子，假装上超级市场买东西，假装付款找零。一切都学得很像，但是缺少最本质的内容，就是责任和收益的归属。他们玩的不同于现实生活中两口子过日子，所有的决策自己要承担其后果，不论是好是坏。国有企业也如此，它们也有营销部，有人事管理部，有研发部，和私营企业完全一样，但是就缺少最核心的责任和收益的归属。有少数国有企业能够经营好，是因为它们学私营企业学得非常像，和真的一样，几乎就是私营企业了，它们能够办好。它们的周围都是私营企业，它们和私营企业有充分的人员交流、物资交流、资金交流，它们的行为非常接近私营企业。

以上的讨论适合于个体经营的小企业。对于大公司而言，就有所不同。所有权和经营权分了家，问题就来了，因为从事日常决策的经理人并不对他的决策承担全部后果，后果是股东们承担的。所以有一套公司治理的学问。基本上是董事会代表所有者，聘请经理人员，并且监督经理人员，不让经理的决策偏离所有者的利益。因此，对经理的监督 and 激励制度的设计是不可缺的。在公有制企业中，真正的所有者缺位，董事会成员不承担责任和收益的后果，结果就会偏离上面所说的交换必定有利于双方的结论。

从以上的分析来看，所有权的改革是国企改革的核心问题。但是真正做起来问题非常多。最头痛的是国有资产的流失。一切从计划经济转向市场经济的国家毫无例外地都碰到这样的问题，在私有化过程中国家的资产以低价格转让给了私人。这样的资产转移后患无穷，它经不起法律的检验，不能得到公众的认同，产权的合法性被怀疑，容易引起重新清算。但是为了避免国有资产的流失而停止产权改革，企业的资产价值也可能坐失，今天还有的价值过了几年或许连那点钱都不值了。所以，产权改革又不宜等待，这正是摆在我们面前的挑战。

出路何在？我认为首先要让产权改革的过程充分透明化，让公众都知道发生了什么，是谁参与其事，谁得到什么，谁失去什么，绝对不许黑箱操作。其次要让公众有参与的机会。单单是透明化是不够的，大家只能当旁观者，不能当参与者，还是不能体现公平自由的原则。不但要能够参与，而且机会要均等。这样大部分的问题可以得到纠正。不过这些原则说起来容易做起来困难。这需要我们发挥聪明才智，来完成这个空前绝后的伟大改革。



2004年12月·北京

记录历史

公元 2004 年 8 月，仿佛毫无预兆，由香港学者郎咸平引领的这场国有企业产权和改革方向的大讨论迅速席卷了整个学术界和思想界，至今 4 月有余，未见落幕。期间，几乎所有的一流学者尤其是经济学家，不管有意还是无意，都参与进来了。比起历次争论来，由于互联网的普及，这次大讨论所波及的范围非常广泛，讨论非常深入，传媒和民众对争论表现出了极大的关注和参与热情，并成为争论中的重要一方。决策层也在密切注视大讨论中各方的声音和态度。可以毫不夸张地说，这是 21 世纪初中国思想界的一次大交锋，也是中国民众的一次思想大动员。

长期以来，经济改革奉行不争论原则，既为改革赢得了 20 多年不断推进的成就，但也积蓄了大量社会矛盾和理论焦点，这些矛盾和焦点一日不解决，就有可能成为继续发展的障碍。而长期不争论的一个后果，就是很容易出现由少数思想垄断理论阵地、由少数学者控制思想的局面。

学术和思想是需要争论的。真理愈辩愈明。基于此，尽管官方不主张争论，但自 1978 年进行真理标准大讨论以来，中国以生产和传播知识为职业的知识分子中间，还是经历了若干次思想争论和交锋。某些争论和交锋与官方密切相关，真理标准大讨论是一个典型，有关人道主义的讨论，也是其一。不过，某些争论和交锋，则没有什么官方背景，其所运用的术语、所探讨的问题，都有其民间性，与官方主导的意识形态大不相同。这种民间性的思想争论或者讨论，比较著名的是 1988 年末到 1989 年初的新权威主义的争论。进入 90 年代之后，则有政府与市场的讨论，自由主义与社群主义的讨论。到 20 世纪末，又出现了新自由主义与新左派的争论，直至这次的国有企业产权和改革方向的大讨论。

不管争论中出现了多少问题，争论各方带有多少非理性和情绪化因素，也不管争论的最后结果是什么，这场大讨论注定了要在中国的学术界和思想界留下浓墨重彩的一笔。因为，争论本身将直接影响我国下一步企业变革的内容、

方式、方法和方向，从而也将影响中国经济及社会的变革与发展。特别是争论中所形成的若干共识将为中国改革道路的选择起到十分重要的作用。我认为，有四个共识对今后的改革非常有意义。

共识之一是，在既往的国有企业改革和改制中，由于制度的欠缺和监管的不到位，在具体操作中出现了国有资产流失的现象，而且从某种程度说，这种流失不是个别和局部的，而是大面积和严重的。

共识之二是，MBO 式的企业改制由于缺乏必要的法律依据和政策规范，不具备相应的条件和环境，特别是由自订价格而导致国资流失等问题，以及与现代企业制度两权分离的要求相背离，必须暂停这种企业改制方式，尤其在国有大中型企业不能推行。

共识之三是，国退民进的产权改革方向没错，但具体实施路径有误。因此，要停止的不是产权改革本身，而是产权改革中的一些错误做法，要规范企业改制。

共识之四是，真正违背民意的不是改革本身，而是屡禁不止的政府设租、官员腐败、官商勾结、瓜分民财等社会不公平问题。应高度重视改革的公正性问题，“效率优先，兼顾公平”的改革路径到了需要调整的时候，两者应该一视同仁。

中国的改革，用经济学的语言说，可以看作是一种市场的供求关系。改革思想的需求者是渴望变革的社会和它的人民，而改革思想的供给者之一，则是具有专业精神的学者。学者怎样去满足社会对改革思想的需求，如何为中国的经济改革提供思想和操作路径？本次大讨论就是一个生动的“现场”文本。因此，将这场大讨论的内容进行清晰的梳理和分析，做一个阶段性的记录和总结，将有利于社会辨明是非，有利于给决策层提供正确的参考依据，尤其有利于中国现代企业制度理论的建立与完善，有利于澄清目前在我国广泛流传的一些错误思想和理论，从而给国有企业乃至中国的下一步改革创造一个稳步推进的舆论、思想、制度和政策环境。当然，作为记录者，笔者将站在价值中立的立场，尽可能完整、准确、忠实地记录和还原讨论的全过程。

社会变革是由各种力量构成的社会合力推动的。中国的改革被世人称之为渐进式改革，这种改革的好处是避免了激进式改革可能引起的社会动荡。但是，它也把那些最困难的改革留在后面，从而使得在改革过程中形成的不同利益主体，

会想尽办法来固化、扩大自己的既得利益。由于中国改革是一种借助于政府权力推进市场化的进程，而在这一过程中又缺乏必要的制度规范，权力资本化和资本权力化现象很普遍，所以，我们现在必须要特别警惕那些打着改革和法制化的旗号，通过制定法律、规章的办法来维护既得利益的做法。他们昨天可能是改革的推动者和受益者，今天却成为改革的阻力。不少专家学者担心，中国经济体制改革走到今天，有沦为裙带市场或者说拉美化的可能，这绝不是危言耸听。当前改革徘徊不前的主要原因，就是社会的改革诉求因既得利益集团攫取了改革的大部分利益而缺乏来自大众的支持，从而没有社会动力。这是改革面临的最大危险。

以国企改革来说，当前推动国有企业改革的合力是不同社会利益集团博弈的结果。从增量改革转向存量改革，其主体就是国有资产的存量改革。过去，国有企业与公民的关系，表现为终身制的工作、福利体制等，也就是说，国家以财富的公有制为民众提供就业和社会保障。这是政府与公民之间一种隐含的契约。但今天这个契约动摇了，民众便要求算一算多年来对国有资产形成所做的贡献。这就是国有企业民营化的合法性问题所在。中国市场化改革要深化，必须再次从理论上解开这把合法性之锁，从而继续得到最广大人民群众的支持。否则，现行改革就会遭遇不配合，影响改革进程。

由于存量资产是长期积累下来的，涉及到方方面面的利益，改革开始变成了一种公共政策的博弈，需要公众来参与讨论，需要有公众基础，而公共政策本身必然涉及到许许多多利益相关者。毋庸置疑，当改革领域的评价基础发生变化，这个决策就会变得更加复杂。因为存量改革的合法性，不仅涉及到财富创造问题，还涉及到财富分配问题。有没有公平的改革？如何实现改革成本最小？如何最大限度保证公平？这是我们在产权改革时不得不考虑的一个重大问题。

除了国企问题外，在我们面前还有许多必须解决而且回避不了的问题，有许多必须抓紧而不能拖延的任务。这些问题和任务有：“三农”问题、金融问题、腐败问题、贫富差距问题、东西差距问题，等等，正在成为制约深化改革的瓶颈。因此，可以说，今天中国的改革发展，同样处于一个关键时期。这些，都需要我们去秉直记录。

过去 25 年，中国改革成功的一条重要经验是，使普通民众在改革中得到最大利益，成为改革的主要受益者，从而取得他们对改革的理解和支持。现

在，我国正处于经济结构剧烈变化的经济发展阶段，改革的复杂性和艰巨性日益突出，社会利益格局及相应的社会结构都出现了一些较大的变化。在这样一个改革的新阶段，为重新取得改革的群众基础，改革必须着眼于提高透明度，加快利益关系的调整，改革不合理的收入分配关系，并由对某些利益集团的关注转向对公共利益的关注，对公平和公正的关注，使普通民众真正成为改革的受益主体。可贵的是，党的十六届四中全会传递的一个重要理念，就是要让更多的人分享经济改革的成果。

以此来观照这场大讨论会发现，“郎咸平质疑国企改革”所反映的问题，已经不仅是国有资产的交易问题，而是中国财产制度变迁所带来的社会结构变化，以及这种变化所引发的社会矛盾。这是这场争论的本质，也是一个比较典型的政治经济学问题，即社会分配问题。由于分配不公和日渐扩大的两极分化，我们看到，日新月异的城市建设和高度繁荣的社会经济几乎离底层民众的受益程度越来越远，越来越多的弱势群体滑向现代社会的边缘，他们在现代化过程中的挫折感和被剥夺感也愈来愈重。因此，对改革持之以疑的情绪开始从社会低层向中层乃至理论阶层蔓延。在这一问题上，西方国家是经历了无产阶级革命的血的教训，而我们却刚刚面对它。从这个意义上讲，“郎咸平质疑”和这场争论，的确给我们发出了一个重要的信号，让我们意识到了问题的严重性。

总之，我们处在一个变革的社会和变革的时代，有幸目睹和亲身参与这场千年未有之变局，那种创造历史的激情，时时在我们心中激荡，这是我们这一代人的幸运和幸福；但同时，未来的不确定，以及社会变革过程对身心的压迫，又是我们的不幸。借用英国作家狄更斯的话说：“我们所处的时代就是这样的时代，是最好的时代，也是最坏的时代，我们很快就要上天堂了，我们也要下地狱了。”

因此，作为一个记录者，如实地记录社会的发展变化以及人们在变革进程中的命运、感受和思想，如实地记录这场还未结束的大讨论，是对历史的一种负责态度。

目次

引子	(1)
第一章 郎咸平的三篇檄文	(3)
一、海尔“曲线 MBO”	(4)
二、格林柯尔“七板斧”	(7)
三、TCL 的“阿波罗计划”	(10)
第二章 企业家的反击	(15)
一、张瑞敏：海尔不是国有企业	(16)
二、顾维军：一切由法律说话	(17)
三、李东生：以我个人声誉担保	(22)
第三章 我与郎咸平的根本分歧	(27)
一、张文魁：国企产权改革方向不容否定	(28)
二、张维迎：不与无耻的人论战	(33)
三、周其仁：我为什么要回应郎咸平	(37)
第四章 我们坚决站在郎咸平一边	(45)
一、左大培：我从来没有失语	(46)
二、林毅夫：只有剥离政策性负担，才能谈国企产权改革	(52)
三、秦晖：为什么国民这个“主人”制约不了他们的“仆人”	(54)

第五章 走向深入:各方态度	(61)
一、中间者	(62)
二、法学家参与论战——以法护国资	(67)
三、海派经济学南京研究所的回应与十教授声明	(73)
四、政府声音	(78)
五、论战的情绪与企业家的缺席	(82)
第六章 交锋焦点	(89)
一、产权是不是国企改革的核心	(90)
二、管理层收购(MBO)是否应该停止	(97)
三、如何看待国有资产流失	(106)
四、经理人信托制度能否解救国企	(114)
五、民营化是不是产权改革的惟一途径	(116)
第七章 郎咸平其人	(125)
一、郎咸平是“狼”吗?	(126)
二、郎咸平的学术思想与观点	(136)
三、如何看待郎咸平	(148)
第八章 国有资产流失问题研究	(155)
一、国有资产流失原因	(156)
二、国有资产流失的手法	(162)
三、管理层收购与国有资产流失	(174)
第九章 公平与效率:中国改革道路的选择	(187)
一、两条改革道路的论争	(188)
二、国有企业改革的路径分析	(197)
三、公平与效率:重新审视国企改革	(206)
附 录 国有企业产权改革大讨论大事记	(222)

引 子

一位富有锐气的香港学者，
三篇讨伐檄文，
掀起国企产权改革大讨论。
一箭中“三元”，
三家企业遭质疑，
波及瓜分国有资产的盛筵。
一出“郎顾之争”公案，
两大学术阵营激进论剑，
真知灼见中尽显学者的天职。
一语道破国资流失“天机”，
成万上千媒体口诛笔伐，
报刊网络论坛上高调争夺话语权。
一场空前的非常交锋，
攸关国计民生的理性话题，
激情演绎共和国精彩的历史瞬间。

事后回想起来，无论是参与者还是旁观者，谁都不会料到在2004年的夏天，确切地说是在炎热的8月，竟然掀起了一场席卷学术界、企业界、公众和决策层的思想大讨论。此前没有任何一点迹象显示，这场思想大讨论会到来。

2004年，国家经济生活的主题是宏观调控。年初，一家叫“铁本”的江苏民营企业，因为雄心勃勃地要大炼钢铁800万吨，违反了国家的土地和信贷政策，受到国务院的严厉查处。拉闸限电也成了2004年上半年的一大“景观”，很多城市不得不把照明工程停下来，杭州的一些市民还点起了绝迹十几年的煤油灯。当然，对于老百姓来说，最关心的莫过于上涨的物价了。据国家统计局的公报显示，消费物价指数连续4个月突破了5%，粮食涨幅更是高达30%。经济学家则是在忙着讨论要不要加息。股市呢，就像一个自暴自弃的孩子，干脆跌破市场公认的铁底——上证1300点。总之，在2004年8月之前，没有人能料到会刮起一场思想风暴。

但是，仿佛上帝故意要给人们制造一个玩笑似的，这场思想大讨论就在人们毫无准备中突然而至。一位祖籍江苏、出生在台湾、来自香港中文大学的财务教授接连向传媒和公众抛出了三枚重弹，其中一枚打中了一位祖籍同样是江苏，声称想做科学家的民营企业家，一怒之下，他把财务教授告上了法庭。这位财务教授就是郎咸平，而民营企业家就是顾维军。两人的官司被媒体称之为“郎顾之争”。

潘多拉的盒子一旦打开，“魔鬼”就再也控制不住了，不管人们愿不愿意，似乎都身不由主地卷入了这场论战中，并按照“挺郎”还是“倒郎”划界站队，这颇有点文革遗风。“挺郎”者，谓之“新左派”和“非主流”；“倒郎”者，谓之“新自由主义”和“主流”。此后的逻辑，就是这两种声音的激烈碰撞，而争论也由最初的“国企改制中的资产流失问题”演化为“国企产权改革的方向和路径乃至中国改革道路的选择问题”。当然，在这两种声音的背后，还各自有一支沉潜而庞大的队伍在为之摇旗呐喊。

第一章

郎咸平的三篇檄文

交锋

——国企产权改革大讨论实录

郎咸平 停止“国退民进”的产权改革

张维迎 民营企业做出贡献的企业家

吴敬琏 产权改革最重要的是法制

张瑞敏 我们只管做事，不管别人怎么说

顾维军 一切由法律说话——这是为荣誉而战

李东生 “天地正气”是我做人的准则

2004年的盛夏，在香港中文大学225号那间堆满杂物的小办公室里，一场风暴正在酝酿。这么说似乎弥漫着中国传统政治“密室政变”的味道。但事实的真相或许是，掀起这场旋风的郎咸平本人，都未能料到他那三篇质疑中国大陆最知名企业的文章会有这么大的杀伤力。因为此前他就炮轰过包括中国最著名的庄家德隆在内的一些企业，虽说德隆金融帝国后来果然坍塌了，但也仅仅局限于德隆本身及其关联企业，并未波及更远。这次的三家企业及其老板虽然要比德隆更引人注目，但能不能引起像现在这样的反响，郎咸平时心里未必有数。

尽管如此，财务教授、公司治理专家郎咸平带领他的研究团队经过几个月的准备，精心收集大量财务数据，并通过研究这些数据发现，这几家过去被树为改革成功典型的“明星企业”，都有着借国企改革之机，大肆化公为私，鲸吞国有资产的嫌疑。由于这些企业都是中国最知名的企业，都持有中国最知名的品牌，其领导人也获得了“当代英雄”般的声誉。因此，郎咸平的这三份学术研究案例，犹如三篇讨伐檄文、三枚“集束炸弹”，一旦发射出去似乎注定就要炸个“天翻地覆”。

在中国，尽管鲸吞国有资产的现象每天都在发生，人们也已从当初的愤怒转为现在的麻木，但这只能是偷偷摸摸的事，一般是不宜公之于众的。如果让全国人民都知道你在利用各种伎俩千方百计地把国家财富卷进自己的腰包，特别是你还是知名企业和改革明星，那么，事情就不一样了。因此，郎咸平对海尔、TCL、格林科鲸吞国有资产的指控，自然引起了广泛的关注，郎咸平成为媒体聚焦的对象。

一、海尔“曲线MBO”^[1]

尽管在这次思想大讨论中，被冠之为“郎顾之争”的郎咸平和顾雏军的交锋及其官司最引人注目，但实际上，郎咸平最早盯上的却是海尔。2004年4月上旬，大陆和香港各大媒体纷纷报道了一条关于海尔的财经新闻：“4月6日，海尔中建集团有限公司（1169-HK）发布公告称，海尔集团将把其洗衣机业务，以及持有的飞马通讯（青岛）有限公司35.5%的股权注入海尔中建集团。”在海尔发布公告的其后几天，很多股评家对此事作出了积极的评价。主要观点是由于海尔股票已经在国内的上交所上市，此次海尔如果能成功地借壳进入香港资本市场，将实现海尔一中一外的“双资本运作平台”，极大地提高海尔的融资能力，促进海尔国际化的进程。

事实是不是如这些评论一样？海尔进军香港的真正目的是什么？作为一个财务专家，郎咸平有着敏锐的直觉，这个看似平常的公告，吸引了他怀疑的目光。7月31日，郎咸平抛出四条尖锐质问，矛头直指“海尔内部持股会”。他认为，海尔此举，意在曲线 MBO，是为了完成借壳和实现国有股权稀释。

通过仔细翻阅海尔中建关于此次事件的公告，郎咸平发现了一张股权结构图，其上清楚地标示出了本次注资后海尔集团和海尔中建之间的股权关系。在这张图中，一家名为“海尔投资”的公司浮出了水面，它将直接和间接地控制了海尔中建 35.84% 的股份。

那么，海尔投资是一家什么样的公司，和海尔集团又是怎样的关系？从海尔自己披露的材料可知，海尔投资有两个股东，一个是海尔集团，占 1.4% 股份，另一个就是海尔内部持股会，占 98.6% 的股份。这样的股权结构有两点引起了郎咸平的关注，一是“海尔内部持股会”到底是一个什么样的组织，为什么独立于海尔集团公司之外？二是持股会和海尔集团之间的持股比例为何相差如此悬殊？

所谓“内部持股会”，也就是职工持股会的一种。根据 1997 年国家民政部、国家工商总局、国家体改委等相关部委联合发布的文件规定（[1997] 28 号）：“职工持股会是专门从事企业内部职工持股资金管理，认购公司股份，行使股东权力，履行股东义务，维护出资职工合法权益的组织。职工持股会会员以出资额为限，对持股会承担责任，职工持股会以其全部出资额为限，对企业承担责任。职工持股会的资金不能进行本企业以外的其他投资活动。”可以说，上述文件非常明确地给出了内部持股会的定义，也就是内部持股会不具有法人资格，持股会资金不能进行本企业以外的投资活动。

了解了持股会的性质之后，再来看看海尔内部持股会的变化。1997 年民政部允许成立职工内部持股会后，全国各地成立了许多职工内部持股会。海尔持股会在这样的背景下也顺势成立。由于产权不清晰的历史原因，该持股会自从成立起，就存在着要做大持股会、股份资本化的愿望。

从海尔内部持股会成立之后的历史来看，持股会的发展始终贯彻了一条清晰的思路，那就是将持股会手中的资产不断明确并增值。海尔内部持股会成立之初，就控制了整个海尔集团最优质的资产之一——海尔商标，从 1998 ~ 2003 年，内部持股会通过向集团内部公司收取海尔商标使用费，大约获取了 22.7 亿元。同时商标的价值也升值到 612 亿元。1998 年内部持股会在海尔集团业务流程重组的过程中，由持股会控制的海尔零部件采购有限公司控制了海尔集团旗下各子公司的上游采购业务，从中收取代理费，经过简单的计算，从 1999 ~ 2003 年的 5 年间，其利润大约为 11.5 亿元。

但是内部持股会存在着一个天然的障碍，作为一个企业内部的组织，它没有独立法人的资格，同时，由于2000年中国证监会的“职工持股会不能成为上市公司的股东”的一纸规定，使海尔持股会股份资本化的愿望彻底落空。为了避开这些障碍，同年，海尔集团内部持股会为自己选择了第一个壳——成立了海尔投资公司，其中海尔持股会占98.6%的股份。海尔投资公司成立以后，直接掌控了原属于持股会项下的资产，同时使用持股会的资金进行了对外的投资活动。这些活动在实现了持股会资产保值、增值的同时，进一步明确了资产的所有权问题，并增加了资产的流动性。

2000年，海尔投资与中建电讯的合资成为海尔持股会资产股份化的第一步——既然持股会不能直接成为上市公司的股东，那为什么不能通过海尔投资间接完成这个任务呢，而且国内法律这样规定，为何不到香港找一家上市公司呢？郎咸平说，海尔后来的资本运作正好印证了他们的这个假设。海尔投资在向中建数码注入各项资产时，都采取了股权互换的方式进行，不断扩大对上市公司的持股比例，并最终成为最大的控股股东。

郎咸平进一步设想，如果海尔洗衣机业务的注入计划能够通过，下一步将会发生的故事是：

根据海尔中建的年报，海尔集团的全部白色家电业务有可能入主海尔中建，由此海尔中建将更名为海尔电器集团。这一过程应该理解成海尔中建向海尔集团反收购的过程。海尔投资希望在海尔中建保持第一大股东地位，所以海尔中建预计将采取非股权置换的方式进行收购。在海尔中建完成了对海尔集团的大部分优质资产的收购后，海尔集团完成集体上市，海尔投资就将成为海尔集团最终的控股股东。海尔持股会，成为了海尔集团真正的主人。而到了这里，持股会的高层利益将得以显现，曲线MBO取得成功！

在研究报告的最后，郎咸平提出了以下几点问题，希望能够得到海尔方面的正面回应：

(1) 由于我国公司法的不健全，很难对海尔职工持股会做出适当监管。海尔能否向股民详细披露每个高管人员在职工持股会的持股比例？

(2) 当初成立海尔投资的时候，到底是通过何种程序让海尔投资拥有了海尔商标专利权？又是通过何种程序将零部件的供应权转到海尔投资的手中？如果是海尔集团董事会正式通过这些资产的转让，那么这就是明显的内部人员利益输送，除非海尔集团能证明董事会成员从未在海尔职工持股会拥有股权。如果董事会成员确实持有职工持股会股权，那么这个董事会决议就是明显的透过利益输送，集体侵吞国有资产。

(3) 我国国营企业体制问题使得国营企业老总没有办法通过某种激励机