

□ 刘 俊

企业资本退出障碍分析

我国的改革经历了近20年,市场经济已被普遍接受,企业经济运行也面临着改革的第二次重大战略性转折:即从目前的资金借贷经济循环转变为资本投资经济循环。然而,无论是从借贷资金市场还是从资本市场来看,其运行状态与绩效都令人堪忧。资本市场中,城乡居民有投资资本供给意愿却不敢也无法实施;企业对资本有需求意愿却不能获得。在借贷资金市场,80%的贷款供给了国有企业,大部分如泥牛入海,并且仍为资金不足所困扰。

这些现象是多方原因共同造成的,其中关键问题之一是企业资本退出障碍。本文分析企业资本退出障碍的概念,分析其表现因素、成因以及排除对策,并结合国有企业的实际进行考察。

一、企业资本退出障碍及其成因

企业资本退出障碍可以表达为影响企业资本合理地退出经济运营的多种因素所形成的一种障碍。在资本经济循环中,必有资本进入与资本退出。如果资本不能合理、自如地退出,当然不可能有效地配置资本。企业资本供求关系也就不是一种市场关系。

我国的企业资本的运营在多年的改革与探索之后,变得更加理智与成熟。可是,当其因种种原因而想退出企业时,却发现面临重重障碍,这些障碍因素大致可分为机制结构、技术手段、金融市场和社会环境四大类。

退出障碍之一:机制结构因素。不少国有

企业已趋于破产,继续投入已没有实际意义,但由于资本所有权的载体虚拟问题,实际上条块分割的行政隶属体制使得经营者无法实施资本退出。国有企业的资本大部分是由国家财政纵向注入的(首先就带有盲目性、先天不足),社会资本只能往企业负债资金中注入,但是资本的所有权属于国家,企业没有足够大的自主权处置全部法人财产,所以资本的退出只能由名义上的国家来控制。具体到实施又没有有效的决策责任、激励机制,使得利益通常与资本所有者不一致的经营者不思退出。缺少追求资本增值和资本价值最大的内在动力,亏损被认为应由国家承担。于是经营者便将资本退出变为转嫁给银行的不良资产,以逃避风险与责任。而国有企业资本又过于单一,退出即等于丢掉饭碗,这牵扯到经营者的利益与资本的利益相矛盾的问题,当然会形成障碍。劳动者因产权结构的封闭性也不愿退出。对劳动者来讲,即使持有企业股份,既不能继承也不能转让,离开企业时更不能带走,这样的情况下当然反对资本退出。

集体企业的自筹资本加上国家银行的贷款以后变得难以处理退出关系。我们看到计划经济的历史使得由集体筹资的集体企业归属于不同的上级机关,实际的所有者面临名义的控制者的制肘,作为处于两头管不牢空档中的企业经营者,又怎么可能想到资本退出的“败家子”计划呢?

而私营企业,由于其资本所有者与经营

者一般是统一的,所以理论上其资本的私营性质使得资本退出的可行性较大,却往往发现正是由于其资本的私营性质使这实施起来会遇到更大的困难。操作过程中会因为长期以来的机制以及转型未完全的原因,变得颇费周折。一是缺少相应的办理人员,资产清查人员;二是永远希望投入的政府机关也不持鼓励态度。

退出障碍之二:技术手段因素。资本的退出究竟是否“可行”?该如何衡量“退出”与“留守”的差别?这样的技术问题困扰着大部分资本所有者。资本的固定部分易于分析,但不确定部分如未来收益、发展等却难以估计。他们无法分析出最好的退出时机,最好的退出方式以降低退出成本。企业核算体系与核算方法也在一定程度上阻碍了资本的自由退出。另外,所有权与控制权的合一把许多专家能人排除了。

技术进步是发展的前提,缺少了必要的技术,资本退出当然会出现问题。我们缺少统计人员、分析人员,缺少完善的数量经济技术来指导资本退出,也缺少合适的退出模式可以套用。另外,还存在会计模式的不适应。当资本决定退出时,却发现一切核算方法全部改头换面了。会计制度的不完善、不公允、不充分,经营者的不正当手法,使得不论盈利还是明亏或是暗亏,资本剩余的计算变得混乱。结果,资本退出可以,但肯定所剩无几,甚至资不抵债。这样的情况下,什么资本都不可能也不愿“全身而退”了。

我国的企业表面上普遍存在着资本不足的现象,故而没有多少人来研究资本退出这个问题,即使有,也是功利性多,务实性少,存在脱节、重复、疲软等问题。

退出障碍之三:金融市场因素。我国刚迈入市场经济不久,经济发展与水平都不高。行政机制的侵入以及竞争不充分、信息供给不足使得资本市场发育不完全,资本欲退出却无处可退。金融机构及金融政策支持不够。要

素市场与产权交易市场也并非是在市场机制下运作产权交易行为。这些都明显对资本退出有一定的阻碍。

金融市场具有在市场机制配置资源和价值规律支配下的货币资金融通机制。它最本质的东西是资本的商品化。金融市场包括资本市场、要素市场及产权要素市场等等。资本市场不光是指股票市场、期货市场。而且,并非所有资本都能够去进行一番炒作。由于资本市场的完善,资本退出后没有了出路,也就成为它退出的一种障碍。也许与其让资本折现(交易费用太高)白白睡在银行里,不如让它仍在企业中呆上一段时期。在产权交易市场中买卖双方处于不对称地位,是典型的买方市场,大部分交易不得不由政府出面进行干预和撮合。产权交易市场只是简单的有形市场加上行政手段划拨,缺少专家去完成目标企业的前期调查、交易评估、方案设计、条件谈判以及重组规划等高度专业化的工作。

退出障碍之四:社会环境因素。社会环境因素又包括行政因素以及法制因素等等。企业一般处于浓郁的行政色彩氛围中,政策对资本退出明显存在歧视和偏见,行政行为常以“防止资本抽逃”为名干涉资本退出。并且有关经济法律法规中,找不到对资本退出的明确保证,这些都让资本退出变得困难。而人口因素、规模因素、信息因素等等,无一不为资本退出设立了关卡。

行政行为障碍多是由于行政机构为了减轻政府压力,缓解社会冲击,地方保护主义或是主观臆断等原因而造成的,由于资金不足是“有目共睹”的,政策对资本退出有偏见和歧视。法律环境应该十分重要,可惜翻遍中国有关经济方面的法律法规,几乎找不到对资本退出有明确保证或指导的条文。有法可依,才能做好事,没有法律做后盾,资本看来还是不退为妙。把行政行为与法律法规结合起来看,又会出现更多的问题。譬如,不健全的财

税制度不利于资本结构的调整和统一市场的形成,但现在不少地区又利用税收分割市场以保护本地区的落后产业,阻碍统一市场的形成,也阻碍了技术进步并浪费了有限的资源,更重要的是使资本退出变得更加困难。

二、资本退出障碍的经济学分析

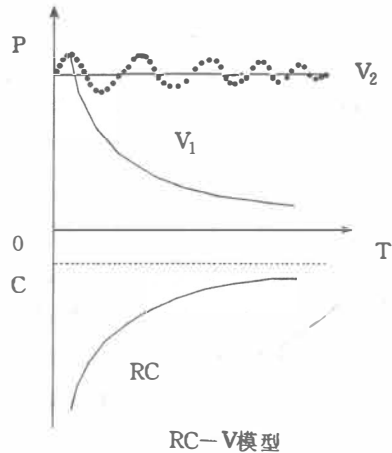
对于资本退出障碍,我们可以 RC—V 模型来进行分析。

暂时不考虑追求利润最大化的资本经营者,也不考虑追求经济和社会目标的政府,而只从资本本身来加以讨论。假设资本在一企业中的实际使用价值为 V_1 ,把它推入市场中的交换价值为 V_2 ,资本退出费用为 C 。从实物资本和金融资本两方面分析,再设定几种权重因素:政策与法规为 L ,技术手段为 T ,市场支持为 M ,其它因素为 N ,这些权重因素影响退出成本 RC 。因为,政策与法规对资本退出影响极大,它们代表公平与稳定。由于市场可能缺乏效率,因此市场既不能有过多的直接行政行为也不能完全没有宏观调控。经多次模拟,它们的一举一动对退出成本的影响近似于指数积的结果,而技术手段与经济因素联系紧密,任何一方提高都带动另一方同时对成本产生负作用。因为技术手段的提高本身就意味着市场有了进一步的发展。技术水平提高后对各种市场的了解也就更加清楚,资本在其中的运营也会更理性,其退出成本自然会降低。因此,以乘积连接两者。那么,可得到:

$$RC = \frac{e^L \cdot C}{T \cdot M - N} \quad (L, T, M, N > 0) \quad (1)$$

以及如右上方的趋势图。

资本的实际使用价值 V_1 在夕阳企业中是不断下降的,不论是实物资本的消耗还是金融资本的贬值相对于市场上不变的交换价值来讲更是不断减少的。 V_2 事实上是随着期望价值的变化而上、下波动的,但总的来讲始终在一直线附近移动。纯退出费用 C 相对于 V_1 、 V_2 来讲是负值(包括那些交易费用、咨询



费用等等),在一般情况下它可以被认为是固定不变的,也是退出成本 RC 的一条渐近线,当资本可以完全自由退出时, $RC=C$ 成立。 RC 的另一趋向是 $-\infty$,也就是不可能退出。如果资本不退出企业,那么交换价值与实际价值之间的差 $Z=V_2-V_1$ 会越来越大,到某一时期后此差值 Z 必定超过纯退出费用 C 。更重要的是,资本退出夕阳企业后,经过周密地分析再重新进入能够获得更多的收益。显然,机会成本也要求资本尽早地退出。然而在实际情况下,退出成本 RC 肯定大于退出费用 C ,许多时候退出成本 RC 的绝对值仍然大于 Z ,所以理论上应该退出企业的资本实际上却又不愿退出。资本的价值不能被充分的利用,造成机会损失。当 Z 的绝对值大于 RC 的绝对值时资本便应该退出企业了。不仅资本自身要求如此,政府、政策都希望资本尽早退出。从 RC 接近 C 的表现就可以看出这一点来。在此基础上再来考察

$$Y = V_2 + RC - V_1 \quad (2)$$

据(1)式,资本欲退出(即 $Y > 0$),必须协调好几个权重因素。首先, L 最好为 0,也即没有直接的行政手段干涉,当然仍需一定的宏观调控政策,并且给予法律保证。即使 $L > 0$,也不能太大,否则,退出成本 RC 过高。其次,技术因素 T 越大越好,这就要求不断寻找新技术、新方式。同样,金融市场因素 M 的

支持越大越好,资本退出后,便没有了后顾之忧,也会有重新进入的机会。最后,其它压力因素尽可能要降低,只有这样, $Y>0$ 才有更早实现的可能。

三、资本退出的原则

我们认为,消除资本退出障碍应该从资本退出本身做起。资本退出应遵循如下原则:

1. 配置效率最大原则。资本的退出,实质是对企业资本资源的结构调整。资本退出后,企业剩余资本应仍旧能够系统整体运动,并且所发挥的功能与退出资本的功能之和大于未退出时的功能。

2. 机会成本最小原则。资本退出具有前瞻性,因为资本的运动会带来商品经营的变化;资本退出具有复杂性,一处退出,牵动整体运作;资本退出具有时间性,此时彼时经济条件不同;资本退出又具有连贯性,它是下次资本进入的起点。因此,资本退出不能是下次进入的障碍,也不能影响机会到来时的发挥。所以资本退出应从时间上、组织上、效果上全面综合考虑,使机会成本最小。

3. 动态增值原则。运动是资本的先天属性,资本在运动中才有可能增值。资本退出后带来的期望价值,再投入资本而产生更多价值,这才是退出的目的,所以资本退出后不能闲置,否则其退出后连性质都变了(不被称为资本)。

4. 超前运作原则。企业资本要有超前意识,资本退出要超前运作,才能发现市场,占领优势,捕获时机,同时对原企业也起到了预先准备与激励作用。

5. 增强虚值资本原则。虚值资本,与资本始终密切相联,不能分割,不易计价,需由资本所有者有意识培养。资本的信誉、形象、背影不能因退出而降低。退出资本须时刻注意虚值资本的存在。

6. 合法与可操作原则。在做任何资本的运动之前都要详细考虑是否合法,以免陷入非法集资的陷阱。还要考虑实际情况以判断

其可操作程度。

在上述基础上,我们可以特别探讨国有企业的资本退出原则:

国有资本从中、小企业中逐渐退出。采取逐步退出的方式以减少摩擦和震动(毕竟全国有6万多个中、小国有企业)。首先从那些长期亏损、生产技术落后、产品市场前景无望的企业果断退出,采取破产、拍卖的方式收回部分退出资本,投入大型骨干企业。对于尚有一定生存能力的国有中、小企业,也要采取转让、出租、兼并等方式退出。对于有发展潜力,效益很好的中、小企业不退出资本,但进行必要的嫁接联合,使其尽快发展成为支柱产业。国有资本逐渐从素质较差、技术含量低的企业退出。采取自由竞争、优胜劣汰的自然法则进行筛选。国有资本逐渐从非福利性、非公益性的企业退出。

四、克服资本退出障碍的对策

根据以上的分析,结合企业改革的实践,我们认为克服资本退出障碍是一项社会系统工程,涉及国民经济的各个方面。其中主要应做到如下几点:

1. 优化资本结构,调整机制,排除机制结构障碍因素。

资本需要有其运动的自主权。要素相对价格的变化,市场需求的变化以及新技术的发展,都使资本流动成为必要。资本要合理配置,首先得有自主权,当然其中包括退出企业的处置权。打破产权结构的封闭性,明确责任与权利,资本经营效率监督要社会化,并且风险社会化,以产生追求资本增值和资本价值最大化的内在动力。再有就是实现资本社会化,资产结构的多元化,以及存量资产交易化。企业的自有资本、可控资本、外来资本、无形资产,这些成分与企业间的动态适应是企业经济运行的必然规律。企业应该客观对待资本的退出。资本结构包括资产、负债、所有者权益内部和相应关系。退出不一定是坏事,有时候更能优化资本结构。

2. 从标、本两方面加以解决技术手段因素障碍。

应该明确资本价值的衡量标准。企业经济循环各环节的资本的使用价值与市场上该资本的交换价孰大孰小都不甚明了,也无法判断出卖方和购买方对资本固定价值与盈利能力的正确和错误,当然无法选择正确的退出时机与退出方式,更谈不上获得退出价值了。企业资本退出时必须由分析人员、会计人员作好慎密的核算工作,决策人员选择好退出方式,以求得最满意的行动方案。其中不免会出现利益矛盾、冲突之处,不过作为我国的较成熟的企业资本,一定能够恰当处理。从另一方面来言,最重要的工作是完善会计核算制度,尽快做到与国际接轨,不能以双重标准对待资本进入与资本退出,特别是债权债务的处置问题。另外,审计部门的监督工作也要做好。分析人员、会计审计人员缺乏资本退出经历,要加强对他们的培训工作。资本退出必须依托于经验丰富和技巧优秀的专业人员的参与。为资本退出服务的中介公司和咨询机构,应打破行业性垄断和保护的倾向,提高数量与质量。经济研究单位也应该投入力量进行退出时机、退出方式的研究。

3. 大力发展要素及产权市场,排除金融市场因素障碍。

资本市场是一种建立在企业资产结构制度基础上的资本资源配置机制,它提供了合理的交易成本,以及广泛的交易范围,并且提供了风险收益相对应的交易机会,资本市场中会涌现出灵活多样的交易工作方式。资本退出只有在透明度高、资本价值比程度高,公

开交易的资本市场上才能顺利运作。要培育专门进行产权操作的机构以及建立合适的资本市场的规则,加强资本市场的管理并不代表政府随便干预市场。只有资本市场良好地发育,处理好一级市场与二级市场的关系,才能为资本退出拓宽渠道,反过来才会形成更好的资本进入。发展产权市场并不是指纯粹地建立有形市场,更重要的是提供高度专业化的特殊服务以助于企业资本准确地选择目标,有效地协调资本运动。产权中介机构也应该担当起策略性服务的任务,并不是单单地为卖方寻找买主。

4. 加快法制建设,提供保障。

法律在经济运行中起了司法规范和引导作用,它既有监督、调整机能,又可为企业资本提供保护。滞后的法律必将影响经济发展和公平竞争。

西方国家早已制定了一系列法律,对企业资本运营进行监管,其中对“资本退出”有详细说明的就有公司法、证券法、行业法(一些特殊行业如电力、金融业都有特殊规定),以及社会保险法、税法等等。与西方国家相比,我国有关方面的法制显得滞后,不仅如此,与资本退出的现状相比,法律也显得滞后。就是有一些相关法律,也很不完善,例如主体不明确,债务处理、税收安排和人员安置等都没有明确规定。建立健全法律法规,完善法律体系已成为企业资本顺利退出的客观要求,必须尽快尽早解决。

(作者单位:南京河海大学国际工商学院国际经贸系;邮编 210098)