

中 国 经 济 学 博 士 论 丛

国有企业资本结构 制度分析



王玉珍 著

中国经济出版社



ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

国有企业资本结构制度分析

王玉珍 著

中国经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

国有企业资本结构制度分析/王玉珍著. —北京:中国经济出版社,1999.3

ISBN 7-5017-3711-8

I. 国… II. 王… III. 国有企业-资本的有机构成-中国
IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 03614 号

国有企业资本结构制度分析

王玉珍 著

*

中国经济出版社出版发行
(北京市百万庄北街3号)

(邮政编码:100037)

各地新华书店经销

北京星月印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 6.125 印张 140 千字

1999 年 5 月第 1 版 1999 年 5 月第 1 次印刷

印数 2000 册

ISBN 7-5017-3711-8/F·3481

定价:15.00 元

绪 论

无论是经济发展理论还是社会经济发展的历史,都证明了资本是经济发展的第一推动力和持续推动力。而资本生成的内在联系及资本结构作用机理的研究目前还没有形成一个独立的体系。本文从我国国有企业资本结构的制度分析入手,探讨我国国有企业资本结构的生成制度条件、资本结构改革的动力机制、国有企业改革过程中资本结构重构等问题,并对国有企业资本结构重构中的相关配套条件进行探讨。

一、问题的提出与选题意义

我们正处在一个变革的时代。我国从1978年开始的以体制外创新推动为主的经济体制改革已经走到了尽头,以“放权让利”为主线的体制内改革也遇到了深层次体制障碍而再也无法前行,以国有企业自身制度创新和体制改革为主的国有企业改革已经成为我国经济体制改革的主旋律。国有企业改革成为整个国民经济向市场经济体制转变过程中最中心的环节,一方面,国有企业改革的成功依赖于整个经济体制的转轨程度和社会主义市场经济体制的实现,另一方面,国有企业改革的成败也决定着我国经济体制改革目标的最终实现甚至社会主义市场经济的建立。我国国有企业甚至国有经济由于其庞大的规模效应和体制效应,在我国社会生活中起着至关重要的作用,因此,国有企业改革似乎成了一个永远甩不开、绕不过去的问题,而国有企业的资本短缺、高负债、资产质量低下、社会银

企债务危机加剧一直使国有企业改革步履维艰,难以突破。这形成了我国国有经济体制改革上的悖论:国有企业改革的目标正好又是国有企业改革必须创造的条件。而到今天,面对由“难而不倒,难自不倒,难之不倒”的三大显著特点构成的当代国有企业运行和发展的一幅独特画卷,我国国有企业改革似乎进入了最关键、也是最艰难的时期,国有企业问题成为我国世纪性难题,也是世纪性挑战。

我国国有企业的问题,一方面是我国传统体制运行惯性与新体制的撞击和不适应过程;另一方面也是我国经济体制改革必须付出的代价。但是根本的还是我国企业资本制度的制度缺陷。我国所有改革举措的实施效果之所以差强人意,债务重组之所以重而不组,无不是回避了资本制度的结果。我国国有企业的改革以及经济体制改革必须从企业资本制度和资本结构入手,以资本结构的重构实现国有企业改革的历史性突破。因此,资本制度选择和资本结构重塑是解开我国国有经济改革“链条”死结的“钥匙”。基于这一背景,我国国有企业的改革就不能仅仅就资本结构谈资本结构、就债务重组谈债务重组,而应该从企业资本制度的角度研究企业资本结构、探讨企业资本结构重构的途径,从而为我国国有企业乃至经济体制改革提供可资借鉴的思路。

企业资本结构理论在 50 年代起源于美国。70 年代以后,关于企业资本结构理论的研究在国外越来越受到理论界的重视,围绕这一主题的研究越来越深入,影响越来越大,以致于 1996 年度的诺贝尔经济学奖同时授予在这方面作出过杰出贡献的三位经济学家:马克维茨、夏普和米勒。我国随着国有企业改革的深入,企业资本结构的研究也必然逐步深入。因此,作为“国有企业资本结构制度分析”的选题,就不仅具有实践意义,在理论研究上同样具有现实意义:

1. 企业资本结构理论,在国外实质上仅仅研究了企业的筹资政策和筹资决策问题。而事实上,企业资本结构的意义远非筹融资决策所能涵盖,企业资本结构从微观而言,决定了企业制度和企业治理结构;从宏观而言,决定着社会资源的配置结构和配置效率。因此,企业资本结构理论在外延上和实质上都有必要进一步拓展。

2. 企业资本结构理论的研究,是以 M——M 定理为理论基础的,是在严格的“真空”假定条件下,得出的企业资本结构无关论的结论。西方企业资本结构理论后续研究大都致力于对假定条件的松动上,而对企业制度和企业资本结构研究甚少。但企业资本结构与社会经济制度、企业制度的关系,与社会经济发展水平、企业不同的成长阶段的关系如何值得进一步研究和剖析。在理论上对企业资本结构制度特性进行研究也具有意义。

3. 建立市场经济条件下现代企业制度理论也需要研究企业资本结构。现代企业制度被理论和实践所证明为比较有效的制度,它的现代企业资本结构形式是社会生产力和市场经济发展的必然选择。但各国现代企业制度也不尽相同,企业资本结构差异很大,企业治理结构也千差万别。我国现代企业制度的建立已成为历史性选择,企业资本结构模式的选择对现代企业制度的建立和实现具有十分重要的意义。研究有中国特色的符合现代企业基本特征的现代企业制度特征,无疑是我国理论工作者义不容辞的责任。任何的“拿来主义”和追求独创地排斥都是于事无补的。

因此,国有企业资本结构的制度研究,不仅对我国国有企业、国有经济乃至经济体制改革的实践具有十分重要的现实意义,同时,也需要对我国企业资本结构理论进行研究,从理论上阐述我国企业制度和企业资本结构的模式、特征、方法、制度条

件,从而提出我国国有企业改革的现实选择,推动改革进程。这是本文的研究目的所在。

当然,要实现这个研究目的是十分不容易的,本文所作的努力和所要达到的研究目的之间还存在着很大的差距,而这个差距也正是本人将来研究的目标和努力方向。

二、研究内容和主要观点

1. M——M 定理的分析及制度含义。企业资本结构理论是从 M——M 定理开始的,莫迪利亚尼和米勒在近乎于“真空”假定条件下,即在资本市场充分有效的前提下得出结论,企业的资本结构选择与企业市场价值无关,这即是说,企业资本结构无关紧要。但现实经济条件下,资本市场充分有效的条件并不具备,那么,M——M 定理的资本结构无关论结论就失去了现实理论依据。因此,M——M 定理无关论的背后,实际上隐含如下制度含义:在现实生活中,资本结构与企业市场价值密切相关。而现代企业理论研究也证明,企业资本结构具有重要意义:(1)企业资本结构通过影响企业经营者的积极性影响企业市场价值;(2)企业资本结构通过向投资者传递企业内部信息影响企业市场价值;(3)企业资本结构决定着企业所有权与控制权的安排。因此,企业资本结构并不是无关紧要,相反,企业资本结构选择对企业的发展将产生重要影响,甚至决定性影响。不仅与市场价值有关,而且决定着企业的制度和企业治理结构。

企业资本结构决定企业治理结构:(1)企业资本结构的选择决定企业破产的概率选择;(2)企业资本结构决定投资者对企业的控制程度和干预方式;(3)企业资本结构决定投资者对企业破产清算的控制方式选择;(4)企业资本结构决定企业的经营目标和适度负债率。

企业制度的变化归根结底是由企业资本结构变化决定的。通过对西方企业制度效率和企业资本结构演变分析,对以英美为代表的西方现代企业制度和以日本为代表的东方现代企业制度比较分析,我国企业资本结构重构和企业制度改革,从理论上有如下启示:(1)现代企业制度是适应社会化大生产与市场经济发展相适应的一种现代企业组织制度形式,我国要建立现代企业制度不能抛弃现代企业制度的基本原则、组织形式。(2)美日两国现代企业制度都是适应自己国情的独特的企业制度。任何企业资本结构的构造都不能照搬,必须与本国的社会、政治、经济、文化相结合,只有结合本国独特的资源背景、历史传统、制度特征、企业成长阶段等,并在此基础上进行创新和发展,才具有生命力,力戒“拿来主义”或一概排斥。(3)我国企业资本结构的重构对国有企业改革具有重要意义。企业资本结构的多元化、资本积累的社会化、资本形成的市场化是任何国家现代企业制度必须遵循的准则,我国现代企业在资本结构模式的改革,企业治理结构的有效选择及具体采取方式时,必须首先培植社会资本主体,建立新型投融资机制。这是我国国有企业资本结构改革的重点。企业资本结构的重构尚须建立相应配套制度。

2. 我国国有企业资本结构形成的制度分析。我国国有企业资本结构的现状是“三高三低”畸形发展:外源性融资比例高、内源性融资比例低;间接融资比例高、直接融资比例低;债务性融资比例高、资本性融资比例低。这是我国国有企业资本结构重构的现实条件,也是改革的核心。形成这种畸形的制度基础是计划体制下政府主导型资本生成机制。在计划经济条件下,企业制度具有明显的政府控制性:单一的公有制企业制度结构,单一的公有资本以及资金供给制,企业资本结构表现为投资主体单一,投资结构单一,融资结构单一。这是我国经济体制安排缺陷在企业

资本结构安排上的反映,并对后来我国国有企业资本结构安排和发展产生深远影响。

但政府主导型资本生成机制,并不必然导致国有企业资本结构的畸形发展,恰恰相反,企业资本结构畸形发展,是在没有建立起新的资本生成机制条件下放弃政府主导型资本生成机制的结果。我国的国有企业改革,都是在没有触动企业资本制度和资本生成机制的前提下,切断了政府主导型资本生成机制的资本注入源,又放弃了银行资金的资本性支撑而演变为负债性支持;国有企业在缺乏资本注入的同时,赋予了企业经营者以自主权和独特经济利益,却未生成企业负债约束和社会资金供应机制,企业负债扩张机制异化为对银行负债的扩张机制。因此,负债者把负债收益归经营者和职工,而把负债的责任留给国家,形成企业低资本、高负债和单一负债,导致国民收入流程结构与社会融资结构的宏观错位。改革以来,随着国民收入分配结构由聚财于国向藏富于民转移,国民收入流程由政府储蓄与投资合一的积累主体向居民储蓄主体与企业投资主体转移,转变为以企业和居民为主体的多元化、分散化、开放化、货币化收入分配流程,这时,要求融资机制的制度安排由国家主导型向社会主导型转变,形成新的储蓄——投资再聚合融资机制。而由于我国经济体制改革错位,并没有形成新的储蓄——投资再聚合机制,相反,在我国政府主导型融资机制向社会主导型融资机制转化过程中,国家垄断信用的金融体制改革滞后,社会金融主导型储蓄——投资再聚合机制异化为银行主导型的储蓄——投资再聚合机制。社会投资主体缺位,储蓄主体多元化并没有形成社会投资主体的多元化,结果,储蓄主体与投资主体错位,最有能力、有资格当股东的投资者——居民变成了最大的债权人,而国家却成为企业最大的甚至唯一的股东,居民作为储蓄主体,只能以债权

人身份将资金存于银行,企业作为投资主体,只能以债务人身份从银行取得资金,难以将储蓄转化为有效投资;企业债务与融资体制错位,企业经营难以向法人资本经营过渡,而只能以负债的扩张来满足投资需求,导致企业内源融资消弱,外源融资被迫演变为企业高负债。

社会资本直接转化企业资本金的市场机制缺位,这是企业资本结构畸形发展的根本原因。现代企业制度最本质的特征是资本结构多元化,我国国民收入流程结构转变后,一方面,国家已没有足够财力维持对企业的单一资本主体地位,另一方面,也无足够的资金支撑企业生产、经营、扩张的资金需求,客观上要培植社会投资主体,使社会资本通过投资机制直接转化为国有企业资本金,而收入流程的变化也为资本结构多元化提供了经济基础。但由于市场投资机制残缺,社会资本不能通过投资生成企业资本,只能通过银行形成企业对银行的负债。

3. 我国国有企业资本结构改革既有现实动力,也有微观和宏观动力,同时,也是转变经济增长方式的需要。从现实来看,我国国有企业资本结构畸形发展,在宏观上由于有效社会资金环流梗阻,有可能导致财政、银行、企业三重债危机;微观上则由于企业投资主体缺位,资本运营效率低,使国有企业的有效治理结构难以形成,从而在宏观和微观两个方面提出了改革国有企业资本结构的要求。而消除债危机隐患,提供稳定的社会经济发展大环境;激发国有企业活力,提高国有企业的生命力,也使国有企业资本结构改革刻不容缓。这是我国国有企业资本结构改革的现实动力。从宏观经济体制转变看,我国社会主义市场经济体制的建立,要求建立一个有效的、符合现代企业发展趋势的微观企业制度基础。现代企业制度的基础特征是资本结构多元化、资本积累社会化、资本形成市场化,本质是产权主体多元化。我国

国有企业,一方面产权关系较模糊,产权交易受到抑制,缺乏市场化的直接融资基础;另一方面资本结构严重扭曲,内源性融资与外源性融资比例失调,外源融资中对银行融资形成单一依赖,导致社会有效资金环流梗阻,社会债危机矛盾累积、国有企业不堪重负、难以为继,严重阻碍了现代企业制度的建立和改革的深化。因此,解决国有企业产权结构单一和资本结构扭曲,实现公司制改造,加快市场化融资机制的建立,培植市场化的资本生成机制、资本组合机制、资本竞争机制和资本增殖机制,既是市场经济的本质规定性和国有企业自身改革的要求,也是我国宏观经济改革的关键要求。

从微观来看,建立现代企业制度是我国经济体制的改革方向,由单一国有企业制度向现代企业制度转制,由国有银行制度向现代金融制度过渡,因此,除从宏观上生成非国有资本外,国有企业资本结构重构对现代企业制度建立至关重要。在国有经济转制的资本结构重构过程中,企业制度结构多元化是建立现代企业制度的企业制度基础;企业投资主体的多元化是建立现代企业制度的资本条件;企业资产的多元化和价值化是建立现代企业制度的社会环境。

经济增长方式的转变要求国有企业资本结构与之相适应。经济增长方式的转变,在未来 15 年中,在我国经济和社会发展中具有重要的战略地位和作用。我国国有企业资本结构扭曲所导致的粗放式、外延式扩大再生产的经济增长方式,已经形成了社会经济的巨大涡流,已成为国民经济良性运行的重大障碍,因此,必须实现增长方式的转变,走内涵式、集约化扩大再生产的路子。而要集约化经营、内涵式扩大再生产,除解放思想、深化改革、依靠科学技术进步、深化企业现代化经营管理外,最重要的是从根本上改革国有企业的资本结构,并以此改革我国国有企

业的治理结构,激发国企的资本生产能力、激励机制、创新机制和效率机制,实现经济增长方式的转变。

4. 国有企业资本结构重构对策。国有企业资本结构重构,既是我国深化改革的中心启动点和重点,也是培植我国市场新秩序和金融新秩序的微观基础,国有企业资本结构重构的前提是构造市场主导型投融资机制,即建立市场主导型储蓄——投资转化机制,使社会资本直接转化为企业资本。而走出国有企业资本结构困境的主体思路是金融体制超前改革和融资制度创新。打破银行主导型资本配置机制,培植和建立以市场为主导的筹资和融资机制,把投资主体与储蓄主体通过资本市场有机结合起来,达到“收益共享,风险共担”的高效率的资本生成、配置、转化、积累机制,并通过社会资金的市场化配置,建立借贷制以取代供给制,实现资金商品化、融资市场化、信用证券化。这是现代企业制度生成和发展的微观金融基础,也是国有企业资本结构改革的微观金融基础。金融体制改革和融资制度创新的核心是建立市场主导型社会储蓄——投资转化机制:分流居民储蓄,形成居民储蓄向居民消费、投资的转化机制;重置企业资本生成源和供给源,分流企业债务,形成企业债务、资本合理配置机制;整合金融融资功能,推进金融创新,实现融资多元化、市场化、资本化与货币化的结合,从整体上形成国有企业资本结构再造的资本生成源、资本转化机制和资本结构重构机制。实现货币市场与资本市场、货币性储蓄与投资性储蓄、直接融资与间接融资、商品市场与货币市场、银行与企业的协调发展,实现国有企业资本结构协调发展,并从根本上构造国有企业资本的生成和再生机制,资本结构畸形的消化和分流机制。

重新整合融资结构,实现资本结构多元化。首先,我国国有企业融资政策选择,不仅是国有企业资本结构重新整合问题,也

是我国现代企业制度和现代金融制度的改革必须要解决的问题,不仅是理论问题,更是现实问题。这里,我们既不应盲目引入美国筹资模式,也不能照搬日本筹资模式。我国企业的资本结构安排,应该从存量和增量两个方面作出设计,即:在存量上,我国企业资本筹融资顺序安排应该是内部积累——银行贷款——发行股票——企业债券;在增量上应该是内部积累——发行股票——企业债券——银行贷款。而我国国有企业融资结构重新整合,应该:建立有利于内源资本积累的政策环境,加速折旧,逐步提高内源融资比重,重塑我国市场信用基础,进一步完善我国的证券市场环境,交易行为票据化,拓宽企业票据融资渠道,重新整合信贷结构,理顺间接融资行为,鼓励国有企业进行股份制改造,推动企业转换融资方式。

投资主体多元化重塑,实现国有企业资本积累社会化。国有企业资本主体的多元化重塑,是资本结构优化及债务重组的基础和关键,也就是说,资本结构优化和债务重组的实现,必须从根本上重塑企业资本主体,即从资本金制度上进行根本性改革。债务重组必然涉及到企业资本重组的问题,必然涉及到作为国家出资人的代理人——财政的债务重组成本问题。而国有企业资本结构的优化和重组必然涉及到企业资本结构的根本制度——企业资本金制度的变革,从而防止企业资本结构体制复归,从整体上实现企业资本结构优化,从根本上实现企业债务重组。那么,怎样实现国有企业资本金制度的完善以及怎样对我国国有企业资本金制度作出安排?一是明确企业权益资本的资本主体;二是重新评估和确认国有企业的资本金及权益资本的现实量;三是建立和完善国有企业资本金重组机制;四是建立和完善企业资本金充实机制和自我积累机制。五是建立和完善银行资本金制度和商业银行的资本重组。六是对国有企业进行股份制

改造。

国有企业资本结构的市场化重构,实现资本形成市场化。主要是利率市场化,融资市场化,投资中介化。

5. 国有企业资本结构重构必须建立和重构新型的银企关系。企业资本结构畸形发展,是建立在畸形银企关系的基础上。金融体制改革的滞后,融资机制的错位,市场投资主体缺位,又强化了这种畸形关系。我国国有企业资本结构的畸形发展与银企关系的扭曲具有内在的联系,银企关系特征的外在表现即是企业资本结构。也可以说,国有企业资本结构畸形发展正是银企关系扭曲的结果。因此,要改革国有企业资本结构,必须对我国银企关系进行重塑。

我国新型银企关系的建立,必须是以市场化为衔接点,实现银企改革联动,以建立银行与企业的资金交易契约关系为基础,以促进国有企业资本结构重构为重点,以现代企业制度和现代商业银行制度建立为目标,形成以市场为纽带、以资金交易为核心、以制度创新为手段,银企相互约束、共同发展的总格局,根据这一总体思路,企业改革设计应更多地着眼于有利于银行改革的深化;银行改革则更多地着眼于促进企业制度的创新。

产业资本与金融资本的融合,是现代社会化大生产发展的客观规律。我国建立现代企业制度和现代金融制度,建立市场化新型的银企关系,产融结合模式选择是无法回避的问题。同时,我国国有企业资本结构改革,资本结构的多元化、资本积累的社会化以及硬化债权债务约束、国有企业债务重组等,都对金融资本与产业资本的融合提出了要求。在世界各国现有产融结合模式中,计划经济体制下高度结合的产融模式是经济改革的任务,企业办银行模式也被事实证明行不通;我们只能走市场结合模式。我国产融结合的现实思路只能从以下两个方面实现:(1)在

市场结合的基础上,通过股份制的形式,企业资金向金融资本渗透,并生成我国的股份制商业银行。(2)在我国商业银行不能投资企业的情况下,我国金融资本向企业的渗透可以通过下列方式实现:一是发展投资基金等机构投资者,由投资基金向企业进行投资。这是产融结合的主要方式。二是对现有的信托投资公司改组成投资银行,在加大对企业资本重组提供服务的同时,以投资的方式参与企业的资本重组和资本改造。三是现有证券公司行使投资银行职能,参与向企业投资。四是可以考虑对部分国有企业进行国家资本金转化试点,把国家对企业的投资转化为国家对银行的资本金,进而转化为银行对企业的股份。既增加了银行资本金,又弱化了国家对企业的控制。

6. 我国国有企业资本结构改革也必须提供相应的配套改革条件,就目前而言,社会保障制度建立、政府职能的转变、投资体制的改革对企业资本结构重构具有重要的影响,甚至一定程度上决定着企业资本结构改革的成败。

建立新型保障制度,就是要走出花钱维持旧体制的误区,建立企业转制保障基金,切断资金供给依赖。分离由贷款和企业实际承担的社会保障职能,用贷款支持政府加速社会保障体制改革,建立改革与稳定的协调机制。

转变政府职能,为国有企业资本结构改革提供社会信用环境。由“大政府小社会”向“大社会小政府”转变:政府行为规范化,为国有企业产权制度改革创造条件;政府信用社会化,为社会信用机制的建立创造条件;发展直接融资市场,提供给企业以广阔的融资空间和渠道等。

投资体制改革,由政府投资主导型向社会投资主导型转变。最主要地是实现产权制度改革,实现国有产权资本化、人格化、流动性。

三、理论框架和结构安排

本书的研究结构共分六章二十一节。

第一章:主要是研究企业资本结构的制度含义,从现代企业资本结构理论的资本结构无关论入手,通过假定条件的分析,揭示出 M——M 定理的制度含义,并在此基础上,探讨企业资本结构与企业制度、企业治理结构的关系,从而提出我国国有企业改革中资本结构改革的重要意义。

第二章:重点对我国国有企业资本结构形成进行制度分析。从剖析我国国有企业资本结构现状入手,分析了形成的制度基础原因、体制原因以及本质原因,为我国国有企业资本结构改革的对策抉择提供理论基础。

第三章:分析我国国有企业资本结构改革的动力机制。首先对我国国有企业资本结构现状造成的宏观、微观的畸形效应进行了分析,并从我国经济体制改革、国有企业改革、经济增长方式转变等方面,提出了国有企业资本结构改革的现实动力、紧迫性和重要性。

第四章:通过上面的分析,提出和探讨了我国国有企业资本结构重构的对策。从主体思路到现有融资结构整合,投资主体多元化重塑、资本结构市场化形成等方面进行探讨。

第五章:从银企关系的角度,进一步探讨我国国有企业资本结构重构的金融对策。从市场经济条件下银企关系的功能、特征入手,分析了银企关系扭曲与资本结构扭曲的内在联系,从而提出了建立新型银企关系的主张。

第六章:主要是从社会保障体制、政府职能转变、投资体制改革等方面提出国有企业资本结构改革的相应配套条件,从而保证国有企业资本结构改革的顺利实现。

目 录

绪 论

第一章 M—M 定理分析和制度含义 (1)

第一节 企业资本结构理论:从“M—M”定理说起 (1)

一、“M—M”定理:“真空”假定下的理想境地 (1)

二、现实并非“真空”:对“M—M”定理假定的基本分析 (3)

三、非“真空”假定下“M—M”定理的含义:资本结构具有重要 意义 (5)

四、资本结构配置决定社会资源的配置和配置效率 ... (7)

第二节 企业资本结构与企业治理结构 (10)

第三节 资本结构与企业制度 (14)

一、西方企业资本结构变革的轨迹..... (14)

二、不同企业资本结构下的企业制度..... (15)

三、企业资本结构演变的深层次原因..... (18)

第四节 企业制度模式比较与理论启示 (21)

一、美、日两种企业制度模式比较 (22)

二、理论启示:创造有中国特色的符合现代企业资本特征的 企业制度..... (24)

第二章 国有企业资本结构形成的制度分析 (27)

第一节 我国国有企业资本结构的现状分析 (27)

第二节 我国国有企业资本结构形成的制度基础