

文章编号:1005—0523(2005)05—0012—04

从资本结构谈我国国有企业治理

陈恩挚,史焕平

(华东交通大学 经济管理学院,江西 南昌 330013)

摘要:本文从企业治理与资本结构的关系入手,结合我国国有企业资本结构的现状及其对企业治理造成的影响,探索适合我国国情、有中国特色的最优企业治理结构与资本结构组合.笔者提出消除国有股一股独大,优化资本市场,推进股权多元化是促进我国国有企业治理的有效途径.

关键词:资本结构;企业治理;国有企业

中图分类号:F121.21

文献标识码:A

近年来,企业治理已迅速成为全球关注的热点问题.通过企业治理结构可以规范企业不同权利主体,即经理层、董事会、股东、监事会和其他利益相关者的一组制度安排,形成他们几者之间的制衡关系,以解决现代公司制企业法人财产委托代理经营中的监督、激励和风险分配等问题.而资本结构是指公司短期、长期负债与股东权益的比例及公司股权结构等.其决定着公司控制权的分布,是决定企业治理机制的重要影响因素.本文将对企业治理结构与资本结构之间可能存在的关系进行讨论,结合我国国有企业的实际,探索适合我国国情、有中国特色的最优治理结构与资本结构组合.

1 企业治理与资本结构的关系

工业化以来,伴随着社会经济、技术的巨大发展和生产规模的扩大,现代公司制企业在现代经济生活中占据了主导地位.其典型特征是资本结构的多元化和所有权与经营权的分离.这些特征决定了公司制企业不能像小型企业或合伙企业那样由所有者直接进行管理,现代公司的治理问题日渐浮出水面,并开始引起人们的重视.

从资本市场的发展来看,现代企业对外融资的方式主要有股票融资和债务融资两种形式.不同的融资方式带来了企业的不同利益群体,引发不同群体间的利益冲突.企业治理结构的建立可以降低这类利益冲突对企业价值的不利影响,使股东和经理层的利益趋于一致,激励经理层努力按照股东的利益行为,保护债权人的利益.这其中,企业不同资金来源所形成的价值比例关系及其所反映的经济金融联系,就是企业的资本结构.资本结构是企业融资的结果,它决定了企业的产权归属,也规定了不同投资主体的权益以及所承受的风险.现代公司制企业治理的研究,往往以委托—代理理论作为理论基础.由于存在各种代理成本和其他因素的影响,在权益资本的作用下,资本结构便成为企业制度和公司治理模式演进的核心内容和重要动力源,对企业治理产生深远的影响.

从现代企业金融理论研究来看,企业治理与资本结构关系主要表现为:一、企业的最优资本结构能够使两种融资方式的边际代理成本相等,从而使总代理成本最小.从代理成本的角度看资本结构对企业治理效率产生的影响.二、由于企业的经理层和外部投资者之间存在信息不对称,企业管理层有

收稿日期:2005—06—18

作者简介:陈恩挚(1982—),男,浙江温州人,企业管理硕士研究生.

对外部投资者的信息优势,他们对企业的盈利前景、项目的投资收益等方面知道的比外部投资者多,有的投资者将把管理层的金融决策视作预测企业绩效的一个指标器。三、证券是一种控制手段,用以保证一个优秀的候选人(经营者)获得对公司法人的控制,即通过投票来选择管理者的权力必须由那些承担商业风险的人掌握。

通过对以上分析、总结,我们看到在企业资本结构与治理结构之间的确存在多种渠道的联系。资本结构不仅仅体现了企业资本的不同来源,它还影响到企业权力在各个利益主体间的分布关系,决定了各利益主体所受到的约束与激励强度。在此基础上资本结构改变了企业委托—代理关系的效率,从而改变了治理结构的运行效率,并进而影响到企业在商品市场的业绩情况。在一定的治理结构模式下,决策作为各方利益主体在制度约束下追求各自利益最大化的博弈结果,其中的融资决策又会改变现存的资本结构。

2 我国国有企业资本结构的现状

公有制企业,是指所有权属于全民的企业组织形式。在我国,公有制企业的主要形式是传统国有独资企业和由国有企业改制而来的股份有限公司。建国以来,我国国有企业融资体制的演变过程,大致可以划分为三个阶段,即财政主导型融资阶段、银行主导型融资阶段以及融资方式多元化阶段。随着资本市场的迅速发展和改革的不断深入,一个多渠道、多方式的多元化融资格局正在初步形成。然而,由于长久以来的计划经济体制及相关历史原因,当前我国国有企业的资本结构还存在一些不足,其特点主要表现为:

1) 国有股一股独大。在国有企业股份制改造中,为防止大规模的私有化,国家股在企业股本中占了绝大部分的比例。有关我国上市公司调查显示,国有股 1992 占 51.3%,1995 年占 38.9%,1998 年占 34.1%,虽然比重逐年下降,但从其数量看,国有股仍一股独大,处于控股地位。

2) 由于我国经济体制改革过程中的银行主导型融资阶段,国有企业的融资较长时间里高度依赖于国有专业银行而形成较高的资产负债率,加上国有企业经济效益低下,形成了数额巨大的到期不能履行还本付息义务。根据国家体改委对全国 10 个城市的 289 家工业企业(其中国有企业 199 家)资金情

况的调查显示,被调查的国有企业中 60.8% 的资产负债率在 70% 以上,资产负债率在 100% 以上的则有 11.6%。据统计,我国目前四家专业银行有 2 万亿元以上的不良资产,占贷款总额的 30% 以上,其中有相当一部分已无法收回。相关数据表明,目前我国国有企业的债务总量和资产负债率正处于大幅度上升趋势。

3) 在上市企业中,非流通股占公司总股本的比例高于流通股。上市公司的股权结构,国际通行做法是按股东权利来设置,即采取“普通股、优先股”,但在我国上市公司的股权结构还按投资主体设置为“国有股、法人股、公众股和外资股”。目前,在政府的推动下,少数企业正在进行全流通试点改革。但从整个市场来看,非流通股依然占总股本较大比例。以深市为例,目前深市流通股股本为 88,257,589,832 股,总股本为 210,401,672,014 股,流通股股本仅占总股本的 41.94%。

3 我国国有企业资本结构对企业治理造成的影响

资本结构与企业治理联系紧密,合理的资本结构在一定程度上能够决定企业的经营绩效和企业治理的有效性。当前,我国国有企业的资本结构现状已成为国企改革和脱困的障碍,对其企业经营和企业治理效率产生了严重的影响。

1) 内部制衡机制的缺陷

国有股份制企业资本结构的特点是“一股独大”,由于“一股独大”,因而在股东大会上,往往是“一票定乾坤”,无论任何议案,只要大股东同意,都可以通过。对此,国内许多经济学者提出通过国有企业股权分散化来促进国有企业治理。然而笔者认为“一股独大”并非影响国有企业治理的关键。事实上,在西方国家中,经济学家们并没有形成统一的关于产权分散,还是集中的观点,实践上在全球范围内也存在着许多股东集中、一股独大的优秀企业。所以,以笔者之见,国有股一股独大更重要的问题在于其“国有”。因为“国有”且“独大”,国有股份制企业领导人基本上没有受到监督约束。众所周知,国有资产的产权主体应为全国人民,但全国人民不可能每个人都去直接管理和经营国有资产,而是通过委托代理的方式使得国有资产进入经营过程,这样就造成国有资本人格化代表的缺位。又由于政府对国有股份制企业缺乏有效的约束和激励

机制,从而引发了国有股份制企业中严重的“内部人控制问题”,导致国有企业治理的失效.

此外,在国有企业中,企业领导人都是由政府主管部门进行选拔、考核、任免,许多公司的监事会和监事会主席也是由国有企业领导人来提名.所以,其在资产权利上必然带有浓厚的超经济的行政性,企业产权支配形势和最终处置以及相应的收益权及风险责任也都将主要由政府控制,因而政企不分的矛盾也必然得不到根本解决.这是国有股和法人股占绝对优势的股权结构的必然结果,也是企业治理失效的重要原因.

2) 外部制衡机制的缺陷

在现代公司制企业中,形成企业资本结构的各种融资渠道也在企业治理中发挥非常重要的作用.正如近年我国国有企业公司制改革,其目标就是通过公司制改革来构造具有利益要求的多元化主体,实现国有企业治理结构的优化.但从目前现状来看,其效果不尽人意.

从股权融资来看,要使股权融资能起到监督与激励经理人员的作用,应使经理的懈怠、无能及“道德风尚”等问题均通过一个有效率的、具有评定公司价值和转移公司控制权功能的资本市场从中起到评判、监督和约束经营者行为的作用.而现今的股票市场发展受到严重的行政干预股,种种因素造成股市股价严重偏离企业实际经营状况,使我们无法用股价的升降来评价经营者的表现与业绩.同时,流通股在总股本中所占比例有限,不流通的国家股和法人股又高度集中,外部收购者无法在二级市场上买到足够的股份来并购上市公司.这样,外部并购对管理层也形成不了压力,因而也就没能真正起到约束经理层和实现企业治理的作用.

从债权融资来看,我国许多国企存在着高负债率且债务的约束功能极其微弱等特点.深入分析,我们会发现,其实国有银行同样也是国有企业,其资产也属于国家,因此国有银行和国有企业之间的债权债务关系实际上是同一所有者之间的内部借贷问题,在某些情况下,借贷还是在政府的行政干预下进行的,而不是市场行为.因此,在这种银企关系是扭曲作用下,银行与其说是债权人,不如说是企业的资金提供者,债权的治理作用无从谈起.

4 优化资本结构,改进我国企业治理模式的设想

通过以上分析可知,我国国有企业特有的资本结构异化现象,给企业治理带来严重影响,严重阻碍了我国市场经济建立和社会发展.因此,我们应该充分运用资本结构与企业治理的关系,从优化资本结构入手,构建有中国特色的最优治理结构与资本结构组合.

1) 消除国有股一股独大,逐步实现国有经济的战略性退出.

针对当前国有企业治理弱化及“内部人控制”问题,理论界有人提出加强对企业的控制和监督,而更多的人倡导彻底的实现政企分开,这两种观点显然是相互矛盾的,其根源在于国有企业的特殊性.我们知道,市场经济条件下要求国有企业政企分开,但国有企业是国家政府入股的企业,且国家是主要股东.要企业的主要股东退出其在企业治理结构扮演的角色,这是不合理的.因此,以笔者之见,解决以上问题途径应为,改变国有公司的资本结构,消除国有一股独大,逐步实现国有经济的战略性退出.之前,在我国国有体制改革的探索中,国有股的减持都以国家不失去控股地位为限,显然是无法解决国有企业国有股一股独大的资本结构现状的.按照公司同股同权和多数股权决定企业关键事物的原则,如果减持后国有股依然处于控股地位,那么公司的控制权将仍掌握在国有大股东手中,对公司治理结构的改善就不会产生实质性的作用,甚至由于政府部门因为该企业国有成份减少,监督力度下降,造成那些被减持后的公司更为恶劣的表现.因而,国家除对个别关系国计民生的国有公司实行控股外,对大多数国有公司应最大限度地减少持股比例,实行参股或完全退出.

2) 大力培育我国资本市场,适应并推动企业资本结构改造

资本市场与企业资本结构改造及企业治理结构的相互关系是极为紧密的.从资本市场来看,资本市场作为一种企业产权交易的社会关系运动形式,是使静态的企业产权动态化,并在运动中实现配置,实现竞争的基本机制.缺乏这一机制,企业资本结构上的市场化改造根本不可能,进而有效适应市场竞争要求的企业治理结构根本不可能形成.因此,为适应我国现阶段企业产权制度改造和完善企业治理结构的要求,在资本市场培育上至少做好以下几方面工作:1、允许非流通股上市流通.在国民经济战略性退出的同时,实现股票市场的全流通.通过股票市场的全流通,充分发挥其在资源配置中

的作用·使股票市场可以以其体现公司价值和转移公司控制权等功能对经营者行起到监督和约束的作用,起到企业治理的作用·目前,国内的全流通试点已经开始进行·2、加快银行业的改革,加速银行的公司商业化改造进程,促进民营银行发展·通过加强金融市场的竞争环境,从而推进国有银行的改革,使银行对企业财务金融活动进行有效监控,在企业产权构造和调整中有效地发挥作用,进而改善我国企业治理结构·3、对于目前中国股市投机性较强的特点·通过建立投资基金,积极培育专业的进而成熟的投资基金,放宽对各类保险基金在内的机构投资者入市·的限制,来改善投资者的结构,促进我国股市稳定·

3) 推进股权多元化,优化公司资本结构·

在全新的资本概念下,资本已不再局限于物质资本或财务资本,企业的出资者包括向企业提供各种服务的所有成员,既包括传统意义的股东,又包括向企业提供人力资本服务的企业经营者和雇员·企业股权结构的多元化是指在全新的资本概念下的企业持股主体的增加·企业的经营者、雇员也可以成为企业的出资人和持股者·从国际企业发展的趋势来看,随着所有权与经营权的分离,人力资本

所有者已越来越成为企业风险的主要承担者、企业价值的主要创造者·因此,调整资本结构以保护内部人员积极参与企业经营已成为企业治理中十分关键的问题·推进企业股权结构的多元化,通过发行期股期权等方式逐步增加经营者的持股比例,可以使经营者的收入与企业经营状况及盈利水平挂钩·在追求自身利益最大化的同时实现股东利益最大化,从根本上调动经营者的经营积极性和创造性·

参考文献:

[1] 李维安,等·现代公司治理研究[M]·北京:中国人民大学出版社,2002·
[2] 沃尔特·J·萨蒙等·公司治理[M]·北京:中国人民大学出版社,2001·
[3] 杨浩·现代企业理论教程[M]·上海:上海财经大学出版社,2001·
[4] 肖力·对我国国有企业治理机制的深层次思考[J]·石家庄经济学院学报,2002,(06):272~275·
[5] 王 峰,等·企业治理结构与资本结构的关系及其相互优化[J]·北京机械工业学院学报,2002,(06):16~21·
[6] 孙丽虹,杨燕英·从企业产权制度建设上推进企业治理结构的完善[J]·中央财经大学学报,2003,(02):38~40

The Governance of Our State-owned Enterprise in the Aspect of Capital Structure

CHEN En-zhi,SHI Huan-ping

(School of Economics and Management, East china Jiaotong University, Nanchang 330013, China)

Abstract: The paper discusses about the relationship of corporate governance and capital structure, analyzes the effect on the corporate governance of state-owned enterprise from its capital structure· At last, the paper puts forward some solutions to improve the current situation: dispeling high proportion of state-owned stock, optimizing the capital market, advancing the stock right pluralism and etc·

Key words: corporate governance; capital structure; State-owned enterprise