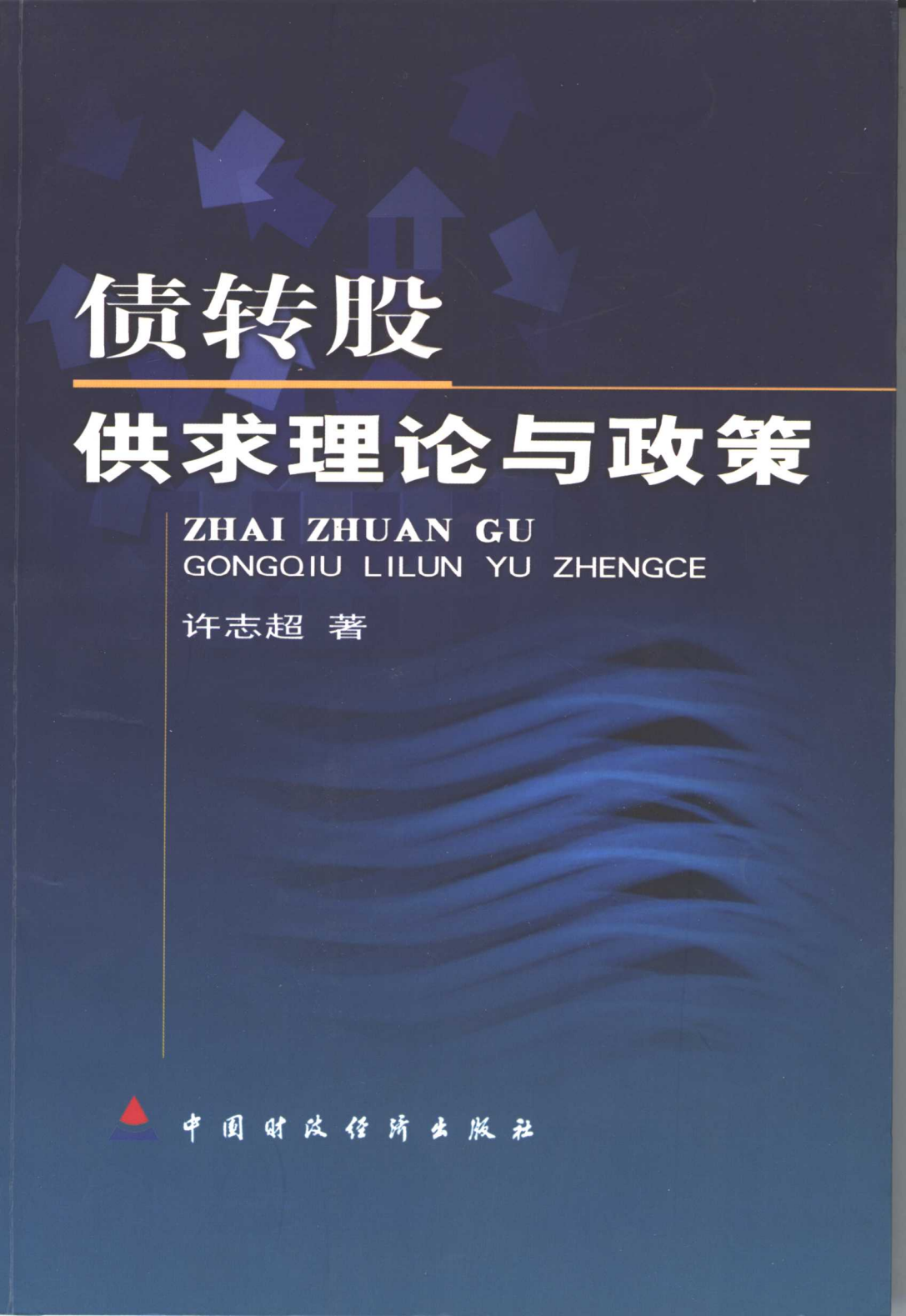




债转股

供求理论与政策

ZHAI ZHUAN GU
GONGQIU LILUN YU ZHENGCE

许志超 著



中国财政经济出版社

债转股供求理论与政策

许志超 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

债转股供求理论与政策/许志超著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004.6

ISBN 7-5005-7306-5

I. 债… II. 许… III. 债务-转换-股份-研究 IV. F83

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 047300 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

清华大学印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 10 印张 237 000 字

2004 年 6 月第 1 版 2004 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 25.00 元

ISBN 7-5005-7306-5/F·6380

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

前言

Preface

化解金融风险与国有企业的脱困是我国经济生活中相互联系的两个重大问题。国家实行政策性债转股，试图同时解决这两个难题。作者在债转股实践中深切地体会到，无论是政策性债转股还是商业性债转股，都迫切地需要债转股理论的指导。因此，即使对于政策性债转股来说，理论和政策研究的成果若能起到总结经验教训和亡羊补牢的作用，也是有价值的。

债转股理论的研究工作如何开展是一项富有挑战性的工作。主要原因是由于可供借鉴并可直接用于指导我国企业债转股实践活动的系统性理论文献缺乏，进而增加了理论研究工作的难度，同时也增加了理论研究工作的风险。债转股是债权与股权的交换，所以，债转股问题的研究可以从交易的角度展开分析。任何交易都是买方与卖方或需求方与供给方就交易对象做出的选择，因此，债转股交易的分析，实质上也就是债转股的供求分析。本书理论探索的首要目标是试图建立一个债转股供求均衡理论的分析性框架，并期望这一理论框架在研究方法和思路上适用于分析任何形式的企业债转股问题。

试图从交易的角度来研究债转股的供求均衡理论需要有一点冒险精神。这不仅是因为债转股供求均衡理论模型的建立及其对于我国不良资产债转股的应用是一项理论创新的工作，更主要的在于作者对这项工作心中不是完全有底。如果本书在这部分内容



上存在值得商榷甚至错误之处，欢迎读者的批评指正，以便推动债转股理论问题的研究，这也是作者所希望的。

理论的意义在于指导实践。作者试图通过债转股供求理论与经济政策分析方法的有机结合，建立一个债转股政策的分析性框架，并用于指导和评价我国政策性债转股的实践活动，这也是出版本书的另一目的。作者充分肯定了我国实施政策性债转股战略决策的正确性，同时对理论和政策研究中存在的若干问题作出了评价，揭示了我国政策性债转股的经验教训，并就下一步工作的改进提出了政策建议。

自从1993年回国服务算起，我的学术研究生涯差不多中断了10年。在这种背景下，忙中偷闲地读书和写作显然是一件效率低下的事情。书稿基本上是一年前完成的，这一年来，许多情况有了新的变化，自己对不少问题也有了进一步的认识，本想对书稿的有关内容作一些充实和完善，但书稿附录2交付的时间已拖了半年，自己似乎也没有时间和精力能够静下心来完成这项工作，这多少有点遗憾。

在本书出版之际，作者需要向很多人致谢。特别要感谢华中科技大学蔡希贤教授、林镛博士和中国信达资产管理公司股权管理部主任高冠江博士、陈义斌同志的帮助。感谢邱继成博士对本书有关内容做出了许多富有启发性的评论。张军女士对本书文字处理方面提供了帮助，她的高效率的工作为作者完成本书节省了大量的时间，在此顺致谢意。

作 者

2004年5月

目录

Contents

1	导 论	(1)
1.1	本书的研究对象与研究意义	(1)
1.2	国内外研究概况与相关理论	(3)
1.3	本书的研究思路与结构安排	(14)
2	债转股概论	(17)
2.1	债转股的由来与概念	(17)
2.2	债转股中的债权与股权	(21)
2.3	债转股中债权与股权的相对性	(24)
2.4	债转股分类	(29)
2.5	债转股目标	(34)
2.6	债转股的研究对象	(37)
2.7	债转股供求概念的相对性	(38)
3	债转股需求分析	(40)
3.1	影响债转股需求的主要因素	(41)
3.2	债转股需求理论模型的建立	(44)



3.3	债转股需求的系统性差异和需求时机	(51)
3.4	债转股价格与债转股需求分析	(57)
3.5	债转股需求函数分析	(65)
3.6	债转股需求的进一步分析	(68)
4	债转股供给分析	(73)
4.1	影响债转股供给的主要因素	(74)
4.2	债转股供给理论模型的建立	(75)
4.3	不良债权债转股供给分析	(93)
4.4	债转股价格与债转股供给分析	(104)
4.5	债转股供给函数分析	(109)
4.6	债转股供给的进一步分析	(114)
5	债转股均衡分析	(117)
5.1	债转股均衡分析	(118)
5.2	债转股非均衡分析	(131)
5.3	不良债权债转股的均衡与非均衡分析	(136)
6	债转股政策分析	(147)
6.1	债转股政策引论	(148)
6.2	债转股政策目标与政策效果分析	(153)
6.3	债转股条件政策分析	(160)

6.4	债转股数量政策分析	(166)
6.5	债转股比例政策分析	(170)
6.6	债转股价格政策分析	(175)
6.7	债转股股权回购政策分析	(185)
6.8	债转股政策的进一步分析	(192)
7	债转股资产的管理与处置	(201)
7.1	债转股资产管理与处置目标	(202)
7.2	债转股资产分类	(204)
7.3	债转股资产分类分析	(210)
7.4	债转股资产管理	(216)
7.5	债转股资产处置	(219)
7.6	债转股资产重组	(224)
7.7	金融资产管理公司的创新与改革	(230)
	附表	(239)
	附录 1 债转股法律问题研究	(262)
	附录 2 外债债转股问题研究	(282)
	参考文献	(303)



1

导 论

1.1

本书的研究对象与研究意义

债转股是指债权（债务）与股权的交换。一般地说，债转股可以在任何债权人与债务人之间进行交易，因此，债转股具有各种各样的种类和形式，内容十分广泛。作者仅仅选择了内部债转股问题中的企业债转股作为研究对象，而且着力于研究企业债转股的供求分析及其政策问题^①。

国有企业的发展与改革、银行不良资产的盘活与金融风险的

^① 本书以下各章中所提到的“债转股”，除了特别说明或限定外，都是指“企业债转股”。



化解是当今中国经济生活中的两个重大问题。国家实施政策性债转股，一定意义上是为了试图同时解决这两个难题。我国政策性债转股工作自启动之时起，一方面，国内经济理论界和实际工作部门的同志对于债转股究竟应该怎样搞，以及对现行债转股政策和效果的争论从未停止过。另一方面，在全国各地企业的债务重组中，无论是政策性债转股，还是商业性债转股，一系列操作技术和政策措施需要规范性的理论指导，不断出现的理论和实际问题需要经济工作者们做出解答。

国内著名经济学家周小川、林毅夫等在理论与实际的结合上就如何开展政策性债转股工作提出了重要的思路，许多经济学家分别从不同的角度就债转股的理论和政策问题进行了广泛的讨论，但是，迄今为止，较为系统性地分析债转股理论与政策的研究成果鲜见。国外有关债转股理论与政策的文献又主要集中于外债债转股的领域，可供直接借鉴的意义不大。

作者强烈意识到企业债转股工作中存在许多亟待解决的现实问题，理论探索与指导尤为重要，因此试图通过以下几个方面的研究与思考，以期对进一步推动债转股问题的深入研究能起到抛砖引玉的作用。

(1) 通过运用经济学的分析方法和技巧，建立一个企业债转股供求均衡问题的理论分析框架。

(2) 在分析债转股供求均衡理论的基础上，试图建立一个不良债权债转股供求均衡问题的分析性框架。

(3) 通过债转股经济分析与经济政策分析框架的有机结合，建立一个债转股政策的分析性框架。

(4) 通过实证分析，期望规划出我国政策性债转股的一般路径。

1.2

国内外研究概况与相关理论

1.2.1 国外研究概况

早在中世纪的欧洲，一些交易契约中已经包含了债转股的思想，但是，在西方，真正意义上债转股的出现则是近现代的事情。国外对于债转股问题的研究主要集中在以下几个方面：

1.2.1.1 企业破产重整程序中的债转股

在企业破产重整程序中，债转股最先得到普遍的应用。按照 Oliver Hant (1999) 的说法，在企业破产程序中，优先求索权，如企业应付雇员的工资、政府的税收，应优先得到保护；其次应保护高级求索权，如担保抵押债权；次级求索权是无担保债权和股权，因此，在企业破产重整程序中实施债转股，需要区分不同求索权的差异。第一种做法是，除了需要给股东保留一部分利益外，债转股的通常顺序首先是次级债权，其次是高级债权，或者优先债权和高级债权不进行债转股。第二种做法如 Bebchuk (1988) 所建议的，取消所有的债务，将股权全部分配给拥有高级求索权的债权人，分配购买股权的期权给次级求索权的债权人和股东。具体地说，次级求索权债权人被分配期权，他可以从高级求索权的债权人手中购买股权（这实际上是他们买下高级求索权债权人的债权）。类似地，股东也被分配期权，他可以从所有债权人手中买回股权。第三种做法是，根据企业求索权的等级分类，将股权按照求索权的等级进行分配。比如最高级求索权的债权人按照债权面值分配股权，次级求索权的债权按照债权面值折扣分配股权，股东也可能得到一部分股权，但股权求索权的折扣



率最低。

相应地，企业破产重整或债务重组中的债转股理论研究文献很多。在资本市场高度发达的西方国家，由于资本市场可以给出不同债权和股权的价格，因此，债转股的成本效益分析及其操作相对也就比较简单。随着债转股实践内容的丰富，债转股理论分析的对象也不扩大到非破产重整中的企业。Elhanan Helpman (1989) 的研究工作很有代表性，给作者的启发也很多。他在忽略债权求索权存在差异的情况下，从一个简单的单时期债务模型，推导了一个债转股均衡分析模型，模型揭示了债转股均衡及其外在性存在的情况。但他的模型不能解释不良债权债转股或资不抵债企业的债转股情况。这实际上是一个普遍性的问题，在中外资本市场和企业结构存在系统性差异的情况下，中国的经济理论工作者都面临着如何应用西方经济理论来分析中国经济的实际问题。

1.2.1.2 外债债转股

20 世纪 70 ~ 80 年代，全球许多发展中国家爆发了对外债务危机，这一危机的浪潮波及非洲、拉丁美洲和东南亚大批国家，同时也对发达国家产生冲击。产生这次债务危机的主要原因有四个：20 世纪 70 年代的两次石油震荡，美国紧缩性的货币政策导致 80 年代初期世界范围的利息率大幅度上升，贫穷的发展中国家由于经济管理不当和政治不稳定导致巨额资本外逃和新的借贷政策全面收缩。为了解决这一全球性的债务危机问题，许多发达国家以及 OECD、世界银行和国际货币基金组织等国际组织，纷纷制定了一系列解决债务问题的方案和措施：包括发展中国家和发达国家进行经济调整，向发展中国家提供流动性支持和削减发展中国家的债务，因为在这种情况下，完全的市场调节机制已不能有效解决债务危机问题。但著名的“贝克计划”（The Baker



Plan, 1986—1988), 即通过向 17 个债务沉重的国家提供新的借贷以换取这些国家的政策改革, 最后被证明不太成功。进而同样著名的以削减发展中国家的债务为政策重点的“巴雷迪计划”(The Brady Plan) 得到了普遍的实施。“巴雷迪计划”是基于帕累托改进的“债务拉弗曲线”的判断: 认为债务削减既有利于债务国, 也有利于债权国, 这一计划被普遍地认为是成功的。

债务削减是按市场化交易原则进行的。债务回购和债转股是债务削减两种最主要的形式。债转股的程序通常分为两步: 首先是债务国在公开市场出售股权, 然后用股权出售收入去回购债权; 或者反过来说, 债权人购买债务国的股权, 但支付手段是债权(或已转化为债务国的货币)。在债转股程序问题上, Bulow 和 Rogoff 等认为, 债转股两个程序是可以分开的; 但 Goldberg 和 Spiegel 等认为债转股的两个程序是不可分的。

我们从上面的简要讨论中可以看到: (1) 国际间的这种债转股(我们称为外债债转股)总是同解决国际间的债务问题联系在一起; (2) 大规模的外债债转股往往是一个宏观领域的问题, 尤其涉及债务国一系列的宏观经济政策; (3) 外债债转股问题的提出及其相应的理论研究的历史不是很长, 迄今大概只有二十余年的时间, 但是这方面的研究成果已经相当丰富。作者注意到, 外债债转股在技术层面的研究成果和研究方法很有启发意义, 比如 Goldberg (1989) 等的“债转股两部门分析模型”、Claesssens (1990) 的“债务拉弗曲线”、Curre (1992) 等的“债转股成本效益分析”, 等等。但是外债债转股主要研究对象同本文的研究对象存在很大的差异, 从而使作者在阅读外债债转股的研究文献中开阔了思路, 但直接的应用和借鉴价值受到了限制。

1.2.1.3 私有化计划中的债转股

债转股的一个直接结果是债转股企业的股权结构发生了变



化。在 20 世纪 70~80 年代的大规模债转股计划中,债权国要求债务国进行经济改革和经济调整的一个重要内容,就是要求债务国开放国有经济部门,通过债转股扩大经济的对外开放程度和进行私有化,这样的债转股政策要求得到了大批债务国的普遍配合。墨西哥、智利等国家就利用外债债转股的契机,全面推行经济私有化计划。

在俄罗斯、东欧国家的私有化计划中,债转股通常都是经济私有化计划中的一部分重要内容。而且在部分西方国家的国有经济私有化改革中,债转股也成了一种私有化实现的重要形式。

与此相适应,债转股的研究工作也从两个层面展开,一是债转股的政策研究,比如债转股企业范围的选择就是一项重要的政策。这方面的学术文献很多,比如,哈佛大学的 Janos Kornai 教授(1996)对俄罗斯私有化计划中债转股问题的研究;CSD 经济研究中心对保加利亚私有化计划中外债债转股问题的研究。二是债转股理论研究,研究的一个重点是企业所有权结构和公司治理结构,比如,John J Mc Connell(1994)对股权所有权和内部股权所有权的研究。国外对于私有化计划中的债转股问题的研究给作者两个非常重要的启发:一是债转股企业的选择问题,作者由此联想到,中国的政策性债转股能否同国有企业的战略性退出结合起来?二是债转股问题的研究需要同债转股企业的所有制结构和公司治理结构的研究结合起来。

1.2.2 债转股供求分析的相关理论

作者认为,就债务人即债转股交易的需求方来说,债转股实质上就是企业“债务资本化”的选择,或者说,它对资本结构做出了新的选择,因此,我们可以从资本结构的角度,展开对债转股需求问题的研究。债权和股权是两种不同的资产,所以,就债

权人即债转股交易的供给方来说,债转股实质上是债权人就债权与股权做出的一种资产组合的选择,因此,我们可以从资产选择的角度来分析债转股的供给问题。作者试图运用资本结构理论和资产选择理论,来建立债转股需求和债转股供给的基本理论模型,为此,需要就相关的理论作一简要的回顾。

1.2.2.1 资本结构理论与债转股需求问题的提出

资本结构是指公司债务融资占总融资的比例,或指债务融资与股本融资的比例,即财务杠杆或财务杠杆比率。莫迪利亚尼和米勒(Franco Modigliani and Merton H. Miller, 1958)认为,在完善的资本市场环境下,公司价值仅取决于未来预期经营性现金流量的规模大小和资本成本的高低,而不取决于这些现金流量如何在股东和债权人之间进行分配,这也就是说,公司的资本结构与其价值是无关的,因而也不存在一个最优的资本结构问题。所以在MM(莫迪利亚尼和米勒)定理下,无论是进行债转股还是进行股转债^①都不会影响公司的价值,因而也不存在债转股的需求问题。

在MM模型中引入公司所得税因素后,公司权益要求者共有三个,即股东、债权人和政府。由于债务的利息成本可作为纳税扣除,这等于政府将部分现金流量转移给了债权人。但由于债权人的求索权是固定的,因而其结果导致债务企业所有者权益的增加。鉴于债务资本可得到纳税上的好处,因而其结论是,最优的资本结构(使公司价值最大的资本结构)是包含尽可能多债务的资本结构。也就是说,公司应100%举债筹资以使加权平均资本成本最小化或使公司价值最大化。这一结论的推论是,公司应尽

^① 在研究资本结构问题时,债转股与股转债可以将它们理解为同一事物的两个相反的方面。其实在英文中,它们两者都可用同一词语表示:Debt for Equity Swap。



可能地进行股转债，而不应有债转股。

但是，在公司缴纳所得税基础上，投资者接着还要从公司取得的个人所得缴纳个人所得税。而且，各投资者个人所得的应税税率不一定相同，它取决于投资形式，尤其是股票投资还是债券投资；此外，还有纳税时机选择等因素，因此，米勒坚持认为，公司价值与其资本结构可以是无关的，因为个人股票投资和债券投资的所得税率不同，可以抵消公司所得税产生的差异。这样我们又回到了MM定理。但是，在综合考虑公司所得税和个人所得税的影响以及纳税时机选择等因素以后，经济学家大都认为，公司资本结构与公司价值相关，杠杆可以带来纳税利益。尤其是股东作为债权人的代理人更倾向于增加债务比率，以从债权人手中夺取财富。但是，在强调财务杠杆作用的理论框架中，债转股问题显然不会得到应有的重视。

但是，随着债务比率上升而产生净纳税效应的同时，往往会引起下列后果：（1）债务违约概率提高而导致出现财务危机；（2）预期直接破产成本（Warner, 1977）和间接破产成本（Baxter, 1967）的增加；（3）导致涉及其他权益要求者（如企业经营者、雇员、消费者和社会等等）的代理成本增加；（4）负债增加也会使信息不对称成本增大，如此等等。因此，在资本市场不完善的现实经济中，随着财务杠杆比率的提高，股东和债权人的权益风险增大了，这也就是我们在后面将要讨论的估价股权与债务价值的必要报酬率提高了，其结果将会出现因财务杠杆比率上升而带来的纳税好处不足以弥补因风险增大导致的公司价值损失。所以，只要债务比例超过某一临界值以后，债务的继续增加将会使公司价值随之减少。这就是说，当债务比例超过某一临界值以后，公司为了实现价值最大化就应该减少债务融资，相应增加股本融资，或选择债务资本化。笔者认为，这就是债转股需求

问题提出的理论背景。

上面分析的资本结构与债转股需求之间的关系，可通过建立企业资本结构与企业市场价值之间的关系图（图 1-1）充分地显示出来。

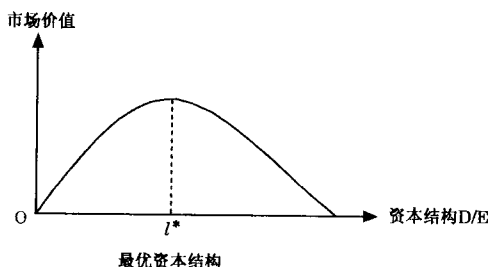


图 1-1 公司资本结构或财务杠杆与企业市场价值关系

在图 1-1 中，资本结构或财务杠杆比率用 D/E 即债务权益比率表示（也可以用 $D/(D+E)$ 即资产负债率表示），这里的 D 表示债务价值， E 表示股东权益价值。

图 1-1 显示，当企业的债务水平，或者说财务杠杆比率位于最优资本结构比率 l^* 点左边区间时，企业的市场价值随着财务杠杆比率的上升而增加；但财务杠杆比率一旦超过 l^* 点时，企业市场价值随着财务杠杆比率的上升而减少，或者，反过来说，企业降低负债水平就可提高其市场价值。这里说的最优资本结构 l^* 点，就是上面讨论中所说的某一临界值。资本结构与企业市场价值的这一关系，是建立债转股需求模型的理论基础。

1.2.2.2 资产选择理论与债转股供给问题的提出

1952 年，马柯维茨（Harry M. Markowitz）发表了一篇具有里程碑意义的论文，他也因此被公认为“现代资产组合选择理论”的创始人。马柯维茨在文中假设，投资者在做出投资选择或资产组合选择时，同时寻找给定风险水平下最大化的期望收益率，以