

1999年第44期(总第124期) 债转股: 最后的晚餐、还是又一次免费午餐?

债转股: 最后的晚餐、还是又一次免费午餐?

在GOOGLE搜索此内容

1999-12-8 阅读4263次

债转股: 最后的晚餐、还是又一次免费午餐?

一九九九年十二月二日, 麻省理工学院斯隆商学院教授、北京大学中国经济研究中心访问学者谢德华(Edward Steinfeld)在中心致福轩做了题为“债转股: 最后的晚餐、还是又一次免费午餐?”的讲座, 论述了他对于中国目前“债转股”的看法。

谢德华教授首先回顾了中国国有企业债务问题形成的原因。1984年, “拨改贷”将由国家无偿调拨的资金变成了企业必须支付利息的有偿贷款。这一举措是为了激励企业更有效率地使用资金, 提高企业的经营绩效。但是, 政策执行以后, 四大国有商业银行对企业的放款迅速上升, 而企业的经营绩效却没有改善, 最终导致了国有企业的财务状况不断恶化。那么, 这样看来“拨改贷”是失败了, 因为它并没有起到提高企业经营绩效的预期效果。但是, 如果从完善市场机制、营造竞争环境的角度着眼, “拨改贷”赋予了资本名义价格, 体现了生产要素的稀缺性, 是中国走向市场经济的重要一步。所以, 如何评价一项政策的成败, 关键在于事前对政策效果有怎样的期望。但是, 必须明确“拨改贷”只是一种市场机制, 而市场机制是一种选择机制, 它只能决定谁是“好”的、谁是“坏”的, 单纯依靠它并不能改变企业的行为。这是因为, 有选择就必须要有淘汰。“拨改贷”引进了选择机制, 却没有建立退出机制。国有企业破产的可能性很小, 市场给予企业的压力微乎其微, 指望企业在这种条件下改变行为方式是不现实的。所以, 在引入市场机制之初, 就把政策效果定位于从整体上提高国有企业的绩效, 是与市场机制本身所要求的、与选择机制相补充的退出机制相抵触的。

作为“拨改贷”的后继政策, “债转股”面对的是同样的问题—对政策效果的期望是什么。一种观点是债转股的政策设计者们的想法, 即通过“债转股”, 银行持有企业的股份, 然后再通过国有资产管理公司对企业进行改组, 硬化预算约束、行使人事任免权、实现资产重组。在政策制定者眼中, “债转股”的作用是沿着“拨改贷”的方向进一步完善市场机制, 解决“拨改贷”所造成的、或者还没有解决的问题。但是, 如果和那些申请“债转股”的企业谈谈, 相信所有人都会有不一样的看法。

目前, 全国各地的国有企业都蜂拥到经贸委, 要搞“债转股”。这份热情就让人怀疑, 如果“债转股”真得是要硬化企业的约束, 分割企业的资产, 使企业领导人面临失业的危险, 他们会这么积极吗? 更让人不解的还在后面。长期以来, 企业对经营效益不好的辩解是“利息负担重”、“债务压力大”, 总之, 就是资金成本过高。对此, 北大中国经济研究中心的易纲教授和赵先信博士曾撰文指出, 九十年代中期以前国有企业的债务/资产比例并不高, 而且它们的贷款利率也大大低于市场水平, 更何况很多企业还可以得到利率只有2%的优惠贷款。就算贷款成本高, 但“债转股”造成的股本融资的成本更高, 因为它意味着企业将失去部分控制权。那么, 中国资金压力巨大的企业为什么偏偏对高成本的融资方式情有独钟呢?

其实, 说穿了企业并不认为“债转股”会提高融资成本, 它们更多的是把“债转股”当作一次债务豁免的良机、一次免费的午餐, 甚至是回到国家财政支持企业发展的旧体制的开端。造成这一现象的根本原因在于, 制定政策的出发点是振兴国有经济、把国有企业从财政危机中拯救出来。在这种前提下, 企业感受不到破产的压力, 不会相信持有企业股份的银行和资产管理公司会对企业进行改组, 它的行为当然是利用这个机会减轻自己的负担。实际上, “债转股”的困境和“拨改贷”无法奏效的原因一样: 没有退出压力的市场机制只是一个选择机制, 它不可能实现对企业行为的改造。

从“债转股”的实施过程来看, 企业的预期也得到了证实。国家经贸委制定了“债转股”企业必须满足的五个条件, 从这些条件看, 只有最好的国有企业才能进行“债转股”。但是, 既然是好企业, 为什么不采取债务重组或者银行与企业重新谈判的方式来解决呢? 这些办法的成本要低得多。同时, 企业的“债转股”是经过国家审批许可的, 资产管理公司和银行没有对国有资产进行分割和转移的权力, 这会严重削弱新的资产所有人改造企业的权力, 同时为经理层的舞弊大开方便之门。北京水泥厂的案例说明了这个问题。这家企业的母公司北京市建材集团把建设银行的债务转化为股份转移给信达资产管理公司。根据协议, 北京水泥厂将上市, 建材集团将在3-5年内从信达手里买回股份。到那时, 一切将恢复原状: 资产公司没能对企业进行改造, 企业的经营机制也还是老样子。唯一变化的是企业的债务转移到

了普通股民的手中，而股民看来也不会从这项资产上得到什么收益。“债转股”在这里成了企业化解财务危机的工具。

实际上，资产管理公司对企业的改造还牵扯到行政级别问题，这在鞍钢“债转股”过程中表现得尤为明显。一方面，鞍钢很难说是一家现代企业，企业内部问题重重，并不符合经贸委关于“债转股”企业的规定。但它也可以进行“债转股”，这至少说明“债转股”是有政治考虑的，首要着眼点还是要把企业从破产的边缘拉回来，提高效率倒在其次了。另一方面，鞍钢的领导行政级别相当于副部长，比资产管理公司要高，难以想象处级干部告诉副部长应该怎样管理企业，更别说解雇副部长了。

这样看来，“债转股”更象是解决企业财政危机的专用贷款：企业经营出了问题，政府找来银行帮助企业渡过难关，银行成了企业负担的实际承受者。从短期来看，“债转股”大大减轻了国有企业的负担；但从长期来看，政府的输血解决不了根本问题，相反却会诱发严重的道德风险问题。对企业来说，“债转股”是解困的好机会，它自然会耗费大量的资源用于“债转股”，而没有动力改进生产。对资产管理公司来说，一方面，面对国家的行政命令它没有动力对企业进行改造；另一方面，由于资产管理公司实际上没有处置国有资产的权力，而企业在化解财政危机之后又可以迅速把股份买回来，资产管理公司也没有激励去实现对企业的控制。银行在“债转股”的过程中出于为国有企业解困的需要，会按帐面价值计算企业的不良贷款，从而低估不良贷款的数额。所有这一切，都会严重地损害整个经济系统的效率。

“债转股”本来是为了提高经济效率的，而事实却与人们的期望相反，原因何在呢？首先，“债转股”的政策取向不应该是为了“搞活”国有企业，为国有企业解决财务危机。一种观点认为，国有企业搞不好是因为外部条件不健全，只要引入了市场机制、改善了资产结构，企业就能经营好。这种观点忘记了国企的困境更大程度上是由于内部的经营机制存在问题而造成的，外部条件再好，市场机制再健全，如果没有实际存在的破产压力，企业的行为还是不会有根本性的变化，指望通过“债转股”振兴国有经济是不切实际的想法。在具体的操作中，为了达到“搞活”国有企业的目的，引入市场机制的“债转股”势必异化成帮助国企解脱困境的工具，完全与提高经济效率的根本目标背道而驰。其次，“债转股”承担着所谓防止国有资产流失的责任，不允许国有资产的转移，这使得资产管理公司没有权力、也没有动力对企业进行改造、重组。如果“债转股”不能实现资源向更有效率的部门流动，那么，从长远来看，它是在毁灭而不是保护国有资产。

谢德华教授发言之后，与会者对他的演讲进行了广泛的讨论。有人提出，“债转股”在很大程度上解决了银行不良资产过多，金融体系负担沉重的问题，而且给企业减轻负债压力，也可以在某种程度上激励企业的经营者提高努力水平。谢德华教授认为，金融体系中所存在的问题实际是资本要素配置的问题，资本投向了没有效率的部门，导致资金回报率低，所以企业经营效益低下才是银行资产结构恶化的根源。短期看，“债转股”可以从帐面上使得银行的财务状况大大好转，但如果企业的经营状况没有一个根本性的转变，银行的资产状况还是会恶化的。至于提高企业的经营绩效，又回到了前面的问题，市场机制只是一个选择机制，一切还依赖于机制建立以后企业如何行动。最后，谢德华教授针对“债转股”之后如何有效地提高企业的经营绩效提出了几条具体的建议：(1)不要把三年脱困作为一个硬性的指标；实际上，利润不是一个衡量国企改革成败的好指标；(2)银行不要把政治目标和商业目标混为一谈；(3)为大型国企松绑，允许国有资产在国有部门内部、国有部门和私有部门之间自由流动。

相关信息：

没有相关信息

相关评论：

没有相关评论 [点这里发表评论](#)



[发表、查看更多关于该信息的评论](#)



[打印本页](#)

[| 北京大学](#) | [中心概况](#) | [BIMBA](#) | [CENET](#) | [联系方式](#) | [站点导航](#) | [繁体版](#) | [ENGLISH VERSION](#) |

Copyright© 1998-2005 北京大学 中国经济研究中心 版权所有

保留所有权利，未经允许请勿挪用，有任何问题与建议请联络：webmaster@ccer.pku.edu.cn

京ICP备05005746