

国家自然科学基金资助项目
教育部高校优秀青年教师奖资助项目

国企债转股 博弈模型及机制设计

彭小兵 蒲勇健 著



重庆出版社

国家自然科学基金资助项目
教育部高校优秀青年教师奖资助项目

国企债转股 博弈模型及机制设计

彭小兵 蒲勇健 著



重庆出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国企债转股: 博弈模型及机制设计 / 彭小兵, 蒲勇健著. —重庆: 重庆出版社, 2005

I. 国... II. ①彭...②蒲... III. 国有企业—债务—转换—股份—研究—中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 025534 号

国企债转股

——博弈模型及机制设计

彭小兵 蒲勇健 著

责任编辑 王 淋

封面设计 向 洋

技术设计 费晓瑜

重庆出版社出版、发行

(重庆长江二路 205 号)

新华书店经销

重庆市联谊印务有限公司印刷

开本 850×1168 1/32 印张 7

字数 196 千 插页 2

2005 年 3 月第 1 版

2005 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

印数 1—1000

ISBN 7-5366-7138-5/F·351

定价: 12.50 元

序

在国有企业发展面临的诸多困境中,由日益积累的在国有商业银行中沉积的巨额债务负担最为引人注目,与之相对应的是国有商业银行系统积累了大量的不良债权及相当的金融风险。为加快国有企业改革步伐,使具有良好发展前景但由于债务负担过重而陷入经营性困境的国有大中型企业摆脱困境,同时考虑到国有商业银行大量不良资产的处理,为防范和化解金融风险,国家于1999年底推出了债转股的战略举措。所谓债转股,是指把原来银行与企业间的债权债务关系,转变为金融资产管理公司与企业间的持股与被持股或控股与被控股的关系,由原来的还本付息转变为按股分红。债转股既是我国实现国有企业摆脱巨额负债、深化国有企业以及国有商业银行改革、防范和化解潜在金融风险的重大政策性金融创新工具,也是面临着许多现实问题而有待探讨与值得深入研究的争议性领域。近五年的债转股运作实践表明,债转股的实施虽然取得了一些进展,但也出现了许多问题。

事实上,导致许多债转股企业处于困境的真正原因是多方面的。国有企业在国有商业银行中的沉重负债不单单是一个数量的概念,而应该有更为丰富的经济学含义,超越了一般的价值判断而具有内在的合理性与内在逻辑,表现为政府、企业和银行等利益方

之间的利益冲突与妥协导致的一种博弈行为均衡。

一般来说,我国经济体制转轨,国家金融、利润和税收制度的改革以及经营管理不善等因素都能导致国有企业出现大量的债务负担。但在中国国有商业银行账面上,还普遍积存着巨额的主要因政府行为过度介入引起的、被称之为政策性债务的不良债权,这种由政府行为过度介入所形成的企业债务具有很大程度上的刚性、故意性和事先可知性,国有商业银行很难通过自身的努力加以控制或回收,当贷款资金在国有企业中的使用效率很低时,成为呆账滞账也就不足为怪了。另外,国家的自利倾向以及国家金融政策环境的不断变化调整表明中央政府也参与了这一博弈的过程。这样看来,国有企业巨额债务的实质是“拨改贷”“利改税”等经济体制改革、企业经营管理不善和政府行为过度介入干预导致的一种制度性低效率现象;且集中反映了国家及其所属权力部门追求租金最大化的“国家个体行动”与提高金融资源配置效率、化解金融风险这个社会目标之间的冲突。

但问题的复杂性在于,对于造成国有企业沉重债务负担的各种因素(国家经济体制变革如“拨改贷”、利税改革,经营管理不善和政府行为过度介入等),国有企业总是兼而有之。尤其是,为了掩盖其本来面目,国有企业普遍存在推卸自身管理责任的倾向,因而这几种因素之间的界限就变得很模糊。这种状况无疑降低了债转股的国家金融资源再配置效率(因为债转股本质上是对国家金融资源再次的重新配置,转移或分散金融风险),如果对那些本应由企业自己或地方政府承担巨额债务责任的国有企业实施债转股,就会浪费国家资源。并且,作为逐步根据政企分开的原则游离出来但尚未真正建立起现代企业制度的利益主体,国有企业理所当然要捕捉一切机会从政府的利益旁边追求自身的效益最大化。上述四种因素并存时,实施债转股正好提供了这种机会,这样我们所实行的国有企业债转股就会变得扑朔迷离。

总之,国有企业债务负担形成的背后是经济外化带来的国有商业银行和国家金融风险的积累,因此,国家对国有企业的债转股举措本身可以视为国家试图减轻和化解金融风险和社会压力的一种具体努力。从表面上看,国有企业贷款形成的债的关系中,债权人是有国有商业银行,债务人是国有企业,但其最终的债权债务人都可追溯到国家及其代理人中央政府那里,这是不言而喻的。当全国如此大范围巨额债务形成时,首先认识到问题的严重性且必须刻不容缓予以解决的是中央政府。正是这样的背景下,才有了前述债转股政策的出台。但是,正如上面分析的那样,考虑资产管理公司在内,债转股实质上也就是要对政府、银行、国企、资产管理公司四方利益格局进行调整,因而通过债转股措施来解决国有企业负债问题时,必须考虑各利益方的斗争与妥协的博弈关系。

本书正是基于这样观点而展开对债转股的研究的。导致债转股目前现状的原因在于外部环境的不成熟和债转股政策设计的内在矛盾,而这些成因都可归结为债转股从一开始及之后的运作中没有考虑参与债转股进程的各相关利益主体的博弈行为及如何改善它们的博弈关系。换言之,债转股预期的双赢结果可能只是一种良好的愿望,在实际的实施过程中还可能出现许多陷阱和极为复杂的现象。这些问题没有得到解决,债转股的运作将变得更加复杂化和偏离政策路线,当然也就阻碍预期目标的实现。为了确保债转股最终预期目标的实现或尽可能减少债转股损失,需要在政策上作出影响博弈均衡实现的规定,我国的债转股政策规范设计也应该基于这种均衡分析。

债转股的整个运作过程包括三个阶段:债转股股权的进入、股权管理和股权退出。在股权的进入阶段,既定于国家债转股政策方针,选择符合国家既定标准和条件的国有企业来实施债转股是至关重要的,这关系到债转股实施后的股权管理和退出,更关系到企业的改制和建立现代企业制度,甚至关系到国有经济战略部署

的秩序。不是所有的国有企业需要或能够债转股,也不是所有的债务包袱需要国家来承担。具体而言,国家也许可以通过债转股的过程来减轻其所承受的金融危机的压力,但这并不意味着国家会见债就转,国家不应该超越其特定的支付函数而行动,即国家必须权衡债转股成本和收益。不同企业的债转股收益与成本类型不同,因此,国家要对不同类型的欠债企业采取不同的债转股战略。可是,由于信息不对称,国家难以识别欠债国有企业的类型,因此,有关部门(原国家经贸委和资产管理公司)在挑选企业进行债转股时,可能会因信息不完全而做出不符合自己要求的选择。如果国家认识不到这一点,或者说国家没有建立基于博弈分析基础上的机制,那么国家就无法通过债转股达到企业改制,进而从根本上脱困的目的。同时,对国有商业银行也一样,不是所有不良资产的累积都应归因于国家,也不是所有不良资产所可能导致的金融风险都需要国家化解,因而不是所有不良债权都可以被剥离出来进行债转股。通过国有商业银行信息披露监控机制,政府能准确识别银行剥离不良资产来实施债转股的过程中的逆选择和不道德行为。

在股权的管理阶段,资产管理公司股权管理的出发点是提高债转股企业的绩效以在未来某个时间段或时间点上实现退出。但这里面有几点需要完善:首先,需要搞好企业,企业不但要减轻债务负担和扭亏为盈,而且要优化治理结构。股权的退出必须依赖于企业效益的增加和提高,也只有企业效益增加和提高了,以回购、转让出售或上市等途径退出债转股股权才有可能,当然也只有引入了战略投资者和实现国有资本在非战略性领域的退出,才可能有真正意义上的企业治理结构优化。显然,站在代表国家的利益、专门经营国有不良资产的资产管理公司的角度,如何配置债转股企业的控制权、以及如何重构资产管理公司在企业存续时对企业治理机制以提高企业绩效是非常重要的。其次,债转股企业

的再融资问题。债转股本身并没有增加企业的现金流,企业要发展和最终实现脱困,还得通过技术创新、产品改造等投资新项目来实现,这需要资金的再投入,途径之一是向银行再贷款。再贷款过程是一个博弈的过程,理性地分析银行企业的博弈行为并建立起基于博弈均衡上的运行机制是重要的。再次,资产管理公司自身的激励约束问题。资产管理公司也是一个利益主体,也存在“私利”和道德风险,如何对资产管理公司加以定位,如何激励、约束和监督它,也是完善债转股运作的重要内容,否则会加剧债转股运行的风险和国有资产的损失。最后,国有商业银行的改造问题。国有银行向现代商业银行方向改造是必然的趋势,在国际金融市场开放的条件下,既要银行自身进一步深化改革,又要理顺和重建政府(特别是地方政府)与银行之间在信贷上的关系。按照《巴塞尔新资本协议》,为保护投资者和储户的利益,银行必须重视它的信息披露。事实上,在逐渐弱化政府的行政干预时,强化对银行的信息披露监控,不仅是对投资者和储户利益的保护,更是金融市场开放下政府维护国家金融安全的需要。由于信息披露监控机制有利于国有商业银行的现代金融制度的改造,而这种改造有利于从根本上砸碎导致企业巨额负债、银行沉积大量不良债权的链条,重新按市场规则建立银行企业间的信贷关系,因而,建立健全商业银行信息披露监控机制也是完善债转股的重要内容。

在股权退出阶段,当债转股的运作能够按照考虑了局中人(利益相关者)博弈行为的可实施机制行事,那么债转股股权的顺利退出也就顺理成章了。至于退出方式,本书将表明,只要有相应和相对成熟的外部市场环境,任何一种基于商业化市场运作的退出方式都是可行的。

本书几个重要的理论观点是:债转股的直接背景是大量国有企业的过度负债形成了对国企发展的巨大障碍。这个障碍的积累已严重影响了国企改革的深化,加剧了商业银行的金融风险,制约

着国民经济增长的质量与速度,而其更深层次的背景是国有企业在走向市场经济过程中的制度缺陷,以致在宏观经济或企业成长进入周期性底部时加剧了企业经营困难。债转股运作中利益方的互动博弈导致个人理性与集体理性发生冲突,进而导致偏离国家的预期和政策路线。考虑五个局中人的博弈行为,债转股可能产生两种不利后果:一是债转股产生的租金最后耗散了,二是导致赖账的理直气壮和产生“劣币驱逐良币”效应。国家在与国有企业的债转股谈判博弈中出现两个贝叶斯均衡,即国家最终的选择事实上并没有完全考虑其事先制定的标准,而对国有企业来说,事先划定的条件、标准,都是不可置信的;银企债转股的不完全信息动态博弈模型在一定条件下能够达成混同均衡,进而修正了现有文献的部分观点。依据一个信息甄别机制,资产管理公司在挑选实施债转股的企业时,可以用一定的转股债权额与相应的控制权要求对申请债转股的企业进行限制,这样最终被选择来实施债转股的企业符合国家的债转股条件和标准的概率很大;同时,在债转股实施后,资产管理公司应该根据债转股企业的实际发展绩效和运营状况以及债转股企业经营者的能力是否适应企业的发展要求而配置控制权,并体现动态可调整性,这样可以解决资产管理公司是否以及从何种程度上干预债转股企业经营管理的问題,也可解决债转股企业控制权如何在资产管理公司的派驻企业人员与原企业经营者之间动态地调整的问题。提高商业银行预期再贷款收益最可靠的途径是尽可能准确地把握债转股企业投资成功的概率和可能的投资收益率,且银企债转股再贷款博弈关系应该带有多准则对策的形式。基于在信息不对称时国有商业银行信息披露中的一阶段博弈和多阶段的重复博弈问题,可以构建政府(监管机构)与国有商业银行之间信息披露监控机制,且依据该机制,政府能够在债转股前识别国有商业银行的资产质量,分清不良债权形成的国家责任和银行自身管理责任,为资产管理公司批准哪些不良债权

实施债转股提供判别依据,为债转股运作的顺利推进打下资产质量基础。资产管理公司在债转股企业中具有双重身份(股东和专门监督者),行使双重职能(股东职能和专门监督职能),基于合谋情形下所构造的委托代理模型,能够在一定的规则下达成纳什均衡,进而能够在一定程度上优化债转股企业治理结构,为债转股股权的最终有效退出打下基础。资产管理公司持有的债转股股权必须在有限持有期内以合理方式实现退出,用以在国有经济领域内恢复市场机制本身固有的资源配置功能,为此私有经济部门的参与和强调债转股股权退出的商业化市场运作是重要的;资产管理公司和债转股企业经营者能够事先签订一个基于企业价值的协议,通过控制权的分配达到债转股股权有效退出的目标。资产管理公司和企业就股权回购时序量安排的讨价还价博弈过程可以达成均衡,博弈有最优解,影响均衡解的因素有资产管理公司的类型和企业的类型,当资产管理公司的短期行为倾向愈强,则愈急于要求企业在持股前期回购股权,反之亦反;当企业愈是关注长远利益则其努力程度愈高。

本书获得国家自然科学基金项目和教育部高校优秀青年教师奖联合资助。本书是在彭小兵同志的博士论文顺利通过答辩、并在此项国家自然科学基金项目顺利结题后,根据博士论文评审委员会评审专家、答辩委员会专家、以及课题鉴定专家提出的有关意见对博士论文和课题报告加以修改、丰富和整合的基础上,由重庆出版社正式出版。调查研究过程中得到了西南铝业集团、重庆大江车辆总厂、中国信达资产管理公司重庆办事处、中国人民银行重庆营业管理部、重庆大学、重庆大学经济与工商管理学院、重庆大学贸易与行政学院的大力支持,在此表示诚挚的谢意。感谢招商银行重庆分行的余小林博士、中国信达资产管理公司重庆办事处的向党博士,他们在课题的资料收集给予了热情支持。彭小兵的博士后合作导师、重庆大学贸易与行政学院院长曾国平教授对

本书的出版给予了大力的支持,在此,我们向他表示衷心的感谢!
当然,本书所反映的仅是我们个人的见解,如有缺点或错误之处,
将由作者负责。

彭小兵 蒲勇健

2004 年 12 月于重庆大学柏树村

目 录

序	1
绪论	1
一、课题的研究背景及研究意义	1
二、本书的研究思路、研究内容和逻辑结构	6
(一) 研究思路	6
(二) 研究内容	7
(三) 本书的逻辑结构	11
三、本书的研究方法	14
四、本书的创新工作	15
第一章 债转股的起源、实施背景及国内外研究现状	18
一、债转股的起源及其实践	18
(一) 债转股的起源	18
(二) 国外债转股实践和经验借鉴	20
二、我国债转股的实施背景及动因	25
(一) 我国债转股的实施背景	25
(二) 我国债转股动因分析	31

三、债转股的国内外研究现状综述	34
(一) 相关概念	34
(二) 债转股的国外研究现状	35
(三) 债转股的国内研究现状	39
四、关于博弈论的应用现状综述	45
五、本章小结	50
第二章 国企债转股的运作现状、问题及成因	53
一、我国债转股的运作现状研究	53
(一) 我国债转股的运作程序	53
(二) 我国债转股的运作现状及问题	54
二、我国债转股运作困境的成因研究	58
(一) 运作机理: 一个简单博弈模型	58
(二) 造成我国债转股困境的外部原因	60
(三) 债转股政策设计的内在矛盾	64
三、债转股的国企改革努力及其制度性挑战	67
四、本章小结	69
第三章 国企债转股中的博弈行为分析	70
一、国企债转股总体博弈框架	70
(一) 债转股中的利益主体及其行为选择	70
(二) 国企债转股总体博弈框架描述	72
二、博弈与均衡: 债转股的局部博弈解释	78
(一) 债转股相对于破产清算的“优势”分析	79
(二) 债转股中的互动博弈行为及趋势预测	80
(三) 银企债转股博弈的修正: 不完全信息且是 动态的	85
三、国企改革政策的修正和延续性: 债转股的内在本质	90

四、本章小结	94
第四章 国企债转股运作机制的构建研究	95
一、债转股企业选择机制的构建研究	96
(一)模型的构造与分析	98
(二)债转股企业选择机制设计	102
(三)结论性评价	105
二、债转股企业控制权的配置研究	106
(一)债转股企业控制权配置的特征	107
(二)模型的建立与分析	108
(三)结论性评价	113
三、基于非对称信息的银行与债转股企业再贷款风险 博弈	114
四、债转股的国有商业银行信息披露监控机制构建	118
(一)委托代理中的信息障碍	122
(二)机制构建博弈	123
(三)信息披露监控机制对债转股政策效应的影响	129
五、基于委托代理模型的债转股企业治理结构研究	131
(一)债转股企业委托代理中的相关概念描述	131
(二)债转股企业委托—代理框架的构造	134
(三)债转股企业治理机制重构	142
(四)政府对资产管理公司的激励与约束	144
(五)结论性评价	145
六、债转股股权退出行为及最优退出方式决策	146
(一)债转股股权退出行为分析	146
(二)债转股股权有效退出方式最优决策	150
(三)关于股权回购:一个完全信息动态博弈模型	157

七、本章小结	168
第五章 权益再分配:债转股博弈的一个案例研究	170
一、债转股下重庆大江车辆总厂的绩效改进	171
(一)重庆大江车辆总厂概况及债转股方案	171
(二)企业债转股后绩效的改进	175
二、利益博弈:实施债转股后存在的问题	177
三、本章小结	178
第六章 完善我国债转股运作的政策建议	180
一、规范政府在债转股运作中的行为	180
二、资产管理公司的债转股运作策略	184
三、国有银行的债转股经营对策	185
四、健全我国债转股股权管理体系的对策建议	186
(一)有关国有资产管理的国际经验	187
(二)建立我国债转股股权管理体系的对策建议	188
五、深化债转股国企改革的政策建议	190
六、完善债转股运作的制度创新体系	192
第七章 结论与研究展望	194
一、结论	194
二、研究展望	199
(一)本书研究工作的局限性	199
(二)需要进一步研究的工作	200
附录	202
参考文献	204

绪 论

一、课题的研究背景及研究意义

长期以来,我国国有企业普遍存在着高负债率的现象,与之相对应的是国有商业银行系统积累了大量的不良债权及相当的金融风险。为加快国有企业改革步伐,使具有良好发展前景但由于债务负担过重而陷入经营性困境的国有大中型企业摆脱困境,同时考虑到国有商业银行大量不良资产的处理,为防范和化解金融风险,国家于1999年底推出了债转股的战略举措。作为一项国有企业解困与国有银行不良资产盘活的政策措施,人们对债转股在经济学理论上的争论从1999年起一直都在进行着。国企改革多年来被作为经济体制改革的中心环节,尽管改革不断深化,但国企机制不合理、社会负担重、创新能力弱等问题依然比较严重。深化国有企业改革,仍然是经济体制改革中最繁重的任务。债转股既是我国实现国有企业摆脱巨额负债、深化国有企业以及国有商业银行改革、防范和化解潜在金融风险的重大政策金融创新工具,也是面临着许多现实问题,有待探讨与值得深入研究的争议性领域。在债转股政策运行的近四年期间,在债转股中扮演着极为重要角

色的资产管理公司在债转股国有企业内行使股东权利的责任和权力处于相当分散的状态,部分国有企业因债转股获得了生机,另一部分企业并没有因此而有着实质性的变化;四大国有商业银行也没有从根本上改善资产管理及其沉积在国有企业内的不良债权状况,没有从根本上盘活其不良资产。

我国国有企业在激烈的市场竞争中陷入经营性困境是这些年来出现的一种普遍现象,但导致这种现象发生的原因却是多方面的。许多国有企业是在过去计划经济条件下创建的,当时主要基于国家经济发展战略的考虑而设置。但随着市场经济体制的确立和不断发展,这些国有企业显得愈来愈难以适应市场规则,无论是在产品结构、资本结构,还是在企业经营机制、公司治理结构上,都显得相对落后和跟不上市场经济的发展。更为严重的是,沉重的债务负担使得国有企业步履维艰,困难重重,难以通过技术创新和治理结构优化来振兴自己。带有普遍性的情况是,内部资金不足、财政性资金损耗、国有企业注资不足、国有商业银行不断给并无偿债能力的国企发放贷款以及国企经营管理权的滥用,都是国企高负债的成因,但这种成因的背后,都与产权不明导致在国有金融资源配置上的混乱无序以及国企治理结构的内在缺陷等体制性原因密切相关:内部资金不足源于国企法人财产权没有很好地落实;财政性资金消耗与政府作为所有者让国有企业承担政府职能有关;国企注资不足与政府不能很好地履行其作为国企股东的职责有关;国有商业银行不断地给无偿债能力的低效亏损运营国企发放贷款又与国有商业银行没有债权人应有的权利有关;而国有企业经营管理权的滥用(如内部人控制等)加剧了对国有企业资本金和外部信贷资金的侵蚀。由于处于困境中的国企不能偿还国有银行贷款而使银行呆账、坏账增加,导致银行资产质量下降,并且这种企业与银行间的债务死结还会因恶性循环而拉紧,从而可能导致国有银行体系总体金融风险增加和国企危机的双败局面。这种潜在的局面若不及早预