

超越 垃圾债

格伦·亚戈 (Glenn Yago)

[美] 苏珊·特里姆巴斯 (Susanne Trimboth) 著

米尔肯研究所

杨艳◎译

要理解我国正在兴起的中小企业债券市场的方向和创新机会，就要知悉当年美国的垃圾债市场的兴衰，体验差异和共性，把握两国监管理念和措施，判断市场结构和品种利益的走向，这本书就是一个重要的参考工具。

——王魏

中国金融博物馆理事长
中国并购



机械工业出版社
China Machine Press

BEYOND
JUNK BONDS

BEYOND
JUNK BONDS

超越垃圾债

[美] 格伦·亚戈 (Glenn Yago)
苏珊·特里姆巴斯 (Susanne Trimbath) 著
米尔肯研究所

杨艳◎译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

超越垃圾债 / (美) 亚戈 (Yago, G.), (美) 特里姆巴斯 (Trimbath, S.) 著; 杨艳译. —北京: 机械工业出版社, 2013.1

书名原文: Beyond Junk Bonds: Expanding High Yield Markets

ISBN 978-7-111-40536-8

I. 超… II. ①亚… ②特… ③杨… III. 债券市场—研究—美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 285933 号

版权所有 · 侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2012-7792

Glenn Yago, Susanne Trimbath. Beyond Junk Bonds: Expanding High Yield Markets.

Copyright © 2003 by Oxford University Press, Inc.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Oxford University Press 通过 Andrew Nurnberg Associates International Ltd. 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 华 蕾 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2013 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm • 20.75 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-40536-8

定 价: 59.90 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261; 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294; 88379649; 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

中文版序

Beyond *Junk* Bonds

中国经济近年来发展非常迅速，当前由国有银行主导的金融体系已经无法适应经济增长的需要。而中国债券市场大部分（80%）的发行量都是由国家信用债券组成。中国的融资需求不断增长，而潜在经济增速将有所下滑，经济增长的地区差异明显，加上正在推进的利率市场化政策，这些宏观经济背景都表明中国债券市场的快速发展对未来经济增长非常重要。除了市场监管者之外，金融中介、投资者、消费者、员工和企业将成为中国债券市场发展的中坚力量。

目前，中国股票市场波动性很大且不够成熟，而公司债券市场还不够发达。但提供超过 75% 就业岗位的中小型民营企业及亟须进行重组和所有权变更的传统企业却迫切需要资本。企业融资难加上银行贷款利率管制，曾一度导致民间高利贷市场猖獗。一直以来，民营企业都是推动中国经济增长奇迹的引擎之一。该市场如何帮助中国企业获得资本？为了提高高收益债券的发行效率，需要什么样的政策调整？

本书介绍了美国和其他国家很多高收益债券市场的宝贵经验，可供中国借鉴。美国现代高收益债券市场诞生于 20 世纪 70 年代中后期，21 世纪初发展成熟。以高收益债券市场发展为标志的企业融资变革，推动形成了美国历史上最长的一段创造就业、形成资本的经济扩张期。过去高度集中的资本市场只服务于那些规模排在前 5% 的大企业，且

完全掌握在强势的银行机构和大型企业的管理层手中。但从 20 世纪 70 年代的资本民主化第一阶段至今，企业已经从资本市场新募集到超过 1.5 万亿美国的资本。

20 世纪 80 年代初，高收益债券市场创造出的新金融技术的完全实施，带来了资本准入的全新变革，让新企业有机会进入公司债券市场，形成新的经济增长点，传统行业也得以复苏，为美国创造出 6 200 多万个就业岗位。而且，其中的很多金融创新随后都被复制到私募股权市场和其他固定收益市场。

当前，新兴和前沿市场将成为全球经济增长的引擎，如果想要完成通过经济增长来促进这两个市场的发展，以及在 21 世纪剩下的几十年中创造出更富有、健康、受良好教育、高效率的中产阶级的挑战，都需要充分吸取高收益债券市场的经验。

高收益债券包含一系列经过市场检验的金融创新，如果适当运用，将有助于公司战略的实施，进而促进行业重组，最终达到创造就业、提高劳动生产率、调整产业组织效率、开创新产业和新技术的效果。与此同时它还能对那些希望获得高回报率以为社会基础设施、退休金、医疗保险金和教育经费筹资的机构投资者提供风险管理工具。这些金融创新是构建金融基础设施大体系的一部分，而该体系又对国家和市场构建运输、通信、供水、卫生和行业基础设施非常关键。

沃尔特·白哲特是第一个描述将储蓄转化为投资的重要人物。1873 年，他在著作中称该过程会提高国家的生产率，并促进收入和财富的增长。他第一个指出全球经济增长面临开辟新渠道，将资本转移到新所有者、新技术、新市场和生产性产品的难题：“把世界当成一个整体，显然无论是过去还是现在，贫穷国家都没有多余的钱从事新型和大型事业，而最富有国家的资金又过于分散，且这些钱被所有者紧紧地握在手上，当有新项目需要大量资金时却经常筹集不到钱。”^①随后，约瑟夫·熊彼特介绍了更完整的金融市场如何解放企业，让它们的创新促进宏观经济增长。^②通过分配储蓄以及更好地监督企业、加强创新性金融工具的流动性以及更好地对新兴技术进行风险管理，这次金融革命成为技术、通信、金融服务、批发与零售交易等新兴行业变革和传统行业再造必要的

① Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London, 1873: 3.

② John Hagedorn, “Innovation and Entrepreneurship: Schumpeter Revisited,” *Industrial and Corporate Change*, 5/3 (1996): 883-895.

先决条件。高收益债券的出现，就是为了融合这些功能，通过公司债券市场开拓使资本流入企业的新渠道。

什么是高收益债券？高收益债券是一种金融理论、投资工具和市场。美国是高收益融资再发展的先驱，高收益债券是比投资级债券信用等级更低、违约风险更高的公司债券。美国历史上很早就出现过高收益债券，如早期为独立战争债务再融资的主权债券与随后在第一次世界大战前用于钢铁、铁路和橡胶行业初步合并的主权债券。到 20 世纪 80 年代，高收益债券市场出现新发高收益债券（发行时即为高收益债券），通过对资本结构进行分层，降低了美国非投资级发行人的融资成本。现在，高收益债券规模已经达到了 1.5 万亿美元，表明超过 35% 的新公司每年会发行差不多超过 2 000 亿美元的高收益债券。

关于高收益产品和市场的金融理论证明资本结构非常重要。资本结构由各类债权和债权工具组成，从更像债权的优先级短期贷款到浮动利率债券、次级债券，到实物支付债券，再到更像股权的认股权证，为企业提供了更多的资本结构弹性，帮助它们渡过艰难的经济环境，并让融资期限与企业生命周期、产品和新市场的公司战略匹配起来。企业的演进过程必须与资本结构的需要匹配起来，从企业初创期通过风险资本和私募股权融资到成为新上市公司，再到逐步成熟并重组。

通过资产负债表分层，企业管理者和企业家获得了企业生命周期内的融资灵活性。而且，如果设计得仔细，资本结构还能够将管理者、股东、雇员、供应商、债权人和其他投资者的利益统一起来。这些多样化的资本结构可以单独出售，并通过公募市场为企业和投资者提供流动性。正如本书和其他关于高收益债券市场的研究所显示的那样，利益的统一也可以将企业融资结构、组织结构和公司战略统一起来，帮助企业执行创新性商业计划，设计出新产品、程序和营销技术，进而通过改变各行各业最终改变世界。

在现代高收益债券市场出现以前，资本市场过于集中，且资金仅提供给当前的消费者和市场，新主体很难进入。此外，利益集团经常竞争冲突，而不是合作统一，破坏商业计划、市场和就业。传统银行融资也有很多缺点，因为它们大部分只能提供可以随时提前收回的短期信用，企业很难用它安全地投资于

长期资产和项目。另外，只能获得可变利率贷款意味着企业很容易受到利率风险的影响。虽然银行贷款仍然非常重要，但现在各种规模和信用评级企业都有了新的融资选择权，投资者也可以通过构建分散化的高收益债券市场投资组合来安全地投资于各种不同的企业。

为什么通过高收益债券和融资变革来提升资本市场的宽度和深度，不仅对新企业和行业非常重要，同时也是宏观经济动力转变的关键？如果运用得当，金融技术会通过宏观经济学中为大家所熟悉的金融加速器来放大和延长经济周期的变化。^①运用于高收益债券市场的新金融技术是战胜金融市场（信息成本、监管、合约执行成本和税制）冲突^②的关键。通过降低这种对借款人的资产负债表产生负面影响的外部融资溢价，这些变化接下来又会影响经济周期。由于相比投资级企业，高收益债券融资企业受到的信用限制更多，故而它们获得资本的难易程度更可能反映经济周期的预期变化和经济增长前景。在经济周期的加杠杆和去杠杆阶段都是如此。^③为了维持经济增长，税收和监管政策要使企业融资成本降低的传导过程更加平稳，应该对宏观经济的这些变化保持高度敏感。

本书完整地概括了高收益债券市场的重要历史经验，我想它们将有助于构造中国债券市场的法律和金融体系。过去 20 年，中国新兴资本市场发展得非常迅速，我想未来它还会继续保持快速增长的步伐，成为一种重要的资本分配手段，创造市场效率、降低企业的资本成本、创造新一轮就业并不断积累资本，为中国辉煌的未来提供资金支持。

格伦·亚戈

米尔肯研究所高级主管、资深研究员

2012 年 11 月 6 日

① Bernard Bernanke, Mark Gertler, and Simon Gilchrist, “The Financial Accelerator and Flight to Quality.” *Review of Economics and Statistics*, (1996). 78: 1-15, and their “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, NBER Working Paper, 6455 (March 1998); Almeida, Heitor, Murillo Campello, and Crocker H. Liu(2006). “The Financial Accelerator: Evidence from International Housing Markets” *Review of Finance*, vol. 10 (September), pp. 1-32.

② 金融市场冲突，是指金融市场存在外部融资溢价，也就是外部融资成本和内部资金机会成本之差。

③ Glenn Yago and Tong Li, “Deleveraging Corporate America: Job and Business Recovery through Debt Restructuring,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 23/1 (2011): 77-83.

我们能否超越金融创新的历史

2008年，中国人民银行副行长苏宁在中国并购年会上宣布，中国人民银行积极鼓励并购融资采用更多金融创新工具来丰富中国的资本市场。2009年，时任中国银监会主席刘明康签发了并购贷款的管理规则。由此，发源于20世纪80年代的美国金融自由化运动，曾被日本引进并称为“金融革命”，终于艰难地进入中国的金融舞台。从面向历史的以净资产、抵押和担保为依托的传统融资观念，转向面向未来的以现金流、管理能力和市场创新为依托的融资观念，将推动金融制度的变革。

金融是一种制度安排，也是一种生活态度。金融的核心是通过各种渠道和金融工具的创造来保证资金在供求双方的有效流动，提升消费者福利和企业家经营的安全度。在计划经济下，金融是政府强制配置资源和利益管理的手段，消费者和企业家并不能自由交换资源或者代价极高。过去几十年的金融改革始终是金融供给方不断地调整利益格局，并没有给需求方更多的空间和博弈能力。

30年的经济改革、全球化的进程、一大批中小企业的成长等都在推动中国资本市场和金融制度进入供求双方最后的博弈。由于西方次贷危机的影响，中国政府进一步强化了干预整体经济的措施，政策性投入和地方融资平台成为近年来中国资本的主流，曾经活跃的资本市场反而被边缘化。在这样一个困难时期，金融制度的改革才有机会起步。其中，公司债券市场在千呼万唤中被首先推向前台。

从技术角度看，公司债券不过是一个企业融资工具，只是调剂市场品种的举措。不过，从现实环境和金融历史的角度看，这可能是一个重要的突破口，中国资本市场的民间性和现代性可能由此展开。要知道，20年前中国资本市场的破土就是从国库券的民间二级流通市场开始的。巨大的民间炒作和国库券流通压力迫使监管机构不得不加快上海和深圳两个交易所的建立。

6年前，我访问洛杉矶的米尔肯研究所时，米尔肯送了我这本书。他希望高收益债券市场在美国受挫后，可以在日本有机会，更希望可以在中国有空间。2007年，我曾专门安排并购公会成员到中国人民银行总行向几十位行长和司长介绍垃圾债和杠杆收购等内容，我、中信证券董事长王东明和时任中国银行行长助理朱民都精心准备了材料。安排这个活动的吴晓灵女士事后告知，这次讲座对中国人民银行各司局长启发很大，也准备邀请米尔肯研究所的人来中国交流。因次贷危机缘故，此事搁置。

2012年以来，伴随中小企业债券市场的开拓，中国关于垃圾债的讨论越来越多，这本书被翻译成中文恰逢其时。2012年2月，米尔肯再次来到北京参加活动，鼓励中国有关部门重视公司债券市场的地位，关注民间金融创新。5月，我第三次访问他的公司，他非常兴奋地提及垃圾债市场的中国机会，建议先将此书翻译出来。他也为我刚刚再版的《杠杆收购和垃圾债券：中国机会》选择了一篇论文编入，并表示将在美国大选之后，专门为中国写一本金融创新的专著。

要理解正在风头上的中国股权投资和并购市场，我称之为PEMA（private equity, M&A）市场，先要了解过去30年来美国金融自由化洗礼美国产业和经济结构的过程。美国如何从被后起之秀的日本经济压倒到突然从传统经济转向互联网经济，从1987年的股灾到重新成为全球金融大国，本书就是写这段历史的金融体验和金融创新。

要理解现代公司的资本结构和建立资本战略，先要了解推动公司治理结构的杠杆收购以及支持资本战略的垃圾债，特别是现金流分析的主导过程。这些在商学院教材中的老生常谈在操作中培育了一批全球级公司，也毁掉了一批企业家和金融家。本书对此都有中肯的表述。

要理解我们正在兴起的中小企业债券市场的方向和创新机会，就要知悉当

年美国垃圾债市场的兴衰，体验差异和共性，把握两国的监管理念和措施，判断市场结构和品种利益的走向，本书是一个重要的参考工具。

我们应当认识到，仅有金融制度变革的理念是不够的，还需要金融工具的创新。传统的商业银行、保险公司甚至在严格监管下徒有虚名的中国本土投资银行机构都还没有基本的手段来进入这样一个全新的市场。中国中小企业和创新企业都是在过去 30 年中破土而出的，与传统金融体系没有血脉姻缘，而且长期被监管机构严格审查，只能在有限的自身资本积累、商业信用和少量创业投资基础上建立资本战略，资本饥渴成为发展瓶颈。我们需要垃圾债这类金融工具的创新，特别是来自民间的创新。

一个拥有最大外汇储备和大众储蓄的经济大国，一个长期保持最高投资水平的发展中大国，资本通过商业银行和政府主导的金融机构投向政府鼓励的产业和产品，甚至低成本地通过国际金融机构来配置闲置资本，而这些投资又大部分以高价（无论是从利息还是从股息来看）投入中国的企业。这样畸形的金融结构需要来自民间资本市场的创新和冲击。

金融创新始终是民间的、市场的创新。监管机构不是创新机构，至多是理解并宽容创新的机构。寄托于监管机构和国有金融机构的工具创新是不现实的。中国的垃圾债和杠杆收购市场应当有巨大的空间，我们希望创业家、企业家和金融家能把握时代的机会，在迎合消费者和企业家需求的基础上推动金融工具和市场的创新，也希冀监管机构能因势利导，重构中国金融制度和市场的微观基础。

在一定条件下，我们能够超越历史，30 年的高速成长给予中国企业家和金融家相当的自信。但是，这些超越更多的是建立在瓦解计划经济基础和全球化溢价基础上的。今天，我们需要真正的内在市场动力和制度改变的推动。金融工具的创新是重要的机会之一，我们不能也不应超越金融创新的历史。

王巍

中国金融博物馆理事长

中国并购公会会长

2012 年 10 月 23 日

译者序

Beyond *Junk* Bonds

虽然中国债券市场发展的历史已经不短，但其真正蓬勃发展，也只是近几年的事情。2008 年以前发行的企业债几乎都是由银行提供担保，信用等级齐刷刷的为“AAA”，投资者没有承担过真正意义上的信用风险。随着债券市场的深入发展，债券融资总量在社会融资总量中的占比越来越大，银行即将执行更为严格的资本充足率监管规定，越来越多的新企业将进入债券市场募集所需资金。随着我国金融脱媒化的进一步演进，基金、保险等非银行机构在债券市场投资者中的地位将进一步提升，信用债券市场发展的前景将会非常广阔。信用债券市场的进场次序一般从规模最大的央企到中小型的民营企业，从资本最雄厚的电力企业到制造业，再到科技创新型企业。随着我国债券市场发展的深化，债券市场发行人的评级将呈现不断下降的趋势，届时，中国的一级高收益债券市场将会逐步发展起来，越来越多曾经被排除在债券市场之外但亟须资金谋求发展的中小型企业将会得到在债券市场募集资金的机会。

从各类文献中，中国债券市场的参与者已经对高收益债券或者垃圾债耳熟能详。虽然中国还未在一级市场发行过高收益债券，但发行时为投资级，因资质恶化而被降级为垃圾级的债券，大家并不陌生，从 2006 年的“06 福禧 CP01”到 2012 年的“11 海龙 CP01”“11 江西赛维 CP001”和“11 新中基 CP001”，这些中国出品的“堕落天使”在

降级后的几个月鲜有成交，且曾经一度引起市场对低评级和敏感行业的极度担忧。

在美国，高收益债券市场的一个重要功能就是为成长型中小企业募集所需资金。在中国，近几年已经做了许多相关的创新与尝试。从推出中小企业集合票据、中小企业私募债到证监会今年大力推行的中小企业私募债，都为很多国家重点支持但本身因资质原因无法在债券市场直接融资的企业获得了所需的资金。

今年中小企业私募债推出的一个重要背景是中国经济增速减缓、通胀压力减轻而全球复苏乏力，央行货币政策转向宽松，基准利率和货币市场利率大幅降低，信用利差不断缩窄，普通投资级债券的投资回报率逐步降低，追求绝对收益的投资者急切希望能够有新的高收益品种可供选择，而中小企业私募债恰逢其时地满足了市场的需求。从性质上讲，中小企业私募债已经部分具备了高收益债券的特质。

正所谓“他山之石可以攻玉”，引入此书的目的是为了学习外国高收益债券发展历史和发展过程中的经验和教训，以便投资者能更好地驾驭这个收益丰厚但是也伴随着较高的流动性风险甚至违约风险的市场。本书中积累了很多宝贵的经验数据，将是中国发展高收益债券市场的重要参考；而其中对 144A 规则和固定收益报价系统的介绍，为提高高收益债券市场的流动性提供了很多宝贵的意见。

美国的高收益债券市场为美国培育出了一大批为其经济发展作出杰出贡献的知名企业，很多曾经创造美国 20 世纪末最引以为豪的一段经济繁荣时期的科技企业，都曾受益于美国高度发达的高收益债券市场。我相信，我国中小企业债券市场也将培育出一大批优秀的新兴企业，为中国未来几十年的经济发展作出杰出的贡献。

本书历时半年翻译完成，期间得到了众多友人的帮助和支持。首先要感谢我的亲人许志方、杨仁政、孟林对我的全力支持，感谢余万伟、魏青波和魏玮为我提供的帮助。同时还要感谢华章出版社的编辑杨熙越和华蕾，他们在本书翻译期间与我进行了多次沟通，并给予我绝对的信任和支持。此外，还要特别感谢我的导师管圣义博士，是他带领我进入债券这个行业，有幸翻译这本著作。最后我还要感谢银行同仁对我翻译这本书所给予的大力支持，特别感谢杨佳木，她对工作的热情给了我极大的鼓励。

杨艳

2012 年 11 月 28 日

前言

Beyond *Junk* Bonds

1991年，牛津大学出版社出版的《垃圾债：高收益债券如何对美国公司进行再造》（以下简称《垃圾债》）一书问世，而高收益债券市场也开始步入一个充满不确定性的时代。股票市场崩盘；议会取消了对高收益债券利息的税收减免；存贷款协会以及大多数保险公司和年金计划都被禁止投资于高收益债券；德崇证券倒闭；证券监管机构、税收当局、法院甚至经济学家们都在争论“垃圾债”到底是债权工具还是股权工具。但是在所有这些不好的消息集中爆发之后，全球经济进入历史上为期最长、最强健的一段扩张期。11年后，《超越垃圾债》出版，我们将要面临的可能是一个不确定性更强的时代；2001年“9·11”事件加重了这种不确定性，全球经济可能正在面临衰退，而“恐怖袭击”以及接下来的军事行动可能只会加速经济的衰退。2002年6月，我们可以从高收益债券出现负的回报率观察到市场的不确定性，当时高收益债券与10年期国债的利差达到1 000个基点，而到2002年12月，利差缩小到800个基点。此外，债券市场违约的债券数量在2001年年末达到640亿美元。但是，到2002年中期，投机级债券市场的违约量就已经达到456亿美元，这还不包括世通公司2002年7月310亿美元的违约量。然而，正如我们将在书中详述的那样，随着陷入危机的企业开始有所好转并开始进行重组和再融资，高收益债券市场开始出现反弹的迹象。

本书讲述的就是发生在这期间的故事，可以说是一个成功的故事——高收益债券市场以及利用高收益债券市场提供的资金实现蓬勃发展的企业、行业和国家的成功故事。这是一个高收益债券如何摆脱被称为“垃圾债”的故事。事实上，本书不仅仅是一个“故事”。故事一般应该按照时间顺序来写，像“高收益债券市场”这样一个广泛的主题，没法详细地按照时间先后逐一介绍。所以，书中会有多条时间主线。

首先让我们深入地观察一些关键事件。这些事件多数都与资本市场监管相关。有些事件主要与市场的买方（共同基金、经纪商、机构投资者等）有关。企业和国家（卖方）一直都有某种形式的融资需求。资本市场的供给方可能会一直存在。但问题是，非公开的（银行）和公开的（资本市场）资金来源是否能满足这些资金需求。

本书的第1章，完成了我们在《垃圾债》一书中开始的工作，并引入20世纪90年代的高收益债券市场。1989年的税收改革法案仅仅拉开了一个序幕，随后的一系列监管制度都对高收益债券市场的买方和卖方造成了某种形式的限制（见第2章和第3章）。这些监管限制造成了就业和资本的不匹配。换句话说，那些创造就业的公司无法得到它们所需要的资金，因为创造就业的同时也伴随着一定的风险，而监管机构认为对于那些持有越来越多美国金融资产的金融机构来说，这些风险是不合适的。我们在第3章和第4章中对市场发生中断的时间进行了实证检验，以证明这些监管措施的影响。附录B将会描述我们如何用严格的统计技术来确定市场发生暂时性扭曲的时间。但是接下来，我们将用很多细节来告诉读者（不管你多不相信）20世纪80年代末的市场扭曲并不是“自然发生的”。高收益债券市场并没有倒下；市场的价格虽然暴跌，但很快就恢复过来，而且没有给公司和投资者造成重大损失。

尽管政府用最大的努力试图摧毁高收益债券市场，但是它恢复了过来。在经历了1989～1990年的破坏期之后，资金回流到共同基金，资本市场得以恢复，创新型企业又能够获得它们成长所需的融资了。正如我们在第5章和第6章中所描述的，市场不仅恢复了，而且还开始扩张并向新方向发展。在第7章中，我们将详细描述一些源自高收益债券市场并在该市场发扬光大的证券结构

创新，其中一些创新也为投资级发行人所运用（在附录 C 中，我们将更完整地列出这些证券类型）。

自 1989 年税收改革法案修订开始，一个重大争论就一直持续至今：高收益债券是债权工具还是股权工具？该答案的法律、监管和会计意义非常重大，超出了税收意义的范围，并且还会影响公司的资本结构。在第 8 章中，我们将分析高收益债券在资本结构中的重要性以及米勒－莫迪利亚尼（MM）资本结构命题对高收益债券市场发展的启示。在 20 世纪 80 年代末动荡不安的几年里，产生了一系列的研究报告。在附录 D 中，我们按主题进行分类，整理了相关的参考文献，并对一些技术和实证论文的研究成果进行了总结。

20 世纪 90 年代，无论在美国还是在海外，高收益债券市场的多数消息都是好消息。80 年代，高收益债券受到两点诽谤：第一点是高收益债券被管理者用来扩大公司规模以满足自己的利益，以及被收购专家用来让公司解散。但是与新闻报道不同的是，第 9 章中的实际证据表明，公司控制权市场提高了公司的效率。我们还有别的证据表明，监管当局干涉资本场所起到的效果却是削弱了公司控制权市场对绩效不佳企业的约束力。第二个用于反对高收益债券融资的新闻报道是，发行债券的企业陷入利息偿付困境，由于负担太重，它们难以继续生存。我们给出了大量相反的证据。我们展示了企业如何通过高收益债券来保护资产、收益流而且最重要的是美国的就业，从而修复资产负债表。此外，在第 9 章中，我们列举出 5 个在 80 年代发行了高收益债券的知名企业。这些公司加上我们在第 10 章中讨论的行业，是 10 年经济扩张最重要的一部分贡献者，正是这段繁荣使美国经济能够依然保持强劲和坚韧。第 11 章列举了高收益债券市场金融创新的新方向。

对数据的注解

20 世纪 90 年代，各类印刷品和电子出版物上刊登的关于高收益债券市场的新闻、资讯和数据的数量增长非常迅速。1989 年，除了信用评级机构以外，只有两三家投资公司会定期公布高收益债券分析报告。到 2000 年，不仅发布报告

的公司数量大增，而且每一家公司都会出版针对某些市场板块的专业杂志，比如通信业、零售业、食品业，再加上欧洲、加拿大、亚洲和拉丁美洲。

尽管对高收益债券市场的报道铺天盖地，但是大家对高收益债券市场规模的看法却依然存在很大分歧。1999年年中，我们对4家投资公司的研究部门进行了一次调查。结果令人吃惊：美国市场的规模在3150亿~6490亿美元之间——差别高达3340亿美元！奇怪的是，为高收益债券市场给出更高估值的数字排除了一部分市场（评级分歧债券和可转债），而最低的数字没有作任何限制。欧洲高收益债券市场的分歧还要更大，当我们开展调查时，市场刚组建起来，规模在170亿~430亿美元。响应我们调查的机构无法为差别作出解释。我们将在第2章中进一步探讨这一话题。

在讨论高收益债券市场时，选择测量指标是一件很困难的事情。在报告高收益债券市场的健康程度时，报告中可能会交替使用数量、增长、价值或收益。即使只是简单地测量数量和价值，仍然会存在严重的问题——不是所有测量规模的方法都表达了同一个意思。“市场规模”可能是指“所有的债券”，也可能是指“所有未违约的债券”，而且可能包含或不包含主权债券抑或堕落天使。测量违约证券可能是所有问题中最麻烦的，因为即使在评级机构将某只债券列为技术违约之后，债券持有人仍然可能回收一部分。某种口径可能会将市政债券和主权债券纳入违约债券总额，但是其他口径可能不会。

在本书中，读者会发现很多数据都采用图表的形式。在每个分类中，我们一般会将我们的资料来源限制在两个主要的信息提供商内。对于企业层面的数据（包括所有企业的数据），我们主要依靠标准普尔行业/研究数据库以及证券数据公司白金服务；对于信用评级和违约率（包括评级和违约债券的价值），我们使用标准普尔和穆迪的数据；对于市场概况和共同基金数据，我们一般依靠公开出版物以及美林指数和雷曼指数。这并不是因为这些资料来源比其他的要好，我们这么做的目的是尽可能减少分歧。

在我们看来，20世纪90年代高收益债券市场发展过程中最重大的事件是
全美证券交易商协会（NASD）推行的固定收益报价系统（FIPS）。^①最重要的

① 第8章会完整地探讨FIPS和随后的TRACE（交易报告和合规允许）系统的发展与重要性。

是，报道和传播信息有助于提高信息透明度，促进市场蓬勃发展。1994 年，由于 FIPS 系统上线，一些经过挑选的、交易活跃的债券开始定期公布最高价、最低价以及交易量汇总信息。广泛接受并利用交易信息有可能在未来减轻甚至消除高收益债券数据问题。高收益债券市场一直是一个研究密集型并受事件驱动的市场。我们希望本书能够帮助大家理解垃圾债市场的高收益金融创新将如何帮助我们构建一个更美好的未来。