

# 从“迪拜危机”谈我国国有控股公司债务治理

罗韵轩(教授)

(上海国际集团博士后工作站 上海 200002)

**【摘要】** 本文通过解读“迪拜危机”来反思我国国有控股公司的债务治理现状,以金融生态环境下的债务重组为视角,注重债务的“异质性”、债权人权益保护、国有控股公司债务解困、不完全债务契约的“内生性”机制设计等,试图从地区层面、公司层面研究金融生态环境和终极控制人性质在不同来源性质、期限结构债务对债务重组的交互影响,以寻求我国债务治理的优化路径。

**【关键词】** 国有控股公司 债务治理 债务重组

在美国次贷危机引发的世界性金融海啸背景下,债务市场日益混乱,正陷入银行信贷违约和公司债违约高峰期。据穆迪等三大信评机构统计,公司债中的垃圾债违约率由2007年8月1.4%的历史低点飙升至12%。2009年6月1日,美国通用汽车正式宣布申请破产保护并获得美国政府提供的301亿美元援助而进行债务重组。2009年11月下旬,迪拜深陷800亿美元的债务“迷雾”,堪称其最大国有控股集团的“迪拜世界”出现大规模债务违约,占债务总额的75%。

在此背景下,我国部分上市公司债务治理已存在财务状况恶化、银企逾期借款及债务违约率上升等现状。虽然我国很多上市公司因债务危机而面临着破产,但至今尚无一家破产,其往往选择债务重组。据统计,2003~2007年我国债务重组公司数量占上市公司总数的比例在14%~15%左右,但2007年骤增至283家,即债务重组所占比例由15%骤增至2007年的

23.64%。而从我国上市公司的产权性质进行分析,国有和非国有控股上市公司分别占78.7%和21.3%,其中,国有控股上市公司主要为被地方政府或企业所控制的企业,央企相对较少;在非国有控股公司中,主要是集体所有制企业和民营企业,外资企业相对较少。

笔者不禁要问:在世界金融生态环境恶化、银企债务违约和债务重组剧增,而国内研究“重股轻债”、忽略“异质性”的背景下,国有控股上市公司还能独善其身吗?笔者试图解读“迪拜危机”,以分析我国国有控股上市公司的债务治理。

## 一、解读“迪拜世界”债务危机及债务重组

从公司性质看,迪拜世界是迪拜最大的一家国有控股企业,其管理着港口运营商迪拜世界港口公司和陷入困境的迪拜投资等多家子公司。迪拜投资以开发异常奢侈的地产项目而闻名,也正是这些回报周期长的大工程拖垮了迪拜世界的现

息真实、可靠、及时、相关,提升会计信息的决策有用性。

(3)加强对现金流量的管理和盈余信息的披露,使得经营活动产生的现金流量尽可能与营业利润的口径一致,提高现金创造能力,提升会计信息的决策有用性。

(4)监管部门应加强对企业成长性信息披露的监管,防止有些上市公司为了不正当的特定目的操纵会计信息,蓄意歪曲公司的经营成果和现金流量,人为制造公司快速成长的假象,损害投资者的利益。

(5)建议增设预测性报表来预测会计盈余和现金流量的时间序列分布以及企业成长的轨迹,帮助投资者了解企业未来的发展趋势,弥补财务报告的不足,提高财务报告的有用性,对严重不切实际的估计和预测给予惩罚。

(6)建立基于XBRL的、动态化的适时事项会计报告模式,模式中现金流量由第三方机构——银行提供原始凭证和相关数据,会计盈余由证券交易委员会负责监督和管理,一旦发现会计盈余与现金流量的差异变大,就对该异常进行跟踪核查,确保上市公司披露的信息相关、可靠、真实、有效。投资者运用

高质量的会计盈余和现金流量信息进行决策,可以做出正确、合理的判断。

**【注】** 本文系国家统计局科研项目“企业现行财务报告体系的改进研究”(编号:2008LY057)的阶段性研究成果,并受盐城工学院人才培养基金资助。

## 主要参考文献

1. 陈利,宋华.上市公司会计信息披露的有效性探析.会计研究,2008;2
2. 张传明,陈俊.报表收益和现金流量的决策有用性研究.经济问题探索,2007;7
3. 万宇洵,陈波,胡巍.会计盈余、现金流量的价值相关性实证研究——基于沪深股市的实证证据.财经理论与实践,2007;3
4. 姜付秀,张衡.企业价值、盈利性和成长:中国上市公司控制类型的比较研究.财贸研究,2006;1
5. 彭韶兵,黄益建,赵根.信息可靠性、企业成长性与会计盈余持续性.会计研究,2008;3

金流。

从债务结构来分析,正在坍塌的迪拜世界的债务主要包括伊斯兰债券和银行贷款两大部分,其发行的伊斯兰债券是分账式债券,债券持有人按照各自的股份享有对项目或项目资产的所有权,其债务规模约为100亿美元;而银行贷款及金融衍生产品,主要集中于汇丰控股、渣打银行、巴克莱银行、荷兰银行、花旗银行、摩根大通等欧美金融业巨头,若处理不慎,恐会引发“多米诺骨牌”效应。目前,我国中行、工行、交行、招行等多家上市银行已撇清与迪拜世界的关系。

从偿债能力评估以及维护国家基本信誉的角度看,迪拜世界不大可能出现破产清算的极端情况。近期迪拜政府正与代表迪拜世界的主要债权人——英国四家银行及两家阿联酋本地银行(即阿布扎比银行、迪拜国民银行)等机构商讨债务重组事宜。

在理解“迪拜世界”的公司性质、债务结构、偿债能力后,就很容易理解政府、债权人、债务人之间复杂的博弈关系。目前,迪拜世界债务重组方案仍扑朔迷离,谈判能否取得实质性进展,或是否会引发更深层次的危机仍值得持续关注。此次债务危机的解决上策是偿还分账式债券,获得国际主权基金注资一次性解决债务问题;中策是通过抵押项目、转卖项目或引进战略投资以及上市融资等方式实现二次融资解决债务问题;下策则是短融长投,一方面通过短期融资偿还银行贷款,另一方面通过短期融资保证工程建设,维持项目运作。上述几种债务重组方案是通过严格细分各主体利益关系得出的,并非意味着这几种方案之间没有互通性。

## 二、我国国有控股上市公司的债务治理现状

自周小川提出金融生态环境概念后,李杨等就对中国内地31个省会城市的法治环境、经济基础、地方金融发展、金融部门独立性、诚信文化、社会中介服务、地方政府公共服务、社会保障等因素进行了综合测度。这是对公司外部治理机制、债务契约履行机制的综合评价,反映了地方政府对该地区经济的控制力和直接介入经济活动的强弱以及地区经济市场化的程度,本身具有更为基础的“治理效应”,并影响不同来源性质、期限结构债务治理效应的发挥。无论是在转型经济国家还是在发达的市场经济国家,政府在资源的配置中都具有重要作用。当国有控股公司陷入债务困境处于破产依存状态时并没有破产清算,而是更容易得到国家的财政补贴。无论是政府对银行信贷决策的直接干预还是政府的信誉担保,都会影响国有企业不同来源性质及期限结构的债务治理效应的发挥。

1. 金融生态环境、终极控制人性质、不同来源性质的债务治理效应与债务重组。我国债券市场欠发达,直接债务融资很少,因此公司的融资性负债主要来自商业银行的短期借款(包括通过票据融资方式操作的短期借款)、长期借款。当前提供融资性借款的银行基本上是有全国商业性商业银行的当地支行或当地区域性商业银行。因此,融资性负债的地域性特征使得金融生态环境对融资性负债的治理效应有着重要影响。

相对于非国有企业,国有企业存在很强的“预算软约束”。金融生态环境较好的地区,金融生态环境虽能发挥较好的治

理效应,但政府对国有企业的“父爱效应”依然存在,从而会削弱金融生态环境对融资性负债的治理效应。

由于经营性负债具有非地域性和市场化特征,政府对于经营性负债债权人的干预力度要小很多。政府对国有控股上市公司负债具有隐性担保和“父爱效应”,当国有控股上市公司经营性负债存在偿还困难时,政府可能直接出手(给予财政补贴)或间接出手(迫使银行贷款给企业以补充流动资金)予以救援。长此以往,国有控股上市公司及其供应商和客户等会产生道德风险及路径依赖,国有控股上市公司会疏于对自身经营性负债的风险控制,而其供应商和客户也在一定程度上会疏于控制与国有控股上市公司相关的经营性交易风险。随着我国市场经济的逐步推进,政府对国有控股上市公司的业绩考核目标也相对市场化,前述道德风险就有可能转化为国有控股上市公司及其经营性负债债权人自身的真实风险。

而对于非国有控股上市公司而言,由于没有政府的“父爱效应”,自然前述道德风险不复存在,其自身会重视市场声誉并控制经营与债务风险,而其供应商和客户也会加强对经营性交易风险的控制。此外,非国有控股上市公司相对更难以获得融资性负债资金,且出于提高企业经济效益的考虑会更加重视对无需支付利息的经营性负债资金的利用。要想持续利用经营性负债资金,非国有控股上市公司必须保持良好的市场声誉。

2. 金融生态环境、终极控制人性质、不同期限结构的债务治理效应与债务重组。目前我国上市公司整体债务期限结构失衡,债务结构中的短期债务占绝对主导地位。这是因为短期债务与长期债务相比,一方面,短期债务的流动性强,能够提高公司财务的灵活性,减少股东与债权人之间的利益冲突,降低公司的代理成本;短期债务的名义利率较低,可通过期间溢价为企业节约利息成本,且部分短期债务(如商业信用)在一定的期限内无需支付利息费用。另一方面,若大量地使用短期债务,一旦公司经营不善或未及时筹措到所需资金,就会陷入财务困境甚至面临破产。大量使用短期债务除了会引发再融资风险外,还需支付较高的利息,带来较高的利率风险,容易使企业融资陷入被动局面,遭受成本增加的潜在损失。另外,由于我国破产法律制度执行效力有限,股票市场对企业债券市场存在替代效用,从而导致我国上市公司用短期债务和股权融资双重替代长期债务融资的现象时有发生。因此,寻找一个合理的债务期限结构与资本组成是上市公司生存与发展的重要条件。

由于长短期融资性债务的治理机制不同,银行在对企业提供贷款时也会对债务期限进行管理。在我国,银行贷款的期限结构受到了融资制度的约束,长期贷款取得的前提是看企业是否有获得批文的投资项目。在公有产权的制度背景下,政府参与企业经营或银行借贷的行为对企业债务期限的影响体现在以下几个方面:①通过财政补贴降低企业的违约可能,从而企业更容易从银行取得长期借款;②政府直接通过对银行借贷决策的影响,帮助企业获得贷款,并且为了降低官员轮换对贷款成本的影响,这种贷款更多的是长期贷款。银行在进行

贷款风险评估时,将充分考虑政府对国有控股企业进行援助的可能性,因此倾向于对具有政府背景的上市公司发放长期贷款。相比之下,银行在对非国有控股企业发放贷款时要谨慎很多,因为国家对这类公司的财政支持或政策倾斜相对较少,一旦违约,其获得国家援助的可能性较低,为了控制风险,银行倾向于对其发放短期贷款。

### 三、对我国国有控股公司债务治理的理性再思考

1. 银行债权治理模式与机制的优化路径。从公司治理角度来看,债务治理效应机制包括市场机制、合同机制以及市场与合同共同治理机制等。为有效发挥我国银行治理功效,治理模式可选择相机治理和共同治理模式。监事会是相机治理机制的制度依托,是实施相互监督的常设机构,其代表应来自政府、股东、债权人和普通职工,以保证利益相关者有机会保全自己的资本权益。银行作为企业的债权人是企业的主要利益相关者,董事会中的共同治理模式必须有效利用银行的积极作用。董事会成员不仅包括股东代表,而且应有银行代表参加,实行银行董事制度。

2. 完善我国破产机制以及相关法律制度,营造良好的外部融资环境。2007年6月我国修订并实施了新的《企业破产法》,与旧《企业破产法》相比,其修改了破产程序启动的条件以及有关破产企业职工权益的条款,保护了债权人的利益,取消了必须经过上级主管部门批准的门槛;拓展了破产企业的范围,并规定了金融机构的破产条件;借鉴国际先进经验,引入了管理人制度和重整制度,增设了债权人的参与权等。

3. 基于债权人保障机制的不完全契约“内生性”设计。为防范不同种类风险,债务契约条款必须根据融资状况的差异相应做出有针对性的设计安排,设计不完全债务契约的合理性将直接关系到债权人权益保障的效果。具体包括:对债务违约风险的正确测度、对限制性条款的设计、对违约行为事后处理路径的确定,进一步丰富了银行在面临违约时的处置权和可供选择的相应对策。银行不同于一般的企业债券持有者,它在面临债务违约时,不仅可选择清算企业和接受违约事实,而且可利用其强大的债务谈判能力同违约企业就借款合同进行重新协商。

4. 加速企业债券市场的发展、创新。目前,我国企业债券融资发展滞后的原因是多方面的,《公司法》、《证券法》和《企业债券管理条例》等法律法规对债券融资的行政控制非常严格,其主要表现在对债券发行规模和发行利率的行政控制上还保留着浓厚的计划经济色彩。虽然政府对债券发行规模的控制是为了保护债权人的利益不受侵害,但实际上可能弱化投资者选择的多样性,并使企业的长期融资渠道变窄。同时,若企业债券利率与国债利率大体相当,就会人为地剥夺债券投资人应得的风险溢价收入,损害债权人的利益,从而影响债券市场的发展。基于此,应改革企业债券的发行模式,发债资格和额度的确立应逐渐由审批制向核准制转变;放宽对企业债券发行的利率管制;努力推进信用评级工作;建立多层次的企业债券市场;支持企业债券的创新,留有充分的制度空间以支持企业债券的创新,合理进行可转换债券融资契约安排或

应用债券融资契约中的期权类条款等。

5. 优化公司多元化股权结构,完善董事会制度,健全制约机制。

(1)优化公司股权结构,发展多元化的股权主体。调整国家控股企业的股权结构,使国有股占有合理比例,削弱国家的控股程度,建立公司内部合理的治理结构。提高法人股占有比例,法人股股东不仅有动机而且有能力来监督和控制企业管理人员。发展多元化的公司股权结构,通过国有股减持,吸收私人投资者、机构投资者和外国投资者持股,形成多元化的投资主体,以建立大股东之间的相互制衡和监督机制。建立和完善管理层(内部人)持股制度,使管理者受到正向激励。

(2)完善董事会制度,健全制约机制。董事会向来被认为是监督内部人懈怠行为、维护所有者权益的重要治理机制。当前,我国上市公司的董事即使不在上市公司担任经理职务,也往往在控股股东单位任职,而大股东之间的互相关联会严重影响董事会的独立性。特别是不少公司董事长兼任总经理,使得董事会与高管人员之间的相互制衡作用无法发挥。即使独立董事在董事会中所占的比例较高,也不能发挥其应有的监督作用。这是由独立董事制度不够健全、外部环境制约等方面的因素造成的。因此,应改进和完善董事会制度,改善董事会内部结构,实行严格的董事长与总经理分设制度,强化董事成员的责任和义务,通过建立明确的董事会制约机制来控制内部人对外部股东和债权人利益的损害。

6. 金融生态环境的优化路径。我国不同地区的金融生态环境会对政府、企业、金融主体等产生不同约束并决定其选择空间,从而使其行为出现不同特征。良性的金融生态环境可有效防止其机会主义行为,促使其将各种成本内化到自己的治理结构之中。这就是一个金融运作成本低、效率高,对企业、政府、金融主体等具有良好的正向激励效应和约束效应的制度结构。因此,需处理好中央与地方政府、政府干预与市场调节之间的关系,转换政府职能,发挥政府主导作用,依托地区金融稳定协调机制,健全规范政府行为的激励机制、约束机制、协调机制以及中央与地方财政税收的分享机制,并从制度、体制、机制上为改善地区金融生态环境提供保障。完善金融生态环境中的法制环境和社会信用环境,避免过多地采用行政手段介入金融机构的债务重组、破产清算,以体现司法的公正性及规范性。

### 主要参考文献

1. (日)青木昌彦,钱颖一主编.转轨经济中的公司治理结构:内部人控制和银行的作用.北京:中国经济出版社,1995
2. 周小川.完善法律制度 改进金融生态.北京:中信出版社,2005
3. 万建华,陈正中.商业银行专家管理.深圳:海天出版社,1998
4. 陆磊.中央—地方—银行—公众博弈:国有独资商业银行改革的基本逻辑.经济研究,2004;10
5. 罗韵轩,王永海.对西方资本结构理论在我国的适用性反思.金融研究,2007;11