

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年10月11日

國企央企改革進入深水區

李家濤

香港科大商學院資深副院長、管理學講座教授及利國偉商學教授

自去年8月底公布《中共中央、國務院關於深化國有企業改革的指導意見》後，今年7月政府再公布《國務院辦公廳關於推動中央企業結構調整與重組的指導意見》兩個重要文件，致力加快國企改革的步伐。

與此同時，7月中旬，中國國旅集團有限公司整體併入中國港中旅集團公司，合而成為中國最大的旅遊集團。8月底，兩大建材央企中國建築材料集團與中國中材集團合併，近日，寶鋼集團及武鋼集團旗下的上市公司，即寶鋼股份及武鋼股份也將透過寶鋼股份換股吸收合併武鋼股份的方式，實施聯合重組。可以看到，國企改革試點密集出台，相信今年下半年，國企改革的步伐會繼續加快，國企參股、控股、收購兼併、通過產權市場出售資產等多種形式的整合等活動，將紛紛落入投資者的眼球，發展動向值得留意。

成立兩大基金推進改革

今年中，國資委於啟動加快國企改革步伐的「引擎」，包括在8月18日成立「中國國有資本風險投資基金」，規模達到2000億元（單位人民幣·下同）。一個多月後，即於9月26日再成立「中國國有企業結構調整基金」，規模更高達3500億元。兩大基金成為配合「供給側改革」，加快推動國企改革的一股新動力。

自去年11月，中國國家主席習近平在中央財經領導小組第十一次會議上提出「供給側改革」後，中國冀透過解除供給約束，積極進行供給干預，瞄準新興和創新領域，以創造新的經濟增長點；與此同時，改革目前在供給端的體制結構，包括透過對國企和央企等進行合併、重組、資產交換等手段，推動企業內部資源整合，去過剩產能，引導國企升級轉型，這顯然就是今輪國企改革的主要背景。

據《國務院辦公廳關於推動中央企業結構調整與重組的指導意見》（下簡稱《意見》，明確提出中央企業間「推進強強聯合……支持中央企業之間通過資產重組、股權合作、資產置換、無償劃轉、戰略聯盟、聯合開發等方式，將資源向優勢企業和主業企業集中。」（見《意見》，刊中華人民共和國中央人民政府網站·

http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-07/26/content_5095050.htm）。據此為推

進改革作出方向性指引。

國企陷入發展樽頸

近日相繼成立的「中國國有資本風險投資基金」和「中國國有企業結構調整基金」，可視為落實《意見》文件的具體改革舉措。前者投資著眼於新興產業，發掘和推動技術創新；而後者則著重對傳統產業國企進行產業整合、重組等戰略布局，積極去過剩產能，推動央國企等升級轉型，改善資本布局。

無可否認，國有資本企業依然是今日中國經濟增長的一股重要力量，可惜，迄今為止，國企的公司治理規範程度和運作實效並不理想、董事會職權還未完全落到實位等。據經合組織（OCED）一份分析報告，由於資本積累是中國國內生產總值（GDP）增長的重要推動力，而國有企業在全部投資中佔據了相當大的比例，不少企業的資本生產率低，因而嚴重影響到中國的經濟增長率（見 OCED Economic Surrey, China 2010, p 109-118），這情況至今依然存在。

經合組織在今年的經濟展望報告中，更提到中國國有企業借貸槓桿比率偏高的問題（OCED Economic Surrey, 2016, 頁 108。

http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-outlook-volume-2016-issue-1_eco_outlook-v2016-1-en#.V_IUEIroviU#page109

）。事實上，不少國企飽受產能過剩、高槓桿率、經營效率偏低、盈利能力弱化的折磨。面對今日經濟下行和經濟轉型的壓力下，加快國企改革步伐，確實刻不容緩。

企業橫向整合做大做強

從「國有資本企業結構調整基金」的投資領域和工作任務看，去產能，為傳統企業提供轉型升級的啟動資金，透過合併、重組、資產交換等手段去優化國有資金的使用效率和布局。換言之，國企深化改革的方法，一方面透過風險基金去推動企業創新，發掘經濟新增長點；另一方面則透過結構調整基金，藉傳統產業的合併重組，以淘汰落後產能，化解產能過剩的壓力，避免重複投資，「新舊並進」。

誠然，企業發展戰略的選擇，可採用橫向整合（Horizontal Integration）或垂直整合（Vertical Integration）模式，前者是企業在價值鏈的同一層面，透過兼併，重組整合經營業務，以取得規模優勢；後者則透過上下游關聯產業進行的併合，以強化產業鏈的優勢。最近寶鋼股份和武鋼股份兩家公司整合，無疑是採取了橫向整合的模式，新公司除了日後可以發揮規模優勢外，相信也是國務院考慮到在鋼鐵生產上，盡快把過剩產能問題加以處理，並配合供給側改革的目標。

照目前情況看，9月底成立的「中國國有企業結構調整基金」，規模高達 3500 億元，相信這一輪國企改革加快步伐的策略，是「舊為主新為輔」，即短期以處理傳統產業去過剩產能和產業升級換代為主，盤活傳統產業低效使用的資金，「中國國有資本風險投資基金」推動創新企業為輔，進行國企改造，據此也配合推動供給側改革，以「雙輪驅動」方式，進行經濟轉型。

企業治理改進不容遺漏

不過，橫向整合所形成的企業規模優勢，有一個關鍵環節，就是更需要有高效的企業治理水平，尤其需要一個企業所有權和管理權分開的現代企業機制。

無可否認，中國國企改革是中國經濟全盤改革最關鍵的一環。一直以來，國企改革時而向前時而停滯，困難重重，原因在於這個改革是微觀主體的改造，牽涉規模巨大的國有資本、眾多企業和無數職工，利益千絲萬縷。然而無論如何，改革的關鍵環節，在於改變所有權和經營權的固有關係、打破壟斷開放市場，歸根到底，是建立一個面向市場，名符其實的企業董事會制度，把經營權與所有股分開，董事會成為獨立於黨組織的專業管理核心。

很明顯，透過橫向整合「擴大」企業規模時，一個高效企業治理水平的董事會十分重要。過去，中國的固定資本投資有逾一半來自企業的自有資金。據學者的觀察和分析，中國製造業的投資，與企業的流動資金量密切相關，並很大程度上是未分配利潤的表現。當企業投資嚴重依賴自有資金，且企業治理薄弱，一旦二者結合起來，便會容易導致企業自我增強的投資擴張，會傾向把企業留存利潤用來再投資，擴大資產總額與市場份額，而不會集中到創新和提高生產率上。(見 Edwin Lim and Michael Spence, *Medium and Long Term Development and Transformation of the Chinese Economy: An International Perspective*, 中譯本, 頁 7, 中信出版社, 2011 年), 如果企業有董事或股東的嚴格監控, 這個問題便不會嚴重。

董事會是現代企業制度核心

因此之故，經合組織在《經合組織國有企業公司治理指引》便十分強調董事會的重要性，「國有企業董事會應對公司運營接受明確授權和最終責任.....應該履行其監督管理層和戰略指導的職能。他們應該有權任命和撤換首席執行官.....國有企業董事會應該由能夠進行客觀和獨立判斷的成員組成」(見 *OECD Guidelines On the Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 中譯本由國務院發展研究中心企業研究所李兆熙譯，第一部分第六章。

<https://www.oecd.org/daf/ca/SOEGuidelinesChinese.pdf>)，可見如何加強董事會的

專業性和獨立性，釐清董事會同黨組織管理的關係，是中國國企改革一個不容忽略的問題。

切忌變相向僵屍企業「輸血」

國企改革無疑是一個複雜工程，不僅在產業領域「去舊布新」、所有權和經營權的分離、混合所有制的產權改革，還包括產業重組、企業的整合、企業治理等微觀改造。

今次，國資委啟動深化國企改革的引擎，先後成立「中國國有資本風險投資基金」和「中國國有企業結構調整基金」，展現了加速改革的步履。不過須警惕不要透過兼併重組作出盲目性擴張。如今中國產能過剩問題已然十分嚴重，若然國有企業利用基金來支持，只著眼於把規模擴大，不積極致力提高企業的競爭力，最終不僅把改革政策的初衷扭曲，甚至會出現更多新問題，

至於在去產能方面，結構調整基金提出協助央企去產能、清退低效無效資產；建立資產退出機制和通道，重點協助鋼鐵、煤炭、電解鋁、水泥等產能過剩行業的「去產能」，促進僵屍企業、低效無效資產的清理，以及與中央企業主業無互補性、協同性的低效業務和資產的退出。然而，清理僵屍企業和低效無效的資產，應該通過市場化方式的退出機制，避免基金的資源投入，又變成向僵屍企業等的「輸血」治療。

總括來說，透過「中國國有資本風險投資基金」和「中國國有企業結構調整基金」配合供給側結構性改革，以支援重點行業國有企業實施行業整合和專業化重組，促進國有企業轉型升級，在當前中國經濟持續放緩，改革到了非常關鍵時刻，這新策略行動的成敗，影響全盤發展大局，值得密切留意。