

国有企业的负债和债转股博弈

彭小兵,蒲勇健

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:基于国有经济主体产权结构的现状,政府行为的过度介入造成了国有企业债务负担的相当部分,因而债转股博弈必须考虑政府、企业和银行等利益集团在追求自身效用最大化和争夺金融资源支配权中展开的冲突与斗争行为。分析政府在国有企业债务形成中的角色及由此带来的相关问题,认为只要能满足利益主体效用最大化目标,债转股协议就能够在银行、企业和政府之间的相互交易中顺利达成。

关键词:国有企业;金融;债转股;博弈

中图分类号:F832.0

文献标识码:A

文章编号:1008-5831(2003)02-0061-03

Debt of State-owned Enterprises in State-owned Enterprise and the Game Equilibrium of the Swap of Debt to Equity

PENG Xiao-bing, PU Yong-jian

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: Based on the actuality of property right mechanism in state-owned economic bodies, the good-sized part of debt burden was brought owing to government's excessive intervention, and the game of swap of debt to equity is played only if interest's conflicting and struggling among government, state-owned enterprises, and state-owned commercial banks are taken into account for maximizing their payoffs and seeking of domination for financial resources. The paper conducts an analysis on the role which government acts on during the forming of debts in the state-owned enterprises, and on the relative problems resulting from the conflicting and struggling process. It is concluded that the contracts of debt to equity swap among banks, enterprises and government could be come to during the transactions among them if only the goal of maximizing uses of interest group is attained.

Key words: state-owned enterprise; finance; the swap of debt to equity; game

一、国有企业负债的性质

(一)关于负债成因的再认识

一般来说,我国经济体制转轨、国家金融、利润和税收制度改革以及国有企业经营管理不善等因素都能导致大量的债务负担^[1],但这种债务可以通过市场经济规则和企业内部的技术性改进加以销减和抑制。然而,国有企业沉重债务负担却有来自于地方政府行为过度介入导致的痕迹。

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,为了掩盖企业的本来面目,国有企业普遍存在推卸企业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国家金融资源再配置的效率。事实上,要让国有企业成功地摆脱困境和建立起现代企业制度,并不取决于中央政府的改革决心和市场化意愿,而客观上受企业产权结构或企业所有权结构的严格约束^[2]。正是从这个意义上讲,政府行为过度介入而产生的债务包袱属于国有企业产权结构所允许的合理损失,而“拨改贷”、“利改税”等客观历史原因造成企业负债过重反而成了企业市场化和国家经济体制改革中所付出的不必要的代价,这显然是荒唐的。如果剔除那部分所谓的合理损失,将会发现,很多不堪重负的国有企业的资产负债率要比我们业已测算的数据低多了。

(二)债务融资中借贷性质的变化

收稿日期:2002-10-18

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70171038)

作者简介:彭小兵(1976-),男,江西福安人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,主要从事金融工程、战略管理研究。

从理论上讲,企业有两种可供选择的融资方式,一种是所有者权益融资,另一种是债务融资。一般而言,一个企业往往要根据企业实情组合上述两种融资方式,很少依赖某一种方式。国有企业既然是国家所有,那么,除了向银行借贷外,作为所有人的国家应该承担出资和不断注入资本金的责任。但是,实行“拨改贷”后,由于没有了持续不断的资本金注入,当企业内部资金累积能力十分脆弱时,唯一的融资方式只有向银行贷款。逻辑上,企业的债务融资存在一种困境:一方面,国有企业只能向银行融资;另一方面,高负债企业资信评级很差,正常情况下很难再从外部获得贷款。显然,国有企业要运转下去,在不能得到非国有独资银行贷款时,国有企业债台高筑和国有银行大量积存不良债权是必然的。

要理解上述的困惑,我们的注意力应该转向国有银行和国有企业之间交易关系性质的理解上。在我国的国有银行和国有企业之间,债务融资中的交易契约实际上蜕变为特殊的保险契约^[3],国有商业银行承担了由国有企业转嫁而来的大量社会成本,很难行使退出权。而当国有企业面临困境时,在政府的干预下,国有银行不得不承担起给国有企业一种类似于支付保险金的责任;并且也只有再贷款,才有可能收回企业应付给银行的利息。与此同时,银行和企业的债权债务关系也蜕变为一种投资股权关系,国有银行代替国家财政承担起国有企业所有者的注资责任,因而国有银行不良债权相应具有“不良股权”的性质,既然是“股权”,那么国有企业也就不存在什么债务了。由于国有银行(实际上是国家财政)相对于某独立的个人或企业,其实力相当雄厚,国有企业当然就有持续经营与发展的能力。但相应的代价却是国家财政的迅速减少,国家承受着金融危机的风险。

(三)国家的自利倾向

实际上,国家一方面也在积极清理国有银行旧的不良债权,以各种方式促使企业偿债,而另一方面却又不不断地要商业银行给国有企业“注入”新的资金(再贷款)。问题的要害在于国家也有自利倾向。国有企业的负债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。国家的租金最大化体现在税收、就业的增加以及社会的稳定。虽然国有企业帐面上的大量债务意味着低效率和国家的经济损失,但只要符合租金最大化要求,就会被认为是经济可取的。

在市场经济体制改革过程中,与之相关的国有企业、国有银行、各级政府都有自己可以分割但常以交叉的形式表现的私人利益,但相对应的却是不可分的所有权结构和僵化的产权制度。在整个资本市场范围内,不良的债权债务关系中的每个当事人都存在尽早从不良的债权债务关系中脱身出来的愿望,因为他们的效率损失是直接相关的,预期越往后拖损失越大。可是在国有经济内部,企业的负债本身却包含着许多方的既得利益,在很多情况下不但不是一种负担,反而将其视作占有和继续争夺金融资源及其相关利益、与国家

进行讨价还价的法宝,从中退出去的积极性当然不高。因此,理性人的各利益方相互间瓜分式的摩擦与冲突就不可避免。作为冲突的结果,利益各方陷入既不愿退出又难以真诚合作的僵持状态,表现在政府、银行和企业三者之间的千丝万缕的病态关系。

综上所述,笔者认为,国有企业债务的实质上是政府行为过度介入干预导致的一种制度性低效率现象,是经济外化给国有银行和国家金融风险的积累,直接导因于包括商业银行在内的国有企业特有的产权结构或所有权制度,体现在政府与国有银行、国有企业之间利益争夺和冲突的复杂关系。分析国有企业债转股的博弈关系就不能不考虑到这点。

二、国有企业债转股博弈

(一)债转股中的博弈关系

巨额债务的积累让国家承担金融风险的巨大压力,必然触动国家租金最大化目标。既然国有企业相当部分的负债是由政府行为过度介入造成的,因而由政府出面来化解这场风险是理所当然的。前面的讨论揭示出国有企业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,国有企业债的关系中债权人是有国有银行,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。这样,当全国如此大范围巨额债务形成时,首先认识到严重性并觉得需刻不容缓予以解决的是中央政府。债转股政策就是在这样的背景下出台的,并在直接效果来看,可以迅速改善银行和企业两方面的资产负债状况。

可是在企业看来,债转股决策是减轻国有企业的债务负担,而替换出来的债务最终由国家财政负担。这种债转股机会主义倾向,使得国有企业真正改制的动力不大,因而并没有债转股企业真正主动地转换生产经营机制和建立现代企业制度。事实上,作为理性人,国有企业只关心债转股后利息负担减轻了多少、企业的信用等级提升情况、以及部分控制权丢失而产生的成本大小。一般说来,企业希望债转股越多越好,企业控制权的丢失越少越好。这样,利息负担减轻的越多,企业的信用等级也就越高,企业领导人效用也就越大。而对于有一定任期的国有企业领导人来讲,债转股后情况会怎样已不是他们要考虑的问题。在银行方面,债转股后,不良资产数额下降了;银行不知道企业的还债情况,也不清楚企业效益改善程度,其资信等级没有评估能力和好的评估标准;另外,同属于国有企业的银行也有短视行为。因此,银行要考虑的是,面向一个确定的企业,选择是否转、以及债转股后是否再贷款。至于政府,企业搞好了,政府有经济上的好处,如就业负担的减轻、拥有好的政绩。企业效益的改善必须推动改制,上级政府也会要求下级政府去促进企业的改制,这样,下级政府为服从上级的命令和显示政绩希望改制企业,但又要求丢掉控制权,因而又不积极推动改制或者说没有积极改制的动力,两者之间又有矛盾。

(二)国家的债转股战略选择

虽然从理论上讲,国家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,因为在企业债务数量的增减与其承受的金融风险压力的增减之间不存在严格的正相关关系;换言之,国家不会超越其特定的支付函数而行动,与其他局中人一样,债转股过程中的自利倾向使得国家必然要考虑债转股成本和收益的权衡,以追求其自身的租金最大化。由于信息不对称,国家对企业领导班子状况和对企业的经营管理、财务状况缺乏真实的了解,难以识别欠债国有企业的类型,因此国家经贸委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。

我们不妨假定拟债转股企业有两种类型,即:“绩优”企业和“绩差”企业。对于那些领导班子强、管理水平高、企业财务状况清楚、行为规范的企业,当然可归类于“绩优”的企业,反之,就是“绩差”的企业。就“绩优”企业而言,根据前面的讨论,不难理解,国家对国有企业进行债转股,等于把国有商业银行的“注资”压力转嫁给了国家财政,这样,国家就要付出一笔相当于债转股中转债数额的债转股成本。当然,通过债转股努力,“绩优”企业实现了扭亏为盈,建立了现代企业制度,进行了企业技术创新,实现了社会的稳定,分散和转移了金融风险;并且,企业效益的改善,会使得拥有股权的资产管理公司通过股利分红和股权回购而全部或部分回收了资产,改善了国家金融资源的总体配置状况。因此,从长期来看,国家财政最终受益,并且在国家看来,这种收益显然大于成本,达到了债转股的初衷。然而“绩差”企业的债转股却呈现了另一番景象。出于投机的心理,其债转股的目的在于推卸自身的领导和管理责任。显而易见的是,国家对这类企业的债转股是不划算的。因此,国家的债转股选择是:对“绩优”企业是“转”;对“绩差”企业是“不转”。并且在信息完全时,国家能够分清谁是“绩优”企业和“绩差”企业,国家不对“绩差”企业实施债转股的威胁是可置信的,因此,政府与企业的债转股博弈存在以下两个纳什均衡:(1)“绩优”企业:(转,转);(2)“绩差”企业:(不转,不转)。

但实际的债转股总是在不完全信息条件下进行的,国家经贸委不清楚申请债转股企业的类型,因而上述纳什均衡难以实现。并且,既然国家只对“绩优”企业实施债转股,那么“绩差”企业就会想方设法隐藏自己企业的真实类型,把自己装扮成“绩优”的企业。这样,面对成百上千的亏损国有企业,加上有厉害关系的地方政府经济部门的游说,国家实际上不可能逐一识别其类型,使得原本下很大决心的债转股变成按地区(而非按需要)发放指标的布施行为。于是,债转股博弈存在两个贝叶斯均衡:(1)对于“绩优”企业:(转,转);(2)对于“绩差”企业:(转,转)。此均衡包含一个单阶段博弈的假定,对于“绩差”企业而言,那些事先划定的所谓的债转股条件或标准都是不可置信的,“转”总是他的占优战略,无怪

乎几乎所有的亏损国有企业,无论其是“绩优”还是“绩差”,都想方设法寻求债转股的途径,道理就在这里。

(三)国有银行的债转股博弈战略

银行和企业间正常的债的关系于双方是互利且都会合作的。但现实的情况是,国有银行给亏损国有企业的贷款大都具有救助性质,这意味着部分金融资源的占有权从国有银行转移给了国有企业,而这种转移的利害关系在于国家(特别是地方各级政府)的短期利益得到了满足,企业也坐享其成,银行却获益甚少,因为沉淀在国有企业中的资金没有多少回报,这种情况下,债转股对国有银行总是有益的。对于“绩优”企业,国有银行采取支持其实施债转股的态度,当一定数额的债转股使得国有企业扭亏为盈且呈现蓬勃的发展势头后,银行就可从剩余未转股的债中获益。换句话说,银行于“绩优”企业的战略是“转一部分,留一部分”,因此,银行与“绩优”企业的债转股是合作与冲突并存。

对于“绩差”企业,与此有点不同的是,企业的巨额债务是企业经营管理不善造成的,即使全部免除了企业的债务,企业可能又会来一次巨额债务积累的重复过程,很难想象能从这样的企业获取债转股后的好处,因此,国有银行的最佳战略是彻底的全额的“转”,让风险全部由国家去承担。但问题是,在信息不完全时,如何确定“全部转”还是“部分转”,这需要我们进一步研究。信息不完全市场的缺陷和困难在于,当“绩差”企业无法被银行识别时,他们就能够获得与“绩优”企业一样的待遇,这是经济活动中十分普遍的现象^[4],这里所揭示的信息不完全市场中失败类型的信号机制解释了当前国有银行所支持的债转股企业基本上都是“部分转”。

三、结论

研究表明,国有企业负债有其特殊的形成机理,与当前国有企业的产权结构和所有权制度密切相关;政府在一定意义上直接制造了负债的相当部分;国家总是在其自身租金最大化和企业债转股水平之间进行权衡,因而也决定了当前不理想的债转股进程。债转股符合政府等利害关系方的利益,因而债转股协议能够达成。并预示随着国家总体经济市场化进程,债转股可能会在不给任何一方造成损害的交易中渐次完成,途径是设法在不触及国家租金最大化前提下让有关各方进行互利交易。

参考文献:

- [1]刘慧勇.债转股理论政策与运作[M].北京:中国物价出版社,2000.
- [2]O·哈特.企业、合同与财务结构[M].费方域译.上海:上海人民出版社,1998.
- [3]张军.国有企业的亏损:对现有理论的评论和新解释[A].国有企业,你的路在何方[C].北京:经济科学出版社,1997.
- [4]谢识予.经济博弈论[M].上海:复旦大学出版社,1997.