

中央企业风险的财务与体制根源及其有效管理刍议

钟正生¹, 王启亮²

(1. 中国人民大学 经济学院, 北京 100872; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要:中央企业风险存在的主要成因在于,盲目的非主业投资和现行的监事会制度的缺陷。而有效进行风险管理,必须从产业政策、决策评估、产权关系及风险管理等方面采取措施,并不断完善中央企业风险管理制度,确保中央企业国有资产的保值增值。

关键词:中央企业;风险管理;非主业投资;外派监事会制度

中图分类号:F235.19 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-1007(2006)12-0062-04

Abstract: The authors explain the main origins of the risk of central state-owned enterprises, namely blind investment in non-leading industries and the defect of the current board of supervisors system. Then from perspectives of industrial policy, decision evaluation; property right relationship and risk management system, etc, we put forward corresponding policy suggestions in the hope of perfecting risk management system of central state-owned enterprise and guaranteeing the maintenance and proliferation of the state-owned assets in central enterprise.

Key Words: Central state-owned enterprise; Risk management; Investment in non-leading industry; Board of supervision system

一、形成中央企业风险的财务根源

我国中央企业大多风险管理意识淡薄,也缺乏风险管理的科学方法。我们研究中发现,中央企业的投资具有不确定性,有盲目的非主业投资倾向。过度股权融资的企业往往以寻求新的利润增长的名义,按资本运作的方式进入增加风险、与主业不相关的其他业务领域。一旦投资失败,又往往将失败的实业投资按净资产价值或溢价置换或转让给控股股东,换出亏损资产,换入盈利资产,从而获得账面上的投资收益。这种不良资产的剥离行为无疑有损于国有资产的保值增值。我们认为,造成中央企业盲目进行非主业投资的根本原因,在于中央企业存在资金筹集中的股权融资偏好和资金投向多样化经营观念的误区。

1. 股权融资偏好与中央企业所处行业性质相悖

企业投资可以分为注重当前业务和注重成长机会两类。企业应当以更多的债务融资支持收益风险较低的业务,以股权融资支持风险较高的增长机会。

这是因为当前业务附属担保价值高,易于获得债务融资;增长机会附属担保价值低,难以获得债务融资。如果投资风险配置不当,则会降低资本市场的配置效率,甚至带来资本市场的震荡。不同中央企业所处行业竞争格局不同,当前业务和增长机会的收益风险差异明显,为有效地配置投资风险,资本结构也应该具有明显差异。目前我国中央企业大多处于垄断地位或接近垄断地位,其收益风险更多来自于需求不足,而不是激烈的竞争,而且产品或服务的价格比较稳定,所以当前业务和增长机会的收益均值都比较高,收益波动风险较低。按照最优资本结构原理,中央企业应该更多选择长期债务契约来支持其增长机会。

在国有股绝对控股的股权结构之下,中央企业作为独立经营的实体,具有股权融资偏好;考虑到其他一系列条件,股权融资成本又相对最低。这是因为:第一,股权结构集中。在国有企业“做大做强”的理念下,不少中央企业即使资本规模已经很大,但仍未能有效抑制融资扩张冲动,向非主业的盲目进军趋势比较明显。目前我国的中央企业大多为国有独

资公司。由于国家处于绝对控股地位,公众股份分散,机构持股少,因而无须担心公司控制权旁落。这样中央企业就存在通过股权融资支撑非主业投资的需求和可能。第二,上市公司往往成为控股股东圈钱工具,使得上市中央企业吝惜现金分红,而偏爱增股配股。由于国家可以通过上市融资,吸引众多中小股东和机构投资者的资金,因而通过现金分红取得股利收入的正常渠道就受到忽视。第三,市场监管偏于行政手段。目前政府是中央企业的最大股东,故存在确保国有资产保值增值,促进国有经济布局 and 结构战略性调整的利益倾向。具体来说,一级市场股票发行采取“总量控制,集中掌握,限报家数”的政策,致使上市中央企业股本规模受到限制;二级市场配股不能超过总股本 30% 的限制措施促使上市中央企业送股扩大股本,以便更多配股。即使政府将以前年度的现金分红作为配股的前提条件之一,企业也可将现金分红作为权宜之计。第四,税收和会计制度的影响。目前资本利得税尚未开征,二级市场的短期投机冲动难以有效抑制。而且股票股利按面值予以资本化,与现金股利一样,从“未分配利润”账户转出金额相同。如果摊薄后的每股净资产高于股票面值,则一元股票股利的价值大于一元现金股利的价值。这样就实现了取得现金股利的股东向取得股票股利的股东的财富转移,这正是控股股东所希望达到的。最后,中央企业净现金流量不足以及现阶段我国债券市场欠发达,企业债务融资成本相对较高,这也是企业选择股票股利政策的重要原因。

在以上多种因素共同作用之下,中央企业实际上更多地选择股权融资而非债务融资,从而偏离了最优资本结构原理的要求,导致资本风险配置的低效。

2. 不当的多样化经营与企业核心竞争能力相悖

企业核心能力是企业长期保持竞争优势的源泉,其关键是必须形成先进技术和能力的集合体。企业核心能力的培植非一朝一夕可就,需要内部管理型战略和外部投资型战略的合理组合。企业内部管理型战略是一种产品扩张战略,即在现有资本结构下,通过整合内部资源包括控制成本、提高生产效率、开发新产品等,以维持并发展企业竞争优势,横向延伸企业生命周期线。外部投资型战略是一种资本扩张战略,即通过吸纳外部资源,推动企业生命周期线的纵向延伸。企业在寻求多样化经营,降低非系统性的投资风险之时,必须在某种程度上放弃原

有的部分业务,从事与原有业务不相关的相对陌生的业务。这就要求妥善处理内部管理型战略和外部投资型战略的关系,着眼于企业核心竞争能力的发展,避免出现系统性风险没有降低,而原有的核心竞争能力由于疏于培植而受到削弱的不利情形。那么是否存在有效的机制约束中央企业的盲目多样化冲动呢?

如上所述,在股权融资低成本条件下,中央企业的资金可获得性和相机选择机会都大大增加,加之对中央企业的管理约束机制必然弱化,其资金投向中的盲目多样化的冲动就难以得到遏制了。在此情况下,中央企业往往忽略内部管理型战略,没有为外部投资型战略的有效实施奠定良好基础。没有企业核心能力支撑的企业多样化经营,又盲目地试图通过外部投资型战略培植新的核心能力,最终结果势必丧失原来的竞争优势,国有资产的增值潜力不仅不会得到有效发挥,就连保值能力最终也会受到削弱。

二、形成中央企业风险的体制根源

我国中央企业实行外派监事会制度。中央企业监事由政府出资方(国资委)派出,对政府出资方(国资委)负责,其主要职能在于:监督董事会的决策程序、经理层的执行过程等;发现重大事项后及时提出专项报告;对企业财务状况、经营管理状况和领导班子情况作出年度监督评价。政府出资方由此获得有关中央企业的重要信息,及时做出调整,以切实维护出资人权益,实现国有资产的保值和增值。我们发现,外派监事会制度的实际运行状况并不理想,监事会制度的决策监督和风险规避功能并没有充分发挥出来,比较突出的问题主要表现在:

第一,重决策监督,轻执行监督。外派监事会派驻中央企业之后,其决策监督得到明显加强。监事会参加企业决策会议,以财务监督检查为核心开展工作,极大地促进了中央企业管理决策的规范化。但监事会对企业投资、担保、大额资金运作等执行过程的监督却比较薄弱,对这些资本项目的支出也缺乏事后追究制度,从而使支出的随意性较强,甚至会滋生腐败现象。这是因为代表国资委的监事虽然享有法律上的决策权,但因信息不对称而使其决策与对企业的实际控制权发生偏离。从信息获取的高成本来看,监事会对具体执行过程往往所知甚少,有时即使监事会发现了问题,也因时间滞后无法改变国

有资产流失的既成事实。现行的监事会制度对企业是否执行决策的监督明显薄弱,其结果是,即使比较科学的决策也很难完全避免执行过程中发生重大偏差,风险也由此而生。

第二,多层委托代理链条脱节。国资委作为国有资产最终所有者的代表,对中央企业所履行的职能只是并且应该是出资人职能,应该利用国有资产保值增值目标的完成情况来考核国资委的业绩。在这一委托代理链条中,全国人民代表大会是委托人,国资委是代理人。国资委派驻各中央企业的监事,实质上又是国资委的代理人,其所承担的是国有资产保值增值的基础,即维护出资人权益,防止国有资产流失。但如何监督和评价监事的业绩,按照目前的做法,国资委和派驻中央企业的监事会签订目标管理责任书,年终根据目标完成情况进行考核。这样难免出现三个问题:一是被监督企业不同,国有资产投资收益率不同,制定切实可行的目标,需要拥有被监督企业的相关信息。如果存在较高的信息成本,那么目标制定过程中难以避免随意性,或者易于使目标管理流于形式。二是对中央企业监事的考核不同于董事会和经理层的考核,又不能等同于普通公务员的考核,如何处理经济激励和非经济激励的关系实践中也较难把握。去年国资委和多家中央企业负责人签订了经营目标责任书,并制定了详细的考核指标,这有点类似承包经营的方式,但又似乎架空了监事会的主要职能,难以对中央企业负责人予以业绩评价。这就使中央企业的决策过程的透明程度实际上降低了,其风险也就很难防范于萌芽状态之中。三是监事和中央企业经理可能会合谋攫取由于中央企业的垄断地位产生的租金,对租金的追求导致租金的耗散和企业潜在利润的丧失,从而销蚀国有资产基础。

三、中央企业风险的有效管理之我见

如上文所述,中央企业现行治理结构的欠缺是其风险隐患的体制根源,而盲目的非主业投资则是其风险隐患的财务根源和导火索。而要对中央企业的风险实施有效管理,应从如下几方面入手。

1. 加大产业政策调整力度,规范中央企业投资领域

中央企业大多处于关系国民经济命脉的关键行业和重要领域。国有经济在这些行业和领域中的支配地位必须以众多中央企业的有效经营为基础,这

也决定了中央企业投资和再投资的主要战场也在于这些关键行业和重要领域。如果盲目分散投资,进军非主业,往往使中央企业忽视内部管理型战略,过度强调外部投资型战略,从而削弱和丧失长期积累的企业核心能力,使国有资产出资人权益不能得到良好保障。国资委有关负责同志最近指出,要严格控制非主业投资,加快非主业资产的剥离,将各种资源集中到主营业务上;同时还要加强中央企业之间的战略合作,以在更大规模上整合中央企业的主营业务。对此,产业政策调整的作用十分明显,一是可以从总量上调控中央企业的投资方向,有效遏制盲目多样化趋势;二是政府控制的中央企业也使产业政策的实施更为顺畅。因此,产业政策对于国有经济的战略性调整以及国有资产的保值增值是至关重要的。

2. 引入外部咨询评估机构,提高中央企业投资决策质量

可建立类似澳大利亚生产力委员会的机构,用以有效评估中央企业的投资决策。澳大利亚的生产力委员会并非政府行政机构,而是由职业经济学家和法学家组成的纯粹咨询机构。它对于澳大利亚国有企业所处垄断行业或公共产品部门的状况进行独立调查,预测行业发展趋势,评估相关决策的福利效应以及可行程度,并定期发表对于这些行业的评估调查报告,以增进社会公众和政府官员对于国有企业及其所属行业了解。这样就可使国有企业投资决策置于公众和官员的监督之下,从而提高国有企业投资决策的透明程度,避免发生重大决策失误。生产力委员会的调查报告仅供政府管制部门参考,没有实际制定政策的权力,政府管制部门可以采纳也可以不采纳生产力委员会的建议,所以不会发生生产力委员会和被管制的国有企业的串谋问题。其组成成员的高度专业化也保证了其调查报告的真实性、可靠性。我国中央企业基本属于垄断行业或公共产品部门,与澳大利亚国有企业的管制-被管制模式比较接近,其中要求国有资产保值增值的目标实际就是收益率管制,这从近期国资委与多家中央企业负责人签订经营目标责任书就可看出。而对于众多中央企业而言,审计署的审计往往一年一个重点,而不能保证决策监督的连续性和规范性,所以才出现不查则已,一查便问题重重甚至触目惊心的状况。另外,目前国资委外派到中央企业的监事会的监督决策、规避风险的功能没有充分发挥出来,而且监事会和中央企业的串谋问题也难以从制度上解

决,因为它们只是国有资产多层委托代理链条中的一环。在这种情况下,类似于生产力委员会这样的机构应该建立,以使对中央企业的决策监督从事后走向事前。

3. 理顺国有资产产权关系,完善外派监事会制度

明晰国有资产产权是国有资产保值增值的前提。之所以建立新的国有资产管理模式,就是要解决国有资产最终出资人缺位的问题。国资委就是作为国有资产最终出资人的代表而建立的。中央企业属于国有全资企业,因而其产权关系应该是比较清晰的,关键在于由谁真正行使国有产权的各项权能。国资委作为其下属的中央企业的出资人,其所行使的权能也应该限于出资人权能,即我们通常所说的重大决策权、收益权以及总经理任命权,如此才能真正实现政企分离,也才能在中央企业中建立规范的现代企业制度。企业只有摆脱了各种政策负担和软预算约束问题,才能构建有效的激励机制。国资委在各个中央企业派驻的监事会应具体实施出资人权能,但现有的监事会制度却未发挥应有的作用:(1)中央企业负责人并不完全由国资委任命;(2)中央企业实现利润往往并不按照比例分配国有资产应得收益,而是盲目地对非主业投资;(3)各个中央企业的重大决策往往披露不够,信息不对称问题严重。所以在中央企业中,国有资产产权权能的实施存在很多约束条件。这部分是由于中央企业事关国有经济战略性调整的大局,成为国家产业政策的重要实施载体,所以完全的政企分开目前尚难实现;部分是由于国有产权委托代理链条过长,信息成本增加,激励效应弱化。如何使中央企业的外派监事会在重大决策、收益分配和人员任命上有效行使作为出资人代表应有的权利,应该成为完善外派监事会制度的重中之重。

4. 尽快出台《中央企业风险管理制度》及其配套政策措施

传统上,风险管理属于公司财务范畴,因而具有微观性质,这涉及到最优融资结构、最优投资结构、企业风险预警机制等方面的内容。如果我们关注整个国有资产的战略性布局和调整,就会发现中央企业投融资过程中所蕴含的风险已不是局限于某个企业范围的风险。事实上,中央企业基本属于关系国计民生的关键行业和重要领域,某个中央企业的决策风险的影响实际上已经构成某个行业的风险。这

不仅影响到国有资产的保值增值,也会影响到产业结构的优化升级和国民经济的良性运行。所以我们需要有以比单个企业更为开阔、更为宏观的视角来分析中央企业的投融资决策。然而如何一方面深入考察中央企业投融资决策对整个行业和国民经济的潜在影响,一方面避免假国家经济安全之名对中央企业施加过多的行政干预?这是理论研究和实际操作中都没有很好解决的问题,也是中央企业风险管理的难点所在。去年中航油事件的发生已引起政府管理部门的高度关注,从而出台《中央企业风险管理制度》的呼声也愈益迫切。我们认为,即将出台的这一制度需要很好地处理中央企业的投资激励与风险规避之间的恰当关系;同时也要与已经出台的其他措施,比如《中央企业资本总预算制度》、《中央企业负责人考核办法》等,保持良好的耦合状态。

总之,规范的风险管理在我国中央企业中尚未建立起来,导致其投资行为具有不确定性,尤其是投资于非主业的较大。投资行为的无序、股权融资偏好都与现行的国有资产管理模式及中央企业的特殊性质有关。规范的风险管理制度,需要在深化国有资产管理体制改革的实践中,通过优化产权结构,完善公司治理,借鉴国外比较先进的风险管理技术等逐步建立起来。

参考文献:

- [1] Steven. T. Buccola, and James. E. McLandlish. Rent Seeking and Rent Dissipation in State Enterprise. [J] Review of Agricultural Economics, 1999, vol. 21, no. 2.
- [2] Theodore Groves etc. Autonomy and Incentives in Chinese State Enterprise. [J] Quarterly Journal of Economics, vol. 109, no. 2.
- [3] 孔小文. 上市公司股利政策选择的动因与代理问题分析 [J]. 财经问题研究, 2003, (6).
- [4] 李荣融. 当前中央企业发展必须高度重视的几个问题 [J]. 国有资产管理, 2004, (9).
- [5] 李荣融. 国有企业改革的几个重点难点问题 [J]. 宏观经济研究, 2005, (11).
- [6] 李荣融. 2006 年中央企业改革发展的主要工作 [J]. 中国经贸导报, 2006, (1).
- [7] 刘嘉. 我国企业的股权融资偏好分析 [J]. 天津经济, 2002, (9).
- [8] 王晓齐. 中央企业国有经济布局与结构调整的思考 [J]. 国有资产管理, 2004, (10).
- [9] 朱武祥. 上市公司募集资金投向决策分析 [J]. 金融与保险, 2002, (7).

责任编辑 杨萍