

资产管理公司在债转股中的 功能定位与绩效考核

彭小兵¹, 蒲勇健¹, 郑荣娟²

(1. 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030; 2. 重庆大学贸易与行政学院, 重庆 400030)

摘要:当前债转股进程迟迟难以推进的原因之一,与资产管理公司在债转股中的定位缺陷有关。债转股存在的意义在于解决国企脱困、化解银行金融风险、完善国企的公司治理机制以及重新强调市场力量在金融资源配置中的作用,因此资产管理公司在债转股中扮演的角色不单纯是阶段性持股股东,而且也是债转股企业的监督者和重塑银企正常债权债务关系的中介组织,把握了这一点有利于重构对资产管理公司绩效考核,顺利推动债转股进程。

关键词:债转股;资产管理公司;功能定位;绩效考核

中图分类号:F123.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-5831(2004)03-0015-04

On Functional Orientation and Performance Evaluation of Asset Management Corporation in Debt-to-equity Swaps of State-owned Enterprises

PENG Xiao-bing¹, PU Yong-jian¹, ZHENG Rong-juan²

(1. College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2. College of Trade and Public Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: The imperfect orientation of Asset Management Corporation in the debt-to-equity swaps is the reason that debt-to-equity swaps find itself in a dilemma. The significance of debt-equity swaps is not only to extricate state-owned enterprises from a predicament of being in a huge sum of bad debt, but also to decentralize the financial risk of state-owned banks, to perfect the corporate governance of state-owned enterprises, and to reemphasize the functions which market mechanism is to be to allocate financial resources. So the roles of Asset Management Corporation in the debt-to-equity swaps are a supervisor of debt-to-equity swap enterprises and an intermediary agency to figure natural relationship of debt and credit between banks and enterprises as well as a staggered stockholder. It is very important that performance examining mechanism of Asset Management Corporation and corporate governance of debt-to-equity swap enterprises are designed again and then debt-to-equity swaps will go on wheels to see clearly above all.

Key words: debt-to-equity swaps; asset management corporation; functional orientation; performance evaluation

一、债转股的意义

各大国有银行对处于困境中的一大批国有大中型企业实行的债转股(Debt-to-equity swaps),是指财政部注册组建资产管理公司,由财政部担保,从央行获得再贷款并以1比1的比例向国有银行(包括部分专业银行,如国家开发银行)发行为期十年的债券形式取得债权。按照国家现有的政策规划,债转股为期十

年,十年后将以企业股权回购、授让或转让形式让资产管理公司退出。从理论构想看,债转股的目的是减轻部分有可能通过技术创新、设备更新及资产重组方式起死回生的国企的利息负担,从而使国企有足够的资金积累开展技术创新,同时也使国企因债务减免而提升其信用等级,使企业能重新从银行贷得所需资金,加大国企资金投入。但学术界普遍认为,债转股

收稿日期:2004-02-25

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,主要从事金融经济、公共政策理论与实证研究。

的意义远不仅于此。一般地,内部资金不足、财政性资金损耗、国有企业注资不足、国有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,都与产权不明导致国有金融资源配置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(王艳娟,2002)。并且,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帐、坏帐增加,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改观,将会极大地阻碍我国经济的健康发展甚至会导致灾难性的后果。因此,债转股既不是单纯解决国企巨额债务问题,也不是单纯解决国有银行不良资产问题,而是两者的结合,以国有金融资源重新配置为纽带,既让国企摆脱债务危机并按照市场化要求走上正常发展的轨道,又使得国有银行化解了潜在的金融风险,重新按市场经济规则理顺银行、企业的债权债务关系,最终使整个国有经济步入市场化正常发展轨道。基于以上分析,我国的债转股应该赋予的深层内涵是按照市场经济规则完善企业治理机制、对债转股中涉及到的相关利益主体进行重新调整、重新理顺银企债权债务关系的一项政策措施。认识到这一点,对重新定位资产管理公司在债转股中的角色和功能,进而对于诠释当前债转股进程遭遇种种困境、迟迟难以推进的理性缘由,具有重要意义。

二、资产管理公司在债转股中的功能地位

(一)资产管理公司是债转股企业的监督者

考察债转股中的委托代理关系,可以轻易地发现,债转股中的委托代理框架由两大体系构成(余东华,2000)。债转股后,资产管理公司作为债转股企业的阶段性股东,拥有对债转股企业的剩余索取权和剩余控制权,构成一个等级体系的委托代理关系。本质上,由于资产管理公司是由国家财政部出资设立的国有独资公司,专门代表国家处理银行不良金融资产,因此,资产管理公司和国有企业的财产以及资产管理公司拥有的对债转股企业的股权,都是国有资产的具体体现形式,这样,除国家与国企之间固有的一层委托代理关系外,国家与资产管理公司又形成一级委托代理关系。

理论上,作为债转股企业的阶段性持股股东,资产管理公司行使普通股东的权责,尽管实践表明资产管理公司在债转股企业中没有什么实质上的权力,但资产管理公司最初还是期待且实际上也被赋予了促进企业改革公司治理结构的使命。显然,资产管理公

司扮演着普通股东的角色。

然而,我们接下来的研究表明,资产管理公司的功能不仅在于其阶段性持股者的定位,而且更扮演着一个监督机构的角色,资产管理公司实际上是处在一个“监督者”的位置上,以下的陈述可能有助于支持我们的观点。资产管理公司作为股东,与一般意义上的股东的权责有很大差异。首先,债转股实践印证了最初部分学者的估计,即资产管理公司在许多情况下不能按持股份额向企业派董事,或者即使派董事,也难以掌握债转股企业的决策权,债转股运作现状表明,实行债转股的企业,多数并未走上移交股权、改善公司治理结构的正轨;或者即便资产管理公司获得了控股权,也并不意味着真正获得企业的控制权,债转股企业中实际上存在同股不同权:企业本身都在地方,老的经营班子一般都予以保留,无法决定经营层去留。资产管理公司全部只能派副董事长,董事长由当地主管部门委派。而事实上只有董事长才有权提名总经理和高管人员,实际上决定经营层去留。甚至有的地方组织部门还提出,资产管理公司委派的董、监事要经其审查。其次,现实中资产管理公司难以享有一般股东所享有的分红权,并且,如果债转股没有解决“内部人控制”问题,企业很容易让其盈利为非正,资产管理公司更难以享受分红权和获得股利支付和股权回购。再次,尽管资产管理公司是债转股国企的阶段性股东,但由于资产管理公司只是一个国有不良资产的专门处理机构,其拥有债转股企业的股权本质上不属资产管理公司所有,资产管理公司从债转股国企中以股利支付、股权回购或股权转让等形式回收的资产最终得归还给银行,从这个角度上讲,资产管理公司表面上拥有但实际上得不到剩余索取权。最后,更进一步地,套用标准的多重委托代理模型,委托人和代理人的身份是给定的,所关注的问题是当委托人不能观察到代理人的行为时,不得不在代理人承担一定的风险以激励其努力工作。当代理人是风险中性的时候,最优合同意味着作为代理人的资产管理公司应该是债转股企业就债转股股权范围内的唯一剩余索取者,委托人国家只满足于固定的收入——资产回收率。此时作为国家的代理人的资产管理公司无论名义上还是事实上都是债转股企业的委托人,可是委托人之所以是委托人在于它必须对资产管理公司的代理人(债转股企业经营者)的行为后果承担责任,但事实上,如果资产管理公司不能最终偿还央行全部债转股再贷款,即不能兑付债转股债券,届时将还是由财政部填补兑付缺口,资产管理公司实际上又不对其代理人的行为承担最终责任。因此,把资产管理公司

定位在监督者位置上合理的,资产管理公司实质上是一个国家委派的债转股国企的监督机构,行使着对国企经营者对支付股利和回购股权的努力程度的监督职能(彭小兵等,2003)。因而,在债转股中,资产管理公司的地位很特殊,存在着双重身份,行使着双重职能。认清到这一点,对考察资产管理公司的业绩和重构债转股企业的公司治理结构是非常重要的。

既然是一个监督者,而本质上仍属企业的资产管理公司,其“自利”动机非常明显,资产管理公司对于债转股企业的态度就具有两面性。一方面,在债转股期限内,资产管理公司很重视企业现阶段的资产流动性及现金流量,也很关心企业现阶段的赢利与资产增值能力,其利益取向和行为导向类似于债权人。资产管理公司这种动机对债转股企业治理结构的重要意义在于,它对债转股企业的预算约束是比较硬的,强调内部人控制问题得到解决。另一方面,基于长期盈利性和存续期限的考虑,资产管理公司又有不愿意迅速处置不良资产的倾向,这是因为,在国家的最终风险援助承诺中,资产管理公司如果不能最终兑付债转股债券,届时还将由财政部填补兑付缺口,延迟退出却可获得长期盈利性和更长存续期限带来的好处。更何况,既然有了国家的最终风险救助承诺,债转股资产就具有了“国有”金融资源性质,债转股资金实际上也就被打上了“租金”的烙印,债转股合乎逻辑地成为包括资产管理公司在内的参与者之间争夺国有金融资源的博弈行动,进而,由于未能通盘考虑债转股中各利益主体的博弈互动行为,在政策效果上偏离了国家预期也是必然的。进一步地,也正因为如此,由于信息不对称,企业与资产管理公司的派驻人员之间、企业与资产管理公司之间进行合谋也就难以完全避免了。这一点表明资产管理公司的绩效考核以及债转股企业治理机制重构也要防范合谋现象的发生。

现在,我们可以清晰地看到,国家、企业和资产管理公司是以债转股股权为连接纽带的,因此,债转股中的委托代理也是基于债转股股权来展开的:国家是股权的所有者,债转股企业经营者是代理人,资产管理公司监督债转股协议的执行。当前债转股进程中资产管理公司在处理债转股资产上遇到诸多困境,跟资产管理公司自身的定位缺陷密切相关。

(二)资产管理公司是重塑良好银企债权债务关系的中介组织

这是由债转股多重目标设计的特点决定的。债转股中,资产管理公司被赋予了多重目标:既要最大限度回收资产,又要承担企业改革和化解金融风险等目的。

既然债转股的深层内涵在于按照市场经济规则完善企业治理机制、对债转股中涉及到的相关利益主体进行重新调整、重新理顺银企债权债务关系,那么债转股就必须以市场为导向,同国有经济的战略性退出相结合。如果债转股只是一转了之而不按照现代企业制度模式触动国企深层治理机制,那就会造成国企内部治理机制的全面弱化,或对原有机制进行复制,无法从制度上保证其改善经营管理。为此,在国企实现债转股后,资产管理公司尽快安排对所持股份的转让或出售,通过完备的信息披露,鼓励和吸引民间资本乃至外国资本介入国有企业的经营,即由真正的战略投资者来持有这些股份,由此来实现债转股后多元化的资本结构,形成多个资本所有者“发言”的基础,冲击现有的国企管理模式,达到所有者人格化代表的在位,建立经理人市场,最终为硬化银企预算约束和实现国有经济在非国家经济命脉领域有步骤地战略性退出,奠定坚实的制度保障。这样,如果通过债转股完善了债转股企业的治理结构,那么就有可能淡化政府在银行企业的借贷中的行政干预及其在债转股运作中的作用,因而银企债权债务关系也就能按市场经济规则重新理顺,潜在的金融风险也化解了。这表明,资产管理公司也是重塑良好银企债权债务关系的中介组织。建立对资产管理公司的绩效考核指标,必须对此也有清醒的认识。

(三)资产管理公司是债转股道德风险产生的积极主体

所谓道德风险是指当行为的主体不必对其行为产生的负面效果负责时,这个行为主体会变本加厉,造成更大的损失。尽管债转股可能是破解一些国有企业与银行双重困局的优选办法,但债转股本身并没有化解掉已经存在的风险,而是将原来银行与企业所担负的风险转移到了资产管理公司身上。一方面,资产管理公司的独立性表现在管理人员脱离和原属商业银行的关系,也脱离公务员系列,和公司单独签定雇佣合同,将个人的报酬和回报与查清的贷款数量直接挂钩。如果公司管理人员和原来所属商业银行藕断丝连,有可能会对呆坏帐的清理采取宽容态度,从而增加银行的道德风险。资产管理公司对企业的上级主管单位,例如国家部委或地方政府,更要保持独立,真正行使股东的权力,特别是在企业高级管理人员的任免问题上。公司如果屈从政府的压力,软化在企业重组上的立场,企业的道德风险就有可能上升。并且,各银行组建的资产管理公司是完全的国有独资企业,难以避免政府用行政手段来影响其运作。它在与地方政府、企业、国家有关主管部门的“讨价还价”

中处于被动地位,在信息不对称、产权约束不强的情况下,肩负事实资产保全重任的资产管理公司有很大的“道德风险”。另一方面,资产管理公司阶段性股东角色和有限存续期限的定位,使其在完成国家下达的处置任务为考核指标的激励机制下,普遍产生急于处置和追求出售与清算速度的思想,甚至会在债转股资产处置缺乏必要法律政策保障和市场环境的约束时竞相攀比清算业绩,低价抛售股权和债权,造成国有资产的损失。在股权退出上,关注资产管理公司股权的退出渠道和方式,忽视债转股企业再融资安排、人力资源激励和约束。由于国家政策倾向于保护债转股企业,而债务企业对债转股是“最后一顿晚餐”的认识,缺乏主动的企业重组意愿;资产管理公司受自身人力、物力和知识结构的限制,缺乏企业管理经验,而债务重组缺少必要的法律环境等,使企业适应市场的重组努力遇到阻力。资产管理公司人力资本和组织资本不易集聚,难有长期行为。完善债转股的运作,必须建立起对资产管理公司自身的激励约束机制。

三、完善资产管理公司的债转股绩效考核机制

完善债转股的运作,推动债转股政策的顺利进行,必须进一步完善对资产管理公司的业绩考核机制,以弥补现行绩效考核机制的不足。国外专家认为,激励机制、定价和标准化合同是资产管理公司成功运作的关键(陈为,2002)。我们也从这三方面来考察资产管理公司的绩效考核机制。

(一)必须形成一种激励约束机制

以促使公司有完成基本目标的内在压力,有积极超收、实现回收价值最大化的动力。一般地,企业的业绩管理就是向员工明确四个问题:一是我们的目标是什么;二是需要做什么;三是我们需要以什么技能来完成任务;四是目标实现后,对员工的好处是什么。尽管资产管理公司是承担特殊使命的企业,但资产管理公司的业绩管理同样需要正确和正面回答这4个问题。并且,资产管理公司的业绩管理也要同时规定考核目标、检测与监管措施和违反规则的处罚等。国家现有的《金融资产管理公司不良资产处置考核办法》集中体现了尽快处置、尽快变现的要求,没有考虑债转股资产在具体处理操作过程中不可避免地会产生价值损失的问题,也没有涉及不良资产的资源成本,单论结果,不论投入,因而不全面的。我们认为,在国家对资产管理公司的激励约束机制里,必须明确:债转股的终极目标在于完善债转股企业的公司治理,按市场经济规则优化银企债权债务关系,重新强调市场力量在金融资源配置中的作用;因此,债转股资产的处置,必须兼顾资产回收的速度和效益,着

眼于能够优化债转股企业的资本结构和实现国有经济在非国家经济命脉领域的战略性退出;在尽可能使国有资产保值增值但也允许合理和必要的资产处置损失的前提下,资产管理公司可以采用一切市场化手段来完成任务;当上述任务完成后,资产管理公司的管理者及其员工因此能得到薪酬、超额奖励以及其他物质与非物质、有形或无形的待遇。

(二)按照市场原则进行债转股股权处置的社会公允定价

我们现在还找不出一个最好的债转股股权出售或转让的定价模式,这需要进一步摸索。为了尽可能减少国有资产的流失,按照博弈论中机制设计和显示原理,采取向社会公开招标的方式出售、转让债转股国有资产的定价机制可能是比较好的国有资产作价模式。

(三)建立国家与资产管理公司间的标准化合同

首先,必须明确界定债转股成功与否的标准。但目前无论在理论界,还是在债转股的具体实践中,都没有明确界定债转股成功与否的衡量标准。由于债转股深层目标在于以债转股为契机转换国企和国有银行的经营机制,建立现代企业制度和现代商业银行制度,从制度上根本解决国有企业的“老大难”问题,避免类似问题的再次形成,因而,我们评判债转股最终能否成功,应该以国企和国有银行是否完善了公司治理机制、市场力量是否在国有金融资源配置中起决定性作用为主要衡量标准,而不应该以国有资产在多大程度从债转股企业中得到回收为主要标准。认清这一点极为重要。在目前的国有企业状况下,如果我们老是在国有资产是否保值增值上兜圈子,而不能在国有资产管理的具体运作上实现突破与创新,那么,国企的债务问题永远不能得到彻底解决。其次,确定国家对资产管理公司的制度约束。最后,建立一个具有约束力的可行和可实施机制,在这个机制框架里,国家与资产管理公司之间达成的协议,都能够得到切实的遵守。

参考文献:

- [1]王艳娟.国有企业债转股产权分析[J].金融研究,2002,(11):49-58.
- [2]余东华.债转股中的委托代理关系[J].企业改革与管理,2000,(6):17-18.
- [3]彭小兵,蒲勇健.国有企业债转股中的一个委托代理分析框架[J].重庆大学学报(自然科学版),2003,(8):135-138.
- [4]陈为.论对资产管理公司的完整业绩考核[N].金融时报,2002-01-14.