

融资惯性、控制权收益和民营化效率

——基于星美联合的案例分析

步丹璐¹,刁媛²

(1.西南财经大学 会计学院,四川 成都 611130;

2.安邦财产保险股份有限公司四川分公司,四川 成都 610000)

摘要:文章通过研究星美联合股份有限公司(以下简称星美联合),发现国有企业民营化后,接手国有企业的民营企业仍能以较低的利率获得持续稳定的银行贷款,这种融资惯性使企业可以通过高额负债实现资产的迅速扩张。同时,由于民营化并没有改变控股股东的控制权收益,接手国有企业的大股东有强烈的动机通过关联方交易来掏空其利用融资惯性而加速积累的资产,并可以进一步利用破产重组和股权分置改革中的漏洞,逃脱大额银行贷款的约束而金蝉脱壳,从而导致国有资产加倍流失。可见,民营化的真实动机是影响民营化效率的根本因素,控制权与剩余所有权的分离是大股东掏空上市公司的直接原因,而国有资本管理、金融企业贷款管理、上市公司交易监管等方面的缺陷则为民营化后国有资产的加倍流失提供了机会。文章开拓性地研究了控制权收益的具体来源,融资惯性增加了民营化后控股股东的控制权收益,是导致国有资产被加倍掏空的隐蔽渠道。因此,完善金融机构的贷款制度并加强对上市公司掏空行为的监管和惩戒,是避免“国退民进”中利用融资惯性掏空国有资产的基础。

关键词:国退民进;融资惯性;控制权收益;民营化效率;路径依赖

中图分类号:F121.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2016)09-0052-11

DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2016.09.005

一、问题提出

2013年,十八届三中全会提出,国有企业改革的具体目标是让国有企业更加市场化,即除了极少数涉及国家安全、国防军工和国民经济命脉的国有企业保留国有独资形式外,其他应发展为股权多元化公司,发展混合所有制经济。国家所有制所引发的委托代理问题(Zhang,1997)和政策性负担(Lin等,1998)导致国有企业效率较低(姚洋,1998)。1997年,党的十五大提出“抓大放小”的国有企业改革方案,地方政府获得了国有企业的所有权。为了增加财政收入,地方政府都在考虑出售中小国有企业,民营化进程在速度和广度上都有所深化(张维迎和栗树和,1998)。一直以来,民营化对国有企业效率的作用并未获得一致的认识。一些学者认为,民营化后明晰的产权能够激励经营者努力工作,从而提高企业绩效(刘

收稿日期:2016-05-16

基金项目:国家自然科学基金项目(71428008);教育部人文社科规划基金项目(16XJA630001);西南财经大学“中央高校基本科研业务费”重大基础理论研究项目(JBK161104);西南财经大学“中央高校基本科研业务费”青年教师成长项目(JBK160115);全国会计领军(后备)人才学术类(第五期)培养项目课题(K89Q3N01A)

作者简介:步丹璐(1978—),女,江苏丹阳人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师;

刁媛(1991—),女,四川成都人,安邦财产保险股份有限公司四川分公司。

小玄,2004;陆挺和刘小玄,2005;胡一帆等,2006);而另一些学者认为,民营化使改革成本由社会负担而利益却由少数人独享,这违背了福利经济学中的公平标准,企业效率未能得到提高(汤谷良和戴璐,2006;李远勤和张祥建,2008)。

民营化的效率观是以完善的规制框架和有效的市场秩序为前提的,当接手国有企业的民营企业不拥有全部股权时,并不一定要提高努力程度才能增加自己的收益,也可以通过转移企业资产等途径来获得更高的控制权收益。因此,提高效率并不一定是国有上市公司民营化的真实动机。已有文献主要以民营化并没有改变控股股东的控制权收益(吕长江和肖成民,2006;朱红军等,2007)来解释民营化的低效率,而少有文献具体分析控制权收益的内容和来源。本文基于星美联合案例,发现国有企业在民营化后仍能得到持续稳定的低利率银行贷款,这种融资惯性有效支持了公司资产的快速积累,同时也为控股股东加倍掏空国有资产提供了渠道。民营化之后,在获得上市资格的同时,民营企业也得到了国有企业积累的关系网络,如持续稳定的贷款规模和贷款利率。这些都是比企业经营效率更直接、更快捷的当前利益,而且可以通过控制权而被大股东独占。由于全面的关系网络打通了企业的隧道边界,控股股东的控制权收益拓宽,导致国有资产加倍流失。

本文基于星美联合案例,考察了控制权收益的来源,并分析了民营化可能导致国有资产加倍流失的具体机理。研究发现:(1)国有企业民营化以后,企业会利用融资惯性以较低的利率持续稳定地获得银行借款,扩大资产规模,进而又以资产抵押的方式获取银行借款,形成一种泡沫型扩张;(2)控制权与剩余索取权的分离催生了大股东掏空上市公司资产的动机,民营化后的大股东利用隧道效应掏空靠融资惯性积累的资产,导致上市公司资产流失而失去营运能力,造成民营化后企业效率较低;(3)由于国有资本管理制度和监管制度的漏洞,关联方瓜分上市公司资产后利用股权分置改革脱身,使原有大股东摆脱了金融机构的高额债务,新任大股东利用很少的资金便借壳上市,最终损失由金融机构、中小股东和国家承担;(4)银行等金融机构在管理和制度上的漏洞为大股东以上述方式圈钱提供了机会,导致国有资产加倍流失。本文试图完善国有企业民营化效果的理论研究,并针对国有企业民营化可能存在的融资惯性和国有资产加倍流失问题提出一些建议,为国有企业改革提供一定的参考。

二、制度背景与理论分析

(一)民营化的真实动机是民营化低效率的根源

从理论上讲,民营化的动机有效率观和收入观。效率观是指发挥市场“看不见的手”的作用,改善公司治理结构,提高企业效率,增强企业竞争力;收入观则是指减少政府补贴,增加财政收入(王红领等,2001)。与一般国有企业相比,国有上市公司中存在很大的控制权收益,因而地方政府通常不愿意民营化,特别是其他地区的企业收购本地上市公司。即使国有上市公司经营不善产生亏损,地方政府也可使用资产注入、资产重组等手段来保住上市公司。可见,地方政府在本地国有上市公司中拥有很大的利益,如果没有相应的利益补偿,不会将国有上市公司民营化。即使民营化后企业效率提高并带来税收利益,也远远比不上直接拥有上市公司控制权所带来的利益。因此,提高效率可能并不是国有上市公司民营化的真实动机。中国的民营化进程更多地被认为是20世纪80年代初的地方分权政策所导致的地区间经济竞争和1994年分税制改革给地方政府造成财政压力的结果(张维迎和栗树和,1998),是政治博弈中的一个战略行动。私人收益也是国有企业民营化的一个动机(姚洋和支兆华,2000)。另外,市场化能够减弱地方政府控制公司的经济动机,地方政府出于政治目

的,倾向于控制大规模和管制行业中的公司,而放弃中小国有企业的控制权(夏立军和陈信元,2007)。

在民营化过程中,民营企业(或自然人)与国有企业不同,与各级政府无股权和行政管理关系,地方政府很难强迫民营企业去收购国有企业,^①民营企业在收购国有企业的过程中具有一定的谈判能力。由于在中国,上市资格一直是稀缺资源,而民营企业直接获得上市资格的难度非常大,因此民营企业收购国有上市公司更多地是希望获得上市公司的“壳”,收购已经上市的公司成为民营企业迅速上市的一个主要途径。而民营企业收购国有上市公司“最经济”的选择是与政府官员合谋,而目前较低的法律风险也为这种合谋提供了可能性(朱红军等,2006)。

在个人利益的驱动下,政府官员在国有企业民营化过程中可能与收购方合谋,以极低的价格贱卖国有企业,私下获得利益补偿。同时,为了避免支付较高的收购成本,民营企业也愿意向政府官员提供额外租金。综上所述,在规制框架尚不完善的情况下,国有上市公司民营化并不一定出于提高效率的目的,而很可能成为地方政府及其官员重新分配国家资源、牟取私利的一个重要途径。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设1:国有企业民营化的真实动机可能因政企合谋而被扭曲,而这种被扭曲的动机可能导致折价民营化,造成国有资产流失,是民营化不符合“效率观”的根本原因。

(二)融资惯性导致民营化效率加倍下降

路径依赖概念描述的是过去的选择对现在和将来产生的影响,一旦进入某一路径,就会沿着该路径一直发展下去,并锁定在该路径上。民营化以后,在获得上市资格的同时,民营企业也可能得到国有企业积累的资源,如银企联系和政企联系,从而使企业能够获得稳定的贷款规模和贷款利率。这是因为:第一,民营化是指国有企业的所有权和控制权由国家转给私人部门。民营化改变的主要是控股股东的所有权和控制权,而企业的资源如资产、贷款、非控股股东的结构等并不会立刻变化,因而民营化前的贷款规模和贷款利率都不会立刻变化。第二,在民营化以后,企业的经营结构如供应链关系、融资关系、银企关系、政企关系等不会立刻变化。第三,组织结构本身存在惯性(Hannan和Freeman,1984),这种惯性是企业追求合法化与合理化的一种产物,使得企业内部的人、财、物、信息等一切都按部就班,具有抵抗外部环境不确定性的一种特征。这种特征也是成熟的大规模国有企业的竞争优势。民营企业收购国有企业的一个主要目的也是为了获得这种优势,因而会保留民营化前国有企业已存在的组织结构,包括银企关系下的融资优势。第四,在中国,由于是国有性质的,银行更加了解国有企业的信贷情况,国有企业的垄断、财政支持等使其更容易获得银行贷款。因此,国有企业民营化前获得的银行贷款大多是基于其国有性质获得的,民营化虽然改变了企业的国有性质,但是之前签订的贷款契约中的贷款规模和贷款利率条款都不会因民营化而突然改变。

从银行方面分析,第一,由于信息不对称,当民营化后获取借款人信誉信息的成本较高时,银行就会依据民营化前与借款企业长期接触积累的私有(软)信息以及融资关系来发放关系型贷款(Berger和Udell,1995)。可见,民营化前的银企关系为民营化后银行对企业的持续信任提供了基础,加上国有银行单一产权结构所产生的代理问题,银行贷款内部控制制

^①没有相关的法律法规表明,如果缺乏地方政府的大力推动,民营化就无法进行(张维迎和栗树和,1998;朱恒鹏,2004;刘小玄和刘芍佳,2005)。

度存在缺陷,导致民营化后存在融资惯性。第二,持续的贷款关系可能使银行反而受制于企业,如果银行不持续提供信贷,原来的投入可能变成呆账;如果将与企业的信贷契约诉诸法律,则可能面临更大的损失。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 2:国有企业民营化后,银企关系不会突然中止,这种融资惯性使接手国有企业的民营企业得到稳定的贷款规模,扩大了控股股东的控制权收益,也为国有资产流失提供了隐蔽的渠道。

(三)控制权收益是影响民营化效率的直接因素

大量研究表明,产权并不是企业效率的最终决定因素,企业效率而是与宏观经济是否稳定(Ehrlich 等,1994)、政府对企业是否实行硬约束(Kole 和 Mulherin,1997)、市场竞争程度以及政府管制政策(Vickers 和 Yarrow,1991)密切相关。从理论上讲,民营化的逻辑在于:民营化促使企业经理的剩余索取权与剩余控制权相匹配,解决国有企业的代理问题,从而激励经理努力工作,减少机会主义行为,提高企业绩效。这个逻辑假定在产权明晰后,经理会为了追求自身利益最大化而努力工作并提高企业绩效。但这种假定是以完善的规制框架为前提的,如果代理人没有 100%的股权,并不一定要提高努力程度才能增加自己的收益,也可以通过转移企业资产等隧道挖掘(Johnson 等,2000)来获得更多的控制权收益。

从所有权安排来看,控制权与剩余索取权的分离程度越大,意味着控制权收益与剩余索取权下股利收益的差异越大,进而拥有最终控制权的股东越有动机追求控制权收益。在一个持续经营的公司中,剩余索取者一般为公司股东,剩余索取权表现为股东从公司利润中获得股利,在同股同权的制度下,可用股东的持股比例来度量。从表面上看,控制权即股东大会上的投票权,也应当用持股比例来度量。然而,由于在“一股独大”的股权结构下,第一大股东之外的其他股东都是小股东且极其分散,他们的投票权不能对股东大会上的表决结果产生重大影响,因此第一大股东实际上对公司拥有最终控制权。这样,拥有最终控制权的股东可以很轻易地通过“隧道挖掘”的方式独占公司的资产,这些被独占的资产就被称为控制权收益(Grossman 和 Hart,1988)。

从外部环境来看,法律制度不能对这种行为进行有效的约束。控股股东可将公司的资产转移出来而独自占有,这部分被独占的资产本应与其他股东共享。可见,控股股东通过隧道挖掘侵害了其他股东或债权人的利益。显然,这种行为应该受到法律的约束。然而,目前中国的法律体系尚不完善,如中国《刑法》尚未对控股股东侵害其他股东或债权人利益的行为做出惩罚的相应规定,《公司法》也没有其他股东在利益受到控股股东的侵害时可以提起诉讼的规定。

控制权收益是导致公司业绩恶化的直接原因,作为控股股东的政府获得了转嫁政策性负担的控制权收益,承接方利用企业的产业转型以担保、资金占用等行为套取上市公司巨额的经济利益。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 3:控制权与剩余索取权的分离程度越大,大股东越有可能转移控制权收益,控制权收益是影响民营化效率的直接因素。

三、研究方法与案例介绍

(一)研究方法

本文采用案例研究方法,选取的案例是星美联合(股票代码:000892),其主要原因是:(1)星美联合原为国有控股公司,经营业绩稳定,民营化之后其资产出现了如过山车一般的

膨胀与流失,最终成为了A股市场上的一个空壳。研究星美联合民营化前后的经营活动,可以展现国有企业民营化可能遭遇的问题,从而为国有企业改革提供一定的参考。(2)在中国现有的法律和制度下,研究星美联合如何利用融资惯性扩张资产,又如何通过股权分置改革脱身,对于完善金融系统的法律和制度具有重要的意义。本文发现国有企业民营化后的融资惯性有效支持了公司资产的快速积累,同时也为控股股东加倍掏空国有资产提供了隐蔽的渠道。基于典型案例的研究优势在于可以捕捉和探索理论应用的可能性,而案例本身是否具有代表性则是案例研究的局限之一。本文尽可能通过星美联合来探索民营化过程中的可能性,但并不能以星美联合代表所有民营化公司的情况。本文的研究数据来自星美联合财务报告、公司公告以及互联网相关新闻。

(二)案例介绍

星美联合自上市以来经历了两次重大重组(见图1):第一次是在2002年11月13日,星美联合进行了民营化,民营化前的第一大股东重庆涪陵国有资产经营公司(简称为重庆涪陵国资)将星美联合26.61%的股权全部转让给卓京投资控股有限公司(简称为卓京投资),民营化前的第二大股东重庆涪陵华信实业有限公司(简称为重庆涪陵华信)将星美联合23.3%的股权转让给金信信托投资股份有限公司(简称为金信信托),转让价格均为每股1.65元。第二次重组是在2009年,星美联合进行了股权分置改革。上海鑫以用现金为星美联合代偿并豁免了3.39亿元的债务,获得星美联合25.84%的股权,成为第一大股东。星美联合偿债后剩余的11.16亿元资产和11.47亿元负债全部转移至上海鑫以董事长杜惠恺控制的重庆城奥。

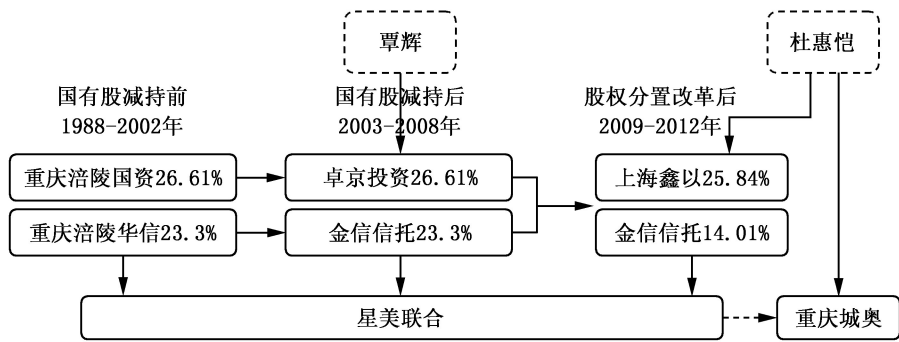
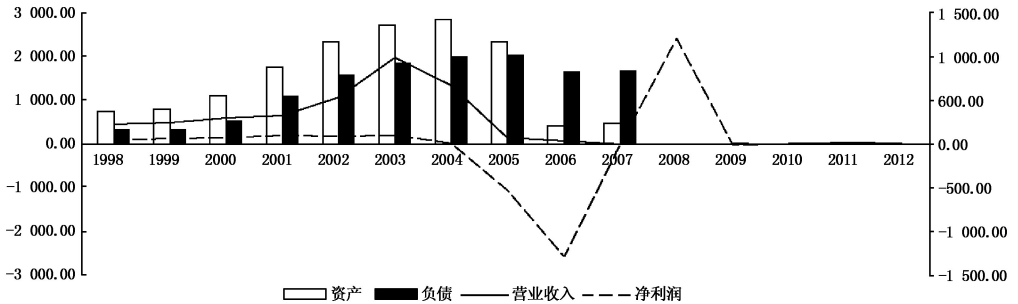


图1 星美联合股东变动情况

1998—2012年,星美联合的资产规模经历了从迅速扩张到急剧缩水的变化。如图2所示,1998年,星美联合上市时的资产为7.4亿元,2004年资产迅速扩大到28.38亿元。2004—2008年,星美联合的资产从28.38亿元减少至5万元,除了货币资金外,公司没有其他任何资产,彻底成为一个空壳公司。直到2010年,大股东为星美联合投资设立了全资子公司,依靠子公司的盈利,星美联合的资产才从5万元增加至95万元,2011—2012年总资产保持在670万元左右。可见,1998—2008年,星美联合的情况可分为2004年之前的资产积累和2004年之后的资产流失两个阶段。

1998—2003年,星美联合的营业收入和净利润稳定,年均净利润约7850万元。而自2004年起,星美联合的净利润从9159万元下降到344万元,2005—2006年合计亏损17亿元。可以看出,2002年民营化之后,星美联合的经营效率呈现直线下滑的趋势。2007年之

后,星美联合的母公司不再有任何营业收入,全部依靠子公司的盈利才得以保壳。2008年,星美联合因破产重组获得重组收益,当年净利润为12亿元。2009年股权分置改革之后,年均净亏损约为375万元。直到2010年成立了全资子公司上海星宏,星美联合才有了年约0.15亿元的营业收入。



注:左侧坐标轴为资产和负债,右侧坐标轴为营业收入和净利润,单位为百万元。

图2 1998—2012年星美联合经营情况

1. 利用融资惯性,以银行借款扩张资产。图2显示,公司的负债与资产呈现同步增长的趋势,1998—2004年负债从3.24亿元增加到20亿元,增加了16.78亿元,占同期资产增加额的80%。可见,星美联合资产的增加主要依赖负债。此外,表1显示,星美联合负债中有75%(即15亿元)为银行借款,其他为经营性负债项目。同时,抵押担保贷款占银行借款总额的比率在民营化后并没有下降。可见,在民营化之后,只要提供足够的抵押,星美联合的融资能力持续上升,存在融资惯性。

表1 1998—2004年星美联合资产负债情况

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	累计增加额
资产	739.60	798.06	1110.05	1761.35	2338.53	2711.10	2837.99	2098.38
负债	323.86	326.14	532.66	1090.27	1574.62	1852.42	2002.26	1678.40
银行借款	152.38	208.36	337.11	865.10	1455.36	1553.70	1510.76	1358.40
抵押担保	129.85	208.21	322.11	479.01	987.01	1120.85	1083.41	953.56
抵押担保贷款比率(%)	85.21	99.93	95.55	55.37	67.82	72.14	71.71	70.20
利息率(%)	8	4	7	11	9	7	6	
长期股权投资	3.42	51.50	650.85	737.37	728.70	746.15	713.93	710.51
固定资产	132.60	150.29	236.54	242.24	693.05	719.97	782.63	650.04
应收账款	130.82	149.12	21.80	8.83	161.86	440.08	619.15	488.33
三项合计	266.84	350.90	909.19	988.43	1583.60	1906.20	2115.71	1848.88

注:利息率=当期财务费用/(上期短期借款+上期长期借款+上期一年内到期的长期借款),单位为百万元。

2. 利用关联交易,转移融资所积累的资产。^①星美联合在2004年前积累的28.38亿元资产到2008年仅剩5万元。星美联合民营化后的控股股东(民营化后的实际控制人覃辉、股权分置改革后的实际控制人杜惠恺和其他关联方)利用民营化、破产重组、股权分置改革和股权转让等关联方交易瓜分了融资所积累的28亿元资产。其中,覃辉控制的卓京投资两次溢价转让公司(重庆连丰和中华通信)股权获得星美联合4.8亿元的资产;在星美联合的

^①由于信息披露的原因,全面认定星美联合被掏空的手段有技术困难,因此本文将造成星美联合资产流失的事实集中在关联方交易中的利益分割上。

股权分置改革中,杜惠恺控制的公司重庆城奥承接了星美联合偿债后剩余的所有资产和负债,并获得了其控制权,市值总计约 20.31 亿元;星美联合移交迁建资金 0.71 亿元到三爱海陵,三爱海陵通过往来款占用 0.63 亿元(截至 2007 年末),合计 1.34 亿元。

3. 借股权分置改革逃避债务。2007 年,民营化后的三大股东(卓京投资、金信信托和重庆朝阳)将星美联合 2 亿股拍卖给了 13 家法人和 6 个自然人,造成星美联合的控制权缺位,直到 2009 年股权分置改革后,上海鑫以成为星美联合的第一大股东(见图 1)。2008 年末,星美联合累计所欠债务总额约为 24.91 亿元,主要为到期银行借款和连带责任担保。星美联合实施破产重整计划,首先将资产直接抵偿给拥有优先索取权的债权人,然后用 4 000 万股偿还给愿意以股抵债的债权人,不愿意以股抵债的则由上海鑫以用 3.39 亿元现金支付(以星美联合 25.84% 的股权作为对价)。通过以上方式偿还负债后,星美联合将剩余的 11.16 亿元资产和 11.47 亿元负债全部转移至上海鑫以董事长杜惠恺控制的重庆城奥(见图 1),紧接着重庆城奥在 2011 年提出破产申请,星美联合所欠金融机构 11 多亿元的债务全部不用偿还。原大股东卓京投资摆脱了债务,新任大股东通过重庆城奥消化掉了债务,以很小的代价借壳上市。

四、案例理论分析

(一)折价民营化——政企合谋的结果

对于民营化的效率,学者主要从委托代理理论、产权与交易成本理论和目标差异来证明私人产权的优势。基于委托代理理论,公民、政治家和管理者之间的双重委托代理关系会导致政治家与管理者为了达到各自的目的而相互勾结,造成企业效率损失(Shleifer 和 Vishny, 1994; 白重恩等, 2006)。产权不明晰使国有企业决策失败的成本远低于民营企业,造成了国有企业的低效率(Alchian, 1965)。国有企业的目标是社会福利最大化,而社会福利最大化与企业效率目标在很多情况下是不一致的(Laffont 和 Tirole, 1993),导致国有企业效率较低,如超额雇员、低价策略、无效率投资等(田利辉, 2005)。

在民营化之前,星美联合两次溢价向卓京投资(民营化后的第一大股东)购买股权。2000 年 5 月,星美联合分两次收购了由卓京投资的实际控制人覃辉和其弟覃宏控制的重庆连丰通信有限公司 88.1% 的股权,共花费星美联合 5.4 亿元现金,当时这部分股权的账面价值仅 1.24 亿元,形成股权投资溢价 4.16 亿元。2001 年 12 月,星美联合又以 1.25 亿元现金从卓京投资买下中华通信 15.35% 的股权,这部分股权的净资产为 0.61 亿元,又形成股权投资溢价 0.64 亿元。两次溢价收购使星美联合共转移 4.8 亿元现金到卓京投资。2002 年 11 月,星美联合进行了民营化,如图 1 所示,民营化前的第一大股东重庆涪陵国资将其持有的星美联合 26.61% 的股权全部转让给卓京投资,第二大股东重庆涪陵华信将星美联合 23.3% 的股权转让给金信信托,转让价格均为每股 1.65 元。而 2002 年末,星美联合每股净资产的账面价值约为 1.68 元。可见,国有股转让价格低于其账面价值。虽然国资委于 2003 年 12 月公布的《关于规范国有企业改制工作的意见》中明确规定,国有股转让价格不得低于每股净资产,但是这一制度并没有从根本上解决国有股转让定价的问题,许多国有企业会通过资产减值准备或关联方交易来谋取私人收益,名义上以账面净资产作为对价变卖国有企业的控制权,导致民营化不符合“效率观”。在星美联合民营化的过程中,政府规避了国有企业的政策性压力,并通过寻租获得了租金收益,而接手的民营企业获得了低价购买国有企业优质资产的机会。在目前较低的法律风险下,政府和企业 在民营化过程中获得的巨大收益推动

了政企合谋。本文的假设 1 得到证明。

（二）融资惯性——民营化的一大福利

与民营企业相比，国有企业获得银行借款的能力较强（谭劲松等，2012），因而民营企业会通过建立政治关系来获得更多的银行贷款和更长的贷款期限（余明桂和潘红波，2008），从而缓解其贷款弱势。然而，目前少有文献研究民营化对民营企业融资能力的影响。基于星美联合案例，本文发现在民营化之后，民营企业不仅获得了上市资格，而且获得了国有企业的关系资源及由此带来的贷款额度和融资惯性。如表 1 所示，在民营化之前，星美联合的负债从 1998 年的 3.24 亿元迅速增长到 2002 年的 15.75 亿元。在民营化之后，星美联合的负债不但没有下降，反而从 15.75 亿元持续稳定地上升到 20.02 亿元。由于银行借款约占星美联合负债的 80.93%，我们进一步分析银行借款的增长情况。我们发现，星美联合的银行借款在民营化前已经从 1998 年的 1.52 亿元上升到 2002 年的 14.55 亿元；在民营化后，虽然增长幅度不大，但是从 14.55 亿元稳定地增长到 15.11 亿元。可见，在民营化后，控股股东由国有企业转变为民营企业，不但没有使银行对企业的贷款突然中止，反而还略有增长，这是融资惯性的第一个表现。

表 1 显示，在 2002 年民营化后，星美联合的银行借款规模不但没有下降，反而从银行新获得约 1 亿元的贷款；星美联合的担保贷款占其银行借款的比率平均为 70.20%，在民营化前平均为 80.78%，在民营化后反而降到 71.93%。可见，抵押担保贷款比率也没有因控股股东性质的变化而增加，这是融资惯性的第二个表现。另外，星美联合民营化前的平均贷款利率为 7.75%，民营化后则为 6.5%，说明星美联合的贷款利率也没有因控股股东性质的变化而上升，这是融资惯性的第三个表现。

我们推断，在中小民营企业贷款难的环境下，星美联合民营化后还能获得银行借款，一方面是因为民营化改变的主要是公司控股股东的所有权和控制权，企业的资源如资产、贷款、非控股股东的结构等并不会立刻变化，企业的经营结构如供应链关系、融资关系、银企关系、政企关系等也不会立刻变化，而且国有企业的这些组织结构优势是民营企业收购国有企业的一大动机，民营企业在接手国有企业后也没有动机改变国有企业的关系资源；另一方面，由于信息不对称、长期银企关系中企业的强势地位以及银行本身存在的代理问题，即使控股股东的性质发生变化，银行也愿意将资金贷给有持续信贷关系的企业。这为国有企业民营化后，民营企业利用之前的银企关系获得融资惯性创造了条件。这支持了本文的假设 2。

（三）控制权收益——民营化低效率的直接原因

在中国现有的法律制度下，控制权与剩余索取权的分离进一步增强了民营企业大股东谋取控制权收益的动机（朱红军等，2007），导致国有企业民营化后效率较低。星美联合在民营化后，控股股东通过投资不良资产、对外担保以及关联方占用资金等方式掏空国有资产。星美联合靠举债增长的资产大多是水分较多的泡沫资产，关联交易形成的泡沫资产又进一步成为公司举债的抵押品。如表 1 所示，1998—2004 年，公司资产增加 20.98 亿元，其中长期股权投资增加 7.1 亿元，固定资产增加 6.5 亿元，应收账款增加 4.9 亿元，共 18.5 亿元，占总资产增加额的 88%。2004—2006 年，星美联合对长期股权投资计提减值准备 2.91 亿元，固定资产减值准备 5.07 亿元，应收账款坏账准备 5.29 亿元，合计 13.27 亿元。也就是说，前期增加的资产中 71% 被计提了减值准备，说明星美联合利用银行借款大量投资不良资产，通过优质资产与劣质资产置换的方式将资产转移给关联方，导致其资产规模膨胀。

在民营化后,星美联合又开始大量对其关联方提供担保借款,担保金额从2002年的3.4亿元迅速扩张到2007年的5.35亿元。截至2007年末,关联方通过往来款占用星美联合资金约5.56亿元,其中控股子公司占用资金4.92亿元,属于非经营性占用。这些占用款项严重影响了星美联合的正常经营和偿债能力,是大股东转移资产、掏空上市公司的一个手段。

2008年,星美联合进行了破产重组。在破产重组中,星美联合将11.47亿元的债务剥离到了重庆城奥(见图1),重庆城奥在2011年因资不抵债提出了破产申请。由于重庆城奥是非上市公司,我们很难找到相关资料对其承接债务之后的情况进行分析,但可以推断,重庆城奥可能是上海鑫以(见图1)故意用来消化债务的一个壳。为了规避“假破产,真逃债”的现象,中国《破产法》规定企业提出破产申请前一年内不能出现转移资产等掏空行为。然而,这一规定在现行制度下无法完全阻止企业利用破产来逃避债务责任。星美联合的民营化不但没有改变控股股东卓京投资的控制权收益,而且融资惯性还增加了控制权收益的来源。因此,控股股东有足够的动机利用其控制权,通过关联交易、对外担保和控制权转移,从星美联合转移大量资产。在这个过程中,控股股东首先利用了民营化带来的关系资源,使资产增长了4倍,然后通过关联交易瓜分了星美联合约28亿元的资产。自2007年起,星美联合母公司不再有任何营业收入,只能依靠子公司的盈利艰难保壳。卓京投资对星美联合的剩余索取权只有其净资产的26.62%,而它通过以上各种方式从星美联合转移的资产远远超过其剩余索取权收益。本文的假设3得到证明。

五、结 论

本文基于星美联合民营化后利用融资惯性先积累资产再通过关联方交易转移资产的案例,剖析了国有企业民营化可能带来的后果及其原因。案例研究表明,在中国现行的法律制度下,国有资产缺乏合理的价值评估,国有资产管理体制还有待完善,这可能导致政企合谋的民营化,造成国有资产在民营化的过程中流失;市场监管者无法对上市公司掏空等违法行为进行有效地甄别,助长了上市公司关联方转移资产的行为,而且金融机构的贷款审核与管理问题也为民营化后的资产转移提供了机会。

本文在现有研究文献的基础上,进一步从控制权收益来源的角度探讨了民营化效率,发现融资惯性可能成为民营化的新动机,并造成民营化的低效率。本文的研究结论可以在一定程度上为中国的国有企业改革提供参考。中国需要采取必要措施来完善国有资产监管制度以及金融机构的贷款审核管理制度,避免国有资产流失,保护企业和国民经济健康发展。不过,本文仅以星美联合单个案例作为研究对象,研究结论可能会存在一定的特殊性。融资惯性在民营化过程中是否一定存在?融资惯性是否存在于各种性质的金融机构中?融资惯性是否会导致民营化低效率?这些都需要基于大样本数据做进一步的验证,基于案例研究的理论分析还有待检验和完善。

主要参考文献:

- [1]白重恩,路江涌,陶志刚.国有企业改制效果的实证研究[J].经济研究,2006,(8):4-13.
- [2]胡一帆,宋敏,张俊喜.中国国有企业民营化绩效研究[J].经济研究,2006,(7):49-60.
- [3]李远勤,张祥建.中国国有企业民营化前后的绩效对比分析[J].南开经济研究,2008,(4):97-107.
- [4]刘小玄.民营化改制对中国产业效率的效果分析——2001年全国普查工业数据的分析[J].经济研究,

- 2004,(8):17-25.
- [5]陆挺,刘小玄.企业改制模式和改制绩效——基于企业数据调查的经验分析[J].经济研究,2005,(6):94-103.
- [6]吕长江,肖成民.民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究[J].管理世界,2006,(10):128-138.
- [7]谭劲松,简宇寅,陈颖.政府干预与不良贷款——以某商业银行1998~2005年数据为例[J].管理世界,2012,(7):29-43.
- [8]汤谷良,戴璐.国有上市公司部分民营化的经济后果[J].会计研究,2006,(9):48-55.
- [9]田利辉.国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论[J].经济研究,2005,(10):48-58.
- [10]王红领,李稻葵,雷鼎鸣.政府为什么会放弃国有企业的产权[J].经济研究,2001,(8):61-70.
- [11]夏立军,陈信元.市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J].经济研究,2007,(7):82-95.
- [12]姚洋.非国有经济成分对我国工业企业技术效率的影响[J].经济研究,1998,(12):29-35.
- [13]姚洋,支兆华.政府角色定位与企业改制的成败[J].经济研究,2000,(1):3-10.
- [14]余明桂,潘红波.政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008,(8):9-21.
- [15]张维迎,栗树和.地区间竞争与中国国有企业的民营化[J].经济研究,1998,(12):13-22.
- [16]朱红军,陈继云,喻立勇.中央政府、地方政府和国有企业利益分歧下的多重博弈与管制失效——宇通客车管理层收购案例研究[J].管理世界,2006,(4):115-129.
- [17]朱红军,王彬,田子莘.民营化为何不能改善公司经营绩效——国光瓷业民营化的案例研究[J].中国工业经济,2007,(1):121-128.
- [18]Alchian A A. Some economics of property rights[J]. *II Politico*,1965,30(4): 816-829.
- [19]Berger A N,Udell G F. Relationship lending and lines of credit in small firm finance[J].*Journal of Business*,1995,68(3): 351-381.
- [20]Ehrlich I,Gallais-Hamonno G,Liu Z,et al. Productivity growth and firm ownership: An analytical and empirical investigation[J]. *Journal of Political Economy*,1994,102(5): 1006-1038.
- [21]Grossman S J,Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*,1988,20(1-2): 175-202.
- [22]Hannan M T,Freeman J. Structural inertia and organizational change[J]. *American Sociological Review*,1984,49(2): 149-164.
- [23]Johnson S,La Porta R,Lopez-de-Silanes F,et al. Tunnelling[R]. NBER Working Paper No.7523,2000.
- [24]Kole S R,Mulherin J H. The government as a shareholder: A case from the United States[J]. *Journal of Law and Economics*,1997,40(1): 1-22.
- [25]Laffont J,Tirole J. A theory of incentives in procurement and regulation[M]. Cambridge,MA: MIT Press,1993.
- [26]Lin J Y,Cai F,Li Z. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform[J]. *American Economic Review Papers and Proceedings*,1998,88(2): 422-427.
- [27]Shleifer A,Vishny R W. Politicians and firms[J]. *Quarterly Journal of Economics*,1994,109(4): 995-1025.
- [28]Vickers J,Yarrow G. Economic perspectives on privatization[J]. *Journal of Economic Perspectives*,1991,5(2): 111-132.
- [29]Zhang W. Decision rights,residual claim and performance: A theory of how the Chinese state enterprise reform works[J]. *China Economic Review*,1997,8(1): 67-82.

Financing Inertia, Benefits from Control Right and Privatization Efficiency: Based on the Case of Stellar Megaunion Corporation

Bu Danlu¹, Diao Yuan²

(1. School of Accountancy, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China;
2. Sichuan Branch, Anbang Property Insurance Co., Ltd., Chengdu 610000, China)

Abstract: Based on the facts of Stellar Megaunion Corporation, this paper finds that after the privatization of state-owned enterprises, the private enterprise that take over the privatized state-owned enterprises still get continuous bank loans with quite low interest rates, and financing inertia resulting from this kind of path-dependence supports the rapid growth of corporate assets through massive debt. At the same time, because privatization has never changed the control right benefits of the controlling shareholders, the controlling shareholders who take over the privatized state-owned enterprises have strong motive for tunneling the accumulated assets resulting from financing inertia by related party transactions, and escape from the constraints of large amounts of bank loans further through making full use of the bankruptcy reorganization and the defects of non-tradable shares reform, thereby resulting in double losses of state-owned assets. It is thus clear that the true motive for privatization is the critical factor affecting privatization efficiency, and the separation between control right and residual claim straightly leads to the tunneling of listed companies by large shareholders. And defects of state-owned capital management, loan management of financial enterprises and the regulation of transactions of listed companies provide a guarantee of double losses of state-owned assets. This paper makes a pioneering research of specific sources of benefits from control right and argues that financing inertia leads to the increase in controlling shareholders' benefits from control right after privatization, which is a concealed channel concerning double tunneling of state-owned assets. Therefore, the perfection of loan mechanisms in financial institutions and the enhancement of the regulation and punishment of tunneling listed companies are the basis of avoiding the expropriation of state-owned assets by financing inertia in the process of state-owned enterprise withdraw and private enterprise entry.

Key words: state-owned enterprise withdraw and private enterprise entry; financing inertia; benefit from control right; privatization efficiency; path dependence

(责任编辑 康健)