

中国宏观经济

与

政策解析

《建设银行报》副刊部 编

华文出版社

《建设银行报》理论文丛第一辑

中国宏观经济

与

政策解析

《建设银行报》副刊部 编

华文出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国宏观经济与政策解析/《建设银行报》副刊部编.
北京:华文出版社,2000.4
(建设银行报理论文丛.第1辑)
ISBN 7-5075-1010-7

I.中… II.建… III.①宏观管理:经济管理-研究-中国
②经济政策-研究-中国 IV.F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 04967 号

华 文 出 版 社 出 版
(邮编 100800 北京市西城区府右街 135 号)

网址:<http://www.hwbs.com>

电子信箱:webmaster@hwbs.com

电话:(010)83086853 (010)83086663

新华书店经销

新世纪印刷厂印刷

850×168毫米 32开本 6.5印张 180千字

2000年4月第1版 2000年4月第1次印刷

*

印数:0001-5000册

定价:18.00元

前 言

作为社会发展的一个阶段,今天,我们面临的是全球经济一体化、市场化、自由化。在这一阶段,公平、自由竞争已成为发展的主旋律,资源配置由过去的自给自足、保护割据转向国际之间的无障碍流通,竞争力成为国家和企业生存与发展的惟一法宝。

也正是在这一阶段,中国摒弃了抱守近 30 年的僵化的“大计划、大一统”模式,摸索着向市场化迈进的征途,进而把目标定位于社会主义市场经济体制。市场、市场机制、市场体系等,已成为人们日常生活中最熟悉、使用频率最高的词汇;经济学迅速成为我国社会科学中的“显学”;西方经济学家亚当·斯密、凯恩斯、萨缪尔森、弗里德曼、格林斯潘通过学府和媒介的传播渐为国人知悉,他们的著作不时涌入我国的图书市场,成为具有一定经济学素养或希望用经济学眼光看问题的知识分子的必备读物;有关经济问题分析的文章成为新闻媒体吸引读者的重头戏,经济类传媒也从未像今天这样备受关注。凡此种种,昭示着在 market 化的今天,经济学是重要的,用经济学的眼光看待经济问题是广受欢迎的。

在“铁饭碗、大锅饭”、一切按计划行事已经在国人的心目中根深蒂固的情况下,在市场规律还没有被我们完全掌握之时,市场化是很难的。经过 20 多年的发展,尽管仍然存在诸多不尽如人意的地方,尽管市场化的步履依旧蹒跚,尽管有些人还在怀念计划的时代而对现在的发展说三道四,毕竟一个初具雏形、初步规范的市场已经在我国催生出来。在这一过程中,我们付出了成功路上必须

付出的昂贵代价。宏观上我们遭遇了“冷热交替”的困境,经历了从通货膨胀瞬间转化成世界经济发展史上少见的通货紧缩的磨难;市场、地区、行业发展不均衡引起的整体经济失衡、短缺与过剩的矛盾时刻困扰着政府官员和经济学者;日趋恶劣的国际市场大环境、全球性供大于求、贸易危机、不断引爆的局部金融危机不时逼迫、震撼着经济发展的轨迹;腐败、寻租、共谋、道德危机、为政不政、为商不商侵蚀着尚在发育中的市场肌体……微观上,在清理了多年三角债未果之后又碰上大量国企亏损、国有资产流失问题,巨额不良金融资产及潜伏的经济、金融风险使高层人士备受煎熬;从挂靠办企业、“摘帽子”到明确个私企业地位;从59岁现象到培育经理人市场、明晰国企产权、增强所有权约束、强化激励约束机制;从“拨改贷”到“债转股”;从改变“企业办社会”到实行下岗减员增效、个人收入分配货币化,无一不牵动着每一个国人的神经……

与此同时,在众人的厚望之下,我国的经济学家在借鉴西方经济学基本原理的基础上,立足于中国市场化改革的实践,进行了大量艰苦而有创造力的探索,实证研究、政策和热点问题探讨。尽管各人的见解、研究问题的角度、得出的结论不尽相同,但无疑他们的思想已经成为社会经济发展的重要校正力量和有关决策的重要依据,并且在不断地改变着人们传统的思维方式,深化着人们对经济问题的认识与把握,我国市场经济发展的脉络也更加清晰。

市场化的潮流已不可逆转,市场发展的规律必须经过反复探究才能为我们所用。作为知识和信息的传播者,作为行业报人,尤其是金融系统的行业报人,关注我国经济发展进程,正视经济发展的曲折,为经济分析、评介、研究和政策出台提供一个渠道、一个支撑,为所有关心经济问题的读者提供相关信息,是我们义不容辞的责任。三年来,循着经济发展的脉搏,我们编发了许多知名或不知名的经济学人对经济问题的具有前瞻性、指导性及一定借鉴意义的文章。值新千年起步之际,我们选录其中一部分汇集成册,回眸

前 言

20 世纪末我国经济发展历程中经济学人的所思所想,借此澄清宏观经济政策操作的得与失,深析改革开放后的过去、现在、将来,开用经济学眼光看 21 世纪的思维。这就是我们的目的之所在。

《建设银行报》副刊部

2000 年 1 月

目 录

周小川	关于债转股的几个问题 / 1
周小川	入世后国有商业银行零售业务的发展思路 / 18
张维迎	企业融资、资本市场与信息经济学的有关问题 / 32
樊 纲	通货紧缩的现状、成因及政策选择 / 47
樊 纲	国际经济形势与中国宏观经济政策 / 61
周其仁	当前宏观经济形势与微观企业构造问题 / 74
易 纲	在新格局中谋求新的发展 / 89
盛 洪	新制度经济学与我国的改革实践 / 100
平新乔	银行的微观经济分析理论及其最新进展 / 112
张中华	开放是柄“双刃剑” / 125
戴道传	从邯钢经验看国企产权改革 / 130
刘世锦	新形势下建立和完善现代企业制度的一些问题 / 134
何德旭	投资基金的发展与资产证券化 / 142
王君超	企业内部授权管理是国企科学管理的重要手段 / 150
王君超	第二层次管理——企业内部授权管理的关键 / 159
方爱华	组织内部的横向分权 / 168
李格非	中国经济转轨中的货币政策传导机制 / 181
陈享光	论公司制企业规范化发展 / 189
范剑平	从技改投资走势看经济周期性质 / 198
王小广	积极发挥供给结构调整政策的作用 / 201

吴勇敏	企业内部授权的条件与原则 / 206
王杰义	采取多种形式推进企业资产重组 / 213
曹尔阶	债转股在金融资产盘整及所有制改革上的突破 / 217
朱小黄	关于深化金融体制改革的若干思考 / 228
陈彩虹	道德风险与激励机制 / 234
李敏新	完善宏观调控体系 防止新的盲目重复建设 / 240
巴曙松	从当前宏观经济金融走向看商业银行资产负债管理 / 245
李春信	对我国汇率政策与货币政策协调性的探讨 / 254
周小知	有效激励与国企改革 / 259

关于债转股的几个问题

周小川

在众多改革热点问题之中,债转股近来已经成为一个热点。应大家的要求,我介绍一些情况和需要研究的专题。

从目前的情况看,一些国有企业对于债转股的反应相当热烈。信达资产管理公司经过几个月的努力,试点完成几个债转股的项目后,也有越来越多的企业来访。但是从目前社会上对于债转股的一般认识来看,普遍存在着概念上和认识上的模糊或误区。今天,我想讲四个方面的问题。第一、从国际上通行的实践谈债转股的实质性概念、商业银行进行债转股的动机以及债转股的正规运作方式;第二、在中国具体国情下进行债转股的考虑、动机以及相关的其它问题;第三个问题是债转股的实施,重新提出了对银行体制改革的思考;第四个方面是关于债转股运作中需要防止的道德风险问题。

一、债转股的概念、动机和运作

债转股可发生在任何债权人与债务人之间,而今天在这里讲的则是商业银行及其金融资产管理公司作为债权人,实业公司特别是国有企业作为债务人的情况。另外,我们先从国际通行的金融理论和实践的角度来谈,下一节再结合我国国情进行探讨。正宗的债转股的概念大体上是,当商业银行的贷款对象出现一定问

题时,商业银行所采取的一种资产保全方式。通过债转股,商业银行希望恢复或者在一定程度上恢复贷款对象的盈利能力和财务健康状况,减少商业银行的贷款损失。

首先,从传统商业银行的角度来看,既然在开始时确定客户是贷款对象,应该说,商业银行从一开始就根本没有持股动机。只有在不得已的情况下,才会考虑去持股。即便在全能银行体制下,全能银行从一开始就会确定对一特定客户究竟是贷款还是投资,一旦确定为贷款时,主观上也是没有持股动机的。在贷款对象正常经营的情况下,贷款银行能够顺利收回本息,贷款银行是不需要持股的。但是在贷款对象出现严重经营问题、无法偿还或者严重拖欠本息时,银行需要根据问题严重程度的不同采取不同的保全措施。债转股是若干种保全措施中的一种。

1. 在一般性拖欠的情况下,采取一些催收的措施。

2. 在拖欠问题较为严重时,银行需要和企业客户商量,要求企业采取一定的重组措施以便能够及时恢复还本付息的能力。在此情况下,企业会受到较大的压力,因为银行可能采取更为激烈的措施,例如终止银行提供的各项服务,对抵押品止赎,追索担保责任以至采取诉讼并冻结账户等。既然是债权债务关系,除非有合同上的问题,一般是债权人必然胜诉。

3. 如果债务人的情况再坏一点时,银行会作出一个明确的判断,即这笔贷款本息要想全部收回已是不可能了。在此情况下,银行须正视这种现实,如果把企业全部逼死,银行只能在破产清盘中只有少量回收;在此情况下,正视现实的银行会进行债务重组。这里所谓的重组就包括对于债务进行延期、宽限、币种调整以及减免或折扣等措施。

4. 一种更为困难的情况是借款企业不能主动、有效地进行自身的重组。例如企业的法人治理结构有严重缺损、财务管理非常混乱等,必须对其施加更大的压力才能使企业接受重组并有效进

行重组。此时,债务重组的手段显然是不够的,可以考虑的一种做法是债转股。

5. 如果银行认为企业重组的成功率很低或为零时,应果断采取的最严厉的措施就会是对企业进行破产起诉,砸锅卖铁。在经济理论上,这是利用分拆对生产要素进行新的组合,且在清盘时债权人能够收回多少就收回多少。破产起诉后,会区分情况进入两种不同的程序:一种是清盘,利用拍卖等方式回收资金;另外一种进入破产法的重组程序,例如美国破产法第 11 章就是关于重组的规定。破产的要旨是成立债权人委员会取代原来的股权人的决策权力,股权人的发言地位首先就被剥夺了,事后股东的利益也很可能会损失,甚至会一点都不剩。在债权人取代股权人地位之后,债权人可以决定是进行清盘还是进行重组。原先的董事会往往不可能接受十分严厉的重组,通过破产起诉改变决策方式,对企业实施重组。这时的重组还可能采用上述保全的某一种方式或混合的方式,即一般性重组、债务重组、债转股、分拆、收购兼并、寻求新股东以及各种方式的混合。

重组有各种不同的分类方法。按照对象的不同,可以将重组分为三类重组,即物理重组、财务重组以及法人治理结构(GOVERNANCE)的重组。所谓物理重组,指的是对于产品生产线、销售、原材料、生产成本、研发、技术改造等进行重组;所谓财务重组,指的是对于资本、债务、经营成本以及财务管理框架等进行重组;所谓治理结构,指的是股东、董事会对重大战略决策、经营方针、任免总经理及财务主管、审计、财务监督等职能及制度的框架。治理结构重组是针对原结构的薄弱和不力进行实质性的改进,包括引入更具有治理经验的新股东。大家一般不用“管理重组”这个词,因为管理重组的概念比较窄,局限在总经理等管理层的重组;而治理结构重组的概念更宽一些,也覆盖了管理重组的内容。

从对不良资产回收率的预期来看,上述催收、一般性重组、债

务重组、债转股、破产诉讼正好代表了预期回收率从高到低的次序。其中债转股的选择意味着常规回收手段难以奏效,而破产清盘又可能损失偏大,是一种“比破产清盘可能合算一点”的判断。债转股具有较大的不确定性,即重组成功可能使回收明显高于预期值,而重组不成功可能会再度陷于破产清盘以至回收更少。债转股对债权人来说是重劳动,必须花更大的心血才有可能使重组见到成效。

破产程序中的重组和债转股两种方式都比较重视法人治理结构的重组作用,而且认为仅采取前三种的招数,企业肯定是难以搞好的。病症较重,不用重药无法解决。因此,有一种说法是将债转股称作重组中的最后的解决措施(The last resort),也有人从债权回收的角度将债转股称为倒数第二招(The second last resort),而破产清盘是最后的一招。因此,一定要清楚,债转股对债务人是一剂苦药,而绝非巧克力糖。这剂苦药很可能会导致更换财务主管,甚至是更换总经理以至全部经营班子,很可能会裁员,还可能会分拆。

有的人会说,贷款企业可能会有一些与债权人不同的看法。我想这是自然的,但是,既然是债权债务关系,借款人欠债还钱;如果不还钱或者拖欠,那么在法律上已处于被动地位,而且还面临着破产诉讼的危险,就不可能与债权人平等的发言权了。债权人在债转股中处于支配主导的地位,债务人只能处于相对被动和陈述的地位。

在贷款出现问题时,作为贷款人的银行必须作出判断,这些贷款企业到底出了什么样的问题。所谓对症下药,诊断是第一位的,否则可能会滥用药。我们说,有一些通用的诊断程序,对大多数有问题的企业都能适用。首先是看管理行不行,但是必须区分两种管理。一种是日常管理,日常管理不行表现在成本管理不好,产成品定价不合适,投入品买贵了,原材料不对路,成品推销不力等方

面。另外一种治理结构不行,例如股东和董事会没有真正发挥作用,缺乏对总经理层的适当的激励机制和制约机制,没有适当的外部审计,财务混乱,用人不当等方面。事实上,这种治理结构的缺损和混乱在亏损企业中往往普遍存在。进一步诊断还可发掘出,看其研究开发能力是否充足、产品是否需要调整,决策是否及时到位(例如调整产品、工艺、生产线等)。对于上述问题,债权银行和债务公司的董事会及经营层的看法就可能不一样。在此情况下,如果公司无法提出令人置信的还债计划,那么就需要债权银行拿出自己的看法,而且是决定性的看法,因为如果继续存在诊断上的争议,债权人可通过债转股加大自己的表决权。因此,债转股的意义主要不在于减少了利息负担,更重要的是加大债权银行的控制力,加大对贷款对象的压力,加大银行对企业财务问题的影响力。因此,债转股的实质作用是变更企业内部的法人治理结构,并使企业能够接受严厉或者痛苦的重组计划,例如调整企业领导人、财务主管、裁员、分拆、收购兼并等。

总之,债转股的要旨在于改变贷款对象的法人治理结构,以便恢复贷款对象的盈利能力。至于债转股在诸项保全手段中运用的比重问题,有其客观规律,也取决于法律环境。也就是说,债转股作为一种药方,能治病,也不是包治百病;不能不用,也不能滥用。大家知道,美国曾有格拉斯-斯蒂格尔(GLASS-STEGALL)法案,商业银行持股或通过债转股获得的持股比例受此法律限制保持在较低水平,但是随着 CLASS-STEGALL 法案的淡出,这些限制有所放松。另外,也要看法律是否对银行持有单个企业的股份比例进行限制。例如日本的有关法律规定,主银行对于单个企业的持股比例不能超过其股本的 5%,后来放宽到 10%。如果法律对持股比例有限制,那么债转股手段的实施就会不那么自由。当然,在全能银行体制下,对于持股比例没有什么限制。即使没有限制,我们还是需要根据不良资产状态的概率分布来看这个问题。

由于各个企业存在的财务困难以及困难的程度是不同的,因此有财务困难的企业其病症分布不会是集中的、单一的,所有针对诊断采取具体的不同救治措施也有一个分布规律。有时需要采取催收、常规重组、债务重组或者破产的办法,最终真正需要实施债转股的比例就不会是太高的。从利用债转股方式比例较高的欧洲来看,特别是中欧转轨国家来看,债转股在解决不良贷款诸项手段中所占的比例大约占 20%—25%。在法律环境有限制的情况下,利用债转股治理不良资产的比例就会较之于无法律限制环境下的比例更小。在此介绍这些,目的是希望能够提供一种概念,即不是所有的病都拿一个药方医治,不同的病是用不同的药方来医治的。

二、中国国情与债转股

(一)企业资本金不足

中国当前国情是相当一部分企业存在资本金不足的问题 (under-capitalization)。这是不是中国特色? 我们说不止中国有,韩国也有。有人会问这种资本金不足是否是转轨经济的问题,但是根据分析,这并不一定是转轨经济必然出现的问题。我国 1997 年改革以前,企业的主要资金来源均是财政拨款,当时关于资本金的概念也很不清楚。但是,当时银行给企业发放流动资金贷款时,必须分清定额流动资金和超额流动资金。其中定额流动资金由财政拨付,只有超额流动资金才由银行发放。但是,随着定额流动资金的逐步不足,企业越来越多地利用银行贷款。后来,又发展到中小企业的技改贷款和拨改贷,银行贷款逐步进入技术改造、固定资产贷款等领域。总之,改革之前并不存在资本金不足的状况。如果观察前苏联和东欧,发现情形也很类似。即在改革之前,并不存在资本金不足的状况。

那么,资本金不足的根源何在呢?我认为,资本金不足往往是在市场化条件还不充分的情况下,企业、产业或者整体经济过分快速膨胀所导致。在80年代直到90年代上半期,即从固定资产投资的高峰时期来看,当时中国的经济增长速度是相当高的。与此同时,统计数据显示,非公有制企业在经济中所占的比例在当时还是较低的,因此,大幅度膨胀的主要是国有企业。当时,由于资本市场的缺乏、私人投资者的缺乏以及资本金概念的缺乏,使得企业在发展过程中自然会投向银行寻求发展资金。从企业角度来看,企业没有意识到过分依赖银行贷款可能存在的风险,银行也没有充分意识到自己的风险。加之当时行政干预还比较多,很多事情还是行政指挥。在大量国有企业依靠银行贷款进行快速膨胀一段时期以后,改革前并不突出的资本金不足问题开始变得逐步突出。经过十几年的发展,90年代上半期《贷款通则》出台了,银行在这期间逐步意识到,在发放贷款时必须看企业自身的资本金是否充足,以便获知企业自身承担和抵御风险的能力。这时我们已经发现相当多的国有企业是处于资本金严重不足的状态下的。

韩国的问题也有些类似。虽然韩国实施的是市场经济,但是韩国的行政干预较多,几个大型财团都是依靠政府支持扶持发展起来的。大公司自我积累不够,又要拔苗助长,则大量依靠债务融资。韩国的资本市场虽然比我国90年代以前的情况好,但还是相对薄弱的,几家大型财团还是主要依赖借贷。因此,从韩国的情况看,也验证了上述观点,即资本金不足是在市场条件不健全情况下企业快速膨胀增长的产物。这里所讲的市场条件还包括市场监管、健全等条件。

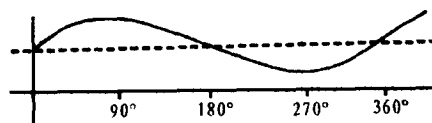
企业资本金不足较为普遍,人们就必然会关注债转股的问题,并对其开展研究。理论上讲,企业资本金不足(under-capitalization)、过分借贷时,解决的办法有以下几个:一是减少贷款,适当收缩,但是景气时往往不愿自觉收缩,而不景气时却又还

不起贷款；二是到资本市场融资，但是资本市场又需要发育、成熟的时间；三是向国外投资者开放，但又牵涉到国外投资者是否愿意进入以及民族工业在多大程度上愿意让外国人参与的问题。在此情况下，自然而然，就会考虑是否能够将企业债务转化为企业股本。对于这一问题，我国 90 年代初就有了一些论文和研究报告，当时虽然还没有提出我国银行会技术上资不抵债，但是已经意识到银行体系健康问题以及银行将面临资不抵债的问题。韩国也是大型集团企业资本金不足，过度依赖借贷来发展，为此，9 月上旬与世界银行共同在韩国汉城举办了“债转股问题国际研讨会”，显示出其对债转股问题的关注程度。因此，企业在市场不健全条件下快速膨胀是导致资本金不足的重要原因，也是引发对于债转股问题特别关注的原因。

(二)关于企业的财务负担

从国际标准来看，一般不采用资产负债比率，而是采用债务股本比率(debt-equity ratio)来衡量企业的财务状况。当然这些比率之间可以相互转换。那么，资本金不足、债务过重是否和企业财务困难必然联系在一起的呢？对此，我认为不是的。我认为，资本金不足的企业财务负担过重在很大程度上是和经济周期相关的，在不利的经济周期相位区间内，企业有可能出现财务负担过重。^①例如，在通货膨胀高峰时期使用固定利率借款，而在通胀降低时期继续还款，企业必然会有较高的利息负担，如果通胀已降为负值，

① 假定用正弦波来描述经济/通胀周期，一个周波(360°)分为 4 个相位， $0^\circ - 90^\circ$ 为第一相位， $90^\circ - 180^\circ$ 为第二相位， $180^\circ - 270^\circ$ 为第三相位， $270^\circ - 360^\circ$ 为第四相位。



则占压流动资金贷款的投入品和产成品库存也在不断产生亏损。又例如,在本币高估时期企业借了外币贷款,又未做币种掉期,如在本币贬值后进入还款期,则负担偏重。也就是说,在借款还款周期和经济周期处于相位交错的情况下,企业的财务负担可能会不正常。

但是在经济周期的其它相位区间内企业的利息负担并不见得过重。例如通胀率从谷底上升期间,名义利率较低,企业的投入品和产成品库存也处于升值走势,企业会感到借款的利息负担并不重,甚至借的多反而有利。当然,经济的周期分析不能太粗糙。经济增长的周期性波动并不一定和通货膨胀率完全一致,虽然名义利率应略导先于通货膨胀率,但实际情况会出现各种差异。因此,更重要的是要看实际利率的波动。

银行在高通货膨胀条件下,也不见得必定吃亏。通货膨胀较高时,政府或者中央银行一般会提高存款的名义利率,而贷款利率却往往不能同步提高,因此银行在利差上的收益会缩小。但是对于转轨经济国家,在高通货膨胀时期,却是银行消化不良资产的较好时机。过去的不良资产在高通胀时期就自然在缩水。在计划经济条件下没有通胀,政府的很多承诺都没有通货膨胀指数化的概念,而进入转轨的高通胀时期,政府过去许多承诺实际上缩水了,在这种情况下,经济中有一部分人会遭受损失,比如,老年人、退休者的利益遭受到损失。其中一部分损失实际上直接或间接地在某种程度上化解了银行体系中的一部分不良资产。既然企业债务融资的利息负担是与经济及政策周期有关的,而债转股并不是一种抗周期性的手段,因此,债转股在一般意义上不是单纯为了减轻企业利息负担。

目前,一些人对于债转股的认识中还存在一个误区,认为债务总是要还本付息的,但是股本根本就不需要偿还本息。但是需要注意股本资金投入企业的真实目的何在?显然,如果股本资金不