

一、公司治理结构国际经验

公司治理结构本质上是一种现代企业的组织管理制度，是一种科学的管理模式，是世界上各国公司普遍实行的管理方式。这里收集的美国、德国等国学者的 7 篇文章，有的是对公司治理结构的学理探讨，有的是对他们各自国家以及他们所了解和帮助进行公司治理结构改革的国家的经验的介绍。他山之石可以攻玉，相信我们从中可以得到一些启迪。

政府在公司治理结构中的作用

美国政府关系公司主席 雷·金贝斯

席卷全球的企业商业化浪潮

世界各国正在大规模地努力进行企业由政府所有向以赢利为目的的商业化运作改革。我个人的经验是来自于美国、阿根廷、罗马尼亚的铁路私有化，对于英国的铁路改革，我也有一点经验。

各国在文化、政治生活、市场和资源方面存在着很大的差别，但是，改革的基础框架是非常相似的，各国的经验可以相互借鉴。由于美国、阿根廷和英国在进行铁路部门的私有化改革之前，市场经济早已存在。而罗马尼亚则和中国一样，没有现代市场的传统，因此改革起来比较困难。本文将着重介绍我公司对罗马尼亚铁路部门改革提出的建议。我相信罗马尼亚的经验对于中国大型国有企业改革面临的挑战具有重要的价值。

今天，几乎世界上的每一个国家都在计划着对国有企业进行改革。诸如国际货币基金组织和世界银行等国际金融机构也在对各国政府施加压力，要求将政府所有的行业改变为商业化运作的企业。

为什么要进行如此改革呢？因为世界各国的国有企业都具有以下共性：

- 亏损 需要补贴；
- 垄断、官僚、变化缓慢；
- 它们是国家的一部分，从没有按照市场的原则运作；
- 服务和产品质量较差，无法满足市场的需要。

将国有企业的治理结构向商业化企业改革是非常困难的，因为它们各自的文化和目标有很大的差异。

国有企业服务于国家的目标：

- 完成预算内的产量目标；
- 保持就业机会，使国家的就业率保持在一个较高的水平；
- 为经理人员提供生活福利和名誉；
- 使经理人员在政府中的作用显得重要；
- 为主管国有企业的高级政府官员提供一个权力的基地。包括控制就业机会、生产、房地产和固定资产的权力。

这些利益是很难使人放弃的！！

私人企业服务于投资者的目标：

- 以顾客愿意购买的价格提供需要的服务或产品；
- 保证企业有充足的现金流动；
- 利润最大化——投资回报至少要高于资金成本；
- 人员和生产能力要与市场需要相适应；
- 营销和成本控制是最根本的目标；
- 以高工资和奖金的方式为经理人员提供福利，但是不存在

工作保障；

- 允许经理人员在政府中没有官职；
- 拒绝高级政府官员参与企业的决策权，他们的作用仅仅限于税收、工商和社会保障（并且要尽量保持在最小程度）。对于那些特许经营的企业，政府官员可以对政府所有的原始资产提供资金。

政府对国有企业进行改革，使它们依据市场化的原则运作，有以下三种选择：

- 商业化——政府继续拥有国有企业，但是对它们进行改革，使其在市场上像赢利型企业一样运作。
- 租让或特许经营——政府继续拥有国有企业的资产。通过

长期租让或出租资产的方式，私人企业在一定年限内经营政府资产（通常为 15 年至 50 年）。

• 私有化——私人公司（包括由职工持股的新公司）购买国有企业，按照市场原则所有并经营。

	商业化	租 让	私有化
财务	公共	公共/私人	私人
市场	内向型 - 较少市场	外向型/顾客	外向型/顾客
政治影响	高	中等	低
职工利益	工作、工资有保障	没有工作保障, 市场性工资	没有工作保障, 市场性工资
经理人员利益	工资有保障	工资与市场相连, 奖金, 投资	工资与市场相连, 奖金, 投资

成功的商业化 / 私有化都遵循以下共同的原则：

- 政府进行私有化的决心坚定；
- 与商业化市场配套的法律；
- 规范的、开放的、透明的过程；
- 明确新的商业化企业的经营和市场计划，以及新的人员名单（也许但不是必须保留过去的人员）；
 - 使用具有市场经验的经理人员和顾问；
 - 经理人员和职工必须转变思路，由政府思维转向市场思维，对经理人员、职工和所有的股东进行商业化市场思维和运作的培训；
- 私有化和租让都需要制定计划，吸引外部战略投资者和当地的合作伙伴购买、经营企业。

老式政府思维和新兴市场思维

国有企业的老式政府思维要求国家对生产进行计划，保证就业率较高，企业的所有要素都是政府的一部分。这样的老式思维必须根除 代之以新兴的市场思维。

商业化企业里新兴市场思维的三大目标：

- 创造收入——产量必须与本地、国内和全球市场上的购买者相配套。好的营销是发现新客户，保留老客户。增加收入是关键环节。现代的营销方式应保证企业的经营符合客户的要求和期望。在大型国有企业中 营销几乎是不存在的 或者说是非常薄弱的。因此，新兴的营销计划是任何企业进行重组的中心问题。

- 控制开支——控制和降低成本对商业企业是非常关键的。公司应该雇佣足够的 但是必要的人员 以满足市场需要。政府不应该要求公司提供任何增加企业开支的社会福利。

- 创造利润——私人公司必须创造利润，利润至少应该覆盖资金成本。有必要使企业发展，从而吸引私人投资者。如果一家私营企业连续几年亏损 这就意味着该企业应该 退出生意场”。

本文提出了由政府思维向市场思维转变的问题。财务激励措施和财务关系都需要改变。通常情况下，这种改变会导致政府与私人企业间的新矛盾。政府将不再为企业提供资金、提供人员或者确定产量指标。然而，政府却会将一些经济规则和税收加到企业头上。这使私人企业成本加大 难以创造利润。因此 国家和私人企业之间必须有明确的界限。税收越低 规则越少 私人企业或商业化企业获得成功的机会越大。

案例分析：罗马尼亚政府对铁路部门是如何改变治理结构的？

罗马尼亚的铁路部门是一家大型的国有企业。它是欧洲第四大货物运输商和第六大乘客承运人。过去十年中，罗马尼亚铁路处于深深的危机之中：

- 服务质量差，缺乏市场营销策略；
- 政府制定价格，缺乏竞争力，不顾客户的需求；
- 利润微薄；
- 乘客运输系统负荷过大，亏损严重；
- 总体严重赤字 (每年达 3 亿美元) 政府无力弥补这些亏损。

罗马尼亚铁路部门处于财务崩溃的边缘 !!!

1991 年，政府下决心对国有企业实行结构性改革，并设置了一整套罗马尼亚国有企业商业化的目标。虽然动机是好的，但是 1991 - 1997 年间的进展是非常缓慢的。政府进行改革的决心受到了人们的怀疑。

1996 年，被选举出来的新一届政府承诺：加快包括铁路在内的国有企业改革和私有化的步伐。

一家名叫“金贝斯、科龙和哈特维尔”(金科哈) 的美国公司有幸在国际竞争中取得胜利，得到世界银行和欧洲复兴银行的贷款，为加快罗马尼亚的铁路部门改革准备方案。

金科哈公司的分析于 1998 年 1 月 1 日开始 同年 5 月 1 日完成最终报告。报告中建议设立新的法律框架，改革公司治理结构。这一建议被政府 1998 年 7 月 7 日 12 号文采纳。一经新的法律颁布 金科哈公司又于 1998 年 7 月 30 日提出了一揽子具体建议，包括政府在新的铁路公司仍然持有股份，私有化还没有完全实现之前这一段时期的治理结构方案。

任何国有企业向私人企业的转化都是非常关键的，政府在其中发挥着重要的作用。这个作用的根本点在于政府必须致力于帮助过去的国有企业达到商业性的目标。政府在整个转轨过程中的指导必须是稳定不变的，不能向老观念倒退。这包含着许多方面的改变，如过去政府一般都将国有企业看作是达到社会福利目标的工具，新的市场思维意味着政府再也不能将这些额外的成本强加在处于市场竞争环境中的企业头上了。如果那些社会目标仍然

很重要，那么只能通过具体的政府资助计划来实现，而不是依靠企业。

在罗马尼亚铁路部门改革案例中，交通部是最初的股东。金科哈公司在报告中建议：交通部可出售它的股权，或在将来某一时候将新公司出售给战略投资者。在过渡时期中，交通部有责任使铁路公司有效运转，创造利润。经理人员有义务在公司被出售以前为企业创造价值。经营和市场目标一经达到，经理人员的任务即是尽快吸引私人投资者。

重组方案

计划在罗马尼亚建立几个独立的铁路公司，希望这些公司能最终实现私有化。最近几周，五大主要的公司已经根据新法律建立起来，并正在超过老的国有铁路企业。另外一些商业化公司也正在建立。那些没有被新公司录用的职员将从政府领到一笔津贴。老的国有铁路企业共有职工 14 万人 其中 26,290 人已经在最近几周被裁掉，并且还会进一步精简人员。这一改革方案得到了世界银行、欧洲复兴银行和欧洲投资银行的支持。

但是 这还仅仅是一个开始。要实现完全的转轨 公司完全按照真正的商业企业运作，创造利润，还需要一个漫长的过程。人们不能不看到，在过去近 50 年中，这些新的独立的公司一直仅仅是一家大型国有铁路企业的一部分。在转轨过程中，交通部（股东）将在一段时期内有能力在各公司之间重新配置资源，以保证各公司的效益最大化。罗马尼亚铁路改革委员会将作为交通部的顾问，它的职能与中国的国有资产管理局相似。铁路改革委员会将对新公司的业绩进行评价和监督，并向股东提供建议。交通部过去的有关市场的决策权将下放给铁路改革委员会。

新兴的法律框架

金科哈公司建议：新兴的铁路部门改革方案必须以法律的形式明确，这有利于防止退回到老的政府思维模式上去。以下是建

立新兴的法律框架的建议要点：

（注 黑体部分为提出问题 正体部分为法律解决办法。）

过去的铁路部门属于国有企业，后来开始进行商业化改革。新的法律有利于加快铁路运输改革的步伐，并替代了目前现存的铁路法规。

过去的铁路部门完全属于政府所有。根据金科哈公司的建议，主要的铁路轨道和基础设施将仍然由政府所有，但是由私人公司运作。新的法律对“公有”和“私有”的财产及基础设施作了明确的阐述。重要的基础设施将仍然保持公有，但是可以由一家或多家私人公司租赁经营。经营的公司可以购买或修建属于自己的基础设施和资产。政府将有义务继续对改善基础设施提供资金。

铁路是庞大而效率低下的国有部门。新的法律允许将政府所有的铁路部门拆分成几个商业化的公司，形成利润中心。它们分别是 基础设施公司 乘客公司 货物运输公司 铁路车辆公司以及管理服务公司。

所有主要的服务和经营决定都由政府制定，资金由政府预算提供。根据新的法律规定，新兴的经营公司可以从事新的服务，适当借债 雇佣自己的人员 制定自己的经营计划 开展营销工作 建立新的合资企业，制定私有化的计划。

国有铁路部门拥有过多人员并且债务庞大。这些负担足以搞垮新公司。新法律规定，政府机关将承担历史性债务，并通过实施一些管理计划帮助那些富余人员。

国有铁路部门必须保留亏损的货运线，并提供不赢利的乘客服务。新法律规定新的商业化公司可以放弃那些不盈利的线路和货物、乘客服务。

传统上，政府利用铁路为社会服务，如健康医疗、娱乐和低成本的货物、乘客服务，提供了巨大的网络。根据新法律，政府不能要求商业化公司提供任何亏本的服务。国家需要的类似服务必须

以透明的“社会合同”的方式，由国家向公司支付费用。任何亏本，而国家又无法付款的业务必须终止。

政府为国有铁路部门的货物和乘客运输服务定价。新法律给予商业化铁路公司定价的自由，而不受政府干预或规范。

过去，国有企业不能在私人市场上出售。新的法律规定，所有新公司必须为私有化作好准备，但是在私有化的市场条件完全具备以前，交通部可以在每家公司中占有股份。

旧法律中没有建立吸引私人投资的机制。新的法律鼓励铁路公司寻求战略伙伴和投资者。鼓励经理人员为新兴的私人小公司创造机会，可以建立合资企业。这些小型合资企业被称作“私有化改革的目标”，可以从中得到私有企业经营的经验。这些企业包括：乘客和货物铁路车厢建设和维修，火车头修理，路轨建设和维修，火车营运和通讯。如果这些新兴的合资企业能够在罗马尼亚发展起来，它们也将会进入欧洲的其他国家市场。

旧法律认为铁路部门所有的资产都是国有。新的法律规定，只有重要的铁路基础设施将保持国有。法律允许新的铁路企业接管所有的商业化资产，并让私人经营。例如，罗马尼亚铁路局拥有众多的宾馆、渡假中心和娱乐设施，这些设施大部分都是为职工服务的。它们可以划归成为基础设施公司的一部分，通过建立合资企业，由私人经营开发。

经理人员的新责任

罗马尼亚的新法律对经理人员赋予了新的职责。在过去旧有的国有企业运作下，政府部门介入到铁路管理的各个方面。而新的商业化结构将结束这种局面。在过渡期间，甚至是更长的时期，经理人员的作用变得越来越关键。新公司的经理一旦被任命，整个经理层将对公司进行全面控制，而各部委和股东只给予总体上的指导。例如：

- 经理人员有权挑选雇员，确定工资水平。在将来生产力水

平能达到的时期，经理人员有权实行利润分成制度或职工持股。过去由国有企业雇佣，而新公司不再雇佣的人员，以及历史性债务，将仍然由政府承担，不能强行由新的经理人员负担。

- 经理人员将获得工资和额外的财务激励。这种激励是用于奖励达到利润目标或降低成本，增加市场占有率等行为。

- 经理人员负责制定经营计划，包括财务计划、营销策略和成本控制计划等。制定这些计划的目的是创造利润。

- 经理人员有责任为公司寻求新的外部投资和战略合作伙伴，努力创建一些小型的合资企业并吸收一些具有私人企业经营经验的管理者。

新的经理人员和雇员都面临着许多的机遇。如果成功了，他们将得到巨大的物质回报。如果他们不能实现利润目标，他们将被过去的所有者取代。但是，这就是生意场上的规则，最终的目标是成为一个创造利润的所有者。

(陈弦译)

通向高效所有制之路 ——谈俄罗斯匈牙利和捷克的经济体制改革

美国第一联合国家银行金融市场咨
询集团总经理 罗伯特·巴斯特利

我们正生活在二十世纪一个具有历史意义的年代，这点是每个人都很清楚的。随着苏联的解体，其工业生产从中央计划模式向以市场为导向的模式转变，我们也因此看到了本世纪最具深远意义的事件。事情的进展很快就证明了要维持一个建立在层层控制和强行配给分配机制基础上的经济体制是不可能的。由于苏联采用的高度中央集权的工业化结构（比中国的中央集权程度要高得多），巨大的损失不可避免地发生了。随着生产的下降，物品短缺和价格上涨接踵而至。

有人认为从计划经济转向开放的市场经济比最初向共产主义社会迈进困难得多。除此之外，在经历从社会主义阶段向市场经济进行困难过渡的同时，私有化的实施使得这一切显得更艰难，更具有历史意义和更能引起人们的兴趣。

东欧社会主义国家的变化发生在一个特殊的历史背景中。在这个时候，人们对市场经济和私有化体制的信仰达到二战以来的最高点。西方的观察家和东欧开明的改革家都普遍地认为，东欧国家不具备应有的能力来有效运作并使其生产性企业具有竞争力，因此，所有改革方案都把打破国家所有制结构作为重头戏之

但是，广受支持的私有化除了消除经济治理结构中的政治化因素之外还意味着什么？这一点显得相当模糊。最初，很多改革家，特别是表现得最为果敢的捷克和俄罗斯改革家，否认了继续完成私有化进程的大多数努力。一旦国家不再扮演市场控制者的角色，并且市场完全放开，人们相信可通过二级市场形成一个可接受的新秩序。

整个改革进程的目标似乎是众所周知的，并且问题也是一些技术性的，比如如何控制通货膨胀并阻止产量下滑，如何明晰产权并把国家资产分配给个人。然而，前几年东欧转轨的现实给人这样一幅景象：市场停滞不前，产权极度混乱，国家不论在国内生产总值中还是在其参股的大企业中所占的份额都少得令人吃惊。

另外，实现现代化还必须采用以下一系列政策：放开价格，减少津贴，放开进口，控制通货膨胀，实现货币自由兑换，反垄断，建立股票和债券市场，金融业改革，完善商业和证券立法及采用种种促进各种市场交易的措施。在迫切需要保持经济增长的情况下，要解决这些相互关联的问题显然是相当困难的，对于政府是一个严峻的考验。

现在回过头来看看七、八年以前，当时的乐观观点严重地低估了私有化所带来的一系列问题的复杂程度。比如说，取消国家投资这个机制就比想象的要复杂得多。许多国家，特别是那些最早开始实施的国家，如波兰和匈牙利（这些国家无法从其他转轨国家的教训中吸取经验），试图模仿西方的私有化进行极为琐碎的拍卖活动。他们把大量宝贵的时间和资源用于销售国有资产的一小部分。同时，来自政治上的阻力也非常的强大，比很多改革家所预期的要强大和有效得多。

解决私有化这个极为复杂的问题最通用的办法是发行私有化凭证。作为再分配的一种手段，这种方法能最大限度地要把社会的生产性资产有效而公平地分配出去。发行私有化凭证可看作是实

行大规模私有化的唯一有效方式。道理很简单，因为本国人无钱购买，而来自国外的需求又不足（尽管政治上是诱人的）。仅有的一些外来投资者也带来自己的一套管理办法。私有化进程进展缓慢，一次政府的销售行为可招致反对派的种种非议。他们会批评价格定得太高或太低，抑或是销售的资产是国家的珍宝等。

匈牙利在很多方面就像刚才描述过的这种情况。当政府在国内市场上卖掉公司的股份时，大家都批评政府把国有资产卖得太便宜了。而当价格提升时，根本找不到买主，私有化进程被大大地延误了。应该注意到的是，匈牙利是这些国家中外资进入最多的国家。

另一方面，当捷克共和国分配资产时，中介机构代表资金接收者进行销售。很多公民至少在某种程度上从中获利。这减轻了一些政治压力，特别是当购买者是外国人的时候。私有化凭证在这种情况下至少起到了扶持市场制度的作用。从长远投资和增长的角度来看，这一点比对某一特定企业进行重组要重要得多。

捷克共和国，匈牙利和俄罗斯各选择了一条不同的道路，这给观察家们提供了一个良机以比较各自政策选择的得失。对这三条不同的道路进行考察当然是非常有意义的。

捷克的经验

捷克共和国经常被引为适应西方政治经济市场形式的最成功的范例。毫无疑问，这在一定程度上应归因于在私有化之前的历史背景。在二战前，捷克斯洛伐克是欧洲小国中最富裕的国家，并且在被德国占领之前有一个稳定的民主政体。捷克的经验或许可成为展示中央计划对经济产生恶劣影响的典型例子。在 1937 年，捷克共和国的人均国内生产总值比奥地利要高得多，而到了 1990 年，其人均国内生产总值只占奥地利的 16%。

在通往私有化的路上，捷克人尝试了好几种方法，最后才决定采用私有化凭证制度。首先，他们在 1990 - 1991 年采用了偿还方

案。该方案的主要影响在房地产业、零售业和农业。然后是第二阶段，于 1991 年进行的小规模私有化，主要通过公开拍卖的形式进行，一直持续到 1993 年底。这两种方法都没有尝试将大公司私有化，只是将大型国有企业的资产分离出去。

最后是大规模的私有化，集中在工业、农业和贸易中的国有资产。过去，捷克斯洛伐克的生产性企业几乎百分之百是国有的。国有经济占国内生产总值的 86%，公司占 10%，而私有部门只占 4%。考虑到捷克人存款有限，标准的私有化方式，如销售或拍卖只会将大多数的国有财产转让给外国人（很可能卖低价钱）。此外，私有化过程会变得漫长，因为一方面外国买家主要对其所购买的资产进行适当的调查，而另一方面政治上的争端毫无疑问会在国有资产该卖给谁及该卖什么价钱等问题上引发无休止的拉锯战。

尽管对捷克的经验目前还无法盖棺定论，但我们可以很公正地说，捷克使用的方法和所作的决定取得了很好的效果，包括：1) 最后使用私有化凭证来加速国有资产的分配；2) 允许私人组成的私有化投资基金的自由运作并以此解决股权分散问题；3) 更重要的是，捷克成功地开展了全民参与的私有化运动，在全国上下掀起了改革的浩大声势（相比之下斯洛伐克的改革进展得很差）。其中一个主要原因在于股份分配的方式。在国家未分裂之前，斯洛伐克进行的私有化方案是公正且具广泛性的。但国家分裂以后，斯洛伐克改变了方案，以使首相麦西亚的支持者能够合法而廉价地得到资产。

正如以上所述，捷克可能是在私有化运动中最激进的国家。他们很快采用了私有化凭证制度并获得了现实的成功。在 1994 年完成了第二个私有化方案之后，捷克经济的私有化状况非常有意思：

- 80% 以上的捷克成年人是 1900 家私有化公司（部分或完全私有化）的持股人。

• 尽管估计的数据不一，但捷克经济中 65% – 90% 的资产是私人拥有的（1990 年只占 4.5%）。

• 和一些国家非常集中的内部持股相比，捷克所有私有化的公司里，其职员的平均股份只占 4.4%。

• 捷克经济在欧洲中部有最低的通货膨胀率（目前是 10%），其失业率也令人难以置信的低（目前是 3.5%）。

• 捷克经济继续吸引西方投资，从 1990 年以来累计价值超过 27 亿。

• 在政治上，捷克共和国有一个稳定的、以市场为导向的政府。尽管偶尔有些丑闻，但在未削减开支的情况下完成了私有化进程。

尽管捷克取得了这些成功，但还存在着一些不足：1) 证券市场缺乏透明度且流动性不强 2) 大银行之间形成奇怪的交叉持股，将来有可能联合作弊 3) 国家继续在最大的公司和集团中持有可急剧转变形势的股份。最重要的是，私有化投资基金的效用仍没被证明。一些密切关注局势的观察家认为，控制最大的私有化投资基金的几家大银行阻碍了重组的进程。

捷克的经验提出了两个截然不同的问题。首先，对于设计私有化方案的规划者和政策制定者来说，捷克的方案，特别是在强调公开参与，自由加入和依靠私有机构而不是政府创立的投资机构等方面，为他们提供了一个可行并且已在现实中成功的模式，对这个模式进行模仿也是合乎逻辑的。

其次，对于学术界和其他对公司治理结构感兴趣的人来说，更有趣的问题是捷克模式会怎样发展，是否需要重新修订以更好地进行监控和规范资本市场，以及私有化投资基金将如何运作等。

上面提到的两种情况，独立基金的大胆运作和交叉持股现象，迫使观察家把关注的焦点放在委托人和代理人的利益可不一致的法人治理层次上：私有化投资基金治理。由于若干原因，市场的力

量不足以在私有化投资基金层面上控制代理成本。其中一个证据就是大多数私有化投资基金在交易时对其有价证券的票面净资产额大打折扣(有时高达 80%)。

作为将来私有化方案的典范，捷克的经验也表明了这样一个道理：规划都不可避免地带有局限性，并且有可能出现一些史无前例和在其他体制中也不存在的新情况。有两个例子可以说明这一点。首先，捷克私有化的策划者们没有想到集中交叉持股现象的出现。捷克的主要金融机构（银行，保险公司）间接地相互控制大量股份，这些相互控制的股份使得一家准政府机构“全国财产基金会”的剩余利息间接地有所增加，结果这家准政府机构便顺理成章地想办法控制各主要金融机构的管理。这些金融机构通过下属的投资公司又控制了除刚完成私有化公司之外的所有其它公司。这样，国家至少在公司治理结构中还保留了潜在的权力，尽管现在的执政人并没有选择使用这种权力。

另外一个没有预计到的情况牵涉到私有化投资基金本身。虽然政府鼓励私有化投资基金的建立，但它们发展和相互竞争的方式使捷克的调控者们大吃一惊，国会在震惊之余赶紧起草条例以限制它们的活动。捷克私有化进程中最自发的因素就是不受银行和其它金融机构控制的私有化投资基金。捷克的私有化投资基金大致可分为两大类：附属于银行的和独立的。许多人曾预计较大的附属于银行的私有化投资基金将在私有化经济中占统治地位。但到今天为止，捷克的私有化受独立私有化投资基金的影响更大。这些和捷克金融机构没有联系的市场侵入者成功地拥有更多资源的实体进行了较量。

但不要对我的评论产生误解。总体来说，私有化投资基金似乎是解决私有化公司面临的特殊问题的巧妙方法，并且比国家创立的基金要受欢迎得多。

除此之外，捷克的经验提供了一个示范，演示了通过凭证来实

施私有化的全过程，并告诉世人一个崭新的持股文化可以很快地形成。但捷克的体制还没有成为公司治理结构的模型，因为该体制以后如何发展还不太清楚。私有化投资基金是否会发展成为积极的机构投资者抑或是银行的附庸也有待时间的检验。但目前，私有化投资基金的激励机制和美英模式或德国模式均不相同。在这个意义上，它们是独特的。

匈牙利的经验

把匈牙利和捷克私有化进程进行比较是很有趣的，因为这两个国家存在着相似之处而结果却不同。至少在表面上，这两个国家是非常相似的。它们都是小国，人口和面积都差不多。两国的国内生产总值在从苏联集团中分离出来之前也非常的接近，历史发展也相差无几。两国同在 19 世纪经历了民族的再生，在二战后成为苏联集团的成员，在反抗苏联之后相继在 1956 年(匈牙利)和 1968 年(捷克斯洛伐克)受到干预。

但是差别也是显而易见的。在二战前，捷克是欧洲最富的国家之一，捷克斯洛伐克的人均国内生产总值相当于奥地利的 90% 和法国的 80%。相比之下，匈牙利是个较为贫穷的国家，其农业人口占 50% 以上而只有 23% 的人从事工业生产。捷克在被德国纳粹占领之前是一个稳定的民主国家，而匈牙利则处在民族主义右倾势力的独裁统治之下。

或许捷克和匈牙利之间出发点的最大分歧来源于在过去二十年中实施的经济政策。尽管在很多方面相似，这两个国家在共产主义意识形态上处于相对分化的两端（虽然这两端离得并不远）。1968 年后，新一轮的强硬派坚决反对任何进行政治或经济改革的企图。结果，传统的指令性经济恢复了，并一直保持到政权倒台前。

在那时候，匈牙利的经济在相比之下被认为最能适应未来的挑战。这使得匈牙利在苏联解体后的前几年中吸引了比其它国家