

国有企业改革与国家融资

张春霖

一、引言

1、问题的提出

80年代中期以来,国有企业改革一直处于整个经济体制改革的中心。1993年11月,中共十四届三中全会确定以建立现代企业制度为国有企业改革的方向,此后,国有企业改革按照新的方向已经进行了三年。三年来,改革的组织者和参加者左冲右突,艰难探索,取得了一系列进展和突破,使国有企业改革步入了一个前所未有的新阶段。然而,改革的进展终究未能从总体上改善国有企业的经营状况。80年代末期以来,国有工业企业的效益状况与以前相比明显恶化。在国有独立核算工业企业中,亏损企业的亏损额占利润总额的百分比,1978-1988年间一直保持在10%以下,1989年上升至24%。在此后的两个经济周期中,这一比例再没有落回到50%以下,在第一个周期的谷底超过了90%,在第二个周期的谷底即1996年,更出现了前所未有的严重局面。1996年前四个月,国有工业企业的亏损额首次超过盈利,出现了净亏损。五月以后,尽管情况逐月有所好转,但并无根本改观。1-8月,国有独立核算工业企业中有45.7%的企业亏损,盈亏相抵后的净利润比上年同期下降79.7%。¹这种趋势表明,随着经济体制改革在财政、税收、金融、外汇、外贸、价格等领域的成功推进,随着国民经济市场化和开放程度的迅速提高,随着非国有经济的持续高速增长,国有企业从总体上看已经越来越难以适应逐步硬化的预算约束和日趋激烈的市场竞争环境。

改革开放十几年来,各种非国有经济成份已经有了长足的发展,国有企业在工业总产值中的贡献已由70年代末的近80%下降到90年代中期的1/3。但从另一方面看,国有企业对国民经济的发展仍然具有十分重要的意义。粗略计算,国有企业作为生产者,占用着全社会大约2/3的经济资源;作为雇主,为2/3左右的城镇就业人员提供着工作岗位;作为债务人,大部分居民储蓄都要依靠国有企业的经营来还本付息²。因此,国有企业的状况对整个国民经济的健康发展和社会政治稳定有着举足轻重的影响。国有企业的问题若不能尽快解决,势必瓦解刚刚出现的国民经济持续、健康、快速增长的良好势头,社会和经济的稳定也将面临威胁。全体居民无论作为国有资产的最终所有者,还是作为纳税人、储户和职工,都将为此付出沉重的代价。因此,国有企业的严峻形势理所当然地引起了全国上下的关注。加快国有企业改革的步伐,尽快解决国有企业的问题,已成为从最高决策层到普通民众的共同要求。

然而,国有企业问题长期得不到根本解决的事实提醒我们,在强调重要性和紧迫性的同时,更需要搞清楚,问题的根源究竟何在?当然,十几年来,这样的课题我们已经提出和回答了无数次。但是,今天看来,我们仍然需要寻求一个比较一般的概念框架,以便在其中对

¹ 郑京平,《经济日报》1996年11月28日。

² 全国工业总产值中国有企业所占比重,1978年为78.5%,1994年为34%。1995年底,国有独立核算工业企业的资产总额占全部独立核算工业企业的60%;国有企业职工人数占全部企业的66.4%;国家银行各项贷款中,对工业、物资、商业、建筑业企业的贷款和“固定资产贷款”占84%，“城镇集体企业和个体工商户贷款”、“农业贷款”、“其他贷款”三项仅占16.0%。见国家统计局,《中国统计年鉴·1996》,第403、415、96、614页。

国有企业的诸多问题给予系统、一贯的解释。由于这方面的理论研究相对不足，在实际工作中导致了一种广泛流行的错觉，似乎国有企业的种种问题都是相互孤立的，只要就事论事想办法，就可以奏效。这样的错觉使我们提出和采取的措施经常难以摆脱放权让利的局限，不能触及问题的真正根源。国有企业改革出现久攻不克的局面，这应当说是一个重要原因。因此，从理论上对国有企业面临的一系列主要问题给出一个系统、一贯的解释，揭示出问题的真正根源，对进一步的改革具有重要的意义。所幸的是，十几年来尤其是近三年来国有企业改革的实践探索和理论研究已经为我们进行这项工作提供了一系列新的认识和启示。本章的目的就是以这些认识和启示为引导，在这方面作一些尝试。本文试图说明，国有企业的诸多问题，都根源于从计划经济继承下来的以国家为唯一中介的融资体制，或称国家融资体制。在具体分析这种融资体制之前，有必要先概述一下近年来的理论研究给我们的两点启示。

2. 企业与市场：理论的启示之一

经济学的理论研究给我们的第一个也是最重要的启示是，企业的问题归根到底是一个市场问题。

在十几年的改革实践中，我们对企业和市场之关系的认识有一个不断深化的过程。80年代中期，我们的注意力比较多地集中在产品和劳务市场上，强调企业是市场的参与者，市场的建立以及市场价格的形成都要以健全的企业行为为基础。在中共十四届三中全会决定中，这一认识被进一步深化，形成了“以公有制为基础的现代企业制度是社会主义市场经济体制的基础”³的论断。这一论断无疑正确地强调了企业制度对市场体制建立所具有的重要意义。

然而，从另一方面看，企业制度又反过来依赖于市场体制。同样在80年代中期，有的经济学家就已经指出，企业作为一个生产单位，必然与其他生产单位发生大量的投入产出联系，而这些联系只能“或者通过市场—价格机制实现，或者通过国家的行政机构实现”，因此，在市场经济中，“企业不仅是市场的主体，而且它本身就是市场关系的总和”⁴。

80年代后期以来，随着现代企业理论被逐步运用于企业改革的研究，我们对企业与市场之关系的认识有了进一步的发展。现代企业理论尤其是其中的契约理论⁵的一个基本出发点是，市场经济中的企业是一组契约关系的联结点。这一组契约关系的主体自然包括企业使用的各项生产要素的所有者，例如资本所有者（股东和债权人）、企业家才能的所有者（企业经营管理者）、其他劳动能力的拥有者（技术人员和工人等）以及土地和其他自然资源⁶的所有者。在一个企业存在之前，它的各种要素的所有者就已经存在。他们以最大化要素收益为目的在要素市场上交易，使各种要素结合在一起形成了生产财富的能力。企业作为一种制度或组织，就是各要素所有者在市场交易中形成的一组契约关系的总和。通过这一组契约关系，企业的控制权、利益、风险在各利益相关者（stakeholders）之间的分配格局得到了界定。因此，从现代企业理论中可以得出的结论是，一种企业制度不仅是市场体制的基础，而且也是市场体制的产物。为了建立一种与市场经济相适应的企业制度，根本的问题不在于政府如何设计并用行政手段推行这种制度，而在于如何发展要素市场，为形成这种企业制度所必需的那些市场交易提供条件，包括培育交易的主体，制定和实施交易的规则，并在此基础上以市场交易替代行政协调。从这个意义上，我们可以说，企业的问题归根到底是一个市场的问题。

3. 资本与企业家才能：理论的启示之二

³ 《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，人民出版社1993年版，第5页。

⁴ 吴敬琏等著：《中国经济改革的整体设计》，中国展望出版社1988年版，前言第10页。

⁵ 有关文献的综述可参见张维迎著：《企业的企业家—契约理论》，上海三联书店、上海人民出版社1995年版，第1章。

⁶ 例如，严格说来，环境、电话号码、无线电频率等都属于自然资源。

现代企业理论还告诉我们,在各类要素所有者的关系中,资本与企业家才能这两种要素的所有者之间的关系对企业制度的形成具有特殊的意义。这一关系已成为近年来兴起的公司治理理论研究的重点。资本所有者与企业家才能所有者的关系,是在资本向企业流动的过程中发生的。因此,从公司融资(corporate finance)出发研究公司治理(corporate governance),已成为公司治理理论的一个重要特点⁷。这方面的理论研究给我们的启示是,企业的问题与企业所面临的融资体制密切相关。

假如在一个经济中,拥有企业家才能的个人同时拥有足够的资本,资本就不必流动,也不需要任何形式的融资体制。融资体制之所以必要,是因为资本和企业家才能在人口中的分布不相重合,从而使资本的流动成为必要。融资体制就是资本流动的体制条件。当然,如果一个社会可以经常地剥夺那些不具有企业家才能的个人所拥有的剩余收入或资本,将之转交给企业家才能的所有者,从而不断再生产出一种古典意义上的私人企业所有制,融资体制也不需要。问题在于,在现代经济中,企业的经济规模越来越大,而国民收入的分配不仅不可能相应地向更少的个人集中,而且趋向于越来越平等。这就使古典意义上的私人企业所有制日益成为多余,融资体制则成为现代经济中的一个核心部分,这种转变的集中表现就是股份公司制度的兴起⁸。

融资体制之所以对企业有重要意义,是因为在其中形成的资本所有者与企业家才能的所有者的契约关系从以下几个方面影响着企业的机制和运行:

(1)企业经营者的选择。任何人只有获得了资本的使用权,才能获得对其他生产要素的使用权,成为企业经营者。因此,资本所有者在人群中辨别那些真正具有企业家才能的个人,并就资本的使用与他们订立契约,也就是在选择企业经营者。

(2)经济资源的配置。资本所有者在选择企业经营者的同时,还通过双方的契约关系决定或影响着他拥有的资本的最终用途。由于资本代表着一种对其他要素的服务的购买权,它的分配决定着整个经济中资源配置的总体格局以及各企业在其中的地位。

(3)企业经营者的经营自主权。资本的所有者与使用者之间的契约关系的一项主要内容,就是后者有权就哪些与资本使用有关的事宜作出决策。因此,这种契约关系决定着企业经营者的可选行为空间。

(4)企业经营者面对的约束条件。资本所有者把资本交给自己选择的人使用,目的是最大化自己的收益或回报。资本所有者的收益对企业来说就是融资成本,资本所有者保留的权利就是企业经营者面对的约束条件。资本和其他资源能否被有效率地利用,取决于企业经营者决策时是否把资本的真实社会成本纳入了计算,后者则取决于资本所有者的权益是否得到了充分的保障,从而对企业经营者形成了有效的约束。

由于信息的不对称性,资本流动的过程面临着两个基本的问题。一是如何把那些最具企业家才能的个人选择出来⁹,二是如何既赋予企业经营者充分的经营自主权,又保证他们不损害资本所有者的权益,即保证在资本使用方面不产生外部性¹⁰。融资体制的功能之一,就是为这两个问题得到有效率的解决提供制度条件。因此,企业的问题必然与它所面临的融资体制密切相关。

理论的这些推论已经在很大程度上为改革的实践所证实。例如,对“百户试点”的分析

⁷ 伯格洛夫:《转轨经济中的公司治理结构:理论及其政策含义》,载青木昌彦等编:《转轨经济中的公司治理结构》,中国经济出版社1995年版。

⁸ 当然,融资体制与产权或所有制是密切联系的。但在股份公司制度和法人财产制度之下,融资体制比传统的所有制概念包含了更丰富的含义。随着收入转化为资本,资本投入企业,企业使用资本购买生产资料并进行生产,融资体制依次涉及了四种对象的所有制,即收入、资本、企业和生产资料。在古典资本主义业主制企业中,这四种所有权集中在业主一人手中。

⁹ 张维迎著:《企业的企业家—契约理论》,上海三联书店、上海人民出版社1995年版。

¹⁰ Barca, F. and Trento, S., 1996, "State-ownership and the Evolution of Italian Corporate Governance", 打印稿。中文摘译见《改革》1996年第4期。

表明，试点推进的主要困难实际上就是来自现行的融资体制¹¹。因此，从理论和实践中可以得到一个基本启示是，国有企业面对的融资体制很可能是其一系列问题的根源，而改革融资体制则是解决问题的出路所在。当然，为了说明情况确实如此，我们需要从融资体制出发对国有企业面临的主要问题作出全面的分析。在本章中，我们将首先概述国有企业面临的融资体制——国家融资(第二节)然后在这个理论框架之中理解国有企业面临的四方面的主要问题(第三、四、五、六节)，并指出由这种理解可以引申出的政策建议(第七节)，以便利进一步的讨论。

二、国家融资

1. 国家的双重职能和税赋融资

计划经济意味着经济资源由国家用行政手段按计划分配，因此，国家把全社会的资本要素集中起来用行政手段分配，乃是计划经济的题中之义¹²。从融资体制的角度看，国家在这里充当了资本流动的中介，它把资本从其所有者那里筹集起来，再分配给它所选择的企业经营者使用。因此，计划经济中国家筹集和分配资本的体制，也可以理解为一种以国家为唯一中介的融资体制¹³，不妨称之为国家融资。理解国家融资体制，关键在于理解作为中介机构的国家与资本的所有者、使用者之间的关系。

不过，在此之前，我们必须注意到，国家兼有双重职能，它不仅是资本流动的中介和国有企业的所有者，而且是一般的社会行政管理者。这种双重职能决定了国家的资金需要包括两个方面，即所谓“一要吃饭，二要建设”，同时也决定了税赋融资必然是国家融资的基本形式之一。国家兼有双重职能还意味着，吃饭资金和建设资金不管是装在国家的一个口袋里，还是装在两个口袋里，都是不能截然分开的。换句话说，国家无论作为社会管理者还是作为融资中介机构，对其债权人的偿债责任都不是一种有限责任。

在明确了这一点之后，为了集中分析国有企业的问题，我们不妨假定，国家以税赋融资的方式筹集的资金全部用于国防、行政、外交等公共财政开支。这样，剩下的问题就是国家如何充当融资中介的角色，为国有企业筹集资金。根据国家与居民、国有企业经营者的不同关系，在过去的几十年中，以国家为中介的融资体制主要采取了两种基本形式，可以分别称为收入融资和债务融资。

2. 收入融资

在计划经济时期，国家融资的主导形式是：通过低工资、工农产品剪刀差等途径，把城乡居民应得的收入中可以用于长期储蓄的部分以国有企业盈利的形式“暗拿”过来，形成国有资本，然后再用这些资本直接开办和经营国营企业。

由于是“暗拿”，国家与居民个人之间不可能形成契约关系，因为这些收入根本就没有被分配到居民个人手中。当然，这些收入属于作为一个整体的居民——全民，但“全民”并不具备与国家谈判和订立契约的能力。因此，无论是全民还是其中的个人，都不知道自己向国家贡献了多少资本，也不知道自己有权得到多少回报。国家把居民收入转化为国有资本，似乎不需要付任何成本。

然而，“免费午餐”是没有的。个人将其收入的一部分储蓄起来，并不是真的“用不着”

¹¹ 张春霖：《从百户试点看国有企业改革》，《改革》1996年第5期。

¹² 林毅夫等认为，在资金稀缺的条件下推行资金密集型的重工业优先发展战略，要求实行高度集中的资源计划配置制度，并要求政府对生产剩余进行控制。他们以这种解释为基础对国有企业的问题进行了分析。参见林毅夫等著《充分信息与国有企业改革》，上海三联书店、上海人民出版社1997年版。

¹³ Barca, F. and Trento, S., 1996, "State-ownership and the Evolution of Italian Corporate Governance", 打印稿。中文摘译见《改革》1996年第4期。

这些收入。个人收入在消费和储蓄之间的分割，是一种跨时期的(intertemporal)消费选择，其实质是将收入在现期消费和未来消费(包括留给下一代消费)之间合理分配¹⁴。在人均国民收入水平很低的情况下，居民收入中可以被“暗拿”的部分实际上都是居民未来消费的保障，是居民为住房、养老、医疗、子女教育、失业、意外灾害等方面的开支所必需的资金。因此，国家在使用了居民这部分收入的同时，也不得不承担起为居民提供这些服务或保障的义务。这种义务或隐性负债实质上就是国有资本的融资成本，只是在国家的经济计算中没有被确认而已。从这个意义上看，国家的地位类似于一家巨型的社会保障基金。

当然，这只是一种类比。与通常的基金不同的是，国家不是把国有资本投资于别的企业，而是自己直接使用这些资本，开办一个巨型企业——国有经济。国家通过其各类机关，行使着企业家的职能，包揽了几乎一切重要的经营决策，集中管理着几乎全部现金流量。被称为国营“企业”的工厂其实并不是真正意义上的企业，而是一些按计划生产的生产单位或成本中心。在这种政企合一的体制中，资源配置的主要形式是国家在国有经济这个巨型企业内部分配实物形式的国有资本，企业经营者的选择问题不是厂长的选择问题，而是政府官员或“干部”的选择问题，企业经营者的自主权和约束条件也就是全民给予国家的自主权和约束条件。国家对居民提供服务和保障，主要不是通过公共财政开支，而是通过国营企业的开支。例如，“三个人的活五个人干”，就是国家为“五个人”中的两个提供的一种就业保障，国家为此支付的开支表现为企业成本上升和盈利下降。

3. 债务融资

收入融资是以当时的国民收入分配格局为前提的。从收入分配的角度看，任何社会一年的国民收入中，都有一部分可以储蓄起来转化为投资。收入融资的基础是，这部分国民收入没有被分配到个人手中，而是由国家代表全民来拥有。但是，为了刺激经济的复苏和增长，从70年代末开始，国家逐步主动改变了这种国民收入分配格局。从农村的联产承包责任制、农产品价格调整和定价机制市场化，到以放权让利为主线的国有企业改革，都促使国民收入分配逐步向居民个人倾斜。乡镇企业、私营企业和外资企业的高速增长进一步加强了这种趋势。从一定意义上，个人收入可以说是国家为加速经济起飞而投入的“燃料”。

然而，在国民收入分配格局改变的同时，国家并没有放弃对资本的行政分配，资本市场也没有相应地发展起来，所改变的只是国家作为融资中介与资本所有者和使用者的关系。

由于可积累的收入被分到了居民个人手中，国家向居民筹资的方式也就由“暗拿”改成了“明借”。国家通过其银行，与居民个人形成债务契约关系，承担明确的还本付息义务。从这个意义上，可以说国家融资的主导形式已由收入融资转为债务融资。实际上，国家向居民借债，既可以通过银行吸收居民储蓄，也可以通过财政发行国债。二者都是国家对居民的显性负债。按世界银行的估算，1987年到1995年的9年间，非金融性公共部门借债总额占GDP总额的10.8%，其中，通过银行系统的借债总额占GDP总额的9.0%，用于国有企业的部分占GDP总额的8.6%。¹⁵

在资本的使用方面，也发生了相应的变化。一方面，由债务融资筹集的资本已经有了明确的融资成本，另一方面，国有企业也已成为相对独立的利益主体，因而国家以行政手段分配给企业的资本由财政无偿拨款变成了银行有偿贷款，甚至一部分通过收入融资筹集的资本也在“拨改贷”的改革中被改成了有偿贷款。

除了税赋融资、收入融资和债务融资，由于国家在新建立的社会保障体系中继续充当融资中介的角色，国家融资又有了一种新的方式，即基金融资。基金融资可以看作是收入融资

¹⁴ Blanchard, O. and S. Fisher, 1989, "Lectures on macroeconomics", Cambridge: MIT press.

¹⁵ World Bank, 1996, "The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms", Washington: the World Bank, P.66.

的改进型。在基金融资体制下，国家筹集的资本来自职工个人的工资收入¹⁶，国家通过契约承担明确的偿债责任，资本的融资成本也得到了确认。

三、国有企业的高负债问题

1. 问题的形成

国民收入分配格局的变化和国家融资的主导形式由收入融资转向债务融资，引起了一个意义重大的后果，即由全民的收入转化而来的国有资本在社会总资本中已经不再居于绝对支配地位，由居民个人收入转化而来的民有资本的份额则不断提高。民有资本除了通过国家银行被以行政手段分配到国有企业外，还有相当一部分投入了乡镇集体企业、私营企业、股份制企业和其它非国有企业。与此同时，境外资本也大量流入。由收入融资而筹集的国有资本作为社会总资本的一部分，已经与民有资本、境外资本等非国有资本形成了共存和竞争的关系¹⁷。例如，1995年，51万户独立核算工业企业的资产总额为79234亿元，所有者权益为27483亿元，其中国有企业的所有者权益为16230亿元，占全部企业资产总额的20%，所有者权益的59%；在全部企业资产总额中，集体企业占18%，股份制企业占6%，外商、港澳台商投资企业占15%¹⁸。在这种情况下，如何理顺国有资本和非国有资本之间的关系，已成为国有企业改革面临的一个重要问题。

国有资本和非国有资本投入企业的基本途径都是或者投资于股权，或者投资于债权，因此，二者的关系问题主要表现在两个方面。一是在企业股权的分配方面，即各类资本都控制了哪些企业的所有权，控制的方式是全资还是控股、参股。二是在企业的资本结构方面，即在同一企业中，各类资本是以股本形式投入还是以债务形式投入。前者是通常所说的国有经济布局问题，后者则属于国有企业的资本结构问题，这两方面的问题交织在一起，构成了国有企业改革的一个难点，其集中表现就是国有企业的高负债率。据有关部门统计，清产核资覆盖的30.2万户国有企业的资产负债率平均为71%¹⁹。相当一批企业在扣除资产损失和潜亏挂帐后负债率大于100%。例如，哈尔滨市1994年开始“优化资本结构”试点时，全市国有工业企业的所有者权益仅为66亿元，各种损失挂帐则高达51亿元，占所有者权益的77%²⁰。高负债的现象既可以解释为，相对于国有资本的总量，国有企业占用的资产总量太多了，也可以解释为，为了以全资方式控制如此众多的企业和如此大量由民有资本投资形成的资产，国有资本的总量太少了。无论按哪种解释，问题的根源和解决问题的出路显然都在融资体制，而究竟怎样在融资体制上找出路，则取决于对问题性质的认识。

2. 免费资本幻觉

目前，对决策层和实际工作者都有很大影响的一种认识是，国有企业的高负债问题是一个债务负担过重的问题。按照这种认识，高负债及随之而来的利息支出，是国有企业经营困难的一个主要原因。造成企业债务负担的原因是国家长期不向企业注入资本金。因此，解决问题的出路之一是增加“投入”，建立国家资本金注入机制²¹。那么，国家资本金从何而来？

¹⁶ 收入融资本制造成了一种错觉，似乎职工所拿到的工资就是国营企业为使用职工的劳动所付出的全部成本。由于这种错觉的影响，在新的社会保障体系中企业为职工交纳的各种社会保障费用，经常不是被看作职工工资的一部分，而是被看作由于建立社会保障体系而给“企业”新增加的一种负担。

¹⁷ 关于改革以来非国有经济的发展及其对经济增长的贡献，参见樊纲著：《渐进改革的政治经济学分析》，上海远东出版社1996年版，第199~219页。

¹⁸ 《中国统计年鉴1996》，第415~416页。

¹⁹ 见《经济日报》，1996年5月10日。

²⁰ 国家经贸委企业司：《“优化资本结构”城市试点工作手册》，中国经济出版社1996年版，第315页。

²¹ 此外，也有很多主张“多渠道增资减债”的观点。这些观点通常都把“减债”作为立足点，以负债率下降几个百分点来衡量改革成绩的大小，其实质也是把高负债率看成一个负担问题。实际上，如果注入的不

尽管这一问题很少被提出,但要达到减轻企业负担的目的,收入融资显然是一个主要的渠道。

22

这种认识的不能成立应当说是显而易见的。由于银行贷款利率经常低于通货膨胀率²³,国有企业作为银行贷款的主要接受者,实际上经常享受着居民储户的隐性补贴。例如,1994年,工业品出厂价格比1993年上涨19.5%,而当年银行流动资金一年期贷款利率为10.98%,工业企业面对的实际利率为-8.52%。国有独立核算工业企业当年末的负债总额为26104亿元,若按其中2/3为银行债务计,由负利率得到的补贴当高达1490亿元,相当于这些企业当年利税总额的52%²⁴。因此,“企业利息负担过重”其实只是一种幻觉。这种幻觉形成的根源在于国家融资体制,它反映了资本的使用者或内部人在国家融资体制下产生的一种利益要求²⁵。

如前所述,收入融资的一个重要特点是,国家对居民的隐性负债没有被当作国有资本的融资成本,没有被明确地纳入国家的经济计算。国有资本实际上是被当作一种免费资本来筹集和分配的。这种体制给人们一个幻觉,似乎资本一旦变成了国有资本,就真的变成了免费资本。国有企业的经营者作为资本的使用者,由于处在利害关系中,更难以摆脱这种幻觉。对他们来说,从财政来的国有资本不用还本付息,从银行来的国有资本则要还本付息,后者的比重增加当然会造成企业融资成本增加,利润相应下降。于是,收入融资体制下免费资本的幻觉也就转化成了债务融资体制下“企业利息负担过重”的幻觉。补贴的减少被当成了负担的增加。

由此可见,相对于收入融资,债务融资实际上是一个进步。在债务融资体制下,资本至少有了一个名义正价格。即使还本付息的义务对企业没有任何约束,至少从核算或信息的角度看,企业的帐面成本更接近于其社会真实成本,企业的盈亏也具有了更多的经济含义。如果一家占用资产100万元的企业在银行利率为15%时只能达到10%的资产报酬率,那么这个企业在帐面上亏损5万元而不是盈利10万元,就是一件意义重大的事情,因为只有这样才能使进一步的决策有比较准确的信息依据。

当然,这并不是说所有的企业都应当无本经营,而只是说明,当一部分资本被当作免费资本使用时,这部分资本在企业的资本结构中的比重越低,社会浪费就越少。只有当资本的使用者使用任何资本都必须支付其真实社会成本,从而不存在免费资本时,企业的资本结构选择才是一个有意义的问题。因此,国有企业资本结构的优化,首先要求国有资本的真实融资成本在国家和国有资本投资主体的经济核算中明确地反映出来,与工资、利息一起成为企业必须承担的一种“负担”。

3. 国有资本布局的合理化

国有资本的真实融资成本得到确认,是国有资本投资布局合理化的必要前提。如果国家为筹集和使用国有资本真的可以不承担任何成本,那就意味着国家可以任意选择国有资本在社会总资本中的比重,任意改变国民收入分配格局。国有经济的地位也就可以不在市场竞争中形成,只要国家定个百分比,然后从居民那里把收入集中过来就可以了。而且,既然国有资本是免费资本而其它资本都要求回报,国有资本当然越多越好,国有经济的这个百分比当

是国有资本,负债率下降并不一定能减轻企业的负担。例如,在股东要求分红的压力下,很多上市公司的经理已经意识到,负债率的降低并不一定是负担的降低。

²² 一些出于其它考虑而赞成增加国家资本金注入的学者已经将问题与国民收入分配联系起来,主张通过降低居民收入在国民收入中的比重,使国家有可能向国有企业大规模注入资本金。见《经济学消息报》1996年8月23日的报道。

²³ World Bank, 1996, “*The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms*”, Washington: the World Bank, P.30.

²⁴ 《中国统计年鉴1995, 1996》。按世界银行的估计,1994年国家通过金融体系给国有企业的补贴占GDP的1.7%,即为765亿元(参见World Bank, 1996, “*The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms*”, Washington: the World Bank, P.18)。

²⁵ 李剑阁:《中国企业改革和股票市场发展》,《现代企业理论与中国经济改革国际会议》论文,北京,1996。

然也就定得越大越好²⁶。显然，这样的认识只能把国有经济布局合理化的改革引入歧途，因为国家目前面临的一系列历史欠帐已经证明，国有资本的融资成本不论是否被认识到，终究是要由国家来支付的。

在确认国有资本的真实融资成本的基础上，国有资本（包括存量和增量两部分）布局合理化的关键就在于，国家通过比较投资回报和融资成本，确定国有资本的总量及其在各类企业间的配置格局。当然，这里的投资回报不仅仅指盈利意义上的回报，还包括国家投资的一切非盈利目的的实现。无论在实际操作中将多么复杂，国家所需要做的主要事情实际上只有三件。其一，将各种可供考虑的作为投资对象的企业或项目按重要性排队，形成一个国家投资的优先次序。其二，根据企业的资产总额、国家的股权份额以及各股东、债权人都能接受的负债率，决定投资于每个企业所需要的资本总量。其三，把那些可投可不投的边际企业划分出来，将其重要性与融资成本进行比较，决定国家投资企业的序列在优先次序的哪个位置上截止。这将同时决定所需要的国有资本总量及增量资金需求。至于国家怎样获得这些增量资金，则需要与国家其它方面的资金需求统筹考虑。

4. 国家投资企业资本结构的优化

如果国有资本的融资成本得到确认并进入了国有资本投资主体的决策过程，国家投资企业的资本结构将成为国有资本投资主体与其它股东、债权人谈判和交易的结果。因此，为了使企业的资本结构保持充分的灵活性，随经济环境的变化而不断优化，最重要的条件之一是给各类投资者以充分的选择空间，包括在股权和债权之间的选择空间。在资本以行政手段分配的国家融资体制下，这显然是难以做到的。

因此，目前国有企业的高负债现象，既反映了国有资本投资布局的不合理，也反映了国有企业资本结构优化的机制尚不存在。解决问题的根本出路是，一方面改革国有资本存量的管理体制，培育国有资本的投资主体，并将在收入融资体制下形成的国有资本的真实融资成本纳入其决策过程，另一方面以市场经济的融资体制替代计划经济的融资体制，即建立以资本市场为主体的融资体制，培育民有资本的投资主体并为其股权投资开通渠道。

四、国有企业的“领导班子”问题

1. 什么是“领导班子”问题

融资体制通过企业的资本结构，与企业的治理结构相联系，决定着企业控制权、利益、风险在各要素所有者之间的分配。近年来的研究已经表明，国有企业现存的治理结构以行政干预下的内部人控制为基本特征，其实质是国有企业内部的企业家缺位²⁷。在现实的经济运行中，企业家缺位的一个重要表现就是通常所谓的“领导班子”问题。

要搞好一个国有企业，当然必须有一个“好班子”，这是毫无疑问的。真正的问题在于，怎样才能有一个好班子？企业的领导班子尤其是厂长经理，是企业经营决策权的行使者，所有者的代理人。因此，“好”班子或“好”经营者的标志应当是使所有者的利益得到最大限度的实现。而要做到这一点，主要的决定因素不外乎两个，一是有无能力，二是是否忠诚。国有企业当前面临的领导班子问题，归结起来就是这两方面的问题。“不好”的领导班子无非是由于两方面的原因：或者是缺乏真正的企业家才能，无力驾驭市场竞争中的不确定性和风险，难以为企业开拓生存空间；或者是没有足够的为所有者利益而努力的动因，甚至为谋

²⁶ 例如，有一种观点认为，居民在国民收入分配中所占份额的上升会增加经济建设的成本，因为国家要对更多的居民储蓄付利息。

²⁷ 张春霖：《从融资角度分析国有企业的治理结构改革》，《改革》1995年第3期；《国有企业改革中的企业家问题》，《中国书评》1996年第4期。

求私利而不惜损害所有者的利益。因此,怎样才能有一个“好班子”?答案并不复杂。首先是要把那些真正具有企业家才能的个人选择到领导班子中来,其次是要强化来自资本所有者的监督和约束,有效保障其权益。真正的问题在于,在不确定性和信息不对称性存在的条件下,要做到这两条,都不是轻而易举的事情。

2. 选贤任能和监督约束:困难何在

假如企业家才能就象一个人的身高体重那样一目了然,选贤任能就会十分容易。然而,在现实中,一个人的企业家才能通常是一种私人信息,自己比较清楚,别人则不大了解。当然,即使如此,如果冒充具有企业家才能有较高的成本,真正具有企业家才能的人也能够把自己与滥竽充数者分离开来。选贤任能之所以成为一个问题,是因为一个人在企业经营者的岗位上滥竽充数所带来的成本,主要是由资本所有者承担的。他作为企业经营者如果碰巧比较成功,自然可以获利,如果经营失败,他自己至多也不过一无所获,真正受损失的是那些投入了资本的所有者和债权人。因此,如何排除滥竽充数者的干扰,把那些真正具有企业家才能的个人识别出来,使他们成为企业经营者,就成为一个复杂的问题。在信息经济学中,这类问题被成为逆向选择问题。

假定逆向选择问题得到了成功解决,被选择出来的企业经营者具有足够的企业家才能,道德风险的问题就会接踵而至。不过,在这里,信息的不对称性不是关于企业经营者的才能,而是关于他的行为。企业经营者对自己经营企业的行为(如是否忠诚、是否尽力)了如指掌,但为他的行为承担风险的资本所有者就不可能同样清楚,这些信息也是企业经营者的私人信息。如果企业的经营环境是一个确定的环境,企业的利润就可以完全反映出经营者所付出的努力,信息不对称性也就可以消除。但在现实中,企业恰恰是在充满不确定性的环境中经营的,否则也就不需要经营者的企业家才能。因此,要防止企业经营者以损害资本所有者的利益为代价追求自己的私利,资本所有者必须监督和约束企业经营者的行为。然而,这种监督和约束也是有成本的。监督和约束的一种途径是直接参与经营决策过程,但这意味着企业经营者的一部分决策权转向资本所有者,而这种转移不会没有损失,因为资本所有者之所以聘用企业经营者,就是因为后者具有更高水平的经营决策能力。当然,资本所有者也可以不分享任何经营决策权,而是把企业经营者的报酬与企业的绩效挂钩。但在不确定性存在的条件下,这意味着要求企业经营者为所有者分担风险,对风险厌恶型的经营者的所有者也必须给予补偿²⁸。因此,在不确定性和信息不对称性存在的环境中,对企业经营者的监督和约束是一个复杂的利弊权衡问题²⁹。

3. 战略性投资者和融资中介

无论选贤任能还是监督约束,都有一个以谁为主体的问题。既然资本所有者是直接的利益和风险的承担者,有效率的选贤任能和监督约束当然只能以资本所有者为主体,通过他们与企业家才能的所有者之间的契约关系来实现。然而,在资本所有权分配较为平均、企业经济规模较大的条件下,每一个资本所有者都亲自参与企业经营者的选择和监督约束过程,必然带来过高的交易成本。因此,专业化分工成为必要。

专业化分工首先发生在不同类型的资本所有者之间。一些资本所有者以所谓“控制取向

²⁸ 吴敬琏等著:《大中型企业改革:建立现代企业制度》,天津人民出版社1993年版。

²⁹ 在公司法理论中,这种复杂性表现为所谓“善管义务(duty of care)”与“商业判断原则(business judgement rule)”的矛盾。哈佛大学法学院的R. Clark教授在其所著《公司法》一书中指出,“既要给管理者以充分的自主权,又要力图保证对他们的监督,这两者之间的矛盾在涉及善管义务和商业判断原则的案件中再清楚不过地表现出来。”一方面,成文法和判例法都要求经营者对其公司尽善管义务,即经营者处理公司事务,必须象一个较为谨慎的人在处理自己的事务时那样行事。另一方面,按成文法关于公司应由董事们管理的规定,可以引申出商业判断原则,即董事们的商业判断不应受到法庭和股东的挑战或被推翻,除特定例外,董事们也不应被要求对实施他们的商业判断所引起的后果承担责任。参见Clark, R., 1986, *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Company, P123.

型”的方式将资本投入企业，亲自选择、监督和约束企业经营者，并以企业所有者的身份索取剩余，承担风险。另一些资本所有者则通过与前者建立契约关系，以所谓“保持距离型”方式投资于前者所有的企业。³⁰作为企业的债权人，保持距离型投资者基本上不参与企业经营者的选择，在对经营者的监督约束过程中也只发挥有限的作用，同时满足于获取固定收入，只承担企业破产时的风险。控制取向型投资者所谓“承担风险”，基本含义就是为债权人、职工等契约(contractual)收入的获取者提供“保险”，自己则获取剩余(residual)收入，即企业全部收益支付各方的契约收入后剩下的部分³¹。他们所投入的资本是他们作出可信承诺的本钱。两类资本所有者之间的这种分工和合作既使前者所具有的选择、监督、约束企业经营者的能力和所投入的资源得到了有效的利用，也使后者面临的风险得到了有效的分担。

尽管控制取向型投资者肯定都是企业的所有者，拥有剩余索取权和剩余控制权，但还不能认为企业的一切所有者都是控制取向型投资者。在股份公司制度下，大量小股东总是可以搭大股东的便车，而不必亲自参与企业经营者的选择、监督和约束。这实际上也是一种形式的专业化分工。不过，与债权人相比，小股东是剩余索取者，既承担了较大的风险，也可以获得较高的回报。

由此可见，选贤任能和监督约束的问题能否得到有效率的解决，关键在于那些控制取向型投资者，没有他们，小股东没有便车可搭，债权人也不会找到有能力承担风险的合格债务人。通常所说的战略性投资者，基本上就是指这种控制取向型投资者。

当然，战略性投资者既可以是资本所有者自己，也可以是他们委托的融资中介机构。实际上，无论控制取向型投资，还是保持距离型投资，资本所有者都可以委托融资中介来进行。融资中介的引入是一种进一步的专业化分工。从规模经济的角度看，融资中介的引入相当于众多资本所有者共同聘用一个专家为他们处理投资事务。

然而，融资中介的引入并没有改变战略性投资者的关键意义。为了规避风险，有的融资中介可以将资产组合多样化，在众多的企业做小股东，也可以只投资于债权，承担有限的风险。但是，它们可以这样做的前提是，企业中已经有某些战略性投资者为它们分担了风险，并负责选择、监督和约束经营者。融资中介引入后，资本所有者选择、监督、约束企业经营者的过程也变成了两个部分，首先是资本所有者选择、监督、约束融资中介，其次是融资中介选择、监督、约束企业经营者。

4. 国家融资与领导班子问题

在国家融资体制下，国家是唯一的融资中介，也是唯一的战略性投资者，集选贤任能和监督约束的责任于一身。与企业的领导班子一样，国家作为资本所有者的利益代表，能不能有效地行使它的职能，也取决于两方面的因素，一是它有无足够的动因，二是它有无足够的力量。仔细分析就可以发现，国家融资体制在这两方面都存在严重的缺陷。

(1) 动因问题

在动因方面，国家融资体制的主要问题在于，资本所有者的利益对作为融资中介的国家没有形成硬约束。

在收入融资体制中，资本的所有者是全民，而全民并不具备与国家谈判和订立契约的能力，因此，国家作为融资中介，不受到任何来自资本所有者的契约约束。国有资本是被当作一种免费资本来筹集和分配的。如果说国家事实上面临着来自全民的约束，那么这些约束也主要是政治的和道德的约束。国家之所以必须为全民提供各种服务和保障，与其说是因为它

³⁰ 伯格洛夫：《转轨经济中的公司治理结构：理论及其政策含义》，载青木昌彦等编《转轨经济中的公司治理结构》，中国经济出版社1995年版。

³¹ 用奈特的话说，就是“自信或勇于冒险者承担起风险，并保证犹豫不决者和怯懦者能得到一笔既定的收入”。参见Knight, F., 1921, “Risk, Uncertainty, and Profit”, New York, 1964, A. M. Kelly.

作为融资中介负有这种责任，不如说是因为它作为社会行政管理者，必须承担这种责任。

在债务融资体制中，国家面临着来自居民个人的契约约束。因为国家任何时候都不能拒绝为到期的居民储蓄和国债兑现，这种债权债务关系看上去似乎是一种硬约束。然而，国家与居民的债权债务关系实际上是不能等同于两个自然人之间的那种债权债务关系的。在后一种场合，债务人可以拥有独立于债权人的财产，因而破产威胁可以成为一种有效的硬约束，而国家一旦处在与居民的契约关系中，就只是一种组织，不可能拥有任何独立于居民的财产。国家可以用来偿还其债务的一切财产都只能来自其债权人。因此，国家对本国居民的负债与个人、企业法人之间的债务有本质的区别，如果不考虑再分配效应，国家债务实质上不过是勒纳所说的本国居民对自己的欠债³²。国家作为融资中介，永远不会象非国有的基金或银行那样因不能偿债而破产。对国家构成约束的，不是破产威胁，而是为偿债而筹资的成本，如增税、借新债、变卖财产、发行货币等引起的经济的和非经济的成本。

(2) 能力问题

在能力方面，国家融资体制也存在严重的缺陷。首先，国家行使战略性投资者的职能，选择、监督、约束企业经营者，都是通过其社会行政管理体系而进行的，在与非国有经济的竞争中，这种政资不分的体制已日益暴露出其弊端。

在企业经营者的选择中，由于政资不分，企业经营者只能作为政府机关的下级或“干部”来选择，企业家才能不仅不可能是唯一的标准，甚至难以成为主要标准。有企业家才能的个人即使被选择为企业经营者，其报酬也往往缺乏足够的弹性，不足以反映其企业家才能的市场价格；而他要获得经营企业所需要的资本，又只能等待国家的行政分配。与此相对照，非国有资本的所有者在选择企业经营者时，可以把企业家才能作为主要甚至唯一的标准，可以支付有足够弹性的报酬，也可以允许企业经营者多渠道融资。因此，在两种资本为获得企业家才能而展开的竞争中，国有资本处于明显的劣势，有企业家才能的个人趋向于由国有企业流向非国有企业。这种状况使国有资本的回报率降低，更无力支付企业家才能的市场价格，从而使上述趋势进一步被强化。

在监督约束方面，由于政资不分，监督和约束的主体只能是政府行政机关。强化行政机关的监督和约束，不可避免地会弱化企业经营者的自主权，导致效率损失。为了提高效率，只能把更多的经营自主权放给企业经营者，但这又往往导致监督和约束的弱化，增加了经营者损害所有者的利益的机会。为了强化监督约束，又只能再次强化行政干预。因此，在国家融资体制之内不断放权、收权的结果，只能是行政干预下的内部人控制。

要减少国家融资体制的缺陷所带来的效率损失，出路在于一方面对这种体制进行改革，另一方面在这种体制之外培育新的战略性投资者。然而，在国民收入分配格局改变之后，国家融资体制实际上已成为新的战略性投资者形成的障碍。

战略性投资者首先当然必须有“资”可投。国家充当战略性投资者，本来是以收入融资体制和改革前的国民收入分配格局为基础的。改革开放以后，随着国民收入分配格局的变化，新形成的资本越来越多地表现为民有资本，国家通过收入融资可以筹集的资本越来越少，这就使国家作为原来意义上的战略性投资者，越来越无“资”可投。除了国有企业的税后利润就地转化为投资，国家财政几乎没有向国有企业再投入资本金，新建项目中的预算投资比重也日益微不足道。国家作为战略性投资者，实际上日益成为国有资本存量的管理者。既然新形成的资本主要表现为民有资本，新的战略性投资者也只能主要以民有资本为基础而形成。然而，在债务融资体制下，国家一方面垄断了融资渠道，使大部分民有资本只能作为居民储蓄进入国家银行，从而使非国有的战略性投资者也因无“资”可投而难以形成；另一方面，由于国家将所筹集的民有资本以贷款形式投入国有企业，直接代表国家投资的国有银行又不能拥有企业的剩余索取权和剩余控制权，国家自己也没有成为使用民有资本的战略性投资

³² 阿特金森等著：《公共经济学》，上海三联书店、上海人民出版社1994年中译本，第307页。

者。

这样，国家融资体制就导致了一种战略性投资者高度短缺的状态，而战略性投资者短缺意味着企业经营者的选择者、监督者和约束者的短缺。当然，在国家融资体制下，优势国有企业本身也可以作为战略性投资者，其资金一方面可以来自本企业的税后利润，另一方面也可以把一部分银行贷款转化为股权投资。但是，优势企业的数量本来就不多，加上资金来源的限制，实际上很难改变战略性投资者短缺的总体格局。而且，对优势企业的经营管理者，也有一个选择、监督和约束的问题。

因此，解决国有企业的领导班子问题，根本途径在于改革融资体制，培育战略性投资者。首先需要通过改革政资不分的国有资本存量管理体制，培育国有资本的战略性投资者，其次需要逐步以资本市场替代国家融资，培育民有资本的战略性投资者。民有资本的战略性投资者既可以是自然人，也可以是金融中介机构，而后者既可以为国家所有，也可以为非国有投资者所有。

五、国有企业的结构问题

1. 什么是结构问题

国有企业面临的结构不合理问题被公认为是其经营困难的重要原因，加速结构调整也已成为各方面的共识。然而，结构问题究竟是什么问题？其根源何在？结构调整由谁来“调”？依托什么机制来“调”？对这些问题，仍然有必要从国家融资体制出发作认真的分析。

在实际工作中，国有企业面临的结构问题是一个含义相当广泛的概念³³。目前受到普遍重视的结构不合理方面的问题大致可以归为三类。

第一类是通常所说的企业组织结构不合理问题。其典型表现是，企业规模太小，不能实现规模经济；企业“小而全”、“大而全”，不能实现专业化和劳动分工的利益³⁴。这类结构问题实质上都可以归结为威廉姆森(Williamson)意义上的企业效率边界问题³⁵，即为了使企业有效率，企业内部应当包括哪些经济活动，不包括哪些经济活动。横向地看，企业组织结构问题可以理解为企业内部包含的同类经济活动的规模，即规模经济问题；纵向地看，企业组织结构问题实际上是一个纵向一体化程度问题。

第二类结构问题是通常所说的产品结构或产出结构的问题。其主要表现是企业生产的产品或服务由于品种、规格、性能、质量、成本等原因而没有销路，造成生产能力过剩，开工不足，现金流量减少，直至无力偿还到期债务。从整个国民经济的角度看，这类结构问题也可以理解为产业结构失衡，即总产出的结构不适应总需求的结构。传统产业部门生产能力过剩，处境困难，是这类结构问题的集中表现。

第三类结构问题是企业的地理布局问题。其主要表现是，一些企业由于选择了不恰当的地理位置，导致交通运输、环境保护等方面的成本过高，产品没有竞争力，甚至不得不停产关门。“三线”建设中兴建的一些企业是这方面的典型例子。

2. 结构问题的成因

结构问题无论作为企业边界问题、地理布局问题，还是作为产出结构问题，都是特定投资决策的结果。由于需求变化、技术进步、自然条件变化等方面的不确定性和投资决策者的有限理性，任何经济中都不可能完全没有结构问题。然而，不同的融资体制通过影响投资决策，

³³ 陈清泰：《对当前国有企业改革中五个问题的认识》，《改革》1996年第1期。

³⁴ 例如，“小而全”的问题在机械行业普遍存在，见程远《机械工业调整迫在眉睫》，《经济日报》1996年6月6日。

³⁵ Williamson, O., 1985, “The Economic Institutions of Capitalism”, New York: The Free Press.

可以影响结构问题的特点和严重程度。在国有企业面临的诸多结构问题中，可以很容易地找到三个直接的原因：投资饥渴、条块分割和决策水平低，而在这三个原因背后，更深层的原因就是国家融资体制。

(1) 投资饥渴

大量的结构问题都是由于掌握着投资决策权的“条条”、“块块”和企业经营者在投资饥渴的驱动下，一哄而起，盲目铺摊子、上项目的结果。投资饥渴的痼疾为何久治不愈？究其根源，就是因为在国家融资体制下，借贷和投资的决策者并不受到风险责任的约束。

如前所述，收入融资体制本身就是一种把资本当作免费物品来筹集和使用的体制，投资决策者没有必要顾及投资的回报。成功的投资自然可以算作政绩，失败的投资也不会导致破产，因为没有任何偿债责任与资本的使用权相伴随。在债务融资体制下，情况似乎有所不同，因为银行筹资是以向储户承诺还本付息为前提的，所以在银行和作为投资资金使用者的企业之间，在法律形式上也存在债权人和债务人的关系，后者对前者有还本付息的义务。如果企业盲目投资而不能偿债，将面临破产威胁。由此看来，企业在借贷和投资时不仅不应当饥渴，而且应当十分谨慎才是。然而，这其实是一种极易使人误入歧途的表面现象。“企业”本身并不害怕破产清算。作为法人，企业不过是一个钱柜子，破产清算所能累及的只能是钱柜子主人的利益。在国家融资体制下，国家银行和国有企业都是国家的钱柜子，企业对银行的偿债责任基本上是国有企业所有者对国有银行所有者的偿债责任。如果考虑到国家对本国居民负债的性质，企业对银行的偿债责任其实是国家的隐性债权人或纳税人对其显性债权人即居民储户的偿债责任。实际掌握着投资决策权并分享投资利益的行政机关和企业内部人不仅没有承担偿债责任的能力，而且没有这种义务。只有在他们的个人利益受到影响的限度内，破产威胁才会对他们的借贷、投资决策构成约束。与在收入融资体制下一样，成功的投资可以使决策者名利双收，失败的投资也不会使决策者受多大的损失。因此，在国家融资体制下，投资饥渴说到底不过是一种对无风险责任的投资资金的理性的饥渴，铺摊子、上项目若十分谨慎，反倒会难以解释。

(2) 条块分割

国家融资是一种由国家来筹集和分配资本的体制。但是，一方面，中央不可能撇开部门和地方，直接分配投资资金，作出全部投资决策；另一方面，没有风险责任的投资决策权本身就是一种无形的利益。因此，投资资金的行政分配最终必然要导致投资决策权在条条和块块之间的分割。在条块分割的体制下，企业的边界首先要服从条条和块块的边界，然后才可能服从企业自身的效率边界。一旦出现了某种被公认为有利可图的投资机会，各个条条、块块必然争先恐后，蜂拥而上。经济增长创造出来的一个又一个消费热点和投资机会，只能以一轮又一轮的重复建设而告终。

(3) 决策水平低

造成国有企业结构问题的种种投资决策失误，除了决策者“不为”的问题，也有“不能”的问题。在国有企业现存的治理结构中，投资决策权为条条、块块的行政机关和企业经营者分享。相当一部分企业的经营者缺乏投资决策的能力，这属于前面分析过的领导班子问题；行政机关缺乏投资决策能力，则是以行政手段分配投资资金的必然结果。投资决策和社会行政管理是两种不同的工作，所要求的人员素质和组织制度有很大的差别。例如，为了作出高效率的投资决策，决策者应当具有足够的企业家才能，有独立驾驭不确定性和市场竞争的能力，同时享有充分的决策自主权，以便及时对外部环境变化作出反应。然而，在行政机关中，每一个行政官员都有自己的上级，都是上级指示的执行人，既没有必要独立驾驭不确定性，也不会有很大的决策自主权。这是首长批条子可以代替投资决策的制度基础。正确的投资决策要求有健全的核算制度，计算资产、负债和现金流量，估量投资的成本、收益和风险，而行政机关的核算制度则不可能具有这些功能。因此，行政机关的投资决策经常只能靠简单估

算甚至“拍脑袋”来作出。

因此，国家融资体制是国有企业结构问题的重要制度根源。要从根本上消除投资饥渴、条块分割和决策水平低的问题，必须改革国家融资体制，培育合格的战略性投资者。所谓合格，一是要与国家行政机关分离，拥有独立的投资决策权，二是要独立承担融资成本和投资风险。虽然国有资本的战略性投资者也十分重要，但更重要的显然是民有资本的战略性投资者，因为后者是增量投资资金的主要来源。

3. 企业边界的调整

如前所述，只要存在不确定性和投资决策者的有限理性，结构问题就不可能被完全避免。因此，结构问题的要害不仅在于结构形成的机制，而且在于结构调整的机制；结构的合理性不仅依赖于正确的初始决策，而且依赖于及时的、有效率的存量结构调整。存量调整能不能及时、有效率，关键在于调整的主体和所依托的机制。国有企业的存量结构调整面临的核心问题，就是缺乏合格的战略性投资者和企业控制权流动的机制。

企业边界的调整是国有企业存量结构调整的重要内容。通过企业边界的调整，存量资产可以重新组合，实现规模经济，发展专业化分工，优化地理布局，增强企业的竞争力。企业边界调整必然意味着对存量资产的控制权的重新分配。在市场经济中，企业边界调整的主体是企业家或战略性投资者，通过他们之间的谈判和市场交易以及随之而来的企业控制权流动，不同企业的资产实现重新组合。在国家融资体制下，国有企业治理结构的特征是行政干预下的内部人控制，企业边界的调整也就只能以行政机关和企业经营者为主体来进行。在国有经济内部，可供采取的调整机制有以下几种。

首先，企业经营者可以自作主张，与别的企业合并、组成集团，兼并其他企业或被兼并。在这种情况下，企业经营者们是在处置企业所有者的财产。企业边界的调整能在多大程度上符合效率的要求，取决于企业经营者的行为目标在多大程度上与所有者的利益相一致，外部性问题可以在多大程度上被避免。

当然，在大多数场合，所有者的约束都或多或少地存在，但其形式主要是行政机关的干预。由于企业边界的调整直接影响到企业主管部门和其他有关行政机关的权力和利益，企业经营者很难有完全独立的决策权。在行政机关主导的条件下，企业边界的调整可以通过两种机制来进行。

如果企业边界调整跨越两个条条或块块的边界，调整的机制就是不同条条、块块的行政机关之间的谈判和交易。假如行政机关之间谈判和交易的目标是最大化所属企业的资产价值，两个条条或块块之间的交易就不会和市场经济中两个公司的交易有很大的区别。问题在于，行政机关的利益只是部分地依赖于所属企业资产价值，因而企业资产价值最大化在其目标函数中的地位是很有限的。牺牲企业资产价值增值的机会而保持行政权力的现象和条块分割一样难以避免。

于是，为了促进企业资产跨地区、跨部门流动，就只能寄希望于第三种机制，即由一个更高层级的条条或块块在自己的辖区之内用“拉郎配”一类的手段来重新划定企业边界。由此形成了一种广为流传的误解，似乎要实现结构调整，就必须给有关的条条、块块以审批权之类的“手段”，或者干脆将之改为“控股公司”。实际上，无论从逻辑上还是从事实中，都不难看出，结构调整并不一定要在同一行政权威或同一所有者的辖区内进行才能成功。假若果真如此，为调整结构，就只能把全部企业集中在一个巨型“控股公司”之下，从而回到中央计划经济了。跨地区、跨部门的结构调整之所以困难，根源在于调整的主体是行政机关。只是由于主体是条条、块块的行政机关，它们之间的分歧才非要它们的上级来协调不可。更大的条条或块块出面，尽管可以消除下级条条和块块之间的分歧，却不能消除自己和同级之间的分割。即使在自己的辖区内，由于多元目标、信息不充分等原因，“拉郎配”式的调整

也很难有效率。

4. 企业重组

如果一个企业缺乏竞争力,不仅是由于其边界不符合效率要求,而且还有产出结构不符合市场需求等方面的原因,调整存量结构就意味着调整企业边界,而且意味着全面的企业重组。所谓企业重组,就是实施一组旨在提高并保持企业的市场竞争力,使之能正常参与市场竞争的改革和调整措施³⁶。其中包括重新制定企业的经营和发展战略,调整管理层和内部组织机构,开发新产品,更新设备和技术,引入新投资,裁减富余人员,提高管理水平,等等。只有通过企业重组,使企业重新具有竞争力,存量资产才能恢复其盈利能力。

和企业边界调整一样,企业重组的核心问题也是谁来重组、依托什么机制重组。近年来企业改革的一个重要成果就是认识到,国有企业的问题是多方面的、综合性的,对大多数企业尤其是困难企业,竞争力的提高都不能仅仅寄希望于某一项措施,而必须综合治理,即实行全面的企业重组。然而,仅仅认识到企业重组的必要性是不够的。决定重组成功与否的主要因素是重组的主体和机制,而解决主体和机制的问题,必须改革融资体制,培育战略性投资者,建立企业控制权市场(market for corporate control)。

对任何一个潜在的重组者,包括企业的现任所有者,重组实质上都是一种投资行为。在重组过程中,重组者为了提高企业的竞争力,必须进行多种形式的投入,除了现有的资产存量,通常还需要进一步投入资金、人力、技术、信息、商誉、销售渠道等资源。投入这些资源的直接目的是提高企业的竞争力,而提高竞争力的目的在于提高企业的预期盈利能力和资产的市场价值,使重组投资获得尽可能高的回报。重组期间所投入的资源与企业资产价值的增值之间的函数关系,可以称为“重组技术”。由于种种原因,对任何一个特定的企业,不同的潜在重组者所拥有的重组技术一般是不同的;换句话说,投入同样的资源所导致的企业资产增值一般是有差别的。从重组者的角度看,这也就是说,不同的重组者可能获得的投资回报率是不相同的。

因此,企业重组的过程无论如何复杂,以下两点都是决定其成败的重要因素:一是潜在的重组者是否拥有足够的重组技术,二是企业控制权能否转移到拥有最佳重组技术的潜在重组者手中。

(1) 重组者的培育

重组者是主持企业重组的战略性投资者或企业家。重组者要具有较高水平的重组技术,需要拥有两种资源,即资本和企业家才能。没有足够的资本,重组者就无力为保持距离型投资者提供保险,因而就不能在保持控制权的前提下获得足够的资金。没有足够的企业家才能,重组者就难以在充满不确定性和风险的环境中,为企业找到参与市场竞争的最佳位置。

资本和企业家才能可以同属于某一个自然人,使之成为具有较高重组技术的重组者。例如,在对小企业实行的股份合作制改革中,一些有经营才能的厂长经理可能同时也有足够的资本。他们有能力购买相当比例的股份,控制企业的经营管理,成为战略性投资者,对小企业进行全面重组。但是,对多数大中型企业,自然人要成为重组者是不大可能的,因为在收入分配较为平均的情况下,大中型企业的重组所要求的资本规模是绝大部分自然人所无力提供的。因此,资本必须被集中起来与企业家才能相结合,才能形成有较高重组技术的战略性投资者。融资体制对企业重组的意义之一就在于为这种战略性投资者的形成提供制度条件。

然而,如前所述,在国民收入分配格局变化之后,由于国家融资体制的阻碍,不仅民有资本的战略投资者难以形成,国家作为国有资本的战略投资者,也面临“无资可投”的处境,导致了一种战略性投资者高度短缺的局面。对困难企业来说,战略性投资者的短缺首先意味着资金短缺,不仅缺乏资本金,而且缺乏融资能力。因为对于银行、小股东等保持距

离型投资者，既然不能或不愿控制企业重组的决策过程，他们投资的安全就依赖于战略性投资者的资本实力和重组技术。如果在战略性投资者不存在的情况下将资本投入企业，他们就必须承担战略性投资者应当承担的风险，而不管他们是否享有相应的权益。因此，在他们所信任的战略性投资者到位之前不向困难企业投资，是一种理性的规避风险的行为。

然而，没有新的资金投入，大部分困难企业很难通过更新设备和改进技术、生产工艺，调整产品结构，降低成本。因此，战略性投资者高度短缺的局面迫使困难企业及其主管部门不得不涌上合资的独木桥，向在境外资本市场上形成的战略性投资者寻求帮助。

(2) 企业控制权的转移

成功的企业重组不仅要求有重组者，而且要求有一种机制，使企业控制权能转移到那些具有较高重组技术的重组者手中。

任何企业的资本都只能或者来自所有者，或者来自债权人。因此，企业控制权的转移可以在两种状态下发生。一是企业处于正常经营状态，有能力清偿到期债务。在这种状态下，控制权转移发生在现任所有者和重组者之间。二是企业无力清偿到期债务，处于破产状态。在这种状态下，控制权的转移应当成为债权人和重组者之间的事情。企业重组的效率依赖于企业控制权能不能转移到拥有最佳重组技术的潜在重组者手中，而企业控制权转移可以依托两种机制：或者象企业边界调整一样，依托现有的以行政干预下的内部人控制为特征的治理结构，或者建立企业控制权市场。

从所有者到重组者的控制权转移有一部分发生在国有经济内部，主要形式是优势国有企业兼并困难国有企业或与之联合。这类控制权转移所依托的机制与企业边界调整基本相同。中外合资、实行股份合作制以及非国有企业对国有企业的兼并，是控制权通过市场交易由所有者转向重组者的几种主要形式。在这类交易中，由行政干预下的内部人控制所引起的主要问题是转让方行为扭曲，或者为自己获利而低估企业资产价值，或者为自己保险而坚持高估企业资产价值。对竞争的自然的和人为的限制加剧了资产转让价格形成机制的扭曲，进一步降低了控制权转向最佳重组者的概率。

从债权人到重组者的控制权转移也面临着国家融资体制的阻碍。在需要破产重组的企业中，债权人是一组现成的重组者³⁶。债权人可以通过直接的债权股权转换而成为重组者，也可以将债权折股出售，使其他战略性投资者通过债权转股权而作为重组者进入企业。然而，在现存的债务融资体制中，这两种途径对作为债权人的国家银行来说都行不通。因此，以债权人为转让方的企业控制权市场实际上难以形成，任何潜在的重组者要获得对企业的控制权，只能走迂回的道路。

一种迂回道路是破产清算加整体收购，即企业首先走完破产清算程序，然后再由另一企业“整体收购”其资产，接收和安置职工³⁸。但是，由于债权人的选择空间受到限制，约束被弱化，债务人企业中早已存在的以行政干预下的内部人控制为特征的治理结构在企业破产后继续发挥着主导作用，企业资产的处置首先要服从于行政机关和企业内部人的利益。双方的联盟不可避免地构成了一种进入障碍，使该行政机关辖区之外的其他战略性投资者难以加入竞争。破产企业资产的整体收购因此也就演变为在同一行政机关辖区内的企业边界调整，收购价格形成则具有明显的买方垄断的性质。

为了避免这类问题，只能走另一种迂回道路，即绕开破产程序，由优势企业直接兼并并有重组潜力的破产企业。但是，绕开破产程序并没有绕开问题的核心。优势企业兼并破产企业，不可能百分之百地承担其债务。因此，为了实现兼并，必须确定兼并方承担债务的比例。然

³⁶ Lieberman, I., 1990, “*Industrial Restructuring: Policy and Practice*”, Washington: The World Bank.

³⁷ Hart, O., 1995, *Firms, contracts and financial structure*, Oxford: Oxford University Press.

³⁸ 例如，参见武汉市企业破产试点的情况介绍，国家经贸委企业司编《开阔思路，大胆探索，勇于实践，务求实效：全国企业改革试点工作经验汇编》，中国经济出版社 1995 年版，第 114 - 121 页。

而，确定兼并方所承担的债务，实际上就是确定破产企业资产控制权的转让价格，或整体收购价格。兼并不过是一种没有法院参与的整体收购。如果承担债务的比例由兼并方和债权人自己去谈判，那么兼并和整体收购就不会有根本的区别。而且，由于没有法院参与，众多债权人更难以和兼并方谈判，实际上将处于更不利的地位。因此，兼并要与整体收购有所不同，必须改变定价机制，不给兼并方和债权人以自由谈判的余地，而由政府出面决定债务承担比例。以这种兼并取代整体收购，实质就在于以政府定价取代不完善的市场定价。虽然在企业控制权市场不能发育的条件下，这是唯一可行的办法，但这显然不是解决问题的出路。

由此可见，企业重组和其他形式的结构调整一样，也面临着主体和机制的问题。除非从根本上改革融资体制，为战略性投资者的形成排除障碍，并建立企业控制权市场，企业重组就只能依托现存的治理结构进行，其成功机会将大为降低。

六、国有企业改革中的“投入”问题

1. 问题的性质和表现

在近年来的国有企业改革中，很少有什么大的举措能摆脱所谓“改革成本”问题或“投入”问题的困扰。不过，人们在实际工作中谈论的“投入”问题还有必要分为两种类型。

第一种类型的投入问题指的是，国有企业负债率过高，技术改造资金短缺，阻碍了企业的发展，急需国家增加投入，注入资本金。这种投入问题显然与前面分析过的企业重组问题和高负债问题有关。技术改造所需要的是一种投资资金，而不是一种消费性开支，实际上既可以来自国家，也可以来自其他投资者。之所以形成技改投资不足、非国家注资企业就难以生存的局面，根源在于国家融资体制所造成的战略性投资者短缺。对多数困难企业来说，技改投资是企业重组所需总投资的一部分，没有合格的战略性投资者充当重组者，承担重组的风险，银行及其他保持距离型投资者是不愿投资的。所谓“不搞技改等死，搞技改找死”，就是因为战略性投资者不到位的情况下，一些技改项目实际上难以带来足够的现金流量，保证按期还本付息。这样的项目中，有的只能产生很低的投资回报，不足以支付利息，因而根本不应该投资；有的虽然可以产生足以支付利息的投资回报，但不足以按期偿还本金，这样的项目所需要的是股权投资。银行若对这些项目投入贷款，也无异于“找死”。

因此，这一类投入问题不能简单地归结为国家注资不足。实际上存在两方面的注资不足，除了国有资本注资不足，还有民有资本注资不足。要增加民有资本投入，关键在于培育能承担企业重组风险的战略性投资者或重组者，第五节对此已作过分析。至于国有资本投入不足的问题，其实就是第三节所讨论的高负债问题。如果国有资本的融资成本得到了确认，国家投资的优先次序已经决定，国家向企业投入多少国有资本，就取决于国家筹集增量投资资金的融资成本，而这又与国家其他方面的资金需要有关。因此，增量国有资本的筹集问题必须与国家的其他资金需要统筹考虑，其中包括由第二种类型的投入问题而产生的资金需要。

国有企业改革中发生的第二种类型的投入问题主要有两种表现：一是缺乏足够的资金对国有企业职工进行必要的补偿，二是缺乏足够的资金弥补银行不良资产的净损失。例如，困难国有企业无论破产清算还是重组，都有一些职工会失去工作，银行债权的损失也会暴露出来。由于没有足够的资金投入来安置职工，冲销银行资产损失，国有企业破产只能在有限的范围内试点，很多失去生命力的困难企业只能维持现状，继续消耗社会资源。商业、外贸行业达到破产条件的企业不能破产，就是因为这些企业破产后暴露的银行债权损失数额较大，国家无力弥补³⁹。即使经营状况较好的企业，在公司制改组、股份上市、中外合资等过程中，

³⁹ 参见国家经贸委、中国人民银行：《关于武汉市企业破产问题有关情况的报告》，《关于部分省市兼并破产情况的调查报告》，载国家经贸委企业司编《“优化资本结构”城市试点工作手册》，中国经济出版社1996年版，第284、290、292页。

也往往有富余职工需要下岗，离退休职工的福利和保障需要重新安排，企业自办的中小学、医院、幼儿园等福利设施需要有人接收，承担相应的费用。小企业实行股份合作制，也有类似问题⁴⁰。在所有这些场合，都需要国家有足够的资金投入，对职工进行补偿。

职工之所以需要国家投入资金进行补偿，原因在于，在收入融资体制下，职工应得的收入中可以用于住房、养老、医疗、子女教育、失业、意外灾害等方面开支的部分，已经在国家手中形成了国有资本，国家因此而承担着为职工提供这些服务和保障的义务。当职工需要得到这些方面的服务和保障时而资金不足时，他们只能求助于国家，国家也有责任投入资金对职工进行补偿。这种投入实质上是偿还国家在收入融资体制下承担的隐性负债。至于国家投入资金弥补银行不良资产的净损失，则是国家为保证偿还对居民的显性负债所必需的。

因此，如果说第一种类型的投入问题关键在于如何增加新投资，第二种类型的投入问题实质则在于如何偿还历史欠帐，即国家在收入融资体制下承担的隐性负债和在债务融资体制下承担的显性负债。第一种类型的投入问题不能简单归结为国家的投资资金不足，但第二种类型的投入问题主要在于国家的偿债资金不足。

2. 偿债资金缘何不足

(1) 隐性负债的偿债资金

国家对全民的隐性负债是在收入融资体制中形成的。因此，隐性负债的偿债资金应当来自国有资本的投资收益和本金。偿债资金是否充足，取决于国有资本投资的收益率和流动性。现实中之所以出现偿债资金不足，根源在于收入融资体制本身。

如前所述，收入融资体制是一种把国有资本当作免费资本来筹集和使用的体制。在这种体制下，隐性负债并没有被当作国有资本的融资成本来看待，也没有和国有资本的投资收益挂钩。国有资本的投资收益不是被作为偿债资金来加以管理，而是继续被作为免费资本投入各种项目，包括高风险项目。隐性负债之“隐性”，要害就在于，在国家的经济核算中，这种负债并没有被当作真正的负债。

当然，隐性负债并不会因为不被承认就不复存在。国家事实上一直在偿还其隐性负债。但是，在收入融资体制下，国家偿债主要不是通过其财政开支，而是通过国有企业的成本开支。国有企业一方面继续向职工支付较低的工资，另一方面为职工提供几乎免费的住房，发放退休金，提供公费医疗，为职工子女提供幼儿园、中小学，让富余职工与其他职工一起分享工作岗位和收入。正式工资之外的这些福利和保障构成了国有企业成本的一个重要组成部分。例如，按国有企业有 1/3 的富余职工（约 2400 万人），每年需向每个职工支付 5000 元计算，国有企业为这些职工提供就业保障的成本就高达每年 1200 亿元；另据计算，国有单位职工住房享受的“暗补”1995 年为每人 1367 元⁴¹，假定国有企业为 5000 万职工提供住房，暗补规模就达 680 亿元。两项相加，相当于 1995 年国有工业企业实现利润的 3 倍⁴²。

国家以这种方式偿还其隐性负债，实质上是以收入融资的方式筹资偿还因收入融资发生的负债。由于筹资和偿债都以企业为单位，偿债资金来源高度依赖于企业的当期经营状况。很多企业在其生命的旺盛期，向国家提供了巨额的投资回报，但这些收益又被当作免费资本，投入了其他项目。随着这些企业由于资源、技术、市场等原因进入困难时期，偿债资金来源逐步枯竭，职工也逐步失去了应得的福利和保障，这时，国家从何处筹集资金补偿职工，也就成为一个难题。

隐性负债的另一个重要特征是，通常在债务合同中应当界定的内容并没有得到界定，从

⁴⁰ 例如，参见山东诸城、上海等地小企业改革的情况介绍，陈清泰主编《加快中小企业改革的步伐：放开活中小企业的政策和经验》，中国经济出版社 1996 年版，第 243、261 页。

⁴¹ 汪利娜：《城镇住房福利规模有多大》，《中国证券报》1997 年 1 月 10 日。

⁴² 《中国统计年鉴 1996》，第 421 页

而留下了再谈判的余地。因为在收入融资体制下，国家筹集的资本来自全民的收入，任何个人都不知道自己向国家贡献了多少，有权获得什么样的回报。然而，国家在偿债时，除了向全民提供公共物品，主要的形式只能是向个人提供住房、养老、医疗、子女教育、失业等方面的服务和保障。这就使偿债的过程同时也变成了界定债权人资格、债权数额的过程。一个人有没有得到国家补偿的资格，有权得到多少补偿，取决于他能不能得到以及能得到多少补偿。这样的机制驱使国有企业职工付出大量的努力，加强自己的谈判地位，以便争取从国家哪里得到尽可能多的补偿。这从另一方面加剧了偿债资金不足的问题。

因此，隐性负债的偿债资金不足，首先是一个体制性的问题。如果突破企业、行业、地区界线，动用全部国有资本的收益偿还隐性负债，同时明确界定国家的偿债责任，目前存在的偿债资金不足问题至少可以大为缓解。当然，这并不是说国有资本的收益率和流动性就一定能提供足够的偿债资金，从而不存在总量上的问题。实际上，由于国有企业的诸多问题，国有资本的投资回报率经常低于通货膨胀率，处于不断贬值的过程中⁴³。如果国家的偿债责任得到明确界定，理论上说，国有资本继续贬值就有可能达到临界点，使国家作为收入融资的中介机构处于资不抵债的状态。

(2) 显性负债的偿债资金

在债务融资体制中，国家的角色是一家巨型的银行。因此，显性负债的偿债资金依赖于债务人的还本付息。但是，如前所述，在债务融资体制下，战略性投资者的短缺造成了合格的债务人短缺。国家银行的债权投资实际上不得不承担股权投资的风险。在近十年里大量出现的“无资本金”企业中，这一点表现得最为清楚。当然，银行并非不能进行股权投资，问题在于，在债务融资体制下，国家银行在承担股东风险时，并不同时享有股东的权益。投资成功，银行只能得到利息，投资失败，银行必须承担全部损失，包括本该由股东承担的损失。因此，银行资产质量的降低是不可避免的。除此之外，银行信贷资金还经常被用于偿还国家的隐性负债和其他财政性开支，这些资金更是从一开始就注定有去无回。世界银行援引中国政府官员的估计认为，国有商业银行的不良资产约占资产总额的 20%⁴⁴。不良资产形成后，银行既不能把债权转为股权，又不能在市场上折扣出售其债权，也就使银行失去了很多挽救其不良资产的机会，进一步加剧了损失。

面对银行资产的损失，国家作为银行的所有者有两种基本的选择：或者用国家在银行的资本弥补损失，或者举借新债弥补旧债损失。这个道理可以用一个例子来简要地说明。假定银行第 1 年吸收 100 的一年期存款，然后将其中的 80 投入 A 企业，20 投入 B 企业，均为一年期贷款；第 2 年，A 企业的 80 按期归还，B 企业的 20 却有去无回。这时，银行就会面临一个 20 的资金缺口。假如第 2 年银行吸收的新储蓄大于 20，银行就可以用 20 的新储蓄偿还老储户，把问题推到下一年。如果新储蓄是不断增加的，问题就可以继续推下去。换句话说，银行总可以通过吸收新储蓄来抵补资产损失，除非资产损失的规模大到新增储蓄无法弥补的地步。但是，如果 B 企业这样的企业破产或被收购、重组，银行的资产损失就会在帐面上暴露出来。这时，国家作为银行的所有者，就不能继续用借新还旧的办法，而必须冲销其在银行的所有者权益。如果因此而使银行的资本充足率降低到国际标准之下，国家或其他投资者就必须进一步为银行注资，使之“再资本化(recapitalized)”。目前，在国有企业改革过程中发生的银行资产损失难以处理的问题，实质上就是由于国家难以从前一种筹资方式转向后一种筹资方式，即难以停止借新还旧的做法。之所以如此，又是因为国家没有足够的资本投入银行，实现银行的再资本化。

⁴³ 例如，国有独立核算工业企业实现利润与所有者权益的比率，1993 - 1995 年的三年中分别为 7.7%、6.7% 和 4.1%，同期的年通货膨胀率分别为 13.2%、21.7% 和 14.8%。见《中国统计年鉴》有关各年。

⁴⁴ World Bank, 1996, “*The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms*”, Washington: the World Bank, P.28.

3. 国家的资金来源和资金需要

解决国有企业改革中的投入问题,要求国家筹集资金偿还债务,增加投资。但是,国家同时还兼有其他职能。因此,在探讨解决投入问题的可行出路时,对国家的资金来源和资金需要必须统筹考虑。

(1) 资金来源

国家的资金来源主要有五个方面:

A 税赋融资。即以税收方式筹集资金,其中包括正常的铸币收入和通货膨胀带来的收入。

B 收入融资。国民收入分配格局变化之后,以收入融资方式可以筹集的资金主要是国有资本的投资收益,包括国有银行和国有工商企业一切在法律上归属于国家的利润,以及国家在其他企业的投资收益。

C 债务融资。主要包括发行国债和吸收居民储蓄而筹集的资金。

D 基金融资。基金融资是收入融资的改进型。它与收入融资的最大区别是把对全民的隐性负债变成了对个人的显性负债。国家在把职工工资的一部分纳入社会保障基金的同时,也明确地界定了自己对职工的义务。

E 资产变现。巨额的资产存量为国家提供了重要的资金来源。可供动用的资产主要包括:

——国家在全部国有工商企业和国有金融机构中的所有者权益及在其他企业中的股权。

——国家银行和其他国有金融机构对非国有债务人和居民个人的债权,对国有企业的债权净额(扣除企业存款)。

——尚未出售或用作投资的国有土地使用权。

——尚未出售或用作投资的国有房产。

——归属于国家的其他实物资产和金融资产。

(2) 资金需要

与上述资金来源相对应,国家必须在若干种主要的资金需要之间进行权衡⁴⁵。按约束的硬度,这些资金需要大致可作如下排列:

A 正常财政开支。

B 偿还对国有企业职工的隐性负债。

C 支付在新的社会保障体系中形成的对职工的负债。

D 增加在国有银行的投资,冲销资产损失并使资本充足率达到国际标准。

E 增加在工商企业的投资。

解决国有企业改革中的投入问题,基本出路在于国家从前述的五种途径筹集足够的资金⁴⁶。当然,对国家来说,不同的筹资方式有不同的筹资成本,由每一种方式可以筹集到的资金总量也是有限的。另一方面,不同的资金需要对国家的重要程度也是不相同的。因此,国家决策的基本逻辑是,首先确定必须满足的资金需要,并以成本最低的方式筹集所需资金。然后将其他资金需要按重要程度排列,将其他资金来源按成本高低排列,并在重要程度和筹资成本之间权衡,以决定哪些需要可以得到满足,哪些需要不能得到满足。不过,在此过程中,改革融资体制具有关键的意义。

4. 融资体制的改革与投入问题

(1) 隐性负债问题

⁴⁵ 世界银行根据 1994 年数据进行的一项估算认为,国家需要筹集的资金占 GDP 的 6%左右。世界银行的估算没有考虑下述 D、E 两项,但其思路和方法是本章所赞同的。参见 World Bank, 1996, "The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms", Washington: the World Bank, P.41.

⁴⁶ 郭树清对国家隐性负债的规模作过计算,并分析了解决问题的可能性。参见郭树清《国有经济改革与债务问题处理》,《经济社会体制比较》1996 年第 3 期。

解决隐性负债的偿债资金来源问题,实质上就是清理收入融资体制遗留的历史包袱。首先需要做的工作是界定国家的偿债责任。目前,在国有企业破产时,职工安置费的标准⁴⁷实际上就是对国家偿债责任的一种界定。一些小企业在实行股份合作制时,一次性地支付离退休职工的医疗、养老费用⁴⁸,也相当于界定了国家的偿债责任。但在多数场合,国家对职工的偿债责任仍然是一个未知数。这种状况的长期延续势必增大国家的偿债成本。

在界定国家偿债责任的同时,清理收入融资体制的历史包袱的最根本措施,是对国有资本存量实行基金式管理,把隐性负债的偿债责任与国有资本的投资收益挂起钩来⁴⁹。国有资本的投资收益和部分存量变现要首先用于偿还对职工的历史欠帐,而不是用于扩大投资。在实践中,这样的探索实际上已经在进行⁵⁰。例如,在中外合资的场合,中方母体用在合资企业中的分红维持离退休职工和富余职工的生活费用,就是把国家在合资企业中的投资收益用于偿还历史欠帐。以安置职工为条件谈判资产转让价格,则相当于用国有资产存量变现为职工提供就业岗位。在企业破产试点中,包括土地使用权在内的资产变现收入也首先被用于职工安置,因此而增加的银行资产损失在银行呆账准备金中冲销⁵¹,意味着国家将其在银行的投资收益用于安置职工。在小企业改革中,有的地方也作过类似的尝试,具体做法是将一部分国有产权划给社会保障机构,用所得红利等收入支付职工养老金等费用⁵²。

但是,在国有资产管理体制改革中构造的控股公司等国有资本投资主体,仍然是免费资本的投资者,国有资本的融资成本还没有进入它们的核算之中。因此,把国有资本的投资主体改造为负有偿债责任的基金,既是解决隐性负债偿债资金来源问题的必由之路,也是构造国有资本战略性投资者的较好选择。

(2) 显性负债问题

显性负债的偿债资金缺口是一个变量。相当一部分银行不良资产的价值,取决于企业重组的成功程度。因此,实现银行不良资产的市场交易,建立企业控制权市场,对于尽可能减少银行资产的损失,具有根本性的意义。这一方面是因为,健全的市场交易可以保证不良资产的出售价格最大限度地反映其真实价值,避免目前以兼并优惠政策的形式实行统一折扣率所带来的弊病,另一方面是因为,债权的市场交易可以使企业控制权尽可能流入最具重组技术的投资者手中。当然,要实现银行不良资产的市场交易,减少资产损失,必须改革现行的融资体制,加快重组者的培育。

银行不良资产的市场交易一旦开放,资产损失就会全部显现出来,要求国家采取相应的措施。目前,在兼并破产试点中,银行的资产损失在呆账准备金中冲销,相当于国家银行的利润转为国家在银行的所有者权益后被冲销,是银行的一种自我再资本化(self-recapitalization)。由于银行利润与几十年积累起来的资产损失相比数量十分有限,这种办法不可能是一种全面的解决办法。国家最终需要在前述的五种筹资方式之间作出选择。

(3) 新增投资问题

国家增加在工商企业中的投资,自然有其收益和必要性。但是,在国家的各种资金需要中,正常的财政支出和偿还对居民的债务显然是约束更硬的开支,处于更优先的地位。因此,国家只能在满足了正常财政开支,偿还了必须偿还的债务之后,才可能考虑筹集资金向工商

⁴⁷ 国务院规定,职工安置费原则上按照破产企业所在市的企业职工上年平均工资收入的3倍发放。见国家经贸委企业司编《“优化资本结构”城市试点工作手册》,中国经济出版社1996年版,第511页。

⁴⁸ 陈清泰主编:《加快中小企业改革的步伐:放开放活中小企业的政策和经验》,中国经济出版社1996年版,第243、261页。

⁴⁹ 吴敬琏等著:《大中型企业改革:建立现代企业制度》,天津人民出版社1993年版,第266页。

⁵⁰ 郭树清:《国有经济改革与债务问题处理》,《经济社会体制比较》1996年第3期。

⁵¹ 国家经贸委企业司编:《“优化资本结构”城市试点工作手册》,中国经济出版社1996年版,第509~513页。

⁵² 吴敬琏等:《放开放活小型国有企业》,《改革》1996年第5期。

企业投资。要解决企业资金短缺的问题，把新投资引入老企业尤其是困难企业，根本的途径在于培育民有资本的战略性投资者，把居民储蓄转化为投资。

七、结论

本文的分析说明，国有企业面临的问题，根源于从计划经济遗留下来的以国家为唯一中介的融资体制。解决国有企业的问题，根本出路在于以市场经济的融资体制替代计划经济的融资体制，即以竞争性的资本市场替代国家融资，同时尽早处理国家融资体制遗留的历史欠帐问题。如果这一结论能够成立，国有企业改革的思路就应当作出适当调整。从本章的分析和和其他相关研究，可以引申出如下值得考虑的政策建议：

(1)在指导思想上，要把培育市场尤其是资本市场作为推进企业改革的基本途径。

(2)确认国有资本的融资成本，尽早界定国家对国有企业职工的隐性负债，培育基金形式的国有资本投资主体。

(3)逐步开放不良债权的市场交易。可以由中央财政投资设立一个托管机构，接管国家银行的全部不良债权，并首先允许折扣率较低的不良债权转让⁵³。

(4)加快培育投资基金等机构投资者，在一定时期内可以先批设一些中外合资的投资基金。

(5)研究确定国有资本投资的优先次序，通过企业控制权市场逐步调整投资布局。

(6)继续增加国家税收和国债发行，提高国家财政收入在国民收入中的比重。

(7)把改革重点转向有重组潜力的困难企业，逐步扩大企业重组的规模。

参考文献

阿特金森等，1980，《公共经济学》，上海：上海三联书店、上海人民出版社 1994 年中译本。

Barca, F. and S. Trento, 1996, "State-ownership and the Evolution of Italian Corporate Governance". 打印稿。中文摘译见《改革》1996 年第 4 期。

Blanchard, O. and S. Fisher, "Lectures on macroeconomics", Cambridge: MIT press.

伯格洛夫，1995，《转轨经济中的公司治理结构：理论及其政策含义》，载青木昌彦等编《转轨经济中的公司治理结构》，北京：中国经济出版社。

陈清泰，1996，《对当前国有企业改革中五个问题的认识》，《改革》第 1 期。

陈清泰(主编)，1996，《加快中小企业改革的步伐：放开放活中小企业的政策和经验》，北京：中国经济出版社。

Clark, R., 1986, *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Company.

樊纲，1996，《渐进改革的政治经济学分析》，上海：上海远东出版社。

国家经贸委企业司，1995，《开阔思路，大胆探索，勇于实践，务求实效：全国企业改革试点工作经验汇编》，北京：中国经济出版社。

国家经贸委企业司，1996，《“优化资本结构”城市试点工作手册》，中国经济出版社。

郭树清，1996，《国有经济改革与债务问题处理》，《经济社会体制比较》第 3 期。

Hart, O., 1995, *Firms, contracts and financial structure*, Oxford: Oxford University Press.

Knight, F., 1921, "Risk, Uncertainty, and Profit", New York, 1964, A. M. Kelly.

李剑阁，1996，《中国企业改革和股票市场发展》，《现代企业理论与中国经济改革国际会议》论文，北京。

⁵³ 张春霖：《论国有企业的债务问题》，《改革》1996 年第 1 期。

Lieberman, I., 1990, "Industrial Restructuring: Policy and Practice", Washington: The World Bank.

林毅夫等, 1997, 《充分信息与国有企业改革》, 上海: 上海三联书店、上海人民出版社。

Williamson, O., 1985, "*The Economic Institutions of Capitalism*", New York: The Free Press.

World Bank, 1996, "*The Chinese Economy: Fighting Inflation, Deepening Reforms*", Washington: the World Bank.

吴敬琏等, 1988, 《中国经济改革的整体设计》, 北京: 中国展望出版社。

吴敬琏等, 1993, 《大中型企业改革: 建立现代企业制度》, 天津: 天津人民出版社。

吴敬琏等, 1996, 《放开放活小型国有企业》, 《改革》第5期。

张春霖, 1995, 《从融资角度分析国有企业的治理结构改革》, 《改革》第3期。

张春霖, 1996, 《论国有企业的债务问题》, 《改革》第1期。

张春霖, 1996, 《从百户试点看国有企业改革》, 《改革》第5期。

张春霖, 1996, 《国有企业改革中的企业家问题》, 《中国书评》, 第4期。

张维迎, 1995, 《企业的企业家 - 契约理论》, 上海: 上海三联书店、上海人民出版社。