

# 基于市场配置的 国有资产资本化管理研究

文 朱军 钱志新

国有资产在我国经济体系中的比重决定了国有资产管理工作的的重要性。本文从十八届三中全会以后制度环境特点和国有资产管理从“管资产”向“管资本”转型需求出发,以上市国企为先导,将国企改革、资本市场与证券投资基金发展有效对接,探索一种既能彰显市场配置资源的决定性作用,又有利于增强国有经济活力、控制力、影响力的国有资本化管理新模式。

一、国有资产传统管理模式存在的问题

发展经济学的研究认为,在经济起飞时期,资本的推动力比劳动力的推动力更大,由政府组织的资本积累比市场自发的积聚和集中更有效率。但当国有资产积累发展到一定规模后,国有经济总体上表现为摊子过大、战线过长、分布过散,旧的管理模式导致国有资产管理效率低下。

(一)企业所有者缺位,委托代理链过长

我国自20世纪90年代初开始的国有企业公司化改造,是以建立现代企业制度为目标。张维迎(1996)认为,公有经济中的委托代理关系具有特殊性,国有企业的委托代理关系是一种多层委托代理关系,而初始委托人(共同体成员)的最优监督积极性和最终代理人受监督下的最优工作努力水平,都随着共同体规模的扩大而严格递减。企业的资本所有者权

责没有落实到确定的机构和人员头上,就不可能出现股东主权的企业内部有效治理结构和治理机制,在内外信息不对称条件下,易形成内部人控制。

(二)公司控制权配置失衡,企业内部监督体系弱化

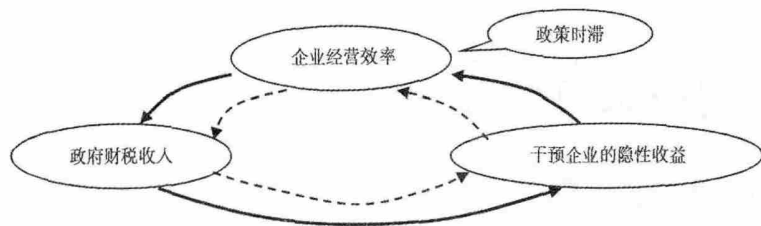
我国《公司法》规定公司董事会和监事会分别行使决策权和监督权,但二者间不再是塔式结构,而是平行的两个机构,各自对股东会负责,董事、监事由股东会按多数决原则选举产生。这种修改是在国企改革的历史大背景下做出的,在效率优先和政企分开目标指导下,改革实践中对企业组织结构及权力配置不断优化调整。企业改制后的公司治理权力重心开始向董事会、管理层倾斜。在现行选任体制下,国有控股上市公司大股东控制了公司董事、监事、高管的选任,形成了具有中国特色的内部人控制问题。由于大股东与普通中小股东间利益取向不同,大股东占用上市公司巨额资金,上市公司与控股母公司间利益输送型的关联交易盛行,上市公司对募集资金的成本压力不敏感,资本市场对上市公司的控管作用弱化。针对内部控制人的逆向选择行为,拥有一定信息优势的监事会有职责监督并纠正内部控制人违规行为,但由于监事的选任机制存在缺陷,导致监事会沦为大股东附庸。公司治理权力更多地集

中在内部控制人手中,监事的职位及经济收入都受制于内部控制人,要求监事尽职尽责,扼制内部控制人的道德风险和逆向选择行为,逻辑上存在悖论,最终导致监事会监督职能弱化。

(三)代理人激励措施不到位,企业经营行为短期化

政企不分导致企业经营者的选任行政化,制约了经理人市场的发展。长期以来,国企经营者无权分享企业剩余,对国企经营者的激励措施局限于现金奖励、荣誉嘉奖和行政级别的提高,企业经营者任期有限,一旦离职或退休,企业的发展状况与自身再无紧密联系,因此经营者偏好“短平快”项目,以求任期内业绩突出,企业经营行为短期化。为抑制这种趋势,2008年推出国有控股上市公司实施股权激励措施,将股权激励收益将与业绩指标增长挂钩浮动,并设置了最高上限,其中境内上市公司及境外H股公司股权激励收益原则上不得超过授予时薪酬总水平的40%,境外红筹公司原则上不得超过50%。激励措施收到了一些效果,但与职业经理人收入结构相比还存在一定差距,衡量责权利,国企代理人仍有动力实施逆向选择行为,职务消费高档化。由于代理人激励措施不到位,企业经营行为短期化现象没有得到根本扭转,任期结束前的59岁职务侵占现象屡有发生。

图1 政府多目标系统循环图



资料来源：作者整理

(四)国有资产价值形态转化平台功能不完善,国有资本流动不畅

调整国有经济布局,国有资本有进有退,客观上需要一个良好的进入与退出平台。前期实践中,国有资本退出一般有两种模式:一种是国有股协议转让,一般是以净资产值为定价基准,由于忽视了资产的获利能力,与国有资产保值增值目标背离,对所有者不利;另一种是股权分置改革前在证券市场上以IPO方式市价减持国有股,由于忽略了股权分置的影响,国有资产高估,对普通中小投资者不利。由于两种退出模式偏离了供求双方资产估值的均衡点,导致国有资本退出路径不畅。2007年股权分置改革虽然解决了证券市场股份全流通的障碍,但基于国有股的绝对控股地位,直接在证券市场上减持,会影响到普通投资者信心,引发市场振荡。国有资本流动不畅,国有资产价值形态转化周期较长,将会延缓国有经济战略布局调整和经济转型发展的进程,阻碍国有经济活力、控制力、影响力的增强。

(五)区域经济结构趋同,经济体系整体协同性不高

2002年新确立的国有资产管理体制加大了地方政府的自主权。地方政府积极性的充分发挥,有利于企业清晰产权,形成多元投资主体和规范的法人治理结构,基于企业发展目标与政府长期管理目标的内在一致性,各地区的产业发展和产业结构都是建立在自身经济优势和比较利益基础上,建立起专业化程度高、规模

效益较好的优势产业,区域间分工协作增强,生产要素能够自由流动,横向经济联合得到广泛发展,资源配置效率大大提高,这是理想的发展情况。但现实不同,地方政府官员在任职周期有限与短期利益目标导向下,放弃比较优势而趋向“短平快”项目,导致各地区产业结构趋同,落入低价竞争陷阱,出口产品,价格越来越低,进口原材料,价格却是越来越高,过度消耗资源与环境,国有经济布局整体呈现蜂窝状,国有经济力量过于分散,国有经济的控制力、影响力、带动力不能充分发挥,经济体系整体协同性不高。

二、国有资产管理模式转型的基础与机遇

(一)企业发展目标与政府长期管理目标的内在一致性

由于政府集社会经济管理职能和国有资产所有者职能于一身,在社会福利目标与企业效率目标两者之间均衡把握上,处于两难的境地。国有企业一开始就肩负了一定的政策目标,扭曲了政府与国有企业间的委托代理关系。委托代理理论认为,当所控制的资产规模增长带来的控制收益大于代理人分享的剩余收益时,代理人对资产规模增长的偏好要超过对经济效益增长的偏好。对控制收益的追求成为政府不断扩张国有资产规模的源动力,表现在国有企业投入产出比率已出现失衡,政府主导的财政投资对国企的扶持力度并无明显减小。《中国财政年鉴(2001)》统计显示,1950—1970年间

经济建设费占国家财政支出平均比重为52.18%,国家财政收入中来自“企业收入”(国有企业上缴利润)的平均比重为47.09%,二者基本保持平衡;1971—2000年间经济建设费占国家财政支出平均比重为50.42%,国有企业盈余贡献(上缴的企业收入+所得税-亏损补贴)占国家财政收入的平均比重为22.66%,二者出现了背离走势,投入产出比例失衡。

在国有企业投入产出平衡关系出现背离时,政府并没有遵循一般经济理性减少对国有企业的投入,支撑政府行为的是政府目标。一般认为,政府针对企业有三个目标:一是企业的经济效率,政府对企业效率的关注缘于其寻求社会经济繁荣的偏好;二是企业对政府财政收入的贡献,企业是社会财富创造的主体,是政府财政收入的重要来源;三是政府通过控制企业获得政治利益,如让被控制企业承担一部分社会职能。上述三个目标并不是孤立存在的,而是相互间存在着内在联系,根据系统论绘制的系统循环图可以揭示出这种复杂联系(见图1)。

图1显示,政府多目标系统中存在两条循环回路,一条以黑实线表示的正向反馈增强回路,另一条是以虚线表示的负向反馈放大回路。正向反馈增强回路运行路径如下:企业经营效率的提升带动经济总量的增长,一定的税种税率下,政府财税收入增加,增强的财政实力为社会管理职能的履行提供了有力支持,降低了政府干预企业以获取隐性收益的需求,减少了企业替政府分担的社会职能,企业发展的外部政策环境越加宽松,为企业效率的进一步提升创造了有利条件。负向反馈放大回路运行路径如下:企业经营效率的低下减少了政府财税收入,社会保障体系正常运转所依赖的政府财政支出困难,加大了政府调整税种税率以扩大税收的可

能性增加了政府干预企业以获取隐性收益的需求,企业税负的加重、分担社会职能的增多,进一步阻碍了企业效率的改善。

理论上,政府的目标选择应该是明确的,即创造条件促动系统进入正向反馈增强回路,避免陷入负向反馈放大回路,从而实现经济体系良性互动发展。然而,由于经济效率提升是一项系统性工程,从政策措施提出到效能体现,存在着一定的时滞。众所周知,政府官员的任职是有期限的,对官员的政绩考核也主要针对任期内的各项指标,并不考虑任期结束以后的递延影响。因此在缺乏有效制度约束的条件下,政府的短期利益目标会取代长期利益目标而左右政策的取向。

可以看到,直接“管资产”的传统国有资产管理模式有利于政府短期目标的实现,但容易使经济体系陷入负向反馈放大回路,阻碍经济社会的可持续发展。而经济社会的可持续发展,既是政府的长期管理目标,也与企业的良性发展紧密相关,三者之间存在着内在一致性。因此,推动国有资产管理模式改革,从“管资产”向“管资本”转型,引导经济体系进入正向反馈增强回路,实现经济社会良性互动发展,是政府实现长期管理目标的内在要求。

(二)国家财政实力基础增强与资本证券市场快速发展

改革开放以来,尤其是进入21世纪后,我国经济持续快速增长,制度建设和资本市场体系建设有了长足发展,为国有资产管理模式转型提供了历史性机遇。首先,我国政府财政实力增强,为分离企业的社会职能提供了物质条件。统计数据显示,2012年全国GDP达到51.93万亿元人民币,超过日本,成为仅次于美国的世界第二大经济体。全国公共财政收入由2002年的1.89万亿元人民币增加到2012年的11.72万亿元,年

均增长18.04%,稳步增强的国家财政实力,为国有资产管理模式转型奠定坚实的基础。其次,以2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》为指导,随着2006年股权分置改革基本完成,困扰证券市场多年的体制结构性问题得以妥善解决,投资者信心恢复,资本市场优化资源配置功能逐步发挥,公司治理结构走向规范,多层次资本市场体系框架逐步确立。2006年国资委与财政部出台《国有控股上市公司实施股权激励试行办法》,企业代理人分享企业剩余的难题破冰,拓展了企业经营效率的提升空间;第三,资本证券市场快速发展,机构投资者力量进一步壮大,针对证券投资基金的法规相对完备,基金运作规范,市场化程度较高。

世界交易所联会的统计数据表明,2011年底上海和深圳两家证券交易所的市场市值为23万亿元人民币,仅次于纽约证券交易所和纳斯达克。同期,纽约证券交易所的市场市值为71万亿元人民币,纳斯达克为25万亿元人民币,伦敦证券交易所为21万亿元人民币,中国香港证券市场的市值约为14万亿元人民币。国内证券投资基金发展到915只,全部证券投资基金股票资产总值约占股票总市值的25%,证券投资基金已发展成为资本市场上最重要的机构投资者之一,而机构投资者参与上市公司治理是提升公司治理水平的一个重要途径。资本证券市场的快速发展,为国有资产管理模式转型提供了一个良好平台。

### 三、对策建议与措施效果

(一)国有资本资产管理模式转型对策

2007年结束的股权分置改革解决了国有股的流通及市场定价问题,因此可以上市国企为先导,将国有资产管理改革与资本市场、机构投资者发展有效对接,以招标方式,通

过对价完成国有股份和基金份额两类权益置换。交易完成后,国有资产管理机构拥有的不再是上市公司国有股份,而是证券投资基金的基金份额,与普通投资者持有的基金份额性质一样,证券投资基金则完整拥有对应的上市公司国有股份,与证券投资基金在证券二级市场上买入的上市公司股票性质一样。

作为国有资产管理人,国有资产管理机构的管理对象不再是具体的上市国企股权,不再代表国有股东进入公司董事会和任命高管,干预企业运营,工作重心将转向所持基金份额的净值管理,按市场规则参与基金持有人大会,行使投票权,维护国有资产权益,实现国有资产保值增值。同时,根据国家产业发展规划的调整方向,在众多的证券投资基金中,筛选出符合规划政策导向且行业投资特色鲜明、投资业绩稳定的基金,通过基金份额赎回与申购,增减所管理的基金份额资产,引导社会资源向国家产业发展规划方向集聚,让市场在资源配置中起决定性作用。

作为公众资产管理人,证券池中有上市公司国有股份的证券投资基金,与上市公司其他股东一样,拥有这部分股票的分红权、处置权与投票权,按市场规则参与上市公司股东大会、董事会与职业经理人的遴选,并基于基金自身较强的研究团队力量,从宏观经济发展形势、资本市场走向和相关行业发展方向等多个方面,为上市公司提供决策咨询,并根据自己的判断决策对上市公司各项议案投票表决,参与并分享上市公司的发展成果。当上市公司发展情况不符合基金设定的价值投资持有标准时,可以选择“以脚投票”,按设定的程序,分期分批在证券交易市场上出售相应的股份,所得资金再根据基金的投资选股标准,在基金备选股票池中,从二级市场上选择购入其上市公司股票,从而以市场方式完成资源在不



同企业间的配置。

## (二) 对策措施的预期效果

一是政企边界清晰,有利于市场在资源配置中发挥决定性作用。国有资产管理机构与证券投资基金通过对价完成上市公司国有股份和基金份额两类权益置换后,证券投资基金按市场规则行使股份所有者权益,参与上市公司治理,实现资本市场对上市公司治理的“硬”约束,有利于企业经营者选择模式从行政选人向市场选人转变,实现企业经理人选任的去行政化,从机制上为上市公司治理水平的提升奠定基础。同时,由于证券投资基金处于资本市场发展的最前沿,一般拥有较强的研究力量,对政府宏观经济政策、产业政策及全球行业发展趋势的研判与把握能力较强,证券投资基金以上市公司大股东身份参与公司治理,公司发展成为双方共同的利益指向,证券投资基金有能力、又有动力切实帮助上市公司提高经营决策水平,优化上市公司的资源配置。此外,资本证券市场的快速发展也为证券投资基金在不同行业、不同发展水平上市公司之间优化资源配置提供了平台,实现资本市场优化资源配置功能。另一方面,国有资产管理机构根据国家宏观经济政策指向,结合各家证券投资基金行业投向特点及管理水平指标,通过基金份额的赎回申购,在不同证券投资基金之间优化资源配置。此举有利于区域经济结构调整,克服产能过剩弊端,让市场在多个层面的资源配置中发挥决定性作用。

二是转型成本较低,有利于国有资产资本化管理透明、高效。基于市场配置的国有资产资本化管理模式,市场化程度较高,有效挖掘了资本证券市场现有的积极因素,避免了体系内新设立一批国有控股投资运营公司和投资基金公司带来的人员增加与资产划拨调配,国有资产资本化管

理转型成本较低。其次,基于市场配置的国有资产资本化管理模式,有利于国有资产资本化管理透明、高效。目前资本证券市场上的证券投资基金行业市场化发展水平较高,监管体系、机制日益完善,市场竞争较为充分,追求基金净值增长真正成为证券投资基金内生动力,为国有资产管理机构更好的“管资本”提供了市场化平台,有利于国有资产借助市场的力量实现保值增值目标。另一方面,不论是在股权分置改革前,还是改革完成后,国有股减持一直是市场的敏感问题。经过上述方案安排,上市公司国有资产退出不再以抛售单一股票的方式进行,而是由证券投资基金根据自己的研究结果和投资策略确定投资组合中的股票哪些应该减持。证券投资基金成为资本证券市场的缓冲层,减弱了资本证券市场的大幅振荡。退出变现的货币化国有资产根据国家产业政策导向进入新兴产业,再发展成为股权资产,从而缩短国有资产价值形态转化周期,推动国有资产在不同形态间的低成本转换,加快国有资本流动,实现产业结构升级,通过市场筛选方式,发展、培育出一批世界一流的实体企业,增强国有经济的活力、控制力、影响力。

三是长线资金稳固,有利于资本证券市场价值投资理念的形成。现阶段证券投资基金行业面对的基本上还是一个投资理念比较落后的零售市场,基金投资者心态随市场行情大幅波动,散户特征明显,证券投资基金在大量公开募集的同时,也遭到较多的赎回,缺乏真正的机构投资者。在没有稳固的长线资金支持下,证券投资基金为在激烈的市场竞争中生存发展,只能采取波段操作策略,博取短线收益。而资本证券市场受此影响,炒短线、炒概念、炒小盘股风气盛行,为内幕寻租交易提供了温床,市场价值投资理念难以成为主

流,资金超募、错配现象较为普遍,扭曲了资本证券市场的优化资源配置功能。而基于市场配置的国有资产资本化管理模式,让国有资产管理机构成为证券投资基金的机构投资者,拥有较大的基金份额,国有资本的性质决定了其份额变动一般都是战略性的,较少受到市场行情波动的影响,因此可以为证券投资基金提供稳定的长线资金,便于证券投资基金合理配置资金,深入挖掘上市公司的发展潜力,提升上市公司治理水平,成为真正的机构投资者,引导市场资金向优质蓝筹公司集聚,让价值投资理念在资本证券市场成为主流,从而推动资本市场与证券投资基金行业的持续健康发展。

## 四、结语

基于市场配置的国有资产资本化管理模式,深入挖掘了资本证券市场可利用的积极因素,将国企改革、资本市场与证券投资基金发展有效对接,通过对价完成国有股权和基金份额两类权益置换,清晰政企边界,实现经理人选任去行政化,推动国有资产管理从“管资产”向“管资本”转型,让市场在多个层面的资源配置中发挥决定性作用,有利于区域经济结构调整,克服产能过剩弊端。其次,基于市场配置的国有资产资本化管理模式,避免了体系内新设立一批国有控股投资运营公司和投资基金公司带来的人员增加与资产划拨调配,国有资产资本化管理转型成本较低,市场化程度较高,有利于国有资产资本化管理透明、高效,缩短国有资产价值形态转化周期,推动国有资产在不同形态间的低成本转换,加快国有资本流动,实现产业结构升级,通过市场筛选方式,发展、培育出一批世界一流的实体企业,增强国有经济的活力、控制力、影响力。同时,基于市场配置的国有资产资本化管理模式,让国有资产管理机构成为证券投资基金的

# 感 受 力 量

## ——赴韩国调研考察随感

文 刘恒友

日前,我随中央党校青年领导干部访问团赴韩国进行了为期一周的参观考察访问交流,了解韩国经济现状、中韩交流现状等情况,访问韩国外交部、产业通商资源部,实地参观新村运动,参观成均馆大学并交流座谈,重点参观考察了三星集团三星电子水原基地、器兴基地、爱宝乐园、养老院等,了解三星历史、核心价值、人才培养战略及三星电子人事革新、人才培养等,通过紧张有序的参观考察交流,增加了对韩国和三星的了解,感受到企业、科技、人才、合作、文化的力量。

一是企业的力量。三星集团是韩国的特大型集团之一,也是世界著名的跨国公司,具有举足轻重的地位和实力。据了解,三星集团创立于1938年,现已成为韩国最大的企业集团,拥有30个下属公司,48.9万名员工,在88个国家拥有608个分支机构,85%的销售额来自海外(三星电子海外销售额占92%),业务涉及电子、机械、化工、金融及贸易服务等众多

领域。2013年三星集团全球品牌价值由2003年的世界第25位升至2013年的世界第7位,有近20种产品世界市场占有率居全球企业之首,在国际市场上彰显出雄厚实力。其旗下核心企业三星电子公司更是全球电子信息产业的领头羊,2013年世界500强排名第14位,是韩国企业排名最靠前的,在电子行业排名第一,在美国的专利数排名第二。2013年营业额228.7万亿韩元,营业利润36.8万亿韩元。三星集团是韩国经济发展的晴雨表,影响很大。在韩国,三星人尽皆知,都以为能在三星工作为荣。我们要进一步优化发展环境,鼓励创业创新创优,着力培育市场主体,培植大企业大集团,壮大一大批有实力、影响力的企业,推动经济健康持续发展。

二是科技创新的力量。三星集团创始时只是一个贸易公司,1969年成立三星电子,电子产业开始起步,并以电子高科技领域的新产品研制开发闻名世界。三星电子进入半导

体领域以来,克服一切困难,付出艰辛努力,以技术创新为引领,用持续的技术创新最终占领市场。通过技术创新,三星电子的半导体存储器产品在技术和市场占有率上,从1992年开发出世界上第一个256M动态存储器开始,到现在一直领先,1995年开发出世界上第一个22英寸TET-LCD,1996年成功地开发出世界上第一个1GB动态存储器,1997年成功地开发出世界上第一个30英寸TET-LCD。保持领先的战略地位,比业界平均水平快1—2倍的新产品推出速度令竞争对手感到极大压力,是三星始终保持核心竞争力的关键。我们的企业要充分认识技术创新的极端重要性,真正把技术创新摆在企业发展的核心位置,舍得投入,保持研发的领先优势,并在战略、体制、组织、投入、人才、管理等方面予以保证。三星集团投巨资进入成均馆大学,大学为三星量身定制式开设本科课程,合作开展尖端原创技术项目研究的做法,为产学研合作、技术创新

机构投资者,可以为证券投资基金提供稳定的长线资金,便于证券投资基金合理配置资金,注重上市公司长期的发展潜力,提升上市公司治理水平,引导市场资金向优质蓝筹公司集聚,让价值投资理念成为资本证券市场主流,从而推动资本市场与证券投资基金行业的持续健

康发展。总的来看,基于市场配置的国有资产资本化管理模式,转型成本低,既能彰显市场配置资源的决定性作用,又有利于资本证券市场健康发展,增强国有经济活力、控制力、影响力,一举数得。■

点项目资助(编号12JZA004)]

(朱军,辽宁丹东人,江苏省发展改革委宏观经济研究院、南京大学联合培养博士后,副研究员,具有10年证券从业经历,研究方向:资产管理。钱志新,南京大学工程管理学院教授、博士生导师,原江苏省发改委主任)

[基金项目:江苏省社科基金重