

# 市场化债转股：理论基础与中国实践<sup>\*</sup>

李广子

**内容摘要：**市场化债转股是我国近期推出的旨在降低企业杠杆率、防范金融风险的一项重要政策。本文从金融学理论入手，对市场化债转股的主要功能及潜在风险进行分析。理论分析表明，市场化债转股对于转股双方都具有一定的积极意义，能够丰富多层次融资体系，同时有助于熨平经济周期产生的风险并降低宏观经济杠杆率。与此同时，市场化债转股也给转股双方带来风险并产生一定社会成本。在此基础上，本文对我国市场化债转股的实施进展及相关特征进行了分析和总结。研究结果显示，短期内投资者对市场化债转股的反应是负向的，但随着时间的推移这种反应会逐渐转向正面。此外，投资者在很大程度上仍把市场化债转股作为降低企业特别是国有企业债务负担的一项政策。本文最后就如何优化我国市场化债转股提出了若干建议。本文的研究对于更好地理解推动市场化债转股具有一定参考价值。

**关键词：**债转股 风险 财务危机成本 杠杆

**中图分类号：**F832 **文献标识码：**A

**DOI:**10.16475/j.cnki.1006-1029.2018.12.004

## 引言

当前，我国经济已由高速增长转向高质量发展阶段，推进供给侧结构性改革、提高经济发展质量、防范金融风险成为未来一段时期我国经济发展的主要任务。作为供给侧结构性改革的核心任务之一，“去杠杆”对于防范化解金融风险、增强经济中长期发展韧性具有重要意义。数据显示，2017年前三季度，我国实体经济总杠杆率由一季度的237.5%提升到二季度的238.2%和第三季度的239.0%，总杠杆率呈现趋稳态势但仍处于较高水平。其中，2017年三季度非金融企业部门杠杆率为154.8%，远高于居民部门、政府部门、金融部门等其他部门，是实体经济总杠杆率的最主要组成部分（张晓晶等，2017）。在这种背景下，作为降低企业部门杠杆率的政策举措之一，国务院2016年10月10日出台《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称《指导意见》），提出要“遵循法治化原则、按照市场化方式有序开展银行债权转股权”（以下简称“市场化债转股”），

**作者简介：**李广子，经济学博士，中国社会科学院金融研究所副研究员，国家金融与发展实验室研究员。

**\* 基金项目：**本文系中国社会科学院金融研究所重点课题“市场化债转股的实施及其影响研究”和国家社会科学基金项目“大数据时代科技与金融融合及风险管控研究”（18BJY250）的阶段性成果。本文获国家留学基金委的资助。

感谢匿名审稿人以及编辑的建设性意见，文责自负。

**数据来源：**中国社会科学院国家金融与发展实验室《中国杠杆率季度分析报告（2017年三季度）》。

拉开了本轮市场化债转股的序幕。作为我国去杠杆工作的一项重要政策举措，市场化债转股能够发挥什么样的功能？存在哪些风险？本轮市场化债转股具有什么特征？如何进行优化？

针对上述问题，本文从金融学理论入手，对市场化债转股的主要功能及潜在风险进行分析。理论分析结果表明，市场化债转股对于转股双方都具有一定的积极意义，能够丰富多层次融资体系，同时有助于熨平经济周期产生的风险并降低宏观经济杠杆率。与此同时，市场化债转股也会为转股双方带来风险并产生一定社会成本。在此基础上，本文对我国市场化债转股的实施进展及相关特征进行了分析和总结。进一步，本文基于《指导意见》公布进行的事件研究显示，短期内投资者对市场化债转股的反应是负向的，但随着时间的推移这种反应会逐渐转向正面。此外，投资者在很大程度上仍把市场化债转股作为降低企业，特别是国有企业债务负担的一项政策。本文最后就如何优化我国市场化债转股提出了若干建议。

本文的贡献主要有三个方面：一是从金融理论角度分析了市场化债转股的基本功能和潜在风险，为市场化债转股的实施提供了理论支撑。既不同于国外债务人发行特定条件下自动转换的债权-股权互换合约（Raviv, 2004; Flannery, 2016）以及拉美国家和中东欧国家利用债转股进行对外债务重组（Grosse, 1992），也不同于我国20世纪90年代发生的政策性债转股，市场化债转股不仅在我国是一项新事物，在世界范围内也具有独特性。关于我国的研究主要集中于政策性债转股，如Bonin & Huang（2001）、周天勇（2000）等，从理论角度对市场化债转股进行系统性分析的文献还比较少。二是基于理论分析对市场化债转股的实施进展和特征进行了总结与分析，为后续市场化债转股的实施提供借鉴。三是以《指导意见》公布为基础进行了事件研究，这是对市场化债转股政策效果的一个初步评估。

## 一、理论基础

### （一）债转股的功能

实施债转股的理论基础源于债务融资与股权融资的差异。一方面，与股权融资相比，债务融资由于债务利息可以在税前抵扣；此外，债务融资能够降低股东与经理人之间的代理成本（Jensen & Meckling, 1976）并向市场传递公司财务风险较低的信号（Myers & Majluf, 1984）。另一方面，过度债务融资会产生较高的财务危机成本，同时加大股东与债权人之间的代理成本。

基于债务融资和股权融资的上述差异，理论上，债转股主要有以下功能。

第一，从金融工具的本质看，债转股赋予债权人和债务人一种选择权。通过实施债转股，债权人可以在一定的条件下将债权转换为对企业的股权，同时债务人也可以在一定条件下将债务融资转换为股权融资。这一权利与期权类似，因而是有价值的。但这种权利与期权又存在差异，是一种受限制的权利。具体来看，这种权利能否实现取决于交易双方是否达成一致。如果无法达成一致，无论是债权人，还是债务人都不能单方面行使这一权利。因此，这种选择权的价值要低于一般意义上的期权。此外，这种选择权在实际中的价值对于债权人和债务人来说可能是非对称的。原因在于，实际中债转股一般发生在债务人面临较大偿债压力的情况下，作为债权人的金融机构通常具有较高

这种合约通常由债务人发行，在正常情况下是一种债务，但在特定条件下（例如，债务人的资本比率降低至一定门槛以下）由债务自动转换为股权，以此来提高债务人的资本水平。

20世纪70年代末至90年代初，巴西、智利、阿根廷等拉美国家在面临债务危机情况下通过债转股将外债转换为对本国的股权，从而实现债务重组。

所谓政策性债转股是指20世纪90年代以剥离国有银行不良资产、降低国有企业债务负担为目的，由政府主导的债转股。1999年7月，国家经贸委和中国人民银行颁布《关于实施债权转股权若干问题的意见》，明确由国家经贸委推荐企业，四大金融资产管理公司在推荐名单中选择实施债转股的对象后，以对价接收四大国有商业银行不良资产，将债权转为股权。

的谈判权，而债务人则处于相对被动的地位。在此情况下，债转股赋予债权人的选择权所具有的价值通常要高于债务人。

第二，从企业角度看，债转股有助于降低其财务危机成本。首先，本金和利息支出具有刚性是债务融资区别于股权融资最基本的特征之一。债转股通过将债权融资转换为股权融资，将刚性的债务本金和利息支出转化为非刚性的股利支出，从而降低了财务危机成本。而且，即使附有股权回购协议即具有“明股实债”特征，债转股也能够在一程度上降低企业财务危机成本。原因在于：其一，从债务利息来看，企业可以通过债转股将当期需要立即支付的债务利息转化为未来需要支付的股利或者股权回购溢价，推迟了现金流出的时间，“以时间换空间”；其二，从债务本金来看，由于债务融资具有固定期限，企业需要在债务到期日按时偿还本金或者进行续贷。一旦面临市场流动性趋紧或者资金头寸紧张，企业为满足还款需要可能要支付较高的资金调度成本。与之相比，股权融资具有长期性。通过债转股，即使附有股权回购协议，债转股之后企业也能够获得期限较长的资金，从而减少资金调度成本。通过债转股实现金融机构持股，企业可以与金融机构建立更加紧密的联系，从而有助于缓解企业融资约束（例如，Hoshi et al., 1990）。

第三，从金融机构角度看，债转股有助于实现债权投资和股权投资之间的信息共享，降低资金运用风险。首先，从债权投资角度看，如果仅向企业提供债务资金，只有当债务人无法按时偿还债务本息时，债权人权利才会被触发。换言之，金融机构在债务存续期间对企业经营决策的了解和影响是非常有限的。同时，作为企业的债权人和股东，金融机构就可以通过向企业委派董事或其他高管来加强对企业的监督，从而降低与企业之间的信息不对称（Gorton & Schmid, 2000; Lin et al., 2009）。其次，从股权投资角度看，在债转股实际操作中，金融机构一般基于债权投资所获取的企业经营信息，筛选出那些具有较好发展前景的企业作为投资对象，提高股权投资效率。最后，从投资组合角度看，金融机构可以通过债权投资和股权投资在不同渠道上配置资金，通过资金运用的多元化分散投资风险。

第四，从金融市场角度看，债转股兼具股权与债权的特征，为金融市场提供了一种风险和收益适中的投融资工具，有助于丰富多层次融资体系。对于资金需求方来说，债务融资的风险通常要高于股权融资。债转股将债权融资和股权融资这两种融资方式结合在一起，其风险介于债务融资和股权融资之间，是一种风险适中的融资方式。对于资金提供者来说，股权投资所要求的回报一般要高于债权投资。债转股将债权投资与股权投资结合在一起，其收益介于债权投资和股权投资之间，为金融机构提供一种收益适中的资金运用方式。

第五，从宏观经济角度看，债转股提供了一种熨平经济周期的风险管理工具。宏观经济运行以及特定行业发展都具有周期性特征。宏观经济下行不仅会对经营状况较差的企业产生影响，也会波及那些经营状况相对较好的企业，一些原本经营状况良好、在行业中处于优势地位的龙头企业也会出现暂时经营困难。但从长远看，这些企业仍然具有较好的发展前景。如果严格执行债务合约，此类企业将面临破产的境地。债转股通过将债权转化为股权，减轻了企业当期还本付息压力，为其恢复正常经营提供了缓冲，从而为企业提供了一种对冲经济周期的风险管理工具，同时也有助于降低宏观经济运行风险。

第六，从杠杆率角度来看，债转股有助于降低宏观经济杠杆率。银行在我国金融体系中占据主导地位，银行贷款是企业最主要的外部资金来源。数据显示，2016年人民币贷款在全国社会融资规模中占比超过60%。如果进一步考虑债券融资，则债务融资在企业全部融资金额中所占比重更高。

所谓的“明股实债”是指一些债转股方案附有转股企业股东或其他利益相关方的回购协议，即在特定条件下（比如转股企业业绩无法在一定期限内达到事先约定的标准），转股企业股东或其他利益相关方要按照事先约定的价格转换为企业的股权从金融机构那里赎回。即债转股之后金融机构并没有成为真正意义上的股东，实质上仍然是债权人。

资料来源于《中国金融稳定报告2017》，中国金融出版社，2017年。



与之相比，股权融资占比相对较低，导致我国企业部门杠杆率偏高，成为我国现阶段金融风险的主要来源。数据显示，截至2017年三季度，我国非金融企业部门杠杆率为154.8%；与之相比，同期居民部门、政府部门、金融部门的杠杆率分别为48.6%、38.1%、71.0%（张晓晶等，2017）。可以看到，非金融企业部门杠杆率远超过其他部门。在这种情况下，实施债转股有助于提高股权融资比重，降低非金融企业部门杠杆，进而降低宏观经济杠杆率和金融风险。

## （二）债转股的风险

第一，对于企业而言，一是股权融资本身成本较高。从长期来看，企业股权融资所产生的成本要高于债权融资。二是对控制权的稀释。在债转股完成以后，金融机构通常会通过派驻董事或其他高管的方式参与企业经营决策，从而造成对企业控制权的稀释。特别是金融机构往往缺乏企业运营所需要的专业知识，其出于维护自身利益目的参与企业经营决策可能会对企业的正常运营产生干扰。三是造成其他股东或债权人的损失。金融机构可能会利用主要债权人的强势地位，在债转股过程中设置苛刻的条件，实现自身利益最大化，从而可能会损害到其他股东或债权人的利益。四是向市场传递消极的信号。从市场投资者角度看，债转股可能被看作是企业因面临较高的债务负担而被动采取的一种债务重组方式。已有研究显示，公司公告“旨在降低债务比例的债权-股权互换交易”会引起股价下跌（Lie et al., 2001）。

第二，对于金融机构而言，一是逆向选择导致愿意实施债转股的企业一般具有较高的风险。愿意实施债转股的企业往往面临一定的经营困难，这种困难可能是暂时的，也可能是长期的。如果企业面临长期经营困难，对于此类企业实施债转股意味着只是将投资损失发生的时间向后推迟，而不是消除风险。二是容易引发寻租行为。从金融机构内部看，那些导致问题贷款产生的信贷经理有动力通过债转股来掩盖当期可能出现的损失，由此导致金融机构内部的寻租行为；从金融机构外部看，那些处于经营困境的企业也有动力通过寻租行为促成债转股的实施。

第三，对于社会而言，一是强化政府救助的市场预期。由于《指导意见》是由政府主导出台的，债转股容易被误读为政府对困境企业的一种救助措施。由于存在政策性债转股的先例，本轮市场化债转股的推出容易强化政府对困境企业进行救助的市场预期，甚至被认为是市场化改革的倒退。二是对资源配置造成扭曲。债转股容易引发寻租行为，使得那些不具有发展前景本应当退出市场的“僵尸企业”得以存续，降低了资源配置效率。三是增加了金融风险的复杂性。一方面，债转股将企业当期发生的刚性支出转换为未来时点的支出，将金融风险在时间维度上重新配置；另一方面，债转股使得金融机构在持有债权资产的同时直接或间接持有股权资产，增加了金融机构业务和风险的复杂性，加大了金融监管的难度（Barth et al., 2004）。

## （三）市场化债转股的特性

债转股是一把双刃剑，是否能够取得利大于弊的效果取决于操作是否得当。从理论上说，市场化操作有助于在发挥债转股功能的同时最大程度上规避其风险，实现利大于弊的结果。所谓市场化操作是指由市场主体自主协商确定各类交易的价格与条件并自担风险、自享收益，发挥市场在资源配置中的决定性作用。

第一，市场化操作是实现债转股选择权价值的前提。前文已经提及，债转股赋予了债权人和债务人一种选择权，这种选择权与期权类似。从理论上说，在标的资产价格、波动性、无风险利率给定的情况下，执行价格、执行的时机是决定期权价值的重要因素，而市场化操作会对执行价格、执行的时机等因素产生重要影响。只有当转股价格、转股时机以及其他条件完全由市场主体自主确定时，债转股这种选择权的价值才能够真正得以实现。

第二，降低寻租行为发生的概率。市场化操作使得市场主体能够自主确定交易价格与条件，同

根据标准的 Black-Scholes 期权定价公式，期权价格由标的资产价格、标的资产收益率的方差（波动性）、执行价格、有效期（执行的时机）、无风险利率等因素决定。

时通过加强信息披露提高债转股方案制定和实施环节的透明度，以此来不断压缩寻租空间。

第三，弱化政府救助的市场预期。通过市场化操作，由市场主体自主确定转股对象和转股条件，有助于逐步弱化，甚至消除政府救助的市场预期。

第四，提高资源配置效率。债转股涉及复杂的利益关系，是否实施债转股、如何实施债转股等只能由各利益相关方自主协商确定。通过反复博弈，最终实现各方利益的平衡。外部的干预将会打破这种平衡，并导致资源配置的扭曲。市场化操作中的反复博弈有助于筛选出那些具有良好发展前景、符合各方利益最大化的转股标的实施债转股，以此来提高资源配置效率。

## 二、实施进展与特征

第一，从实施进展来看，项目落地较为缓慢，债转股总体规模较小。《指导意见》出台以来，市场化债转股的实施主要集中于部分大型国有商业银行和部分行业，进展较为缓慢。主要原因在于：一是市场化操作本身需要很长时间，债转股通常涉及复杂的利益关系，各方需要很长时间的协商谈判才能达成一致；二是尚未建立有效的市场化资金筹集渠道，对债转股的实施形成了制约。受此影响，本轮市场化债转股目前对降低宏观经济杠杆率的作用还比较小。

第二，从转股双方谈判地位来看，金融机构在债转股方案制定中通常处于主导地位。由于实施债转股的企业往往处于暂时经营困难，在与金融机构协商制定债转股方案时一般处于相对被动的地位。与之相比，金融机构则通常处于主导地位，能够要求转股企业或其利益相关方提供较为充分的风险保障措施，包括选取优质资产作为投资对象、经营业绩承诺、分红要求、股权回购承诺等。一些金融机构还通过派驻董事或其他高管的方式在转股后参与企业经营决策。通过上述措施，金融机构能够将投资风险控制在较低的范围内。

第三，从实施主体来看，债转股由独立的实施机构负责实施，银行本身未直接持股。《指导意见》规定，银行不得直接将债权转为股权。从实际情况来看，银行一般通过设立的独立实施机构负责债转股事宜。设立独立的实施机构能够减少银行内部可能存在的寻租行为，同时有助于银行降低债权资产与股权投资在风险上的交叉，实现风险隔离。

第四，从转股企业选择来看，多数企业处于强周期行业，面临暂时经营困难。目前，转股企业的选择以强周期行业为主，包括煤炭、钢铁、有色金属等行业。这类行业通常属于国家经济发展的支柱产业，在经济下行阶段受到的冲击较为明显，部分企业经营遇到暂时困难，但发展前景良好。此外，转股企业一般杠杆较高但盈利状况没有出现明显恶化，与“僵尸企业”存在显著差异。总体上看，转股企业的选择基本符合《指导意见》的政策导向。通过选择那些经营遇到暂时困难但发展前景良好的企业作为转股对象，一方面能够熨平经济周期所产生的风险；另一方面也有助于降低资源配置的扭曲。

第五，从转股企业所有权性质来看，以国有企业为主，民营企业较少。转股企业集中于国有企业会产生诸多弊端。一方面，国有企业与地方政府存在着千丝万缕的联系。针对国有企业开展债转股时，通常会涉及国资部门或其他政府部门的利益。此时，政府在债转股方案制定、转股定价、股权退出、债务清偿等方面都可能施加一定的影响，导致债转股无法按照市场化原则进行操作；另一方面，转股对象集中于国有企业会进一步强化政府通过实施债转股对困境企业实施救助的市场预期。

第六，从股权投资的性质来看，在债转股之后较多方案形成的股权投资仍具有债权的性质，具有“明股实债”的特点。一方面，部分债转股项目在实施过程中，由于从社会募集的资金通常要求稳定的投资回报，债转股之后金融机构尽管作为名义上的股权投资者，但一般会有固定的分红要求，与债务利息类似；另一方面，在股权退出方式上，部分债转股方案含有股权回购条款，主要有以下两种情况：一种是转股企业利益相关方（一般是其控股股东）在约定期限到期后无条件回购股权。这种情况下，债转股实质上是将企业当前的债务转换为未来的债务，相当于债务展期，本质上

仍然是一种债，具有典型的“明股实债”特征；二是转股企业利益相关方在约定条件下回购股权。例如，转股双方约定，当转股后企业经营绩效低于特定门槛时，由其利益相关方按照一定的价格回购股份。这种情况可以看作是金融机构持有“股权投资+看跌期权”的组合，本质上仍然是一种股权投资，但这种投资却为企业带来较高的财务危机成本。当具有“明股实债”特点时，债转股并未形成真正意义上的股权投资，既无法降低企业的财务危机成本，也无法发挥降低宏观经济杠杆率的作用。从目前情况看，债转股之后形成真正意义上股权投资的还比较少。

### 三、事件研究

本文以 2016 年 10 月 10 日《指导意见》公布日为事件日，考察事件日前后上市公司股票的市场反应，以及公司特征对股票市场反应的影响。考虑到金融行业的特殊性，我们在分析中将金融行业上市公司予以剔除。剔除缺失值后，本文样本共包含 2765 家非金融上市公司。事件研究数据来自 Wind 数据库。

本文采用如下市场模型估计股票的正常收益率。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $R_{it}$  为股票  $i$  在交易日  $t$  的收益率； $R_{mt}$  为交易日  $t$  的市场收益率。本文以上证综合指数和深圳成分指数的平均收益率来度量市场收益率。估计窗设置为  $(-240, -40)$ ，利用事件日前第 240 个交易日至前第 40 交易日的上市公司股票收益率和市场收益率对模型 (1) 中的参数进行估计，进而估计上市公司股票在事件窗内的正常收益率。在此基础上，计算股票  $i$  在第  $t$  日的异常收益率 (AR) 如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \quad (2)$$

其中， $AR_{it}$  为股票  $i$  在交易日  $t$  的异常收益率， $\bar{R}_{it}$  为根据 (1) 式估计得到的股票  $i$  在交易日  $t$  的正常收益率。

在此基础上，加总得到给定事件窗  $(t_1, t_2)$  内股票  $i$  的累积异常收益率 (CAR)。

$$CAR_{it} = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_{it} \quad (3)$$

本文分别选择  $(-10, 10)$ 、 $(-30, 30)$  和  $(-60, 60)$  作为事件窗，考察上市公司股票不同事件窗口内的市场反应。图 1 给出了事件窗  $(-60, 60)$  内所有非金融上市公司在不同交易日的累积异常收益 (CAR)。

从图 1 可以看出，非金融上市公司对《指导意见》的短期市场反应总体上是负向的，这种负向反应在事件日之后持续 35 个交易日左右，在此之后市场反应逐步变为正向的。上述结果意味着，在《指导意见》出台的短时期内，投资者对市场化债转股的效果存在一定疑虑，从而导致负向的市场反应。如前文所述，债转股伴随着一定的风险，使得市场投资者对其前景产生一定的担忧。随着时

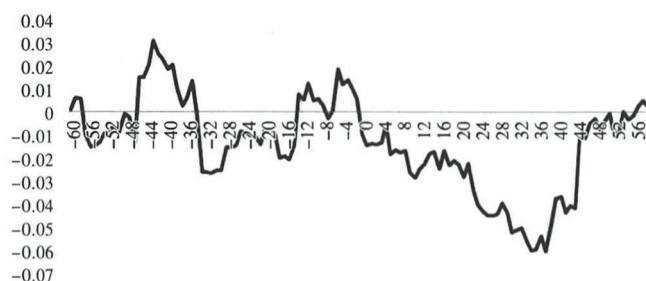


图 1 非金融上市公司股票累积异常收益 (CAR)

资料来源：作者整理

由于很多实施市场化债转股的企业并非上市公司，市场价值无法充分反映非上市公司价值的变化；同时，由于目前实施市场化债转股的上市公司样本很少，本文的事件研究分析的是《指导意见》公布的市场反应，而非上市公司真正实施市场化债转股的市场反应。

本文采取沪深 300 指数以及上证综合指数和深圳成分指数按市值加权的收益率来度量市场收益率，所得的结果基本类似。



间的推移以及对政策了解的深入,投资者的态度会有所转变,市场反应逐渐由负面转为正面,并产生正向的累积异常收益。

不同事件窗口的累积异常收益(CAR)如表1所示。

表1的结果与图1具有一致性。可以看到,在(-10, 10)、(-30, 30)等较短的事件窗口内,《指导意见》的公布产生了显著为负的累积异常收益,说明市场化债转股在短期内并未得到市场投资者的认可。与之相比,在(-60, 60)这一相对较长的事件窗口内,《指导意见》的公布所产生的累积异常收益显著为正。这说明市场投资者会逐步意识到市场化债转股的积极意义,并给予相对积极的评价。不过,从绝对值来看,事件窗(-60, 60)的累积异常收益在数量上还比较少,说明市场投资者的积极反应还比较弱。

本文基于多变量回归模型从公司特征角度考察哪些因素会对投资者的市场反应产生影响。具体地,本文选取了以下指标:第一,杠杆率(Leverage)。以上市公司资产负债率来衡量;第二,国有企业虚拟变量(SOE)。如果上市公司为国有企业,该变量取值为1,否则为0;第三,资产规模(Size)。以上市公司资产规模(元)的自然对数来表示;第四,资产增长率(Asset growth)。以上市公司总资产相对于上一年的同比增速来衡量;第五,盈利能力(ROA)。以上市公司总资产收益率表示;第六,公司年龄(Age)。为上市公司自成立以来所持续年度数的自然对数;第七,周期性行业虚拟变量(Cyclical)。如果上市公司所在行业属于周期性行业,该变量取值为1,否则为0。本文将钢铁、房地产、有色金属、石油化工、汽车、电力、煤炭、机械、造船、水泥、原料药等定义为周期性行业。由于《指导意见》的公布时间为2016年10月10日,在回归分析中本文以2015年为时点确定上述变量的取值。为剔除异常值,我们还对上述财务指标按照5%标准进行了Winzorize处理,令低于(高于)5%(95%)分位数的观测值等于5%(95%)分位数。具体回归分析结果如表2所示。

表2中的Panel A、Panel B和Panel C分别报告了基于(-10, 10)、(-30, 30)和(-60, 60)等不同事件窗的分析结果。我们以Panel A为例对回归结果进行说明。可以看到,回归(1)中杠杆率(Leverage)对上市公司股票的累积异常收益产生了显著的正向影响,说明公司资产负债率越高,投资者的市场反应越好。如前所述,债转股有助于降低企业的财务危机成本。上市公司杠杆率越高,其面临的财务危机成本也越

表1 不同事件窗口累积异常收益(CAR)

事件窗口	均值	中位数
(-10, 10)	-0.0380***	-0.0388***
(-30, 30)	-0.0170***	-0.0184***
(-60, 60)	0.0026***	0.0041***

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上异于 0 (双尾)。

表2 企业特征与市场反应

	Panel A: CAR(-10,10)		Panel B: CAR(-30,30)		Panel C: CAR(-60,60)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Leverage	0.0011*** (0.0003)	0.0007* (0.0004)	0.0017** (0.0007)	0.0009 (0.0008)	0.0022** (0.0011)	0.0035*** (0.0013)
SOE	0.0008*** (0.0001)	0.0002 (0.0003)	0.0016*** (0.0002)	0.0006 (0.0006)	0.0024 (0.0014)	-0.0008 (0.0010)
Leverage×SOE		0.0013** (0.0005)		0.0022* (0.0011)		-0.0033 (0.0028)
Size	-0.0002*** (0.0001)	-0.0002*** (0.0000)	-0.0003*** (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)	-0.0006*** (0.0001)	-0.0006*** (0.0001)
Asset growth	-0.0003 (0.0002)	-0.0003 (0.0002)	-0.0002 (0.0004)	-0.0002 (0.0004)	-0.0028*** (0.0006)	-0.0028*** (0.0006)
ROA	0.0029** (0.0011)	0.0029*** (0.0011)	-0.0002 (0.0022)	-0.0001 (0.0022)	0.0068* (0.0036)	0.0066* (0.0036)
Age	0.0024*** (0.0002)	0.0024*** (0.0002)	0.0050*** (0.0004)	0.0051*** (0.0004)	-0.0084*** (0.0007)	-0.0085*** (0.0007)
Cyclical	0.0000 (0.0001)	-0.0000 (0.0001)	0.0003 (0.0002)	0.0002 (0.0002)	-0.0000 (0.0004)	0.0000 (0.0004)
Constant	-0.0401*** (0.0013)	-0.0400*** (0.0013)	-0.0253*** (0.0027)	-0.0252*** (0.0027)	0.0416*** (0.0043)	0.0415*** (0.0043)
Adj R2	0.0674	0.0687	0.0752	0.0761	0.0793	0.0800
F-value	29.52***	26.49***	33.12***	29.46***	35.00***	31.05***
N	2765	2765	2765	2765	2765	2765

注: 括号中为回归系数标准差; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 显著性水平上异于 0 (双尾)。

高，市场化债转股对企业的潜在效果会越明显。国有企业虚拟变量（SOE）的回归系数显著为正，说明市场预期国有企业与非国有企业相比能够从市场化债转股政策中获益更多。这一结果意味着，市场投资者在一定程度上仍然把市场化债转股政策看作是一项主要用于降低国有企业债务负担的政策，从而对国有企业更加有利。从其他变量来看，当上市公司资产规模（Size）较小、盈利能力（ROA）较高、年龄（Age）较大，其股票的市场反应要更好一些，而是否属于周期性行业（Cyclical）的影响则并不明显。回归（2）中，本文加入了杠杆率（Leverage）与国有企业虚拟变量（SOE）的交互项（Leverage×SOE）。可以看到，该交互项回归系数显著为正，说明当上市公司为国有企业同时杠杆率较高时，投资者的市场反应更好。这一结果意味着，市场投资者预期那些杠杆率较高的国有企业成为转股企业的可能性更高，从而能够更多地受益于市场化债转股政策。Panel B 中的结果基本类似。Panel C 中，除公司年龄（Age）因素的影响有所不同以外，其他变量的影响也是类似的。

事件研究的结果总体表明，投资者在短期内对市场化债转股的前景存在一定疑虑，但随着时间的推移，投资者的疑虑有所减轻，并逐渐认识到市场化债转股政策的积极意义。此外，关于影响因素的分析结果表明，投资者在很大程度上仍然把市场化债转股作为降低企业，特别是国有企业债务负担的一项政策。

## 四、政策建议

第一，从政府定位角度看，要坚持市场化原则，把握好政府职责的界限。《指导意见》强调，本轮债转股需要遵循“市场运作，政策引导”原则，政府不强制企业、银行及其他机构参与债转股。尽管如此，实际操作中各级政府仍然具有一定的干预动机与能力。例如，推动“僵尸企业”实施债转股以维持本地经济与社会稳定等。为真正落实市场化原则，首先，政府主管部门要明确并严格把握自身的职责界限，在转股对象筛选、转股价格制定、股权退出、债务清偿等方面减少对微观主体的干预，让市场在资源配置中起决定性作用。政府需要做的是制定规则，并通过监督规则的执行来维护市场公平；其次，鉴于市场主体在协商债转股方案过程中通常需要花费很长时间，主管部门不宜对市场化债转股的规模和进度设置要求，应当由市场来把握和形成债转股的规模和节奏。

第二，从金融机构角度看，要完善配套政策，提高金融机构参与积极性。当前，金融机构参与市场化债转股的积极性不高。其中，资金来源渠道不畅是造成这种情况的重要原因。针对这种情况，要丰富和完善市场化债转股所需资金筹集渠道，扩大市场化债转股的资金来源。在相关业务资质等方面为实施机构向社会募集资金提供便利，根据情况降低或取消各类资金参与市场化债转股的门槛。

第三，从转股企业角度看，着力引导更多民营企业参与市场化债转股。当前，转股企业主要是国有企业，民营企业偏少。主管部门可以通过加强政策宣传等手段引导金融机构扩大转股对象范围，鼓励金融机构针对民营企业实施债转股，对那些符合政策导向和债转股条件的国有企业和民营企业一视同仁。通过引导更多民营企业参与，一方面，真正发挥债转股作为一种新型融资方式的功能，为包括民营企业在内的所有企业提供更多的融资便利；另一方面，也有助于扭转市场所形成的政府对国有企业进行救助的预期。

第四，从操作模式看，引导市场化债转股向真实股权投资转变。当前，多数债转股项目具有“明股实债”的特点，并未形成真正意义上的股权投资。针对这种情况，主管部门可以通过财税政策等加以引导，对于那些真正形成股权投资的债转股在财税政策方面给予适当倾斜，引导债转股向真实股权投资转变，以此来提高股权融资比重，降低企业财务危机成本和宏观经济杠杆率。

第五，从监管角度看，加强对市场化债转股风险的监测与管控，防止风险延后或蔓延。对于金融机构而言，由于债转股使得金融机构的业务结构和风险更加复杂，主管部门需要对相关监管政策进行调整，结合具体情况对实施债转股的金融机构设计有针对性的风险监管和监测指标，提高风险



监管的针对性；在社会上加大对市场化债转股实施过程的监督和检查力度，强化对债转股过程中可能存在的恶意逃废债、延后或转嫁债务风险、腐败寻租行为等问题的监管，维护市场公平竞争环境，防止风险在金融体系内部积累。

(责任编辑 边卫红)

参考文献：

- [1] 张晓晶, 常欣, 刘磊. 淡化增长目标为去杠杆创造有利条件[J]. 中国社会科学院国家金融与发展实验室工作论文, 2017
- [2] 周天勇. 债转股的流程机理与运行风险[J]. 经济研究, 2000 (1)
- [3] Barth, J., Caprio, J. and R. Levine. Bank Regulation and Supervision: What Works Best[J]. Journal of Financial Intermediation, 2004, 13 (2): 205-248
- [4] Bonin, J. and Y. Huang. Dealing with the Bad Loans of the Chinese Banks[J]. Journal of Asian Economics, 2001, 12 (2): 197-214
- [5] Chatterjee, S., Dhillon, U. and G. Ramirez. Coercive Tender and Exchange Offers in Distressed High-yield Restructurings: An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38 (3): 333-360
- [6] Flannery, M. Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates, Quarterly Journal of Finance, 2016, 6 (2), 1650006
- [7] Gorton, G. and F. Schmid. Universal Banking and the Performance of German Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1): 29-80
- [8] Grosse, R. The Debt/Equity Swap in Latin America-In Whose Interest[J]. Journal of International Financial Management and Accounting, 1992, 4 (1): 13-39
- [9] Hoshi, T., Kashyap, A. and D. Scharfstein. The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan[J]. 1990, 27 (1): 67-88
- [10] Israel, R., Ofer, A. and D. Siegel, The Information Content of Equity-for-debt Swaps: An Investigation of Analyst Forecasts of Firm Cash Flows[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25 (2): 349-370
- [11] Jensen, M. and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4): 305-360
- [12] Lie, E., Lie, H. and J. McConnell. Debt-reducing Exchange Offers[J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7 (2): 179-207
- [13] Lin, X., Zhang, Y. and N. Zhu. Does Bank Ownership Increase Firm Value? Evidence from China[J]. Journal of International Money and Finance, 2009, 28 (4): 720-737
- [14] Myers, S. and N. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13 (2): 187-221
- [15] Raviv, A., Bank Stability and Market Discipline: Debt-for-Equity Swap Versus Subordinated Notes[J]. Working Paper, 2004

**Abstract:** The market-oriented debt to equity swap is an important policy to reduce firm leverage and to prevent financial risk. Firstly, this paper analyzes its main functions and potential risks based on financial theory. Theoretical analysis shows that, the market-oriented debt to equity swap has a positive impact on both financial institutions and firms; it can also enrich the multi-level financing system, helping smooth the risk of economic cycle and reduce macroeconomic leverage. However, it will bring a certain type of risks to both financial institutions and firms and will generate a social cost at the same time. Secondly, this paper analyzes its implementation progress and related characteristics in China. Thirdly, event study shows that investors' reaction to the market-oriented debt to equity swap is negative in the short term, and it will become positive in the long term. In addition, investors still take the market-oriented debt to equity swap as a policy to reduce firm's debt burden, especially for SOEs. Some suggestions on how to optimize its implementation in China are put forward in the last section. This research has a certain reference value for better understanding and promoting the market-oriented debt to equity swap in China.

**Keywords:** Market-Oriented Debt to Equity Swap; Risk; Financial Distress Cost; Leverage