

企业新视野丛书

国有企业债务重组

张云亭 著

上海财经大学出版社

643

L279.241
Z366

•企业新视野丛书•

国有企业债务重组

张云亭 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国有企业债务重组/张云亭著. —上海:上海财经大学出版社,
2000.7

(企业新视野丛书)

ISBN 7-81049-421-X/F·354

I. 国… II. 张… III. ①国有企业-债务-研究-中国 ②国有企业-
经济体制改革-研究-中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 29537 号

GUOYOU QIYE ZHAIWU CHONGZU

国有企业债务重组

张云亭 著

责任编辑 王联合 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

<http://www.sufep.com>

全国新华书店经销

上海印刷七厂一分厂印刷装订

2000 年 6 月第 1 版 2000 年 6 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 12 印张 290 千字

印数:0 001—2 500 定价:23.00 元

引 言

中国国有企业空前宏伟的改革工程,自1979年4月原国家经委召开企业管理改革试点座谈会拉开序幕以来,至今已进入了第21个年头。我国国有企业改革大体上经历了四个阶段^①。

第一阶段,从1979年4月至1984年9月,这是扩大企业自主权的试点阶段。企业改革的基本思路是:改革高度集中的计划经济管理体制,通过扩大企业的经营管理自主权来增强企业活力。这一阶段,在计划制定、产品销售、利润留存等方面,政府给企业下放了一些权力,特别是实行了企业留利制度,使国有企业在发展生产、改善职工集体福利和奖励职工等方面有了一定的财力,增强了企业的活力。

第二阶段,从1984年10月至1986年底,这是实行以承包制为主体的多种经营方式的阶段。1984年10月,中共十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》,开始了城市经济体制改革工程。国有企业改革也从扩权试点转入正式启动阶段。这一阶段企业改革的基本思路是:强调政企分开,所有权与经

^① 陈佳贵:《企业改革、管理与发展》,经济管理出版社,1998年8月版,第73~74页。

营权分开,实行多种经营方式。多数企业采取了承包经营的方式,承包的具体形式多种多样,一些小企业实行了租赁经营,少数企业进行了股份制改造的试点。通过采取多种经营方式,企业的自主权有了进一步扩大。

第三阶段,自1987年至1993年底,这是转换企业经营机制阶段。这一阶段的基本思路是:强调企业改革的重点必须从放权让利转变到转换企业经营机制的轨道上来。但在具体做法上仍然是强调完善承包制,因而国务院颁布了《全民所有制工业企业承包经营责任制暂行条例》、《〈企业法〉实施条例》,制定了《全民所有制工业企业转换机制条例》,进一步明确了赋予企业14项经营自主权。同时,随着指令性计划的减少和价格的不断放开,不少国有企业被推向市场,按照市场规则进行经营。

第四阶段,自1994年开始,我国的企业改革进入了建立现代企业制度的新阶段。1993年11月,中共十四届三中全会通过了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。决议明确指出,我国国有企业改革的方向是建立适应市场经济要求的“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度;并指出,国有企业实行公司制,是建立现代企业制度的有益探索,具备条件的国有大中型企业,要根据自己的不同情况,改制为有限责任公司或股份有限公司。与此同时,全国人大还颁布了《公司法》,这标志着我国国有企业改革进入了第四个阶段,即建立现代企业制度的新阶段。

1997年9月,党的十五大以后,我国国有企业呈现出新的发展趋势^①:企业的融资方式由单纯的间接融资走向间接融资与直接融资相结合,企业的组织形式由以中小企业为主走向以大集团

① 潘岳、魏杰:《未来的国有企业》,经济科学出版社,1998年2月版,第1~5页。

为主,企业的经营方式由单纯的生产经营走向生产经营与资本经营相结合,企业在产权结构上由一元化产权结构走向多元化产权结构,企业的产业选择由盲目性走向自觉性,企业的经营者由行政配置走向对企业家的选择,企业在要素选择上从依赖低层次的要素市场走向依赖资本市场,企业资产由静态化走向动态化,企业分配方式从单纯的按劳分配走向按劳分配与按要素分配相结合。

国务院于1998年初提出国企改革的两大目标,即用三年左右时间,通过改革、改组、改造和加强管理,使大多数大中型亏损企业摆脱困境;力争在20世纪末使大多数国有大中型骨干企业初步建成现代企业制度。1998年,政府在全面加强国有企业改革、在重点行业的调整、在改组和帮助大中型国企脱贫方面取得了“阶段性进展”;而1999年是实现国有企业改革与脱困目标的第二年,也是十分关键的一年,国企要在降低亏损额方面取得重大进展。为此,要重点抓好这几项工作:(1)紧紧围绕重点行业和重点企业的扭亏增盈,加大企业的调整与改组。(2)继续推进兼并、破产和减员增效,切实做好下岗职工基本生活保障和再就业工作。(3)进一步贯彻“抓大放小”方针,规范和完善已改组、联合的大企业和企业集团,指导小企业正确改革,制止一卖了之的简单做法。(4)加快技术进步,提高企业技术创新能力。(5)大力开拓国际国内市场,加强市场特别是农村市场的开拓。(6)建立和完善稽查特派员制度,加强对企业的监管。

我国正既经历着从传统农业国向现代工业国的经济形态转变,又经历着从计划经济向市场经济的体制转轨。我国的国企改革,是在这种双重转换的时空背景下进行的,其难度和复杂性是可以想见的。作为国民经济的支柱力量,中国国有经济占用着70%左右的社会经济资源,但是这些资源长期没有得到有效地利用,国有经济的改革尚未取得根本性的突破。在经济转型的过渡期,国

有企业出现的高额负债、大面积亏损和资产流失,已严重影响了国民经济持续稳定的发展和整体效益的改善,因此国有企业的改革已经成为推动中国整个改革事业前进的关键和难点,更被列为中国第二步改革所必须解决的当务之急。

从整体上看,我国国有企业的债务问题已十分严重并有进一步加剧之势,突出表现在国有企业债务数量大、负债率高、债务沉淀现象普遍,并孕育着巨大的支付不能风险。在转型时期国有企业的大量不良债务问题,已成为影响和牵动全局的关键性因素,不彻底、妥善地寻求全局性的解决办法,并在解决债务的同时全面解决经济体制的深层次矛盾,国有经济的战略性改组和国有银行商业化改革都难以迈开步子,也难以对银行和企业的关系作出制度性安排,并进而形成经济运行的良性循环。也正是基于这种背景,债务重组作为解决国有企业债务问题的基本思路,被提到一个重要的位置。

债务重组作为解决国有企业债务问题的一个总的思路,本书给出的定义是:在充分了解我国国有企业债务问题现状和问题产生的体制背景、内在动因的基础上,按照国家关于国有企业改革的有关精神和要求,国有企业、国有银行和国家财政在政府的统一协调下,着眼于国有企业的过度负债和银行—企业间不良债权债务,运用经济、法律和行政手段,在相关配套体制改革和资本市场发育等条件的支持下,采用注资、核销、行政清债、转换、并购、破产、托管和谈判协商等多种重组方式,从国有企业治理结构和资本结构决策机制入手,根治国有企业的债务问题,重建市场运行的微观基础。

国有企业债务重组的两个核心问题,一是重组主体,要培养拥有足够资本和企业家才能的战略性投资者来作为债务重组的“买方主体”;二是重组机制,主要是依托于优势国有企业,借助资本市

场的金融运作的市场机制。根据我国实践和理论探讨的进展情况,本书将国有企业债务重组方式归纳为注资销债与行政清债、债务转换、并购、破产、托管和“市场化谈判”这六种主要模式。

推进国有企业债务重组,首先需要外围环境廓清;这些配套改革是为完成外部市场治理、重组运作提供一个健康、良性的运作空间。惟有从国有资本管理、现代企业制度、现代金融制度、社会保障制度、财税制度和法律制度等方面同时切入,推进各项配套改革,才能硬化债务人预算约束,达到彻底根治“顽症”、标本兼治的目的。但是,体制改革、市场发育都是中长期才能奏效的解决问题的途径,面对大量现存的并且还在继续增长的企业间债务,我们必须在现有的体制条件下,制定、实施一些短期的、具有实效、富有创意的政策性建议,来保证重组方案的推进和总体目标的达成。为此,本书提出了重构融资方式、建立资本市场、培养买主和投资者、建立债务重组基金、杜绝增量债务再生等政策性建议,作为在目前情况下推进债务重组工作的切入口。

本书对国有企业债务重组问题的论述,是建立在一些基本经济理论和企业理论的概念和体系框架,以及我国众多知名学者对这些理论进行比较和综合分析所得出的观点基础之上的。熟悉这些理论、概念和分析这些成果的基本涵义,对于理解本书所阐述的内容是非常必要的。

下面将一些在日常学习和工作实践中不易接触到的概念、理论和观点择要介绍如下(其中大部分内容会在本书后面的相关章节中作具体介绍)。

一、资本与资本结构

资本,对于企业来说,是一种生产要素,一种本身就是经济产出的耐用投入要素。资本具有二重性:资本的社会属性,是指资本

归谁所有,即产权问题;资本的自然属性,是指通过对资本的使用,来实现企业价值的最大化。资本的存在是由其自然属性决定的,它是市场经济内在规律的必然要求。

就筹资来源来说,资本可以分为权益资本和债务资本。使用资本都是有其社会成本的:所有者所要求的报酬率是权益资本的成本,它是一种机会成本;债权人所要求的报酬率是债务资本的成本,它的表现形式是债务的利息。

资本结构,就是债务资本与权益资本之间的比率和相互关系。资本结构决定了企业价值最大化和企业治理结构这两个关于企业的本质问题。

二、企业资产与企业价值

可以这么认为,企业资产是企业资本的物化形式,它具体表现为现金、应收款、存货等流动资产、固定资产、无形资产和其他资产。

企业价值是对企业权益资本和债务资本的市场评价,或者换一个角度,企业价值是指可供所有企业参与人分配的总收益。企业追求价值最大化,是其“资本”市场价值的最大化,并不等于追求企业“资产”市场价值最大化;其“资产”的市场价值只是企业资产的“可变现价值”。

“企业价值最大化”的目标与“股东权益最大化”目标是等价的。因为在企业中,债权人收益是固定利息,而股东收益是扣除债权人收益后的剩余收益,这就好比在等式 $Y=A+ix$ 中, A 是个常量, Y 和 x 是变量,最大化的 Y 必然等价于最大化的 x 。

三、资本结构理论

简言之,资本结构理论是考察企业资本结构与其价值、治理结

构之间的关系的理论。资本结构理论的基石是MM理论,由莫迪利亚尼(Modigliani)和米勒(Miller)于1956年提出。其结论是:在完善的市场经济中,公司资本结构与公司的市场价值无关。由于MM理论所要求的假定前提条件非常严格,以后的经济学家在此基础上,考察了各种在对其前提条件作不同放松的情况下MM理论的合理性,由此发展和完善了资本结构理论。

资本结构理论权衡模型被认为是最适合我国转型期国有企业现实特点的。它的原理是:在存在企业所得税和破产制度的情况下,利息免税可以增加企业的市场价值,企业有动因提高其负债率;而破产成本的存在,又会抵消企业的市场价值,企业举借债务必然会考虑破产风险的压力。因此,企业必须在利息免税利益和破产风险成本之间取得某种均衡,来决定自身合理的负债额。

我国经济转型时期“过渡类”国有企业出现债务问题,正是因为没有自觉遵循资本结构权衡模型所要求的决策规律所引起的。

四、所有权、产权

所有权代表法律上的归属权,是生产关系的基础。企业产权是企业财产在运营中依据效率要求从所有权中分离产生出来的各项权利及其组合,如占有权、使用权、收益权和处分权。在所有权的各项权能未独立化之前,产权是被包容在所有权之中的;而在产权分化出来以后,所有权的内容才作了减少或采取了新的形式,而产权也从此有了独立的意义。所有权和产权经常被混同使用,事实上也很难给它们下一个精确的定义。

企业产权制度,是指围绕着企业财产运营而发生的相关主体间的责、权、利关系的制度安排,它规定着企业内所有者、经营者、生产者在一定条件下的地位、相互关系以及各自的作用。企业产权制度已经历了自然人产权制度和法人产权制度这两个阶段,而

后者则是通常意义上所讲的“现代企业制度”。

“法人财产权”，是指公司在存续期间内对出资者出资和公司负债等构成的全部法人财产，享有以其名义独立地占有、使用、处分和收益的权利。

五、法人治理结构

“公司治理”通常包括：企业控制权的配置和行使，对董事会、经理人员和职工的监控以及对他们工作绩效的评价和激励方案的设计和推行这三个方面。其中，企业控制权最为重要。企业控制权格局有两种情况：内部人控制和企业家控制，而企业家控制就是通常意义上所讲的“法人治理结构”。

我国体制转轨时期的“内部人控制”现象，是指在企业“所有者缺位”或所有者功能丧失的情况下，政府部门在丧失了计划经济体制下对企业高度集中的行政管理权的同时，又尚未在市场经济体制条件下建立起有效的国有资产管理体制，致使企业原来的经理和职工能够运用所掌握的经营决策权，来实现个人和小集体利益的最大化，从而侵害了所有者权益和产生了企业运营的低效率。

“企业家控制”主要是强调剩余索取权、剩余控制权和资本所有权的统一，可以用“三会四权”来概括，即：股东会与出资者所有权、董事会与法人财产权、经理人与法人代理权、监事会与出资者监督权。“三会四权”概括了现代企业制度下国有企业的法人治理结构的本质特征。

公司治理结构中的“道德风险”，是指从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用的同时，会作出不利于他人的可能性。形成道德风险的主要原因在于公司治理结构中委托人和代理人所掌握信息的不对称以及企业合同的不完备。而金融体系中的“道德风险”，是指鉴于银行负债是整个国内支付体系的核心，公众认为

即使在没有存款保险制度的情况下,一旦出现金融危机,中央银行也不会袖手旁观,而是尽力设法挽救整个金融体系。在这种政府保护和中央银行担保的心理预期下,如果金融监管不够完善,银行和借款人不但会无视风险的存在,大规模扩大其信贷或投资,而且为谋求高额利润,会更倾向于进行高风险的信贷或投资活动,以便从政府金融体系的安全担保中捞取好处,最终导致市场配置资源的功能失效。

六、保持距离型融资和控制取向型融资

伯格洛夫根据融资方式对企业控制权的影响,将企业融资方式区分为保持距离型融资和控制取向型融资两种。

保持距离型融资将企业控制权的分配与企业经营的状态相联系。如果企业能够按合同规定向贷款者履行支付义务时,企业控制权归内部人;反之,企业不能履行其支付义务时,企业控制权则自动转移到贷款者手中。这种融资方式的一个前提条件是,企业或内部人能够提供出足够的资产或现金流量,这种资产或现金流量必须具有可立约性,可以在必要时通过法院强制执行转换到外部投资者手中。

控制取向型融资的特点是投资者直接卷入企业的经营决策,包括否决或推行某些决策;尤其是投资决策,同时也相应地对其决策行为承担责任,享有相应的剩余索取权,也即投资者自己去执行企业中心签约人或企业家的职能。

就金融工具而言,债权是与保持距离型融资方式相联系的金融工具,而股权则是与控制取向型融资方式相联系的典型金融工具。

七、财产所有权与企业所有权、剩余索取权与剩余控制权

将“企业所有权”和“财产所有权”这两个概念区别开来是很有

必要的,因为这种区分是理解企业制度安排的一个非常重要的基础^①。财产所有权是产权的等价概念,指的是对给定财产的占有权、使用权、收益权和转让权,而企业所有权则包括对企业的剩余索取权(Residual Claimancy)和剩余控制权(Residual Rights of Control)。

剩余索取权是相对于合同收益而言的,指的是企业收入在扣除所有固定的合同支付(如原材料成本、固定工资、利息等)的余额(即“利润”)的要求权。企业的剩余索取者即企业的风险承担者,因为剩余是不确定的、没有保证的,在固定合同索取被支付前,剩余索取者是什么也得不到的。剩余控制权指的是在合同中没有特别规定的活动的决策权。

效率最大化要求企业剩余索取权的安排与剩余控制权的安排应该对应。可以说,这种对应是理解全部企业制度(包括治理结构)的一把钥匙。财产所有权与企业所有权的区别可以从现实中的企业制度中找到例证,同样的私有财产所有权制度可以形成不同的企业所有权安排。比如说,企业工人是自己人力资本的财产所有者,但不是企业的所有者;私有产权制度上的企业所有权可以是合伙制(所有企业成员共同分享剩余收益权和剩余控制权),也可以是“资本雇佣劳动”的私有制(资本所有者享受剩余收益权和剩余控制权),还可以是“劳动雇佣资本”的私有制(劳动者享有剩余收益权和剩余控制权)。

八、企业契约理论

科斯(Coase, 1937)开创的企业契约理论(the Contractual

^① 张维迎:“所有制、治理结构及委托—代理关系”,《企业的本质、治理结构和国企改革》,南开大学出版社1998年7月版,第147~148页。

Theory of the Firm)的要义可以概括为三个方面^①：

第一，企业是一系列契约的组合，是个人之间交换产权的一种方式。

将企业解释为契约至少有两个重要含义：(1)作为签约人的企业参与者必须对自己投入企业的要素拥有明确的财产所有权，没有产权的人是无法签约的。这就意味着，明确的产权是企业存在的前提，没有个人对财产的所有权，就不可能有真正意义上的企业。(2)企业是由不同财产所有者组成的，企业所有权显然不同于财产所有权。财产所有权是交易的前提，企业所有权是交易的方式和结果。从严格意义上来讲，企业作为一种契约，其本身是没有“所有者”的。

将企业视为“契约”，揭示出了企业与市场的共性。企业的特性在于：(1)企业是要素交易的契约，而市场是产品交易的契约；因而，企业替代市场实际上是要素市场替代产品市场。这是从契约的内容出发作出的区别。(2)就契约的完备性(Completeness)程度而言，市场是一种近乎完备的契约，而企业是一种不完备的契约。

第二，企业契约的不完备性导致产生了剩余索取权和剩余控制权，并进而产生了企业的所有权安排问题。

契约的完备性是指一份契约对某些事项准确描述的程度，这些事项包括与交易有关的所有未来可能出现的状态，以及每种状态下契约各方的权利和责任。言下之意，不完备的契约就是留有“漏洞”的契约；由于有漏洞，不完备契约常常不具备法律上的可执行性。

^① 张维迎：“所有制、治理结构及委托—代理关系”，《企业的本质、治理结构和国有企业改革》，南开大学出版社 1998 年 7 月版，第 149~153 页。

企业面对的是一个不确定的世界,企业这个“契约”的不完备意味着,当不同类型的财产所有者作为参与人组成企业时,每个参与人在什么情况下干什么、得到什么,并没有明确说明。这也就是说,要使所有企业成员都得到固定的契约收入是不可能的, n 个数之和不可能等于一个变数。这也正是剩余索取权的由来。

契约可以规定,所有企业成员都是剩余索取者,但不可能规定所有企业成员都是固定收入索取者;这种情况使得必须有人来决定如何填补契约中存在的漏洞。而这又是剩余控制权的由来。契约可以规定所有企业成员都有控制权,但不可能规定没有人有控制权。经济学家将企业剩余索取权和剩余控制权的分配,称为企业的“所有权安排”。

第三,企业契约的不完备性,不仅导致了“企业所有权”问题的出现,而且意味着谁拥有“企业所有权”的重要性。企业所有权安排是所有参与人之间显性或隐性的讨价还价的结果,进一步说,如同财产所有权一样,企业所有权的安排只决定每个企业参与人事后讨价还价的既得利益状态,而并不消除事后讨价还价本身。

九、委托—代理理论

委托—代理理论是詹森和麦克林于 1976 年提出来的,他们认为企业是使许多个人冲突的目标在企业契约关系框架中实现均衡的复杂过程的焦点,所有契约关系中都存在代理和监督的行为。企业的特别之处在于,对于组织的资产和现金流量,存在着可分的、一般不必经过其他签约人同意就可以出售的剩余索取权。

所谓代理关系,就是委托人授与代理人某些决策权并要求代理人提供有利于委托人利益的服务的这种关系。代理关系存在于所有的组织和合作中,公司中所有权与控制权的分离,所引起的资本所有者与经营者之间的关系就是一种比较典型的代理关系。假

定委托人和代理人都追求自身利益的最大化,那么代理人就不会总是根据委托人的利益而采取行动。为解决这个问题,委托人可以激励和监督代理人,以使其为自己的利益尽心尽力;代理人也可以用自己的财产担保不损害委托人的利益,否则以所担保的财产予以补偿。但即便如此,代理人的行动与使委托人利益最大化的目标仍会有差异,由此给委托人所造成的利益损失被称为“剩余损失”。代理成本就包括委托人的监督成本、代理人的担保成本和委托人的剩余损失。

