

产权改革中政府主导的“国退民进”¹

—— 国光瓷业民营化的案例研究

朱红军, 王彬, 田子莘

(上海财经大学 会计与财务研究院, 上海市国定路 777 号 200433)

摘要: 本文以国光瓷业民营化为例, 运用产权理论详细对比了民营化前后的所有权安排。通过对民营化前后的公司绩效指标的分析, 我们发现公司业绩并没有如当前有些学者所认为的在“国退民进”之后有所提高, 相反正在不断恶化。我们进一步指出民营化后的所有权安排仍然是有缺陷的, 对比此前国有企业的的所有权安排没有发生根本上的改进; 控制权收益的存在是导致公司业绩恶化的根本原因。政府作为产权改革的主导力量, 需要在政策制定时加强对先进理论的运用以确保产权改革能实现预期目标。

关键词: 产权改革; 产权理论; 控制权收益

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

我国国有企业改革进行到今天已有二十多个年头。改革的目的是解决国有企业的效率低下问题, 但最终的效果总是不尽令人满意。上世纪 90 年代初, 在西方已经发展较为成熟的现代企业理论和产权理论引起我国经济学界的注意, 人们开始试图从产权关系入手解决国有企业长期效率低下的问题。相应地, 国家在国有企业产权改革方面也作出了许多大胆的尝试。国家甚至提出“国退民进”政策, 通过允许民营企业购买国有企业的全部或部分股份逐步减少国有企业在经济中的比重, 或减少企业中国有产权的比例, 希望国有企业的民营化带来企业绩效的改善和公司治理效率的提高。

从 1997 年至今, 仅在资本市场通过出售公司国有股份, 国家将持有的上市公司控制权转让给民营企业的例子就俯首皆是, 其中影响较大的有新疆德隆国际有限公司及其关联企业为代表的“德隆系”收购新疆屯河、湘火炬和合金股份三家国有控股上市公司, 还有顾维军的“格林可尔系”收购科龙电器、襄阳轴承、美菱电器和亚星客车、周正毅的“农凯系”收购英雄股份和海鸟发展等等。当民营企业购买了这些企业的国有股份, 并且足够多的股份使得其拥有该企业的控制权之后, 被购产权所赋予民营企业的权责利已全部到位, 民营企业可以自主决策被购企业如何运作并自负盈亏。学术界有相当部分的学者认为这样的产权安排将能有有效的激励民营企业提高被购企业绩效并从中获利。然而, 我们发现国有企业民营化后普遍没有达到预期的效果, 相反经营业绩不佳, 有的甚至连年亏损; 市场反应也消极, 有的股价一落千丈。这些结果与国家实施“国退民进”政策的初衷完全相违背。难道产权理论在解决中国问题时会产生水土不服吗? 抑或还有其他的原因? 为了找到答案, 我们研究了国光瓷业²民营化的案例。

上海鸿仪是一家典型的民营企业, 其直接和间接控股股东均为民营企业, 实际控制人为自然人侯军。2000 年 9 月, 上海鸿仪受让株洲市国有资产管理局持有的国光瓷业国有股 2700 万股, 从而上海鸿仪拥有国光瓷业的最终控制权, 国光瓷业成为一家民营企业。本文通过会计和市场两类业绩评价指标对民营化后的公司绩效作出了评价。我们发现这两类指标所反映的公司绩效不仅没有改进, 而且还不断恶化。我们从产权理论入手首先分析了公司民营化前后的所有权安排。民营化后的所有权安排仍然是有缺陷的, 对此前国有企业的的所有权安排没

有发生根本上的改进；控制权收益的存在是导致公司业绩恶化的根本原因。因此，产权理论不仅在中国没有失效，而且很好的解释了民营化的经济后果。政府作为产权改革的主导力量，需要在政策制定时加强对先进理论的运用以确保产权改革能实现预期目标。

2 产权理论文献回顾与国有企业产权改革历程回顾

2.1 产权理论文献回顾

Coase 在其 1937 年的著作中指出企业本质上是一系列契约的组合，签约者根据契约中所规定的权责利在企业中进行交易。然而由于一个契约不可能准确地描述与交易有关的所有未来可能出现的状态以及每种状态下契约各方的权利和责任，所以契约是不完备的（张维迎，1996）。契约的不完备性要求当未描述的状态或权利和责任出现时，有人可以做出有效的决策。

决策者的才能和积极性决定了决策的有效性。才能可以看作一种经济资源通过市场机制得到有效配置，而决策者的积极性可以通过激励或约束机制加以保证。激励机制保证决策者通过所作出的决策能够获得由此决策所带来的全部利益或惩罚，这就是产权理论常说的剩余索取权与剩余控制权的对应。在这样的所有权安排下，决策者决策行为的外部效应将完全内化，决策者只有通过充分发挥自己的才能才能使自己的收益最大化，同时也实现了企业价值的最大化（Milgrom and Roberts, 1992）。当剩余索取权与剩余控制权无法完全对应时，决策者会发现自己的决策努力不能换回相应的决策收益，那么决策者就会通过偷懒或偷窃的方式使自己的收益达到最大，这样的外部效应会使得企业的价值受损。当积极性不能充分被调动时，约束机制的设计能够保证决策者的偷懒或偷窃行为及时发现并给予一定的惩罚从而使得决策者的行为目标不得不重新回到企业价值最大化的目标上来。约束机制可以在企业的外部产生，也可以在内部生成。企业所处的外部环境往往提供了对企业决策者的约束，包括制度环境而非制度环境（钱颖一，1995）。制度环境主要是指一个国家的宏观政策、法律和法规等，而非制度环境主要是一系列的市场机制，如产品市场、经理人市场，控制权市场以及审计市场等等。这些外生力量一方面能直接的约束企业决策者的行为，一方面又能为企业中的其他成员提供决策者努力程度的信息从而达到间接约束决策者的效果。内部约束机制就是发展一套能最大限度监督决策者的公司治理结构，让企业中的一部分人或机构充当监督者或监督机构的角色。实际上，当企业中的一部分成员充当监督者时，这些监督者“自然地”赋予了一定的控制权。他们需要对被监督者决策行为、努力程度作出判断，进而对是否采纳被监督者的决策建议和是否继续任用被监督者等方面作出有效决策。所以监督者也是一个决策者，公司治理就是把不同的控制权在企业成员中分配，并尽可能的把剩余索取权分配到相对应的剩余控制者手中，使“加总的”每个参与人的行为的外部效应最小化，即所有权安排的具体化（张维迎，1996）。这样企业内部的约束机制实际上和激励机制是同质的。

总之，在一定的所有权安排下，我们可以通过外部约束机制和内部激励机制来分析企业的效率。我们正试图从这样的角度对国光瓷业民营化进行研究并找出一些具有共性的问题。在此之前，回顾一下我国国有企业产权改革历程是十分必要的。

2.2 国有企业产权改革历程回顾

我国的国有企业改革是从 1978 年四川重钢等 6 家企业试点开始的。这一阶段的改革措施主要是放权让利，其目的是“使企业真正成为相对独立的经济实体，成为自主经营、自负盈亏的社会主义商品生产者和经营者，具有自我改造和自我发展的能力，成为具有一定权力和义务的法人”。这个时期的改革是在计划体制的框架内进行的，国有企业的改革不是解决企业制度问题，而是解决激励不足（张曙光，2005）。

上世纪 90 年代初，现代企业理论和产权理论引起我国经济学界的注意，人们开始试图从产权关系入手解决国有企业长期效率低下的问题。樊纲（1995）认为仅仅实行“放权让利”，而不改革产权关系，不能解决国有经济的问题，也不能真正改变国有企业的运行机制。所有制关系是重要的，管理体制的改革只是第二位的。宏观经济迄今为止“一放就乱、一收就死”的根本原因，也是由于迄今为止仍然没有形成一种使国有部门受到有效行为约束，既能负盈也能负亏的产权关系。张维迎（1995）也认为产权是经济效率的必要条件（从静态来看）和充分条件（从动态来看），因此，产权改革是国有企业改革的关键。

1993 年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题决定》明确了国有企业改革的目标是建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度，其核心内容就是产权清晰。1999 年党的十五届四中全会在《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中又进一步指出：目前，国有经济分布过宽，整体素质不高，资源配置不合理，必须着力加快解决。坚持“抓大放小”，放开搞活国有中小企业。从战略上调整国有经济布局，坚持有进有退，有所为有所不为。在中央政府的政策指引下，越来越多的中小国有企业的产权开始转让，有很多的民营企业参与进来，受让国有产权，掌握了原国有企业的控制权。正如我们在引言中提到的“德隆系”收购新疆屯河、湘火炬和合金股份、“格林可尔系”收购科龙电器、襄阳轴承、美菱电器和亚星客车以及“农凯系”收购英雄股份和海鸟发展等都是国有企业民营化的典型例子。在“国退民进”的过程中，原国有企业的所有权关系发生了重大的改变。它是在怎样的背景下发生的，几年后的效果如何，能给我们带来哪些启示？我们试图从研究国光瓷业的案例中找到答案。

3 案例概况

3.1 上海鸿仪收购国光瓷业国有股，国光瓷业成为民营企业

国光瓷业是一家主要从事日用瓷、工艺瓷、建筑瓷、卫生瓷、耐火材料、纸箱、瓷用花纸的制造和销售企业，属于轻工行业。我国赠送给来华访问的日本裕仁天皇的文房四宝、美国总统克林顿的 19 头咖啡具、英国女王伊丽莎白和法国总统希拉克的精美挂盘等，均出自国光瓷业。毛泽东、周恩来等中央领导也十分喜爱国光瓷具。因而国光瓷具博得“国家用瓷”和“主席用瓷”的至高荣誉。国光瓷业的前身为成立于 1958 年的醴陵国光瓷厂。从 1993 年股份制改造到 2000 年股权转让七年间的部分重大事件列示在表 1 中。

日期	事件
1993 年 6 月	原醴陵国光瓷厂全资改组，定向募集总股本 6500 万股，其中国家股 3000 万股，法人股 3500 万股，设立“湖南国光瓷业股份有限公司”。
1994 年底	列为全国 100 家现代企业制度试点单位。
1996 年 4 月	缩减股本和变更股权结构，变更后的总股本为 6000 万股，其中国家股 3000 万股，法人股 240 万股，个人股 2760 万股。
1996 年 9 月	更名为“湖南国光瓷业集团股份有限公司”。
1999 年 9 月	向社会公众公开发行 3500 万股普通股。
1999 年 12 月	3500 万股社会公众股开始在上海证券交易所上市交易。
2000 年 9 月	株洲市国有资产管理局与上海鸿仪签署《关于草签转让湖南国光瓷业集团股份有限公司国家股股权转让协议》，拟向上海鸿仪转让 2700 万股国家股。

表 1 1993 年—2000 年部分重大事件一览

年份 ³	招股前	上市前	1999	2000	2001	2002	2003	2004
第一大股东 (%)	50.00	31.58	31.58	28.42	28.42	28.42	28.42	28.42
第二大股东 (%)	0.50	0.32	1.79	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16
第二至第十大股东合计 (%)	3.37	2.13	4.97	6.21	5.83	5.12	5.09	5.11

表 2 国光瓷业前十大股东持股比例比较

在 2000 年的股权转让中，拟转让的 2700 万股占股份总额的 28.42%。如果转让成功，上海鸿仪将成为第一大股东。表 2 描述了各时期的前十大股东持股比例的统计情况，表明股权转让后上海鸿仪的持股比例远远高于第二大股东。在第二至第十大股东持股比例之和最高的 2000 年度，其年末总和也仅为 6.21%，远低于上海鸿仪近二十三个百分点。另外，虽然这项股权转让直到 2002 年 9 月才获得财政部批准，但在股权转让协议签订不久，株洲市财政局与上海鸿仪又签署了《股份托管协议》。双方在托管协议中商定在股权转让被最终批准之前，财政局委托上海鸿仪依据拟转让股份享有国光瓷业股东权利，具体包括：“（1）提议召开临时股东大会；（2）提名新的董事、监事候选人；（3）在股东大会上按照自己的意见和意愿行使表决权；（4）根据《湖南国光瓷业集团股份有限公司章程》的有关规定，代表甲方（指株洲市财政局）行使并享有其它股东权利；（5）根据股东大会决议，代表甲方行使并享有其它股东权利。”从托管协议赋予的权利内容来看，上海鸿仪已基本拥有一个正式股东所享有的全部权利。可以说，上海鸿仪已成为事实上的第一大股东，国光瓷业成为一家由上海鸿仪实际控制的民营企业。

3.2 国光瓷业的业绩评价

中央政府鼓励一部分企业“国退民进”的根本目的在于希望这些企业的效率得到根本改善，解决国有企业业绩长期低下的困扰。表 3 列示了国光瓷业一系列会计指标从 1996 年至 2004 年 9 年间的对比情况。

份 会计指标	年										均值	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	民营化前 ⁴	民营化后	
盈利能力指标												
总资产收益率（ROA，%）	6.31	5.89	4.96	3.39	3.89	3.04	2.13	0.51	-24.24	4.89	-4.64	
净资产收益率（ROE，%）	14.2	11.7	11.4	6.21	7.98	8.42	6.71	1.78	-739.0	10.31	-180.52	
每股收益（元）	0.27	0.29	0.29	0.22	0.30	0.29	0.21	0.06	-2.26	0.27	-0.43	
主营业务收益率（%）	12.7	12.0	12.0	11.5	11.4	7.77	4.77	1.38	-67.23	11.97	-13.33	
成长性指标												
主营业务收入增长率（%）	—	11.2	2.09	25.6	36.4	44.4	38.6	-4.0	-20.01	18.86	14.79	
市盈率	—	—	—	62.7	77.9	59.5	40.0	94.6	-1.09	70.34	48.28	
抵御风险能力指标												
每股经营活动现金流（元）	—	—	-0.5	-0.1	0.49	0.45	0.25	-0.1	-1.84	-0.07	-0.33	

每股净资产（元）	1.91	2.44	2.55	3.56	3.76	3.49	3.11	3.25	0.31	2.84	2.54
资产负债率（%）	53.7	48.2	55.5	40.5	47.8	57.7	64.1	68.3	95.28	49.20	71.39
	8	9	2	8	1	7	5	7			

表 3 国光瓷业 1996 年—2004 年会计指标比较

从表 3 各年度的会计指标比较中大体可以看出，在 2002 年之前盈利能力指标在逐年下滑；主营业务收入增长率反映了公司较好的成长性，而市盈率却有下降的趋势；2000 年之前的抗风险能力在逐步加强，而之后的两年又有略微的下降。到 2002 年为止，民营化之后会计业绩与民营化之前相比总体来说并没有太大的起色。但在 2003 年大多数指标反映了公司业绩开始恶化。除市盈率有较大幅度的增长、每股净资产和资产负债率较为平稳以外，主营业务收入增长率和每股经营活动现金流已降到负值，其他指标均接近 0 值。2004 年更是急剧恶化：资产负债率高达 95.28%；每股净资产已接近 0 值；其他指标均为负值，其负值数额之大都从不同的方面表明公司将濒临破产。另外，民营化之前的各项会计指标均值都要优于民营化之后，表明民营化不仅没带来企业业绩的提高，反而使公司变得非常糟糕。

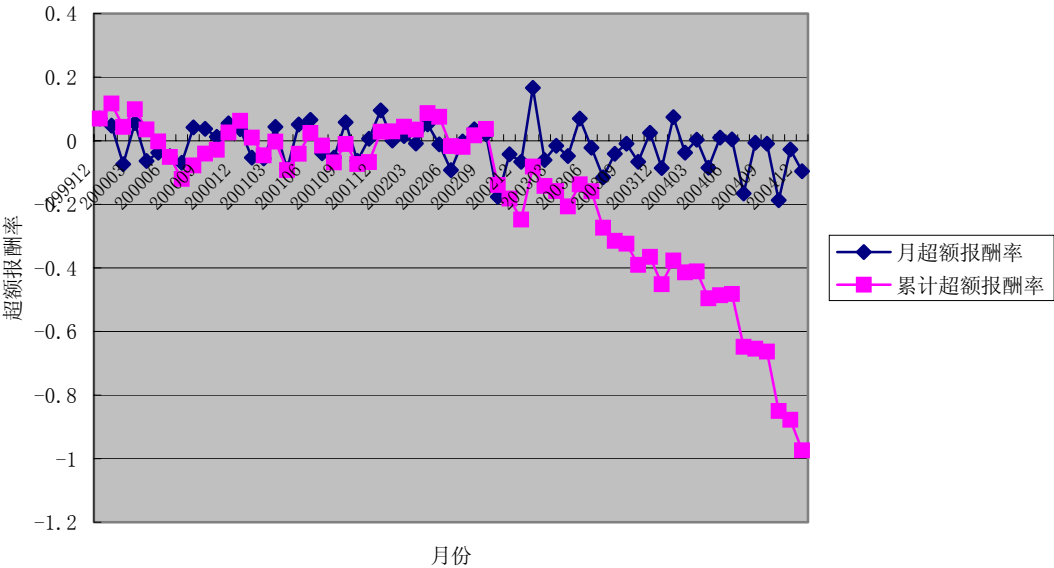


图 1 国光瓷业上市以来的超额报酬

图 1 反映了国光瓷业股票自上市以来在市场上的表现。对比扣除市场影响后的月超额报酬率，民营化之前正超额报酬率出现的频率明显比民营化之后的要多，并且波动也要小得多。从 2002 年 10 月开始累计超额报酬率就一直为负值，并且下降的速度越来越快，到 2004 年底累计超额报酬率达到-97.37%。

无论是会计指标还是市场表现，其反映的公司业绩均一致表明在 2002 年之前民营化没有给公司带来明显的业绩改善，而从 2003 年开始已是民营企业的国光瓷业更是病入膏肓。这些结果与国家实施“国退民进”政策的初衷完全相违背，业绩评价所反映的企业效率不仅没有提高，反而急剧下降。是产权改革所依据的产权理论分析问题还是民营企业没能能力经营好被收购的国有企业，抑或还有其它的原因？我们将从产权理论着手寻找答案。

4 国光瓷业民营化前的所有权安排及其问题

在经济理论界已有大量的文献分析了国有企业的所有权安排。国有企业的财产所有权属于全体人民，并由国家各级政府机构及其指派的管理者代为经营管理。从企业所有权的角

度来看，全体人民是剩余索取者，而国家各级政府机构及其指派的管理者拥有控制权。这样的所有权安排产生了很多问题。

所有国有企业的剩余收益属于作为剩余索取者的全体人民，所以每个人都应该关心国有企业的运行效率。但是要每个人去监督各级政府和管理者行为的成本相当高，同时也没有人拥有判断全国所有国有企业经营决策好坏的能力。同时，一个人积极监督和控制企业行为的努力所产生的收益要和其他很多人分享，在人民数量极其多的前提下，真正自己能得到的微乎其微。因而，“搭便车”的行为进一步打击了人们的积极性。另外，如果全国人民真的都来参与监督和控制，由于知识结构、价值判断等的差异，每个人作出的决策必定多种多样。通过什么机制或推举谁来调和这些不同的决策也将是一个很大的问题。总之，从理论上国有企业的所有者是全体人民，但在现实世界中没有人真正去扮演所有者的角色，这就是我们常说的“所有者缺位”。

在所有者缺位的情况下，国家各级政府机构理所当然的出面替人民管理国有资产。但是各级政府机构及其官员作为一个集团有着自身的行为目标。他们不仅希望国有企业能够保值增值，在一定的情况下，他们还希望通过企业解决其它的问题，如社会稳定、充分就业、地区经济实力、财政收入、收入再分配等问题。政府的这些社会和政治目标以及官员的自利目标不可避免地会与企业单纯的经济目标相矛盾，从而使企业偏离价值最大化的发展方向。国有企业成为政府及其官员实现多元目标的一个工具，全体人民的剩余收益不可避免地会受到一定程度的损失。

针对上述所有权安排带来的问题，国家从上世纪七十年代就开始进行国有企业改革，迄今已有近三十年历史。国企改革初始阶段的主要措施是放权让利。中央政府对地方政府的放权让利使得地方政府的目标函数放更多的权重在经济目标上，使得地方政府对当地国有企业的经济效益更加关心。然而就像张曙光（2005）所认为的，这一阶段的改革主要是解决激励不足，所有者缺位的根本性问题仍然得不到解决。即使放权让利具有激励效应，也仅仅是不完全的，政府机构的多元目标仍然存在、企业的所有权安排仍然不能使剩余索取权和剩余控制权最大程度的对应。

国光瓷业作为一家典型的国有企业，当然不可避免地存在着上述所有权安排所带来的这些问题。我们可以从表 1 中看到，虽然国光瓷业在 1994 年底被列为全国 100 家现代企业制度试点单位，但早在 1993 年 6 月就进行了股份制改造。股份制改造就是将产权按股份进行分割。国家通过对国有企业的股份制改造进一步明确了各出资者的责权利，希望各出资者依照自己所拥有的企业股份行使自己的权利、承担应负的责任以及获取应得的收益。表 1 列示了在 1996 年 4 月的股权调整后，国光瓷业的股权结构为总股本 6000 万股，其中国家股 3000 万股、法人股 240 万股、个人股 2760 万股。在股份制改造过程中，我们发现已经有一些除国有股以外的新的股权成分参与进来。这也是国家吸收非国有资本进入国有企业的初步尝试，希望非国有股份的持有者能够给国有企业的效率带来积极的影响。国光瓷业股权结构中个人股最初就是由企业内部职工所持有的。1999 年国光瓷业上市后，除从市场上筹集了大量的资金以外，公司也从外部吸收了大量的社会股东，使得股权结构更加的多元化。

但是已有大量的研究表明在股份制改造后的十几年间国有企业仍然存在很多问题，有些问题还是股份制改造后出现的新问题（徐英、陈方正，2001；鞠荣华，2001；巢剑雄，2000）。其实这些问题同样也可以从产权理论中找到解释。虽然股份制改造通过股份分割明确了产权的归属，但是国有产权的所有权安排依然没有发生根本性的改变，于是所有者缺位，进而政府利用国有企业实现多元目标问题仍然不会得到解决。

我们从大量的国有企业股权结构中发现虽然有非国有成分进入股权结构，但国有股仍占有较大的比重。在国光瓷业 1999 年社会募集资本前的股权结构中，仅国家股就占总股本的 50%；在社会募集后国家股的比例仍高达 31.58%。尽管个人股的比例在社会募集前后也分

别达到 46%和 29.05%，但划归到每个人的股份很少，持股比例仍旧相当低。同样，社会公众股的持股人也是极其分散的。表 2 列示的数据说明这一点。在国家股转让前株洲市国有资产管理局因持有国光瓷业的全部国家股而一直是第一大股东，其持股比例远远高于第二大股东。在第二至第十大股东持股比例之和最高的 1999 年度，其年末总和也仅为 4.97%。当时的国家股比例已降到 31.58%，但仍比其高出近二十七个百分点。这一现象就是人们常说的国有股“一股独大”。相对于“一股独大”的国有股东，其他股东就自然成为少数股东，并且少数股东是极其分散的，每个股东持有相当少的股份。

在同股同权和投票的多数意见决定是否通过股东大会决议的制度下，少数股东根本无法与国有股东相抗衡。监督企业行为的成本对于单个股东来说往往太高。过高的成本使得少数股东不愿积极地去插手干预企业的决策，有的甚至都不愿掏路费参加股东大会行使属于自己的投票权。“搭便车”的行为也会进一步打击少数股东的积极性，有的甚至消极地搭大股东的“便车”。即使存在着主动的股东积极地行使自己的权利和维护自己的利益，由于自身的股份太少，在股东大会上行使表决权时极少的股份所赋予的投票权使表决结果也根本不会产生重大的改变。如果有股东主动去征得其他少数股东的同意代为行使投票权以期望与大股东相抗衡，这种征集行为成功的可能性也会很低，至少到目前为止还没有一起成功的案例。一方面众多的少数股东的意见可能多种多样而难以协调最终可能导致不能收集到足够多的投票权，另一方面征集成本往往也是相当高的。总之，国有股东完全可以根据自己的意志决定股东大会议案是否通过。在真正的国有股东——全体人民缺位的情况下，各级政府及其官员掌握了对国有企业的最终控制权。这样掌握最终控制权的各级政府及其官员就像在企业股份制改造之前一样利用企业实现多元目标，而不仅仅是经济目标，最终仍然使得企业不能朝着价值最大化的方向发展，有时甚至牺牲企业价值去保证其他目标的实现。我们可以通过国光瓷业来引证各级政府及其官员是如何利用国有企业实现多元目标的。

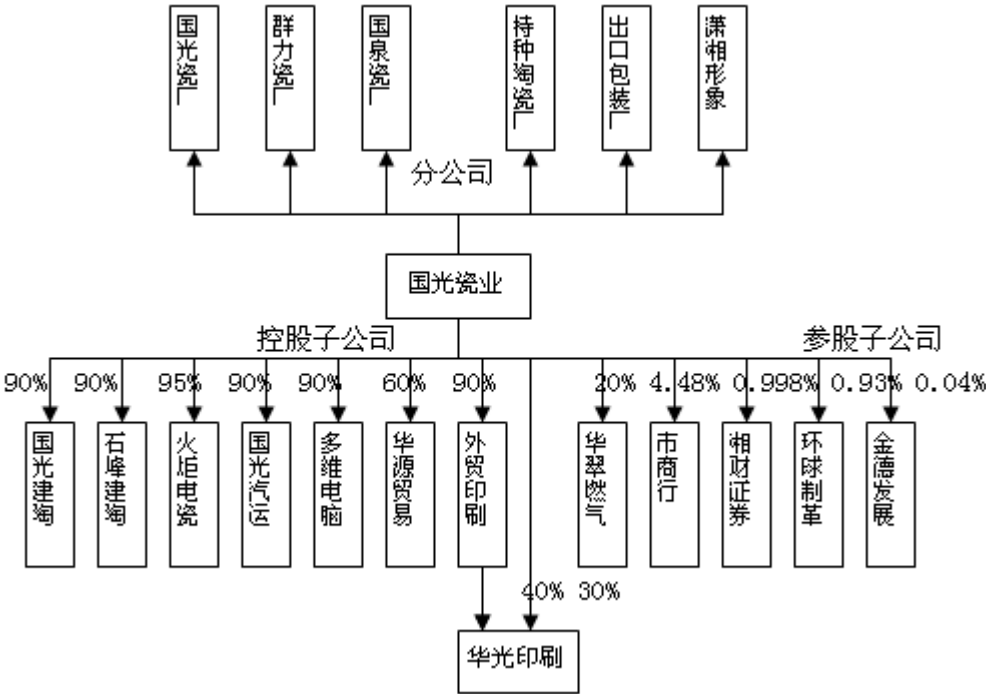


图 2 国光瓷业民营化前组织结构

国光瓷业共有 8 家控股子公司、5 家参股公司和 6 家下属分公司，正如图 2 所示。在这些控股子公司和下属分公司中，有 5 家公司是在国光瓷业股份制改造后通过收购的方式获得

的⁵，这些公司的具体收购情况列示在表 4 中。从表 4 提供的内容来看，被收购的公司无一例外的全是国有、全民或集体所有的企业，因此对这些企业以及国光瓷业拥有最终控制权的各级政府及其官员理应理解为这些收购活动的决策者。然而，被收购的企业全部都不是经营状况良好的企业，在收购前已经亏损、停产，有的甚至已宣告破产。这些企业在收购前已经存在严重的问题：债务负担沉重、资金匮乏、体制僵化、管理混乱、设备老化、产品缺乏竞争力以及大量的职工需要安置等等。有些被购企业从事的业务与国光瓷业的业务几乎没有关联，不得不在收购后转换其经营范围。原湖南醴陵长城彩釉砖厂在被收购前主要从事彩釉墙地砖的生产，而在被收购后转为生产建筑陶瓷，原厂也通过重组更名为国光建陶。原醴陵外贸彩色印刷厂和醴陵印刷厂这两家企业在被收购前主营烟花、鞭炮印刷业务，与陶瓷行业的关系更是相去甚远，被收购后即转为从事商标标识、包装装潢、瓷用花纸印刷及铅印等。可见国光瓷业通过这些收购活动并没有获得优良或需要的资产。从公司收购这些企业所付出的代价来看，公司也没有因收购资产的质量不佳而获得一定的优惠。在收购醴陵外贸彩色印刷厂和醴陵印刷厂中，公司承担两家企业共 847 万元的债务并安置其所有职工，而仅仅取得 721 万元的资产。总之，这些收购行为很难让人相信是出于增加公司价值的目的，拥有公司最终控制权的各级政府及其官员一定有其他的目的促使这些收购活动发生。

子（分）公司名称	成立时间	被购时间	原企业名称	原企业性质	收购原因	代价
群力瓷厂	不祥	不祥	醴陵群力瓷厂	国有	因被购企业资金缺乏、体制僵化、管理不力及产品开发跟不上市场节奏等原因，1996 年 2 月停产；1996 年 12 月，宣告破产。	支付 3837 万元收购清算款。职工安置费 2959 万元直接抵扣收购清算款。
国光建陶	1996. 02	1996. 01	醴陵长城彩釉砖厂	国有	因被购企业负债过重和内部管理混乱等原因，连续出现亏损；1994 年 9 月，宣告破产。	支付 2566 万元收购清算款。职工安置费 1476 万元直接抵扣收购清算款。
石峰建陶	1996. 07	1996. 07	株洲耐火材料厂	全民所有	因被购企业设备老化、产品档次低及债务负担沉重等原因，连续三年出现亏损。	以承担该厂全部债务 749 万元和安置其全部职工为对价取得了该厂的全部资产 1308 万元。
外贸印刷	1996. 06	1996. 04	醴陵外贸彩色印刷厂和醴陵印刷厂	全民所有和集体所有	烟花、鞭炮行业日渐衰落，被购企业债务负担沉重，经营逐渐陷入困境，至 1996 年已资不抵债。	以承担该二企业全部债务 847 万元并安置其所有职工为对价，取得了其全部资产 721 万元。
火炬电瓷	1999. 09	1999. 09	醴陵电瓷厂	国有	因被购企业机制不活、管理落后、缺乏资金、包袱沉重等原因陷入生产难以为继、全面停产的困境。	以 1998 年募股资金 7228 万元出资实施控股式兼并。

表 4 国光瓷业民营化前收购活动一览

国光瓷业在收购原湖南醴陵群力瓷厂的过程中株洲市人民政府曾以市长办公会议的形式召开过一次关于国光瓷业收购湖南醴陵群力瓷厂的协调会议。株洲市的一名副市长主持了该会议，其他出席人员所在部门包括株洲市经委、体改委、教委、财政、国税、地税、国资、电力、劳动、卫生等部门和醴陵市政府、国税、财政、电力、劳动、法院、自来水公司等部

门以及湖南醴陵群力瓷厂破产清算组和国光瓷业。可见协调会的主要成员是代表各级政府的官员，国光瓷业收购湖南醴陵群力瓷厂的事宜完全由这些官员所控制。会议主要内容在会后整理成《株洲市人民政府市长办公会议纪要》（政纪发[1997]73 号）。该纪要在关于湖南醴陵群力瓷厂破产遗留问题的处理的第（二）项中强调：“鉴于我市（指株洲市）尚未设立全市统一的再就业服务中心，群力瓷厂全部职工由国光安置，该笔职工安置费归国光所有。国光必须妥善安置群力职工，对无法安置的职工和自谋职业的职工由国光一次性支付安置费，避免不必要的纠纷，维护社会的稳定。”

让我们再来看看国光瓷业收购原湖南醴陵电瓷厂的例子。在控股式兼并湖南醴陵电瓷厂之前，国光瓷业早在 1998 年 5 月 3 日和该厂签订了企业租赁经营协议。协议规定公司自 1998 年 5 月 1 日起至公司兼并重组该厂之日止，对该厂所属的六个生产车间、开关分厂、销售公司等单位进行租赁经营。从租赁日起，公司对租赁资产享有占有权、经营管理权及收益权。同时，协议还规定公司需承担该厂 2530 万元贷款自租赁之日起的利息；租赁期间租赁经营部分所需启动及生产发展资金由公司负责筹措。截止 1999 年 6 月 30 日，公司为启动其生产和支持其生产经营的发展而垫付给该厂的生产流动资金达到 1800 万元。在 1998 年 11 月，公司又与该厂签订了《关于共同投资设立湖南醴陵火炬电瓷电器有限公司的协议书》，约定公司以 1999 年募股资金中的 7228 万元出资，湖南醴陵电瓷厂以经评估的部分实物资产净值 2772 万元出资，共同投资设立“湖南醴陵火炬电瓷电器有限公司”。该协议书得到了株洲市人民政府株政函[1998]15 号文件的批准。国光瓷业在 1999 年的招股说明书中表明：“公司兼并电瓷厂除了具有较强的经济效益外，还有利于盘活国有存量资产，有利于安置下岗职工，维护社会稳定，并促进湖南瓷业发展，具有较强的社会效益。”可见，国光瓷业在租赁经营和控股式兼并湖南醴陵电瓷厂活动中不仅考虑自身的经济效益还考虑了该地区的社会效益。

上述的收购活动均表明掌握国光瓷业最终控制权的各级政府及其官员在对所控制的国有企业做出决策时企业的经济效益并不是其考虑的唯一因素，有时会利用所控制的国有企业去实现其他的目标，这些目标不可避免地使企业偏离价值最大化的发展方向。

一般来说，除了拥有按股票份额所享有的投票权以外，股份制企业的股东还有一项权利，即可以向市场抛售已丧失信心的股票。抛售股票的直接后果就是造成股价的下跌。股价的下跌会使得其他仍持有该股票的股东直接遭受经济损失。如果存在成熟的接管市场，股价的下跌还会使得潜在的股东有机会低成本收购企业大量股票，从而有可能使得大股东丧失对企业的控制权。因此即使是“一股独大”的股东也不得不关心股价的走势，进而会使用其持有股份所赋予的相应权利影响企业价值，期望企业价值的不断提升最终导致股价上扬而从中获利。这样的股票流通机制既约束大股东要有所作为，又保护了中小股东的利益。

但是在我国出于保护国有资产的历史原因，股票流通的权力是分置的。股权分置就是同一企业的一部分股票可以上市流通，在市场上进行自由交易；一部分股票不能流通，要么受到时间的限制，要么受到交易方式的限制。如表 1 所示，在国光瓷业 1999 年向社会公众公开发行股票之前，国光瓷业股权结构为总股本 6000 万股，其中国家股 3000 万股、法人股 240 万股、个人股 2760 万股。这 6000 万股根据国家有关规定均暂不流通，其中个人股可在 1999 年向社会公众发行的股票上市期满后三年后上市流通，而国家股和法人股何时可流通当时尚不明确。在民营化之前，公司股本结构已增加 1999 年发行且上市的社会公众股 3500 万股。虽然在股本结构中出现可流通股份，但是可流通股份仅占总股本的 36.84%，而不可流通股份占 63.16%。“一股独大”的国有股份正好又是不可流通股份，那么持有国有股份的各级政府及其官员在股权分置的制度背景下是否依然会关心股价的下跌呢？在股权分置下，股价是指流通股股东持有的那部分股票在市场上的交易价格。前述已分析出由于国有股东的“一股独大”，流通股东不可能利用持有股份所赋予的投票权对股东大会的议案产生决定性

的影响。但是，流通股股东同不可流通股股东相比可以在市场上抛售已丧失信心的股票。抛售股票的直接后果仍然是造成股价的下跌。持有不可流通股的股东不能在市场上抛售股票，即不能根据股价的走势及时地作出买卖股票的决策从而获利或减少损失，因此不可流通股股东不会去关心股价，股价的下跌不会给他带来任何即时的经济损失，就像股价的上升不会带来任何即时的经济收益一样。这样，国有大股东在最终控制国有企业时不会像在股票全流通下那样更多地考虑企业的经济效益。当然，我国目前也没有形成成熟的接管市场，尤其我国几乎没有对国有企业的接管市场。国有股权的转让须在法律许可的范围内，经证券主管部门批准，与合格的投资者通过协议转让的方式一次性完成大宗股权的转移。可见，国有股权的转让需要得到国有大股东的许可才可进行。同时，在市场上大量收购流通股的行为也受到我国法律的限制。所以，国有大股东不会被迫失去对企业的控制权。总之，股票流通机制所产生的对大股东的约束作用在股权分置的背景下失去了效力。

综上所述，尽管股份制改造带来了产权的清晰界定和非国有经济成分的进入，然而由于国有股份的“一股独大”和股本结构中的“股权分置”，在股份制改造前国有企业所有权安排中存在的所有者缺位、掌握国有企业最终控制权的各级政府及其官员利用企业实现多元目标问题依然不能得到解决。这些问题依然影响着国有企业的经济效益。正如表 3 所示，在民营化之前，反映国光瓷业盈利能力的各项会计指标总体上均呈逐年下降趋势。

5 国光瓷业民营化后的所有权安排及其问题

在经历几十年的国企改革大量国有企业的经济效益依然没有得到很大程度提高的情况下，中央政府要求坚持“抓大放小”，放开搞活国有中小企业，坚持有进有退，有所为有所不为。在中央政府的政策指引下，掌握国光瓷业最终控制权的各级政府及其官员决定转让所持有的公司国有股份，尽管国光瓷业不久前刚向社会公众筹集了大量的资金。

如表 1 所示，2000 年 9 月，株洲市国有资产管理局与上海鸿仪签署了《关于草签转让湖南国光瓷业集团股份有限公司国家股股权转让协议》，拟转让 2700 万股国家股给上海鸿仪。虽然这项股权转让直到 2002 年 9 月才获得财政部批准，但如前文所分析的，在股权转让协议和股份托管协议签署后上海鸿仪已成为事实上的第一大股东，国光瓷业成为一家由上海鸿仪实际控制的民营企业。此时，国光瓷业总股本仍为 1999 年向社会募集资金后的 9500 万股，其中 2760 万股个人股和 3500 万股社会公众股保持不变，而国家股由 3000 万股减少为 300 万股，法人股由 240 万股增加为 2940 万股，国家股和法人股之间的增减变化正是由这项国有股权转让所引起⁶。当获得国光瓷业原国有股份中的 2700 万股后，上海鸿仪可以按持有股份出席股东大会直接行使其赋予的投票权，国有企业中所有者缺位的问题自然而然地解决了。

国有股权的转让一般是通过协议转让的方式一次性完成大宗股权的转移。国光瓷业被转让的国有股份 2700 万股占总国有股份 3000 万股的 90%。这种转让方式使得受让者替代原国有股东的地位，成为第一大股东，而原国有股东成为少数股东。如果其他股东也是少数股东，那么原“一股独大”的国有股份转让后，受让者持有的被转让股份自然也是“一股独大”的。由于少数股东极其分散，“一股独大”的股份持有者就掌握了原国有企业最终控制权。如表 2 所示，民营化后，上海鸿仪和持有国有股份的政府机构⁷每年年末的持股比例始终分别为 28.42% 和 3.16%，上海鸿仪不仅始终是第一大股东，而且其持股比例远远高于第二大股东。在第二至第十大股东持股比例之和最高的 2000 年度，其年末总和也仅为 6.21%，远低于上海鸿仪近二十三个百分点。可见，上海鸿仪持有股份是“一股独大”的。相对于“一股独大”的上海鸿仪，其他股东成为少数股东，并且这些少数股东是极其分散的，每个股东持有相当少的股份。与前文分析相似，由于存在较高的监督企业成本、“搭便车”行为发生的可能性

以及征集行为的不可行性，分散的少数股东根本无法与上海鸿仪相抗衡。这时，上海鸿仪完全可以根据自己的意志决定股东大会的各项议案是否可以通过，即上海鸿仪掌握了国光瓷业的最终控制权。

上海鸿仪作为一家民营企业在控制国光瓷业时当然不会像政府及其官员那样还要考虑除经济目标之外的其他目标。掌握最终控制权的上海鸿仪的行为目标就是使自身的利益最大化。这时，我们会很自然地提出一个问题：上海鸿仪的利益最大化与国光瓷业的利益最大化是一致的吗？当然，国光瓷业业绩的增长对上海鸿仪肯定是有利的。但是，是否还有其他方式使得上海鸿仪获得的收益比从国光瓷业业绩增长中获得的更多呢？如果这种方式存在，掌握国光瓷业最终控制权的上海鸿仪肯定会使用这种方式使自身的利益最大化，而不会考虑国光瓷业的业绩是否得到了最大程度的提高。Johnson、La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer（2000）发现了一种叫作“隧道挖掘”（tunneling）的方式。这种方式就是拥有最终控制权的股东将被控制公司的资产转移到自己旗下，并且这种转移不是像分配股利那样公开地进行，而是通过一些比较隐蔽的方式进行——控制股东就像挖了一条隧道一样通过这条隧道逐渐转移被控制公司的资产并据为己有。

当然，“隧道挖掘”的发生是有前提条件的。首先，从所有权安排来看，控制权与剩余索取权分离程度要足够大。剩余索取权主要表现在剩余索取者能从企业获得的剩余收益。在一个持续经营的公司中，剩余索取者一般为公司股东，剩余索取权表现为股东能从公司利润中获得的股利。在同股同权的制度下，股利的分配是按股东的持股比例进行分配的，所以股东持有多少比例的股份就能获得同一比例的股利。“同股同权”也意味着股东拥有与持股比例相对应的对公司的控制权。在现代企业制度下，股东所拥有的这种控制权主要表现为在股东大会上的投票权，所以股东拥有与持有股份相同的投票数，股东通过投票的方式在股东大会上决定公司的重大议案是否可以通过。但是，通过前面的分析我们已经知道由于在“一股独大”的股权结构下除第一大股东之外的其他股东都是小股东并且极其分散，他们的投票权不能对股东大会上的表决结果产生重大的改变，所以第一大股东实际上对公司拥有最终的控制权。这样，拥有最终控制权的股东可以很轻易地通过“隧道挖掘”的方式独占被控制公司的资产，这些被独占的资产就被称为控制权收益（Grossman and Hart，1988）。控制权与剩余索取权分离程度越大就意味着控制权收益与剩余索取权下的股利收益的差异越大，进而拥有最终控制权的股东越有动机去获得控制权收益。在前面对国光瓷业的分析中，“一股独大”的第一大股东上海鸿仪拥有对国光瓷业的最终控制权，而上海鸿仪对国光瓷业的持股比例只有 28.42%。28.42%的持股比例意味着上海鸿仪只能获得公司股利中的 28.42%。可见，上海鸿仪对国光瓷业的控制权和剩余索取权有着很大程度的分离，这种分离使得上海鸿仪存在着从国光瓷业身上获得控制权收益的动机。其次，从外部环境来看，法律制度不能对这种行为进行有效的约束。隧道挖掘的方式使得控制股东将被控制公司的资产转移出来而独自占有。这部分独占的资产本应是与其他股东共享或属于债权人并在未来规定时期需归还的。可见，控制股东通过隧道挖掘侵害了其他股东或债权人的利益。换句话说，控制权收益包含了本应属于其他股东或债权人的利益。显然，这种行为应该受到法律的约束。但是，如果没有完善的法律保护其他股东和债权人的利益，控股股东就会毫无顾忌，并将隧道挖掘的动机转化为实际行动。众所周知，目前我国的法律体系还是相当不完善的。比如我国《刑法》没有对控制股东侵害其他股东或债权人利益的行为作出惩罚的相应规定；《公司法》也没有其他股东在其利益受到控制股东侵害时可以提起诉讼的规定。总之，我国法律在保护其他股东和债权人利益方面还存在着很大的不足，为控制股东进行隧道挖掘提供了机会——上海鸿仪当然也有这样的机会。

综上所述，国光瓷业民营化后解决了原国有企业的所有者缺位问题，上海鸿仪代替政府掌握了国光瓷业的最终控制权。但是，作为民营企业的上海鸿仪不仅可以获得股利收益，还

可以通过隧道挖掘获得控制权收益。上海鸿仪对国光瓷业的控制权和剩余索取权很大程度的分离保证了上海鸿仪可以获得比股利收益更多的控制权收益。这为上海鸿仪进行隧道挖掘提供了动机，而法律的不完善又为上海鸿仪把动机进一步转化为实际行动提供了可能。我们现在来看看上海鸿仪受让国光瓷业国有股份后是否进行了隧道挖掘以获取控制权收益。

6 上海鸿仪隧道挖掘了吗？——来自国光瓷业年报的证据

上海鸿仪在受让国光瓷业国有股份后最引人注目的举动就是对公司产业的调整。国光瓷业一直以来主要是从事各类陶瓷的制造。图 3 是国光瓷业截至 2004 年底的组织结构图。在图 2 与图 3 的对比中我们可以发现国光瓷业在民营化后组织结构发生了很大的变动。国光瓷业的分公司基本没有变动。只有群力瓷厂在 2003 年 7 月投入部分资产与其他公司共同组建群力艺术陶瓷，持有其 95% 的股份。但是控股子公司和参股子公司的组成却有很大变动。在民营化前的控股子公司中只有国光建陶和火炬电瓷还继续存在；华光印刷由直接持股 30%、间接持股 40% 的股权结构变为直接持股 70%；其他控股子公司在民营化初就被清算或转让了。图 3 中其他的控股子公司均为在民营化后新投资的公司，这些公司全为医药类企业。参股子公司中民营化前的公司除了湘财证券的股权已转让，其余 4 家依然存在且所持股份也保持不变。截至 2004 年底，国光瓷业增加了 4 家参股子公司，其中医药企业 2 家、医院 1 家以及一家从事瓷器设计与开发的中光艺术设计。可见，国光瓷业经过短短几年的产业调整已由以前单一的陶瓷产业转变为陶瓷和医药共同经营的局面。在产业调整的过程中公司不乏关联交易的存在。

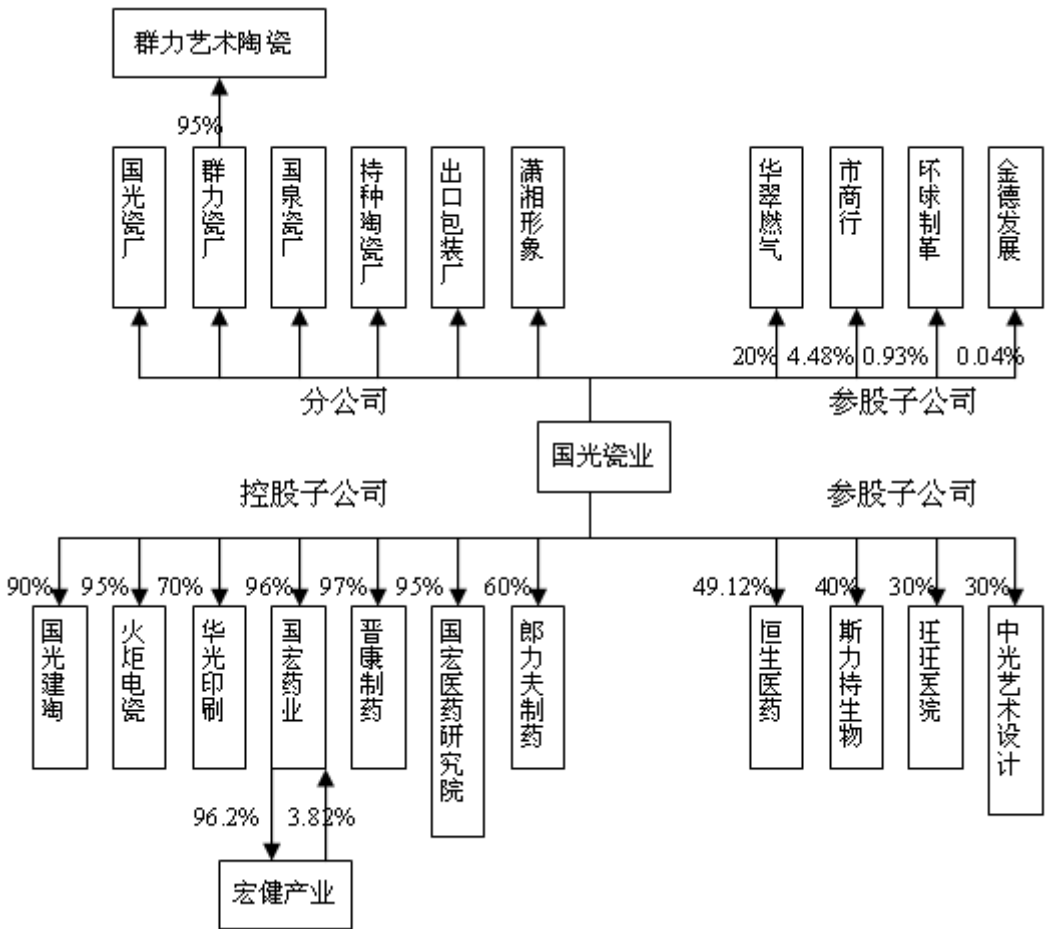


图 3 国光瓷业民营化后组织结构（截至 2004 年 12 月 31 日）

关联交易是隧道挖掘的主要利用手段。目前的许多实证研究也是通过关联交易来衡量隧道挖掘的程度。1997 年 5 月，财政部颁布了《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》来规范关联方关系和关联交易的披露问题。相应地，中国证监会也发布相关规定要求存在关联交易的上市公司在财务报表附注中，按照《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》的要求，对关联方关系和关联交易进行披露。这为我们寻找上海鸿仪隧道挖掘的证据提供了可能。陈晓、王琨（2005）将关联交易划分为 12 大类，分别是：从关联方购买商品、向关联方销售商品、与关联方之间的资产股权交易、与关联方之间的费用收入分担、为关联方代理费用收入、与关联方之间的租赁、与关联方之间的担保抵押、与关联方之间的管理合同、与关联方共同进行的研究开发项目、与关联方之间的资金往来、与关联方之间的许可协议以及与关联方的共同投资。国光瓷业在产业调整过程中的关联方交易主要是与关联方之间的资产股权交易。除此之外，公司在民营化之后的主要关联交易还包括与关联方之间的担保和与关联方之间的资金往来。下面我们将从这些方面来寻找上海鸿仪隧道挖掘的证据。

6.1 与关联方之间的资产股权交易

国光瓷业的产业调整主要是通过清算或转让原有部分子公司和投资新公司来进行的。这些活动不可避免地会发生许多股权交易。当这些交易在公司和上海鸿仪及其关联方之间进行时，由于上海鸿仪拥有公司的最终控制权，那么上海鸿仪就有可能将自己及其关联方的资产以高出实际价值的价格卖给公司或将公司资产以低于实际价值的价格买进而从中获利。

国光瓷业持有的 97%晋康制药股权和 30%旺旺医院股权是通过与上海鸿仪的关联方——湖南鸿仪资产置换来获得的。表 5 列示了公司与湖南鸿仪之间关于这两笔资产置换的对价情况。在这两笔资产置换交易中，公司换入的资产均以评估价计价，而换出资产都以账面净值计价。通常情况下，资产的评估价要高于其账面净值。公司换入的这些资产的质量又如何呢？在 2002 年 12 月获得晋康制药 97%股权后，公司 2003 年、2004 年年报以及 2005 年半年年报均显示晋康制药的净利润为负值，其亏损额分别为-335.92 万元、-1292.57 万元以及-620.19 万元。晋康制药的资产规模在两年半的时间内也是急剧缩减，从 2003 年初的 12498.4 万元缩减到 8160.58 万元，使原有规模缩减了近 35%，而晋康制药的注册资本为 7000 万元。从两年半的利润及资产规模发展趋势来看，晋康制药的 97%股权似乎不值当初评估得出的价值。2004 年 9 月公司与湖南鸿仪完成了旺旺医院 30%股权的交易，但是公司 2004 年年报披露“该股权因涉诉被司法冻结、且过户尚需国家商务部批准，故暂未办理工商过户手续，”其直接后果就是公司还没有真正拥有换入的股权，而换出资产已被湖南鸿仪占用。

置换时间	换入			换出			备注
	资产	计价标准	定价(万元)	资产	计价标准	定价(万元)	
2002.12	晋康制药 97%股权	评估价	6826	存货	账面净值	2739	差额记入对上海鸿仪的负债
				应收账款、其他应收款		4067	
2004.09	旺旺医院 30%股权	评估价	7245	其他应收款	账面净值	7267	差额用现金补足

表 5 国光瓷业从湖南鸿仪购入股权的对价

前面我们所看到的图 3 仅仅反映了国光瓷业在 2004 年 12 月 31 日这一时点上的组织结构，而在民营化后到 2004 年底这段时期内公司还存在着一些先投资再转让的交易，这些交易并不能在图 3 中反映出来。表 6 列示了这些交易的相关内容。这些交易中投资周期最长的是

恒生医药投资 38 个月、景达生物投资 34 个月，其他企业的投资期均为十几个月。这么频繁的投资变动在资产投资领域中是不常见的。尤其是，国光瓷业在民营化后的产业调整目标是将公司的单一产业调整为陶瓷业与医药业共同经营的局面，但是我们在表 6 中看到有三家医药企业在投资后不久又全部被转让出去。一种可能的解释是，公司投资股权的真正目的不是为了经营被投资企业，而是在未来的某个时候，公司在上海鸿仪的控制下将这些股权以低于实际价值的价格转让给上海鸿仪及其关联方。上述三家医药企业的受让者都是个人。虽然我们无法得知这些作为个人身份的受让者是否与上海鸿仪存在关联关系，但是不排除上海鸿仪正是利用个人身份的隐蔽性进行隧道挖掘的可能。恒生医药股权的投资与转让过程比前三家医药企业更加微妙。2003 年 4 月，国光瓷业受让长沙医药 100% 的股份。由于当时长沙医药持有恒生医药 49.5% 的股份，并且公司已直接持有恒生医药剩下的 50.5% 股份，所以公司通过收购长沙医药持有了恒生医药的全部股份，其中直接持有 50.5%，间接持有 49.5%。2004 年 9 月长沙医药对恒生医药增资 100 万元，导致国光瓷业对其直接持有股份减少到 49.12%，间接持有股份增加到 50.88%。仅三个月后，长沙医药的股份就被全部转让，其中的一个后果就是公司失去了对恒生医药间接持有的 50.88% 的股份，仅直接持有其 49.12% 的股份。虽然公司直接持有的 49.12% 股份相比在受让长沙医药股份前已直接持有的 50.5% 的股份仅减少 1.38% 的股份，但是公司因此失去了对恒生医药的控制权。可见，公司并没有直接转让恒生医药的股份，而是通过长沙医药对恒生医药仅 100 万元的小额增资，相对地减少了自身对恒生医药的直接持股比例。2004 年年报披露在审议《关于公司转让长沙市医药公司股权的议案》时公司独立董事因长沙医药股权转让金额偏低——仅以净资产七折多转让而投了弃权票。所以，作为个人身份的受让者不仅以较低的价格获得长沙医药，并且还拥有了恒生医药的最终控制权。

目标公司名称	投资					转让					收益	收益率
	时间	方式	金额 (万元)	转让者	持股比例	时间	方式	金额 (万元)	受让者	持股比例		
猛洞河旅游	2000.12	石峰建陶 90% 股权和债权置换，差额以现金补足	1650.00	1	30.00%	2001.05	组建并获得武陵旅游 18.59% 股权	1520.03	1	0	-129.97	-7.88%
上海国瓷	2000.12	现金组建	2200.00	—	55.00%	2001.12	获取现金	2685.00	1	30.00%	185.00	7.40%
	2001.02	现金增资	3300.00			2002.08		3330.00		0	330.00	11.00%
武陵旅游	2001.05	猛洞河旅游 30% 股权组建	1520.03	—	18.59%	2002.08	获取现金	1650.00	1	0	129.97	8.55%
九汇中药	2001.06	现金组建	550.00	—	52.38%	2002.11	获取现金	845.00	3	0	295.00	53.64%
景达生物	2001.11	现金增资	1980.00	—	60.00%	2003.03	获取现金	297.00	3	51.00%	0	0
						2004.09		2479.84		0	796.84	47.35%
长沙医药	2003.04	现金受让	2518.00	2	100.00%	2004.11	获取现金	2302.84	3	0	-215.16	-8.54%

恒生医药	2001.07	现金受让	2280.00	2	50.50%	2004.09	长沙医药增资 100 万元	—	—	100.00%	—	—
	2003.04	现金受让长沙医药 100%股份，长沙医药持有恒生医药 49.5%股份	—	—	100.00%	2004.11	转让长沙医药 100%股份，长沙医药持有恒生医药 50.88%股份			49.12%		

表 6 国光瓷业民营化后先投资再转让交易一览⁸

如果说作为个人身份的受让者不一定与上海鸿仪存在着关联关系，那么表 6 中前三项交易在转让过程中的受让者就是上海鸿仪及其关联方。我们现在就来分析这三笔交易。国光瓷业民营化后也存在着对陶瓷业的投资，即 2000 年 12 月组建上海国瓷，并在 2001 年 2 月追加投资，共计投资 5500 万元现金，持有 55%股份。同样，在其后的 18 个月内公司将该股份分两次全部转让，其受让者正是上海鸿仪的关联方。令人感到奇怪的是，上海鸿仪通过公司本来就间接控制着上海国瓷，而公司又拥有经营陶瓷业的丰富经验，那么为什么上海鸿仪非要将上海国瓷从公司中脱离出来，转由毫无陶瓷业经营经历的其他关联方直接控制呢？相同的情况还发生在石峰建陶与猛洞河旅游的股权置换上。在这项交易中，国光瓷业将与自身产业相关的石峰建陶 90%股权和债权转让给上海鸿仪，换入的却是从未涉足过的旅游产业——猛洞河旅游，并且国光瓷业置换石峰建陶的同时也失去了对其控制权，而公司对换入的猛洞河旅游由于仅持股 30%并不拥有最终控制权。真正控制猛洞河旅游的是间接持有其 75%股份的上海鸿仪，75%的股份包括来自国光瓷业持有的 30%股份。2001 年 5 月，国光瓷业以持有的 30%猛洞河旅游股份投资组建武陵旅游，武陵旅游的第一大股东仍然是上海鸿仪，国光瓷业仅持有其 18.59%的股份。在 13 个月后，国光瓷业将持有的武陵旅游全部股份又转让给了上海鸿仪的另一家控制子公司。至此，国光瓷业在旅游产业中就这样匆匆地“旅游”了一圈。以上种种迹象表明上海鸿仪存在让国光瓷业先投资股权再低价转让给自身及其关联方以达到转移公司资产目的的可能。

表 6 通过“收益”栏和“收益率”栏还对投资金额和转让所得进行了比较。我们发现在这些交易中正的收益居多，最高的一次交易收益率居然高达 53.64%。总体来看，通过这些先投资再转让的交易，公司获得的总收益仍然是正的，总收益率为 10.14%⁹。这无疑会削弱我们的论点。因此，我们需要寻找有关上海鸿仪隧道挖掘的其他证据。

6.2 与关联方之间的担保和资金往来

来自于与关联方之间的担保和资金往来的证据比上述资产股权交易的证据要明了、有力得多。表 7 和表 8 分别列示了国光瓷业截至 2004 年 12 月 31 日的对外担保和资金被占用情况。

担保对象	担保金额	占净资产比例	已判决需承担连带清偿责任		已到期尚未起诉		尚未到期	
			金额	比例	金额	比例	金额	比例
上海鸿仪及其关联方	28950.81	831.70%	17563.31	60.67%	1000.00	3.45%	10387.50	35.88%
其他企业	27950.00	802.94%	—	—	14950.00	53.49%	13000.00	46.51%
合计	56900.81	1634.64%	17563.31	30.87%	15950.00	28.03%	23387.50	41.10%

表 7 国光瓷业对外担保一览¹⁰（截至 2004 年 12 月 31 日，金额单位均为万元）

占用金额				占用方式	占用原因
期初（万元）	比例	期末（万元）	比例		
11821.77	339.61%	29350.99	843.19%	非经营性	往来款

表 8 2004 年上海鸿仪及其关联方占用国光瓷业资金一览¹¹

从表 7 可以看到，公司为上海鸿仪及其关联方担保的金额占到公司净资产的 831.70%。公司为其他企业担保的金额也占到了公司净资产的 802.94%，这其中的一些企业的最终控制人为个人，比如九汇中药和恒生医药在 2004 年底的最终控制人均个人。如果这些个人与上海鸿仪存在关联关系的话，那么公司为上海鸿仪及其关联方所担保的金额还要大。公司对外担保的总金额近 5.7 亿元，其中已被法院判决公司需承担连带清偿责任的金额为 1.76 亿元，占担保总金额的 30.87%。虽然还有 3.94 亿元的担保未被起诉，但是其中已有 1.60 亿元的担保贷款在 2004 年底已经到期。如果被担保企业还不偿还，这些企业被起诉是迟早的事了，比如在 2004 年公司年报中披露的期后事项显示又有近 3000 万元的担保贷款被起诉要求偿还。无疑，上海鸿仪及其关联方利用公司为其贷款提供担保将部分债务风险转移到了公司身上。

作为上海鸿仪隧道挖掘的方式，对公司的资金占用比让公司为其担保则显得更为直接。上海鸿仪及其关联方占用国光瓷业资金一方面直接导致公司不能有效运用自有资金进行生产经营活动，另一方面却能使上海鸿仪及其关联方利用公司资金从事使自身价值最大化的活动。表 8 列示上海鸿仪及其关联方在 2004 年年初就已占用公司资金 1.18 亿元之多，占 2004 年年末净资产的 339.61%。从这一比例可以看出上海鸿仪及其关联方占用公司资金已经严重影响到了公司的生产经营，然而到 2004 年年末占用资金不仅没有减少，反而还增加一倍多，达到 2.94 亿元，占年末净资产的 843.19%。占用资金的上海鸿仪及其关联方于 2005 年 4 月 25 日向公司作出了于 2007 年全部还清欠款的《归还欠款计划》，可见公司要想在短期内拿到被占用的资金是不可能的。公司自身的债务压力又如何呢？到 2004 年年末公司仅短期借款就高达 7.29 亿元，其中有 5.14 亿元的借款已经逾期，被起诉的达到 2.69 亿元。同时，公司货币资金仅有 502.45 万元，严重短缺。这么少的货币资金别说维持公司的正常生产经营活动，就连用来清偿到期债务和承担连带清偿责任都是远远不够的。

综上所述，一方面国光瓷业自身债务压力沉重、货币资金严重短缺以及要求清偿到期债务和因对外担保承担连带清偿责任的诉讼不断，经济效益急剧下滑，濒临破产；另一方面上海鸿仪及其关联方利用国光瓷业为其大量贷款提供担保，并占用国光瓷业大量资金，上海鸿仪对国光瓷业隧道挖掘的行为已十分明显。

7 研究启示：在产权改革中政府如何发挥其不可替代的主导作用？

为什么在“国退民进”的政策下民营化企业的业绩并没有提高反而在不断恶化是本文试图回答的问题。以国光瓷业为例，通过对其民营化前后所有权安排的对比，虽然民营化使得国有企业中的所有者缺位问题得到解决，进而民营企业所有者也不会像政府那样去追求多元目标，但是这并不意味着民营化后的所有权安排是没有缺陷的。控制权与剩余索取权较大的分离和我国尚不完善的法律体制给民营企业所有者获取巨大的控制权收益创造了条件。导致公司业绩恶化的根本原因正是控制权收益的存在。在本文中，我们不仅回答了这个问题，我们还能获得一点重要的启示。

在本文的开端，我们简要介绍了我国国有企业产权改革的历程，“国退民进”仅仅是产权改革的一个组成部分。纵观产权改革的整个过程，每个阶段都是由政府所发起和推动的。由于国有企业是由政府经营管理，如何改革国有企业的产权关系理应由政府作出决策。“国退民进”当然也需要有国家政策的指引。《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》就指出：坚持“抓大放小”，放开搞活国有中小企业。从战略上调整国有经济布局，坚持有进有退，有所为有所不为。因此，政府在产权改革中的主导性是不可替代的。

既然政府主导着产权改革，那么政府制定政策时应对其后果有一个较明确的预期，以保证改革的结果不偏离改革的目标。政府进行产权改革的目标就是提高国有企业的经济效益。然而，在产权改革的近三十年间，我国国有企业的总体经济状况并没有得到根本性的改善。为什么改革目标与结果长期以来总是相违背的呢？当然，经济世界是极其复杂的，尤其是我国还处于转轨经济时期，有许多指导政策制定的理论还不成熟，甚至缺乏。本文始终运用产权理论对民营化前后的所有权安排及其缺陷作了详细地分析，并且以国光瓷业的民营化案例验证了产权理论对国光瓷业经济后果的可解释性。这说明现在已有的一些先进理论是可以对制定的政策作出预测的，政府作为产权改革的主导力量，需要在政策制定时加强对先进理论的运用以确保产权改革能实现预期目标。

另外，虽然政府进行产权改革的目的是提高国有企业的经济效益，但是政府作为一个利益集团在制定政策的过程中会考虑到自身的利益，从而其出台的政策可能会偏离提高国有企业经济效益这一初始目标，这样政策后果与初始目标的相悖就成为必然。同样，政府的主导性可能还会使得政府不得不参与到经济活动中。就“国退民进”而言，其政策不仅需要政府制定，其实施也需要政府的参与。政府作为股东的身份决定着国有股份何时转让、转让给谁以及转让价格几何等。他们在政策制定和经济活动中如何影响资源配置、有哪些因素影响他们的行为，我们需要对此作进一步的研究。

附录:部分公司简称与全称对照表(按公司简称汉语拼音顺序排列)

公司简称	公司全称
长沙医药	长沙市医药公司
多维电脑	醴陵多维电脑有限公司
国光瓷业	湖南国光瓷业集团股份有限公司
国光建陶	醴陵国光建筑陶瓷有限公司
国光汽运	醴陵国光汽车运输有限责任公司
国宏药业	湖南国光宏生堂药业发展有限公司
国宏医药研究院	湖南国光宏生堂医药研究院有限公司
恒生医药	长沙恒生医药有限公司
宏健产业	湖南宏生堂健康产业有限公司
湖南鸿仪	湖南鸿仪投资发展有限公司
华翠燃气	醴陵华翠燃气公司
华光印刷	湖南华光印刷有限公司
华源贸易	醴陵国光华源贸易有限公司
环球制革	株洲环球制革股份有限公司
火炬电瓷	醴陵火炬电瓷电器有限公司
金德发展	湖南金德发展股份有限公司
晋康制药	湖南晋康制药有限公司
景达生物	湖南景达生物工程有限公司

九汇中药	湖南九汇现代中药开发有限公司
郎力夫制药	湖南郎力夫制药有限公司
猛洞河旅游	湘西猛洞河旅游开发有限公司
群力艺术陶瓷	醴陵群力艺术陶瓷有限公司
上海国瓷	上海国光瓷业有限公司
上海鸿仪	上海鸿仪投资发展有限公司
石峰建陶	株洲石峰建筑陶瓷有限公司
市商行	株洲市商业（城市合作）银行
斯力特生物	湖南斯力特生物工程有限公司
外贸印刷	醴陵国光外贸印刷有限公司
旺旺医院	湖南旺旺医院有限公司
武陵旅游	湖南武陵旅游实业股份有限公司
湘财证券	湘财证券有限责任公司
潇湘形象	潇湘形象设计分公司
中光艺术设计	北京中光新世纪艺术设计中心

参考文献

- [1] 《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题决定》，1993
- [2] 《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》，1997
- [3] 《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》，1999
- [4] 巢剑雄. 国有企业股份制改造的理论与湖南实证研究 《湖南大学学报》(社会科学版), 2000 年第 14 卷, 第 4 期
- [5] 陈晓、王琨. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据 《经济研究》，2005 年第 4 期
- [6] 樊纲. 论当前国有企业产权关系的改革 《改革》，1995 年第 1 期
- [7] 鞠荣华. 股份制能够解决什么问题 《经济学家》，2001 年第 4 期
- [8] 钱颖一. 企业的治理结构改革和融资结构改革 《经济研究》，1995 年第 1 期
- [9] 徐英、陈方正. 关于国企重组过程中存在的主要缺陷及其对策 《华东经济管理》，2001 年第 15 卷, 第 4 期
- [10] 张曙光. 从计划“合约”走向市场合约——对国有企业改革的进一步思考 《管理世界》，2005 年第 1 期
- [11] 张维迎. 企业的企业家—契约理论 上海三联书店, 1995
- [12] 张维迎. 所有制、治理结构及委托—代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点 《经济研究》，1996 年第 9 期
- [13] Coase, R. H., 1937, The Nature of the Firm, *Economica*, 4, 386-405.
- [14] Grossman S. J., and O.D. Hart, 1988, One Share-One Vote and The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- [15] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, 2000, Tunnelling, *American Economic Review*, 90, 22-27.
- [16] Milgrom, J. and J. Roberts, 1992, *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Under Property Right Reform Government Leads to Privatize SOEs: The Case Study on Privatizing Guoguang Ceramic

Zhu Hong-jun, Wang Bin, Tian Zi-Shen
(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper is a case study based on privatizing Guoguang Ceramic and described ownership arrangements before and after it was privatized. We analyzed some performance index and found the corporation performance had been deteriorating, not improving as some scholars thought. Private ownership arrangements still have deficiencies and not better than state ownership arrangements. Existence of private benefits of control is the essential reason why the performance had been deteriorating. Property right reform is led by government. So government needs regard the role of advanced theory to insure the expected object of the reform would achieve.

Key words: property right reform, property right theory, private benefits of control

作者简介:

朱红军, 本文的联系作者, 男, 浙江新昌人, 上海财经大学博士、副教授, 曾经在《管理世界》、《金融研究》、《会计研究》等杂志发表十多篇论文。

王彬, 男, 人, 上海证券交易所上市公司部职员、上海财经大学会计学院博士研究生。

田子莘, 男, 湖北武汉人, 上海财经大学会计学院博士研究生。

¹ 我们感谢上海财经大学会计与财务研究院学术讨论班的各位参与者提出的宝贵建议。文中的一切错误与疏漏, 概由本文作者承担。

² 文中提及的绝大部分公司名称为简称, 本文附录列示了这些公司的简称与全称对照表。在我们的研究期间公司名称发生过变更的, 我们将选定其中的一个名称加以论述。

³ 在年份栏中“招股前”和“上市前”的持股比例分别为 1999 年 9 月向社会募集资金的招股说明书中和 1999 年 12 月挂牌上市前的上市公告书中所记录的招股前和上市前的持股比例, “1999”表示 1999 年 12 月 31 日, 其他数字涵义同“1999”。由于在 2000 年和 2001 年这项股权转让尚未得到财政部的最终批准, 因而在其年报中没有上海鸿仪的持股比例, 国有股的持股比例仍是转让前的比例。我们在比较持股比例时, 假定当时上海鸿仪已持有转让股份, 国有股按转让后股份计算所持比例, 然后重新按持股比例排序得到前十大股东进行比较。

⁴ 我们定义 1996 年至 2000 年为民营化之前年度, 从 2001 年开始以后年份为民营化之后年度。虽然从 2000 年 9 月开始国光瓷业实际上已成为民营企业, 但我们认为上海鸿仪在年末的三个月不会对全年会计指标产生实质性的影响, 所以仍将 2000 年全年划归为民营化之前年度。

⁵ 在收购的 5 家企业中, 原醴陵外贸彩色印刷厂持有华光印刷 40% 的股份。在国光瓷业收购醴陵外贸彩色印刷厂和醴陵印刷厂并重组为外贸印刷之后, 原醴陵外贸彩色印刷厂持有的 40% 股份转由外贸印刷持有、国光瓷业间接持有。在国光瓷业股份制改造前, 国光瓷业已直接持有华光印刷 30% 的股份。至此, 国光瓷业对华光印刷分别直接和间接持有 30% 和 40% 股份。

⁶ 虽然这项股权转让直到 2002 年 9 月才得到财政部的最终批准, 但我们在本文论述中假设在股权转让协议和股份托管协议签署后上海鸿仪已持有转让股份。这个假设不影响本文的结论。

⁷ 在 2000 年和 2001 年国光瓷业国有股份持有政府机构为株洲市国有资产管理局, 2002 年年末至 2004 年年末株洲市财政局持有该国有股份。

⁸ “转让者”和“受让者”栏中的代码“1”表示国光瓷业的控制股东或与国光瓷业受同一控制股东控制的企业; “2”表示与国光瓷业无关联的企业; “3”表示个人。表 6 中的“收益”等于转让金额减去投资金额, “收益率”等于收益除以投资金额。

⁹ 该数字通过转让金额总和减去投资金额总和后再除以投资金额总和求得。

¹⁰ “比例”栏中的数字表示相应各项下金额占担保金额的比例。

¹¹ “期初”和“期末”分别指 2004 年 1 月 1 日和 2004 年 12 月 31 日。“比例”栏中的数字表示相应各期占用金额占期末净资产的比例。