

# 在质和量的统一中发展股份经济

张亦春 徐宝林

**摘要** 大力推进国有企业的股份制改造,是实现国有经济战略性重组的有效途径,“抓大放小”是国有企业股份制改造的有效策略;应注重股份经济的内质,构建规范化的股份经济体系。

**关键词** 国有企业 股份制改造 国有经济 战略性重组 股份经济 规范化

我国国有企业股份制改造的实践历经1984年的试点,1992年的扩大,1995年的规范三个阶段,如今取得了可喜的成绩。然而,我们也必须清醒地认识到,我国的股份制经济毕竟还年轻,无论在数量上,还是在质量上都和西方发达国家的股份制经济存在很大的差距。党的十五大的召开明确了股份制为发展方向,为我国国有企业的股份制改造和规范提供了良好的氛围。抓住这一契机,大力发展股份制经济,走质和量相统一的道路是深化我国国有企业改革、壮大社会主义公有制实力的必然选择。

## 一、大力推进国企股份制改造,实现国有经济的战略性重组

国有经济的战略性重组就是要矫正国有经济结构,降低国企负债率,大力发展社会生产力,实现资源的市场配置机制,将国家负担的投资无限责任分解为多元投资主体的有限责任。而大力推进国企股份制改造则是实现国有经济战略重组的有效途径。

首先,股份制是以资本联合为纽带,创立法人公司,实现对生产要素的社会占有和联合使用的一种企业组织形式和财产制度(产权制度)。典型规范的股份制经济形式主要有股份有限公司和有限责任公司。作为一种科学的产权制度,股份制是有限责任制度、企业法人财产权制度和接管破产机制的有机结合体。有限责任制度是有效动员社会资本的有效机制,它使投资者在可控的风险限度内主动寻找投资机会,以实现资本的最大化增值;企业法人财产权制度使企业成为独立法人,依法享有接受投资和负债所形成的财产经营权和支配使用权,投资者(包括国家)和债权人不得干预企业正常的生产经营活动,使企业能够适应市场信号的引导,灵活配置企业的经济资源。

其次,股份公司是资源重配再生的漏斗口,可源源不断地吸收社会闲置资本金。这一点对于上市公司来说尤为明显。一是股票发行的高溢价可为企业筹措巨额的资本储备金;二是每年的配股又可为公司获得新的资金来源,充实资本;三是若发起人将国有股的配股权转让给社会公众,则国家在获得转让收入的同时,还可获一定数额的资本升值;此外上市公司采取送红股的利润分配方式,可直接将盈利转增股本,盈利转增股本不但可使上市公司的规模不致变小,

而且可使以后年度的配股基数变大,从而募集到更多的资金。

再次,股份制作作为一种企业组织形式,适应社会化大生产对资本的社会占有和联合使用的要求,克服单个资本的不足,从而使分散的生产力迅速联合为集约生产力,有利于国民经济从粗放型向集约型转变,是极大提高生产力的有力手段。而且由于股份制企业产权结构的组合和界定清晰明确,以及产权的流动性,决定了股份制在本质上是一种富有活力的扩张型经济形式,它可以通过资本的流动与参与,打破地区、行业、所有制乃至国家界限,促进经济的联合和兼并,支配和推动比自身大几倍乃至几百倍的资本运动,有利于生产要素和社会资源的优化组合和配置。

综上所述,大力推进国有企业股份制改造是摆脱国企困境,转移分散国家投资的无限风险责任和优化经济结构的现实可行选择,因而成为国有经济战略性重组的突破口。

既然股份制改造是国有经济战略性重组的基本途径,那么国有经济战略性重组的方针,就直接表现为国企股份制改造的方针,实践证明,“抓大放小”是行之有效的策略。然而“抓大放小”又是一个较模糊的概念,容易造成乱抓。如中央抓、各省抓、县市也抓,甚至连乡镇也在抓大放小。为此有必要从数量和内涵上界定抓大的界限。

管理科学的经验定理——50容量定理,可以给我们有益的启示。有人根据这一定理,测算出我国国企改革要抓6250家大中型国有企业<sup>①</sup>,就抓住了国企的绝大部分(资产、销售收入和实现的利税)。这一数字与我国现有大型特大型国企数量(共7459家)大致相同。但实际上,国家若对这六七千家企业全部控股经营是很困难的。而且50容量定理实质内涵是每一上层组织控制其下层组织的数量以不超过50为宜,即在50以内,其管理体系是有效的。由此,为了更有效地管理国有企业,同时也较客观地反映现实情况,我们把本文附注①公式中的50以30进行置换,就可以得出1350。这一数字与我国目前重点抓的1000家大型国企数字相符合。应该说,抓大放小中的抓大就以1000家左右为宜,即国家应重点控股关系国计民生的大中型企业1000家。

西方经济学认为,国家(政府)的职责是为了提供满足社会需要的公共产品,生产这些产品的企业就是国有企业。而那些私人产品可以由充分竞争的市场提供,体现和遵循了效率原则。社会主义市场经济已经成为我国经济改革的既定取向,因此遵循市场效率和公平、公正的原则,国家可以退出私人产品市场竞争,没必要与其他经济利益主体争利。国家应该重点进入市场不能提供或容易造成垄断,危害社会公众乃至国家利益的产品生产领域。我们认为,除了军工企业因关系国家安全应坚持国有国营外,其他行业、企业应区别情况,分别对待。

(一)国家必须控股的行业。我们认为主要是能源、交通、通讯、基础原材料(特别是资源稀缺的行业,如黄金生产)、基本劳动手段、高新技术产品生产企业以及金融业。这些行业中的龙头企业必须由国家控股。国家应有意识缩小战线,集中力量,通过资本重组兼并,把龙头企业做大,组建成大型乃至跨国企业集团,在国内经济中起举足轻重的作用,在国际上有一席之地。对于这些行业中的非龙头、非骨干企业,国家不一定要控股,可由集体经济去控股,但国家要参股,以便于了解情况。

(二)国家只参股而不要控股的行业。除上述国家必须控股的行业以外的一般性行业,可以由市场竞争去调整,国家没有必要控股。但为了深入了解微观经济运行状况,便于更好地制定促进经济持续增长政策,科学地实行宏观调控,积极引导产业结构的调整,国家可对一般性行

业中的大中型国有企业以小比例参股。为此,有必要通过股权流动和转让,降低国有股在这些行业中的比重,实现国有经济的战略性改组。

(三)国有小型企业,可以通过多种形式转机建制,放开经营。具体途径有:股份合作制、兼并、拍卖、承包经营责任制、租赁、改组、联合、破产等。其中搞股份合作制是国有小型企业机制转换的较优选择。它通过资本和劳动合作的形式,使他们真正成为所有者而非名义上的所有者,实现了所有权和经营权的协调统一。这样的产权制度安排对职工的激励作用是不言而喻的。东北某厂职工除 150 余人自愿剥离外,平均每位职工获得 1.5 万元的国有财产股权,同时职工个人必须投入 6%(900 元)股份,两者相加成为职工个人的全部产权。改革后一年,全厂减亏 50 万元,还贷利息 20 万元,上缴国家的增值税同比增加 34.4%。<sup>②</sup>作为股份制的一种形式,股份合作制的不断发展是对股权多元化、资本结构分散化和社会化观念的认同和政策认可,它将有力地推动着股份制改革的扩展和深化。

## 二、注重股份经济的内质,构建规范化的股份经济体系

上市公司的质量是股票市场的基石,没有规范的股份公司为基石同样不可能营造科学高效的股份经济体系。因此在大力发展股份制的同时,必须严格按股份改制的要求,把好股份公司的质量关,即实现股份公司的规范化。股份公司的规范化不仅包含了新建股份公司的规范化(即增量规范化),而且包含现有股份公司的规范化(即存量规范化)。增量规范化在很大程度上依赖于存量规范化的力度。除此以外,股份公司的新建应遵循下列原则:1. 避免“一哄而上”,够条件的上,不够条件的不能也赶浪潮争着上;2. 严禁“包装”作假;3. 避免行政干预。应该说,我国现有股份公司的不规范问题是较为突出的,对此我们必须要有清醒的认识。我们有必要较系统全面地对诸多不规范现象作一考察和分析,以期寻求股份公司规范化的途径,促进股份经济在质和量的统一中有效提高和发展。

### (一)我国股份经济不规范的表现及其症结

我国现存股份制经济的不规范有诸多表现形式,归纳起来主要有三点:

其一,“内部人控制”问题十分严重。在股份制企业,资本所有权和控制权(经营权)的分离,使委托——代理关系成为必然。委托人将资本管理权授予代理人,因此要受委托人的制约。按照权责对称原则,代理人(经营者)要向所有者承担义务,为所有者赚取利润。然而信息的不对称和契约的不完整性,使代理人有可能利用其信息优势来逃避监督,追求自身的(而不是所有者的)最大化目标,于是代理成本便产生了。代理成本是内部人控制问题的集中反映和结果。我国国企目前存在的内部人控制问题主要表现为:1. 成本外溢,如过分的在职消费(如公费出国旅游);2. 短期行为,过度的投资和耗用资产;3. 收益内化,如大幅提高奖金、工资、集体福利,侵占利润;4. 转移国有资产等。

其二,与内部人控制相反,中国国有股份制企业还存在“外部人控制”问题,这是中国的特色。其主要表现为政府行政机构以国有资产产权所有者身份,对国家控股的股份公司以或明或暗的形式发出行政性指令进行干预,同时也对公司进行行政性庇护。应该说,政资不分是产生“外部人控制”的直接原因。值得注意的是,我国国企改革中唯独政府对企业的的人事权迟迟不放。有人或许认为这是“外部人(政府)”控制“内部人控制”的一个有效途径。其实,政府作为非

理性人,不可能模拟市场对公司的经营者实行有效的评价和监督,其直接行使国有资产所有权,本身就是“所有者”异位,其结果只能导致对公司管理权的侵犯。同时,既然企业的人事权归上级部门,因此干得再好不如讨好领导,其必然导致一方面对政府依赖更大,难以真正走向市场;另一方面由于国有产权主体异位,使得国有产权人格化主体缺位,因而加重了“内部人控制”,使国企改革难上加难。

其三,我国上市公司的股权结构单一,国有股权占的比重过大,不流通的股本(国家股和法人股)占总股本的2/3。由于占绝大比重的股本不能流通,证券市场是不完整的,市场无法形成对企业的有效评价机制,由此外部接管和用脚投票等市场约束机制也失去了基础。由于国家股控制了股权的绝大部分,在国家所有权的主体尚未明确界定,政府的行政职能和资产管理职能尚未彻底分离的情况下,作为公司主要股东的国家不可避免地会把政府行政管理内容渗透到公司管理中,“外部人控制”便产生了。同时由于国有产权人格化主体缺位,在委托代理关系下,也直接增大了监督成本。由此可见,国有股权比例大且不流通是我国股份经济不规范的直接原因,而国有产权人格化主体缺位则是深层原因。

## (二)我国股份经济的规范化

为此我们必须解决好两个问题:

1. 明确国有企业所有权,重塑国有资本人格化主体,构建权责对称的法人治理结构和运行机制。

要明确国有企业的所有权,一是要在法律上明确国企的所有者;二是要在实践中找出国企所有者的人格化代表。理论上企业归投资者所有,因此国家是国有企业的所有者或所有者之一。我们说国家拥有国企的所有权是指国家拥有投入到国企的国有资本所有权及其剩余索取权。通常所说“国有资产”实际上是个很模糊的概念,是不是国有企业的全部资产都是国有资产,如果通过负债形成的资产也算是国有的,那么债权人权益又如何保障?我们认为国有企业的资产属于企业法人所有,国家拥有的是国有企业国家投资部分净资产的所有权。

现实生活中,政府总是国家最有效的代表者,因此政府自然成为国有企业所有者的代理人。然而,政府行使资产管理职能和行政管理职能具有不同的目标效用函数。由此从政府中成立相对独立的国有资本管理局(国资局)专门行使国有资本管理职能,以实现政资彻底分开是合乎逻辑的选择。我国国有企业数量众多,因此由国资局直接管理或控股经营在实践中是行不通的,同时国资局也不符合市场完全理性人的要求,所以无法完全实行对国有企业的市场化治理。为了能使国企在市场中有效运行,国家就要塑造一种新的法人,它既能有效地代表国家(具体为代表国资局),又能符合完全理性人的要求。由此国有资本投资公司的成立就很有必要,它是国有资本的人格化主体。为此,我国国有资本运营的委托代理层次可表述为:国家—国资局—国有资本投资公司—国企经理层。在这个代理链条中,国有资本投资公司作为人格化国有资本主体处于关键地位。相对国企经理层来说,投资公司是委托者,而相对国资局来说,投资公司又是代理者。

需要指出的是:目前,已有很多大中城市成立了类似国有资本投资公司之类的组织,如国有资产运营(控股)公司等。但由于体制尚未彻底理顺,不少地方的国资局、国有资产运营(控股)公司和国有企业之间并未形成有效的权责对应的委托代理机制,因此经营(控股)公司的设立,在某种程度上无异于国企又请来了一个“婆婆”,运营公司容易成为国有资产流失的又一途

径。为此,必须在国资局、投资公司和国企之间构建有效的法人治理和运行机制,这是实现股份经济存量规范化的关键所在。我们认为,在市场经营环境下,国资局和投资公司、投资公司和国企经理层都是类比私人企业股东和经营者的关系。因此问题似乎变得简单化了。因为在这样一种双重类似的产权结构下,只要我们找出一种有效的降低代理成本的制度安排,那么对上面两个环节都同样适用。如前所述,由于所有者和经营者目标函数的不一致(利益不一致性),使得在代理关系下,天然地会产生所有者和经营者激励不相容问题。而信息不对称、契约不完备以及现实中的委托代理双方责任的不对等使得激励不相容可能成为经营者侵犯所有者权益的动因。因此,信息评价和激励相符是降低代理成本的必然选择。信息评价是通过市场来进行的,包括产品市场、资本市场和经理人市场。激励相容是让经营者分享一部分剩余索取权,从而使经营者与所有者的目标函数趋向一致。在我国目前市场(尤其是资本市场和经理人市场)不甚完备的条件下,信息评价不可能准确全面。因此激励相容是可行的选择。剩余索取权的分享是有条件的,它是在经营者为所有者创造一定盈利条件下的权益分享。根据权责对称原则,如果企业亏损或未完成双方确定的利润额,则经营者应负一定的赔偿责任。为此有效的制度安排成为必要。首先将经营者的报酬分为两部分:(1)类比私人企业家正常的工资报酬部分;(2)根据经营业绩调整部分。这部分具体安排如下:界定一个平均的行业利润率( $P_0$ ),当企业的实际利润率  $P_1 > P_0$  时,经营者可参与分配一定比例( $a_0$ )的超额利润。同时作为约束,经营者必须交纳一定的经营责任保证金(可按资产总额的一定比例计算),当企业的利润率  $P_1$  低于平均利润率  $P_0$  但大于最低利润率  $P_2$  时,经营者将按损失的一定比例用保证金弥补损失。当  $P_1 < P_2$  时,经营者将丧失全部保证金,并将被罚出企业。这是一种权责利明确且对称的激励和约束机制。在这一制度下,评价标准是客观的,即实际利润率与行业的平均利润率对比,其他各项指标都是事先确定的,因此激励约束是硬性的。由于行业平均利润率在该机制中扮演着重要角色,因此按平均利润率采用公开招标的方式选聘经营者,将会更加强化这一机制。需要强调的是这一机制对于选聘国企经营者和国有资本投资公司经营者同样有效。

## 2. 构建国有股权市场,促进存量股权的分解流动。

国有企业的股权应该流动,不仅因为股份经济信息评价机制要求国有股流动(交易),而且因为只有流动,国有股才有机会规避风险,保值增值。目前我国国有股权不能流通的根本原因在于认为发行时保证国有股占多数并不许流通就能保证国家控制权。其实这种观点是错误的,按此操作也是难以实现的。如果国家无力参与股份公司的增资或其他股东在二级市场上增加其持股数,国家就有可能失去在初次发行中获得的控制地位。我们认为在股本结构的设计上,为了加大对重点部门的投入,可以在增加控股企业国有股数(也就是增加国家投入)的同时,降低国有股在其他非控股企业总股本中的比例,以吸引更多的非国有经济的参与。这种“重点控股,小比例参股”的持股战略可以充分发挥金融杠杆的作用,为重点产业部门筹集足够的资金。国有股权不能流通的另一原因还在于国有股数量太多,国家股直接上市流通在技术上缺乏有效的安排,而且目前的证交所市场也无法承担起国有股上市流通所带来的压力。为此对国有股在上市前进行存量分解是必要的。首先,建立社会保障基金,将部分国有股权划归基金,由基金管理公司负责基金的运营。其优势在于一方面可以解决国企办社会的问题,消除国企的后顾之忧,有助于企业的持续稳定发展;另一方面可以很快降低国有股权的存量,为国有股流通运作奠定基础。其次,鉴于地方利益的独立性,应积极培育地方性的国有资本投资公司,以利于投资

公司之间的市场竞争。国有投资公司之间进行股权交易的场所便是国有股权交易市场。目前有形的股权交易市场是普遍的现象,而实际上,由于产权交易的高技术、高信息的特点决定了股权交易市场趋向无形化。我国国有股权交易市场应定位为网络化股权交易中心,待条件成熟后再分步分批把国有股权推进证券交易所交易。国有股流通的最终目标是进入统一的证券交易所交易,即不再区分国家股、法人股、公众股和外资股。各投资者持有的股票是相同的。

当然,如前面所述,股份制的有效运营还必须有充分而公平竞争的市场经济大环境作为依托。缺乏这样的环境,我们的股份制经济同样是残缺的,因为市场信息是扭曲的,而股份制产权制度的有效运行与激励监督正是以充分的市场信息为评价基础的。为此创造一个充分而公平竞争的市场氛围是我国股份经济发展过程中亟待解决的基础性问题。如社会保障体系的建立;资本市场和经理人市场的充分发育和完善;社会中介机构的独立、客观、公正的执业机制的完成;以及宏观经济政策的正确有效的间接调控机制的形成等等。其中客观、公正的市场中介机构是奠定股份制经济规范化的重要保证。会计师事务所、律师事务所和资产评估所等中介机构以其职业性质和极其强大的市场影响力,决定了它们所担负的是对社会投资大众的责任。这就要求中介机构作为一个“标杆”,对发行上市公司的相关信息进行独立客观公正的鉴证和评价。令人遗憾的是中介机构时时变成“软杆杆”,成为企业发行上市“包装”做假的助手或参谋。当然中介机构独立、客观、公正的执业机制的建立,不仅有赖于企业经营市场观念和风险意识的形成,中介行业自律职能的强化以及投资者及社会舆论工具的监督,而且更重要的是取决于经济法制观念的增强、经济法制的完善及其执法的严格规范。

#### 注:

- ①  $6250 = 50(\text{省、自治区、直辖市、计划单列市,这里 } 50 \text{ 是概指,而非确指}) \times 50(\text{每个省管的国有资本投资公司}) \times 50(\text{每一投资公司管理的国有企业}) \times 5\%(\text{每一投资公司平均控制的某一国企的股份})$
- ② 《股份制大讨论之十五》,1997年8月27日《上海证券报》第12版。

作者 厦门大学金融研究所教授 金融研究所助教 责任编辑 沈小波