

中国企业管理模式

政策性负担与财务困境动态演化

——基于“长航油运”重新上市的案例研究

黄其晴¹, 赵惠芳²

(1. 杭州电子科技大学 会计学院, 杭州 310018;

2. 浙江财经大学 会计学院, 杭州 310018)

摘要: 以长航油运为研究对象, 分析了政策性负担与财务困境的动态演化关系。研究发现: 第一, 过重的政策性负担会使企业财务行为发生扭曲, 出现过度投资与过度负债问题, 最终陷入财务困境; 第二, 政府会对因承担政策性负担而陷入财务困境的企业予以支持; 第三, 企业财务困境的彻底扭转有赖于政策性负担的减轻。研究结果揭示了企业财务困境形成与扭转背后的隐性政治因素, 既有助于深化对转型经济背景下政企互动关系的认知, 又能为企业与政府双方开展实践互动提供具有现实意义的启示。

关键词: 长航油运; 政策性负担; 财务困境; 动态演化; VLCC

中图分类号: F230

文献标志码: A

DOI 编码: 10.7511/JMCS20260101

0 引言

与西方公司制企业“股东至上”的价值信条不同, 中国国人在改革过程中肩负多重使命。2015年, 中共中央、国务院联合发布《关于深化国有企业改革的指导意见》, 其核心精神与改革部署蕴含了中国国企改革需要统筹兼顾“政治责任”“经济责任”与“社会责任”的三重导向。2024年9月召开的“国有企业改革深化提升行动2024年第三次专题推进会”明确要求, 到2025年国有企业须普遍推行管理人员“末等调整”和“不胜任退出制度”。此举以市场化用人机制激发管理效能, 凸显中国国人在“经济账”管理中提质增效的主动选择。因此, 针对中国国企经济效益的考察, 长期着眼于企业的“自生能力”, 尤其关注国有资本的预算软约束现象。

预算软约束并非中国国企特例。寻求政企

关系的平衡点, 更好地平衡经济效益与非经济效益, 是国内外学术界与实务界长期共同关注的重点课题。对此, 林毅夫等^[1]提出了“政策性负担”的概念。依托林毅夫的新结构经济学理论, 相关研究围绕中国国企财务困境形成、扭转背后的政治动因展开深入探讨。尽管相关研究成果丰硕, 但仍存在三点不足: 第一, 政府干预是“支持之手”还是“掠夺之手”, 目前尚无定论; 第二, 现有研究多孤立考察企业财务困境成因及其扭转背后的政治因素, 较少关注政策性负担与企业财务困境的互动关系; 第三, 作为顶层制度设计, 公司战略存在显著行业异质性, 通常难以用单一指标度量, 削弱了大样本实证研究结论的现实指导意义。

基于上述背景, 本文聚焦长航油运重新上市事件展开案例研究, 剖析政策性负担与国企财务困境的动态关系及其作用机理, 主要研究

收稿日期: 2023-11-28

基金项目: 浙江省教育厅一般科研项目“政企协同视域下数字技术产业政策的资本配置效应研究”(Y202351885); 杭州电子科技大学科研启动基金项目“CFO业财融合的信息效应研究”(KYS145623126)

作者简介: 黄其晴, 通讯作者, 男, 浙江平阳人, 杭州电子科技大学会计学院讲师, 博士, 主要研究方向为公司治理, E-mail: huangqiqing@hdu.edu.cn; 赵惠芳, 女, 山东潍坊人, 浙江财经大学会计学院副教授, 硕士生导师, 主要研究方向为公司财务。

贡献体现在三方面:第一,通过探讨政策性负担对国企财务困境的影响,为新结构经济学理论补充经验证据;第二,以“国油国运”政策为契机,将超大型油轮(简称VLCC)作为航运企业“政策性负担”的关键表征,强化政策性负担与财务困境的因果论断;第三,关注政府对财务困境企业的隐性干预,为财务困境企业脱困和当前国企深化改革提供实践启示。

1 文献综述

1.1 企业财务困境的相关研究

财务困境是公司财务领域经久不衰的研究议题。由于公司稳定经营与否直接影响股东、管理层、债权人、供应商等多方利益,针对财务困境成因的探讨更多集中于宏微观因素的事前预测作用。

宏观环境对企业财务困境的形成存在系统性影响。政治环境方面主要表现为企业经济资源向社会公共福利转移^[2];经济环境方面聚焦主业经营和股票市场波动^[3];社会与文化环境方面的不利因素会增加企业间的交易成本^[4],加剧债务违约风险;此外,数字技术造成的“信息茧房”也可能使企业在转型阶段面临挑战^[5]。

企业财务困境的微观成因相对直接。这一领域的文献多以代理理论为逻辑起点,聚焦股权结构、董事会特征及管理层行为。国企的“所有者缺位”及机构股东合谋等现象,可能会导致“用手投票”的治理机制失效,引发企业战略偏移^[6],并加剧短贷长投、过度负债等非效率财务风险。多元化的董事会结构为企业财务困境成因提供了丰富的解释。例如,异地独立董事的监督精力分散,可能无法有效管控管理层的超额薪酬行为^[7]。近年来,有关管理层的研究多围绕行为金融视域开展^[8]。

如前所述,尽管财务困境成因存在共性,但相较于其他类型企业,国企在面对不利环境时更易陷入困境,且难以从政府扶持中获益。

1.2 政策性负担的相关研究

政策性负担这一概念由林毅夫等^[1]提出,包括战略性负担与社会性负担。其经济后果研究包含以下两类。

第一类研究聚焦“掠夺之手”,分析不同类型政策性负担如何扭曲企业财务行为。其中,

战略性负担使企业更注重国家战略需求,进而引发过度投资与过度负债等非效率财务行为^[9];社会性负担能够解释政府对企业并购行为干预的缘由^[10]。此外,战略性负担和社会性负担均可能引发经理人的道德风险,而减轻政策性负担则被证实可以提高企业风险承担水平,增强企业投资灵活性^[11]。

第二类研究着眼于“支持之手”,探讨政府帮扶措施及效果。对于承担政治任务的国企,政府具有扶持动机,体现为显性的政府补助与税收优惠^[12]、隐性的信贷政策和股权再融资等^[13]。然而,此类支持手段往往缺乏长效运行机制。一方面,政府的“支持之手”具有显著的临时性与不稳定性;另一方面,政策供给与企业实际需求之间常存在结构性错配^[14]。

如前所述,政策性负担多见于国企,可被视作经济所有制改革过程中的历史遗留问题。同时,政策性负担也是对产权理论的重要补充,可以用来解释国企财务行为扭曲、自生能力欠缺的深层原因。

1.3 政策性负担与企业财务困境的相关研究

政策性负担为分析中国企业财务困境的形成与化解提供了理论视角,相关文献多以国企为研究对象。国企往往被动承担政策性负担,虽然其也因此享有一些政策优待,但在总体上来看,政策性负担还是会增加交易的复杂性和不确定性,降低企业经营效率^[15]。由于国企高管同时扮演政策执行者与职业经理人的双重角色,在晋升激励下,他们可能会主动承担政治任务,从而造成投资效率损失^[16]。

当企业承担政策性负担并陷入亏损困境时,政府倾向于向企业提供救助,但政府往往难以区分企业是政策亏损还是经营亏损。此外,学界对政府救助的效果尚未达成共识,关于“支持之手”与“掠夺之手”的探讨也始终存在。多项研究显示,政府干预一般只能短期奏效,较难从根本上帮助企业摆脱财务困境^[17]。

如前所述,政策性负担所带来的财务困境多集中于国企。虽然政府对承担政策性负担的企业存在救助动机,但其采取的支持措施往往效果不佳。

1.4 研究述评

虽然企业财务困境与政策性负担的研究已

积累较多成果,但相关领域仍存在如下研究缺口:第一,企业财务困境的隐性政治动因尚未得到充分重视;第二,现有研究对战略性负担经济后果的探讨相对不足;第三,现有研究缺乏对政策性负担与企业财务困境动态关系的考察。本文基于对长航油运的案例研究,构建了政策性负担与财务困境的动态分析框架,以期更全面地揭示转型经济背景下的政企互动关系。

2 研究设计

2.1 研究方法选择

本文采用单案例研究法,主要出于三点考虑:第一,案例研究关注“为什么”(Why)类研究问题,能够满足政策性负担与企业财务困境作用机理的研究需求;第二,本研究涉及企业财务困境的形成与扭转过程,研究情境具有复杂性,属

于案例研究中“怎么样”(How)的研究范畴;第三,政策性负担具有鲜明的行业特征,运用单案例研究法可弥补量化研究在研究深度上的不足。

2.2 案例选取

本文选取的案例公司为长航油运。其前身南京水运实业股份有限公司(简称南京水运)成立于1993年9月18日;1997年6月12日,南京水运上市;2007年12月19日,南京水运与南京长江油运公司(简称南京油运)完成资产重组;2008年1月2日,重组后,公司股票更名为“长航油运”,交易所同步生效;2014年6月5日,公司因连续四年亏损触发强制退市条件;2019年1月8日,公司重新登陆A股市场,成为“重新上市第一股”;2019年4月26日,公司名称和股票简称同步变更为“招商南油”。长航油运发展历程中的主要事件如图1所示。

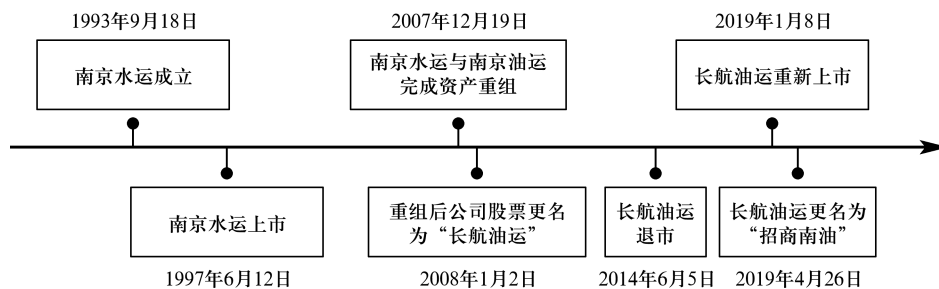


图1 长航油运发展历程中的主要事件

Fig. 1 Key events in the development history of NJTC

2.3 数据收集与分析

本文的主要数据来源于三个渠道:第一,交易公告,涉及定期报告、临时报告等;第二,权威媒体报道,如财经新闻、公开专访等;第三,其他资料,包括公司官网资讯、统计年鉴等。此外,本文通过三角验证法进行数据横纵向验证,以增强研究结论的可靠性^[18]。

本文运用三阶段编码方式,将质性资料转化为可量化的数据,并构建理论模型^[19]。具体而言:首先,研究人员梳理长航油运重新上市前后的相关政策、事件与行为,提炼出“国家战略安全”“战略转型”等16个一阶构念;其次,研究人员将一阶构念归纳为“政策需求”“政策迎合”等7个二阶主题;最后,研究人员将二阶主题与研究对象匹配,形成“政策性负担承担”“非效率行为”等4个聚合维度。

3 “掠夺之手”、政策性负担承担与财务困境形成

3.1 产业政策、政策迎合与政策性负担承担

“国油国运”政策是公司政策性负担的核心来源。该政策催生了市场对VLCC及远洋原油运输业务的刚性需求。尽管缺乏比较竞争优势,但公司仍积极转型,在战略方向、业务结构和财务政策等方面均表现出对政策性负担的主动迎合。“掠夺之手”、产业政策与政策迎合的分析框架如图2所示。

3.1.1 产业政策与政策性负担承担

改革开放后,中国原油对外依存度大幅攀升。为保障进口原油安全运输,“国油国运”政策于2005年出台。根据比较优势理论,在要素市场自由流通前提下,各国应聚焦优势领域参与国际分工,以实现资源最优配置。然而,出于

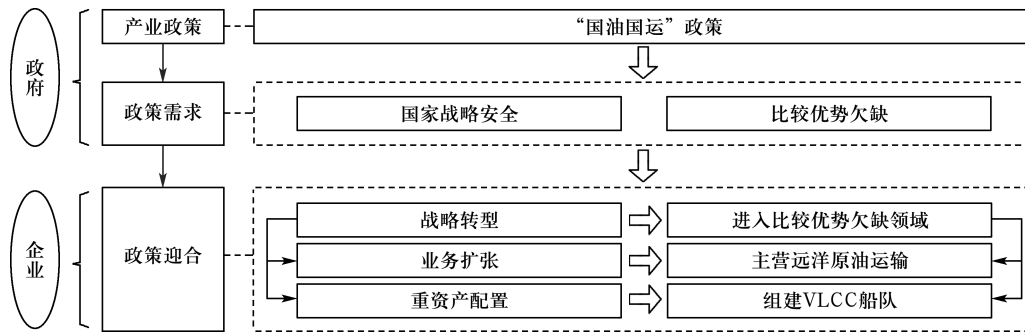


图2 “掠夺之手”、产业政策与政策迎合的分析框架

Fig. 2 The analytical framework of “Grabbing Hand”, industrial policy and policy accommodation

国家战略安全、比较优势欠缺等考虑,政府往往会鼓励企业投资长周期、高风险的新兴产业。这种偏离比较优势的投资行为将导致企业承担政策性负担。

由于中国油田开采成本居高不下,原油进口成为规避比较劣势的现实需求。根据国际石油网数据,2002年,中国进口原油在中东东行航线的中国船东承运比例仅为3.78%,而在西非东行航线的中国船东承运比例为0。上述局面充分凸显出“国油国运”战略的迫切性。政府对原油远洋运输产业的刚性需求,由此转化为政策性负担,内化于长航油运。

3.1.2 政策迎合与政策性负担承担

(1) 战略转型

“国油国运”驱动了长航油运的战略转型。该战略提出后不久,相关部署便在公司董事会会议纪要中得到明确体现。在战略分析层面,公司关注了“国油国运”的战略需求,分析了公司的政策机遇与挑战。在战略选择层面,公司表示将围绕“国油国运”制定发展战略,建立VLCC船队。在战略执行层面,公司与中石化签订了10年原油运输合作协议,并基于新增VLCC数量增加货运量。鉴于VLCC是“国油国运”的标志性资产,公司一系列举措证实了“国油国运”对其战略决策的决定性作用。

为提升研究结论的客观性,本文还关注了与这一事件有关的外部信息。《中国证券报》披露,凭借与“国油国运”战略的高度政策关联性,长航油运于2008年多次入选“十大金股”推荐榜单。资本市场信息中介机构的背书强化了“国油国运”带来的政策性负担与公司战略决策的因果关系。

(2) 业务扩张

在“国油国运”政策引导下,长航油运积极实施业务转型。在2008—2013年的6年时间里,公司货物平均运输距离由2788千米增至7157千米,增幅超过150%。在远洋原油运输领域,长航油运不具备比较竞争优势,这与同期参与“国油国运”政策合作的其他两家央企形成鲜明对比。在“国油国运”政策推动下,中石化曾与3家油运央企上市公司签订了进口原油的长期包运合同,包括招商局能源运输股份有限公司(简称招商轮船)、中海发展股份有限公司(简称中海发展)和长航油运。三者中,招商轮船的远洋原油运输资历最久,中海发展依托干散货远洋运输业务形成了较强的运营能力,而长航油运转型前的主业为内河油运,几乎没有远洋运输经验。

(3) 重资产配置

政策性负担同样改变了长航油运的固定资产结构,具体体现为船队结构的显著变化。2013年末,公司VLCC船队规模达19艘,居全国第一、世界第八,VLCC占公司总运力比重超过70%。与同业公司相比,长航油运的资金实力本就不占优势,而对VLCC船队的过度扩张,进一步导致公司资产流动性隐性下降,加剧了重资产化趋势。就资产形态而言,船舶的单位资产价值高、变现能力差。相较于中小型船舶,VLCC的建造周期更长,这一特点易引发投融资期限错配的风险,进而显著加大公司的财务压力。

产业政策、政策迎合与政策性负担承担的证据示例见表1。

表 1 产业政策、政策迎合与政策性负担承担的证据示例

Tab.1 Evidence examples for industrial policy, policy accommodation and policy-induced burden undertaken

聚合维度	二阶主题	一阶概念	典型证据示例	资料编码
政策需求	国家战略安全	国家经济依赖	原油经济依赖:20 世纪初,我国原油消费比重、原油对外依存度提升	M3
			原油安全隐患:当石油进口依存度超过 60%,石油供应的不安全性加大	O4
		原油开采成本高:新疆油井采收率可达 40%,但陕北油井采收率甚至不及 20%	M1	
政策迎合	比较优势欠缺	战略分析:国家有关部门制定“国油国运”发展战略……公司运力规模偏小,没有明显品牌优势,运输管理经验不足,海上石油运输竞争力有待加强	远洋原油运输落后:2002 年,中东东行航线由中国船东承运进口原油 130 万吨,占该航线的 3.78%;在西非东行航线上,这个数字为 0	R5
			战略选择:公司提出业务转型与战略升级目标,通过实施“由江至海”的发展战略,致力于跻身国内海上石油运输企业前三强	R1
政策性负担承担	战略转型	战略实施:2006 年起,长航油运与中石化约定,每新增一艘 VLCC,中石化即追加 100 万吨至 200 万吨合同货运量,所有原油进口运输合作协议均由长航油运承接履行	机构背书:广发证券分析师指出,长航油运曾在 2009 年因“国油国运”入选“金股”	R2
			转型远洋原油运输:2009 年 3 月,“长江之珠”从沙特拉斯坦努拉港等港口装载 27.1 万吨原油开往中国天津港	M2
			组建 VLCC 船队:2008 年 4 月,长航油运投资建造的第一艘 29.7 万载重吨 VLCC“长江之珠”正式命名并下水	O1
				O2

3.2 政策性负担承担、非效率行为与财务困境形成

在“国油国运”的政策牵引下,长航油运承担了相应政策性负担,进入不具备比较优势的

远洋原油运输领域。在 VLCC 船队组建过程中,公司投融资行为发生扭曲,最终导致财务困境形成。“掠夺之手”、政策迎合与财务困境形成的分析框架如图 3 所示。

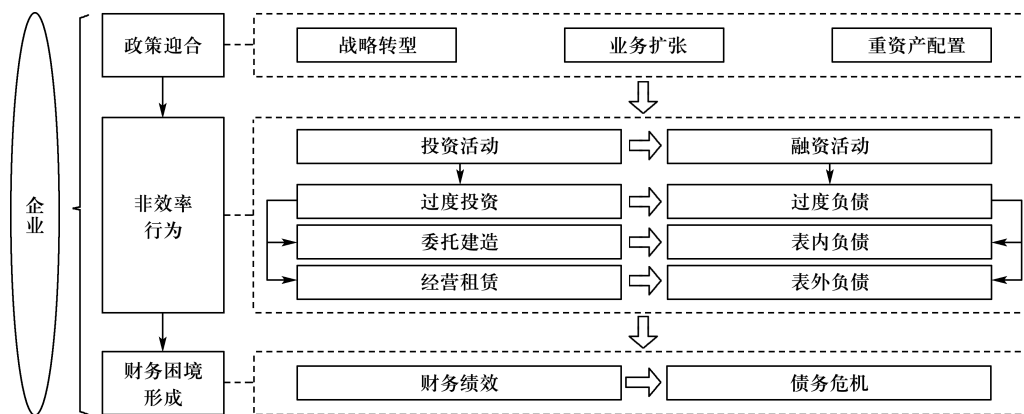


图 3 “掠夺之手”、政策迎合与财务困境形成的分析框架

Fig. 3 The analytical framework of “Grabbing Hand”, policy accommodation and formation of financial distress

3.2.1 政策性负担承担与过度投资

(1) 委托建造

委托建造是长航油运扩张 VLCC 运力的

主要方式之一。VLCC 的集中交付带来巨额船舶资产折旧,使得公司业绩承压。在退市前的 2013 年,公司 6 艘在用 VLCC 年折旧额超过

2 亿元;同时,VLCC 委托建造合同多签订于 2008 年以前。国际金融危机爆发后,VLCC 造价跳水,为此,公司于 2013 年对 VLCC 资产计提了 25.17 亿元的减值准备,进一步加剧了财务困境。

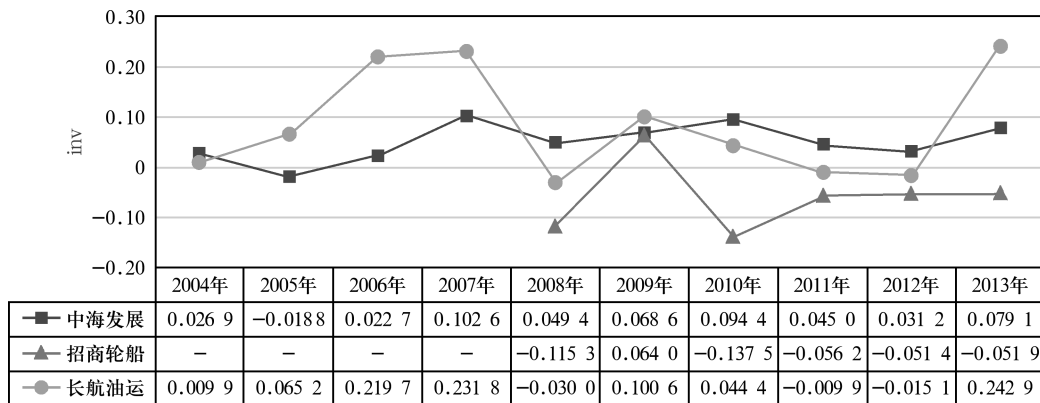
(2) 经营租赁

经营租赁是长航油运扩张 VLCC 运力的另一主要方式。截至 2013 年,公司租入 VLCC 共计 13 艘。其中,10 艘经营租赁的 VLCC 租期在 10 年及以上,日均租金为 4.26 万美元,高于等价期租 1.87 万美元。2013 年,公司仅 10 艘租期 10 年以上 VLCC 的运营便带来超过 8 500 万美元的亏损。同时,公司与船东在签订租约时对关键财务指标进行了限定,在连续亏损时面临较大违约风险。由于实质性违约,公司于 2013 年对长期经营租赁的 VLCC 计提

了 21.03 亿元的预计负债。这对于本就经营不佳的长航油运无疑是雪上加霜。

(3) 投资效率

2004—2013 年样本公司投资效率(图 4)显示了长航油运及其可比公司在“国油国运”战略发布前后的投资效率变动趋势,其中投资效率以分年度、分行业回归的投资水平残差(inv)度量^[20]。从图 4 可以看出,在样本期间,长航油运的投资效率波动性高于中海发展和招商轮船,且整体存在过度投资偏好($inv > 0$)。2005 年“国油国运”战略出台后,公司过度投资程度飙升,并在 2006—2007 年处于高位运转。2008 年金融危机后,公司虽压缩投资规模,一度降低过度投资水平,但前期过度投资所形成的高位运营成本,最终在 2013 年公司退市前夕集中显现。



注:“-”代表数据缺失,下同。

图 4 2004—2013 年样本公司投资效率

Fig. 4 Investment efficiency of sample companies from 2004 to 2013

3.2.2 政策性负担承担与过度负债

(1) 表内负债

截至 2013 年末,长航油运的“短期借款”共计 34.71 亿元,以信用借款和保证借款为主;长期借款大多采用了财产抵押或质押的担保方式。2013 年,公司 VLCC 发生巨额减值。对此,银行并未及时发现并要求企业补充抵押资产,侧面反映银行给予了公司相对宽松的信贷环境。高额有息负债使得公司面临较大的利息偿付压力。在 2008—2013 年的 6 年时间里,公司财务费用由 0.90 亿元增至 6.86 亿元,增幅近 7 倍;利息支出出现现金流从 4.86 亿元攀升至 7.22 亿元,增幅近 50%。

(2) 表外负债

长航油运的表外负债主要源于长期经营租赁的 VLCC。尽管这些 VLCC 在财报中被计入经营租赁,但从交易实质来看,其条款更符合融资租赁的特征。公司高管的采访新闻、媒体报道等多方资料也证实了这一点。作为长租 VLCC 的实际受益人之一,长航油运的表外违约风险较大。长航油运 2013 年年报显示,其新加坡子公司与境外船东签订了不可撤销的长期租合同。此外,为建造 10 艘长期租赁的 VLCC 和 10 艘 MR(中程运输型成品油船),长航油运联合其母公司申请了 80 亿元人民币的银团贷款,并以完工船舶作为抵押物。根据国外

《海商法》过往判例,实际受益人在面临债权纠纷时,容易成为被追索的对象。尽管银行享有船舶抵押权,但由于 VLCC 大幅贬值,银行仍难以就其担保债权实现全额受偿。在此情形下,身为实际受益人的长航油运面临债务追偿风险,潜在损失或远高于 2013 年计提的 21.03 亿元预计负债。

(3) 融资效率

从 2004—2013 年样本公司融资效率(图 5)可以看出长航油运及其可比公司在“国油国运”战略发布前后的融资效率变动趋势,其中融资效率以分年度回归所得杠杆率的残差(edebt)度量^[21]。图 5 显示,长航油运在样本期间的过度负债较为严重,远高于中海发展和招商轮船。从时间维度来看,在 2005 年响应“国油国运”战略后,长航油运过度负债水平大幅攀升,并居于高位运转。可见,“国油国运”战略给长航油运融资活动带来了长期的负面影响。

3.2.3 非效率行为与财务困境形成

本部分采用因子分析法,剖析公司在政策性负担下陷入财务困境的表现^[22]。2004—2013 年样本公司综合绩效(图 6)显示,2008 年起,航运业的低迷在 3 家油运业公司中均有清晰体现。其中,长航油运的综合绩效得分(factor)在 2007 年达到样本期内峰值,并在该年度居于 3 家公司之首。但此后,长航油运的综合绩效得分持续下降。面对不景气的行业环境,公司管理层也采取了应对措施。例如,公司自 2011 年开始大幅削减 VLCC 订单。但长航油运前期签约的 VLCC 于 2011—2013 年交付运营,非效率投融资行为引发的问题难以逆转。基于上述分析可知,政策性负担导致的财务行为扭曲,使长航油运陷入财务困境。政策性负担承担、非效率行为与财务困境形成的证据示例见表 2。

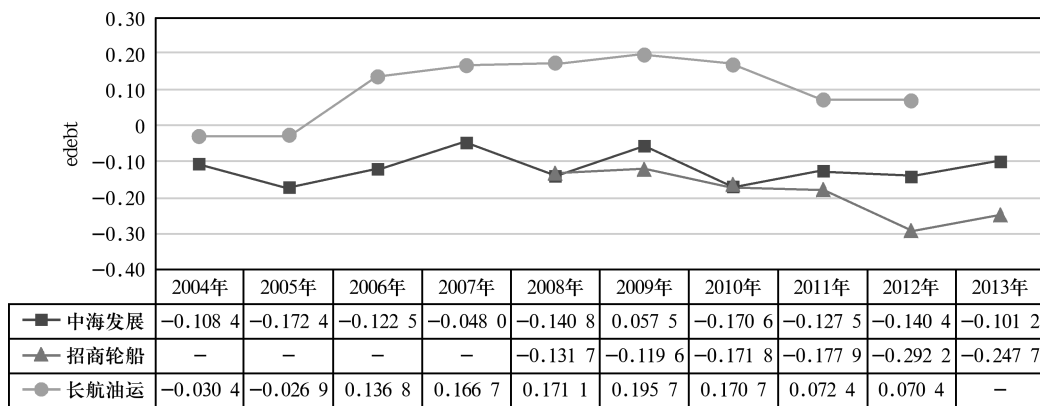


图 5 2004—2013 年样本公司融资效率

Fig. 5 Financing efficiency of sample companies from 2004 to 2013

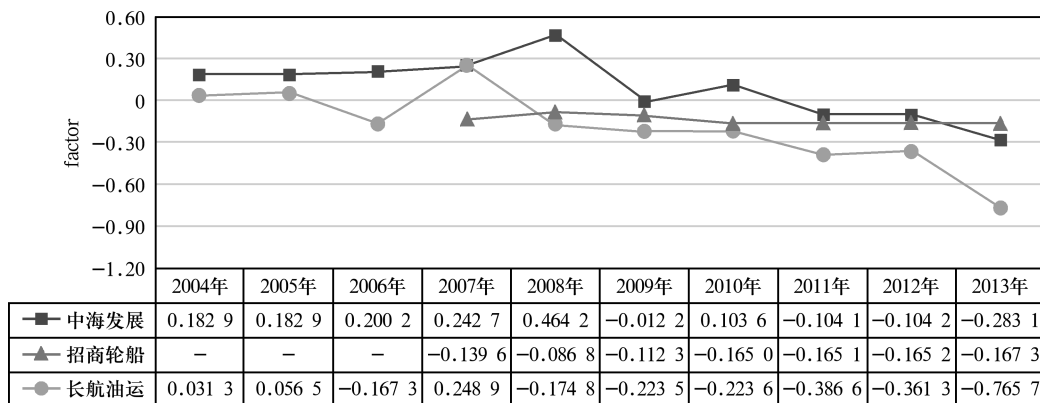


图 6 2004—2013 年样本公司综合绩效

Fig. 6 Comprehensive performance of sample companies from 2004 to 2013

表 2 政策性负担承担、非效率行为与财务困境形成的证据示例

Tab. 2 Evidence examples for policy-induced burden undertaken, inefficient behavior and formation of financial distress

聚合 维度	二阶 主题	一阶 构念	典型证据示例	资料 编码
过度 投资		委托 建造	船舶建造合同:2005年12月,渤海船舶重工有限公司、中国船舶重工国际贸易有限公司与南京油运在北京人民大会堂举行了包括4艘VLCC在内的16艘船舶的合同签约仪式,合同金额近60亿元	M1、O2
		经营 租赁	船舶租赁合同:“长江之珠”是长航油运投用的第一艘VLCC,采用租赁方式建造……公司还将在2008年11月投用另一艘租赁VLCC“长江之春”	O3
非效率 行为	表内 负债		VLCC抵押贷款:截至2013年12月,长航油运长期借款中的抵押贷款金额为55.91亿元,其中以6艘VLCC为抵押物的抵押贷款金额为32.05亿元	R1
			VLCC资产减值:截至2013年底,本集团VLCC船舶资产已显现明显减值迹象,且其价值在可预见未来大幅回升的可能性较低,长航油运据此计提减值准备25.17亿元	R1
			融资租赁之实:2009年9月,长航油运董事会秘书曾某某表示:“通过定向增发,可以将资产负债率降下来……另外,还有10艘VLCC以融资租赁的模式完成境外融资。”	M2
	过度 负债		未披露关联信息:公司一直未在年报中披露总会计师在境外船东公司兼任董事的情况,同时,公司在2007—2013年年报中也未披露上述关联关系和关联交易,违反了上市公司信息披露的相关规定	R2
		表外 负债	表外违约风险:长航油运的新加坡子公司与境外船东签订了不可撤销的长期期租合同,在承租期内不论市场运价指数如何变动,该公司都需要承担船舶期租租金的支付责任	R1
			船舶抵押处置:作为10艘长期期租VLCC与10艘MR的实际受益人,长航油运及其母公司已将上述20艘船舶全部抵押给合计8个银团、4家代理行	M1

4 “支持之手”、政策性负担纾解与财务困境扭转

4.1 政策性负担承担、预算软约束与政府干预

因长航油运的亏损系承担政策性负担所致,政府对此负有相应责任,故而存在对其实施

救助的动机。在长航油运财务困境的应对过程中,尽管政府未直接给予公司大额补助,但其表内外债务的处理可见地方政府和国资委的“支持之手”。“支持之手”、政府干预与财务困境应对的分析框架如图7所示。

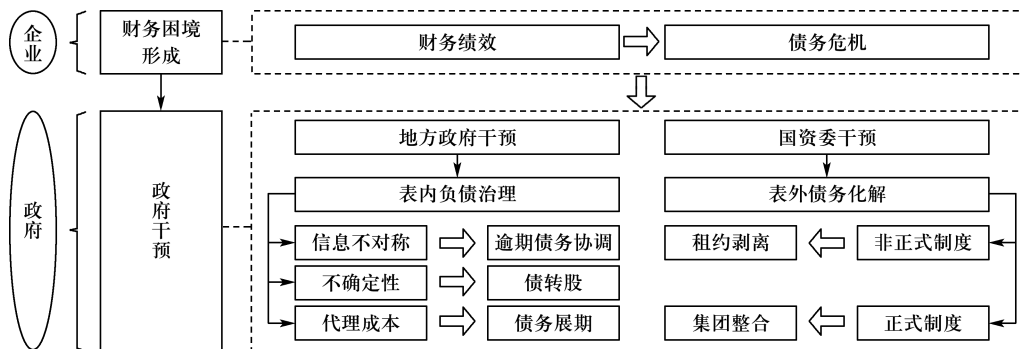


图 7 “支持之手”、政府干预与财务困境应对的分析框架

Fig. 7 The analytical framework of “Supportive Hand”, government intervention and financial distress management

4.1.1 政策性负担承担、银行预算软约束与地方政府涉入

(1) 逾期债务协调

濒临破产的企业通常存在两类显著的信息不对称问题。第一,银企信息不对称。在无政府干预的情形下,即便是面对国企,国有银行也倾向于通过提前收贷等措施降低债务逾期带来的信贷风险。第二,银行间信息不对称。国企贷款渠道多元,往往是多家银行的债务人。银行间的信息不对称会加剧各机构针对不良贷款的同业竞争,进而放大囚徒困境效应^[23]。退市前夕,长航油运已处于到期债务本息偿付困难的境地,叠加企业资金流动性持续收紧,最终导致主营业务全面停滞。

“有为政府”有助于缓解银企矛盾。政府可以强化国企与国有银行间的“血缘关系”纽带,解决国有银行的后顾之忧。2014年3月,长航油运向江苏省政府提出了债务协调请求。在江苏省金融办的协调下,主要金融机构就长航油运财务困境达成共识,暂缓采取法律措施,为其破产重整争取了缓冲期。由此可见,地方政府与市场机制形成了良性互补,发挥了“支持之手”的作用。

(2) 债转股

在企业破产重整过程中,银行债权人或倾向于以抵债资产保全现有债权,拒绝以股权受偿。一方面,商业银行信贷行为具有顺周期性特征^[24];另一方面,长航油运未弥补的亏损缺口较大,缺少利润分配法律条件。当股利分配不具备可行性时,降低资本利得的不确定性是增强债转股吸引力的关键。长航油运债转股计划于2014年批准并执行,全程仅历时33天。此时,国内债转股仍处于政策性阶段。政府信用背书强化了市场信心,也在无形之中提升了银行参与推进债转股的主观能动性。

由地方政府牵头制定的债转股方案同样提升了债权人和股东的期望收益。在债转股方案中,大股东和中小股东分别让渡了50%和10%的股票,用于清偿普通债权人的债务。普通债权人50万元以上债权的现金清偿比例为12.46%,该比例与清算状态下的受偿水平一致。针对未获现金清偿的剩余债权,普通债权人以

股票形式受偿,此举相当于让债权人近似免费获得一笔看涨期权。对于股东而言,由于公司资不抵债,其股权让渡成本也较低。这一“以时间换空间”的做法,提升了债权人与股东的未来收益,体现了地方政府的“支持之手”。

(3) 债务展期

在公司破产重整过程中,债务展期方案的实施面临股东与债权人间的代理冲突。地方政府有效缓解了这一冲突。其一,地方政府凝聚了债权人的力量。在江苏省政府协调下,长航油运与10家银行机构签订《重整银团协议》,获得10年共计25.47亿元贷款本金,实现债务展期。从担保财产执行过程来看,在44.68亿元的银行担保债权中,银行债权人仅通过拍卖6艘VLCC及2艘拟报废油船,实现23.71亿元债权清偿,并未要求公司处置全部担保财产,为长航油运的可持续经营预留了空间。其二,银行债权人的监督权和知情权得到了保障。公司完成破产重整后,银行股东持股比例超过40%,这一持股格局无形中赋予银行债权人针对特别决议事项的“一票否决权”。重整后的监事会成员共5人,其中银行监事2人(含监事会主席1人),占据1/3以上的席位,确保了监督权的有效行使。重整后的董事会共设9名董事,其中包含1名银行方董事,这一结构既保障了银行股东的知情权,又兼顾了公司主业的专业化运营。

4.1.2 政策性负担承担、关联方预算软约束与国资委参与

(1) 租约剥离

与正式制度相比,非正式制度具有路径依赖性。就本案例而言,一方面,政府的政治目标与企业的经济目标一致。VLCC是“国油国运”的战略性资产,国资委存在保全相关国有资产的政治动机。而对于长航油运而言,剥离VLCC租赁合同同样是化解破产风险的迫切需要。二者的利益协同为长航油运剥离VLCC创造了条件。在国资委协调下,招商轮船与中外运长航于长航油运破产重整期间合作组建了中国能源运输有限公司(简称China VLCC),并在此后收购了长航油运多数长期期租的VLCC。这体现了利益协同视域下国资委作为

利益相关者的“支持之手”。另一方面,由于同属国资委最终控制,国企之间的信任程度较高,这加快了合资公司的成立和 VLCC 收购的整体进度。从 China VLCC 成立过程来看,在长航油运破产重整受理后的第二十二天,招商轮船董事会便审议通过油轮合资公司的组建议案,并在此后约 1 个月正式成立 China VLCC。从 VLCC 收购进度来看,在长航油运破产重整当年,10 艘租期 10 年以上的 VLCC 全部被 China VLCC 收购。从时间维度来看,长航油运的解约节点与 China VLCC 的收购节点衔接紧密,时间间隔较短。从社会信任维度来看,国资委亦为长航油运提供了非正式制度层面的支持。

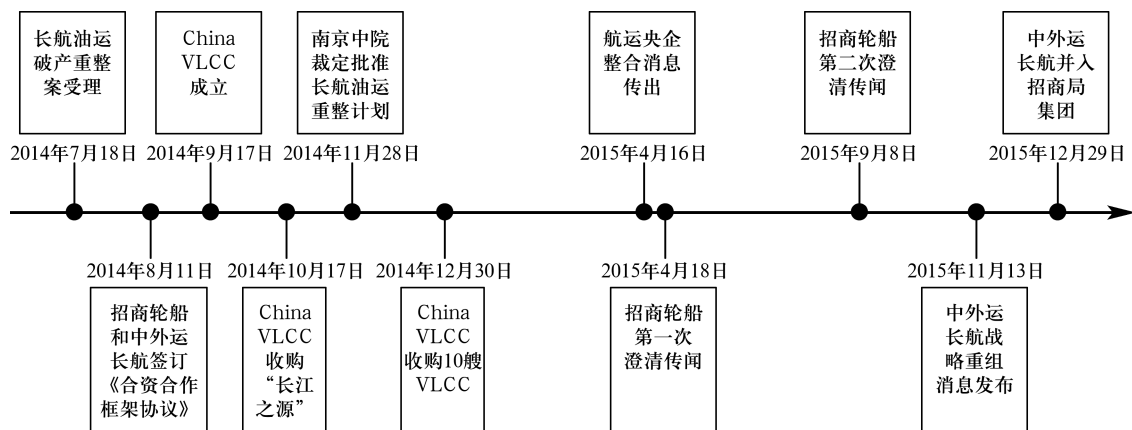


图 8 中外运长航与招商局集团合并时间线

Fig. 8 Timeline of the merger between Sinotrans & CSC and China Merchants Group

经整合,长航油运与招商轮船成为招商局集团旗下的关联公司,由此,长航油运的“再生能力”得到了有效保障。从整合对价支付方式来看,中外运长航以无偿划转方式并入招商局集团,具有鲜明的行政干预特征。基于以上分析可知,国资委通过正式制度进一步巩固了长航油运破产重整的成果。政策性负担承担、预算软约束与政府干预的证据示例见表 3。

4.2 政府干预、政策性负担纾解与财务困境扭转

既有研究表明,由于未能从根本上剥离企业的政策性负担,政府针对财务困境企业的救助举措往往难以使企业实现长效脱困,反而容易使企业反复陷入财务困境。本文通过深入分

(2) 集团整合

与非正式制度相比,正式制度具有更加明确的交易规则和法律规范,能够减少交易不确定性。股权安排是一种典型的正式治理机制。在长航油运破产重整的进程中,国资委“支持之手”的作用,同样体现在对航运业央企集团层面整合的举措上。从中外运长航与招商局集团合并时间线(图 8)可以看出,早在 2015 年 4 月 16 日,招商局集团和中外运长航就存在整合预期,针对整合传闻,招商局集团和中外运长航曾多次发布澄清公告,但从实际进程来看,中外运长航最终于 2015 年 12 月 29 日整体并入招商局集团,可见相关媒体报道事出有因。

析发现,长航油运在政府干预下,通过剥离 VLCC 业务板块,大大减轻了政策性负担且未出现财务困境的反复。“支持之手”、政策性负担纾解与财务困境扭转的分析框架如图 9 所示。

4.2.1 政府干预与政策性负担纾解

(1) 业务聚焦

破产重整后,长航油运聚焦内贸原油运输和外贸成品油运输。内贸原油运输集中在渤海湾、宁波舟山等沿海区域,近岸布局使航运距离大幅缩短;外贸成品油则辐射东北亚、新加坡等地,航线里程亦相对较短。2015—2018 年,公司货物平均运输距离从 2 625 千米下降至 1 621 千米,远低于 2013 年的峰值。

表3 政策性负担承担、预算软约束与政府干预的证据示例

Tab.3 Evidence examples for policy-induced burden undertaken, soft budgetary constraint and government intervention

聚合 维度	二阶 主题	一阶 概念	典型证据示例	资料 编码	
政府 干 预	逾期债务 协调		银行抽贷:2013年起,有银行对长航油运抽贷,引发了流动性压缩	M2	
			债务协调:江苏省政府、江苏省金融办与南京市政府召开几十次协调会	O2	
			稳贷共识:多数金融机构未对长航油运采取法律措施	M1	
	地方 政府 涉入	债转股		分红限制:2014年,母公司报表年末未分配利润为-74.95亿元	R1
				草案执行:2014年11月28日,南京市中级人民法院裁定批准长航油运重整计划……截至2014年12月31日,各债权金融机构完成留债或置换发放新贷款	R2、R4
				股债共赢:第一大股东和其他中小股东分别让渡50%和10%的股票;50万元以下债权100%清偿;50万元以上债权按12.46%现金分期计息清偿	R3
	债务展期		债权代理:担保债权对应的未变现财产,将在十年内分二十期以现金清偿	R3	
			经营支持:截至2014年12月31日,管理人对6艘VLCC及2艘报废油轮进行了变现处置,税后所得共计23.71亿元,该款项已全部分配至对应债权人	R1、R2	
			治理保障:股东大会特别决议事项,须由出席会议的股东所持表决权的三分之二以上同意方可通过。其中,公司在一年内出售重大资产的金额超过最近一期经审计总资产30%的,即属于应当提交股东大会审议的特别决议事项	R2	
	国资委 参与	租约剥离		油轮合资公司组建:2014年8月9日,招商轮船董事会审议通过组建油轮合资公司的议案……2014年8月11日,招商轮船与中外运长航签署《合资合作框架协议》	R5
				长航油运租约剥离:2014年11月24日,长航油运发布公告,称旗下新加坡公司与船东公司Agate Shipping Inc.的租约因长航油运违约被要求终止	R1
			合资公司油轮收购:2014年12月,China VLCC下属凯齐航运公司与Agate Shipping Inc.签署船舶买卖协议,并从后者处收购一艘2008年建造的29.7万载重吨的VLCC	R5	
		集团整合		整合传闻:2015年4月16日,证券时报网报道,在行业持续低迷和国企改革的背景下,不排除四大航运央企互相整合的可能	M1
				传闻澄清:2015年9月8日,招商轮船指出:“本公司与控股股东均未接到上级主管部门关于招商局集团与中外运长航重组的通知。”	R5
			正式重组:2015年12月29日,中外运长航无偿划转至招商局集团	O2	

(2)轻资产配置

随着VLCC板块的剥离,长航油运的船队结构开始以成品油轮MR等轻便型船舶为主。2015—2018年,公司MR的数量稳中有升。截至2018年,公司拥有船舶61艘,其中MR油轮36艘,其运力占公司总运力比重接近80%。从船队结构调整可知,在破产重整后,长航油运承担的政策性负担大大减轻。

4.2.2 政策性负担纾解与财务困境扭转

破产重整后,长航油运盈利质量和偿债能力得到改善,经营稳健性提升,投资者对其发展

前景持续看好。根据Wind数据库,2015年4月20日,长航油运于新三板复牌。此后,公司股价持续上涨,连续二十四个交易日收获涨停,从退市前的0.83元/股升至2.69元/股,累计涨幅达224.10%。在重新上市后,截至2019年6月28日,公司股价报收3.21元/股,相比于2.3元/股的转股价,银行债权人浮盈39.57%。股价上涨带来的资本利得也远超股东让渡的股票价值。相较而言,长航油运重整四年多(2015年4月20日—2019年6月28日)以来,上证指数从4287.30下降至2978.88,收益率仅有一-30.52%。这一

对比充分表明,破产重整不仅助力公司实现价值回升,还让股东及债转股银行债权人均得到

了丰厚回报。政府干预、政策性负担纾解与财务困境扭转的证据示例见表 4。

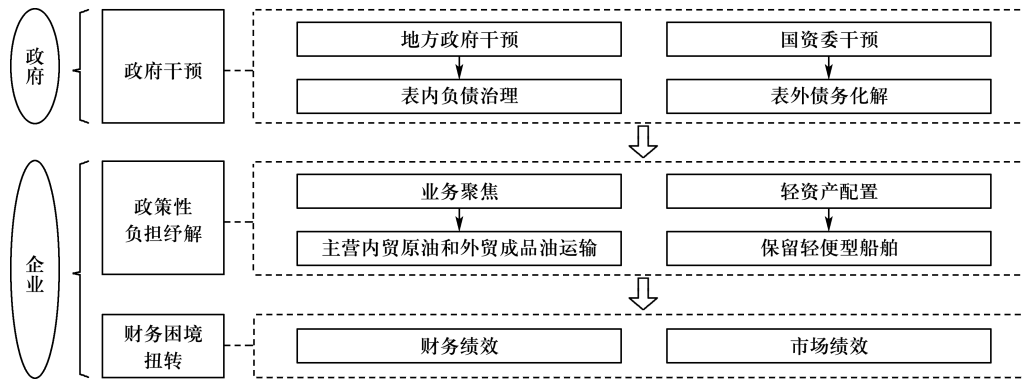


图 9 “支持之手”、政策性负担纾解与财务困境扭转的分析框架

Fig. 9 The analytical framework of “Supportive Hand”, policy-induced burden alleviation and financial distress resolution

表 4 政府干预、政策性负担纾解与财务困境扭转的证据示例

Tab. 4 Evidence examples for government intervention, policy-induced burden alleviation and financial distress resolution

聚合维度	二阶主题	一阶构念	典型证据示例	资料编码
政策性负担纾解	市场导向	业务聚焦	主营内贸原油运输与外贸成品油运输:公司以全球石化产品专业运输服务商为市场定位,专注于国内外中小型油轮等具有相对优势的市场领域	R1
		业务聚焦	油品运输聚焦区域:内贸原油运输聚焦渤海湾、海进江物流通道及长江口宁波舟山等区域;成品油运输则辐射东北亚、新加坡和澳洲,以及中东和东非等区域	R4
		轻资产配置	保留轻便型船舶:截至 2015 年底,公司船队以轻便型油轮和高端化工品船为主……船舶共计 63 艘	R1
		轻资产配置	船队构成与运力:截至 2018 年 12 月 31 日,长航油运船队规模达 61 艘,合计 224 万载重吨,其中包括 MR 油轮 36 艘、巴拿马型油船 2 艘、阿芙拉型油船 1 艘……	R4

5 政策性负担与财务困境的动态关系

作为航运业央企,长航油运一直紧紧围绕“国油国运”战略制定发展方向,主动承担政策性负担,布局自身比较优势薄弱的业务领域,进而引致投融资行为异化,最终陷入财务困境。鉴于公司承担了政策性负担,政府对于其财务困境的形成负有一定责任。尽管在财务困境应对过程中,政府未直接给予长航油运大额补助,但在表内外债务化解过程中,地方政府和国资委切实发挥了“支持之手”的作用,为企业恢复

正常经营提供了重要保障。

以往研究显示,在政策性负担未减轻的前提下,政府帮扶手段只能满足财务困境企业的短期需求,加之企业在经营决策上仍未遵循成本效益原则,且财务行为的扭曲状态未得到根本性改善,因而企业容易反复陷入财务困境。依托政府“支持之手”的助力,长航油运通过整体剥离 VLCC 船队、终止远洋原油运输业务布局,大幅降低了由“国油国运”战略衍生的政策性负担,从而彻底摆脱了财务困境。政策性负担与财务困境的动态关系如图 10 所示。

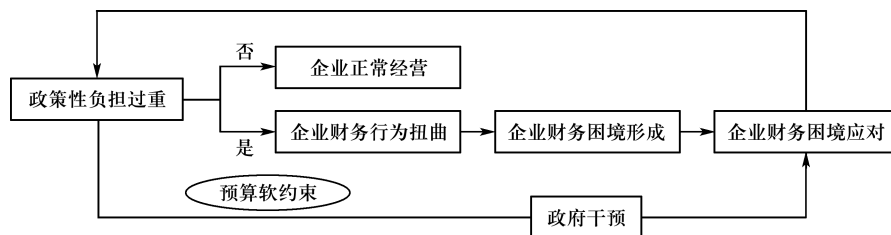


图10 政策性负担与财务困境的动态关系

Fig. 10 Dynamic relationship between policy-induced burden and financial distress

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

本文以长航油运为例,剖析了政策性负担与财务困境的动态关系,主要得出三点研究结论。

第一,过重的政策性负担会导致企业陷入财务困境。基于“国油国运”战略导向,长航油运在短期内快速扩张 VLCC 运力,转型经营远洋原油运输业务,承担了过重的政策性负担。在这一过程中,其财务行为发生扭曲,出现过度投资与过度负债问题,最终陷入财务困境。第二,对于承担政策性负担的企业,政府会在其陷入财务困境之时予以支持。就本案例而言,尽管政府未给予长航油运大额补助,但其间接助力也有效化解了公司表内外债务风险。第三,企业财务困境的彻底扭转有赖于政策性负担的减轻。在政府支持下,公司剥离了亏损的 VL-CC 船队,减轻了政策性负担,最终在 2019 年实现重新上市。

6.2 研究启示

本文的研究结论对企业和政府均具有一定的借鉴意义。

对企业而言,长航油运持续经营能力的恢复,既与政府的“支持之手”有关,也与企业的自身努力密不可分。在破产重整后,长航油运积极推进内部改革,除了将主营业务聚焦于中小船型液货运输以外,还采取了一系列降本增效措施,如在船舶修理等方面优化成本等。由此可见,在企业陷入财务困境时,管理层不应单纯依赖政府帮扶,更需要发挥主观能动性,积极实施自救。

从政府视角来看,在市场经济环境中,政府能够起到优化资源配置、修复市场失灵等问题

的作用。然而,国家战略与社会公共职能的政策导向,往往会使企业背负过重的政策性负担,这种负担不仅会扭曲企业财务决策,还会损害企业自主发展能力,引发财务困境的恶性循环。因此,在国企改革过程中,政府应当扮演好市场经济引导者的角色,尊重市场经济客观规律,以助力企业良性发展。

参考文献:

- [1] 林毅夫,刘明兴,章奇. 政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究 [J]. 管理世界, 2004, 20(8): 81-89+127-156.
- [2] Powell B. State development planning: Did it create an East Asian miracle? [J]. Review of Austrian Economics, 2005, 18(3-4): 305-323.
- [3] 周泽将,汪帅,王彪华. 经济周期与金融风险防范: 基于股价崩盘视角的分析 [J]. 财经研究, 2021, 47(6): 108-123.
- [4] 王平,唐开康. 企业文化在企业危机管理中的作用: 基于雷曼兄弟的案例研究 [J]. 管理案例研究与评论, 2019, 12(3): 301-314.
- [5] 邹颖,黄其晴,陈芮,等. 大数据应用与实体企业金融化困境: 基于双重委托代理理论 [J]. 金融评论, 2023, 15(3): 47-78.
- [6] 赵开琴,王文迪,张陶勇,等. 控股股东的股权质押动机研究: 以东方雨虹为例 [J]. 管理案例研究与评论, 2022, 15(6): 652-672.
- [7] 罗进辉,向元高,林筱勋. 本地独立董事监督了吗?: 基于国有企业高管薪酬视角的考察 [J]. 会计研究, 2018(7): 57-63.
- [8] 甘凯,金璨璨,付款,等. 管理者认知偏差对中小企业债务性融资风险的影响机理研究: 基于实证分析 [J]. 南开管理评论, 2024, 27(3): 204-214.
- [9] 贺佳,郭俊汝,成前. 政府审计独立性提升能否抑制地方国有企业过度负债? [J]. 会计研究,

- 2023(8): 146-163.
- [10] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购 [J]. 经济研究, 2008(4): 41-52.
- [11] 梁上坤, 姜艳峰. 国有资本授权经营体制改革与国有企业过度负债 [J]. 经济管理, 2024, 46(6): 125-142.
- [12] Takalo T, Tanayama T. Adverse selection and financing of innovation: Is there a need for R&D subsidies? [J]. *Journal of Technology Transfer*, 2010, 35(1): 16-41.
- [13] Jiang F, Jiang Z, Huang J, et al. Bank competition and leverage adjustments [J]. *Financial Management*, 2017, 46(4): 995-1022.
- [14] 陈艳莹, 刘婧玲. 政府补贴会让绿色认证机制更有效吗?: 基于市场演化的视角 [J]. 管理工程学报, 2022, 36(6): 274-282.
- [15] 廖冠民, 沈红波. 国有企业的政策性负担: 动因、后果及治理 [J]. 中国工业经济, 2014(6): 96-108.
- [16] 张霖琳, 刘峰, 权小锋. 因“类”制宜? 国企高管职业前景评估下的投资选择 [J]. 经济学(季刊), 2023, 23(3): 1088-1111.
- [17] 肖正, 翟胜宝, 张静. 引入国有资本能够化解民营企业僵尸化风险吗?: 来自中国上市公司的经验证据 [J]. 经济管理, 2022, 44(2): 36-56.
- [18] 何金花, 邓艳, 蔡卫民, 等. 企业战略变革内部合法性的演化模型: 基于中高层管理者互动视角的案例研究 [J]. 管理案例研究与评论, 2024, 17(4): 599-615.
- [19] Gioia D, Corley K, Hamilton A. Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology [J]. *Organizational Research Methods*, 2013, 16(1): 15-31.
- [20] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11: 159-189.
- [21] Chang C, Chen X, Liao G. What are the reliably important determinants of capital structure in China? [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, 30: 87-113.
- [22] 赵惠芳. 中国上市公司投资价值动态比较分析研究(二) [M]. 上海: 立信会计出版社, 2018.
- [23] 王曦, 金钊. 同业市场摩擦、银行异质性与货币政策传导 [J]. 经济研究, 2021, 56(10): 56-71.
- [24] 蔡庆丰, 陈熠辉, 林焜. 信贷资源可得性与企业创新: 基于银行网点数据和金融地理结构的微观证据 [J]. 经济研究, 2020, 55(10): 124-140.

Dynamic Evolution of Policy-induced Burden and Financial Distress: A Case Study Based on the Relisting of NJTC

HUANG Qi-qing¹, ZHAO Hui-fang²

(1. School of Accountancy, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou 310018, China;

2. School of Accountancy, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Taking NJTC as the research object, the study explores the dynamic evolution of policy-induced burdens and financial distress. The results show that: First, excessive policy-induced burden will distort enterprises' financial behaviors, leading to over-investment and over-indebtedness, and ultimately resulting in financial distress. Second, the government will provide support for enterprises that fall into financial distress due to undertaking policy-induced burdens. Third, the complete reversal of enterprises' financial distress depends on the mitigation of policy-induced burden. The research results reveal the hidden political factors behind the formation and reversal of enterprises' financial distress, which not only helps to deepen the understanding of the government-enterprise interaction relationship in the context of transitional economy, but also provides pragmatic insights for practical engagement between enterprises and the government.

Keywords: NJTC; policy-induced burden; financial distress; dynamic evolution; VLCC

[责任编辑 韩岳良]