

# 债转股运作中企业、政府、银行三者利益冲突分析及均衡对策研究

赵华, 陈赞

(长沙理工大学 管理学院, 湖南 长沙 410076)

**摘要:** 剖析了债转股运作中企业、政府、银行三者利益冲突的表征——债转股过程中产生的问题; 运用经济学原理重点分析了债转股运作中三者利益冲突的成因; 根据债转股问题产生的机理, 针对性地提出了解决各方利益冲突的均衡对策。

**关键词:** 债转股; 企业; 政府; 银行

**中图分类号:** F271

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1001-7348(2003)09-0013-03

## 0 前言

债转股是深化我国经济体制改革, 搞活国有大、中型企业, 化解金融风险, 促进国企改革, 健全和完善社会主义市场经济体制的一种重要战略举措。然而, 在实际运作过程中, 若没有相应有效的约束激励机制规范债转股各方当事人的行为, 则不仅难以形成有效的动力机制和压力机制, 实现债转股的战略目标, 而且容易导致企业、政府(主要指金融资产管理公司)、银行三者的利益冲突, 造成债转股问题。本文笔者试针对这一问题, 从债转股运作中三者利益冲突的表征——债转股过程中存在的问题入手, 运用经济学原理, 重点剖析产生其利益冲突的原因, 并针对性地提出解决各方利益冲突的均衡对策, 以期为债转股这一重要战略举措的预期目标实现提供参考。

## 1 债转股运作中三者利益冲突的表征——债转股过程中存在的问题

### 1.1 认识误区

一些债转股企业误认为, 通过债转股,

企业就可以一劳永逸地转掉原有国有商业银行的债务, 这不仅减轻了企业还本付息的压力, 降低了财务风险; 同时降低资产负债率, 优化资本结构; 而且可提高企业的融资能力, 加快企业的发展步伐; 改善股权结构, 建立良好的法人治理结构, 可谓一举多得。殊不知, 债转股行为也是一把双刃剑, 它不仅提高了企业的资本成本, 增大了企业资金回购压力, 分散了企业控制权, 影响企业的长期规划和发展, 而且摊薄了每股净收益, 从而引起企业价值下降或股价下跌。

### 1.2 道德风险

一方面, 债转股企业借债转股的“减压效应”继续“偷懒”, 导致国有资产营运效率低下, 国有资本难以保值增值。另一方面, 我国在实施债转股过程中, 对于4商业银行的不良债权, 采取按帐面价值收购不良贷款, 这使得不良贷款与企业不良资产的实际价值之间存在差额, 虚增了资产管理公司的收购成本, 也会掩盖资金流失过程中可能存在的寻租行为。同时, 由于这次交接不良资产价格对银行和资产管理公司都存在切身利益, 加之交接时间紧、任务重, 确定价格过程中很可能出现问题, 即资产管理公司、银行和企业很可能“合谋”, 低估

不良资产价值, 从而造成国有资产流失。

### 1.3 败德行为

债转股过程中的败德行为, 一是指债转股企业借此之机, 作为赖掉国有商业银行债权的合法途径, 导致国有资产立即显性流失; 二是指实施债转股后, 债转股企业利用国家股的“廉价投票权”和不能对企业进行有效监督的体制缺陷, 与企业其他投资人“合谋”, 隐性侵蚀国家股权益的行为; 三是金融资产管理公司一方面不能有效地对债转股企业予以监督, 造成国有股权益投资不能保值, 另一方面, 不能有效利用金融市场的功能和作用, 运作通过债转股形成的股权投资, 导致国有资本配置效率低下。债转股过程中的败德行为造成的结果, 不仅会导致国有股权投资的显性损失和企业资产运行效率低下的隐性损失, 也会极大地妨碍市场有效地配置资源。

### 1.4 目标错位

债转股必须实现促进国企改革, 搞活国企和化解金融风险的双赢目标。鉴于, 认识债转股的工作目标不能仅从单个债转股企业这一微观层面出发, 而应从整个国民经济宏观层面来考虑。因此, 我们应该充分认识债转股工作不是仅为了个别企业

收稿日期: 2002-11-21

基金项目: 国家社科基金资助项目(01BJY049); 湖南省社科联课题阶段性研究成果

作者简介: 赵华(1968-), 长沙理工大学管理学院副教授, 硕士生导师, 主要从事审计、财务管理的教学科研; 陈赞(1963-), 长沙理工大学校产处处长, 硕士生导师, 副研究员。

解困,而是为了搞活整个国有企业。但从实际运作过程看,由于地方保护主义的存在和人们对债转股观念上的认识误区,债转股可能转了一些本该破产倒闭的企业,也就是债转股取代了这些企业的破产,这不仅破坏了企业参与市场竞争的公平竞争、优胜劣汰基本规则,而且也难以拯救亏损严重、陷入绝境的企业,并且会破坏整个市场经济的信用根基。债转股不是转移金融风险,而是要化解金融风险。国有商业银行把不良贷款剥离给资产管理公司转为股权,如果资产管理公司不能把这些股权变现,则银行的金融市场风险就会转移给资产管理公司,最终还是转移到了国家财政,这也不是债转股的目的。

## 2 债转股运作中三者利益冲突的经济学分析

### 2.1 债转股运作中“寻租”经营分析

债转股运作中的债转股企业数量的确定,即债转股供给是一个基本固定的社会经济资源,而在我国当前的社会经济生活中,债转股需求则是巨大的;由此可见,债转股资源的价格则完全是由其需求决定的,具有典型租金的性质。在这种情况下,“寻租”经营行为极易产生,即稀缺资源的供给者,主动利用其资源的供给的不变性和需求的无限性,主动寻求高价的租金。债转股的“寻租”经营,一方面,由于其需求的无限性,寻租空间范围极大;另一方面,债转股供给,不仅是一种社会经济资源供给问题,而且涉及行政权力的寻租问题,即行政主管部门与债转股企业的权钱交易问题,极易导致供给方的败德行为,甚至供求双方“合谋”操纵,导致国有资产的显性和隐性流失。

### 2.2 债转股运作中的非对称信息分析

债转股运作中非对称信息下的败德行为,是指债转股企业利用自身掌握的完全的生产经营活动及其结果的信息,不履约甚至欺骗金融资产管理公司,导致国有资产流失的行为。败德行为的后果不仅导致金融资产管理公司遭受损失,也会极大地妨碍市场有效配置资源。由于败德行为是在所有者(金融资产管理公司)无法觉察和监督经营者(债转股企业)行为的情况下发生的,因此,解决的办法只能是通过某种制

度设计使经营者自己约束其行为。

债转股运作中的委托人——代理人问题,即在债转股企业内部,企业的所有者是委托人,企业经营者都是代理人。正是由于企业所有者与经营者所追求的目标不同,并且他们所掌握的信息不对称,而产生委托人——代理人问题,这一问题是由于委托人不能确知代理人的行为而产生的问题。它是指经营者可能追求他们自己的目标而以牺牲所有者的利益为代价。同理,一旦债转股企业出现委托人——代理人问题;其后果不仅是资产管理公司的股权投资收益受损,也使社会资源配置效率受损。

### 2.3 债转股运作中的“外部性”特征分析

债转股具有典型的外部性特征,其内涵是指债转股主体的经济活动(包括债转股行为本身)对他人造成的影响而又未将这些影响计入市场交易的成本与价格之中。有利的外部性是指债转股主体的债转股活动的有效运行,使他人或社会受益,而收益者又无须花费代价。有害的外部性是债转股主体的相关活动失范运行,如道德风险、败德行为等,使他人或社会受损,而造成负外部性,例如国有资产流失,甚至目标错位等,却没有为此承担成本。

### 2.4 债转股运作中准公共产品特征分析

债转股行为根据其非抗争性与非排他性的程度,可归类于是一种准公共产品,即债转股这类政策(视为政府提供的一类特殊产品或服务)只在一定范围(符合债转股条件的国有大、中型企业)内具有非排他性(只对符合条件的企业才是非排他的)与非抗争性(例如债转股企业数量太多会造成拥护成本)。鉴于债转股行为具有准公共产品特征,因此,单个债转股企业通常并不很清楚自己对公共产品的需求价格,更不用说去准确地陈述他对公共物品的需求与价格的关系;即使单个债转股企业了解自己对公共物品的偏好程度,他们也不会如实说出来。为了少支付成本或不支付成本,债转股企业作为消费者会低报或隐瞒自己对公共物品的偏好,以便他们在享用公共物品时不可避免地都想当“免费乘车者”,不支付成本就得到利益。

## 3 预防债转股问题的均衡对策

### 3.1 提升债转股企业的资产运营效率,是

### 预防债转股问题产生的核心内容

实行债转股,从短期看,可以降低企业的财务费用,能实现帐面扭亏为盈。但从长期来看,要想真正扭亏为盈,还需要债转股企业抓住这一有利时机,在促进改制的同时,提升债转股企业的资产运营效率。一方面,通过变卖、处置、联营等形式,盘活不良资产;另一方面,通过强化企业内部管理,不断提升企业优良资产的运营效率。通过上述两个方面,提升债转股企业的资产运营效率,才是提高经济效益,促进债转股企业扭亏为盈的有效途径,也才能真正均衡债转股行为当事人三方的利益,实现债转股的战略目标,这是预防债转股问题产生的核心内容。

### 3.2 设置科学合理的债转股制度安排,有效约束和激励债转股各方行为,是预防债转股问题产生的基础环节

(1) 完善债转股行为的准入制度。在债转股企业的选择过程中,应遵循“效率优先、适度公平”的原则。所谓效率优先是指应尽量选择那些产品适销对路、盈利潜力大、工艺技术水平较先进、企业管理水平高的企业进行债转股。所谓适度公平是指必须对国有企业资产负债率过高、利息支付困难的原因作具体分析,只对因国家资本投入不足造成亏损的国企进行债转股。同时,应建立完善的国有企业债转股资格认证体系和程序,其中包括:债转股企业的优选,债转股企业的最终决定权由谁行使及如何监管等问题。

(2) 设立债转股风险基金制度。债转股风险基金制度,是指金融资产管理公司从债转股企业每年的税前利润或资产管理公司自身股权转让溢价收入中按一定比例预提一部分资金,作为一种专门基金,以应对资产管理公司未来可能遭到的经营损失或到期不能兑付时对国家财政带来压力的巨大风险,而导致国有资产流失的一种风险基金管理制。

(3) 设置一定比例的优先股。与普通股权相比,优先股股权一般具有固定的股息和对剩余财产的优先索偿。若将一定比例的不良资产转换成优先股,一方面可以在一定程度上降低资产管理公司的转换风险和投资风险,稳定其投资收益水平;另一方面也能起到优化债转股企业资本结构,增加企业价值的功效。

(4) 设置一定比例的可转换债券。设置一定比例的可转换债券,作为债转股的缓冲加压工具。可转换债券是指在一定时期和一定条件下持券人可自由地将其转换成企业股票的债券。它具有双重属性,在转换之前,它代表持券人与企业的债权与债务关系;转换之后,它代表持券人与企业的投资与受资关系。一般而言,只有当债转股企业的经营业绩在一定时期内持续看好,企业价值不断增大或股价不断上升的情况下,持券人认为按一定比例和价格转换成企业股票有利可图时,才会采取转换行为。

(5) 设置债转股股权的回售条款或保护性条款。回售条款内容包括:债转股的股东有权(但无义务)在一定时期内随时以事先约定的价格将其股权回售给债转股企业,届时企业应无条件购回。回售条件类似于美式看跌期权,是自动监控债转股正常运行的有效机制。若债转股企业在实施债转股后经营状况得到好转,其股价自然升值,资产管理公司则无需回售其股权,而是等待进一步的升值,债转股就可继续运行;反之亦然。

保护性条款是对债转股股东权益进行有效保护的一种特殊条款,是对债转股企业的一种刚性约束,例如规定债转股企业未达到行业平均盈利水平时,不准举债筹资;在一定时期内不能对外提供担保以及不获得股东大会或董事会等的批准企业不准处置资产等。

(6) 设置企业经理股票期权和职工持股计划。从激励机制角度提出解决债转股企业道德风险问题的措施是企业经理股票期权制度和职工持股计划,这一制度的中心意图是启动企业内部的激励机制,特别是企业经理阶层的激励机制。其具体做法是:让债转股企业经理阶层持有本企业股权(股票)的认股期权,让企业职工持有本企业股票,将企业经理层、企业职工的利益与股东的利益捆在一起,使经理阶层、企业职工在追求自身利益的同时,也使债转股股东的利益得到保障。

(7) 对债转股企业实行多元化股权安排。若将多家银行的债权委托多家资产管理公司转为对债转股企业的股权,或将一家银行的债权人进行分解,分别委托几家资产管理公司对企业持股,便可形成多元

投资主体,真正建立起股东——董事会、监事会——总经理的现代企业制度和内部合理的法人治理结构。建立多元持股结构,构造多元投资主体,不仅有利于强化对债转股企业的所有者约束,减少资产管理公司与债转股企业的“合谋”操纵,而且对实施债转股行为过程中一些不负责或不作为的相关行政部门也是一种较强的约束。

3.3 充分发挥中介机构和银行的作用,是预防债转股过程中有关问题产生的不可缺少的辅助环节

(1) 法律咨询机构的咨询作用。债转股过程可能会与现行的《公司法》和《破产法》等相关法律有冲突,特别是在处理不良资产时,必然会涉及许多企业实行财产清算,但是现有的相关法律很难对债权人提供有效保护;又由于有政府干预、地方保护等因素存在,会使问题更加复杂,很难按程序处理。另外,一个企业的清算或重组,也涉及到一系列债权人、其他利益相关者和下岗再就业等问题,都需要法律法制保护各方面的利益。

(2) 证券商的参与作用。在债转股运作中,债券成为一定流动性的可转让商品是其前提,对拟转让的不良债券一定要确定转让价格,而这个转让价格必须在贷款账面价值基础上打一定折扣,这个折扣无论大小都将极大地影响债转股的实现。因此,确定恰当合理的债券折扣与转让价格,需要由专门的机构进行操作。在我国尚未形成市场定价条件的情况下,证券商正好发挥它在这一方面的作用。有了证券商的参与,不仅能提高债券折扣和转让价格确定的准确性,而且也有利于资产管理公司对未来的股权投资管理及其责任明确。

(3) 中介机构的公证作用。对不良资产的定价是否准确,直接影响债转股的有效运行。只有具备资产评估资格的会计师事务所等中介机构,他们根据独立、客观、公正原则,依据申请债转股企业的财务会计报告等相关资料,首先通过评审,出具评估报告,以便对其是否符合债转股条件提出意见;在此基础上,若要对企业的资产价值重新评定,则要通过中介机构进行资产评估。只有这样,方能确保债转股企业的选择和不良资产定价具有客观性、公正性。

(4) 银行全方位参与、咨询的作用。在债转股运作中,银行可利用自身有的人

才和经验优势,积极参与,监控债转股工作。一般可采取以下3种方式:一是配合资产管理公司开展债转股工作,从目标企业的选择到资产重组到最后退出全过程介入;二是作为战略投资者,购买债转股企业的股权,参与对债转股企业的资产重组工作;三是作为兼并重组的财务顾问,为债转股企业的战略调整进行咨询服务,参加企业改组并购的咨询与策划。

3.4 大力进行金融制度创新,强化金融市场对债转股行为的有效约束和激励

在债转股运作中,债转股有效运行的成功标志之一是,债转股退出机制是否科学合理,金融资产管理公司配置国有经济资源的效率是否最优。目前,资产管理公司的有效运行面临着来自两方面的财务威胁:一是融资方面的威胁,能否以恰当的方式筹集到足额的资金是其平稳运行的前提;二是来自退出机制方面的威胁,能否在规定的时间内顺利退出是资产管理公司运营成功的关键。我们认为,大力进行金融制度创新,强化金融市场对债转股各方行为的约束和激励,是一种有效途径,其中资产证券化这一金融衍生工具有利于解除资产管理公司融资和退出机制两方面的威胁。资产证券化的基本交易结构是资产的原始权益人将要证券化的资产剥离出来,出售给一个特设机构,这一机构以其获得的这项资产的未来现金收益为担保发行证券,以证券的发行收入支付购买证券化资产的价款。对于资产管理公司来说,资产证券化有以下优点:①资产证券化既是一条低成本的融资渠道,又是一条便捷的退出路径;②资产证券化是一种真实的销售,可将原本集中于自身的信用、流动性等风险转移和分散到资本市场;③资产证券化有助于资产管理公司加速资金回笼和资金循环,提高资金的使用效率,确保国有股权投资的保值、增值。

#### 参考文献:

- [1] 王柯敬.关于债转股几个问题的思考[J].投资研究,2002,(1).
- [2] 黄志凌,曲和磊,唐圣玉.债转股的国际经验与中国实践应把握的方向[J].财贸经济,2001,(10).
- [3] 赵华.债转股问题的财务对策[J].财会月刊,2001,(2).

(责任编辑:慧超)