

【SP()】【HT4, 6】国有企业债务重组研究【】庄文水【】指
导教师：沈艺峰副教授【SP()】

【WM】【KMB】

【LM】【KMB】

【HT】

【HJ*7/8】【WM】【HT4】学校编码：10384【JY】分类号【CD#F4】密级【CD#F2】

学【】号：9515016【JY】UDC【CD#F8*2/3】

【HT2SS】【JZ()】学【】位【】论【】文

【HT1” XBS】【CM11-10】国有企业债务重组研究

【HT2K】庄【】文【】水【JZ】

【】【HT3K】【WB】指导教师姓名：【】【WB】【CM(7)】沈艺峰副教授【CM】

【DW】申请学位级别：【】【CM(7)】硕士【CM】

【DW】【CM6-4】专业名称：【】【CM(7)】工商管理(MBA)【CM】

【DW】论文提交日期：【】【CM(7)】1999年8月【CM】

【DW】论文答辩日期：【】【CM(7)】1999年9月【CM】

【DW】学位授予单位：【】【CM(7)】厦门大学【CM】

【DW】学位授予日期：【】【CM(7)】1999年【】月【CM】

【JY】答辩委员会主席【CD#F4】

【JY】【CM7-3】评阅人【CD#F4】

【JZ】1999年8月

【LM】【HT】【HJ*2/3】【HT4” SS】

【SM()】【HT4” K】国有企业债务重组研究【SM】

【DM()】内【】容【】提【】要【DM】

【BT1】内【】容【】提【】要

国有企业高负债是国民经济深层次矛盾的综合反映，它不但严重阻碍了国有企业和国有商业银行的进一步改革，而且已危及到国有企业和国有商业银行的生存和发展。首先，从国有企业角度看，如果巨额的债务（主要是欠国有商业银行的贷款）不解决，国有企业改革中的其他举措，如产权结构转变、股份制改造、资产存量调整、企业兼并和重组等均难以进行。其次，从国有商业银行角度看，被国有企业占用的大量贷款本息不能按期偿还，银行还要不断向这些国有企业注入新贷款，使贷款信用机制受到损害，成为国有商业银行向现代商业银行改革的一大障碍。因此，企业的大量不良贷款债务已在企业改革和银行改革之间形成死结。研究国有企业债务重组问题，寻找一种可行的方法解开这个死结，是当前十分紧迫的任务。基于这种现实，本文试图对我国国有企业债务重组问题进行系统地研究，为我国国有企业债务问题的最终解决提供参考。

本文共分三个部分：

第一部分：国有企业债务的现状、成因及后果。企业适度负债是其内外部诸因素综合作用的结果，本部分结合我国国有企业债务现状对企业资产负债率的影响因素进行了分析，指出国有企业过度负债是一种普遍和严重的现象，在此基础上分析了国有企业过度负债的一般原因

，还着重探讨了国有企业过度负债的深层次成因——企业治理结构的缺陷和融资体制的滞后，接着论述了国有企业负债过度的后果。

第二部分：国外企业债务重组的经验与启示。东欧各国和日本分别在经济体制转轨和战后时

期

进行过债务重组，在这方面积累了丰富经验，形成了一套行之有效的做法。主要有：（1）充分发挥政府作用，促进金融体制改革；（2）根据不良贷款发生的时间、贷款风险分类、【AM】财政的承受能力等因素确定需要重组的不良债务的数量与范围；（3）重塑企业治理结构，优化企业资本结构的形成机制；（4）依靠法庭之外的重组；等等。

第三部分：我国国有企业的债务重组。建立在前述分析的基础上，本部分首先分析确立了企业适度负债的理论依据，接着对我国目前债务重组现有方案进行了剖析，并在此基础上主要针对国有大中型企业提出了一些债务重组的思路与对策：（1）债务重组必须在企业深化改革中加以彻底解决；（2）债务重组应制定一个规范的程序；（3）形成存量流动机制；（4）完善资本市场，改善融资环境。

【HTH】关键词：【HTSS】国有企业【债务重组】资本结构

【AM】

【LM】【AM】

【DM(】目【】录【DM)】

【BT1】目【】录【HTH】

0【】前言【JY.】1

1【】国有企业债务：现状、成因及后果【JY.】2【HTSS】

1.1【】国有企业债务的现状：负债过度

【JY.】2

【】1.11【】国有企业资产负债结构分析

【JY.】2

【】1.12【】国有企业负债来源分析

【JY.】6

【】1.13【】几点结论

【JY.】7

1.2【】国有企业负债过度的成因

【JY.】8

【】1.21【】国债企业负债过度成因一般分析

【JY.】8

【】1.22【】国有企业负债过度成因深层分析

【JY.】10

1.3【】国有企业负债过度的后果

【JY.】13

【】1.31【】不利于对企业和银行经营情况进行科学评价

【JY.】13

【】1.32【】带来很高的社会成本

【JY.】14

【】1.33【】造成三角债恶性循环

【JY.】14

【】1.34【】导致公众对银行的信任危机

【JY.】14【HTH】

2【】国外企业债务重组：经验与启示【JY.】15【HTSS】

2.1【】东欧的债务重组

【JY.】	15
■2.11■	中央化方法
【JY.】	16
■2.12■	地方化方法
【JY.】	16
■2.13■	勾销银行呆帐
【JY.】	17
2.2■	日本战后的债务重组
【JY.】	18
2.3■	几点经验与启示
【JY.】	19
■2.31■	东欧的经验
【JY.】	19
■2.32■	日本的经验
【JY.】	20
■2.33■	几点启示
【JY.】	21
【HTH】	
3■	我国国有企业债务重组 【JY.】 22 【HTSS】
3.1■	企业适度负债的经济学分析
【JY.】	22
■3.11■	传统三理论
【JY.】	22
■3.12■	MM 理论
【JY.】	24
■3.13■	平衡理论
【JY.】	25
■3.14■	非对称信息理论
【JY.】	26
3.2■	国有企业债务重组现有方案分析
【JY.】	28
■3.21■	现行企业破产法
【JY.】	28
■3.22■	以财政为主体，实行债务大赦
【JY.】	30
■3.23■	以银行为主体，实行债权股权化
【JY.】	32
■3.24■	以中介机构为主体，实行债务集中化
【JY.】	32
3.3■	国有企业债务重组的思路与对策
【JY.】	33
■3.31■	债务重组必须纳入企业改革的总体框架
【JY.】	34
■3.32■	债务重组应制定一个规范的程序
【JY.】	34

3.33 形成适应市场经济要求的存量流动机制

【JY.】 37

3.34 大力发展直接融资的资本市场 【JY.】 38

【HTH】 【AM】

结束语 【JY.】 40

主要参考文献 【JY.】 41

后记 【JY.】 【HTSS】 43

【LM】 【YM5BZ., S】

【DM() 0 前 言 【DM】】

【BT1-1】 【STHZ】 0 前 言 【STBZ】

实际上，中国的国有企业【ZW()】本文的国有企业主要指竞争性国有企业，而非竞争性国有企业（如煤气、供水）。后者的

低效率问题在世界各国普遍存在，并不能简单通过市场化改革加以解决。

【ZW()】制度变革从建国以来就一直没有停止过，搞了二十多年的计划经

济，最终不得不转向市场经济，也是与国有企业问题在传统的计划经济下没法解决有密切关系。尽管国有企业低效率的问题可以从产权、制度、治理结构、管理等方面寻找原因，但要解决这些问题，使国有企业走出困境，就不得不直面国有企业的高负债。如何化解存量累积债务，避免增量债务恶化，对一些企业进行债务重组（debt restructure）是无法避免的。

根据中国财政部的定义，“债务重组，指在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁定作出让步的事项。债务重组涉及债权人与债务人，于债权人而言，即为‘债权重组’。但为便于表述，本准则【ZW()】指《企业会计准则》（1999），笔者注。【ZW()】将‘债权重组’与‘债务重组’统称为

‘债务重组’。”（中华人民共和国财政部，1999）所谓让步，是指债权人同意处于财务困境中的债务人现在或将来以低于重组债务账面价值的金额偿还债务。而债权人之所以同意与债务人进行债务重组，是因为：（1）最大限度地收回债权；（2）为缓解债务人暂时的财务困难，避免由于采取立即的求偿措施，致使债权人的更大损失。

国有企业债务重组是企业改革的一项配套工程，不能单独进行。鉴于国有企业债务庞大、原因复杂，受到财政资源和金融资源的约束，所以，要使债务重组成为一次性的计划经济体制的“最后的晚餐”，就需要银行和企业都进行体制改革，可以预见，国有企业的债务重组将是一个长期的过程。本文立足我国实际、借鉴国际上债务重组的经验，在现有的重组方案的分析和总结的基础上提出了对策方案。然而，债务重组是经济体制改革能否胜利推进的关键一环，涉及面很广，而要外部经济环境（政府职能转换、社会保障体制、资产评估、金融改革、法制建设等等）的改善和配合，至今国有企业资本结构优化形成机制还没有形成，国有企业债务重组所涉及到的问题还远未结束。因此，对这一问题的探讨将是长期性的。

【LM】

【DM()】 【STHZ】 1 国有企业债务：现状、成因及后果 【DM】】

【BT1】 【STHZ】 1 国有企业债务：现状、成因及后果 【STBZ】

【BT2】 1. 1 国有企业债务现状：负债过度

从世界范围来看，现代企业的一个共同特征就是在资本结构上，债权融资与股权融资均衡进行。也就是说，现代企业一般都会在一定程度上负债经营，即企业通过银行贷款、商业信用和发行债券等形式吸收资金并运用这笔资金从事生产经营活动。企业总负债与企业总资产之比即为资产负债率。西方国家一般认为企业负债比例不应超过 50%，【ZW】杨洁、辛志纯（1997，80 页）认为，资产负债率是企业负债与资产之比，在西方国家一般认为不应超过 50%。陆正飞（1996，58 页）通过大量篇幅的论述，也得出结论认为中国企业的适度负债水平应在 50%左右。【ZW】否则，会使企业潜在的投资人对其投资的安全性产生疑虑，也使实际的债权人产生债权难以保证的危机感。因此，不少人将这一比率作为企业是否过度负债的“标准线”。按这一标准，经济理论界和实务界普遍认为我国国有企业负债率太高了（杨洁、辛志纯，1997）。何以见得？怎样的负债率才是适度的？降低企业资产负债的重点在哪里？本节首先通过国有企业资产负债结构，负债来源分析，对上述问题予以回答，并以此作为探讨其它问题的一个必要前提。

【BT3】1. 11 国有企业的资产负债结构分析

任何一个企业都有正常负债，因而任何一个企业都会面临资产负债结构的选择问题。虽然准确地确定最佳资本结构是不可能的，然而，从企业的整体运转看，会有一个自然形成的比例范围，在这个比例范围内的我们称为正常负债，一般认为，负债应小于自有资本，这样的企业在经济环境恶化时能保持稳定。但是过小的负债率，会使企业失去经济繁荣时期获得额外利润的机会。为稳定企业合理的资产负债结构，有必要分析影响资本结构的各种因素。

1. 融资环境。各国金融市场的相对分离以及各国金融市场的运行规则和状态的差异，造成了各国企业面临的融资环境的不同，从而导致处于不同国度的企业之间资产负债结构的显著不同。日本企业负债率显著地高于其它国家，其原因主要就在于日本社会特殊的主银行体制。我国企业负债率高的主要原因之一就是融资渠道单一，金融市场还不发达，居民高储蓄，企业高负债就是明证。

2. 经济发展周期。经济增长时期，企业面临的经济环境和市场条件比较好，大量举债可增强企业的发展能力，并可获得可观的赢利。反之，在经济萧条时期，企业由于所处外部环境恶化，若负债过度，非但不能赢利，反而容易陷入债务危机的困境。日本在经济高速增长时期，企业依靠银行解决经营资金的比重约为全部所需资金的 75%。而进入 90 年代后，日本企

业资产负债率则下降到了 62%左右。韩国在经济起飞阶段，企业负债比率高达 95%，几乎完全依靠银行借款。但随着通货膨胀的到来，以及整个经济发展速度的放慢，韩国企业资产负债率呈下降趋势，1980—1990 年企业平均资产负债率为 71%。（郑晓东等，1998，82—83 页）

3. 行业差异。不同行业，资产负债结构有很大差别。如表 1 所示，1994 年全部工业企业中，纺织、轻工、医药、机械、汽车、化学、烟草、有色行业的资产负债率较平均水平高，电力、石油、石化、冶金、煤炭、建材行业的资产负债率较平均水平低。

【TPA, +65mm, BP#】

4. 企业产品生命周期。在投入期，企业生产销售受到限制，负债率会低，成长期，企业生产销售扩大，企业负债扩大。进入成熟期、衰退期企业生产销售由稳定到滑坡，负债率也逐渐降低。

5. 企业财务状况。财务状况越好，变现能力和盈利能力越强的企业，就越有能力承担财务上的风险，举债融资也就越有吸引力。主要衡量指标有：负债比率、利息周转倍数、固定费用周转倍数、投资报酬率等。

6. 所得税率的高低。企业利用负债可以获得减税利益，因此，所得税率越高负债的好处越多，反之，如果所得税率很低，则采用举债方式的减税利益不十分明显。〔ZW〕

莫迪格利安尼和米勒（M&M）认为，不论企业的资本结构怎样，企业的总价值必然相同，企业的价值只取决于它的基本的获利能力和风险。但 M&M 模型有一些前提，一是不存在税收，二是不存在其他市场缺陷。由于在现实中市场是不完全的，如存在所得税，企业的价值就与资本结构密切相关。（参见詹姆斯·范霍恩、约翰·瓦霍维奇，1998）

〔ZW〕

7. 利率水平的变动趋势。如果利息率暂较低，但不久的将来可能上升的话，则便会大量发行长期债券从而在若干年内，把利率固定在较低水平上，从而负债率上升。

8. 资产结构。拥有大量固定资产的企业主要通过长期负债和发行股票筹集资金；拥有较多流动资产的企业，则更多依赖流动负债来筹集资金；资产适用于抵押贷款的公司举债额较多，如房地产公司的抵押贷款就相当多；以技术开发为主的公司则负债较少。

9. 债权人、股东、经理人员立场差异。从债权人的立场看，他们最关心的是贷给企业的款项的安全程度，即能否按期收回本金和利息。因此，他们希望债务比例越低越好，这样资本总额大，企业的偿债保证程度强，贷款风险就小。从股东的角度看，他们所关心的是总资产报酬率是否超过借入款项的利率，即借入资本的代价。当企业总资产报酬率超过借款利率时，股东所得利润就会加大。举债经营对股东有利。反之，负债成本大于其运营收益，举债经营对股东是不利的。因为借入资本的利息，要用股东所得的利润来弥补。再从经营者的立场看，若举债过大，超出债权人心理承受程度，则认为安全保证程度低，企业不容易得到贷款。若企业不举债或举债比例很少，说明企业畏缩不前，对未来发展缺乏信心，利用债权人资本进行经营活动能力差。在合理限度内，充分利用举债经营，则表明企业活力充沛。

10. 其他因素。如企业地理位置、规模大小和经营效益等。从企业地理位置看，不同地区的交通、通讯条件对商品销售、运输影响不同，资金周转速度也不一样，从而影响企业负债水平。从企业的规模来看，规模大的企业，相对于同行业中的其他企业，其偿债能力相应较强，资产负债率要高些。从企业经营效益来看，如果企业经济效益好，投资回报率高于借款利率，企业便可以举债经营从而获得更多的利润，反之亦然。因此，企业经营效益不一样，企业的资产负债率也就不一样。

根据上述分析，可以得出，界定我国国有企业负债是否适度，必须从企业所处的经营环境、行业性质、经营状况等多角度加以考察。

国家计委政研室李朴民〔ZW〕原文参见 1995 年 5 月 8 日《经济日报》。本文转引自熊映梧（1996，79 页）。〔ZW〕对比研究了美日欧诸国的企业情况，得出结论说：“从世界主要工业化国家企业的资本结构来看，企业负债率一般保持在 45—60%。”“从国际上用来测算工业化国家企业债务与资本金合理比例的经验数据来看，目前，企业负债应保持在占总资产的 50% 左右……。考虑到我国国有企业与工业化国家企业相比，资本周转速度慢、效率低、资金运作质量差，由企业自身所决定的还债能力弱，因此，我国国有企业一般的合理负债率不但要低于国外工业化国家企业的负债率，而且还要略低于上述经验数据，也就是要略低 50% 的总资本负债率。”

中国工商银行湖南分行课题组在一份研究报告〔ZW〕原文参见《经济研究资料》，1996 年第 2 期。本文转引自熊映梧（1996，80 页）。〔ZW〕中也阐述了同样的观点。报告指出：《在西

方国家，一般认为企业负债比率不应超过 50%，否则，说明企业借入资金多于主权性或权益资金，将使企业潜在的投资人对其投资或债权的安全性产生疑虑而裹足不前，也使实际债权人产生债权难以保证的危机感。因此，不少人将这个比率（50%）视为企业是否过度负债的‘标准线’。”报告认为，我国国有企业资产负债率一般在 45—60% 之间较为适宜。

1996年5月9日《人民日报》公布的国有资产清产核资的统计数据，全国预算内国有企业（共32.2万户）总资产7.28万亿元，负债5.17万亿元，资本金仅有2.11余万亿元，资产负债率

71%，如果把资金挂帐损失也扣除，国有企业的实际负债率达80%以上，国有企业资本金率从1990年起，平均每年以3—4%的速度下降，目前三分之一以上的国有企业资本金比率低于10%。（夏讯鸽，1997）另根据国家国有资产管理局统计，截止1994年8月31日，全国已

完成资产清查报表合审的12.4万工商企业的资产负债状况是，帐面资产41370亿元，负债310

47亿元，负债率达75.1%，如扣除企业资产净损失和挂帐4438亿元，实际资产负债率达83.3%，超过适度状态上限的23.3%。由此可见，我国国有企业已出现了普遍性的过度负债现象。

【BT3】1. 12 国有企业负债来源分析

针对国有企业的过度负债，下面试图从债务来源和期限角度，对国有企业负债结构进行剖析，找出企业债务问题的主要矛盾。根据国家体改委近期对29家试点企业（截止1994年末）的

调查结果整理如下（详见表2至表6）。

【TPA, +62mm, BP#】

【TPA, +32mm, BP#】 【TPA, +32mm, BP#】 【TPA, +32mm, BP#】 【TPA, +35mm, BP#】

【LM】 1. 从债务形成的来源看，金融机构借款项目是形成企业负债的主要来源，排第一位，占负

债本金总额的68.35%；其中国有商业银行借款是构成金融借款的主要部分，也即是企业债务形成的主要部分，占负债本金总额的55.1%；其次是其他借款或欠款；第三位是由拨改贷形成的债务及向其他企业借款形成的债务。

2. 从借款期限来看。无论是长期还是短期，向金融机构借款形成的债务都是主要部分，由拨改贷及基建基金形成的债务比重不大。另外，试点企业的短期借款比例较高，说明自有流动资金短缺。

【BT3】1. 13 几点结论

通过上述国有企业资产负债结构、债务来源情况的综合分析，可以得出以下结论：

1. 我国大多数国有企业的资产负债率在75%以上，远远超过了企业所能承担的正常水平。

2. 国有企业债务来源主要是向国有银行借款。这是近期重组国有企业债务的重点，也是深化企业改革，建立现代企业制度的关键因素。

3. 不同行业、不同企业的资本结构都不一样，保持适度负债并不意味着一个固定的比率，最佳负债水平取决于企业内部和外部诸因素的综合影响。

【LM】

【BT2】1. 2 国有企业负债过度的成因

【BT3】1. 21 国有企业负债过度成因的一般分析

国有企业沉重的债务负担已成为我国经济正常运行

特别是国有经济发展面临的一个严峻的现实问题。它的形成是新旧体制交替时期各种矛盾交互作用的产物。其成因既有外部的也有内部的，既有历史问题又有现实问题。具体来说，主要原因在于：

（一）国有企业实际注资严重不足

国有企业属于国家所有，国家财政理应拨给必要的资本金，包括流动资金，使其能正常运转，并保持应有的竞争能力。在 1979 年改革之前，国有企业的资金几乎全由财政拨款，只有少数流动资金或季节性临时所需的资金由银行贷款。1980 年之后银行开始发放企业流动资金全额贷款。1983 年以后实行“拨改贷”和实行银行全额信贷，把国家财政用于企业有限的固定资产投资中的一部分，也改为贷款，使国有企业的债务负担进一步加重。80 年代以来，总的趋势是国有企业在创建阶段，国家对企业投入的资本金占总资产的比例越来越小，企业所需资金主要靠负债形成，使国有企业的资产负债率越来越高。

（二）国有企业效率低下

由于国有企业效率低，投入多而产出少，而且相当一部分国有企业亏损严重及资产损失较大，结果导致国有企业债务负担不断增加。从 1978 — 1992 年，我国国有企业的主要经济指标可以反映这一点。详见表 7。

【TPA, +42mm, BP#】

（三）国有企业社会负担重

企业的社会负担分为两类，一类是职工养老负担，一类是企业办社会公益事业的负担。在传统体制下，国家一方面对国有企业的职工实行低工资制，另一方面则对职工的养老费用和医疗费用采取统筹管理，单位支付的办法，然而，由国家统筹的这些社会保障基金，并没有进入为企业职工设立的专门帐户，而是经由财政收入的环节之后又变为投资支出，上了新项目。现在国有老企业职工年龄老化，用现在的企业收入支付历年积累的职工社会保险费，使企业不堪重负。社会公益事业如学校、医院、文化设施、治安等方面的费用，本应由财政征收的税收来支付的，但过去国家对企业利税不分，许多国有企业都通过支出进成本的方式承担了这些开支。随着企业财务制度改革，利税分流了，但企业的社会负担却并未随税收支付而减少，不得不侵占一些生产资金。

（四）国有制产权模式存在缺陷

国有企业与其最主要的债权人——国有银行为同一个所有者——国家（以政府为代表）所有。因此，企业作为债务人与银行（或其他国有单位）作为债权人之间的债权债务关系并不是不同所有者之间的债权债务关系，而是同一个所有者之间的债权债务关系，是“自己借自己的钱，自己欠自己的债”。这种特殊的“借贷”关系导致国有企业资本结构的确定机制与西方市场经济国家中企业资本结构的确定机制有着很大的不同。我国国有企业的资本结构不是通过代表不同所有者的债务人和债权人根据自身的利益要求和市场竞争规则，通过实力竞争和讨价还价确定下来的，而是由同一个所有者根据自身对企业管理的需要、经济发展的阶段、资金供给能力等等多种因素，综合平衡各种利弊，照顾各方利益后确定下来的一种虚拟性的债权债务关系。在这种产权制度下，一方面，国有企业尽量扩大对银行的借款，以维持或扩张其生产、流通和投资的规模。特别是我国以生产规模来确定企业领导的行政级别时更加剧了这一扩张行为；另一方面，企业并不急于偿付贷款本息，也不积极扩充资本金，而是将企业收入中的一个可观的部分用于扩大企业消费和职工消费。盈利的企业通常如此，甚至连亏损企业和高负债企业也是如此。结果，银行的负债往往被“束之高阁”。

（五）投资决策失误

由于政企不分，政银不分，政府部门在不承担具体经济责任，因而没有内在的巨大压力力争作出最佳决策的情况下直接干预企业的生产或投资活动，结果往往出现决策失误，造成投资失败和企业亏损，其财务方面的后果就只能分别由企业和银行来承担，在企业方面表现为债务的累积；在银行方面则表现为不良贷款的发生。

【BT2】1. 22 国有企业债务成因深层次分析

如前所述，导致国有企业债务的原因错综复杂。要解决目前国有企业的过度负债问题，还必须进一步研究国有企业债务形成的深层次的原因。才能对国有企业债务问题进行标本兼治。

（一）国有企业负债过高与企业治理结构

企业治理结构主要规定的是所有者与经营者之间的关系，广义的企业治理结构涉及的人更多，不仅包括所有者、经营者，还包括职工、债权人、消费者、供应商、分销商、债务人、担保人等等一切与企业有利害关系的人。在以所有者为中心的企业治理结构中，所有者如何评价、激励、监督、约束经营者，使经营者与其的目标函数尽量一致，而又不致于花费成本太高，是企业治理结构研究的中心课题。在以利害相关人（stakeholders）为中心的企业治理结构中，强调的是所有利害相关人之间的激励相容。

在市场经济中，谁当股东，谁当债权人，是市场选择的结果。一般来说，最有积极性、最有能力控制企业的投资者选择当股东，而没有能力也没有兴趣控制企业的投资者选择当债权人。考察国有企业的实际情况可以发现，国家是最大的“股东”，但国家却不能有效地控制企业。老百姓是真正的资金供给者，但他们只能把钱存入银行当银行的债权人，然后再由银行按照政府的意志把资金贷给企业。在计划经济向市场经济转轨的过程中，企业必须成为独立的经济实体，但什么人可以在国有企业中行使控制权或经营决策权？计划经济只留下两种人：政府行政机关的官员和企业管理人员，后者与工人一起被称为“内部人”。十几年来，尽管企业经过许多方面轰轰烈烈的改革，但这种状况并没有改变，所有者缺位问题（指国有企业所有者不能有效履行普通私人所有者的职能而导致国有企业的低效率）仍然广泛存在。一方面，政府机关对企业的行政干预远未消除，另一方面，企业事实上是在内部人的控制下运转。内部人虽然在行政干预所允许的范围内做出经营决策，并享有相当一部分剩余索取权，但他们自己并没有资本投入企业。企业资产负债表上的“所有者权益”并不属于他们。这样一种制度安排是我们考虑“企业债务负担”问题时必须注意的一个基本事实。

在当代成熟的市场经济中，企业的日常经营决策权属于经理人员或企业的内部人，而企业的股东或所有者则掌握着企业的主要决策权。与此同时，企业债权人仍然对所投资的企业持有重要的控制权，而且，当企业出现债务危机时，这种权力就显得尤为重要。实践证明，这种制度安排能够较好地兼顾和协调有关各方的利益。如前所述，我国的国有企业在制度上尚未完成这种“三权鼎立”的安排，因而债务危机的发生就有一定的必然性。

深入分析国有企业债务危机的体制原因，需对政府、企业和银行三者的行为机制进行分析。首先，在经过 80 年代中期的改革以后，大部分地方政府实际上在行使对地方国有企业的剩余控制权。具体表现在：企业经理人员的任免权，主要投资项目的审批权和税收权。地方政府最关心的是税收和保持充分就业。其次，随着地方政府对企业控制权的扩大，企业经理人员经过各种名目的改革逐渐取得了对企业日常经营决策的控制权。在现有体制下，经理人员所关心的主要是其在职期间的短期利益，如工资、奖金及福利水平，等等，最后，我国的银行虽然经过了多次改革，但主要仍是国家所有，其作为独立的经济实体的地位仍未奠定。一方面，直到 1994 年，地方银行的行长仍然是由总行及所在地方政府共同任命。1994 年后，这

做法虽有所改变，但地方政府对所在地区的银行也仍然拥有很大的影响力。另一方面，大部分地方银行都难以在经营中做到存贷平衡。由于采用贷款规模控制，讨价还价在贷款总量及额度分配上起着重要作用，地方分行与总行、总行与中央银行讨价还价，最终对信贷规模的约束只能是软的。而且，地方政府与企业为了各自所关心的利益合谋不断地对地方银行施加压力，（再通过地方银行向其总行，其总行向中央银行讨价还价）以获得更多的贷款额度。由于企业经理人员知道地方政府能够帮他们对银行施加压力，他们自己也就不急于和用心去

控制企业的成本，也不必担心高额的银行贷款会使企业步入债务危机的深渊。

从上述分析来看，研究国有企业资产负债率所反映的问题，首先必须考虑到企业治理结构上的缺陷。如果行政干预下的内部人控制这样一种治理结构不改变，企业的控制权不能为所有者或其利益代表所掌握，最终就不能形成资本结构优化的机制。要形成资本结构优化的机制，首先要求所有者到位，由所有者或他们的利益代表按所有者利益最大化的要求去选择资本结构；其次要求融资体制足够发育，为企业融资提供充分的选择余地。对于后一个条件也不存在。

（二）国有企业的负债过高与融资体制

资本是由收入转化而来的，简单来说，一国的国民收入形成后，通过分配过程，变为居民、政府或企业的收入。这些主体把他们拥有的收入的一部分或全部积累起来，形成资本。资本从他们的所有者手中流入到使用者手中的过程，就是融资的过程。

在改革以前，国民收入分配的格局是，政府在国民收入分配中占有较大的份额，居民得到的收入除用于消费外，可储蓄的并不多，国有企业的资金是由国家财政注入的，当时企业的负债率，无论是从长期资产负债率，还是短期流动资产资产负债率来看，都是较低的。改革开放十几年来，随着整个国民经济体制向市场经济体制转变的过程中，国民收入分配的格局发生了巨大的变化。1978年GDP在国家、企业、居民之间的比例为31:18:51，1995年逐步演变为11:

16:73（毛晖、邵稳重，1997）。

1. 财政收入占国民收入的比重逐步下降，特别是中央财政收入占国民收入的比重大大下降，随着建国几十年基础设施欠帐还帐，社会保障的需要、宏观控制要求稳定物价和价格补贴、国防现代化的需要等等，财政的功能也从过去的投资和生产型财政转为非投资和非生产型的公益型财政。这即意味着，除非再改回到高度集中的旧的计划和财政体制上去，否则国家对庞大的国有企业实际上已经无力和无资可注。

2. 由于国有企业的治理结构上的缺陷、经济效率越来越低、历史包袱也越积越沉、分配和福利偏重于职工，企业积累十分有限，出现不少企业明亏和暗亏，吃财政补贴，吃资产，最后吃贷款，成为负债率很高、甚至资不抵债的空壳企业。即，从总体上看，国有企业已经无力自己补充运行的资本金。

3. 居民收入大幅度增长。自1978年以来，特别是近几年，城乡居民收入占国民收入的比重越来越大，国民收入中劳动者的收入增加、职工工资增加。兼职收入增多，个体私营收入规模也越来越大，这一切都使居民收入的增长快于财政收入和企业收入的增长。居民收入占GDP的比重，1978年为49.3%，1994年上升到59.9%，上升了10个百分点；同期财政收入占GDP

的比重则从31.2%下降到11.2%，下降了20个百分点。（李三秀，1999）国民收入的格局发生了巨大变化的同时，融资体制却没有根本的改变。绝大部分居民拥有的资金以储蓄的形式进入国有银行，而国家又从法律制度上规定不允许银行投资于企业，这样银行的资金就主要以信用贷款的形式从银行流入企业。因此，除这几年直接融资渠道开通以后居民购买股票和企业债券以及参与集资的投资外，进入企业的居民所有的资金几乎都表现为企业对国有银行的债务，导致了银行对居民的高负债和企业对银行的高负债。由此可见，居民在银行的高储蓄与企业对银行的高负债是同一个问题的两个方面，居民在银行的储蓄增加，企业对银行的负债就相应增加。企业债务的真正债权人不是银行，更不是财政，而是居民个人。

从以上分析可以看出，面对这样的融资体制，国有企业的融资渠道实际上几乎没有什么选择的余地，即由于国家财政无力注资，其他融资渠道又未开通，企业营运资本的增加除了自身盈利积累的资本外，只能依靠居民储蓄形成的银行贷款。这种融资体制引致了一个十分严重的后果、居民或其代理人（国有银行）只能作为企业的债权人，无法进入经营决策过程。结

果必然出现“所有者缺位”和内部人控制（张春霖，1996）。由此，我们认为，真正解决国有企业高负债就是要积极稳妥地推进资本市场的成长。首先，需要在国有银行之外构造一批新的融资机构和国有资产经营机构，由这些机构作为资本所有者的利益代表拥有对企业的债权或股权。其次，需要建立和完善相关的博弈规则，使国有资金和居民所有的资金都可以以股权或债权两种形式投资企业，其投资者作为股东或债权人的合法权益得到切实的保障。解决了这两方面的问题，就可以使企业的治理结构发生变化，由所有者控制企业，并使所有者或者其利益代表有可能在多种可行的资本结构之间进行选择。适时调整企业的资产负债比率，使企业增强防御市场风险的能力，真正成为自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展的现代企业。

【BT2】1. 31 国有企业负债过度的不良后果

国有企业负债率较高，既影响国有企业的生产经营效率，又给银行的正常运营造成困难。具体表现在以下几个方面：

【BT3】1. 31 不利于对企业和银行经营情况进行科学评价
企业过度负债和大量不良债务的存在，弱化了企业的信贷约束，不利于正常信用秩序的建立，也不利于对企业的经营业绩进行考核。大量不良资产的存在加大了银行的经营风险，面对众多高负债的国有企业，银行也难以发挥信贷杠杆扶优限劣的作用。同时也很难在这种条件下科学评价银行的经营质量，据以对银行经营者进行激励与约束，不利于银行自我约束机制的建立。

【BT3】1. 32 带来很高的社会成本
第一种成本是由债务危机误导投资方向引起的。一方面，大量的债务成了“人质”，银行为了解回“人质”，不得不继续放款。银行唯恐负债企业倒闭。国有银行的非企业性进一步加剧了这种恶性循环。另一方面，债务危机也会导致投资不足。假如一个企业确有盈利项目可供投资，但由于债台高筑，这样的企业就很难吸引新的债权人。因为未来的盈利会首先流向原债权人，而新的债权人可能一无所获。第二种社会成本是它直接阻碍了对国有企业及银行的改革。因为改革是需要成本的，这些高负债企业无力支付改革成本（如现在进行的社会保障改革就因为很多国有企业交不起社会保障统筹而困难重重，社会保障税也迟迟不能出台），而延误了改革的时机和进程。

【BT3】1. 33 造成三角债恶性循环
当国有企业身负沉重的银行债务负担而无力偿还时，往往不得不去占用其他企业的流动资金，同时，被占用资金的企业不得不增加银行贷款，来缓解运营中的资金不足。在这种意义上讲，沉重的银行债务在市场不景气时加重了企业间的三角债拖欠；同时三角债又直接促进企业的银行债务进一步增长。

【BT3】1. 34 导致公众对银行的信任危机
随着国民收入分配格局变化，我国城乡居民收入占国民收入的份额持续上升，表现为城乡居民储蓄存款余额为 5.7 万亿元（贾保华，1999）。可见，城乡居民已成为我国银行货币性负债的主体。如果银行巨额的不良债权不能及时化解，城乡居民将会成为巨额不良债权的最后承担者和潜在受害者。而且，任其发展，可能导致公众对所有银行的信用危机，从而诱发金融风波，形成整个金融体系的“多米诺骨牌效应”（domino effect）。这绝非危言耸听，因为银行业的生存严重地依赖于公众的信任。

【LM】 【DM()】 2 ■ 国外企业债务重组：经验与启示 【DM】

【BT1】 【STHZ】 2 ■ 国外企业债务重组：经验与启示

发达的市场经济国家银行在提供信用方面有丰富的经验，但对完成转轨阶段的银企债务重组借鉴不大。与我国现阶段债务重组关联最多的经验主要来自于东欧近年的转轨经历和战后的日本，因为大量的呆帐是两者主要关心的问题。东欧除政府承诺实行私有化外，其环境与中国基本相似。不过，这里还应注意对东欧改革的战略结果作进一步的考察，比如东欧许多国家面临着通货膨胀的挑战。二战后日本的呆帐规模与我国现在相类似（也占 GDP 的 20%），但日本呆帐问题的环境与我国有些不同，其一，日本的呆帐是战争（二战）强加的，只是一次性损失，其二，日本在银行和企业有较多的合格经理人员。拥有比较发达的金融市场（即股票市场）。战后日本债务重组的经验被证明是成功的。分析总结两者的经验教训给我国国有企业债务重组（尤其是银企债务重组）带来许多经验与启示。

【BT2】 2. 1 ■ 东欧的债务重组

原苏联、东欧发生巨变之后，各国经济体制逐步向市场经济转轨。长期以来被计划经济所掩盖的社会经济、金融的深层次矛盾逐渐暴露，尤其是银企的巨额不良债权债务成为这些国家私有化的主要障碍。根据世界银行、国际货币基金组织和欧洲重建与开发银行联合进行的一项调查显示，东欧国家银行平衡表上的呆帐平均为 25%—60%（赵乃斌、朱晓中，1995），呆帐占东欧国家国内生产总值的 4%—20%。德国银行家汉斯·布鲁施太因的一项精密的计算显示，波兰 9 大国有商业银行平衡表上的呆帐为 30%—60%，捷克斯洛伐克银行平衡表上的呆帐平均为 21%，匈牙利 4 大国有银行平衡表上的呆帐为 15%。【ZW()】赵乃斌、朱晓中：《东欧经济大转轨》，中国经济出版社，1995 年。【ZW】由此可见东欧国家债务问题是量大面广，采用纯市场经济的方法解决债务问题会引起企业的大规模破产和大量失业，最终导致整个经济的瘫痪。他们认为，纯粹市场经济方法应主要用来解决小企业的债务问题，对大中型企业只能采用市场经济和非市场经济方法相结合的手段或非市场经济的方法。本着这个原则，东欧国家针对银行的呆帐（企业债务）主要采取中央化、地方化和勾销呆帐三种解决方案。

【BT3】 2. 11 ■ 中央化方法

也称债务——债券交换（debt-bond swap），政府负责有效地解决呆帐问题是其显著特点。

具

体操作方式是，政府接受所有坏帐代之以国库券、债务担保及现金。政府接受的企业债务如同企业有形资产一样随后出售，政府也可以组建一个清算机构负责亏损企业债务和资产的拍卖以及对短期内无法实现清算的企业进行重组。这种清算机构可以是暂时的，也可以是半常设的。

鉴于大多数东欧国家的巨额呆帐，中央化方法有以下优点：（1）由中央负责清理资产负债表的过程相对较快，有利于银行的业务开展；（2）它使企业改革与银行改革区分开来。尽管两者同时开展是十分理想的，但在现实中难以办到，因为目前改革一大批企业是缓慢而耗时的，需要解决许多就业和社会问题，因而同时进行企业和银行的改革势必要拉长银行调整的时间，提高成本；（3）对那些需要立即着手银行私有化的国家来说，中央化方法是对银行不良资产负债进行清理的一条捷径。但是，在实行中存在以下问题：将债务出售给薄弱或尚未完全形成的资金市场会加大资本市场的风险；新组建的政府清算机构可能不得不继续持

有大量债权，这会导致对政府补贴的持续需求；很难区分正常资产和呆帐〔ZW〕在实际操作中中国也存在这个问题。中国 1999 年 4 月 20 日在北京成立了从中国建设银行分离不良资产的中国信达资产管理公司，其他国有商业银行组建资产管理公司的工作也正在进行。但在金融资产管理公司实际运作过程中还存在一些难点，其中之一是如何合理确定应该从国有银行剥离的不良资产的数量和范围。是按现行的“一逾两呆”（逾期、呆滞和呆帐）贷款分类法剥离逾期、呆滞和部分呆帐，还是按国际上通行的，目前国有银行只是在广东等少数地区进行试点的五级风险分类管理方法剥离次级和可疑类的贷款。〔ZW〕等

〔BT3〕 2. 12 地方化方案

也称债务——股东权益交换(debt-equity claim swap),即用银行的呆帐来换取负债企业的股东权益。东欧国家资本市场薄弱是“地方化方案”出笼的背景。把解决呆帐的权力赋予债权银行是其显著特点。具体做法是，债权银行利用帐面上的呆帐换取发行股票企业的股份。在捷克，国家作为负债企业股东之一可以同其它股东（债权银行）进行谈判，将自己的股份转售给其他股东以实现债务的资本化。在匈牙利，债权银行或其他债权机构可以用其帐面上的呆帐来换取政府发行的债券。特别“旧”的债务可按名义价值的 1/2 价格购买；不太“旧”的债务可按其名义价值的 8 折购买；〔ZW〕

在实际操作中，“旧”与不太“旧”的划分需要确定一个具体的时间界限。中国的金融资产管理公司以什么标准从国有银行中分离不良资产，也涉及到一个时间界限问题。有人（巴曙松，1999b）认为可以《商业银行法》出台为分界点，将分界点以前的不良资产分离出来

〔ZW〕预定要进行私有化企业的债务则要全价购买。

地方化方案的长处是：（1）避免了政府的风险和责任，符合政治需要，银行被要求对错误的贷款决定负责；（2）银行作为最大贷款商要比政府负责的银行改组机构更了解它们的客户，也更容易获得可靠的信息。缺点主要是不能从根本上解决问题。除非已建立了新的所有制关系和实行严格的管理措施，否则，银行帐面上的呆帐同破产企业中的股份是一回事。还有，由于债务——资本交换的措施把银行同企业紧紧地联系在一起，使得困境中的企业和银行易于相互勾结，二者的勾结增加了银行的风险，它会限制银行的金融活动和迫使银行继续对企业进行优先贷款，使得现状继续保持下去，另外，在管理上使得本来就不多的金融专业人员将被迫埋头于解决老问题，而不是建立新关系，影响银行其它业务的开展。

〔BT3〕 2. 13 勾销银行呆帐

根据法律规定的破产条件和手续，负债企业仅以其破产财产来偿还债务（一般债务都只能得到部分偿还）。这一方法在波兰和匈牙利得到广泛应用。由于银行和企业均是国家所有，使得勾销如同一大部门内部的会计运作，即从一个国有部门转移到另一个国有部门。

由于没有哪一个改革方案能单独解决企业和银行之间的呆帐问题，因此需要制定一个改革银行和企业的综合方案，宏观经济条件影响并决定着呆帐的状况和呆帐的解决方式，如金融体系较为健全的波兰、捷克和匈牙利比较倾向于依靠银行“地方化”，而金融体系较为落后的保加利亚、罗马尼亚则较多凭借政府的力量。应当看到，考虑到企业重组的困难，再资本化的费用。以及时持续的经济复苏的依赖，不论采用哪种方案，要把呆帐降低到可以接受的水平将是一个艰难的进程，而且不会是一个孤立的事件。要么银行与企业一起进行改革，要么银行和企业分别进行改革。

〔BT2〕 2. 2 日本战后的债务重组

第二次世界大战以后，日本的企业大部分处于破产和半破产的境地。其主要原因，一是政府拒付欠军需企业的巨额战时补偿费，二是政府决定撤回对公司债券的担保（这些债券的绝大部分由金融机构持有），三是政府停止对其指令贷给军需公司的贷款无法收回而造成的损失给以补偿。根据 1946 年 10 月 2 日的估计，日本政府拒付所造成的总损失为 918 亿日元（其中 66

9 亿是拒付战时补偿造成的，198 亿是因为拒付政府担保债券，50 亿是因为政府停止对因政府

指令贷款造成的损失进行补偿）。总损失将近于 1946 年 GNP 的 20%。〔ZW(〕青木昌彦、钱颖一：《转轨经济中的公司治理结构》，中国经济出版社，1995 年。〔ZW)〕由此引起企业债务的拖

累，银行资金的短缺，从而导致了银行与企业、企业与企业、银行与银行之间信用关系的极度紊乱。

处理这些由战争造成的不良债权，是日本银行和企业共同面临的最紧迫也是最棘手的问题。经过多方面探讨，取得比较一致的意见的处理方案是，银行和企业都建立“新”、“旧”两笔帐，即是，各自都把自己资产中的不良部分和健康部分区别开来，并依据不同的原则来处理。“旧”帐即银行的不良债权（其对应是企业的不良债务），留待协商处理；“新”帐记录的是新开始的业务，原则上不与“旧”帐相关联，具体的工作过程是企业首先确定，在自己的资产中，到底有多少实际上已经不存在了，然后，银行再据之确定，在自己的资产中，到底有多少属于已经不可能收回的不良债权。帐目算清楚之后，在政府的指导和协调下，企业和银行对应调整帐目，将企业的不良债务（对银行来说即不良债权）作为“旧帐”确定下来，在此基础上，企业和银行都按照“新”帐的框架，开始正常的新的经营过程。在这新的经营过程中，银行一般不会以企业拥有大量的不良债务为由，而拒绝提供新的贷款。

就当时而言，“旧”帐的处理显然是问题的核心。由于战争的破坏，企业可变卖的一部分财产抵偿不了其巨额的债务，实际发生的情况是，在政府参与下，企业和银行各自都承担一部分贷款损失，银行将分配给它们的不良债权“挂”在帐上，逐渐用银行盈利冲抵，企业则承诺在未来的一个时期中，逐渐用其盈利归还。

经历近三年的清理，没有出现大规模的银行和企业破产。到 1950 年，负债重组结束时，仅有 12% 的公司破产，银行则安然无恙，无一倒闭。特别是存款人的利益得到了保护，损失较小，且避免了社会和经济的动荡。因而，它成为处理银企债务问题的典范。分设帐户清理资产负债的作法使银行和企业不良债权、债务重组的同时，可以继续正常经营，清晰地区分银行债权和企业债务的存量和流量。做到在清理存量的同时，防止了不良债权债务的重新产生

〔BT2〕 2. 3 几点经验和启示

无力偿债与债务重组是当今转轨经济中的一个重要问题。通过对东欧各国、战后的日本大规模的债务重组的分析和总结，对我国国有企业债务重组可以得出以下的经验和启示。

〔BT3〕 2. 31 东欧的经验

东欧各国债务重组的方式不尽相同，程序也不一样，但是都涉及到三个主要方面，政府、银行与企业。在战略的选择上，各国根据各自的宏观经济条件分别有重点地综合了“中央化法”与“地方化法”，使国家的坏帐有所缓解。

1. 国家的作用不可或缺。即使在私有化程度最高的捷克和斯洛伐克，政府的支持欠债免除

和调整银行资本及出台金融法规等方面仍有不可替代的作用。转轨经济中，新旧体制并存，银行的负担十分沉重，很难独自面对市场，需要国家的宏观调节和配合。

2. 银行的转型十分重要。需要引进激励机制，改革银行传统的贷款分配行为，运用新的公司法人管理方式管理银行，禁止银行再按非市场标准发放信贷，防止新的呆帐重新出现。

3. 企业改革是成功的保证。要真正防止不良贷款的增加必须要关闭一批亏损严重的企业，同时引进企业间竞争机制，提高企业的生存和发展能力，一大批有活力，有前途的企业的发展和解决不良债务的必要保证。

【BT3】 2. 32 ■ 日本的经验

日本战后的银行与非金融公司的大规模重组具有几个显著的特征：

1. 资产负债表的分离既使公司（银行）得以重组，又不干扰正在进行的经营活动。通过将资产负债表分离为新帐户和旧帐户，公司（银行）能够将健康的部分与受不良资产（贷款）损害的部分分开。这个方法使公司（银行）能在旧帐户重组的同时继续经营活动，而且，通过将健康的资产加以保护以免受不良资产的损害，债务过多问题即被消除。

2. 在旧帐目中又建立了协调帐目，使重组过程继续进行，甚至在接下来新旧帐目合并后也是如此。企业之间债务的评估需要重复计算。设立协调帐目使这一重复过程甚至在重组完成后仍然能够继续下去。

3. 股票市场的境况影响到重新注资的成功进行。重新注资对于企业（银行）恢复正常是有效的，而且有时是必要的，新股票的发行成功依赖于股票市场的状况。日本银行在 1949 年

10 月股票市场崩溃前成功地利用股票市场重新注资，但许多工业企业在股市崩溃后却难以售出要发行的股票。当股票市场资金不足时，债务一股本转换是重新注资的一个好方法。

4. 重组过程对公司治理的随后发展具有显著的影响。人们可以利用重组过程来改变企业除会计程序之外的其他方面，特别地，如果企业的组织与无清偿能力问题的原因密切相关，就应当改变这种组织。在日本，银行作为特殊经理人参与工业企业的重组过程，并积累了以后在主银行关系中十分有用的知识。劳工未能作为特殊经理人参加重组过程。这表明重组过程对未来公司治理结构的模式具有重要影响。

5. 通货膨胀能够减少债权人（存款）的重组成本。日本许多银行虽然最终通过协调帐户向存款人偿付了几乎全部被核销的存款（和利息），但就那些战后最初真正需要的这笔钱的存款人来说，最后争取到的存款返还额也因为通货膨胀贬值了。因此战后的通货膨胀使许多企业和银行的协调帐户上出现了大量的资本收益，显然这种债权成本的减少归因于通货膨胀。

6. 在银行清理企业不良债权的过程中，建立起主银行制度。战后通晓财务的银行工作人员帮助企业清理帐目，通过清理帐目，银行派驻企业的人员得以深入而全面地掌握了企业的财务活动。清帐的特殊时期过后，很多银行人员都在企业中兼任了职务。随着银行人员进入企业的运行过程，企业逐步认识到，把自己的财务交给银行去管理，即有节约费用的好处，更有利于自己未来的发展。因为，在经济复兴和后来的经济高速增长时期，日本的资金始终是相当紧张的。因而，确保企业设备投资及其它资金的来源，是一个决定企业发展的根本性问题，而通过与银行建立良好的合作关系，企业庞大的资金需求就可以稳妥地得以解决。此外，由于同银行保持着密切的关系，在经济衰退时，企业还可以得到主银行的主动支持。

7. 日本战后债务重组成功主要还在于日本的方法避开了正式的破产程序，很少有清算，主要依靠（法庭之外的）重组。这种成功地避免了大量企业的倒闭，有利于社会稳定。

【BT3】2. 33 几点启示

1. 体制变迁是形成国有企业过度负债的根本原因。因此债务重组必须充分发挥政府的作用，建立市场经济体制下的国有资产投资体制，优化政府职能，促进国有商业银行向现代真正意义上的商业银行转化，建立现代企业制度。
2. 采取务实的态度，承认债务重组对债权人的利益损失不可避免，但应在债务重组的方案设计时尽量做到损失最小。分离银行和企业的资产负债表，划分“新”“旧”帐户，使银行（企业）在“旧”帐户进行债务重组的同时在“新”帐户上继续经营。
3. 在解决国有企业债务问题的同时，要特别注意杜绝债务的再生机制问题。在经济转轨时期，企业治理结构缺陷是国有企业债务再生的症结之源，因此，我国应借这次债务重组之机构造我国特色的企业治理结构，优化国有企业资本结构形成机制。
4. 面对我国庞大的国有企业不良债务，破产程序的设计对我国转轨时期的企业改革有非常重要的意义。日本战后债务重组主要依靠法庭之外的重组，由此，我国《破产法》还应多涉及企业的兼并、收购、拍卖等方面内容。
5. 通货膨胀可以为解决银行的不良债权提供一个特有的环境。战后日本的巨额的不良债权曾被高达两位数的通货膨胀“消蚀”得微不足道。自然，我国债务重组在政策上不应当提倡这种方法，但是，当通货膨胀已经客观存在时，放过这个机会便非良策。

【LM】【DM()】3 我国国有企业债务重组 【DM】

【BT1】3 我国国有企业债务重组

【BT2】3. 1 企业适度负债的经济学分析

我们在第一部分分析了影响企业合理的资金结构的许多因素、诸如：融资环境，经济发展周期，行业差异；企业产品周期等。这一节我们将从理论上分析企业合理的资本结构。

【BT3】3. 11 传统三理论

企业应该以内部自有资金为主谋求发展还是以外部筹资（如发行股票与债券）为主要资金来源？对于外部筹措，是以发行股票为主，还是以发行债券为主？对于前一个问题，目前实践中中小企业中（大多是个人业主制企业和合伙制企业）以自有资金为主谋求发展的比例比较大，大企业中以外部筹资为主要资金来源谋求发展的比例比较大，总之很少有企业可以单独依赖自有资金来源满足公司发展的需要。对第二个问题的回答则仍存在很大的分歧。由于债券和股票在发行成本、净收益、税收以及债权人对企业经营的影响等方面有很大的不同，那么在给定投资机会时，企业的筹资决策就要在自己的目标函数和成本约束条件下，合理地选择外部的资本结构或证券组合，确保企业的“市场价值”最大化。企业的市场价值是指企业所筹集到的资金总和的市场面值，由企业的自有资本价值和企业的债务价值组成。美国经济学家杜兰特发表的“企业债务和所有者权益费用，趋势和问题的度量”一文，系统地总结了资本结构的三种理论。（吴世农，1997）

1. 净收益理论。按理论认为，负债可以降低企业的资本成本，负债程度越高，企业的价值越大。这是因为债务利息和权益资本成本均不受财务杠杆的影响，无论负债程度多高，企业的债务资本成本和权益成本都不会变化。因此，只要债务成本低于权益成本，那么负债越多，企业的综合资本成本就越低，企业的价值就越大。见图 1。

【LM】【TPA, +52mm, BP#】

■ K d: 债务资本成本 K w: 综合资本成本
d/v: 负债比率

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库