

债转股与国企改革

王 谦

(华中理工大学汉口分校经管系, 湖北·武汉 430012)

摘要: 债转股是政府最近推出的一项化解银行不良资产、搞活国企的重要举措。本文通过对债转股的主体——金融资产管理公司及客体——国企的运行方式深入分析, 指出债转股存在一系列风险。

关键词: 债转股; 国企改革

中图分类号: F019.6 文献标识码: A 文章编码: 1000-8691(2000)01-001-06

最近, 国务院已批准《关于实施债权转股权的若干意见方案》, 债转股将成为改革国企和银行业的主要方式之一。何为债转股? 顾名思义就是将银行对企业的负债转化为股权。从目前的形势看, 国家对债转股工作格外寄予厚望, 希望通过债转股达到重建银行信用、同时实现国有大中型企业 3 年解困的双重目标。1999 年 9 月 2 日, 中国信达资产管理公司与北京建材集团有限公司就解决北京水泥厂债务问题正式签订了债券转股权协议, 这标志着我国债转股政策已开始运作。据悉, 今后 3 年内, 债转股的规模将达 1.1 万亿元, 这对于平均负债率高达 70% 的国企群体来说, 无疑是雪中送炭, 它受到国企普遍欢迎, 据国家经贸委透露, 目前要求实施债转股的企业近 500 家, 其资产总额 3000 多亿元。回顾我国国企改革所经历的漫长路程, 从推行承包制、发展企业集团到股份制改造、企业上市等改革措施, 无不出现一定程度的改革变形, 政策实施的效果与政府欲达到的目标存在一定的偏差。此次债转股能否达到预期的目的, 是否会偏离债转股欲达到的政策目标, 这主要依赖于债转股的主体——金融资产管理公司及客体——国有企业的运作方式以及债转股的外部环境。因此有必要对此作深入研究。

一、国家对国企实行债转股欲达到的政策效果——企业、银行、国家三赢

首先, 对于国企改革来说, 国家希望借助债转股达到以下效果: 一是将部分贷款转为投资, 解除了企业的一部分还本付息的债务和利息负担, 使企业得以喘息, 得以积累, 得以实现调整和转轨; 二是银企新型关系的建立, 为企业赢得了新的筹资能力和机会; 三是银行资产公司以股东身份参与企业经营管理, 使企业能更多地利用银行信息灵通、市场网络广泛的优势, 更加自如地应付市场变化, 提高经营管理水平和对市场的适应能力。

其次, 对于国有商业银行来说, 国家希望借助债转股实现: 1. 将部分呆滞贷款转化为投资, 转移了部分风险贷款, 使那些长期为企业垫付、已成为企业必要的周转资金、因而根

本无望收回的贷款转化为一种安全的资产形式，保障了银行信贷资产的完整与安全；2. 银行资产管理公司可以以股东的身份参与企业经营，解决了作为一般债权人对贷款安全监管不力的问题，增强了对债务企业的约束力，而且还可以保证其对于该企业新投入贷款的有效使用和本息的安全收回。

最后，对于国家来说，国家希望借助债转股达到以下目的：一是国家可以在不增加任何新的投入的条件下，实现银行不良债权和企业过重债务的转移，救治一批国有企业，保住国有商业银行。相对于让企业破产和豁免银行贷款及财政大量补贴的办法而言，债权转股权以最小成本实现了国有企业和银行的转制，其社会震动将减至最低。二是债权转股权后，国有企业产权性质并没有改变，银行资产公司持股仍为国家持股的表现形式，转变的仅是资产经营方式和存在形式，国有性质未发生任何动摇。

二、债转股的主体——金融资产管理公司的组建与运作

（一）金融资产管理公司的组建

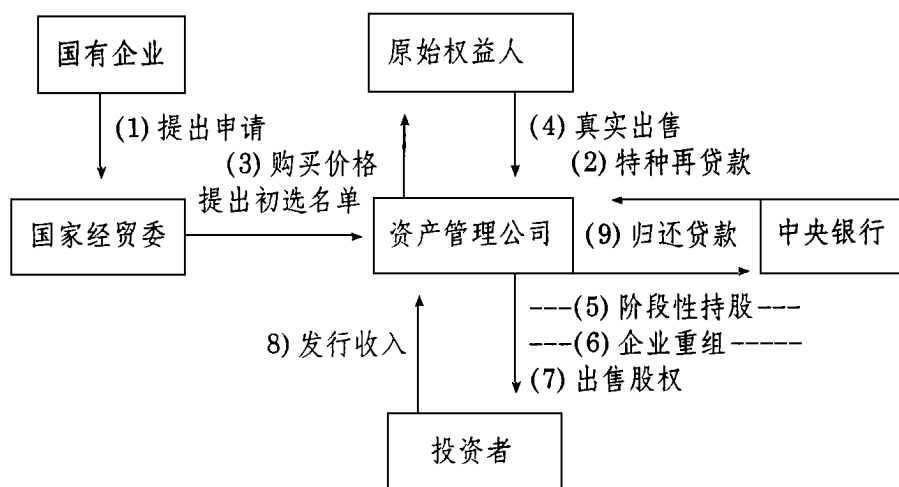
我国金融资产管理公司的组建，基本采取了美国在储贷机构危机中成立的重建信托公司（Resolution Trust Corporation，简称 RTC）的模式。RTC 通过特定的法律框架，接受储蓄与信贷协会（Saving Loan Association 简称 SL）的不良资产，用投资银行的手段对这些资产进行清理、评估、分类、重组、包装、上市、拍卖出售，首次成功地解决了大规模银行不良资产问题，为世界各国提供了处理银行呆坏帐的经验。我国金融资产管理公司是由政府设立的政策性金融机构，其使命不仅仅限于收购、管理、处置国有商业银行剥离的不良资产，最大限度的保全资产，减少损失，而且还包括运用资产证券化、债转股等市场化手段，推动国有大中型企业优化资本结构、转化经营机制、建立现代企业制度、最终实现改革与脱困这个具有战略性的目标。它与 RTC 一样仅是处置银行不良资产的过渡性机构，规定有一定的存活期，对收购的不良资产规定有一定的时点界限。从处置不良资产的内容来看，美国 SL 的不良资产主要是房地产贷款，而我国银行坏帐大量是向国有亏损企业的贷款，比起房地产贷款，企业贷款本身就较难估值，再加上我国资本市场不发达，债务人资产界定不明，资产处置涉及到人员安置问题，这些决定了我国对国企不良贷款主要采取债转股的方式。

（二）我国债转股的运作机制

下面以信达资产管理公司为例，说明债转股的过程。

1. 国有企业先向国家经贸委报方案，经贸委提出名单给信达，信达再进行评估并决定是否债转股。
2. 资产管理公司通过人民银行提供的再贷款及开展多渠道融资方式获取收购不良资产所需的资金。
3. 信达资产管理公司按帐面价值从建设银行购入不良资产。
4. 资产管理公司聘请国内外的中介机构对债转股资产进行评估。
5. 进行债转股、阶段性持股并进行企业重组

6. 资产管理公司将股权转让出售，并将所获收益归还人民银行再贷款。



三、金融资产管理公司债转股的风险

(一) 政府干预风险

债转股确实具有很强的政策性，它涉及到上千家企业，上万亿贷款，尽管拟债转股的企业必须符合国家规定的十分苛刻的条件，但由于僧多粥少，如果在操作过程中照搬计划经济的一套，层层下指标，由政府一些部门具体操作，则不可避免在操作过程中会出现企业的投机行为。具体运作应符合社会主义市场经济的特点，由银行、资产管理公司、国有企业和中介机构严格按市场化运作模式进行，切忌将其演变为政府官僚主义的行为方式。债转股的企业名单可以由政府部门提出，但筛选决策权必须掌握在资产管理公司手上。

(二) 企业的道德风险

尽管债转股的方向和初衷都是要从“呆帐经济”走向信用经济，但如果机制设计不好，或实施出现差错，就会成为“债务大赦”，变相豁免企业债务，众多国企就会千方百计争吃这顿“免费午餐”，一些企业甚至干脆不还银行的中长期贷款，希望有朝一日债转股而达到债务豁免。一些企业放弃了扭亏为赢的种种努力，将希望寄托于债转股，期望通过债转股一夜之间扭亏为赢。凡此种种对诚实守信、努力经营的国有企业打击是沉重的，甚至可能摧毁其“借债还钱”的道德观念。由此很可能导致“赖帐经济”的出现。

(三) 金融资产管理公司行使股东权力的风险

对金融资产管理公司而言，“债转股”后作为股东，至少会有三大问题：一是动力机制的问题。由于资产管理公司也是国有企业，其它国有企业中普遍存在的激励与约束机制不足的问题它同样也可能存在，此问题假如得不到解决，经营结果难以想象。过去那么多质量优良的资产尚且会被白白地葬送掉，何况今日这些劣质资本呢。如何有效防范金融资本公司与

企业合谋低价处置不良债权呢？二是股东权力如何行使的问题。由于巨额不良债权转为股权，金融资产管理公司将在一批国有企业中取得控股地位，问题是在现有制度之下，这个绝对控股的股东却并不一定能够掌握实际的控制权，尤其是经营者的任免权可能仍然掌握在其主管部门手中。即使其作为控股股东掌握了控制权，随着“债转股”规模的扩大，一个金融资产管理公司会控股许多企业，涉及的行业会相当多，股权管理的难度相当大。

（四）金融资产管理公司股权变现的风险

我国的金融资产管理公司与美国的 RTC 一样，仅是处置银行不良资产的过渡性机构，规定有一定的存活期，对收购的不良资产规定也有一定的时点界限。债转股后，其仅是企业阶段性持股股东，它以控股股东的身份对国企进行企业重组，提高企业的内在价值，进而出售股权，获取股权变现收入，然后将收入归还中央银行贷款。假如股权不能顺利变现，则意味着金融资产公司不能归还中央银行的再贷款，银行的不良贷款、国企的负债都转嫁到中央银行身上，这样易导致央行货币的过度投放与发行，从而诱发新的通货膨胀，其最终结果是将国企的包袱转嫁到整个社会。股权变现主要有三种方式：股份上市、股权转让和公司清理。股份上市是指通过所投资的企业股票首次公开上市发行或股票柜台交易，金融资产管理公司出售所持股份以实现退出并增值。股权转让是指金融资产管理公司将所持股权转让他人，从而收回投资。如果股权转让的对象是原企业的创办人或经营者，这种方式称为股权回购，如果是其它公司，则称为出售或并购。公司清理是指当金融资产管理公司对国企重组不成功，它只能采取公司解散的方式对其进行清理，收回部分投资。股权顺利转让的关键除国企重组成功之外，一是要有多层次的证券交易市场，如第三市场、第四市场、二板市场或柜台交易市场等。二是要有一批成熟有实力的投资者。我国应积极鼓励国内民营企业与外资企业及国外投资机构参与购买国有控股公司的股权。

四、债转股的客体——国企改革如何运作才能达到政府预定的政策目标

（一）负债率过高并非是国企经营不善的原因

负债率过高并非是国企经营不善的原因，企业是否亏损的根本原因在于其对资金使用的低效率。资金使用的效率高，就能够向投资者（包括股东和债权人）提供必要的投资回报，即在向债权人支付利息的同时为股东创造足够的利润。资金使用的效率低，企业就无法向投资者提供必要的投资回报。从国外的情况来看，经济发达国家的一些公司普遍采取高比率负债，如英美公司的负债率一般在 50~ 55%，德国及日本的公司负债率一般达 70~ 78%，高的达 2~ 3 倍，负债率高低与否，并无绝对的标准，关键要看公司其资产利润率是否高于债务付息率，如果资产利润率高于债务付息率，则资产负债率高一些反而对股东有利。可见，企业的资金使用效率决定着企业是否发生亏损。

从理论上讲，由于债权投资的风险低于股权投资的风险，债权人要求的投资回报应低于股东要求的投资回报，对企业来讲，债务资金的成本应低于权益资金（即股东投入的资金）的成本，债务筹资是一条低成本的筹资渠道。在我们国家，由于国有银行对国有企业贷款的

利率率通常与企业的贷款数量和企业的负债水平无关，以上现象应该表现得更为明显。因此，如果一个负债经营的企业无法产生足够的收益来支付债务利息，那么这个企业虽然可以通过免去全部负债而盈利，但这一利润水平必然很低，根本不可能满足股东对投资回报率的要求。即使通过债转股的方式使其扭亏为盈，但这个企业的赢利能力并不因此而发生变化，它依然是一个低效率的企业。相反，如果一个企业从长远看其产品具有较好的市场前景，但短期内由于管理不善或其它方面的原因造成无法支付全部债务利息而陷入财务危机，这一企业完全可以通过在加强经营管理的同时对债务的偿还计划进行重新安排，适当减轻近期的还款压力，并不一定需要进行债权转股权这一产权调整。

（二）企业重组成功与否是债转股的关键

国有企业亏损的根源在于其资源配置的低效率，那么，如何改进其资源配置方式来提高效率呢？对此，我们可借用西方经济学的概念“帕累托改进”来回答。所谓“帕累托改进”是指在现有的资源配置基础之上，对各种资源在不同经济主体之间分配比例、规模、素质加以调整，以促进整体效用水平的提高。这种资源重新配置的含义是广泛的，它涉及企业的人力、财力、物力、技术、信息、管理及商誉等各类资源，因此，企业重组的概念也是广泛的，它包括资产的重组、债务的重组、人员的重组、业务的重组等。企业重组应以市场为导向，根据环境的变化而进行。通过业务重组，对一些无发展前途的战略业务单位进行收缩与转让，出卖一些无效资产，缩短经营战线，对一些明星类业务单位加大资金投入，尽快赢利，进一步突出主营业务，实现业务投资组合合理化。通过资产重组，盘活存量、用活增量，使企业在联合与兼并过程中，充分发挥协同效应，提高整体竞争力。通过债务重组，使企业的资产负债率与企业对资金的运用效率相适应。通过人员重组，削减企业内部冗员，精简机构，轻装上阵，消除人浮于事的现象，摆脱企业办社会的负担。国有企业重组应是一种市场行为，它应由金融资产管理公司委托投资银行来进行。

（三）国企改革的成功在于建立科学的法人治理结构

一个企业的成功主要在于建立科学的公司治理结构。它是企业建立科学管理机制的前提，进行技术创新的保证，以高质量的产品占领市场的创造经济效益的充分必要条件。我国股份制是建立在以公有制为主体的经济基础之上，而西方国家的股份制从它 400 年前产生之日起就是以私有制为基础。所有制成分的差异必然影响到股本结构的构成，从而对股份制的运行产生深刻的影响，因此，优化股本结构是发展股份制的内在要求，它对构建有效率的法人治理结构，解决当前国企改革中出现的种种“失灵”将起到核心推动作用。我国股份制企业，个人股一般仅占 25% 左右，国有股和法人股占绝对多数，而法人股中也大多以国有资本成分为主。我们应根据国有资本的特点，按其优势与劣势进行国有资本的战略重组，包括对股本结构的优化。应增加民营资本法人股的比重，尤其是在上市公司股本结构中的比重，在竞争性的行业，允许并且鼓励民营资本控股，鼓励民营企业进行股份制改造并且上市。从各国股份制的实践经验来看，较为理想的治理结构应至少作到以下两点：1. 建立对经理人员强劲的激励机制，这种激励应包括物质激励和精神激励两种，物质激励主要应以长期激励为主，而精神激励则应通过经理人员的人力资本增减来体现。2. 建立对经理人员有效的监督约束机制，这种约束机制要求经理人员切实维护股东的利益，当股东的期望不能满

足时，他们可以通过一些渠道行使所有权，表现其意志。“债转股”以后，企业的股权结构发生变化，大部分企业由原来单一的国有股权控股公司转变为股权结构多元化的公司。自然地，这些债转股公司治理模式必定发生改变。一个显著的特点就是各家金融资产公司将以股东的身份参与所持股企业的治理，派出专家出任董事会成员，参与制定企业的生产和发展战略，参与对公司经理人员的行为和业绩进行监督，防止经理人员操纵公司的内部控制权。

五、结 论

1. 债转股是政府矫正以往以银行信贷支持国企进行扩张性投资从而导致一些国企资本金不足而发生亏损的政策选择。对这些企业实行债权转股权，有利于其改善资本结构，提高偿债能力，明确所有者主体，增加可供使用的资金，使企业拥有一个更加良好的经营环境。

2. 债转股是通过一套非常严谨的交易结构和交易程序来完成的，其中任何一个环节出现失误，债转股都不可能成功。

3. 从银行债券人角度而言，债转股是债权人权益失败的体现。银行可以借助多种金融工具进行资产证券化来化解银行不良资产，债转股仅是银行化解不良资产多种方法的一种。银行通过金融资产管理公司进行债转股可能会带来一些负面效应，导致赖帐经济的产生。

4. 从金融资产管理公司的角度而言，在它的运作过程中面临一系列风险，如政府干预的风险、股权行使的风险、股权变现的风险等，假如这些风险不能得到有效的防止，必然危及整个社会。

5. 从国企的角度而言，负债率过高并非是其经营不善的主要原因，国企经营不善的主要原因在于产权不清，股权结构不合理，公司治理结构不完善。债转股以后，金融资产管理公司可以以股东身份参与企业的重组，通过资源的重组提高其配置效率，否则，即使国企通过降低负债率达到帐面上扭亏为赢的效果，也只能是治标不治本。

6. 债转股的成功运作需要一定的外部环境。如完善的多层次的证券市场、一批有实力的国内外投资者的积极参加，投资中介机构如投资银行、评估公司的介入，以及健全的相关法律体系等。这些是保证债转股整个交易程序顺利完成的必要条件。

参考文献:

1. 《中国财经报》1999年10月~11月。
2. 《现代商业银行》1999年第1~10期。
3. [美] 钱德勒著：《看得见的手——美国企业的管理革命》，商务印书馆1987年版。
4. 于纪渭著：《股份制经济学概论》，复旦大学出版社第三版。
5. 王谦：《信息不对称与国有企业改革》，《中南民族学院学报》（哲学社会科学版）1998年第1期。

[责任编辑：黄 淳]