

# 国有企业债转股的风险及风险防范

刘 存 绪

(四川师范大学 政法系, 四川 成都 610068)

**摘要:**实施“债权转股权”是我国国企改革在体制上的创新。然而,“债转股”在化解国有企业债务的同时,企业经营风险、市场竞争风险和道德风险是客观存在的,因此,企业债权不能简单地不受限制地转为股权,对已实施债转股的企业要进行战略调整,同时,要设立预警系统、风险释放系统及其他手段来防范风险。

**关键词:** 债权; 股权; 转换; 风险; 防范

**中图分类号:** F271

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1000-5315(2000)05-0042-04

## 一 债转股是化解国有企业债务的重大举措

我国国企改革已历经 20 年左右。从 1980 年进行的城市经济体制改革以提高企业活力、放权让利为核心的早期试点,到农村联产承包责任制经验在企业的普遍推行,再往后是 1984 年开始的企业股份制理论和实践的积极探索,都是为了如何更好地转换国有企业的经营机制,让企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的独立的市场经营主体,最大限度地提高企业效益。经过改革,我国企业开始出现了勃勃生机。但是,由于国有企业特别是国有大中型企业在我国经济结构中的特殊地位,其改革广度和深度逐渐落后于其他如中外合资、民营、私营企业,至今还有一些国有企业仍然沿袭传统的经营管理机制,很难适应市场经济条件下的激烈竞争。

当前,国有企业的体制转换和结构调整进入攻坚阶段,一些深层次的矛盾和问题开始显露出

来。1996 年国有企业的经营状况是:大约 1/3 盈利、1/3 明亏、1/3 暗亏,1997 年又出现全行业亏损的情况[1](155 页)。形成亏损面逐年增大的主要问题在于国有企业债务负担过重,而居高不下的债务形成既有历史原因又有现实的因素。其一是国企所有者主体虚化,国家代表全体人民管理财产并没有落实到具体的机构来负责管理,于是就出现了企业“债权”、“债务”这两个不同的角色最终都由国家扮演的不正常现象。其二是社会信用和信誉严重退化。由于所有者主体虚化导致国有企业债务没有具体的承担者,贷款多少与企业经营者毫无关系,由于没有还款的压力,于是“宁多勿少”、“多多益善”成为企业管理者的信条。其三是我国资本市场还处于刚刚起步阶段,需要不断培育和完善,还不能很快适应企业对资金的要求。较长时期以来,国有企业基本没有自有流动资金,生产经营所需大量资金先是靠国家拨款,改

**收稿日期:** 1999-09-30

**基金项目:** 国家自然科学基金项目“中国资本市场发展与管理问题研究”(项目批准号:79930600)前期成果之一。

**作者简介:** 刘存绪(1954—),男,四川成都人,四川师范大学政法系副教授,北京大学光华管理学院访问学者。

革初期又改财政拨款为贷款,而这两个渠道都是通过政府财政,借助银行吸收居民的存款对企业实行“输血”。这种资金来源既有量的限制,又有还本付息的压力,使企业自身的“造血”功能严重失调,久而久之,成为企业的一大块债务。其四是大多数国企的技术创新能力不强,尚处于粗放形态的经济增长方式。产品的市场和行业竞争力不强,长期滞销,利润实现不了。由于企业效益不好,高利息率的资金贷用同低效率的资金使用不成比例,企业当然无力偿还贷款,只能处于还了旧债借新债的恶性循环之中,致使负债包袱愈来愈重。其五是“三角债”的困扰。部分效益好的国企由于不能及时回收资金,也就无法进行正常的经营活动,只好受制于效益差的企业,与他们“齐步走”。上述几个基本的因素不仅加剧了尚未改制企业的困境,即使是国家在1994年确定的100家现代企业制度试点企业,虽然采取了许多增资减债措施,资产负债率也有不断攀高的趋势。我国企业资产负债率1980年为30%,1985年为40%,1990年上升为60%,1994年更高达75% [1](218页)。高负债给政府、国有企业、银行都造成了沉重压力,部分国企因负债濒临破产的境地,银行不良资产的增多也使资金周转出现危机。国有企业债务基本上属于银行贷款,企业经营不善造成银行不良资产增加,最终影响到国家财政收入。因为国家不仅不能收取国企税收,相反还要从有限的财政收入中资助效益不好的国企,进一步危及整个国民经济的安全运行。

针对近年来国企居高不下的债务问题,国家专门成立了与四家国有银行相对应的四家资产管理公司,实施“债务重组”,用“债转股”的方式,解除银行和企业的包袱。“债转股”就是通过国家成立专门的资产管理公司形成投资主体,将商业银行原有的与企业的部分债权债务关系,转化为资产管理公司与实施“债转股”企业间持股与被持股,控股与被控股的关系,原来的还本付息部分转变为按股分红。截止1999年9月底,已有北京水泥厂、上海焦化、宝钢梅山公司、江西贵溪化肥厂四家大型国有企业同中国信达资产管理公司签约实施“债转股” [2]。

## 二 国有企业债转股的风险

“债转股”是企业经营机制创新的一次新尝试,虽然这一举措的适用范围相当有限,也不是彻底解决国企深层次问题的最佳选择,但对“债转股”企业而言,没有了债务压力,对银行而言,坏帐得到一定程度消解,这就为深化企业改革赢得了时间,为银行走出困境提供了新的思路。然而应该注意的是,“债转股”毕竟是权宜之计,因为,不论如何转移,债务是客观存在的现实,不可能一笔勾销,不良资产只是在不同的债务主体之间“变换”。既然如此,风险没有因为“债转股”而消失,而是成为新的表现形式。

具体而言,“债转股”风险来自三个层面。

第一,企业经营风险。实施“债转股”后,商业银行将不良资产剥离给资产管理公司,资产管理公司将债权转为对企业的持股权,于是银行的资金回收风险转化为资产管理公司的资产投入风险。一方面,资产管理公司实际上也扮演了国有企业的角色,从银行接手资产后,不承担必须限期归还资金的责任,导致利益和动力机制弱化。虽然资产管理公司与企业形成一种股权关系,但企业的经营者还是由主管部门来任免,导致资产管理公司的监管体制无法有效运行。另一方面,“债转股”的企业没有了利息负担,但“股权”的压力仍然客观存在,它直接代表着企业的未来预期收益,一旦企业经营不善,这部分股权就不会产生效益,资产管理公司便只得动用国家财政资金冲抵。这样一来,企业风险、银行风险实际上是通过资产管理公司转化为国家财政风险。

第二,市场竞争风险。就世界范围来说,工业企业在高速发展时期,负债率处于高位是常见的现象。如80年代末90年代初,各国制造业负债率都居于高位,但并没有因此产生经营困难和亏损危机。同时,用同一时期同一行业同一负债标准来衡量,有的企业处于上升,有的却经营维艰。说明负债率高并不是企业盈亏的决定性因素,关键在于企业在市场中能否具有竞争和盈利实力。刚从计划经济步入市场经济的国有企业,最不适应的恐怕就是市场多元主体参与的激烈竞争,特别是时下高科技含量产品的大量涌现、全新的企业产品营销模式、灵活多样的价格体系、全方位的高品质服务标准,使惯于因循守旧,抱着“皇帝女

儿不愁嫁”的陈旧思维模式经营的国有企业不具有市场竞争实力,其产品的价值实现就显得较为困难,效益低下在所难免。如果一个企业不能适应市场发展,不能有效实现商品到货币的转换,盈利水平必然下降,甚至长期低于同期银行利息水平,那么,资产管理公司的“股权”净资产含量也会逐步降低,国有资产的保值和增殖也就可能成为“空中楼阁”。

第三,道德风险。“债转股”在一定程度上缓解了银行和企业的矛盾,但由此而产生了另外的问题。对已经实施了“债转股”的企业来说,银行帐一笔勾销化解为股权,包袱没了,压力小了,企业有了经营动力,但几年经营下来,利润都转换成“股权”的含量,自己看不到实际效益,动力就会衰竭,当企业再次出现亏损后,经营者反倒无所顾忌了。对尚未实施“债转股”的企业而言,无疑确立了一个“示范效应”,原来欠银行的钱也是可以不还的,政策允许“债转股”,于是产生了“赖帐经济”机制,寄希望于国家迟早解决债务,等、要、靠的消极不思进取思想就会滋生[3]。尤其是“债转股”对象确定为亏损企业,盈利和微利企业会产生埋怨情绪,其结果不是鞭策先进者,而是保护落后者,显然是不利于调动企业积极性的。除此之外,风险还来自债转股对企业存量资产的稀释,从而影响其他股东的权益,资产管理公司同时管理数家债转股企业也有无暇顾及的矛盾,对债权转股以后的股息和红利支付压力也会接踵而来。

### 三 国有企业债转股的风险防范

第一,企业债权不能简单地、不受限制地转为股权。特别是要注意区分银行贷款债务和企业经营债务,不能将企业的全部债务都不加区别地转化为股权。债转股要与国家制定的大多数国企脱困联系起来,严格执行国家经贸委确定的“债转股”企业必须具备的 5 项条件,重点解决“七五”、“八五”期间及“九五”前两年主要依赖商业银行贷款新建或承建的 512 家大型国有企业。在这些企业中,因负债过重造成亏损但产品有市场、发展有前景的重中之重企业或对各省市完成国企脱困有示范效应的企业应当作为“债转股”的首选。绝对不能把“债转股”搞成变相的国有企业在世纪跨越时期的“第二次大锅饭”和“最后的晚餐”。

第二,对已经实施债转股的国有企业进行经营结构的战略性调整。对那些没有市场、没有竞争力、成本过高的产品和业务要坚决地放弃,可以用剥离或出售的方式盘活国有企业现有存量资产,突出和拓展有广阔市场前景、有盈利可能性的优势项目和业务。寻求与具有现代化、专业化、高科技、规模经营的企业实施合作、联合、参股、重组等资本经营方式,其目的就是让解脱银行债务困境的国有企业能够迅速形成资金在体内的良性循环,使企业“造血系统”发挥作用,不至于因经营不善而重陷债务陷阱。

第三,资产管理公司要严格按照《中华人民共和国公司法》的规定进行规范化操作。资产管理公司作为新股东进入债转股企业,作为出资者对自己的资金安全负责,应该介入企业的管理机构。这就需要资产管理公司组建一支精通各种市场业务的企业管理者队伍。当然,与企业经营所不同的是,资产管理公司目标并不是仅仅局限于对企业的日常业务经营管理,而是利用企业债转股后奠定的良性发展契机,最终逐步减持企业股份,引入新的接替股东,能够用盘活的资金偿还银行债权以及对其他企业实施“债转股”。因此,对资产管理公司而言,进入债转股企业后要设置一个良好的退出通道,不能陷入一个个债转股企业新的困境之中不能自拔,而应该是通过债转股使企业转换机制,经营状况逐步趋于好转,在此前提下,通过公开的合法市场操作,或减持股份,或由企业回购股权,从而使自己能够成功退出。只有这样,资产管理公司才有实力去管理和帮助更多的国有企业走出困境。

第四,实施债转股是一个长期过程,在实施中应该考虑设置必要的预警系统、风险释放系统和其他手段的约束系统。预警系统指的是资产管理公司要随时跟踪债转股企业的经营与发展变化,一旦发现企业出了问题并有可能导致新的亏损和债务危机,就应该当机立断采取相应的措施去化解。风险释放系统指的是当债转股企业已经具备上市公司的条件,就应当推荐上市,在更为广阔的证券和资本市场去筹资融资,实现对债转股部分的回购,将风险释放给广大的市场投资者。为此,有必要对现行的《公司法》条款作一些补充,允

许债转股企业在盈利当年就可上市,而不受“三年连续盈利”才能上市的政策限制。对不具备上市条件的债转股企业,一旦走上良性经营发展轨道,资产管理公司就应物色新的战略投资者接替自己的身份和角色。最近,国家经贸委已经考虑在资产管理公司退出债转股企业时,可以将持有的股权出售给国外投资者,将企业经营和市场风险转给国内外投资者。其他手段的约束系统指的是政府和资产管理公司要利用经济的、法律的、政府的、道德的、习惯的力量严格规范和调节债转股企业的市场行为,充分发挥金融证券部门、会计师事务所、审计师事务所、律师事务所的监督作用,尽可能减少人为因素造成的企业经营风险。即使企业出现经营风险,也可利用诸多制约因素将可能的风险限制在最小的范围以内。

#### 参考文献:

- [1]林毅夫,蔡昉,李周. 中国的奇迹:发展战略与经济改革[M]. 上海:上海人民出版社,1999.
- [2]陈言. 政府使出杀手锏——解读债转股[N]. 经济日报,1999-09-09.
- [3]赵海宽. 债转股:振兴国企现曙光[N]. 经济日报,1999-09-13.
- [4]中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定[N]. 人民日报,1999-09-27.

面对“债转股”这一新生事物,任何夸大或忽视其作用的态度都是不可取的,应该实事求是,对“债转股”给予正确的估计。事实上,建立现代企业制度是国有企业改革的根本目标和方向,凡是有利于实现这一目标的模式和手段都可以大胆采用。债转股的目的并非仅仅是为了减轻企业负担,更重要的是推进投资主体的多元化进程。在《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中指出:“实行债转股的企业,必须转换经营机制,实行规范的公司制改革,并经过金融资产管理公司独立评审。要按照市场经济的原则和有关规定规范操作,防止一哄而起和国有资产流失。”[4]循着这一思路,国企的“债转股”才会在我国深化企业改革的理论和实践探索中,成为新的国有资产运营机制的“催生婆”。

## Risks and Countermeasures in Changing Creditor Right into Stock Right

LIU Cun-xu

(Politics and Law Department, Sichuan Normal University, Chengdu, Sichuan 610068, China)

**Abstract:** It is an innovation in China's state enterprise reform to change creditor right into stock right. However, while it settles the enterprise's liabilities, there exist enterprise management risks, market competition risks and moral risks. Therefore, enterprise creditor right should not be simply and unlimitedly changed into stock right, strategic adjustment should be made in the enterprises where the change is made, and at the same time early warning systems, risk-relieving systems as well as other countermeasures should be established.

**Key words:** creditor right; stock right; change; risk; countermeasure

[责任编辑:苏雪梅]