北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

资本市场理论与运作

Capital Market Theory and Operation

何小锋 韩广智/著

中国发展出版社

北大投资银行学丛书
（何小锋／主编）

资本市场理论与运作

期权期货市场理论与操作

行为金融学

资产证券化

投资管理

融资管理

投资银行管理

并购重组

ISBN 7-80087-910-0

9 787800 879104 >

ISBN 7-80087-910-0/F・553

定价：50.00元

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

F830.9
H211

何小锋/主编

资本市场理论与运作

Capital Market Theory and Operation

何小锋 韩广智／著

中国发展出版社

图书在版编目（CIP）数据

资本市场理论与运作/何小锋，韩广智著. —北京：中国发展出版社，2006.2

ISBN 7-80087-910-0

Ⅰ.资… Ⅱ.何… Ⅲ.资本市场-研究 Ⅳ.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2005）第 157427 号

书　　名：资本市场理论与运作
著作责任者：何小锋　韩广智
出 版 发 行：中国发展出版社
（北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层　100037）
标 准 书 号：ISBN 7-80087-910-0/F·553
经　销　者：各地新华书店
印　刷　者：北京大地印刷厂
开　　本：670×990mm　1/16
印　　张：29.125
字　　数：490 千字
版　　次：2006 年 2 月第 1 版
印　　次：2006 年 2 月第 1 次印刷
印　　数：1—8000 册
定　　价：50.00 元

联 系 电 话：（010）68990630　68990692
购 书 热 线：（010）68990682　68990686
网　　址：http://www.develpress.com.cn
电 子 邮 件：fazhan@drc.gov.cn

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

总·序

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场15年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费（$3^7 \times 3000$元）=6561000元。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花10元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是12元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以3元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在13年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有60多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是1992年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到13年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从90年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

2005 年末于未名湖东畔

目·录

序　言：告别江湖式的资本市场 …… 1

第一章　资本市场运营的理论分析框架 …… 9

1. 资本市场运营的经济学分析框架 …… 10

【1】资本市场运营的对象 …… 11
【2】资本市场运营的环境约束 …… 13
【3】资本市场运营的目标 …… 15
【4】资本市场运营的一般方法 …… 16
【5】资产运营视角下的经济学 …… 18

2. 无形资产市场运营的一般模式 …… 19

【1】无形资产运营对象的性质 …… 20
【2】无形资产运营的环境 …… 23
【3】无形资产运营的目标 …… 24
【4】无形资产运营的方式 …… 24
【5】总结性的逻辑框架 …… 25

3. 信息、市场规模、治理制度和信托金融 26

【1】信托金融的提出 …… 26
【2】信托金融分析框架的构建 …… 28
【3】信托金融的模型分析 …… 30
【4】模型的政策含义 …… 35

第二章 资产现金化 36

1. 资产现金化的经济理由 37

2. 现金资产现金化：QFII 和 QDII 之间的机会 39

【1】现金资产现金化的可能路径 …… 39
【2】QFII 和 QDII 的经济合理性 …… 40
【3】QDII：一种构想 …… 43
【4】中国实施 QFII 制度的功能悖论 …… 47
【5】QDII 与 QFII 的盈利模式分析 …… 49

3. 实体资产现金化：资产出售的分析框架 53

【1】实体资产现金化的可能路径 …… 53
【2】资产出售的分析框架：许荣茂案例的一个猜想 …… 54

4. 证券资产现金化：开放式证券投资基金的赎回和产业投资基金的退出 62

【1】证券资产现金化的可能路径 …… 62
【2】开放式证券投资基金赎回中的效应 …… 63

【3】产业投资基金中的证券资产现金化 …… 70

5. 信贷资产现金化：专业处置不良资产 AMC 的转型 77

【1】信贷资产现金化的可能路径 …… 77
【2】一个金融分析框架 …… 79
【3】一个金融分析框架下的 AMC …… 82
【4】AMC 转型路径的选择 …… 86
【5】不良资产处置的未来选择：美国经验 …… 90

第三章 资产实体化 94

1. 资产实体化的经济理由 95

2. 现金资产实体化：以投资中的实物期权为例 97

【1】现金资产实体化的可能路径 …… 97
【2】投资决策视角下的实物期权 …… 98
【3】构造一个实物期权 …… 100
【4】实物期权的构成要素 …… 102
【5】实物期权的思想逻辑 …… 106
【6】实物期权的来龙去脉 …… 107

3. 实体资产实体化：资产置换、买壳上市和资产的优化配置 109

【1】资产实体化的可能路径 …… 109
【2】资产置换的一个分析框架 …… 111
【3】一个“买壳”的资产置换：中国重汽案例 …… 115

4. 证券资产实体化：IPO 的一个逻辑分析框架 124

【1】证券资产实体化的可能路径 …… 124
【2】IPO 的制度约束 …… 125
【3】选择 IPO 的经济理由 …… 137
【4】一个公司如何实施 IPO …… 139

5. 信贷资产实体化：MBO 的前因后果 146

【1】信贷资产实体化的可能路径 …… 146
【2】中国 MBO 的历史沿革 …… 147
【3】MBO 的全集：杠杆收购 …… 150
【4】中国 MBO 的产生逻辑和约束条件 …… 154
【5】实施 MBO 的经济理由 …… 163
【6】MBO 的一个战术决策框架 …… 166
【7】中国 MBO 存在的悖论 …… 168

6. 资产实体化的综合转换：PPP 中的 PFI 融资 173

【1】资产实体化可能路径的综合 …… 173
【2】PPP 中的项目融资原理 …… 174
【3】PPP 项目融资的构建 …… 179
【4】一个综合案例：亚洲某迪斯尼乐园 …… 185

第四章　资产证券化 190

1. 资产证券化的经济理由 191

2. 现金资产证券化：股票回购的理论、案例 192

【1】现金资产证券化的可能路径 …… 192
【2】中国股票回购的个案 …… 194
【3】公司股利视角下的股票回购 …… 196
【4】股票回购的经济动因 …… 204
【5】如何进行股票回购的决策 …… 207

3. 实体资产证券化：分拆上市还是整体上市 210

【1】实体资产证券化的可能路径 …… 210
【2】分拆还是整体上市的一个理论分析框架 …… 211
【3】基于分拆或者整体上市效应的一个决策分析框架 …… 215
【4】分拆和整体上市方案设计中的核心问题 …… 221
【5】分拆上市和整体上市的模式 …… 226
【6】在分拆和整体上市之间的选择：神华集团 …… 230

4. 证券资产证券化：可转债和一个延伸——认股权证 238

【1】证券资产证券化的可能路径 …… 238
【2】可转债悖论的提出 …… 239
【3】可转债的分析框架：制度和经济条件 …… 241
【4】可转债的经济权衡和比较 …… 248
【5】发行可转债的核心问题 …… 251
【6】股权分置下的可转债："茂炼转债"和"招行转债" …… 252
【7】一个可转债的延伸：认股权证 …… 259

5. 信贷资产证券化：资产证券化理论 263

【1】信贷资产证券化的可能路径 …… 263

【2】中国资产证券化的一个逻辑始点 …… 264
【3】中国资产证券化的未来猜想 …… 270
【4】资产证券化的制度框架：法律、会计和税收 …… 271
【5】资产证券化的经济条件 …… 277
【6】怎样进行资产证券化 …… 281
【7】中国资产证券化突破模式的选择 …… 284

第五章　资产信贷化 …… 291

1. 资产信贷化的经济理由 …… 292

2. 现金资产信贷化：信息不对称下的信贷配给 …… 293

【1】现金资产信贷化的可能路径 …… 293
【2】基于逆向选择的信贷配给 …… 296
【3】基于道德风险的信贷配给 …… 300
【4】金融抑制条件下的信贷配给 …… 303
【5】信贷配给的解决方案 …… 303

3. 实体资产信贷化：从应收账款到金融租赁 …… 306

【1】实体资产信贷化的可能路径 …… 306
【2】公司财务视角的应收账款运营 …… 307
【3】金融租赁的核心原理 …… 309
【4】一个分析框架下的中国金融租赁业：问题和出路 …… 312
【5】金融租赁核心原理的应用：以中小企业为例 …… 319
【6】金融租赁的一个纵向案例：飞机的金融租赁 …… 322

4. 证券资产信贷化：证券质押融资、股转债和以股抵债 …… 329

【1】证券资产信贷化的可能路径 …… 329
【2】证券公司融资渠道分析框架下的证券抵押融资 …… 331
【3】曾经的设想："股转债" …… 333
【4】"以股抵债"的合理性条件分析 …… 335
【5】"以股抵债"方案中的套利效应 …… 338
【6】一个"以股抵债"的官方样本 …… 344

5. 信贷资产信贷化：基于粤企案例的债务重组 …… 354

【1】信贷资产信贷化的可能路径 …… 354
【2】公司财务困境下的债务重组模式 …… 356
【3】债务重组的条件分析 …… 360
【4】债务重组方案设计的合理性 …… 364
【5】一个经典案例：粤海债务重组 …… 365

第六章 一个综合分析框架：企业并购融资模式的选择 …… 389

1. 一个主流的并购分析框架 …… 390

【1】并购的策略 …… 391
【2】准确的估值 …… 391
【3】并购后的整合 …… 393

2. 并购支付手段选择的次序假说 …… 394

3. 并购支付手段的选择 …… 397

【1】现金收购上市公司的控制权 …… 397
【2】资产支付方式收购控股权 …… 407
【3】股票支付收购控股 …… 410

4. 现金、股票支付的风险收益模型 …… 413
【1】现金或者股票交易之间的权衡 …… 414
【2】固定数量和固定价值股票之间的选择 …… 417
【3】整体的选择分析 …… 420

第七章 资本市场运营的门道：
中航油、安然、德隆案例 …… 426

1. 中航油事件所折射的命题 …… 428

2. 解析安然的资本市场运营 …… 431
【1】安然转型之惑 …… 432
【2】纵横于“金字塔”式的企业结构之间 …… 434
【3】真伪“互换协议”之辨 …… 438
【4】真伪“资产证券化”之辨 …… 441

3. 德隆资本市场运营的历史遗产 …… 443
【1】舆论的力量——金融危机的预期自实现理论 …… 444
【2】“风险分摊”和“木桩效应” …… 447
【3】“产融结合”还是“产融混合” …… 448

参考文献 …… 451

序言

告别江湖式的资本市场

1

曾经的资本市场是一个江湖。

资本市场是一个运营手段不断翻新的天地，为了成功，为了获得财富，各路英雄、高手、豪杰不断挖空心思地创造资本市场运营的手段、武器和工具。其中既有合法的合理的手段，亦有违法的见不得阳光的歪门邪路，其目的是获得成功。

现今，资本市场运营已经成为一个家喻户晓的名词。在公司中，上至董事长、总经理，下至公司的普通员工，都渴望成为一个资本市场运营的行家里手、一代豪杰，在资本市场运营中创造巨额的财富，能够站在资本市场的风口浪尖而神态自若、稳如泰山，成为一个明星般的人物。历史告诉我们，资本市场运营是勇敢者的游戏，是一个迅速获得巨额财富的捷径。

2

资本市场运营，之所以能够出现如此局面，是一群资本市场运营高手的榜样作用和媒体的渲染所造就的。在一个普遍追求暴富的年代，无论是已有小成的企业家，还是贩夫走卒，都渴望在一夜之间暴富，都渴望能够把握瞬间即逝的商业机会，都崇拜短期获得巨额财富的英雄。资本市场运营高手，自然成为时代的精英和翘楚。

历史已经证明，辉煌的时代往往短暂，资本市场运营的豪杰们再次证明了

这个历史规律。在一个具有江湖色彩的资本运营市场上，富有传奇色彩的人物、事迹和背景不但短暂，而且几乎都以悲剧结束。随着一个个曾经被崇拜的资本市场高手以并不光彩的方式陨落，资本市场运营的高手经历了一个从天堂到地狱的历程。

由此，资本市场运营在中国成为一个带有“贬义性”的词语，成为“洪水猛兽”。究其原因，总共可以分为三个方面：其一，资本市场运营经常被视为“短期投机性”的企业活动，凡是进行资本市场运营的企业，皆想在短期内迅速发展壮大。如果企业的资本市场运营没有实现“短期的投机性”盈利目的，资本市场运营就成为罪魁祸首，成为替罪羊。其二，许多进行资本市场运营的企业失败了，而且造成了巨大的社会成本，安然、德隆、格林柯尔就是三个典型的案例，而且还不能阻止类似案例的继续出现。据此，人们轻易地就得出结论，是资本市场运营搞垮了一个好端端的企业，资本市场运营成为人们心目中经常搞垮企业的“恶魔”，人人喊打。其三，对于某个企业而言，获得利益可以通过两条途径：转移其他利益主体的财富或者自己创造财富。在一个文明的商业社会中，以转移其他利益主体的财富而获得利益被视为是“一种不道德”的行为。在现今中国的资本市场上，凡是成功地进行资本市场运营的企业，企业获得的利益往往被视为从其他利益主体转移的财富，而不是创造财富的过程。其实，资本市场运营是在资源的优化配置中获得收益，而这一过程并不是一个明显而是隐含创造财富的过程，没有被充分挖掘并展示出来。

在资本市场运营的江湖中，随着一批批高手、英雄、豪杰的相继陨落，随着寻常百姓的渐渐回归理性，随着不切实际的梦想的结束，资本市场的高温火热在渐渐冷却，在渐渐趋于理性，在渐渐趋于成熟。

但是，资本市场运营并不能因此而成为“肮脏的低级的没有意义的”经济活动，并不能因噎废食。时代需要的是理性的宽容理解和理性的资本市场运营，告别原来的江湖痕迹和记忆。

在一个理性的资本市场运营年代，资本市场运营不是一个短期投机性的行为，而是企业战略的一个重要组成部分，不是一个脱离产品运营的过程，脱离产品运营的资本市场运营不是“真正的资本市场运营”，而是“资本市场的投机”。从一定意义上讲，资本市场运营是企业产品运营的扩展和延伸，而不是脱离和游离。

资本市场运营比一般的企业运营更为复杂和多变，其成功需要“天时、地利、人和”。应当承认，许多进行资本市场运营的企业都失败了，但是不能据此就认为是资本市场运营搞垮了企业，而是分析企业是否使用了并不恰当的、错误的资本市场运营手段、工具和方式。如果一个时代、一个国家、一个市

场、一个资本市场运营者在资本市场运营失败后能够反思运营工具、手段和方式的恰当与否，就表明它们走向成熟和理性。现今，资本市场运营所处的境况如同20世纪80年代国外的衍生金融工具。衍生金融工具曾被视为分摊风险的一种有力而低成本的工具，但是，无法防止某些企业进行衍生工具投机。许多进行金融衍生工具投机的企业、机构失败了，而金融衍生工具不明不白地承担了“责任”，甚至被金融监管部门“封杀”，是一个典型的“替罪羊”角色。市场的成熟和理性，表明开始反思手段的使用是否恰当，而不是手段本身。金融衍生工具的意义在于创造价值，而且能够创造价值，是风险分摊的一种比较经济的工具。产生巨额损失的公司、企业和机构，需要反思交易金融工具的原因、动机和方式，而不是反思金融衍生工具本身。由此，金融衍生工具市场走向成熟，走向理性。中国资本市场在走同样的路。

在理性的年代，资本市场运营在资源的优化配置中创造价值，是一个“隐性的过程”。为了突出这一点，中国许多进行资本市场运营培训的组织提出了“资本市场运营创造价值”的口号。但是，进行资本市场运营的主体需要明确，资本市场运营的价值来源于资源优化配置过程，而不是获得其他利益主体的财富。

在资本市场褪去江湖色彩之后，资本市场不再是一种投机行为，而是在资源的优化配置过程中创造社会财富。据此，资本市场的运营主体开始反思，如何提高资本市场运营的成功率，如何正确、恰当地进行资本市场运营。

3

在中国，企业的资本市场运营发展到今天，还缺乏一个明确的理论分析框架和方法，所有的理论工具和手段分析散见于公司财务理论、公司治理理论和金融市场理论中，许多企业的资本市场运营都是建立在经验的基础之上。

资本市场需要创新，需要不断创造新的“武功招数”，为此，在一个框架内，借助于各个领域内的成果，以资本市场运营的十六种转换形式和四轮驱动理论为核心，进行三阶段决策分析，这就是我们的资本市场运营的成功要诀。

从企业资本市场运营的角度分析，企业的资本市场运营决策可以分解为三个阶段。首先，需要进行分析是何种资产的转换形式，究竟是需要现金资产、实体资产、证券资产还是信贷资产；其次，在此基础上，需要在特定某种资产转换形式中选择一个有效单元和步骤实现这种转换；最后，将不同的资本市场运营单元有机地组合起来，构成一个完整而富有效率的资本市场运营过程。

资本市场运营的十六种转换形式是一个分析需要资产转换形式的有力工具。但是，它只是完成了资本市场运营决策分析第一阶段的内容。为了搭建一

个完美、高效、壮观的“资本市场运营决策分析”大厦，还需要一块块坚实的砖瓦。

一个复杂的资本市场运营过程可以分解成为简单的资本市场运营单元的组合，因此，一个个的资本市场运营单元就成为分析对象，而资本市场运营单元就是搭建“大厦”的砖瓦。例如，金融租赁就是实体资产信贷化的一个主要的转换单元；信贷资产重组主要是信贷资产信贷化的过程。打造一块块坚实的砖瓦是进行有效资本市场运营的前提和必要准备。如果砖瓦坚硬，构建的资本市场运营大厦将比较牢固，而不是“豆腐渣”式的资本市场运营。

需要注意的是，同样一块砖瓦，从不同的角度分析，就有不同的形状。以金融租赁为例，就承租人而言，就是信贷资产实体化的过程，承租企业得到的是实体资产而付出的是信贷资产；对于出售资产的企业而言，是实体资产现金化的过程，企业付出的是实体资产而得到的是现金；就出租企业而言，是实体资产信贷化的过程，企业得到的是信贷资产付出的是实体资产。在实际的资本市场运营中，需要根据企业的具体情况，从不同的角度观察不同的“砖瓦”。我们只是提供了一个普通的视角而不是一个全面的视角分析资本市场运营的每一块“砖瓦”。

资本市场运营最后也是最为关键的一个步骤是，将不同的“砖瓦”组合起来而构建一个完美有机的资本市场运营过程。这是一个充满复杂性和技巧性的步骤。这个步骤就如建造一个摩天大厦的图纸设计阶段，一座大厦建造得是否美观，是否牢固，是否与周边的环境协调，其中一个关键性的因素是图纸设计。同样，一个资本市场运营是否连贯，是否一致，是否能够获得最大的价值，其中一个关键性的因素是构建一个有机的资本市场运营过程，是一个连续性的过程。

因此，一个资本市场运营过程的效果取决于三个方面的因素：其一，能够正确地判断出你所需要的资产形式，是实体资产还是证券资产抑或其他；其二，资本市场运营单元的构建是否完美，“砖瓦”是否坚硬、是否质地良好；其三，不同的资本市场运营单元是否能够有机地结合起来。如果存在质地良好的“材料”，能否搭建一个完美的大厦。

现代金融理论以资产组合理论的创立为肇端，成为经济学的一个关键组成部分。但是，现代金融理论的“现代性”不仅体现在它的科学性，还体现在它不断冲破“象牙塔的樊篱”，对现实的金融决策产生重大的指导作用。

同样，资本市场运营理论不仅仅需要成为“黑板上美妙的智力体操和数学游戏”，还需要对企业的资本市场运营实践发挥指导性的作用。如果一个资本市场运营理论成为指导企业资本市场运营的利器，其核心内容必须是思想、方

法和案例的完美结合。

4

在资本市场运营市场上，一个不断被追问的问题是，何为资本市场运营的高手？一个答案是，资本市场运营被视为一根杠杆撬动一个物体，关键的问题是你选择的支点在何处？如果你选择的支点靠近自己，你无法撬动一个大型物体。如果你选择的支点离你足够远，你能够撬动一个地球。资本市场运营亦如此，一个资本市场运营的高手，会将支点远离自己。如果你的能力越高，你就能够将支点离自己越远。如果你是历史上的摩根或者索罗斯，你就能够撬动地球。

从另外一个角度看，能否成为一个资本市场运营的高手，取决于你思考问题的深度和层次。如果你只是能够提出怎样完成一个 MBO，并且能够设计一个完美的方案实现自己的目标，那么你是一个高手；如果你能够面对一个没有任何资本市场运营计划和目标的企业，提出应该从哪个方面入手进行资本市场运营最为合适和有效，并提出了具体的实施计划，那么，你在思维的深度上前进了一步，说明你是一个资本市场运营的高手中的高手；在此基础上，如果你能够将一个企业的资本市场运营计划构建成为一个连续不断的过程，不停地进行最佳的资本市场运营，那么你便是一个顶级高手。

那些能够提出一个企业如何进行资本市场运营的老总、参谋或者顾问，可以称为一个高手中的高手，例如，中国重汽的资本市场运营决策者、海尔的决策者，等等。

能够称得上顶级高手的资本市场运营者并不多，但是联想集团的决策者是一个典型的例子，从风险投资—投资于高华证券—运作联想在香港上市—跨国收购 IMB 的笔记本业务等等，环环相扣，构成了一个有机的资本市场运营过程（图 0.1）。

5

在资本市场运营中，投资银行是专门从事资本市场运营的机构，它能提供融资、投资、交易、信托、研究等服务。非常类似于江湖中的各门各派。那么不同的投资银行依靠什么才能在激烈的市场竞争中生存下来？

虽然中国的资本市场非常接近于江湖。但是，在中国的投资银行中，就券商而言，还处于整体亏损的阶段。面对一个渐渐褪去江湖色彩的资本市场，一个迫切需要回答的命题是，中国的投资银行能够生存下去吗？如果能够生存下去，它依靠什么才能生存下去？

欧美国家的历史经验已经证明，一个生机勃勃的资本市场，一个功能完善

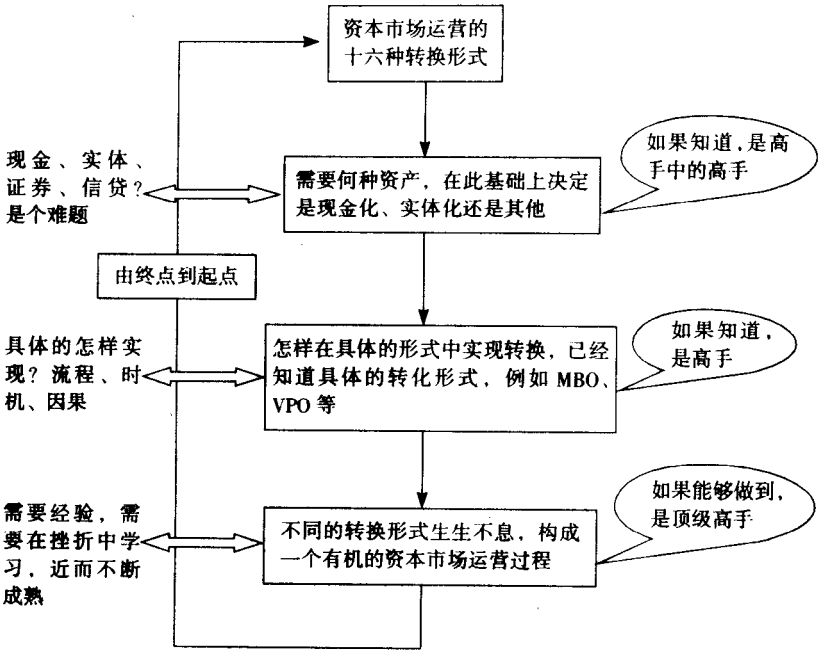


图 0.1

的资本市场，需要竞争激烈而有序的投资银行业。经济学的理论亦证明，投资银行是知识分工、节约交易成本的必然产物。投资银行的历史同时表明，资本市场需要一个能够提供发行、交易、融资和投资功能的投资银行，与其他机构比较，投资银行提供这些功能具有比较成本优势和知识优势，从而能够创造价值，这才是问题的实质和精髓。

在中国的投资银行业中，证券公司全行业亏损，问题层出不穷。究其原因，至少存在三个方面的解释。其一，投资银行是以行政命令组建、靠行政命令吃饭的机构，没有自己的专业特长，在资本市场处于上升阶段时还能依靠行政垄断生存，如果资本市场状况不良，投资银行就失去了生存之道。其二，投资银行本来是一个不断创新的行业，是一个典型的创造性破坏的行业。为了维持行业的竞争，为了创造源泉的不断涌现，投资银行业几乎没有任何的进入壁垒。美国投资银行业的发展历程是一个千千万万创业者此兴彼亡的过程，走街串巷的贩夫走卒经常上演成为投资银行家的经典故事。在中国的资本市场上，投资银行是一个存在行政进入壁垒的行业，没有充分的竞争。其三，投资银行没有一个适合经济内在规律的治理结构。投资银行最基本的治理机制是，一个投资银行可以在激烈的竞争中选择适合自身特点的治理结构，可以是合伙企

业，可以是古典的企业制度，还可以是现代意义上的公司，而不需要行政约束选择某种治理结构，其中的依据是适者生存的法则。

资本市场运营是产品运营的高级阶段，是企业发展过程中的一个选择。投资银行在其中扮演着关键性的作用，唯一欠缺的是，它如何才能提供优质的投资银行服务功能。

在一个发育良好的资本市场上，投资银行需要的是创新、信誉和智能，而不是行政垄断和行政保护。也许，如果能够抓住一次商业机会，一个小小的名不见经传的贩夫走卒就成为一个大名鼎鼎的投资银行家。

一个门派，如果立足于江湖，创新是生存之本，没有武功招数的创新就没有门徒，就没有业务和收入；如果没有信誉，就被视为邪门歪道，遭到群起而攻之；如果没有才能，就要被别的门派兼并和灭亡。一个门派如此，一个投资银行又何尝不是如此。

6

几个需要说明的问题。

其一，关于何为资本市场运营，简单地讲，资本市场运营是在最大化企业价值的目标下进行的资本结构的优化和资本的加减买卖。

更深层次的一个问题是，如何进行企业的资本市场运营？本书试图回答的就是这个问题。但是，需要读者格外注意作者用心良苦地构造本书框架的逻辑，并一再提及的三个步骤的决策逻辑。另外，读者需要在理论、案例和方法中思索、体会和咀嚼资本市场运营的门道。例如，中国资本市场上的套利交易、以信贷资产信贷化为主的企业债务重组中的跌宕起伏的博弈过程、金融租赁如何在中国应用，等等。换言之，作者的写作意图有两个：其一，从一个高的角度分析和思考怎样进行企业的资本市场运营；其二，在具体的业务层面上如何具体操作资本市场的运营。

还有一个经常被关注的问题是，企业的资本市场运营与投资银行存在何种区别？恰如其分地回答这个问题有利于读者理解前文所述的两个核心目的。从一定意义上讲，投资银行是一个机构，而不是一种思想和方法。但是，投资银行主要是为企业的资本市场运营提供知识、经验和服务的中介机构，之所以是主要业务，是因为投资银行还从事许多其他的业务，例如，在交易业务中充当做市商、投资基金管理业务等等。由于一般的企业和投资银行的立场、盈利模式的不同，两者的思维模式、业务内容和具体的方法存在相当的差异。企业融资是为某个投资项目筹集资金，是企业资本市场运营的一个构成部分。但是，从资本市场运营的视角分析企业的融资问题，能够得到更多的方法，提高融资

的合理性和有效性。

其二，考虑到中国的实际情况，在某些部分中，并没有完全地介绍全部的转换形式，而是以“运营单元”的标准说明某个或者某几个转换，在某几个转换中，强调的是不同转换中的关系、演变和选择，而不是简单罗列。例如，在证券资产实体化中，说明的是IPO，而没有说明如何进行配股、增发、发行优先股和发行企业债券等，但是，它们的原理和方法非常类似。再如，在证券资产信贷化中，重点说明的是，债券质押融资、股转债和以股抵债之间的关系以及如何选择的问题，其中的逻辑和理由非常美妙。

其三，一个资本市场的运营单元，从不同的视角和主体看，是不同的转换形式，在本书的安排中，作者将其列为最为常见的转换形式，读者可以就这些形式灵活掌握。

其四，如果你是一位只对实际问题感兴趣的读者，作者还是建议你思考一下资本市场运营的思维方式，而不是拘泥于具体的业务细节。

另外，尽管作者诚恐诚惶、如履薄冰地完成本书，但是错误之处在所难免，希望读者能及时与我们沟通及提出宝贵意见，如切如磋，如琢如磨。

经常被问及，如何进行资本市场运营才能提高其效率和成功率，不再重蹈德隆、格林柯尔、巴林银行的覆辙，答案是，在一个严格的框架内思考如何进行资本市场运营。以这个框架进行思考，虽然不能保证成功，但是能够提高成功的概率和机会。在此基础上，本章总结了关于如何思考资本市场运营的三个问题。其一，资本市场运营的经济学分析框架，为资本市场运营提供了一个系统性的思考框架；其二，资本市场运营的最高境界是无形资产的运营，特别强调无形资产运营的重要性；其三，强调资本市场运营中的核心要素：信托功能，即信托是中国资本市场运营和投资银行最为欠缺的要素。①

第一章

资本市场运营的理论分析框架

- 1 资本市场运营的经济学分析框架
- 2 无形资产市场运营的一般模式
- 3 信息、市场规模、治理制度和信托金融

① 按照作者新的逻辑划分，将投资银行的功能重新划分为投资、融资、信托、交易和信息研究五个方面，其中，信托是核心功能，更是资本市场运营的核心功能，为此，在本书的理论框架中设立了一个信托的理论框架，其他的一些理论框架能够在其他著作和论文中比较容易找到。虽然本书没有引用，并不是表示它们不重要，需要读者格外注意。

1. 资本市场运营的经济学分析框架

资本市场运营是企业产品运营的高级发展阶段和形式。随着经济的发展、市场的完善和产业分工的细化，资本市场运营同企业的产品运营一样会成为企业的日常行为，而不是某些行政授权的贵族企业才能独享的特权。

不同的人对资本市场运营存在不同的认识，人们为成功的资产市场运营欢呼，为其社会资源的优化功能叫好。在安然和德隆资产运营失败之前，安然曾经连续多年被《财富》杂志评为最富有创新精神的公司，德隆被许多经济学家和政府官员视为产融结合的典范。但是，在企业的资本市场运营失败之后，公司就成为“腐化浪费”、“贪婪”、“欺诈”、“投机”、“损害社会财富”和“风险”的代名词。

之所以存在这种现象，就是人们对资产市场运营缺乏一个统一、整体的认识。其实，除非因噎废食，否则，无论如何都无法消除资本市场运营的失败。但是，它只是同普通的企业产品运营一样，失败是市场纠错的一种表现。从这个角度讲，资本市场运营失败本身是一件好事，应该采取宽容的态度。

宽容并不代表不反思资本市场运营失败的原因。但是，目前缺乏一个完善的资本市场运营的理论分析框架，导致了许多反思无的放矢。因此，建立一个资产市场运营的理论分析框架十分重要，它不但可以提高资本市场运营的效率和质量，而且还会对资本市场运营的失败做出最佳修正。

资本市场运营需要一个严格的经济学逻辑框架和分析思路。一种普通的经济行为，是在一定制度和环境约束下，在可供选择的行动集合内，追求目标最大化的选择过程。资本市场运营同一般的经济行为一样，亦是在一定的制度和环境约束下追求自身目标最大化的过程。但是，资本市场运营的对象、行为主体、外部的制度和环境、自身的目标、选择的行为方式又不同与一般的经济行为，它具有自身的特殊性。解释经济现象，说明经济的选择结果并不是一件困难的事情，困难的事情是说明选择对象、选择的环境和制度约束、选择目标和选择方式。在说明了选择的对象、选择的环境和制度约束、选择的目标和选择的方式之后，经济选择的结果就是水到渠成、自然而然的事情。

根据经济学的基本分析框架（田国强，2004；钱颖一，2004），按照资本市场运营的对象、资本市场运营的环境约束、选择的目标、选择的方式和步骤构建一个资本市场运营的经济学分析框架，它符合经济学分析框架构建的内在

规律和逻辑结构，同其他经济学的分析框架相区别，资本市场运营的经济学分析框架在于研究对象和内容的自身性质。

资本市场运营的对象

资本市场运营不同于一般的消费者选择行为和企业产品运营的原因在于它的运营对象的不同。一般的消费者选择行为和企业产品运营的对象是消费品和企业产品，而资本市场运营的对象是资本。产品和资本的特征——给运营主体带来的效用或者益处——不同决定了资本运营和产品运营的经济学分析的迥异。

什么是资本？资本同产品的特征区别又是什么？

国际会计标准委员认为："一项资产①所体现的未来的经济利益是直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜能。这种潜能可以是企业经营能力中的部分生产能力，也可以采取可转换为现金或现金等价物的形式，或减少现金流出的能力，诸如以良好的加工程序降低生产成本。"这个定义是从企业的角度来考察的，认为只要具备直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜在能力，便应该称为企业的资本。

一个更一般化的定义是美国财务会计准则委员会给出的，认为："资产②是某一特定主体由于过去的交易或事项而获得或控制的可预期的未来经济利益。"这里，资本被看作是可以预期得到的经济利益，这种经济利益是靠过去的交易或事项获得的，资产的主体不单局限于企业，而扩展到整个经济中的任何可能的"特定主体"。与此类似的一个定义是经济学家费雪（Fisher）给出的，他认为所有可导致收入增加的东西都是资本。

从整个经济的角度来看，资本是能够给其所有者带来可预期的未来经济收益的能力。

据此，可以分析资本和产品的特征区别了，及由此导致的资本市场运营和产品市场运营的不同。

两者的首要区别是，资本的收益是未来的，是预期的，与此适应，资本市场运营就存在价值的不确定性和风险性。而产品的效用或者收益是当期的，是

---

①② 一个富于争议的问题是，资产是否等同于资本。在我们的理解中，对企业而言，资产是企业的所有物质财富，其中包括企业的产品，但是资产不仅完全适用于企业，而且可以适用于居民、家庭和国家，包括家庭财富、消费品等。资本的适用范围一般是企业，而不包括企业产品，是指生产产品的物质财富。在金融学中，就有资本资产定价理论模型，说明资本是资产的一个子集。在本书的引用中，为了尊重原文的意思，并没有将适合资本意义表达的字眼改为资本，而是继续使用原文的资产。

相对确定的，产品市场运营就不存在自身价值的不确定性。如果一个资本市场运营的主体购买了一项资本，资本的价值是逐步在消费的过程中释放出来。而产品的价值是当期的，它的价值是在消费者消费过程中一步实现的，因此产品的价值不存在预期性和不确定性。

其次，信息不对称程度对两者价值的判断影响程度不同。资本的价值是未来现金流的折现，随着时间的不断推进，关于资本价值的信息会不断出现和增加，对资本现金流的估计和判断会不断变化和修正，资本的价值也需要不断地进行调整和修正。产品的价值估计和判断并不存在随着时间的推进而出现由于信息不同所导致的价值变化。因此，信息不对称程度对资本市场运营的影响要远远大于对产品市场运营的影响，资本市场运营对诚信的要求更高。在资本市场运营中，需要特别强调信誉的功能，“现实证信，‘信’字当头”。

再次，同一项资本与不同的智能资本结合会产生不同的价值。对于某种产品，消费者在消费产品时，自身的能力、努力、天赋、机遇和其他特征不会影响产品的效用。例如，当一个消费者在消费一个苹果时，自身的品质高低、能力大小、天赋薄厚和其他特征并不能影响到这个苹果的本身效用水平。但是，资本不同于一般产品，如果某项资本与A结合，经过A的努力经营，这项资本的价值就可能远远大于资本与B结合所产生的价值。虽然是同一项资本，但是在A和B手中的价值就存在很大差异。换言之，资本的价值会受到购买者的影响。因此，资本市场运营过程中产生的交易行为就不同于产品交易过程中的交易行为。产品的交易价格是一个点价格，而资本市场运营的交易价格是一个区间价格①。

虽然可以根据资本的不同特征和目的进行多种分类。根据资本的存在形式，可分为有形资本和无形资本。有形资本包括厂房、设备、办公用品、现金等，而无形资本包括专利权、商标、品牌等；根据资本变现的速度，可分为流动性资本和固定资本。流动性资本是能够较快变为现金的资本，而固定性资本是不能迅速变为现金的资本；根据资本在社会资本运动中的地位和作用，可分为金融资本和非金融资本。金融资本包括货币以及有价证券等，而非金融资本一般由实物构成，尽管这些实物也可能表现为一定的货币额；根据资本是否能跟所有者分离，可以把资本分为主动资本和被动资本。被动资产，例如，土地、厂房等等，这些资本跟其所有者可以分离。而主动资本，例如，劳动力、知识等等，这些资本跟所有者合为一体。

---

① 此处更精确的表述是，在一般消费品的交易中，存在大量的买者和卖者，交易价格是一个点，并且还有消费者存在消费剩余。但是，在资本的买卖中，买者和卖者往往比较少，是一对一谈判，据此交易价格是一个区间，但是最后的价格还是表现为一个数字，而不是区间。

但是，为了便于构建资本市场运营经济学分析的框架和逻辑，需要从资本运营的角度界定资本的种类。据此，将资本分为“现金资产”、“实体资产”、“信贷资产”和“证券资产”四类。简单来说，所谓现金资产，是以非消费的目的存在的现金，也就是用于投资的现金；实体资产包括实物资产和无形资产两种，主要以企业形式存在；信贷资产就是通常意义上所说的债权资产，主要是指银行贷款和应收账款；证券资产是指各种有价证券。这里需要特别说明的是，这种分类和上面提到的分类存在一个非常重要的区别，即这四种资产形态不是相互对立和排斥的，事实上，同一个资本可以以不同的价值形态同时存在。例如，上市公司的厂房，既以实体资产的形态存在，又同时以证券资产的形态存在，关键在于区分不同的分析层次。选择何种资产形态需要考虑具体的资本市场运营环境。

资本市场运营的环境约束

资本市场运营是在一定的外部环境条件下进行的，不同环境会造成同种资本市场运营的不同效果。更为重要的是，不同的外部环境会影响资本市场运营方式的选择。因此，资本市场运营的环境约束是分析资本运营的前提条件，在选择资本市场运营的方式方法之前，必须详细刻画其所处的环境。资本市场运营的环境约束相当于经济学分析模型中的外部参数，是分析者对客观环境的主观判断和事先假定。

众所周知，在20世纪80年代的美国，杠杆收购风靡一时，其中MBO（管理层收购）作为杠杆收购的一种形式在当时的经济、社会和政治环境条件下获得了迅速的发展。当时的杠杆收购或者MBO的核心是通过大量债务和少量资本的高杠杆方式完全获得公司的控制权，进而克服代理成本问题，促进公司的价值增值，以获得收益。杠杆收购或者MBO作为一种资本市场运营方式，是公司所有权或者控制权的转移，核心内容是代理成本的克服和高杠杆的运营，而转移对象并不是一个重要的因素。当时的环境约束是上市公司存在严重的铺张浪费、消极懈怠和损害所有者利益的问题，其代理成本居高不下；另一个环境约束是当时垃圾债券的盛行，杠杆收购者债务融资相对容易，融资成本相对较低。在这两个环境条件下，杠杆收购和MBO得以盛行。一旦环境发生了变化，杠杆收购和MBO就走向衰退。实际上，杠杆收购和MBO通常拥有一个短暂的高潮，随后归于寂静，甚至消亡。但是，中国发生MBO的环境约束不同于当时的美国，中国的MBO更多地是强调公司控制权或者所有权向管理层的转移问题，而不是收购的杠杆性和代理成本的节减问题。环境不同，中国和美国当时的MBO的味道就截

然不同。中国上市公司的管理层对上市公司的收购亦称MBO，纯粹是名不副实的误会。因此，选择资本市场运营的方式首先决定于其所处的环境约束。

资本市场运营的环境约束存在一个相对层次的问题。研究不同的资产市场运营问题，需要界定不同层次的资本市场运营环境约束。一个资本市场运营的环境约束可能是另外一个资本市场运营需要进行内生性分析的内容。

如果分析一个国家的税收政策对企业并购行为的影响，那么这个国家的税收政策就需要事先假定，然后才能分析其对企业并购行为的影响。但是，如果分析一个国家的税收政策的最优确定，税收政策就是内生决定的量，而不是事先假定的外生变量。

既然资本市场环境存在一个层次的问题，那么在一个具体的资本市场运营环境中该如何选择所处的环境约束呢？资本市场运营环境约束的分析应该尽量选择对资本市场运营能够造成直接影响的环境进行重点分析，否则就流于大众化和泛泛化，抓不住问题的重点。

影响企业并购的环境因素众多，从并购浪潮到产业状况到企业状况最后到企业的核心竞争力、管理能力和财务能力都是企业并购的外部环境约束。但是，具体到某一个企业的并购行为，并购浪潮的特征、状况对企业并购行为的影响程度要远远弱于企业的核心竞争力、管理能力和财务能力的影响。因此，在分析一个企业并购行为时，具体考察的环境约束是企业的核心竞争力、管理能力和财务能力，而不是并购浪潮的特征和产业状况。

资本运营的环境约束可以根据行为主体的不同分为三个方面：第一个方面是资本市场所有参与者构成的环境；第二个方面是由政府部门决定的政策、法律、制度环境；第三个方面的内容是中介机构的环境。

资本市场参与者构成的环境会影响到资本市场运营。具体而言，资本市场参与者构成的环境可以分为两个方面，一方面是基于行为经济学，参与者的亢奋、非理性、无根无据的悲观等会影响到资本市场运营。研究表明，在资本市场运营的参与者亢奋时，资本市场运营的密度就高；在参与者非理性悲观时，资本市场运营的密度就低；另外一个方面的环境是资本市场参与者的诚信状况。由于资本市场的运营对象是资本，决定资本的价值需要买卖双方在可获得信息的基础上作出预期，资本不同于一般的产品，产品的价值虽然也需要一定的信息，但是它的信息需要量比较少，资本价值的决定对信息的需求量非常大。在一定程度上，信息决定资本的价值。资本市场参与者的任何不讲诚信、欺诈和隐瞒资产信息的行为都会造成资本运营市场的柠檬市场化。

政府部门的政策和法律环境直接会影响资本市场运营的状况、效率和方向。国有股减持的政策一出台就给股市带来灾难性下跌报复，中国的股市是政策市，

也说明政府部门的政策对资本市场运营的深刻影响；MBO 会受政府政策和法律的影响，债转股会受到政府政策和法律的影响，股转债也会受到政府政策和法律的影响，企业的并购重组也受到政府政策和法律的影响。

中介机构的环境是资本市场运营环境约束的一个主要构成部分。资本市场运营的专业化程度越来越高，许多技术性的工作需要中介机构来完成，中介机构的诚信水平和专业能力会直接影响到资本市场运营的质量、数量和水平。

资本市场运营的目标

在消费者的消费理论中，消费者选择的目标是自身效用的最大化。在生产者的生产理论中，生产者选择的目标是自身利润的最大化。但是，资本市场运营的对象是资本，因此，资本市场运营存在自己的运营目标，资本市场运营的目标是价值增值的最大化。资本市场运营是以价值为中心的导向机制，通过资本市场的运营，提升运营对象的价值。

具体来说，资本市场运营价值最大化的实现过程可以具体分为“三个途径”和“四个效应”。

“三个途径”分别是资本价值的创造过程、资本价值的转移过程和资本的风险分摊过程。资本价值创造过程就是通过资本市场的运营，优化资本的配置结构，提高资本效率的过程；资本价值的转移过程就是通过资本市场运营，把其他资本的价值转移到自身价值的过程；资本的风险分摊过程就是把资本的风险分散、分割、规避和转移的过程。

对于企业并购而言，可以通过协同效应、规模效应、经营效应实现资本价值创造，提升资本的价值；通过避税效应、资本价值的低估实现资本价值转移，完成资本价值的转移过程；通过公司结构的调整和融资方式的选择实现风险分摊，实现资本风险分摊过程。三个途径都会影响到资本市场运营目标的实现。

“四个效应”是规模效应、结构效应、管理效应和财务效应。规模效应是资本市场运营的主体通过规模的优化调整实现资本现金流的增多和资本价值的提升。但需要注意的是，规模效应不同与规模报酬递增的概念。规模效应既可以通过规模的扩大也可以通过规模的收缩来实现，而规模报酬递增则是规模扩大的结果。因此，将规模效应等同于规模报酬递增的认识存在偏差。实际上，规模效应的实现可以通过规模的收缩来实现，但是，资本市场运营中的规模情结更多地导致了规模的扩大，这反而会降低资本市场运营的质量和效率。有时，选择“退”比“进”更需要勇气和智慧；结构效应是通过优化资本结构来提升资本的质量和效率。实际上，如果根据实体资本的进一步细分，可以将

实体资本划分为实物资本和无形资本。结构效应不但包括实物资本之间的结构优化，也包括实物资本和无形资本之间的结构优化；管理效应是通过变更管理层或者改进管理方式方法或者降低代理成本来实现资本价值的提升。典型的管理效应形式是MBO、杠杆收购（LBO）和公司控制权的争夺，它们通过管理效应，创造了资本价值的增量；财务效应是通过财务的重新安排和优化来实现价值提升。通常的形式是通过财务调整以合法避税或者降低资产的融资成本。

任何一项资本市场的运营都是通过三条途径和四个效应来实现资本市场运营的终极目标。需要强调的是，一项资本市场运营目标的实现是以上三条途径和四个效应的综合结果，而不是单一某个方面发挥作用。

项目融资是一项被很多企业经常使用的资本市场运营模式。项目融资之所以受到普遍欢迎，就是因为它的三条途径和四个效应渠道良好地保证了资本市场运营终极目标——价值提升——的实现。

项目融资存在良好的价值创造机制。项目融资需要不同的专业运营主体，例如，项目的建设者、项目的营运者、项目的供货商、项目设施的使用者。它们都对项目价值的提升发挥着关键性的作用，为了促使它们功能的最大发挥，在项目融资模式的投资结构和融资结构设计中，可以灵活地调整它们的位置和功能，保证项目融资价值的最大化。

项目融资同样存在良好的价值转移机制，它可以通过不同的企业组织形式的变化（投资结构）实现合法避税。项目融资投资结构设计和选择的一个主要方面是尽量合法避税。在现在的项目投融资结构设计中，存在一类专门降低税收的杠杆租赁模式，许多迪斯尼乐园的项目融资就采用了这类投融资结构。

项目融资亦存在良好的风险分摊机制。它与传统融资方式不同，项目融资的有限追索权隔离了企业资产与项目公司资产的风险，项目公司的破产不会影响到企业的其他资产。而且，在项目融资中，可以通过一系列的完工担保、设备质量担保、无论提货与否均需付款等一系列的担保层层分解项目的风险。更为重要的是，项目融资可以通过一系列不同的投资结构和融资结构安排分解项目的风险。

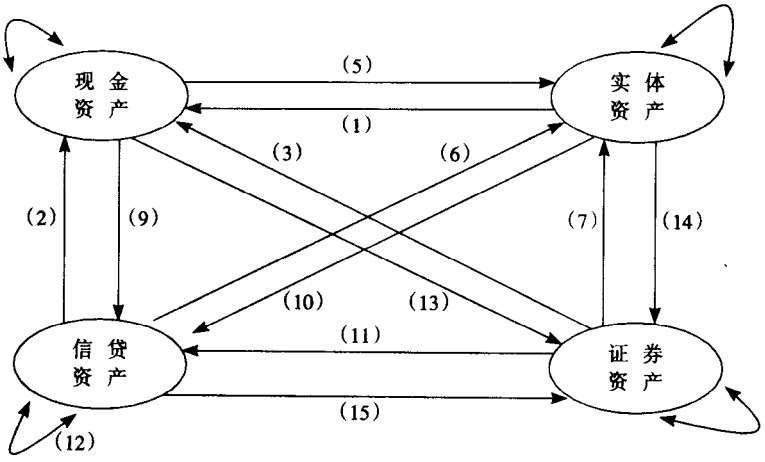
另外，规模效应、结构效应、管理效应和财务效应本身就是项目融资的投资结构和融资结构设计和优化的方向和目标。

资本市场运营的一般方法

从终极结果的意义上看，任何一项资本市场运营都可以概括为现金资产、实体资产、信贷资产和证券资产这四种价值形态自身以及相互之间的16种转换（何小锋，黄嵩；2002），在每一个过程中都要选择最优的方式和最优的组

合以实现资本增值最大化的终极目的。

资本市场运营的一般模式可以用图 1.1 来概括。



“→”表示资产形态的转换，而并非现金流的方向。

图 1.1　资产的转换形式示意图

需要特别说明的是，上述过程中的箭头并不意味着现金流的方向，而只是资产在不同价值形态之间的转换。所有的资本市场运营方式都可以概括为上述 16 个转换过程中的其中某一个过程或者某几个过程的组合，以至循环运转（何小锋，黄嵩；2002）。

16 种资产的转换形式可以简洁明了地概括出大千世界的资本市场运营的结果表现。但是，同古典企业理论一样——在古典理论中，企业只是一个黑匣子，资产的转换形式和方式选择在资本市场运营理论中亦是一个黑匣子，它们都是一个函数形式，实现从投入到产出的不停转换。至于如何实现的转换，古典理论和资本市场运营理论都没有任何说明和解释。现代微观经济学是在揭开企业黑匣子后才蓬勃发展起来的，资本市场运营理论的研究需要进入资产转换具体形式和方式的选择的黑匣子。

为了简化问题和把握住问题的实质和要点，资本市场运营的一般方法可以概括为三个步骤，运营主体首先需要确定的是需要现金资产、实体资产、信贷资产还是证券资产或者它们之间的一个组合，与之想对应的就是资产现金化、资产实体化、资产信贷化和资产证券化或是一个组合。

运营主体需要现金资产、实体资产、信贷资产还是证券资产的科学决策本身就是一项非常困难的事情。现金资产是企业的血液，企业的维持需要源源不

断的现金流入，如果企业的现金枯竭，就意味着企业寿命的终结，现金对企业来说至关重要。实体资产是企业持续发展的保证，没有实体资产，企业创造利润就成为一句空话。信贷资产和证券资产的比例不但对企业的价值产生影响，而且还存在治理功能，它们的数量和比例关系能够提高企业的价值。

在确定了目标以后，需要决定的第二个步骤是如何实现目标。每一个目标的实现又存在四种方式，就资产现金化而言，分别是现金资产的现金化、实体资产的现金化、证券资产的现金化和信贷资产的现金化；就资产实体化而言，分别是现金资产的实体化、实体资产的实体化、证券资产的实体化和信贷资产的实体化；就资产信贷化而言，分别是现金资产的信贷化、实体资产的信贷化、证券资产的信贷化和信贷资产的信贷化；就资产证券化而言，分别是现金资产的证券化、实体资产的证券化、证券资产的证券化和信贷资产的证券化。

但是，每一个过程就存在许多种“运营单元”可以实现其目的。例如，证券资产的信贷化就存在抵押融券、股转债和以股抵债等多种形式。在此过程中，需要根据企业资本市场运营的实际情况和企业所处的环境约束选择合适的“运营单元”以实现其目的。

最后，需要将不同的“运营单元”有机地构建成为一个资本市场运营过程。换言之，资本市场运营是“运营单元”的有机组合，是一个连续的过程。一个企业的资本市场运营并不是由一个“运营单元”构成，而是由许多“运营单元”的不停转换构成的。

资产运营视角下的经济学

经济学的主要分析对象是“产品”，围绕着“产品”建立了严格的分析框架和逻辑，“资本”是“产品”分析框架的延伸和扩展，经济学建立整个体系的基本逻辑是遵循从简单到复杂的逻辑，为了得出明确的结论，简化了许多现实约束。但是，得出的结论就不能准确地反映现实。更为严重的是，经济学本身就缺乏一个资本市场优化配置的分析框架。但是，资本市场运营的分析对象是“资本”，从资本市场运营的视角分析和观察经济能够得出更为准确的结论。

从一定意义上讲，资本市场运营是资本优化配置的过程，是在资本价值增值机制的作用下的优化配置。资本优化配置的过程是资产形式的十六种转换过程，需要解决的问题是提供十六种转换过程中的基本原理和材料。

资本市场运营视角的经济学体现了更为丰富的现实意义和理论价值。从一定意义上讲，资本市场运营视角下的经济学可以分为三个层次。

第一个层次是资本市场运营的一般模式，在这个模式下，资本实现不同形

式的转换，并在转换中创造价值。与一般经济学的观念存在一定的差异，一般的经济学强调的是“均衡”的概念，认为“均衡”是经济的常态，而“运动”、“非均衡”是经济的短暂过程或者瞬间过程。与一般经济学的观念恰恰相反，资本市场运营的一般理论强调的是“运动”、“转换”、“非均衡”等观念，强调资本市场运营的动态转换过程，虽然经济的力量是“转换”和“运动”的牵引力。

第二个层次是资本市场市场“运营单元”的构建。资本市场运营的不停转换过程是由一系列的运营单元构成，换言之，如果将资本市场运营比作是建造一个富丽堂皇的大厦，那么，资本市场的“运营单元”就比如一块一块的“砖瓦”。将资本市场“运营单元”打造结实是提高资本市场运营效率的前提条件。如果没有坚实的“砖瓦”，无论如何都无法构建一个牢固的大厦。但是，构建一个个的“资本市场的运营单元”同样需要科学的分析，根据我们的理论，如果一个资本市场运营方式能够成为一个“运营单元”，需要具备复杂性和独立性两个方面的条件。

第三个层次是将不同的“运营单元”有机地构建成为一个资本市场运营过程。换言之，资本市场运营就是“运营单元”的有机组合。一个企业的资本市场运营并不是由一个“运营单元”构成，而是由许多“运营单元”不停地转换所构成，是一个连续的循环的过程。我们需要设计一个完美的图纸才能将不同的“运营单元”有机地组合起来，并构建成为一个创造价值的资本市场运营全过程。

2. 无形资产市场运营的一般模式

资本市场运营是一项重要和普通的经济行为，资本市场运营决策具有科学性，通过严格的科学评估、预测和比较，可以提高资本市场运营的准确性和科学性，提升资本的价值和收益。但是，在资本市场运营过程中，需要根据运营资产对象的特点和性质，运用资本市场运营的经济学分析框架进行具体的分析。

曾有管理大师说过，企业运营的最低阶段是产品运营，实施质量管理和低成本战略；其次是资本市场的运营，不断调整资本结构和优化资产配置，提高企业的价值；再次是行业标准的运营，制定和出售行业标准获得利润；最后是

无形资产的运营，不断实现由虚转实，“无”中生有，点石为金。

在资本市场运营的一般框架中，四种资产之一的实体资产是一个宽泛的概念，它包含无形资产。在实践中，往往特别关注的是有形资产的运营，往往忽视了无形资产的运营。但是，无形资产的运营才是资本市场运营的最高境界。

但是，目前的舆论环境不仅不利于资本市场运营，更不利于无形资产的运营。在人们的观念中，容易忘记资本市场运营的资源配置功能和效率提高功能，但不容易容忍和忘记资本市场运营的失败烙印。安然、德隆等一系列资本市场运营失败的名单，导致人们误以为资本市场运营就是贪婪的掠夺，资本市场运营本身不会创造价值。时至今日，资本市场运营的处境犹如20世纪80年代的金融衍生工具，成为企业危机和失败的替罪羊。

但是，无形资产运营本身就会产生价值。本节就是在资本市场运营的一般经济学框架和逻辑内研究无形资产运营的性质、环境、目标和策略问题。

无形资产运营对象的性质

无形资产的运营性质不同于其经济性质，无形资产的经济性质界定其经济功能，其运营性质则强调的是运营功能。

财政部2001年7月制定的《资产评估准则——无形资产》的文件界定了无形资产的经济性质。无形资产是指特定主体所控制的、不具有实物形态、对生产经营长期发挥作用且能带来经济利益的资源。无形资产分为可辨认无形资产和不可辨认无形资产。可辨认无形资产包括专利权、专有技术、商标权、著作权、土地使用权、特许权等；不可辨认无形资产是指商誉。

从财政部的定义中可以看出，无形资产具有两个经济性质：其一，产权的明晰性。无形资产的权属存在明确的主体，这个主体是无形资产市场运营的收益人和责任义务承担者。根据科斯定理，权属的明晰性是无形资产运营的前提条件。其二，经济价值性。无形资产必须存在潜在的可以利用的经济价值。

虽然很多资产具备无形资产的性质，但是它不具备无形资产运营的性质，不能成为无形资产运营的对象。美貌、肤色、血统、国籍和出身就是一种无形资产，它会给所有者带来收益，在劳动力市场中，根据美貌、肤色和出身的不同给予不同待遇并不是一种歧视行为，而是它们的所有者拥有不同质量的资产，这是自由市场经济的规律（巴罗，1987）。但是，它们不能成为无形资产市场运营的对象，因为它们并不具备无形资产市场运营的性质。

那么，无形资产需要具备哪些性质才能成为运营的对象？具体来讲，无形资产需要具有以下运营性质。

①自身强化性

对于大多数资产而言，资产的运营会减少这种资产数量进而转换成其他种类的资产，在资产的转换过程中实现价值的提升。无形资产的运营过程与众不同，在转换过程中，不但不会减少无形资产的数量，反而还会强化无形资产的数量和质量。无论是专利权、商标权还是商誉，它们都具有自身强化功能。

不同的能量形式在转换过程中遵守守恒定律。但是，不同的资产形式在转换过程中实现价值增值定律。无形资产实现价值增值的过程不仅不消耗反而还会增加自身的数量和质量，这是无形资产市场运营的一个根本原理。

自身强化性不同于公共产品的性质，虽然公共产品增加的消费不会造成额外的成本负担，但它只会不减少公共产品的数量，并不会增加公共产品的数量，因此，公共产品不具备自身强化性。

小超人李泽锴的家族良好声誉和信誉是一种无形资产，它就具备自身强化性。从脱离祖荫自立门户以来，他就成功地运营了自身的无形资产，实现了价值创造和提升。1999 年 5 月，以 31500 万美元借壳“得佳信”，创造了香港股市的神话。2000 年 3 月，在股票市场上筹集了 10 亿美元作价的实体资产，以四两拨千斤的手段动用盈科动力的高价股票从大东电报局手中购买到香港最主要的电信运营商“香港电信”，交易额估价为 380 亿美元，是亚洲最大的并购案之一，在并购历史上值得浓墨重彩，大书特书。在这一系列的资本市场运营中，李泽锴的无形资产发挥着举足轻重的作用，为“小超人”赢得了声名的不断远播和强化，受到了前总理朱镕基的赞誉。在李泽锴运营自身无形资产的过程，自身的无形资产不但没有减少，而且还实现了自身的强化功能。

②由虚转实性

无形资产在运营的过程中，不但实现了自身的强化功能，而且还要向有形资产转换，才能实现无形资产运营的最终目标。无形资产的价值只有在向有形资产的转换过程中才能实现自身的价值。如果不能运营无形资产，不能实现无形资产向有形资产的转换，无形资产就会闲置、浪费和消减。

美国的发达，在某种意义上，就在于专利技术与品牌。美国专利技术每年的申请量占全球的 26%，拥有全球十大品牌之九，例如，位居探花的 IBM，品牌价值约 5000 亿元人民币。

不断由虚转实是美国企业无形资产运营的主要手段之一。2004 年 12 月 9 日，联想以 17.5 亿美元的价格收购了 IBM 的 PC 业务。

这 17.5 亿美元收购的具体资产清单如下：

涉及全球 160 个国家 10000 名员工的 IBM 笔记本、台式机业务及相关

业务；

客户/分销渠道，包括直销客户和大企业客户、分销和经销渠道、互联网直销渠道；

遍布在全球160个国家的2600名员工；

IBM Think品牌及相关专利；

IBM在中国的合资公司IIPC，不包括X系列服务生产能力。

资产清单表明，联想收购的资产大多是无形资产，IBM实现了无形资产的现金化，显示了IBM无形资产的高超运营技巧。联想收购的成败取决于未来这些无形资产现金化的数量大小。

③范围经济性

范围经济是指在一定范围内随着资产使用范围的扩展，资产的价值以更高的比例和速度提升。无形资产运营的范围性是指无形资产在一定范围内随着使用程度的增加，它以更高的比例和速度创造价值。

著名的品牌“娃哈哈”是一种无形资产，在运营中获得了巨大的范围经济性。原来的娃哈哈只生产儿童营养液，后来延伸到娃哈哈果奶、娃哈哈绿豆沙、娃哈哈八宝粥、娃哈哈银耳燕窝、娃哈哈纯净水等一系列产品，都是借“娃哈哈”的无形资产轻而易举地占领了市场，获得了良好的范围经济性。

但是，范围经济性在一定范围内才能实现，超出了这个范围，就会存在范围不经济。“青岛啤酒”是世界驰名商标，是一种巨大的无形资产，青岛啤酒在兼并中不断运营这一无形资产，实现低成本收购。但是，由于超范围跨行业使用，并没有获得相应收益（郎咸平，2004）。

④价值的易变性

无形资产的价值升值，有时是有形资产无法比拟的。据英国学者汉迪估计，一个单位的无形资产通常是账面价值的三四倍。但是，无形资产的价值存在很大的不确定性。如果无形资产运营得力，其价值就迅速提升；如果运营不当，其价值就会迅速降低。无形资产的价值体现在它的运营本身，中国先前许多名牌的迅速消失就是无形资产运营失败的明证。

无形资产价值的易变性决定了不能在运营过程中只是使用而不投资维护，无形资产也不是取之不尽用之不竭的，它需要不断地进行投资维护。

⑤价值依附性

无形资产的投资维护与其他类型的投资相辅相成，不能孤立地对无形资产

投资。如果脱离了有形资产，无形资产就会迅速贬值。现在又有谁记得当年的标王“秦池”身处何处？当年秦池对广告的投入远远大于产品质量、内部管理的投资，投资的孤立性造成了无形资产投资的失败。

无形资产运营的环境

无形资产运营是无形资产现金化、实体化、证券化和信贷化的过程，在转换过程中，需要借助于融资方式的创新。两个方面的环境对无形资产的运营会产生至关重要的影响，其一是融资工具的创新性和可供选择的融资方式的空间；其二是无形资产运营过程中的制度和交易成本。

①金融环境

金融环境和制度安排直接制约了无形资产运营效率和方式。

无形资产现金化的天然融资方式除了直接的现金化外就是资产证券化。但是，中国目前还没有开始大规模实施住房抵押贷款的资产证券化，还没有形成一个资产证券化的市场，尽管已经争论了6个年头，尽管资产证券化存在种种优势和好处。

无形资产实体化的成熟融资方式是项目融资，项目融资需要特殊的投资结构设计才能实现无形资产的实体化。在香港迪斯尼乐园的项目融资中，美国沃特迪斯尼公司实现无形资产实体化的手段是采用了普通合伙制的投资结构。但是，中国目前只存在有限合伙企业制度而不存在普通合伙制的企业制度，从而制约了无形资产实体化的过程。况且，中国目前还没有成熟规范的项目融资程序。

无形资产的证券化需要借壳上市、IPO和买壳上市等融资方式，但是股市的股权分置，“买壳”成本的不同制约了无形资产证券化的过程。

无形资产的信贷化相当于贸易融资、无形资产抵押贷款等。但是《贷款通则》明确规定无形资产不能作为贷款的抵押物，这使得无形资产的融资手段更为狭小。

如果无形资产运营的最佳融资方式无法实现，则会产生两个后果：其一，无形资产的市场运营无法进行；其二，即便勉强进行，也会产生很高的融资成本，不利于资产的优化配置和效率的提升。

②制度和交易成本

无形资产运营过程中的制度和交易成本主要是政策因素，包括法律制度、

会计制度和税收政策。

资产证券化技术中的特殊目的载体、项目融资结构中的普通合伙制的投资结构、买壳上市的股权分置障碍、产业投资基金设立的法律规定等法律制度都构成了无形资产市场运营的法律制度，如果这些制度缺失，就会制约无形资产的市场运营。

无形资产的会计和税收制度是无形资产市场运营的主要交易成本，它们的处理都对无形资产的市场运营产生重大影响。

无形资产运营的目标

无形资产市场运营的终极目标也是通过资产结构的调整和配置效率的提高来实现价值增值的最大化。具体而言，它通过三条途径和四个方面来实现无形资产运营目标。

实现无形资产目标的三条途径是价值创造、价值转移和风险分摊。无形资产的价值创造来源于两个方面，其一是无形资产本身产生的价值创造，例如，专利、特许经营权；其二是无形资产克服市场缺陷所产生的价值创造。信息是市场运行的重要要素，但是，在市场经济中，处处存在信息不对称，进而产生的信息成本、道德风险和逆向选择都会给市场经济运行带来成本，无形资产的市场运营能够在一定程度上克服信息不对称产生的成本，这样无形资产运营就创造了价值。无形资产的价值转移主要是通过避税效应和无形资产的折旧速度调整等方式来实现。无形资产的风险分摊功能则通过融资结构的特殊安排来实现，例如，项目融资中的普通合伙制结构。

无形资产运营的方式

无形资产运营的手段就是无形资产收益最大化的实现过程，是无形资产运营的终极目标。无形资产在资本市场运营体系中属于实体资产，因此，无形资产运营的手段包括无形资产的现金化、无形资产的实体化、无形资产的信贷化和无形资产的证券化。

①无形资产的现金化

无形资产的现金化是将无形资产转换为现金的过程，运营主体如果需要现金或者将无形资产产生的现金流折现，就需要将无形资产现金化，资产证券化是无形资产现金化的最佳技术手段。

设想一下，回到20世纪30年代，鲁迅先生的著作权和声誉就是无形资产，它们具备无形资产的两个经济特征——权属明晰性和经济价值性。但是，鲁迅先生却为生计发愁，生活拮据。原因是不能将鲁迅先生未来还发挥作用的无形资产提前转换为现金，缺少资产证券化的具体手段。

②无形资产的实体化

无形资产的实体化就是将无形资产转换为实体资产的过程，是无形资产运营中由虚转实的过程。一个聪明的无形资产运营主体将会采取各种措施在最大程度上实现无形资产的实体化。

迪斯尼乐园是世界最著名的主题公园，它的米老鼠和唐老鸭风靡世界，家喻户晓，迪斯尼乐园品牌本身就是一项重要的无形资产，在美国沃特迪斯尼公司的资产市场运营中采取各种策略实现无形资产的实体化，具体的手段就是项目融资方式。美国沃特迪斯尼公司决定在香港以项目融资的手段建造世界主题公园时，就恰到好处地实现了无形资产的实体化。香港迪斯尼乐园由香港特别行政区和沃特迪斯尼公司共同投资，总投资约33亿美元，香港政府投资约为30亿美元，占57%股份，而沃特迪斯尼公司以约3亿美元现金及其品牌资产入股，却占43%的股份，而且它还拥有公司的管理控制权。美国沃特迪斯尼不但完全控制了整个项目，而且还实现了无形资产的价值。香港特区政府之所以同意采取这种投融资结构的原因是它无法复制迪斯尼公司的无形资产①。

③无形资产的证券化

无形资产的证券化是将无形资产转换为证券资产的过程，如果无形资产转换为可交易的证券资产，它就实现了未来收益的证券化，方便了交易过程。公司首发上市（IPO）、借壳上市、买壳上市是实现无形资产证券化的具体手段。

④无形资产的信贷化

无形资产的证券化是将无形资产转换为信贷资产的过程，在贸易融资、抵押贷款方面存在广泛应用。中国许多贸易融资都是无形资产的信贷化，例如贴牌生产等，无形资产的信贷化是无形资产市场运营的一种重要方式。

总结性的逻辑框架

未来无形资产市场的运营是资本市场运营的最高阶段，其运营存在自身的

① 这个案例在本书第三章第五节有一个详细的介绍，读者可以仔细阅读这个案例。

经济规律，本节构建了一个框架来分析无形资产的市场运营规律，具体的逻辑框架见图 1.2。

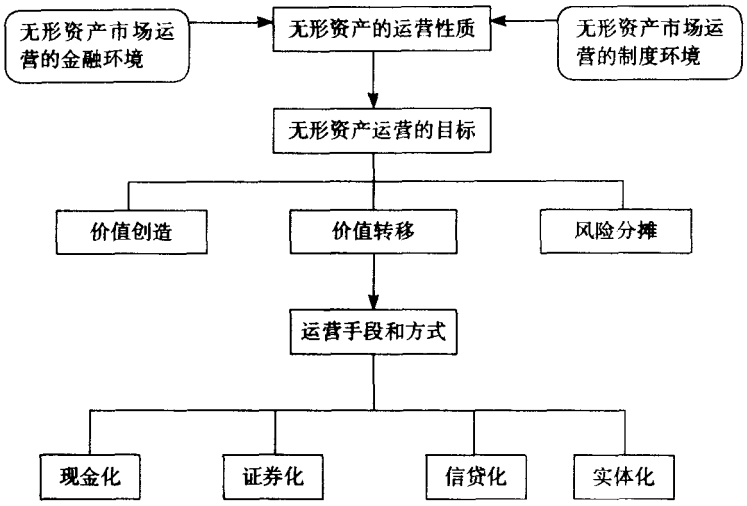


图 1.2　无形资产运营的框架图

3. 信息、市场规模、治理制度和信托金融

信托金融是资产市场运营的一个关键机制，本节构建了一个模型，说明信托金融的功能、形成机制、治理结构选择和监管框架的构建，分析了信息、市场规模、政府制裁惩罚力度和治理制度的选择对以上因素的影响和制约。

信托金融的提出

1999 年的诺贝尔经济学奖得主罗伯特·莫顿曾经指出，金融的研究视角不应该是机构，而是金融功能，凡是执行同一金融功能的机构，不论它的名称是什么，本质上就是相同的金融。按照罗伯特·莫顿的金融功能的观点，根据金

融不同的经济特征，金融体系可以划分为四种功能：基于信托功能的金融、基于标准债务合同的金融、基于股权合同的金融和基于对冲功能的金融。不同的金融存在不同的功能、形成机制、治理结构和监管框架。

因此，本节研究的信托金融不是一个机构名称，不是特指信托投资公司，凡是基于信托机制构建的金融机构和融资方式都是信托金融。信托金融不但包括信托投资公司的业务内容，还包括证券投资基金、创业投资基金和产业投资基金，它们都是按照信托原理执行同一功能的金融机构。

信托金融是基于信托机制构建的金融，是金融四大功能之一。信托金融存在两层含义，首先是“信”字，信就是信任，委托人相信和信任受托人按照委托人的意思尽职尽责地完成委托人设定的理财目标；其次才是“托”字，“托”字的含义是受托人有能力实现委托人的目标，体现的是信托金融中的“才和能”。通俗地讲，信托金融实际上是要求受托人德才兼备，缺一不可，有才无德为盗，有德无才曰庸。

中国信托法将信托界定为“指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为”。信托法中的定义只指出了信托金融的前一部分，缺失了后一部分，只强调一个“信”字，缺了“托”字，因此信托法中信托的定义和含义是一个特指的定义。

如果不是基于对受托人的信任，委托人就不会同意将其财产权委托给信托公司或其他执行信托金融的机构进行管理或处分，信托金融就无从谈起，构建信任是信托金融的前提条件和出发点。

但是，信托金融中却处处表现出欺诈、隐瞒和黑幕。基金黑幕的创伤还没痊愈、信托投资公司五次整顿还未彻底完成，信托金融就被隐瞒、欺骗、违规和不尊重客户利益的行为充斥，将发行信托募集资金视为一次性博弈行为；在客户宣传上对信托投资行为的介绍不全面，不实和夸大其词，鼓吹产品风险小于股票，收益高于储蓄、国债，甚至说政府会对项目进行担保，而对信托产品将来可能产生的收益和本金变现的风险不说明和隐匿不报；在发行信托产品时，不尊重和维护客户的利益，甚至损害客户利益；对信托公司的发展历史和过去经营业绩不能够坦然面对，不能真实全面地把信息传递给投资者，而喜欢夸大某几个亮点，故意误导投资者的决策；券商挪用客户保证金和受托理财的资金为他用，投资基金不断传出损害受托人的利益而进行利益输送的行为。

信托金融不但需要“信”字，还需要“托”字。但是，中国的受托人不是依靠自己的“才能”获得委托人的委托，而是依靠政府的支持、保护、市场准入限制、产品定价保护、政府和大股东的声誉获得。信托金融缺乏自己成熟

的盈利模式，信托金融市场在垄断和欺诈中不断萎缩，现在已经到了十分危险的时候，需要进行严格的治理。

如果信托金融不“信”和不“托”，信托金融必然萎缩直至消亡，但是“信”字是怎么形成的呢？“托”字又是怎么形成的呢？本节构建一个离散时间的连续信托金融交易模型说明信托关系的形成和影响因素，在一个模型中既说明“信”字的形成又含有“托”字的形成。

信托金融分析框架的构建

①模型假定

假定信托金融交易是一个离散过程，在每一期，受托人与众多不同的委托人交易，委托人的市场是一个完全竞争市场，由于在受托人市场上存在政府的市场准入限制和企业的资本要求限制，因此，受托人市场是一个垄断市场结构。委托人和受托人不同的市场结构假定是分析求解的前提条件，也符合市场的实际情况。

不同受托人之间关于委托人“信任状况”的信息的传播程度会影响委托人信任的判断。换言之，某一委托人对受托人的“信任状况”会影响其他委托人对受托人的“信任状况”，进而影响不同委托人与受托人的交易过程和受托人的交易收益。

信托金融连续交易 n 期，一个受托人与 m 个不同的委托人进行交易，收益 R_{ts} 表示受托人在 t 期从与第 s 个委托人进行的交易中获得的收入；D 表示受托人从对每个委托人的欺诈中获得的收入。受托人欺诈委托人被发现的概率是 p，欺诈一旦被发现，以后受托人就不能再欺诈其他委托人。

假定收益的折现系数为 δ，δ 不是无风险利率，它是在 CAMP 定价原理的基础上根据收益风险与市场风险的相关系数计算得出。收益的风险程度越大，折现系数 δ 越大；无风险利率越高，折现系数 δ 越大。

根据前面的分析，受托人的“能力”也是一个影响信托关系的核心内容，为了在模型中体现受托人的能力变量，假定受托人的能力直接影响受托人在每一次信托金融交易中的收益。受托人的能力越强，受托人从每一次信托金融交易中获得的收益就越大，受托人的每次交易收益是他的能力的增函数。受托人的能力用 a 表示。

政府在信托金融中扮演着十分重要的角色，作为实施欺诈制裁的第三方，在委托人被欺诈之后，政府制裁与否和制裁的力度大小是可以控制的一个外生变量。假定政府制裁给受托人造成的成本负担是 G，G 不但可以是一

个负值，也可以是一个正值。如果 G 为正值，说明政府为受托人的欺诈行为负责，代替受托人向委托人进行欺诈补偿。在 2004 年的金新信托事件中，央行发布的对个人债权 10 以下的全额收购和 10 万以上 9 折收购的措施，这个个人债权的收购管理办法就说明了 G 可以是一个正值。

受托人为了获得委托人的信任，可以以一定的资本作为抵押品，如果受托人不能很好地履行委托人的信任和违反了有关的信托约定，受托人以抵押品承担违约责任，抵押品的价值以 M 表示。

抵押品存在一个数值范围，但是，当抵押品的数值趋于无穷大时，就相当于受托人承担无限责任，类似于普通合伙制中的普通合伙人。

②基本分析模型的构建

由于假定信托金融的委托人市场完全竞争，受托人市场是一个垄断市场，所以，模型只分析受托人的行为和影响因素。

模型本身说明的是信托金融关系的形成，在每一个交易的点上，受托人存在两种策略选择，一是欺诈，二是守信。受托人选择哪种策略依赖于两种策略收益大小的比较。

分析的基础模型，首先假定不同的委托人之间不存在信息传递，委托人关于受托人的“欺诈”信息不能共享，信托金融市场是一个封闭的市场，虽然分析的基础模型并不完全符合现实，但是，是建立其他更为接近现实模型的基础，犹如财务理论中的 *MM* 理论，在下文的分析中将逐步放松该假设。

在 t 期，如果受托人执行“欺诈”策略，那么他的总收益是：

$$E_d = mpD - G - M$$

如果受托人执行“守信”策略，那么他的总收益是：

$$E_s = \sum_{s=1}^{m} R_{ts}(a) + \sum_{s=1}^{m} \frac{R_{t+1s}(a)}{1+\delta} + \cdots\cdots \sum_{s=1}^{m} \frac{R_{ns}(a)}{(1+\delta)^{n-t}}$$

（假定各期的风险收益相同）

$$= \sum_{s=1}^{m} \frac{R_{ts}(a)\left[(1+\delta) - \left(\frac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}$$

（假定各期的交易收益相同）

$$= m\frac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\frac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}$$

（假定各个委托人相同）

因此，令：$E_d = E_s$

得：$D = \dfrac{G + M + m\dfrac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}}{mp}$

如果 $D > \dfrac{G+M+m\dfrac{R_t(a)\left[(1+\delta)-\left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}}{mp}$，受托人就采取欺诈策略；

如果 $D < \dfrac{G+M+m\dfrac{R_t(a)\left[(1+\delta)-\left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}}{mp}$，受托人就采取守信策略。

欺诈还是守信取决于欺诈收益和被发现的概率、政府的制裁成本、受托人的抵押品的价值、委托人的管理能力和收益的风险程度。

从模型性质上讲，该模型是与不同主体的连续博弈模型。

信托金融的模型分析

①不同的委托人之间存在信息传递的情形

不同市场存在不同信息传递速度，在完善的充分竞争的市场中，信息传递速度最快，受托人在欺骗了一个委托人之后就不能再欺骗其他的委托人；随着市场的不完善程度的提高和信息传递速度的下降，一个受托人在欺骗一个委托人之后还可以继续欺骗其他的委托人，在欺骗委托人中获得欺骗收益 D，为了刻画不同市场中的信息传递效应，模型以 k 表示市场信息传递速度指数，市场信息传递速度越快，k 的数值就越大，反之，k 的数值就越小。k 的取值空间是 $[1, m-1]$，当 k 为 1 时，市场接近于基础模型中的信息隔绝状态，当 k 为 $m-1$ 时，市场是完全信息传递市场。

在市场信息存在传递速度差异时，基础模型被修正为：

在 t 期，如果受托人执行“欺诈”策略，他的总收益为：

$$E_d = (m-k)\,pD - G - M$$

如果受托人执行“守信”策略，在各期风险收益和交易收益相同的条件下，那么他的总收益为：

$$E_s = m\frac{R_t(a)\left[(1+\delta)-\left(\frac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}$$

因此，

$$D = \frac{G+M+m\dfrac{R_t(a)\left[(1+\delta)-\left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}}{(m-k)\,p}$$

由此等式，可得两个重要命题：

命题1：市场信息传递速度指数越大，信托金融的受托人执行“欺诈”策略所要求的“欺诈”收益越低。换言之，市场信息传递速度越快，信托金融的委托人就越不容易被“欺诈”。

受托人“守信”的最低信息传递速度指数 k 值是：

$$k = m - \frac{G + M + n\dfrac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}}{Dp}$$

这个命题表明，无论是证券投资基金还是私募的信托投资计划，信息披露能够有效遏制受托人的欺诈行为，信息披露越及时有效，市场信息传递速度越快，受托人越能够诚实守信。

命题2：信托金融的受托人的能力能够影响 D 值，并且与 D 值之间存在正向关系。换言之，就是信托金融的受托人的能力越高，他就不容易“欺诈”。

在信息传递速度不同的市场结构中，存在着不同能力的受托人的逆向选择效应。受托人的信托金融能力越强，他就越不容易“欺诈”，受托人的信托金融能力越弱，他就越容易“欺诈”。因此，信托金融是低能力受托人的欺诈的市场。

②含有市场规模的情形

信托金融的市场规模对信托的形成存在重要意义，而且市场规模含有公募和私募的含义。按照法律规定，公募允许做广告，不存在对投资者限制，因此市场规模较大；私募不允许做广告，存在对投资者的严格限制，因此市场规模较小。

为了反映市场规模对信托金融的影响，需要改进模型，具体的模型如下：

在 t 期，如果受托人执行“欺诈”策略，他的总收益为：

$$E_d = gpD - G - M$$

如果受托人执行“守信”策略，在各期风险收益和交易收益相同的条件下，那么他的总收益为：

$$E_t = g\frac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}$$

因此，$D = \dfrac{G + M + g\dfrac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\dfrac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta}}{gp}$

由此等式，可得两个重要命题：

命题3：市场规模指数 g 越大，信托金融的受托人执行“欺诈”策略所要求的“欺诈”收益越低。换言之，市场规模越大，信托金融的委托人“欺诈”收益要求就越低。市场规模越小，信托金融的委托人“欺诈”收益要求就越高。

命题4：在含有市场规模的信托金融模型中，信托金融的受托人的能力不影响 D 值的边际速度。换言之，无论是私募还是公募，受托人的能力不影响他们“欺诈”行为的边际速度。

$$\frac{\partial D}{\partial g} = -\frac{G+M}{g^2 p}$$

这是一个重要而且是有意思的命题，对信托金融公募和私募的限制不会影响受托人“欺诈”行为的选择，任何希望通过“不得广告”和限制投资者数目的政策选择来实现遏制受托人的“欺诈”行为的目标都不能现实。

③政府制裁 G 值的选择

G 值的讨论可以分为简单的 G 值情形和复杂的 G 值情形，简单的 G 值情形是 G 作为独立的外生变量，不影响其他变量选择的情形；复杂的情形是 G 作为内生变量，会影响到其他变量选择的情形。

$$G = m\frac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\frac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta} + M - mpD$$

命题5：根据基础模型的结论，如果政策制裁的力度足够大，受托人总是选择“守信”的策略。由此可见，政府的制裁措施对影响受托人的选择是一个关键变量，如果信托金融市场失信，政府的政策选择错误是一个重大原因。

命题6：在一定 D 值的情况下，假定 G 值和 p 值之间存在递减关系，即市场制裁措施之间存在替代关系；G 值和 p 值之间的替代关系的强度取决于 D 值大小，D 值越大，替代关系越强。

“信托金融监管中的一个悖论”，——在集合资金信托计划中，银监会的监管越多，私人监管就越少，无论成本如何。根据该命题，如果集合资金信托计划存在200份5万元的限制，那么，在 D 值为5万元的条件下，委托人的监管 p 是一个重要的监管措施，但是中国目前的集合资金信托计划却以政府制裁和监管为主，据统计，2004年，银监会共发布了70多份对信托公司的监管文件，平均3个工作日就出台一个监管文件；另一方面，委托人对受托人的监管和信息搜集却不积极主动。如果考虑两者的监管成本，在集合资金信托计划中就存在偏持一端的问题。一个更为严重的问题是，由于 G 值和 p 值之间存在替代关

系，银监会的监管越多，私人监管就越少，无论监管成本如何。

命题7：政府制裁的 G 值在一般情况为负，但是，如果 G 值为正，在一定条件下，信托金融的“欺诈”选择就成为绝对占优策略选择。

什么情况下的 G 是正值呢？如果政府基于社会目标的选择、自己的声誉和隐瞒问题的需要，在信托金融“欺诈”之后，政府不但不制裁受托人的“欺诈”行为，还对委托人进行补偿（在严格的信托金融中，法律规定是由委托人承担受托人的“欺诈”成本），此时的 G 就为正。这就是信托金融中的政府监管的政策选择的两难问题，如果政府实施严厉的监管措施，G 为一个大的正值，此时不符合银监会和地方政府的利益（信托金融机构的设立是银监会批准的，他们担心承担审批的责任，所以不敢执行严厉的制裁措施，另外，还要考虑到与地方政府的利益），他们就不执行严厉的监管措施；但是，受托人知道，一旦他们执行“欺诈”战略后，政府不会执行严厉的制裁措施，那么，他们必定执行“欺诈”战略，但是，这又不符合监管当局和地方政府的目标。

说明制裁政策两难选择的一个典型案例是信托公司的实际情况。信托公司在第五次整顿后，重新登记注册的信托公司注册资本最低要求3亿元。当时，全国所有资产能够抵消债务的信托公司不超过5家，而这几家最后的注册资本都远远超过3个亿。也就是说，到目前为止重新登记注册的59家信托公司，每家公司的股东最少也得投入3个亿。那么3亿元对于信托公司来说，是个什么概念呢？以2004年信托公司最主要的信托业务——集合资金信托业务为例，全年信托资金总规模约为360亿，平均每家公司6亿左右，信托公司在集合资金信托业务中收取的管理费平均不超过信托资金的1.5%，也就是说平均每家信托公司从最主要业务中每年获得的收入不到1000万，连公司的成本都不够。如果考虑到好多公司的注册资金达到10多亿、20多亿，这种局面更加不乐观。在一个投资回收期超过10年就几乎无人问津的经济中，有谁愿意投资信托业？可偏偏有人投了，而且监管部门只批准59家，有好多人抱怨少了，使得他们没有机会投。为什么会这样？因为他们的账有自己的算法。他们是这样算的：资不抵债的那部分，我想尽办法拖着；我先真金白银投进去3个亿，然后通过关联交易再投回来；信托业务的开展不是为了赚取信托管理费，而是为股东及关联方募集资金，信托公司只是股东及关联方的一个融资渠道。关联交易的收益就是信托公司的主要失信收入。

政策两难选择的根本原因是，信托金融的受托人是监管当局选择的结果，委托人不能自由地选择受托人，况且，监管当局为了平衡地方政府的利益，实行市场准入限制，一般是一个省份批准一个信托公司，发达省份例外，因此，信托金融的监管当局需要承担受托人选择错误的责任，所以不敢严厉制裁“欺

诈”的信托公司。

放开信托金融的市场准入限制，完全由委托人选择受托人，还信托金融的本来面目，才能克服制裁政策选择的两难问题。

④信托金融的公司治理制度和 M 值选择

$$M = m\frac{R_t(a)\left[(1+\delta) - \left(\frac{1}{1+\delta}\right)^{n-t}\right]}{\delta} + G - mpD$$

命题 8：根据基础模型的结论，如果受托人的抵押品 M 的价值足够大，受托人总是选择“守信”的策略。

受托人的抵押品表现为公司的资本，信托金融的资本品价值越高，公司越会“守信”。但是，当 M 趋于无穷大时，公司的制度就类似于普通合伙制，因此，合伙制的信托金融机构更容易得到人们的信任。因此，公司制度和普通合伙制度都是增加 M 值的制度，都具有信托金融的约束功能。

信托金融如果采用公司制度，其信托行为的选择不但依赖于公司资本的增加，还依赖于公司治理结构的完善。

1976 年获得诺贝尔经济学奖的哈耶克有一句名言：我们在需要解决的问题和努力的方向上很少存在分歧，但是在解决问题的具体手段和实现努力方向的措施上就很少存在共识。上市信托金融机构的治理结构问题就恰恰应验了哈耶克的这句名言。

从完善新三会、独立董事制度最后到股权多元化，加强信托金融机构的公司治理措施层出不穷，但是效果却难如人意，没有从根本上改观信托金融机构的治理问题，最近信托金融机构的上市又被看作是解决治理结构的重大举措。

也许公司制度本身就存在治理结构的缺陷，最先提出代理成本概念的美国经济学家詹森就曾说过，股份有限责任公司并不是企业的最优组织形式，公司上市不但不能解决代理成本问题，反而会增大代理成本问题，上市公司普遍存在铺张浪费、贪功求大、损害股东利益的情况，他在一篇里程碑式的文章中曾经预言，“公众公司必然会消失”（Jensen，1989）。

改进 M 值的另外一条途径就是普通合伙制度，在该制度中，普通合伙人承担无限责任，相当于 M 值趋于无穷大，因此，普通合伙制度是在上市制度不完善条件下的一个替代制度，其功能相同，都是增加 M 值，不能偏向某个方案。

2002 年，在对美国证券业协会的 622 家会员证券机构的统计中，有 150 余家证券机构采取了广义的普通合伙制，在大量的小规模专业化的投资银行中，合伙制则存在得更为普遍（于映辉，2002）。当然，也存在很多上市的信托金

融机构。但是，这至少说明，公司制度和普通合伙制度都是信托金融的良好制度安排，没有理由扬此抑彼。

中国监管当局偏好信托金融机构上市的理由可能是公司的上市监管权掌握在监管当局手中，它们的上市相对其他行业的企业而言可以享受近水楼台先得月的待遇。另外，上市可以筹集资金，部分解决了证券公司、信托机构的资金来源和增厚资本金，提高抗风险的能力，因此信托金融机构上市可以一举三得。

模型的政策含义

信托金融是四大金融功能之一，存在自己的形成、监管规律，根据本节的分析框架，得出了以下延伸含义。

第一，政府的市场准入政策。在信托金融市场中存在严格的市场准入限制，市场准入限制提高了受托人的赢利能力，受托人的赢利能力是保证他守信选择的一个核心因素，但是，如果市场准入限制成为信托金融机构“欺诈”制裁惩罚的不可置信威胁，那么，政府就会陷入政策的两难选择（具体含义见前文），而这正是中国信托金融面临的问题。

第二，公募和私募的监管方式。公募和私募存在不同的监管方式，监管方式的选择取决于不同方式监管成本的差异。

第三，信托金融产品的价格管制。信托金融产品的价格管制不利于受托人能力的发现和遴选，不利于形成市场化的信托金融市场，容易诱导受托人的道德风险和逆向选择。

第四，治理制度的选择。公司制度和普通合伙制在理论上具有相同的功能，没有理由扬此抑彼。

基于资本市场运营的终极目标——创造更多的财富[①]，企业的追求是，如何在资产现金化的过程中创造财富，其中存在两条路径：其一，企业作为一个中介，成为资产现金化的转换器，在转换中创造利润和更多的财富，非常类似于投资银行的交易中介功能，不可小视这个功能，在美国的投资银行史中，美林证券的崛起就依赖于它在交易转换功能上的创新和完善；其二，在资本的“加减”中创造利润和财富，其中“减”就是资产现金化的过程。将此延伸，为了创造更多的财富，资本市场运营的主体密切关注的其他三个问题是，其一，是否存在转换的渠道；其二，转换的效率如何；其三，怎样转换。两条路径和三个问题构成了这一部分的主题和核心。

第二章

资产现金化

- 1 资产现金化的经济理由
- 2 现金资产现金化：QFII 和QDII 之间的机会
- 3 实体资产现金化：资产出售的分析框架
- 4 证券资产现金化：开放式证券投资基金的赎回和产业投资基金的退出
- 5 信贷资产现金化：专业处置不良资产AMC 的转型

①更精确的表述是，创造更多的财富或者减少尽可能少的损失。为了从正面论述这个问题，作者没有在正文中表述后者的意思。

资产现金化是在价值增值机制的导向作用下，将资产转换为现金资产的过程，包括现金资产的现金化、实体资产的现金化、证券资产的现金化和信贷资产的现金化。

1. 资产现金化的经济理由

毋庸置疑，在资本市场运营的整个链条中，资产现金化是整个资本市场运营过程中的起点、核心环节和最终归宿，在所有的资本市场运营中，其最终目的是转换为现金资产，亦是转换环节中最为复杂的转换。在现金为王的时代，没有一个企业不需要现金，同样，没有一个企业能够感到现金的充足和富裕。但是，在资本市场运营中，需要现金的理由并没有那么“遥远”和“不着边际”，而是非常“贴切”。

基于资本市场运营的终极目标——创造更多的财富，企业的追求是，如何在资产现金化的过程中创造财富，将此延伸，为了创造更多的财富，资本市场运营的主体密切关注的其他三个问题是，其一，是否存在转换的渠道；其二，转换的效率如何；其三，怎样转换。

在资产现金化的过程中，创造更多的财富，存在两条路径选择：其一，企业作为一个中介，成为资产现金化的转换器，在转换中创造利润和更多的财富，非常类似于投资银行的交易中介功能，不可小视这个功能，在美国的投资银行史上，美林证券的崛起就依赖于它在交易转换功能上的创新和完善；其二，在资本的“加减”中创造利润是企业的一个经常性选择，其中“减”就是资产现金化的过程。

由此可得，在资产现金化中，创造更多的财富存在两条路径，但是，需要密切注意三个问题，本章在此基础上展开思路①。需要注意的是，不同的“运营单元”不都是涉及到两条途径和三个问题，往往是强调某个方面或者某几个方面。

现金资产现金化是将现金资产转换为现金资产，其中并不是简单的、毫

① 需要说明的是，不同的资本市场运营单元强调的重点不同，就此论述的重点亦不一样。

无意义的重复，而是需要在转换中实现资产的增值。现金资产现金化包括许多类型，例如，外汇资产之间的相互转换。在中国的资本市场条件下，典型的现金资产现金化过程是 QFII 和 QDII。以 QFII 和 QDII 为研究目标，分析了现金资产化的动机、转换的框架和转换过程中的盈利模式。在这一部分的论述中，以盈利模式为核心，并关注转换的效率和怎样转换的问题，其中的盈利模式是第一条路径，企业充当一个转换器和中介，在此过程中获得利润和财富。

实体资产现金化是将实体资产转换为现金资产。在企业资产重组中，资产出售是典型的实体资产的现金化。在资本市场运营的历史中，企业的并购已经成为资本市场运营的主流，成为企业的一个主要发展战略。但是，资产出售并没有得到资本市场运营主体的高度重视。在未来，企业需要高度重视资产出售的功能，将资产出售置于资本市场运营的主体地位。为此，急切需要提高资产出售的效率和有效性，提高资产出售效率的一个有效途径是，构建一个实体资产现金化的分析框架，在此框架下具体进行资产的出售操作。实际上，这个框架的核心内容是求解如何进行资产出售。这一部分非常有趣，主要关注的是，在第二条路径中创造财富，另外，解释了如何转换和转换的效率两个问题。

证券资产现金化是将证券资产转换为现金资产。在证券资产现金化的过程中，存在许多效应，例如，蚂蚁撬动堤坝效应，一只小小的蚂蚁就能够毁坏一个坚固的堤坝。在证券资产现金化的过程中，一个消息、一个传闻、一个流言就可能大大降低资产转换成现金的数量。这种效应直接关乎证券资产现金化的效率和成功率，是一个转换的效率问题，分析这些效应非常关键。在资本市场运营中，还有一种情况值得关注，在许多资本市场运营的形式中，由于缺乏证券资产现金化的渠道而无法运营，是一个能否转换的问题，例如，中国的产业投资基金，由于缺乏主流而明确的退出渠道而迟迟难以推出。在证券资产现金化的过程中，需要注意转换过程中的效率和是否存在证券资产现金化的渠道这两个问题。这两个问题在开放式证券投资基金的赎回和产业投资基金的退出中表现得尤为明显和突出。

信贷资产的现金化是将信贷资产转换为现金资产。信贷资产现金化的典型形式是信贷资产的回收。但是，正常的信贷资产回收是一个相对简单的过程，它并不构成一个资本市场运营的单元。而不良资产的回收是一个相对复杂的过程，具备了资本市场运营的基本要素——独立性和复杂性。在中国的市场条件下，进行信贷资产现金化的主体——AMC（资产管理公司）——存在许多机制问题，AMC 的机制约束了信贷资产现金化的效率和方式选择。以 AMC 为资本市场运营的基本分析单元，说明了在信贷资产现金化中怎样转换的问题。

2. 现金资产现金化：QFII 和 QDII 之间的机会

现金资产现金化的可能路径

现金资产现金化是将现金资产转换为现金资产的过程，这个转换过程并不是一个毫无意义的重复，而是在转换过程中创造价值，并在此过程中提高资源配置的效率。

现金资产现金化具有多种具体的转换形式，呈现出多样性的特征。现金资产现金化的转换形式表现为时间和空间的差异和不同。

基于历史和地域的原因，不同的国家和地区在形成的过程中都拥有各具特色的货币，经常使用的是美元、欧元、英镑、日元等。随着商品、资本国际流动的不断加强，外汇市场——不同货币之间交易和买卖的市场——已经成为最大的金融市场之一，每天的成交额以万亿美元计，实现了二十四小时的不间断交易。从资本市场运营的视角看，外汇市场是一个现金资产现金化的市场，美元转换为欧元，欧元转换为日元，日元转换为英镑，如此等等，不断转换。更为重要的是，在不间断转换的背后，每一位市场的参与主体从中获得自己的利益，可以进行套期保值，可以分散风险，可以进口出口货物，可以在不同的国家进行投资。

现金资产的不同，不仅是由于美元、日元的不同而不同，即使是同一种货币，不同地域和时间的同一种货币在某些功能方面亦不相同。招商银行曾经最先推出“一卡通”业务，使得现金的异地存、取款变得更加方便、快捷。“一卡通”业务是一个现金资产现金化的转换器，将一个地区的现金资产转换为另外一个地区的现金资产。在时间上，货币掉期亦是一种有趣的现金资产现金化的形式，将不同时间的货币资产转换为另一时点的货币资产。

在中国，最为重要和典型的现金资产现金化的形式是 QFII（Qualified Foreign Institutional Investor，简称“QFII”）和 QDII（Qualified Domestic Instutional Investor，简称“QDII”），在从起点到终点的一个完整过程中，起点和终点皆是现金资产，其中的过程可能经历证券资产、信贷资产乃至现金资产和实体资产。具体而言，首先是现金资产的现金化，一个国家的货币转换为另外一个国家的货币，构建一个投资组合，其中可能包括证券资产、信贷资产、现金资产乃至货币资产，然后将投资组合转换为现金资产，并将现金资产再次现金化，回归到初始的现金资产（图 2.1）。

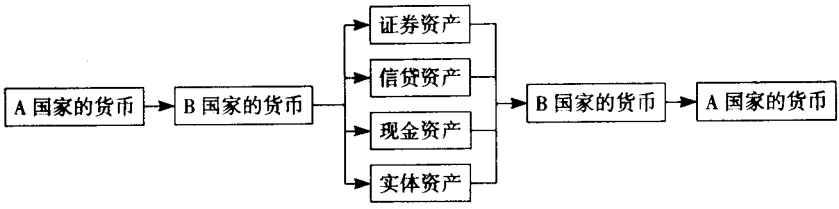


图 2.1　现金资产现金化的框架图

需要注意的是，QFII 和 QDII 并不是无缘无故的转换，关键是转换背后的经济合理性和经济诱因。从经济合理性上讲，它存在转换的经济动力。另外一个问题是，在转换过程中，转换主体如何进行盈利。当然，怎样进行转换是一个不容忽视的问题。转换的经济合理性、怎样转换和转换中的盈利问题构成了一个完整的体系，这正是下面的内容。

所谓的 QFII 制度，是指允许经过核准的合格外国机构投资者，在一定规定和限制条件下，汇入一定额度的外汇资金，并兑换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资于当地的证券市场，其资本利得、股息等经过批准后可以兑换成外汇汇出的一种资本市场开放模式。实际上，QFII 是一种配额制度，目的是为了方便地控制外汇，以免在大量资金流动买卖时因兑换成为该国货币而造成汇率波动。

所谓 QDII 制度，是指开放本国专业投资机构直接投资境外的证券市场。QDII 制度最初是由香港政府部门提出，从运作上可以视为反向的 QFII 制度。通过这个制度，在资本项目没有完全开放的国家，可以容许获得认可的本地专业机构投资者向境外证券市场进行投资，以便于国家监管。香港和大陆讨论的 QDII，主要是指由本地的专业投资机构通过成立封闭式的投资基金，设定投资基金的年期和投资金额上限，在投资者认购的条件下，投资于境外的资本市场。在资本项目没有完全开放的条件下，这个制度有利于监管当局监管资金的流向，并提高投资的效率。

QFII 和 QDII 的经济合理性

QFII 和 QDII 是资本市场发展到一定程度的产物，在资本市场发展和开放过程中起着中间过渡性的作用。从金融意义上讲，QFII 和 QDII 存在其经济合理性，主要基于以下几个方面的理由。

①提高资本市场的有效性

一个有效的资本市场是金融资源有效配置的市场，判断资本市场是否有效的基本标准是金融工具定价的有效性和正确性。但是，金融工具定价的有效性和正确性的前提条件是资本的流动性。资本市场是一个高度同质性的市场，金融工具定价错误和金融资源的低效配置可以通过资本的充分流动得到纠正。因此，资本市场的流动性能够在一定程度上保证资本市场的有效性。

许多国家基于历史的原因而采取了各种限制资本市场流动性的措施。但是，在国际资本市场高度一体化的进程中，资本市场的资源配置效率提高是一个必然的逻辑结果。QFII 和 QDII 作为一种提高资本市场一体化的手段和中间步骤必然能够提高资本市场的有效性。

其一，QFII 和 QDII 制度有利于促进中国资本市场投资者结构的优化和投资行为的理性。从中国台湾地区的经验来看，中国台湾地区通过实施 QFII 制度，法人机构投资者的比重明显增加，外资机构投资决策行为对中小个人投资者产生了示范效应，促使投资者以股票的真实投资价值为标准进行投资，减少了资本市场上的投机行为，从而在中国台湾的资本市场上建立了以基本面为主体的、理性的投资理念。另外，在亚洲金融风暴中，中国台湾地区的 QFII 制度没有对中国台湾的资本市场造成冲击，在金融风暴期间，QFII 几乎没有资金流出，稳定了资本市场，减少了资本市场上的恐慌。

其二，QFII 和 QDII 制度有利于进一步巩固以保护投资者利益为中心的监管理念，促进市场信息披露的规范化和标准化。在一个开放的资本市场中，难以形成境内投资机构的利益集团，境内投资机构和境外投资机构公平合理地竞争，便于监管部门的监管，便于监管部门克服自身的部门利益，从促进其整体发展的角度监管资本市场。

其三，QFII 和 QDII 制度能够为投资者提供更多的选择，从而为充分提高资源的配置效率创造了更好的条件。例如，QFII 和 QDII 可以消除香港和内地资本市场上红筹股的套利空间；投资者面临更多的投资选择，有利于建立有效的投资组合。另外，中国存在许多基金和保险机构等机构投资者，在分割封闭的资本市场条件下，投资对象的选择有限，难以建立充分分散风险的有效资产组合。从这个意义上说，中国内地机构投资者对投资于境外资本市场存在很大的需求。

其四，QFII 和 QDII 制度能够促进资本市场的创新。例如，以 QDII 制度为例，QDII 制度的实施有利于推进中国资本市场上股权分置问题的解决，挤压中国资本市场上的价格泡沫。否则，在 QDII 制度条件下，内地的投资者必然会将自己的“货币选票”投资到更具投资价值的境外资本市场上的优质金融工具上。

②资本市场循序开放的基础

从金融学的角度分析，资本市场的开放是提高资本市场一体化和资源配置效率的有效手段。但是，关键的问题是，如何提高资本市场的开放程度。在许多国家开放资本市场的过程中，由于采取了错误的政策，导致开放资本市场的努力失败。从世界各国开放资本市场的经验可得，循序渐进地开放一个国家的资本市场是一个正确的方法，而 QFII 和 QDII 恰恰就是一个国家开放资本市场的有效中间步骤。在实施 QFII 和 QDII 的过程中，可以获得开放资本市场的管理经验和操作手段，完善法律制度和提高投资者的风险意识。因此，QFII 和 QDII 是资本市场循序开放的基础。

QFII 和 QDII 制度本身就是资本市场开放的一个新的阶段和起点。根据国际经验，一个国家和地区在开放资本市场上通常需要经过三个阶段：其一，间接投资阶段。一个国家向国外投资者发行受益凭证，国外投资者间接地投资于这个国家的资本市场，或者设置该国的特种股票以供国外投资者进行投资，例如，中国的 B 股市场等。其二，有限度地直接开放阶段。QFII 和 QDII 就是典型的代表，QFII 和 QDII 是一个国家资本市场开放的中间环节。其三，完全直接开放阶段。国外的投资者在少量限制条件下可以直接投资于一个国家的资本市场。

QFII 和 QDII 的制度安排可以在外汇管理有限的条件下限制短期资本的流入，优化进入一个国家资本市场的资本结构。例如，通过设立封闭基金，规定基金的继存期，限制短期资本的流入和流出，以防“热钱”对一个国家资本市场的冲击；对投资者汇出境外的红利、资本利得和本金在时间上进行规定和限制，减少国际游资的冲击；限制投资于某种金融工具的比例以防金融风险的集聚。从发展中国家和地区的实践来看，大多数国家和地区在开放资本市场初期都对外资进入资本市场的数量和比例进行控制，比如，对单个投资者持有企业股权的比例和所有外资持有企业股权的比例作出限制，在经过一段时间后再逐步放开；同时，对投资于境外资本市场的资金进行一定的限制以预防和控制金融风险的发生。

③促进监管模式的标准化

QFII 和 QDII 是资本市场完全开放和完全限制资本流动条件下的一个中间步骤，随着 QFII 和 QDII 的逐步推行，中国证券市场的监管模式将逐步向国际化的监管模式靠近，转变行为监管模式，实现以资本数量为主体监管内容的监管模式。

同时，在 QFII 和 QDII 制度下，QFII 和 QDII 资格的认定和标准对证券监

管部门的监管能力提出了相当高的要求。在 QFII 和 QDII 制度实施的过程中，证券监管部门可以获得如何规范其行为、引导其投资，以实现既定的政策目标的经验，为以后完全开放资本市场的监管提供宝贵的经验。

QDII：一种构想

QDII 机制，是指让拥有外汇的中国内地个人与机构投资者，通过一些符合资格的金融中介机构，按照规定的形式，在额度之内，投资于境外的资本市场。境外资本市场一般是指美国、英国、香港等国家和地区的证券市场。中国投资者投资于境外资本市场必须通过 QDII 制度才可以进行，以便国家监管资金流向和规模。从这种意义上讲，QDII 是一种投资机制。

QFII 机制实际上是实行资本账户下人民币有限制兑换的一个有益尝试。目前，中国内地的外汇资产基本上集中于债权性的资产。而国际经济金融发展的历程表明，在国际贸易与金融交往中，多样化且平衡的市场、产品和投资渠道，有利于一个国家经济与金融的持续稳定的发展。

其实，中国内地资金投资于境外资本市场的现象早就有之。例如，在香港的汇丰银行等，利用有效的旅行证件就可以开立账户，然后就可以进入香港联交所进行股票交易；在中国内地，许多投资者利用网上交易直接投资于美国等国家的资本市场上的金融产品。事实上，自从中国 B 股市场放开以来，境内资金已经通过各种渠道流入香港股市。根据估计，每天流入流出香港股市的内地资金高达几千万港元。但是，在国家实行外汇管制的条件下，此种做法在原则上是非法的，存在巨大的政策和法律风险。通过 QDII 制度，内地投资者只要拥有外汇资产，就可以投资于境外的资本市场。

QDII 制度最初由香港特区政府提出，其目的是绕开人民币不可自由兑换的障碍，使内地的资金通过一个受控的渠道，以专用的在岸投资基金的形式投资于香港。QDII 制度的实施可以增加香港资本市场的资金供给量。同时，QDII 制度体现了中国与国际资本市场接轨进程中的一个环节。

为了提高 QDII 制度的有效性，达到 QDII 制度设计的目的，QDII 制度的设计必须具备以下几个方面的条件。

①QDII 机构组织形式的选择

在中国内地，自从 1994 年外汇制度改革以来，个人和一般企业就成为外汇的直接拥有者，他们在银行的存款形成了银行稳定的外汇资金来源。

但是，QDII 的机构投资者选择何种组织形式？QDII 的机构组织形式的选

择直接制约了 QDII 制度的有效性。一个选择良好的组织形式可以提高 QDII 制度的有效性，否则，就可能无法发挥 QDII 制度的功能。

QDII 的组织形式存在三种：其一，基金形式的机构投资者；其二，机构投资者，例如，保险公司、证券公司等非银行金融机构等；其三，一般的企业。

鉴于中国的外汇主要分布在个人和一般的企业中，在发展合格境内机构投资者的初期，可以考虑通过内地 QDII 基金的组织形式进行。在发展到一定程度后，再扩大到拥有外汇的非银行金融机构。最后，可以考虑允许拥有大量外汇的企业集团投资于境外的资本市场。

②投资机构的选择

QDII 制度的一个关键环节是选择“合格”的机构投资者，其目的是降低金融交易的成本和提高投资效率。进行机构投资者选择的主要衡量标准是其“能力”，并且预防其道德风险。

在选择合格的机构投资者中，一般要求该机构具备以下条件：其一，要求投资机构没有违规记录，且经营业绩稳定，资产状况良好；其二，要求一定的资产规模和资本规模限制；其三，存在一定时间的盈利记录，并且建立了健全的风险控制制度。

一个核心的问题是，投资机构是由市场选出，而不是由某个政府部门或者权威机构选出。因为，只有市场对自己的选择负责，而政府部门或者权威机构并不对自己的选择结果负责。

③QDII 额度的制定

无论 QDII 的投资是通过封闭式基金、开放式基金还是其他金融机构进行，QDII 的外汇总量都需要通过额度预先设定。在确定额度时，需要考虑以下几个方面的因素。

首先，银行的外汇资金要用于支持国际贸易增长与经济发展的需要。在循序渐进地开放资本市场的过程中，至少在建立 QDII 机制的初期，投资于境外资本市场上的外汇不应影响境内贸易与经济发展。因此，需要在对贸易与经济发展所需外汇头寸进行估计的基础上，再与商业银行现有的外汇头寸进行比较，将超出部分的一定比例作为额度设定的基础。

其次，外汇储备需要支持经常账户项下与资本账户项下的正常交易。在考虑维持正常国际贸易、偿还外债、对外直接投资和投资收益返回等主要可能影响外汇储备的因素之后，再考虑 QDII 的总体额度。

再次，商业银行的资产负债管理需要。每一家大型内地银行，根据其风险

预算与承受力，从外汇资产与负债管理的需要出发，确定多大比例需要投资于资本市场，各家的汇总就形成了总的 QDII 额度的基础。

最后，国家外汇管理局和其他有关部门，可以根据经济发展和投资者对外汇投资产品需求的评估，分析影响额度的各个因素的变化情况，定期评估额度的合理性，并适当地调整额度。

④投资种类的选择

在 QDII 制度中，需要规定许可投资的金融品种和比例限制，以化解金融风险。就投资的金融品种而言，一种选择是允许投资于任何一个国家资本市场上的金融工具；另一种选择是将投资的范围限定在 H 股、红筹股、蓝筹股等方面。从资产组合的有效性和资本市场开放的角度考虑，第一种选择明显优于第二种选择。就投资比例的限制而言，可以对不同国家的资本市场投资比例、不同种类的金融工具之间的投资比例、同类金融工具之间的投资比例进行限制，该限制可以防止风险过于集中，制止投机行为，并且不会降低投资组合的效率。

⑤存在一个严格的资金回流机制

在实施 QDII 计划时，许多人可能怀疑 QDII 计划的实施会减少中国的外汇储备，但是，实际情况究竟如何呢？

在中国的外汇管理制度下，中国内地经济体的商业部门作为一个整体，在境外的外汇资产是银行的境外外汇资产，主要是由同业存款、政府债券、国际组织的债券、企业债券和贷款构成。

在建立 QDII 之后，中国内地对境外的外汇资产就体现在两类金融机构的资产上：其一，QDII 基金的股权性资产与债权性资产；其二，银行的债权性资产与股权性资产。在实施 QDII 之后，中国内地整个经济体对外的外汇资产总量并没有因为引进了 QDII 而变化，发生的变化只是内部结构的调整。

在实施 QDII 计划后，通过 QDII 投资于境外资本市场的外汇主要来源于拥有外汇的个人和一般企业，他们影响的是银行的外汇存款规模，并没有因此给国家外汇储备造成直接的影响。

因此，QDII 不会影响一个国家的外汇规模，而且 QDII 的引入能够提高外汇资产的投资效率和化解外汇资产投资中的风险。QDII 制度的实施是一个帕累托改进的过程。

QDII 不会影响一个国家的外汇规模需要一个前提条件，该条件就是，QDII 制度存在一个资金回流机制。为了满足这个条件，需要解决两个方面的问题：

其一，保证外汇资金能够按照预定的目的投资于境外的资本市场上，而不会挪作他用；其二，在投资实现之后保证外汇汇回境内，而不会像一些贸易公司一样，在商品出口之后，将外汇截留在境外。

⑥QDII 的渐进性过程

QDII 自从提出之后就引起了经济、社会各界的极大关注，在 QFII 制度已经实施以后，QDII 作为资本市场一体化的一个制度安排，已经成为资金双向流动的机制。但是，就投资对象的限制而言，QDII 是一个渐进性的过程。

从资金流向的角度分析，在实际的情况中，QDII 已然存在，中国许多大银行的外汇交易中心均设在香港，一个国家的外汇资产实际上就是一个国家对其他国家的投资。有所不同的是，一个国家的外汇储备资产一般的投资对象是其他国家的流动性强的资产。例如，中国的外汇储备中一大部分是以美国国债的形式存在。

但是，在中国的外汇管理制度下，国家、企业和居民是外汇的持有主体，企业和居民外汇资产的投资渠道是银行存款，而且外汇资产的风险集中于银行。银行为了规避外汇资产的投资风险，投资渠道和投资组合以风险性小的金融工具为主，在此种条件下，降低了外汇资产的投资效率。QDII 是一个解决该问题的恰当选择，因为 QDII 可以规避和分散银行的风险，同时扩展了外汇资产持有者投资于境外资本市场的正式渠道，将风险分散于银行、持有外汇的居民和企业之中。

从组织形式和资金的募集方式来看，QDII 是在中国境内发行的投资于境外资本市场的公募境外投资基金。但是，在目前的条件下，发展该种类型的基金还是存在许多争议。

主要的争议存在于两个方面：首先，中国内地普通投资者的成熟度还不高，在对境外资本市场缺乏了解、分析和研究之前，在市场信息的获得受到一定限制的情况下，公募性质的 QDII 基金面临着如何规避基金管理者的道德风险和如何吸引投资者的困难；其次，中国大陆缺乏具有国际经验的中介机构来完成 QDII 的功能，完全依靠境外金融机构的条件并不成熟。

由此导致在实施 QDII 制度的过程中，需要渐进性地进行管理和放开，具体而言，需要进行以下几个方面的步骤。

首先，允许一部分拥有外汇的机构，例如，保险公司、社保基金和一些出口企业从它们的外汇收入中拿出一定比例的外汇资金投资境外资本市场。然后允许发展 QDII 封闭式基金和开放式基金。之后允许外汇资产的持有者直接投资于境外的资本市场。需要说明的是，在第一步和第二步中并没有明显的区

别，难以在两者之间选择先后顺序。

其次，基金以外币发行，境内机构和个人以自有外汇购买，视发展情况放开购买外汇的限制。

再次，在实施 QDII 制度的初期，限制投资品种，投资品种从固定债券开始，逐步放开权益类产品和相关金融衍生工具。

最后，控制投资规模，随着时间的推移和 QDII 制度的逐步完善，投资额度将逐渐扩大。

中国实施 QFII 制度的功能悖论

在一系列的制度优惠条件下（例如，对 QFII 的投资收益予以免税、允许设立“分账户”制度等），中国的 QFII 制度开始实施。

①提升 A 股市场的假命题

中国实施 QFII 制度的目的是希望通过 QFII 进入中国 A 股市场的数量和额度，以提升 QFII 对 A 股市场的积极影响力。

但是，在中国 A 股市场上，初始的 QFII 投资额度占有的比重太小，即便加速 QFII 进入 A 股市场的步伐，亦难达到影响 A 股市场的作用。

统计资料显示，最初共有 24 家 QFII 投资机构获得的投资额度是 34.25 亿美元（折合人民币约 283 亿元）。但是，QFII 在中国资本市场上的总投资额度为 20 亿美元左右，许多机构的投资额度并没有用完。根据估计，假设其一半资金投资于 A 股市场，再加上投资所得的利润，QFII 在 A 股市场的持股总值约在 12 亿美元左右①。

如果以 MSCI 中国指数（经调整后以反映流通状况）的总市值作为参照基础，外资机构持有的在境外资本市场中上市的中国股票的总市值约在 350 亿～400 亿美元之间，远远超过通过 QFII 制度持有的 A 股市场投资数额②。由此可见，QFII 是境外资本投资于中国股票的次要途径。

另外，中国 A 股市场的市值约在 1 万亿元左右，QFII 的投资额在总市值中所占的比重太小，实在是微不足道，无法影响 A 股市场的走势。

无论是从投资额度、投资途径来看，还是从投资比重来看，QFII 并不能提升中国 A 股市场的投资价值。

---

①② 邓妍：“证监会再会外管局 QFII 分账户等多项政策破冰”，《财经时报》，2004 年 12 月 18 日。

②中国实施 QFII 制度的功能

从一定意义上讲，中国实施 QFII 制度的主要目的是长期目的而非短期目的，虽然 QFII 在短期内无法提升中国 A 股市场的投资价值，但是，随着境外资本流入中国资本市场，它存在不可忽视的长期价值，将促进中国资本市场内在功能的发挥。

其一，改变中国投资者的投资理念和行为，改变“坐庄”式的投资方式，努力发现和挖掘公司的投资价值，分享公司的成长和利润，而非转移其他投资者口袋中的货币和财富。

其二，抑制中国股票市场上的投机行为，其 QFII 的引入，促进中国股票市场的投资价值与国际资本市场的接轨和趋同，抑制投机炒作行为。

其三，引入 QFII 中的境外机构投资者以完善中国公司的治理结构。

其四，规范中国资本市场的运作机制。

其五，加速中国资本市场的国际化进程，提升中国资本市场的影响力。

③影响 QFII 功能发挥的症结

QFII 制度功能的发挥，需要 QFII 大量投资于中国的资本市场——A 股市场，即存在一个量的问题。但是，从上面的分析中，QFII 并没有大量投资于 A 股市场，究其 QFII 没有大规模投资于 A 股市场的原因，就在于中国资本市场上的市盈率或者资本产品的价格。

以香港资本市场为对比对象，境外投资机构在投资 A 股时不会采取一个不同于 H 股或者红筹股的估价标准。H 股或者红筹股的市场价格直接影响到对 A 股的投资额度。但是，中国资本市场的市盈率明显高于在香港联合交易所上市的 H 股或者红筹股，在资本市场加速融合和投资理念趋于一致的条件下，中国 A 股市场上的市盈率结构性偏高限制和制约了境外投资机构进入中国的 A 股市场，QFII 的功能得不到发挥。

那么，为何中国 A 股市场存在市盈率结构性偏高的问题呢？这问题不仅影响到 QFII 对外资的吸引力，更会影响到中国资本市场的长远发展，其中的原因十分复杂，涉及到中国 A 股市场的方方面面和许多历史遗留问题。但是，其中的一个核心问题肯定是与中国资本市场上的股权分置和非流通股不能流通有关，至少这是一种不稳定的预期。因为，在中国资本市场上普遍存在一种预期，就是政府在一定时期内必须改变股权分置的现况，而且流通股股东将得到优先权折让配售等“补偿”，但这个“补偿”是否出现以及以什么形式出现并没有肯定的答案。换言之，A 股市场的股价不仅包括所属上市公司的资产估价，还包括这样一个“期权”，但因它的不确定性，这个“期

权”的价值很难估量——这就是所谓的不稳定预期①。

现在，中国证券监管部门已经制定了解决股权分置问题的试点办法，但是这个试点办法同样存在许多不确定性，其一，办法是一个试点办法，将来会存在诸多变数；其二，办法将对一个个企业进行独特的方案设计，每个企业的补偿标准、实施时间存在不确定性；其三，非流通股的完全流通需要一段较长的时间②。因此，目前A股市场价值的不确定性非常之高。

但是，可以肯定，在A股全面流通后，因供应增大，总体市盈率将有所下降。在股权分置问题改革完成之后，中国A股市场将是一个更加健康并能面对挑战的市场。在A股整体市盈率降低之后，它与H股或者红筹股的价格就不会存在巨大落差。而当股价预期的不稳定性这个悬念消失之后，A股市场的估值将主要受到上市公司的基本面影响。届时，QFII的功能就逐渐发挥出来。

QDII与QFII的盈利模式分析

QDII与QFII可以投资的金融工具一般包括A股、国债、企业债等金融工具，因而，QDII与QFII的盈利模式蕴藏于它们所能投资的金融工具和运作流程之中。

①在汇率变化中获得盈利

以日本为例，在二战以后的20年中，日元与美元的汇率比值一直为360:1。但是，从1971年取消固定汇率制到1985年的“广场协议”，日元被迫大幅升值，到1995年，日元的汇率升至最高点78:1。从60年代中期到90年代中期，相对于美元，日元的汇率升值到最初的4.6倍，平均每年升值5.2%。如果境外投资者在日本买入某一资产，即使该资产没有升值而保持原来的价值不会变化，同样可以通过汇率的变化获得每年5.2%的增值。如果再考虑到投资获得的收益，其回报会非常高。由此可见，无论是QFII还是QDII，在投资的过程中获得汇率升值就是一个重要的盈利模式。

就QFII而言，投资于中国的资本市场可以获得汇率升值的收益。目前，中国经济增长强劲，外汇储备不断增加，贸易顺差日益扩大，在此条件下，存在人民币大幅升值的预期，境外机构投资者可以通过未来人民币汇率的变动获

① 中国的股权分置问题已经开始破题。2005年8月27日，中国证券监管部门正在竭尽全力地解决这个问题。在这个问题没有解决之前，中国资本市场的核心功能基本瘫痪。在这个问题解决之后，中国资本市场的功能将日趋完善。

② 市井存在一种猜测：2005年年底之前，中国资本市场的股权分置问题将得到基本解决。

利。而且，预期自实现汇率理论表明，如果存在对一个国家汇率升值的预期，市场主体就会在该预期下从事汇率的有关交易，自然而然的结果就是汇率升值。目前，几乎所有的市场主体都预期中国的汇率将会升值，看来人民币的升值在所难免，可以拭目以待“预期自我实现”汇率理论在中国的实践和效力。①

就 QDII 的情况而言，可以选择在存在汇率增长潜力的国家进行投资，同样可以获得汇率升值的收益。

汇率总是在不停的变化中，从汇率变化中获得收益是 QDII 与 QFII 的一条重要盈利途径，包括从英镑、意大利里拉和东南亚金融危机中货币的汇率变化获得巨额收益。著名的索罗斯和他管理的量子基金是在汇率的升值或者贬值中获得了巨额收益。

②套利交易盈利模式

套利交易是指在没有市场风险或者风险非常小的条件下获得高收益。从一定意义上讲，套利交易是市场定价错误的结果。自从诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒首次提出套利交易以来，套利交易不再是金融经济学教科书中的智力锻炼或者智力游戏，而是金融交易中的现实情况。

众所周知的长期资本管理公司 LTCM（Long-term Capital Management）出名的理由有三点：其一，长期资本管理公司的破产引起了美联储的援救，实际上，美联储为了强化市场纪律对金融机构的约束而很少出手相救一个资产管理公司，由此可见 LTCM 对美国金融和经济的影响力；其二，在 LTCM 破产之前，公司的两位高级职员——罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯——刚刚获得诺贝尔经济学奖；其三，LTCM 的主要投资理念是套利交易，几乎所有的投资策略都是以套利交易的模式建立，套利交易从而一度成为华尔街主流的交易模式。

LTCM 的套利交易模式非常复杂，一个套利交易往往涉及到股票市场、债券市场、期权市场和期货市场，在多个不同的市场中寻求存在定价错误的套利机会。而且，在 LTCM 破产之前，其盈利非常丰厚，许多欲想投资于长期资本管理公司的投资者都被拒之门外。

长期资本管理公司的套利交易非常复杂，往往需要在不同的金融市场中通过组合仿制某种证券的方法进行套利交易。实际上，在不同国家的同种市

① 作者在写下这段文字之时，中国的汇率还没有升值，但市场中普遍预期汇率将会升值，中国人民银行和其他政府部门一再否认汇率升值的传言，但最终的结局却是汇率升值。以此为例，以后还会出现这种情况。

场中就存在许多套利机会。在不同国家的资本市场中，上市的同一种股票可能存在不同的价格，在这种情况下，同样可以进行套利交易。

如果各个国家的资本市场相互隔离，套利交易就无法实现，但是，QDII 与 QFII 制度为套利交易提供了一种现实选择。

2003 年 5 月 6 日，“股神”巴菲特曾经以 10 亿港元增持港股“中国石油”，持股比例高达 13.35%，成为“中国石油”的第三大股东。“股神”巴菲特购买“中国石油”的理由是看好高速发展的中国经济。但是，巴菲特选择了在香港、美国等境外资本市场上市的 H 股，而不是中国资本市场上的 A 股，究其原因，因为同样的上市公司，H 股的价格大大低于 A 股市场价格。如果资本市场或者监管部门允许“股神”巴菲特在 A 股市场上抛售其股票，其套利交易就可实现。

③“做庄”式的盈利模式

中国资本市场上曾经盛行庄家，许多投资者获得了足够的资金并操纵股票价格，在操纵股票价格中获得巨额利润。但是，资本市场上的“做庄”和操纵股票价格被视为严重的违法行为，受到了证券监管部门和司法部门的严厉查处。

但是，“做庄”式的盈利模式并不是“做庄”和操纵股票价格，而是利用市场的资讯、无形资产、概念等手段提高股票价格获得盈利的过程。

例如，比尔·盖茨基金曾经购买过一种股票，市场的投资者由于对比尔·盖茨的能力和投资理念的认同而大量购进该股票，随后该股票就大幅度升值，在该股票大幅度升值的过程中，比尔·盖茨基金静悄悄地出货完毕，并获得大量的盈利。

显然，比尔·盖茨基金没有“做庄”，没有操纵股票的价格，但是却充分地利用了自身的无形资产和概念获得盈利，该种盈利模式就是“做庄”式的盈利模式。在 QDII 与 QFII 制度中，这种盈利模式将是一种重要的盈利模式。

④设立基金管理公司的盈利模式

中国推行 QDII 与 QFII 制度，其中，QFII 的基金管理者是国外的基金管理公司，由国外的投资银行、投资公司等担当。但是，从国外 QFII 的基金管理者来看，一般是由著名的投资银行充当 QFII 制度中的“I”角色，例如，高盛、摩根士丹利等，这些基金管理者从中获得了大量的利益，不但通过管理基金获得管理费，而且基金管理者在管理过程中获得信息优势和技术优势，在此基础上能够通过自营业务获得资本收益。

中国推出 QDII 制度，设立和充当该制度中的“I”将是一个存在巨大盈利空间的机构。它可以获得管理费，投资于境外资本市场上的管理费用一般应该高于国内基金管理公司收取的管理费，中国境内的基金管理费已经不菲，何况投资于境外资本市场的管理费。在此过程中，还可能通过自营业务获得资本收益。

一旦某个机构获得了 QDII 制度中的“I”资格，它就获得了“先进入这个市场的竞争优势”，以后的机构如果想取而代之，需要付出高昂的成本。在中国即将推出 QDII 制度的过程中，获得“I”资格非常关键，是一个存在广阔盈利空间的机构，对国内基金管理公司而言是一个非常好的机会。

⑤固定收益证券的盈利模式

就 QFII 而言，投资中国固定收益证券的主要理由是：

其一，中国利率存在上涨空间。自 1997 年以来，中国连续多次下调利率，国债债券市场的收益率相对较低。但是，随着中国利率市场进程的不断推进和资本市场国际化的提高，国债市场收益率偏低的现象将会逐渐得到修正。

其二，中国企业债券优良。中国发行债券的企业基本是 AAA 级，债券的收益率水平相对较高，对 QFII 的机构投资者而言是一个非常好的投资品种。随着中国债券市场的发展，特别是企业债券市场的发展，QFII 制度的境外机构投资者将从中获得良好的收益。

中国的债券市场基本上比较稳定，对于 QFII 的境外机构投资者而言，是一个比较安全的投资渠道。随着经济的高速发展，企业债券的利率会提高。金融管制和金融业务不断放开，中国固定收益证券市场将对 QFII 的境外机构投资者拥有更大的吸引力。

就 QDII 而言，投资于国外固定收益证券，主要理由是：

其一，获得国外经济增长的好处，国外的利率随着经济增长速度的加速而提升，中国的投资者可以获得投资收益。

其二，建立多种固定收益证券的组合，规避单一的利率风险。

⑥股票市场的盈利模式

就 QFII 而言，投资中国股票市场的主要理由是：

其一，获得新股申购收益。中国证券发行市场（一级市场）一般采用配售办法，按照国民待遇原则，QFII 境外机构投资者购买股票后同样应该允许他们参与配售。如果 QFII 的境外机构投资者投资参与一级市场的配售，就可以获得新股申购收益。

其二，获得资本利得收益。QFII 境外机构投资者在二级市场上发现并投资于价值低估的股票，在股票升值以后可以获得资本利得收益。二级市场将是 QFII 境外机构投资者的主要投资场所。

就 QDII 而言，投资于境外股票市场主要理由是：

其一，有利于获得境外企业发展的收益和好处，通过 QDII 制度，中国境内的投资者可以投资于微软、通用等著名的国际大公司，获得国际公司高速发展的收益和好处。

其二，有利于建立有效的资本市场投资组合，一个通过境外、境内股票市场建立起来的市场组合将更有效率。

QDII 与 QFII 的盈利模式见表 2.1。

表 2.1　　QDII 与 QFII 盈利模式比较

盈利途径	盈利空间	风险性	流动性	特别好处
在汇率变化中获得盈利	中	中	高	—
套利交易盈利模式	高	低	高	几乎没有风险
“做庄”式的盈利模式	高	低	中	
设立基金管理公司的盈利模式	高	低	—	具有“先动”优势
固定收益债券的盈利模式	低	低	低	—
股票市场的盈利模式	低	高	中	—

3. 实体资产现金化：资产出售的分析框架

实体资产现金化的可能路径

以非专业术语讲，资本市场运营是资产的交易买卖过程。实体资产现金化是将实体资产转换为现金资产，是在资本市场上将实体资产出售给另外一方，通俗地讲，资产出售与农民在菜市场上出售青菜瓜果桃李和大三大四的学生在

校园的跳蚤市场上出售已经用过的书本没有两样，它们都是实体资产现金化的过程。

实体资产现金化的样式丰富多彩，学生在校园的跳蚤市场上出售旧书，渔民在海鲜市场上出售刚从海上打捞上来的水产品，企业在市场上出售工厂、资产和部门，虽然它们都是实体资产现金化的过程，但是之间存在区别。主要区别是，是否存在一个成熟的市场、买者和卖者之间是否存在信息对称、买卖双方的数量和竞争程度。

在实体资产现金化的过程中，主要的转换形式是企业资产的出售。实体资产现金化的关键是转换的效率和有效性。基于企业资产价值的复杂性、信息的非对称性和交易的非充分竞争性，企业资产出售能否获得最大价值自然是一个非常复杂的过程，需要在一个框架内进行科学的分析。

就资产出售的含义而言，资产出售是指将公司的一部分出售给另外一方，出售的一部分可能是公司的资产、子公司或者某个部门，其终极目标是为了获得现金，即实体资产现金化的过程。但是，实际的情况并不是如此简单，其中并不排除以现金、有价证券或者两者的某种组合进行支付的情况，但是以现金为主。退一步讲，即使以某种组合进行支付，提高转换效率和有效性的框架同样适用（图2.2）。

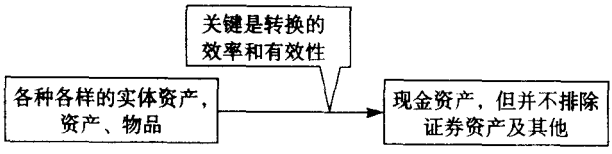


图2.2　实体资产现金化的框架图

资产出售的分析框架：许荣茂案例的一个猜想

资本市场运营如同战场一样，资产出售决策更加需要勇气和智慧。并且，无论从何种意义上讲，资产出售是资本市场运营工具箱中的主要工具之一。没有理由认为，资产出售在重要性上弱于公司并购。但是，将资产出售作为一种资本市场运营的手段还需要为资产出售提供一个完善的分析框架，以提高资产出售的效率。

一个良好的分析框架能够说明资产出售的理由、时机和方式，这个分析框架是从资产出售的理由、时机、模式和程序四个角度分析资产出售问题，四者一起构成了一个有机的资产出售分析框架。

在资本市场运营的过程中，“浪潮”是以“并购的方式”呈现在资本市场运营的历史上，而资产出售作为公司重组的主要形式之一并没有引起人们应有的注意和重视。关于此种情况，可能存在两个解释：其一，“变大”和“加法”中的并购是成功的标志，而“缩小”和“减法”中的资产出售是失败的标志。如同战场的情况一样，前进是胜利的代表，撤退是失败的象征。含有撤退含义的资产出售并不是一件令人值得称道的事情，亦不是资本市场运营的有效方式之一。其二，资本市场运营的主体——企业家——热衷于“并购”，而不是“资产出售”。虽然自从20世纪80年代以来，企业在进行扩张性并购的同时，出现了一种新的趋势，即资产出售的兴起，从一定意义上讲，这种趋势是对60年代并购浪潮结果的一种战略性调整，但是这种浪潮并没有引起企业家和资本市场运营者的注意。

存在一个这样的故事，如果让一个人说出解放战争时期东北战场上最重要的军事决策是什么，估计绝大多数人会毫不犹豫地回答道，是辽沈战役中“先打锦州关门打狗”的战略决策。但是，根据有关文献和回忆录记载，毛泽东和林彪都认为山海关撤退和四平撤退才是解放战争时期东北战场上最重要的决策。如果这两个撤退决策失误，就不会出现后来的东北战场的有利形势。但是，在历史书中并没有特别强调“两个撤退决策”的重要性。

类似于军事撤退的资产出售没有类似于军事前进的“资产并购”引人注目，但是这并不能否定资产出售在公司重组中的重要地位，资产出售已经成为公司重组的惯用手段和方式之一。

实证研究表明，资产出售存在正的效应。克莱茵的研究结论非常有趣，研究表明，当出售的比例低于10%，资产出售不对资产出售方的股价产生重大影响；当出售的比例在10%～50%之间时，资产的出售方获得的平均超额收益率为2.53%；当资产出售的比例超过50%时，平均的超额收益率为8.09%。

在成熟的市场经济国家中，资产出售被视为一种公司错误并购或者错误投资决策的纠正，是公司资源从价值较低的渠道向价值较高的渠道转移的过程，是公司成熟的一个标志。

根据不同的标准，资产出售存在不同的模式。按照资产出售的内容是否与企业的核心竞争力有关，可以分为经营性资产出售模式和非经营性资产出售模式；按照资产出售是否与企业层面战略或者事业层面战略相关，可以将资产出售分为战略性资产出售和非战略性资产出售；按照买卖双方是否存在关联关系，可以分为关联性资产出售和非关联性资产出售。

关联性资产出售是指资产出售的双方之间存在关联关系。这种资产出售已经成为资本市场运营的主要手段之一。关联性资产出售一般需要两个条件：其

一，公司一般存在一个金字塔式的结构。如果公司存在一个平行结构，资产出售的主导者需要在不同的公司中拥有不同的股份。金字塔式的结构为控股股东的资产出售提供了动机、条件和空间。其二，资产出售的动机、时机、模式和程序都需要存在一定的隐蔽性。

2004 年，中央银行房地产新政的出台给房地产行业带来深刻影响，房地产企业的资金极度短缺，许多房地产家族企业不断通过买壳上市，寻求在资本市场上的融资。并且，在买壳上市成功之后，资本市场运营接连不断，不断进行利益转移，为家族企业带来了巨大的利润。

在许荣茂的案例中①，主要是以增资扩股的方式转移上市公司的利益，是一种非常隐蔽的资产转移模式，并且在时机、模式上拿捏得恰到好处。此处的问题是，如果可以，是否可以以资产剥离的方式转移上市公司的资产？

许荣茂的具体操作过程是，在房地产项目滚动开发中进行时机把握，在房地产项目先期需要投入大量资金时，金字塔结构中的底层上市公司承担项目开发的成本和风险。但是，在房地产项目成熟时期，在预售款项陆续回笼前后，则不断减少上市公司所占房地产项目公司的权益，以获取最大收益。如果房地产项目收益状况不好，则不会进行增资扩股。

2004 年，许荣茂曾经入选《新财富》400 富人榜中的第 7 名，他通过把握房地产项目开发过程中的节奏，进行股权和资金运作，从而控制链条中的最高层——家族企业——获得最大收益。许荣茂的家族企业在收购上市公司“万象集团”之后，许氏家族通过售出其资产而获得大量现金，随后与家族企业在上海共同开发房产项目。在预售资金回笼前后，家族公司通过合资或增资或资产出售的方式，不断减少上市公司在项目中的权益，最终大部分的项目开发收益由家族企业获得。该种资本市场运营是以资产出售为核心的在金字塔式公司链条中进行资产的腾挪，在此过程中，控股股东可以获得最大的收益。值得注意的是，这种资本市场运营模式已经成为一种非常流行的模式，而不是鲜见的个案。

进行资产出售决策，首先需要解决的问题是，企业为什么需要出售资产。在资本市场运营过程中，当资产出售的理由出现时说明需要进行资产出售。资产出售一般存在三个方面的经济理由和一个方面的利益转移理由。三个经济理由是，其一，满足流动性需求的资产出售。提高资产的流动性，目的是适应环境快速变化的需要，挖掘存量资产的价值，具体表现为甩掉不良资产、支持核

① 此案例的素材来源于网络搜索——揭秘家族企业敛财新模式，在此素材基础上，作者进行了一定的猜想。

心业务的发展、调整企业内部资源的合理配置。其二，适应环境需要型“资产出售”。企业经营面对的是一个不确定的、变化迅速的外部环境，企业经常需要从某个行业或者业务领域中适时退出，具体表现为适应公司的战略目标而进行的资产出售、弥补错误的兼并收购决策、避免被接管。其三，增加企业收益型资产出售，虽然资产出售可以通过企业内部资源的合理配置带来效率上的收益，更主要的是，出售资产本身就可以带来经济回报，具体表现为资产组合结构调整收益、获得过去投资的成功、换取其他投资机会。一个方面的利益转移理由是，往往以价格、税收的手段转移其他利益主体的利益。

毋庸置疑，在许荣茂的案例中，主要的目的是转移其他利益主体的利益。那么，一个猜想是，许荣茂是否可以以资产出售的方式达到同样的目的。

在许荣茂的案例中，为了进行资本市场运营，首先需要搭建一个复杂的公司结构，具体而言，家族企业通过公司 A 控制上市公司 B，A 和 B 共同出资组建房地产项目公司 C，从而构建了一个金字塔式的公司结构，为以后的资产出售和其他资产腾挪运作提供了条件和空间。

在初始时期，由金字塔底层的上市公司承担大部分成本和风险，为以后的资产腾挪埋下了伏笔和空间。

房地产项目启动之初，存在许多开发和建造风险。此时，由上市公司 B 持有 C 的绝大部分股权，家族公司 A 仅占很小一部分股权，在最大程度上化解家族公司 A 的风险。

公司 C 在预付了土地出让金、获得“四证”（国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建设工程施工许可证）之后，就成立房地产项目开发公司 D。

按照原来中国人民银行文件的规定，预付的土地出让金必须是自有资金。但是，在实际的具体操作中，公司 C 预付的土地出让金通常来自于银行贷款，由上市公司提供担保。

在房地产开发项目中，通常只需先期投入总投资额的 30%，即可启动项目，滚动发展。其中，土地出让金在先期投入中占有相当大的比重，几乎占到先期投入的 60% ~80%，并在总投资额中占到 10% ~30% 的比例。

在预付了土地出让金并取得“四证”之后，公司 D 就可以申请银行开发贷款，用于设计规划等项目费用，贷款一般是由母公司 C 或者上市公司提供担保。同时，建筑施工企业进入项目并垫付施工费用，而能否垫资施工往往是建筑施工企业中标的主要条件。

由于上市公司对 C 公司绝对控股并成为资金的主要来源，因而承担了大部分成本和风险，家族公司则在项目启动初期充分降低了成本和风险，达到了资

本市场运营的前期目标。

在回笼预售款项前后，出售上市公司的权益或者减少上市公司所持股权。在这个时期，一个关键的问题是，是以出售资产的方式还是以投资扩股分摊权益的方式进行利益转移?

按照原来的政策规定，项目必须在开发至封顶或者2/3后才能进入销售阶段，对购房者才能发放按揭贷款。但是，在实际的操作中，项目往往刚刚兴建甚至在规划阶段就开始预售，预售资金用于后期项目的建设等。但是，在财务会计上，这部分预售收入并不能入账。

一种选择是，在预售后不久，家族公司A就开始大幅度增资扩股，其追加的资金可能来源于预售收入，亦可能是家族公司A以其他资金追加投资，例如银行借款，追加投资，其目的是取得公司C的绝对控股地位。增资扩股完成之后，再把预售款项转到家族公司A，被家族企业控制的上市公司B却不追加投资，股权被稀释，只能获得投资收益，此为许荣茂的选择。

另一条选择是，上市公司B将持有公司C的股权出售给家族企业A，此为作者的猜想。

但是，无论是资产出售还是增资扩股还是其他，其目的是出售或者摊薄上市公司B在公司D中的权益，而控制链条上层的家族企业A尽可能多地获得项目收益。

两种利益转移的模式各有优缺点。实际选择何种方式，资本市场运营的主体需要进行优缺点之间的权衡和比较。

资产出售的好处是能够较大幅度地减少上市公司B在公司C中的权益，有时可以彻底转移上市公司B在公司C中的权益，此时，家族公司A获得最大的好处。其缺点是，可能需要上市公司B进行表决，过程比较复杂，容易受到中小股东的强烈反对，而且操作过程容易被大众知晓而成为评论的素材。

增资扩股方式的好处是比较隐蔽，不容易被发现，而且不需要上市公司B进行表决等问题。但是，不利之处是，增大了公司C的资本，降低了财务杠杆，更为重要的是，家族公司A减少上市公司B在公司C中的权益比例非常有限。

在这个决策中，存在一个选择的时机问题。时机选择非常关键，往往能够决定成败。虽然没有一个固定的时机选择模式，但是存在选择时机的原则。其一，在企业被迫必须进行决策之前进行决策。换言之，关于时机，主动选择要比被动选择更好。其二，在恰当的财务状况下进行决策，或者财务状况处于上升阶段过程，或者处于下降阶段。在此案例中，遵循时机选择的原则，许荣茂当公司C的收益显现出来之前进行决策，否则容易失去时机。

如果项目的进展顺利，在项目竣工之后，控制链条上层的家族企业 A 获得大部分收益。

如果采取增资扩股的方式摊薄上市公司的权益，一般的情况是，在项目竣工之后，公司 C 以项目总投资额 30% 的投入，获得总销售额 30% 的毛利或者 18% 的净利润。按照对公司 C 的股权比例进行利润分成，家族公司 A 获得大部分利润，上市公司 B 承担了初期高成本和风险，最终却仅仅获得小部分利润。

如果采用资产出售的方式，上市公司甚至不能获得一点利润。

从具体的分析可以看出，家族“控制性股东”将风险转嫁到处于金字塔下层的上市公司 B，上市公司 B 的资产则被“控股股东”运送到金字塔的上层。如果控股股东——家族企业 A 对合资公司 C 现金流的要求权越低，就越有动力和激励向控制链条的上层运送资产。

毫无疑问，随着中国资本市场股权分置问题的解决和市场制度的健全，以利益转移为目的的资产出售并不能持久，回归主流的资产出售主要是基于其经济理由，而不是利益转移理由。基于经济理由的资产出售需要遵循一定的程序和原则，以提高资产出售的效率。

不论什么样的企业，在出售资产或者部门的时候，都必须遵循最基本的步骤和程序，以提高资产出售的效率。在资产出售中，如果能够遵循合理的资产出售程序，就能够提高资产出售的效率。资产出售的具体程序包括以下几个步骤（如图 2.3）。

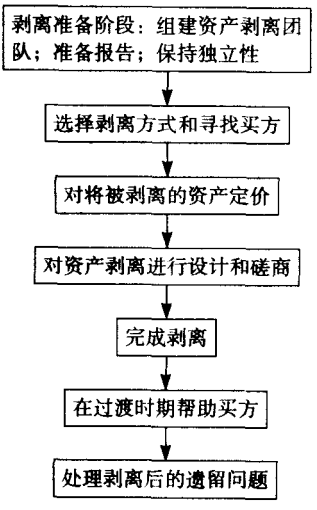


图 2.3　资产出售的流程图

①出售准备阶段

在资产出售的准备阶段，需要具体做以下工作。

其一，组建资产出售团队。资产出售团队是由运营经理、财务总监（CFO）、投资银行家、律师、会计师等人员组成，直接向负责即将被出售的部门经理报告。团队的每个成员都有具体的责任。同时，可以考虑借助于经纪人的力量，以帮助寻求合格的、对出售资产存在兴趣的买方。

其二，准备一份该企业状况的书面报告。在该报告中，需要详细描述行业和企业的历史和未来发展机会。该报告应当包括企业的主要财务数据，例如资产负债表、现金流量表和主要的资产与负债。

其三，保持出售资产的独立经营性。对即将被出售的部门或子公司加以安排，让其能够独立经营，避免造成该部门或子公司的持续经营需要母公司的支持，目前的管理是持续经营不可或缺等方面的不良印象。

其四，从组织、法律、财务的角度尽量简化要被出售部门或子公司的结构。将某部门或子公司在市场上出售以前，应当做一番精心的准备。关键的资本支出、维修计划等都可以增加该部门或子公司的吸引力。一个完善的经营数据处理系统和财务控制系统是吸引买者的一个重要砝码。

②选择出售方式和寻找买方

一般来说，企业的资产出售存在三种方式：广泛拍卖、定向拍卖、协议出售。协议出售又分为普通协议出售、员工持股（ESOP）等。每一种方法在时间安排、保密性、能否控制等方面都存在各自的特点和局限性。

一般认为，“广泛拍卖”是一种最好的资产出售方式，因为购买者众多，比较容易获得较高的价格。其实，实际情况并非如此。三种方法中的任何一种，只要运用得当，都可以保证股东获得最高的价值。虽然“广泛拍卖”方式适合于某些企业，但是其风险也相对较大。所以，一般采用“定向拍卖”或“协议出售”方式，因为这两种方式能够控制整个出售交易的过程，而控制整个出售交易的过程是成功的关键。卖方控制出售过程，就可以较好地完成保密工作，以使交易过程保持合适的竞争水平，获得较高的价值。

寻找买方的途径主要有：一是完全依赖经纪人；二是依靠其他中介组织，例如投资银行；三是将出售的消息通过银行、律师、会计师和其他职业人士传给有兴趣购买的客户；四是在商业出版物上做广告，将出售信息传递给产业协会的成员；五是在报纸上做广告；等等。

在寻找到潜在的买主之后，需要对其融资能力进行认真的评估，包括审查买方的财务状况和购买的资金来源。如果买方资金实力雄厚，能够支付现金，

对卖方来说这是最好的事情。如果买方用期票支付部分款项，那就需要评估买方日后能否经营成功以获取现金支付期票款项。在很多时候，买方经营的效果并不比卖方好，以至于无力兑付期票款项。在这个时候，卖方就面临收回出售资产的风险，然后自己经营或再次出售，以弥补损失。

③对将被出售的资产定价

存在多种企业价值估计的技巧。企业完成出售的计划之后，就可以使用这些技巧对需要进行出售的资产、部门或子公司进行估价，然后确定一个要价。公司在市场上的价值可能与采用统计方法或比较法计算出来的估计价值存在较大偏差。在比较大的企业中，确定要价的过程可能比较复杂，需要许多部门参与。确定要价最现实、便捷的办法是根据最近购买同类公司的价格进行类比定价。同类公司是指处于同一行业，资产、销售、收入、增长趋势都可比的公司。该种方法的唯一缺陷就是难以找到合适的公司进行类比。

卖方有可能需要花费很长的一段时间才能找到出价合理的买主。因此，如果卖方想在短时间内实现资产出售的目的，开始的要价需要合理定位。而且，如果开始的要价太高而导致无人问津，然后再降价进行资产出售，容易给潜在买者造成卖方急切需要出售资产的不良印象，从而使企业在以后的资产定价谈判中处于劣势地位。

④对资产出售进行设计和磋商

卖方在设计资产出售计划时，需要想方设法尽可能多回收一点现金，以减少交易的未来风险。而且，企业一般会选择出售某个子公司或部门的股票，以尽可能干净利落地结束交易。

交易的税收结构对卖方非常关键。但是，如果卖方所受资产出售的压力太大，则税收方面的考虑就不太重要了。

⑤完成出售

买卖双方在对进行出售的资产、部门或子公司进行调查、评估、谈判之后，就必须聘请律师为买卖双方拟出一份合同草案。在达成正式合同的过程中，通常会出现许多需要进一步协商的细节性问题。如果一切顺利的话，最终一定会完成交易。在产权交割之日，需要由买卖双方的律师和董事长执行各种文件的交割。

⑥在过渡时期帮助买方

在资产或部门或子公司向买方转移的过渡过程中，买方一般需要卖方的帮助和支持。需要帮助的方面一般包括管理、财务、制度或者企业的其他活动。如果需要，买卖双方可能派出专家，一起进行工作，保证交易在每一个领域内都有序地进行。

⑦处理出售后的遗留问题

出售一个正在经营的企业通常会在出售完成后的一个相当长的时期内产生许多遗留问题。在资产出售之日，需要转移责任，就要对部门进行彻底切割分离。在此过程中，可能会出现许多问题，尤其是在应收、应付账款方面。不论出售的形式是出售股票还是出售资产，都会产生这些问题。这些应收、应付账款有可能引起卖方、买方和客户三方之间的争端，需要加以妥善解决。

4. 证券资产现金化：开放式证券投资基金的赎回和产业投资基金的退出

证券资产现金化的可能路径

证券资产现金化是将证券资产转换为现金资产，是一个国家金融市场顺畅运行的关键性环节。

一个投资者或者投资公司需要经常不断地在金融市场上将证券资产转换为现金资产。当证券资产无法转换为现金资产时，恰是金融危机或者公司破产之时。曾经有一个对于20世纪30年代席卷整个西方国家经济危机的非常有趣的研究，在那次经济危机中，危机的导火索是金融市场的崩溃，金融市场崩溃的原因是由于证券交易所无法处理完成巨量的交易指令，投资者无法实现证券资产的现金化，进而引发羊群效应和投资者的非理性行为，经济危机由此开始。

在现代经济体系中，资产的配置和优化是以证券资产的交易为核心交易机制。是否存在证券资产现金化的机制、证券资产现金化的效率和有效性是交易

机制中的主要问题。

在开放式证券投资基金中，投资者能否赎回以及赎回多少是一个证券资产转换效率的问题。在产业投资基金中，投资者的证券资产是否存在退出渠道是一个是否存在证券资产现金化机制的问题。如果金融市场不存在这样的转换机制，势必阻碍经济资源的优化配置和效率提高。

那么，是什么因素决定或者影响证券资产现金化的机制呢？其一，市场参与者的数量和竞争程度，市场参与者众、市场竞争程度高，证券资产现金化的转换机制越为顺畅；其二，金融交易中的信息对称程度，市场中的信息越为对称、真实、有效、及时，其转换越容易实现；其三，一个国家基于风险、利益集团的利益而规定的制度约束，国家往往会基于公共利益而约束某种转换机制。

在证券资产现金化中，转换机制虽然如此重要，但是其完善的过程是一个渐进的过程，是一个市场化的过程。政府监管部门的责任是维护市场的公平、公正和公开，更为重要的是完善相关的法律制度和司法效率。

毫无疑问，证券资产现金化的形式丰富多彩。一个投资者在证券市场上出售证券或者要求上市公司赎回可转债、开放式基金的赎回等皆是证券资产现金化的过程。产业投资基金退出的情况有点复杂，并不是严格意义上的证券资产现金化的过程，因为在许多情况下是私募性质的证券，市场的流通和交易非常狭小①。

无论证券资产现金化的形式多么多样，在转换的过程中，以存在的问题分类，存在两类问题，是否存在转换渠道和在存在转换渠道的前提下转换的有效性问题。换言之，其一，如果不能实现证券资产的现金化，原因何在？是否存在替代的途径？其二，如果能够证券资产现金化，那么如何提高该转换过程中的有效性和效率。基于问题，以开放式基金中的赎回效应分析了第二个方面的问题，以产业投资基金的退出分析了第一个方面的问题。但是，不要忘记，两个方面的问题对于其他形式的证券资产现金化过程同样适用（图2.4）。

开放式证券投资基金赎回中的效应

问题起源于2005年3月23日，中国各个基金管理公司陆续接到证监会下发的一份通知，明确要求他们在每个星期一，将上周每个交易日的基金申购赎

① 证券存在私募和公募的区别，两者存在投资者、发行范围、流通交易机制、法律程序的不同。但是，从广义的角度讲，它们都是证券，从这点上讲，产业投资基金的退出是一个证券资产现金化的过程。

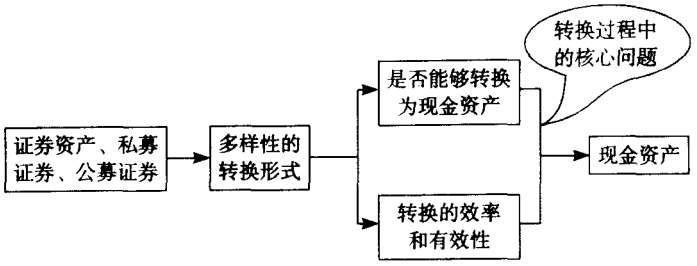


图 2.4　证券资产现金化的框架图

回情况上报证监会基金部，此举的目的是为了及时了解市场投资资金的流动状况；同时，基金管理公司被要求在 3 月 23 日下午 5 时前，上报全部开放式基金今年 3 月 19 日至 22 日期间的申购赎回情况。在这些交付证监会的数据中，需要分别列明个人投资者、保险公司、其他机构投资者的申购赎回份额。此前，证监会曾在 2005 年 3 月 9 日下发过一个临时通知，要求上报 2005 年 2 月 16 日至 3 月 8 日期间各个基金公司每天发生的申购、赎回情况①。

要求基金公司定期上报申购赎回情况，在此之前从未发生过。证券监管部门的该种行为被视为基金开始被巨额赎回的标志，表明基金的巨额赎回正在临近中国的基金公司，考验着证券监管部门的监管能力。

基金的巨额赎回是资本市场上不规则的巨额资金流动，这种类型的资金流动不仅表现在基金赎回中，而且表现在资本市场的方方面面。一个成功而有效的资本市场运营必须尽量减少该种类型的资金流动，为了避免这个问题，在设计资本市场运营方案之初，就必须建立控制制度以避免该问题。

从诱因分析，不规则的大规模的资金流动存在于联动效应、操纵、蚂蚁撬动堤坝和逆向效应中，以开放式证券投资基金的赎回为例，具体分析资本市场上的不规则的规模巨大的资金流动的诱因，亦为在资本市场运营中克服该类问题提供一个思考的方向和思路。

①联动强化效应

在不同的金融市场中，市场之间通过金融价格、收益连接起来，如果一个市场发生了重大的变化，其他的金融市场就会发生联动。金融市场是一个一体化程度最高的市场，资金在不同金融市场之间的流动几乎不受限制。而且金融市场的价格满足一致性的条件，如果一个金融市场中的价格发生了变化，投资

① 李菁："基金赎回的预警时刻"，《财经》，2005 年 4 月 15 日。

者就会调整投资组合，相应导致资金的巨大流动和金融工具的不断转换。

在1989年10月的美国金融危机中，美国金融调查局在对危机的事后总结中强调，通过金融组合和金融衍生工具市场，不同的金融市场已经联结成为一个整体，一个小的股票市场的波动经过层层放大效应而可能传播到整个金融市场，从而引致剧烈的金融危机。并且在建议中提出，克服金融危机的一个较好的办法是，在各个金融市场中设置断点，切断金融市场危机的传播机制。美国克服金融危机的做法说明，关键是在危机出现之前如何预防金融市场的联动性。

另外，一个关键的问题是，金融市场的联动强化效应的触发点在哪里？在一个存在债券市场、股票市场、基金市场和金融衍生工具的市场中，问题的触发点往往是股票市场。原因在于，股票市场的价值变动幅度较大，而且变动频率较高，因此，金融市场的联动强化效应的触发点往往在于股票市场。

就一个资本市场运营主体而言，联动强化效应的另外一个触发点是实体资本的大幅贬值，例如，公司的临时性、短期性大幅度亏损、房地产价格的大幅度下跌等。

就开放式赎回基金而言，基金的投资范围涉及到股票、债券和货币市场基金等投资对象，一个金融市场价格的非预期变化或者突破投资者心理防线的变化，不但会引致投资基金的投资组合的变化，更为严重的问题是引致基金的巨额赎回。基金的巨额赎回是投资者对基金管理人投资能力的怀疑和不信任，是投资者对危机的一种后续反应。

对开放式投资基金的赎回来说，一个现实而且迫切需要回答的问题，在股票和封闭式基金价值下跌时，是否会引发投资者对开放式基金的大规模赎回进而引发整个市场的联动效应？

与封闭式基金相比，开放式基金不存在折价或者溢价的问题，但时刻面临着赎回的压力，该机制是基金激励约束机制的一个有机构成部分。

基金净值的下降，导致了许多基金公司对投资管理上一些问题的反省，并且调整了投资策略。首先，健全和严格执行各项制度，例如基金经理考核制度、月度投资检讨制度、基金日报制度、股票备选库制度等，以制度规范投资行为；其次，调整投资战略，对已有的存量投资进行结构调整，以开放式基金为例，从过度分散投资逐渐转向集中与分散并重投资；最后，在战术上，加强了止损、预警和流动性风险的控制。

②基金赎回中的操纵

基金赎回中的操纵是指在资本市场流动性缺失的条件下，基金管理公司在

赎回中被迫卖出股票而降低股票的价格，其他机构趁低吸纳股票的一个过程。该过程不仅在基金赎回中存在，而且广泛存在于资本市场运营的各个过程中。在实际的资本市场运营中，应当尽力避免陷入被操纵中的陷阱。

在中国的基金市场上，基金公司为了促使投资者购买基金份额，在基金公司信誉缺失的条件下，违规对客户承诺较高的收益率。但是，在中国资本市场进入熊市的情况下，基金公司的信誉正在面临严峻的考验，随时会引发基金的“赎回潮”和市场系统性的风险。

通过对基金赎回的结构分析发现，在一段时间内，的确存在开放式基金的集中赎回现象，而且机构投资者的赎回数量在总的赎回数量中占据了绝大部分。

2005 年春节之后，国内各大保险公司纷纷直接入市。华泰财险于 2005 年春节后的第一个交易日（2005 年 2 月 16 日）入市。之后，中国人寿、太平保险、中国再保险集团、太平洋保险、泰康人寿、新华人寿等开始进入股票市场直接进行交易①。

在该政策的作用下，保险公司相继赎回在基金公司的投资，各个基金管理公司明显感到巨额赎回的压力。

根据公开的资料，一家保险公司同时赎回了超过 10 亿元的基金份额，涉及到十余家基金管理公司，其中多家基金管理公司的赎回金额超过了 1 亿元。

管理部门已经允许保险资金合法入市，而基金管理公司的业绩表现又不佳，资金在不同管理机构之间的替代就是必然结果。但是，必然结果却在基金市场上制造了一场短期资金回流风暴。在该过程中，保险公司在赎回基金的同时会在二级市场上大举建仓。由于资产组合雷同化，两者购买的股票几乎相同，都是基金原来的重仓股。

据此，一个无意的操纵链条构建完毕。在基金管理公司的重仓股高度集中的条件下，在政策条件允许下，保险公司直接入市，从而发生了规模巨大的基金赎回。基金管理公司的现金不足以满足大规模的基金赎回，基金公司必然被动地抛售股票，市场做空动能骤增。在市场流动性不强的条件下，基金的重仓股必然大幅下跌，同时，股指节节下挫，从而引发“羊群效应”和市场的不断抛盘。在这种情况下，保险公司一方面可以直接在基金的重仓股上逢低建仓，还可以选择在其他股票上进行低成本投资，从而降低资产组合的总体建仓成本。这种股票买卖的操作就是基金净值的下降，而保险公司从中可以获得利益，很难说该种操作是否道德或者是否合法。

---

① 李菁：“基金赎回的预警时刻”，《财经》，2005 年 4 月 15 日。

在实际操作中，还需要注意操作中时间点的拿捏。最典型的操作是，保险公司在股票市场收市前突然通知基金管理公司要求赎回基金，而且基金赎回份额庞大，基金管理公司在基金赎回资金量大而且时间紧的条件下，会选择抛售股票，必然引发股票价格的下跌。随着股票价格的下跌，保险公司自己的资产管理公司可以在一个较低的价位上买入股票并构建自己低成本的资产组合。

但是，保险公司等机构投资者能否在这种操作模式中获利还取决于两个条件：其一，股票市场是无效的，股票的价格并不取决于公司的基本情况。随着股票买卖数量的变化，股票价格能够发生较大幅度的波动。如果保险公司的资产组合是由绩优股票构成，而绩优股票的市场价格更多地取决于公司基本面的情况，并不一定会由于部分资金买卖股票而发生价格的剧烈波动，此时，保险公司的盈利就非常微弱。其二，基金套现的范围一定尽量控制在保险机构等机构投资者可选择的股票范围内。假如保险机构等机构投资者看好某只基金重仓股，用赎回的手法迫使基金斩仓出货，基金完全可以通过减持其他投资工具而获得现金，从而使保险机构等机构投资者的想法无法“得逞”。

在欧美成熟的证券市场中，如果基金公司的业绩不佳，投资者一般可以忍受的期限是短短的6个月。投资者通过不停地赎回基金份额而改变基金公司的选择，客观上促进了基金公司的优胜劣汰和基金管理水平的提高。

但是，中国基金公司的盈利模式还是来源于政府的政策限制，投资者选择资产组合和基金管理公司的范围十分有限。当政策允许保险公司等机构投资者的资金直接进入股票市场进行操作时，保险公司等机构投资者的大规模赎回就成为必然结果。这件事情说明，基金公司需要改变其盈利模式。不是政策保护，而是投资效率；不是“牌照”，而是能力；不是监管部门的“批准”，而是市场选择的结果。

保险公司等机构投资者的资金可以通过自己的专用席位直接进行投资，投资的交易成本更低，因此，势必会收缩在基金公司中的投资，而且这种趋势不会改变。在该趋势中，基金管理公司需要改变盈利模式，在提高资产组合的效率中寻求出路。

③蚂蚁撬动堤坝

蚂蚁撬动堤坝的经典故事不断地在金融市场和资本市场运营中演绎，一个金融欺诈事件就可以成为一场基金赎回风暴的导火索。

2001年，英国发生了一起蚂蚁撬动堤坝的事件。当时的蚂蚁是债券型基金管理公司净值的调整。英国的债券型基金管理公司在信息披露中没有使用正确的方法，误导了基金投资者，并在宣布调低基金净值时引发了基金的赎回潮。

但是，证券监管部门事前并未注意到这类基金在销售中的误导行为和信息披露中的问题。之后，这一基金赎回潮流迅速波及整个金融市场，引发了一定的金融动荡。

2004 年 7 月，台湾同样发生了一件蚂蚁撬动堤坝的事件，当时的蚂蚁是基金管理公司内部的信息披露问题。台湾的一家债券型基金在销售过程中打着低风险、高收益的货币市场基金的幌子进行销售。在募集基金完毕后，基金管理人不停地通过做假账、“杠杆借款”、投资可转债等方式维持较高的收益。但是，最终欺诈骗局败露，引发了巨大的基金赎回潮。该事件只是一个导火索，在此之后，各家基金管理公司相继出现信任危机，赎回潮迅速波及整个基金市场。基金公司纷纷解除银行的定期存款，对银行的资金调度造成了很大的压力，继而引发了台湾金融市场的“大地震”。

中国的货币市场基金就存在许多可能引致赎回潮的小蚂蚁，及早解决资本市场中的小蚂蚁是资本市场运营成功的保证。

在中国的货币市场基金中，基金收益率的计算和信息的披露存在较大的自由空间，为了规范货币市场基金投资运作和信息披露格式，避免基金市场中蚂蚁撬动堤坝事件的发生，中国证监会于 2005 年 3 月 28 日发布了两份文件，一是《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》（简称“通知”），二是《证券投资基金信息披露编报规则第 5 号〈货币市场基金信息披露特别规定〉》（简称“披露规则”）①，亡羊补牢的意图非常明显。

《通知》对货币市场基金投资组合的选择提出了严格的限制。例如，投资组合平均剩余期限在每个交易日均不得超过 180 天；货币市场基金不得与其管理人的股东进行交易；除巨额赎回情况下，债券正回购的比例不得超过 20%；禁止投资以一年期定期存款利率为基准的浮动利率债等。在《通知》中，还引入“影子定价”方式作为风险控制的手段，其目的是减少基金管理人调整基金收益的空间，避免基金市场的欺诈行为。

《披露规则》第一次规范了货币市场基金的信息披露问题，包括万份基金净收益、“影子定价”与“摊余成本法”确定的净值产生较大偏离的情形、货币市场基金财务指标和净值表现、货币市场基金投资组合报告等②。

以上诸如此类，其目的是要消除引发基金赎回潮的小蚂蚁。

另外，容易引发基金赎回潮的一个非常重要的小蚂蚁是基金管理公司的信誉。中国基金管理公司的信誉不是在市场中通过优异的业绩逐渐形成的，而是

---

①② 郭茹，刘璞：“新规杜绝货币基金钻空子 影子定价每日刷新价值”，《第一财经日报》，2005 年 3 月 29 日。

通过政府的批准而形成的，基金管理公司的信誉基础非常薄弱，一旦有风吹草动，极易引发基金赎回潮。一旦基金管理公司的信誉和信用丧失，或者使用其他不轨的手段以维持较高收益率，就会引发“赎回潮”，并且，市场可能会因此而出现系统性的风险。

按照《证券投资基金法》，基金管理公司管理的基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产；基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产；他们因基金财产的管理、运用或者其他情形而取得的财产和收益，归入基金财产；基金管理人、基金托管人因依法解散、被依法撤销或被依法宣告破产等原因进行清算的，基金财产不属于其清算财产。

应该说，法律的这一规定，保证了基金持有人的利益，不会由于基金管理公司的问题而牵连基金持有人的利益。

对于政府监管部门来说，能够迅速地确定基金财产的接手方并完成资产转移，同时公布相关的信息，对基金持有人才是最为公平、有利的。基金持有人能够公开地看到平稳地转移基金财产，应当会减少对于其他公司的赎回压力。

但是，目前国内基金市场的相关法律，对于基金公司面临风险的处置问题几乎没有任何解决意义的条款，仅在《证券投资基金管理公司管理办法》中，要求基金管理公司建立突发事件处理预案制度。但是，一旦发生严重影响基金份额持有人利益、可能引起系统性风险、严重影响社会稳定的突发事件，需要按照预案进行妥善处理。

相关的法律法规几乎都是空白，中国暂时还不会出现基金公司因巨额赎回而被压垮的情况。毕竟，一旦出现大规模赎回，证券监管部门会动用各种手段要求机构投资人暂缓赎回。但是，这种方式不能持久，需要尽快建立转移基金财产的具体制度和处理方法。

④基金赎回中的逆向选择效应

中国基金业存在“越热越赎、越好越赎”的怪圈，成为困扰基金管理公司的一个难题。在决策中，基金公司面临两难的选择。如果提高公司的管理业绩，就面临着赎回的压力；如果公司的业绩不佳，公司就不存在生存发展的空间。

实际上，该种怪圈并不怪，存在两种理由可以解释该种现象：其一，基金持有人对未来的预期并不看好，如果基金的盈利较好，基金持有人就想落袋为安；其二，基金持有人对基金公司较好盈利能力的稳定性表示怀疑，基金持有人在基金公司的业绩较好时就迫不及待地套现。

从连续时间的角度分析，基金的“越热越赎、越好越赎”不是一个怪圈，

而是投资者预期并不稳定的一种正常反应，这是市场机制的一种形式。

2005年，人民币理财产品与货币市场基金、混合型基金的竞争已渐趋白热化。就在人民币理财与基金产品进行激烈竞争的时候，证券市场的市场行情逐渐转暖，基金公司的业绩相对较好，但是在此种条件下，众多业绩表现优异的基金管理公司开始面临巨大的赎回压力，说明基金持有人对基金管理公司的业绩稳定性和未来的盈利并不看好。

产业投资基金中的证券资产现金化

①问题的由来

现在的证券投资基金存在诸多争议，而且争议还非常激烈。

例如，开放式基金是否可以申请短期融资的争议。一方认为，允许基金公司向银行融资，可以弥补短期头寸不足，有效解决赎回款项的支付问题，有利于证券市场的稳定；而另一方则表示，如果允许短期融资，在目前分业经营、分业监管的前提下，可能造成银行资金进入证券市场，引发系统性金融风险等。再例如，关于“基金持有人有权自行召集持有人大会”的条款、“是否提高设立基金管理公司门槛”、“如何对证券投资基金定义”等问题。

然而，目前的证券投资基金法是种瓜得豆的结果，在开始立法的时候，其目的是建立一部投资基金法而不是证券投资基金法。

原来的立法方向是综合立法，其范围包括证券投资基金和创业、产业投资基金。换言之，当初的立法设想是既包括间接性投资基金，也包括直接投资基金，凡叫投资基金的内容都属于这个法律框架。但是，后来只是制定了一部证券投资基金法，其范围大大缩小，其目的就是回避争议。

更为重要的事情是，充满期待和争议的《产业投资基金管理办法》在2001的一次国务院常务会议上被否决，从此产业投资基金就进入了漫漫的等待期。当时否决《产业投资基金管理办法》的理由是，产业投资基金的风险太大而不可抗拒。在许多基金的风险暴露之后，政府监管部门对于基金的风险认识更加深刻。但是，否决产业投资基金是规避其风险的一种矫枉过正的行为①。实际上，产业投资基金存在其经济上的合理性，是一个国家资本市场的重要组成部分，在经济投资中发挥着独特的作用，而且是其他投资工具不可复制的投

① 实际上，中国现有两个不为人知的“产业投资基金”：中国—比利时产业投资基金和中国—瑞士产业投资基金，这两个基金都是政府特批特办的，其主要特征是政府投资、私募发行和退出渠道不明。特别是对政府投资的项目，更是明确规定不能退出——这不属于我们这里讨论的“现金化”的范围。

资模式和资本市场运营模式。

推出产业投资基金的理由存在于消除其不合理的风险，以下的分析是在一个合伙制的制度框架内，分析如何消除困扰产业投资基金推出的过渡风险问题。从资本市场运营的视角分析，产业投资基金的投资过程是现金资产实体化的过程，而产业投资基金的退出过程却是证券资产现金化的过程。中国发展产业投资基金的一个核心问题是产业投资基金的退出问题，因此，在证券资产现金化的框架下分析产业投资基金就是一件水到渠成的事情。

“投资基金”是一种俗称，是特指由两个以上的多数投资者通过集合出资而形成的“集合投资计划”。按照组织方式的设立划分，当“集合投资计划”是以公司形式设立时，就是投资公司，所以美国关于“投资基金”的法律是《投资公司法》。当“集合投资计划”是以信托形式设立时，就是投资信托，所以日韩等国关于“投资基金”的法律是《投资信托法》。如果按照投资对象划分，投资基金被分为证券投资基金和私人股权投资基金。前者投资于各种在公开市场流通的收益凭证；后者投资于非公开流通的未上市企业股权，即“私人股权”。投资于未上市企业股权具有“高风险性、非流动性”的特点，因此，私人股权投资基金一般要求较高的回报率。

根据西方成熟市场经济国家的经验，与产业投资基金相对应的“有组织的私人股本市场”是整个资本市场的重要构成部分，同样是资本市场运营的一个有机环节。

②产业投资基金发展的条件

美国产业投资基金的发展可以追溯到19世纪末期，当时不少富有的私人或银行家将资金投资于比较了解但风险较大的石油、钢铁、铁路等行业以获得超额收益率。但是，这类投资完全是由企业家个人自行决策，没有一类专门的机构组织进行。虽然该种类型的投资具备了产业投资基金的基本功能，但是并没有涉及到困扰中国产业投资基金发展的制度设计问题。

现代意义上的产业投资基金，即“有组织的私人股本市场”的最大特点是存在一个中介机构。由中介机构通过专业管理将资金运用于非上市公司或上市公司的非登记股权类投资（股权类投资的主要形式有普通股、可转换优先股、具有转换权的附属债等）。在此过程中，需要中介机构具备激励相容的功能。中介机构是产业投资基金的核心环节，是现代产业投资基金的标志，同样是阻碍中国产业投资基金发展的最大问题。

私人股本市场的组织化，或是现代意义上的产业投贷基金的发育和发展始于40年代中期。1946年乔治·多里特和拉尔夫·弗兰德斯创办了“美国研究

与发展公司”（American Research and Development Corporation，简称“ARD”）。他们创办 ARD 的一个主要目标是，设计一种“私营机构”来解决新兴企业和小企业等非上市公司的资本短缺问题；第二个目标是希望这种“私营机构”在提供长期资本的同时，还能为其提供管理服务。从 ARD 的目标来看，ARD 已经具备了产业投资基金的功能——在资本优化配置中获得高收益的功能和在融资中提供管理的功能，而且产业投资基金的盈利模式就在这两个功能中构建。

然而，与中国许多产业投资基金的命运相同，由于缺乏有效的制度安排，ARD 在最初的资金募集和运作上并不顺利。虽然 ARD 在存续的 25 年期间，平均每年向投资者提供的回报是 15.18%，高于同期道—琼斯指数平均的年增长 12.8%。虽然存在投资于数字设备公司（Digital Equipment Corporation）的成功范例。但是，市场认为 ARD 的运作并不成功，因此从其设立到 1958 年的 12 年间，无人设立第二家同类机构，产业投资基金的发展进入停滞期。

但是，有限合伙企业在产业投资基金中的运用彻底消除了产业投资基金的制度缺陷。在此之后，产业投资基金得到了迅速的发展，并且以有限合伙制企业设立的产业投资基金在总的产业投资基金中占据了绝对的优势地位。根据数据统计，从 1969～1975 年，大约有 29 家有限合伙企业形式的产业投资基金设立，共募集了 3.76 亿美元的资本。由此，有组织的有限合伙企业形式的产业投资基金开始被视为一个金融产业。到 1980 年，有限合伙企业形式的产业投资基金已占整个产业投资基金市场的 40%，中小企业投资公司仅占 29%，上市交易的封闭式基金和附属于大公司与金融机构的投资公司占到 31%。到 1988 年，上述三类产业投资基金占整个产业基金市场的比例已分别成为 80%、7%和 13%。到 1994 年，有限合伙企业的产业投资基金进一步增加到 81.4%，相应地，其他形式的产业投资基金减少到 18.6%。从 1990 年开始设立的产业投资基金几乎全部以有限合伙企业的形式设立（叶翔，1998）。

合伙式产业投资基金包括两类投资者，一是有限合伙人（Limited Partner），通常为法人投资者，类似于公司的股东，以其所投资的金额为限承担责任，但是不参与基金的日常经营管理，不具有公司股东所拥有的一些决策权。但在，在合伙协议的修改、基金提前解散、基金延续、资产估值等方面，有限合伙人通常需要参与决策。另一类为一般合伙人（General Partner），通常是专业的基金管理人——经理人，它们承担无限责任。但从税赋与责任方面考虑，实际安排往往更加复杂。典型的结构是，基金经理人组成一个合伙企业，即基金管理企业。基金管理企业再作为一般合伙人，成立一个有限合伙企业，称之为合伙企业 A。基金管理企业的高级经理是合伙企业 A 的有限合伙人，同时该有限合伙企业再作为一般合伙人组成有限合伙基金，称之为合伙企业 B。从法

律意义上看，基金管理企业的高级经理具有双重身份，一方面是基金管理企业的雇员，另一方面是合伙企业 A 的有限合伙人。作为合伙管理企业的雇员，经营管理着合伙基金；作为合伙企业 A 的有限合伙人，他们提供了合伙基金中的一般合伙人所应提供的资本份额，同时得到作为一般合伙人的利润收益。因此，在习惯上，将基金管理企业的经理人等同于合伙基金的一般合伙人（具体结构见图 2.5）。基金的一般合伙人负责管理基金的投资，但其自身的投资比例较小，一般只占总投资的 1% 左右，其余由有限合伙人出资。由于基金的一般合伙人对基金的债务承担无限责任，因此合伙人通常限制向外举债的金额，将基金的债务限于其资产的范围内。

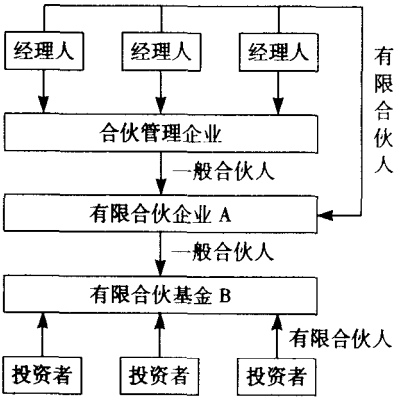


图 2.5　合伙式产业投资基金的组织结构

③产业投资基金的道德风险和逆向选择

在任何经济活动中，信息不对称总是存在，唯一的区别在于信息不对称程度的高低不同。现代产业投资基金模式包括三个主体，即投资者、产业投资基金公司和投资的企业。首先由产业投资基金公司募集投资者的资金，然后投资到企业中。在三大主体之间存在两层委托代理关系，第一层是投资者和产业投资基金公司之间的委托代理关系，投资者作为委托人，产业投资基金公司作为代理人。在该过程中存在道德风险和逆向选择的问题；第二层是产业投资基金公司和所投资的企业之间的委托代理关系，产业投资基金公司作为委托人，创业企业作为代理人。在此过程中，同样存在道德风险和逆向选择的问题。在这两层委托代理关系中，解决委托代理关系中的道德风险和逆向选择问题的途径是通过在第一层委托代理中设立合伙制度解决道德风险和逆向选择，并且合伙制的产业投资基金可以控制第二个层次的委托代理问题，因此，合伙制的产业投资基金是解决整个委托代理问题中的道德风险和逆向选择的核心和关键。

就产业投资基金的投资者而言，道德风险和逆向选择问题主要表现在以下两个方面：一是激励问题（Incentive Problem）；二是选项问题（Sorting Problem）。

就产业投资基金的激励问题而言，在产业投资基金的投资者和管理者之间存在信息不对称，产业投资基金的管理层在经营管理过程中往往利用各种机会为了自己的利益行事，牺牲基金投资者的利益。如何创造一种环境或制度解决产业投资基金的激励问题是其发展的一个主要难题。合伙制企业中的责任设计和报酬机制就能较好地控制和解决该问题。

一个典型的合伙制的设计如下：

在基金管理公司的资本分布中，有限合伙人的资本在总资本中占有99%的比例，而普通合伙人的资本在总资本中只占1%。但是，有限合伙人以出资的数额承担有限责任，而普通合伙人需要承担无限责任。

在基金管理公司的管理权中，有限合伙人基本没有管理权，而普通合伙人执行基金的日常管理权。

如果基金盈利，在利润分配中，有限合伙人获得利润的80%，而普通合伙人获得利润的20%；如果基金亏损，先从普通合伙人的历年利润分配中弥补，如果还不足以弥补亏损，再以有限合伙人的历年利润弥补。如果还不足以弥补亏损，那么，普通合伙人就承担无限责任。

但是，除了普通合伙人的无限责任、合伙协议的利润亏损分配机制可以控制普通合伙人的行为外，一个典型的合伙企业形式的产业投资基金，投资者还可以通过以下六个方面来实施对基金管理人即一般合伙人的控制。

其一，基金有限的存续期。合伙基金的存续期一般为10年，期满后根据要求并经大部分股东同意可增加2~4年（叶翔，1998）。由于基金存在的时间有限，基金管理人就不能永久地控制基金资金，并需在存续期终结时对基金进行清盘。如果管理人在基金存续期间曾进行了损害基金投资者的行为，将会在基金清盘时暴露，管理人的声誉因此而下降，并将因此被排斥在基金管理业之外，无法再从事基金管理。在实践中，基金管理人为了维持在这一行业中的地位，必须不断地发起设立新的基金，而通常必须在将基金的资金投资完毕之后，就要设立新的基金，这一过程一般为3~5年，如果所管理的基金业绩不好，基金管理人就难以募集到新的基金。

其二，分期支付基金投资。合伙基金的投资者通常在基金发售期仅支付认购份额的25%~30%，其余资金在基金进行实际投资时再按照认购的比例分批注入。这种已经认购但并未实际支付的资金在合伙式产业投资基金中称为承诺资金。通过这种承诺制度，投资者就可以根据产业投资基金的管理状况，决定

是否追加后续的资金投入。每一次资金投入，实际上也是投资者对基金管理人实行的一次审查与监督。

其三，激励机制。产业投资基金管理人回报通常由两个部分构成，一是年管理费，二是业绩回报。年管理费一般为承诺金额的1%～3%，更常见的是在2%～2.5%之间。业绩回报一般为已实现回报的15%～30%。根据估计，合伙基金管理人得到的业绩回报超过管理费收入。通过这种业绩回报，较好地激励产业投资基金管理人努力地管理好各项投资，以实现基金的价值最大化。

其四，强制性的分配政策。基金的投资者通常要求基金管理人每年将已实现的利润分配给投资者。这一要求减少了基金管理人控制的资金量和再投资的可能性，强化了对基金管理人的约束。

其五，限制利益冲突。基金投资者在与产业投资基金管理人签订投资合同时，就会对基金的投资和管理人的行为进行限制（这种限制基本体现在招募说明书中）。主要是限制单个项目的投资比例；禁止投资于上市流通股票、外汇、衍生产品及其他基金等任何可能分散基金管理人精力的投资行为，以便产业投资基金管理人更好地实现所设定的基金目的；限制基金使用债务，其目的是为了减少管理人对资金控制；限制与关联人进行交易；限制基金管理人同时管理多个基金等。

其六，定期向投资者报告产业投资基金资产的价值、投资与控制过程。该合伙制的制度设计可以控制第一个层次的委托代理关系，同时为解决第二个层次的委托代理问题提供了条件。

就产业投资基金和公司的管理者之间的逆向选择和道德风险问题而言，在存在信息不对称的情况下，在利益驱动下，某些公司的管理人为了吸引产业投资基金的投资，往往强调项目盈利的方面，而淡化项目的风险。如果产业投资基金不能从其他途径进一步了解有关信息，在选择投资项目时，产业投资基金只能根据项目的平均收益率收取报酬进行投资，其结果就是，收益率高于平均收益率的项目就会退出市场，在市场中的项目都是收益率低于平均收益率的项目，因此形成逆向选择效应。同时，如果产业投资基金投资于某公司后，公司的控制者或者管理者在选择投资项目时基于自身利益的考虑而选择不利于产业投资基金的项目，从而损害了产业投资基金的利益，产生道德风险。但是合伙制的产业投资基金可以通过产业的专业知识和参与企业的管理而克服逆向选择问题和道德风险问题。

另外，信誉在解决产业投资基金的道德风险和逆向选择方面存在重要的作用。随着产业投资基金的发展，产业投资基金就会形成一个特别的市场，该市场能够较好地解决投资者与产业投资基金之间的选项问题与激励问题。这个市

场的特殊性就在于，外部投资者能够在一定程度上观察到产业基金内部管理人权利和决策的实施情况，在信息可以在不同投资者之间传递的条件下，投资者直接选择产业投资基金就演变为由市场选择产业投资基金的中介机构。

市场还要求基金的结构具有透明度，以有助于基金之间的比较。透明结构的特点之一是，同一管理人下的各个基金相互独立。这样，投资者能够方便地比较不同基金的业绩状况。

④产业投资基金的退出机制

无论是产业投资基金的发展条件还是产业投资基金中的道德风险与逆向选择问题，它们都以产业投资基金退出机制为前提条件。从总体上讲，产业投资基金的退出是一个证券资产现金化的问题，但是并不排除含有其他的转换形式。

证券投资基金主要投资于上市公司的可流通股，投资者可以随时在二级市场上买卖基金，基金变现十分便捷灵活。主要投资于未上市企业和上市公司未流通股的产业投资基金的退出问题，便成为产业基金能否顺利公开发行、实施产业基金扶持企业发展战略和降低投资风险的首要前提条件。

产业投资基金进行产业投资的主要目的并不在于取得被投资企业的长期控制权和常规分红，而是在退出企业时能够获得巨额的资本增值，从这一点上讲，产业投资基金是资本市场运营的一个重要载体。产业投资基金能够以有效合理的方式适时退出投资项目非常重要，其意义体现在以下两方面：其一，能够实现产业投资基金自身的价值增值功能；其二，使得产业投资基金的再循环成为可能。如果退出机制缺位，产业投资基金就会被套牢在通道中，直接影响产业投资基金的募集和功能的发挥，产业投资基金就不能再称为产业投资基金。

产业投资基金的退出方式通常有三种：首次公开上市（简称“IPO”）、出售和破产清算。其中，前两种方式在中国的顺利实施存在着诸多限制。

IPO 是产业投资基金最佳退出方式和最常用的方式。但是，产业投资基金投资的高新技术企业在证券市场上市时面临许多障碍，具体体现为：其一，难以达到上市标准。例如，股本总额、发起人认购的股本数额、经营业绩、无形资产比例等。其二，上市指标受计划控制，难以获得。其三，现有制度规定法人股、国有股不能流通和交易，只能进行场外协议收购和交易。其四，股权分置现象的存在不能正确地对公司进行估值。其五，上市过程中的所有制歧视。

股权的出售属于产权交易，而中国由于多年计划经济的影响，产权交易市场并不发达，交易成本过高，而且产权交易的监管滞后，统一的产权交易市场难以形成，跨行业跨地区的产权交易难以实现。如果被投资企业在运行

过程中出现问题或者违背协议，抑或企业的前景不容乐观，产业投资基金撤回先前投入的资金则更加困难。产业投资基金不会愿意把资金投入到信誉、经营管理、发展前景等方面并不理想的企业，意欲退出的投资者也无法以理想的价格出售股权，甚至因无人购买股权而被套牢。

中国的《破产法》亦不完善，在破产退出方式中，产业投资基金面临着无法可依的困境。

若要建立合理、有效的产业投资基金，需要丰富和完善产业投资基金的退出渠道。从某种意义上讲，产业投资基金是一个市场，该市场的主要要素就是产业投资基金的制度、信誉、大量的投资对象、自由的市场准入和完善的退出机制，设计或退出产业投资基金需要从市场的角度分析问题，而不是将产业投资基金的方方面面割裂开来。只有这样，产业投资基金的资本市场运营才能够顺畅地进行。

5. 信贷资产现金化：专业处置不良资产 AMC 的转型

信贷资产现金化的可能路径

就银行而言，发放贷款的过程是一个复杂的过程，需要评估借款主体的信誉、投资项目的质量和前景、是否存在欺诈，而借款主体用尽各种办法获得贷款。回收贷款亦不是一件轻松愉快的事情。如果企业到期无力偿还贷款，自然而然的结果是进入不良资产的回收程序，其复杂性和独立性就凸现出来了。AMC 是专门从事不良资产处置的机构，它自身功能如何直接关系到整个不良资产处理的效率和处理路径选择。

信贷资产现金化就是将信贷资产转换为现金资产，典型的形式是商业票据贴现、收回贷款等经济行为。但是，商业票据贴现和优良贷款的回收虽然是一个具有代表性的信贷资产现金化的过程，但是它们还不能构成一个独立的典型的资本市场“运营单元”，因为它们并不具备资本市场“运营单元”复杂性和独立性的基本特征。然而，不良信贷资产的回收过程是一个复杂、独立而且是存在许多操作技巧的过程，更为重要的是，不良资产的回收，包括银行不良信

贷资产的回收和企业应收账款的回收，将是企业一个惯用的资本市场运营技术，建立在不良资产回收基础上的信贷资产现金化将是一个非常典型的“信贷资产现金化”的过程。

另外一个问题是，不良资产的处理并不完全是信贷资产的现金化，而是多种转换、综合转换，虽然终极目标是信贷资产的现金资产。在处理不良资产的过程中，许多金融创新是曲线的信贷资产现金化。例如，AMC 首先将不良资产转换为证券资产或者信贷资产，然后进行短期性和策略性投资，经过一段时间之后再次实现现金化。

虽然如何实现不良资产的现金化是一个非常关键的问题，但是在中国的金融市场中，实施不良资产现金化功能的机构是 AMC，AMC 的功能如何和如何提高 AMC 的功能更是一个关键性的问题。在 AMC 功能和转型视角下，本节在一个一般性的框架内分析不良资产的现金化问题，不管是曲线的现金化，还是直线的现金化。

AMC 是专门处理银行不良资产的机构，组建 AMC 的目的是提高银行不良资产的处理效率。但是，集中处理银行不良资产是一个临时性和短期性的问题。随着不良资产处理的逐步完成，AMC 将不可避免地面临着一个转型的问题。究竟 AMC 是在一个什么框架内转型？AMC 转型何处？下面的分析将为我们提供一个 AMC 转型的一般分析框架，并具体分析 AMC 的转型问题。

一个金融分析框架是由金融市场的信息、竞争和垄断的适度性、道德风险、内在激励机制和金融交易成本五个部分组成。金融市场五个组成部分的优良状态和是否适度直接决定金融市场的效率。构建和完善一个金融市场，同样需要在五个要素方面进行合理的设计，否则金融市场就会失去效率，成为一个寻租的市场。不良资产的处理和 AMC 的转型是一个在这个框架内选择的问题。

图 2.6 是信贷资产现金化的框架图。

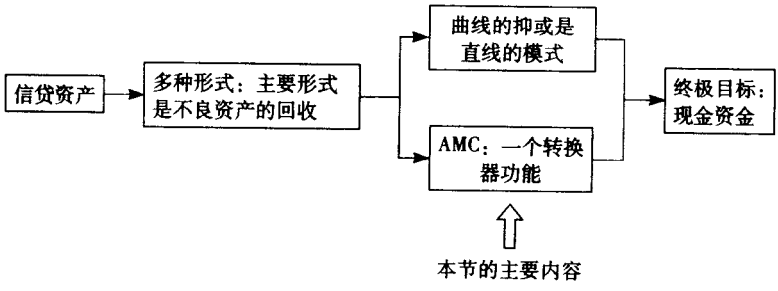


图 2.6　信贷资产现金化的框架图

一个金融分析框架

一个金融框架是由金融市场的信息、竞争和垄断之间的适度性、道德风险、内在激励机制和金融交易成本五个部分组成，AMC 的转型应该是在以上框架内进行，具体分析如下。

①信息不对称的化减

信息是金融市场的一个关键因素，信息不对称是道德风险和逆向选择的主要诱发原因。从一定意义上讲，信息不对称是包括金融市场在内的所有市场的一个普遍特征，但是在金融领域内的影响和危害远远比其他领域的影响和危害更为严重，所以，经济学上，许多关于信息不对称的分析都是以金融市场为例。

但是，并不是没有解决信息不对称的方法。存在两条解决信息不对称的路径，其一是斯蒂格勒的信息搜寻，他在《信息成本》一文中证明和分析了信息搜寻的停止点、商品市场上的信息搜寻能够消除消息不对称的程度、信息搜寻的影响因素等。但是，在市场主体进行最优信息搜寻以后，还是存在大量的信息不对称，从而衍生出了第二条解决信息不对称的路径，就是信号甄别和信息传递。信号甄别是由缺乏信息的一方通过差别激励合同的设计和拥有信息一方的自我选择而显示出不对称信息，而信息传递是拥有信息的一方通过区别于其他主体的特征而向缺乏信息的一方传递自己的信息。

政府和金融机构在消除和减少信息不对称方面各自存在比较优势。政府的政策不但能够降低信息搜寻的成本，而且在信息搜寻方面也存在比较优势，因此，金融监管政策的监管中心应该是解决信息不对称的第一条路径；但是金融监管并不与市场交易主体直接产生业务联系，它在解决信息不对称的第二条路径方面并不存在任何优势，而金融机构是市场交易的主体，它在交易中可以设计异质性的合同以降低和解决部分信息不对称。

因此，一个金融市场尽管存在信息不对称，但是，必须想方设法消除或减少这种不对称，政府政策应当着力于消除或降低第一类的信息不对称，而金融机构应当着力于减少第二类的信息不对称。

②竞争和保护之间的适度性

选择金融市场的竞争和保护之间的平衡是一个非常复杂的权衡问题。如果金融市场存在过度竞争，容易诱发金融市场的道德风险并且降低金融市场的市场化程度。如果金融市场过度保护，容易诱发金融市场和金融机构的低效率，

并且导致过多的金融不良资产。因此，一个充分而有效的金融市场需要在竞争和保护之间选择一个合适度。

竞争和保护之间存在三个层次。第一个层次是，是否存在政府的信誉支撑或是否存在最后贷款人的非市场机制；第二个层次是，是否在市场准入方面存在严格的市场准入限制；第三个层次是，是否允许外国金融机构在相应的金融市场中进行竞争。

在一个金融市场中，金融机构的业务不是建立在政府信誉和最后贷款人的非市场机制的基础上，而是依赖于公司的资本数量和公司在金融市场中的信誉，这样，金融系统中的道德风险才会相应减少。为了达到这个目的，必须取消金融机构背后的政府信誉和最后贷款人的非市场机制。目前，中国在处理许多证券公司的问题时，例如南方证券、大鹏证券等，就采取了市场化的处理方案，目的就是取消金融市场对政府最后贷款人的非市场机制的预期。但是，金融机构的政府信誉问题是一个必须解决的问题，目前该方面的政策力度并不显著。

是否存在严格的准入限制是判断金融市场在竞争和保护之间适度性的一个非常重要的标准。中国的金融市场准入存在严格的政策限制。不但存在资本数量的门槛，还存在许多非经济因素的限制；不但存在国内国外资本的区别，还存在民营和国营资本的区别。就中国的境况而言，在第二个层次上，中国存在过度的市场保护，适当降低金融市场准入是一个现实的选择。

判断金融市场是否在竞争和保护之间合适性的第三个层次是，是否对境外竞争者开放国内的金融市场。禁止境外竞争者进入本国金融市场非常危险，因为这会导致一国金融中介标准的唯一化。如果一个国家排斥境外竞争者，金融中介标准就会促使信息不对称和道德风险的扩大。国家为了减少金融危机的风险、减少一个国家的金融不良资产和提高金融市场的效率，一个方法就是开放国内的金融部门参与国际竞争。首先，境外金融机构一般要求更多透明度，规定与标准将愈加全面；其次，为了在竞争中获胜，金融机构不仅在产品数量而且在风险管理中必须是有效的和有效率的；第三，国内的金融机构可以学习境外同行先进的做法；第四，监管部门被迫放弃对国内金融机构的特殊照顾，迫使他们的活动更加透明；第五，监管部门存在动机和激励，要求建立维持稳定竞争环境的法律框架（例如《破产法》）。

金融部门天生具有不稳定性，金融市场竞争的目的是减少信息不对称与道德风险以稳定金融市场。但是，过度的竞争反而造成了金融部门的不稳定。因此，在金融领域引入竞争需要比其他部门引入竞争更加慎重，而且要保持适度竞争，避免过度竞争。

政府的监管当局必须在竞争与保护之间寻求一个最佳平衡点，平衡点并不是固定不变的，而是随着周围环境变化而变化。金融监管部门不能受到本身既定利益的影响而偏离最佳平衡点的选择。

③道德风险

道德风险是金融系统的一个非常普遍而关键的问题，从一定意义上讲，道德风险是融资者基于自身利益的考虑做出的选择，是偏离社会的最优选择。道德风险的存在是社会福利的净损失，是金融系统失效的明证。

金融的发展已经证明，道德风险是金融危机的首要诱因，是经济泡沫、经济衰退的主要原因。19 世纪 90 年代日本历史上最长和最严重的经济衰退是金融中介道德风险和不称职的结果。作为一个拥有强大经济、巨额经常项目盈余、没有固定汇率和净外债的发达国家，日本经济衰退并不是资本自由化的结果，而是道德风险的逻辑产物。即使不存在东京的“金融大震”，日本的金融危机迟早也会发生（Krugman，1998）。

一个安排良好的金融系统能够在一定程度上克服和消除道德风险，而且金融系统本身也可以消除道德风险。因此，AMC 的转型方向必须利于消除而不是增加金融中介和金融系统的道德风险。

④内部激励

一个金融系统的内部激励机制必须可以促使金融中介在经济增长和经济利益方面获得收益，而不是依靠政府的政策保护获得寻租空间和收入。为此，金融中介的盈利模式必须相应地发生变化，建立基于自身核心竞争力的盈利模式，脱离政府的政策庇护。

另外一个方面，金融中介存在内部激励去控制风险和提高信贷质量，而不是依赖于政府的政策法令。在内部激励机制的作用下，金融中介注重维护自身的信誉，并且在长期的金融活动中逐渐建立起自身的良好信誉。金融中介的信誉成为其生命线。

因此，AMC 的转型必须建立内部激励机制，在不依赖于政府政策的作用下获得发展空间，并且存在内部激励以控制风险和提高资产质量。数年之后，使 AMC 不再成为金融不良资产的载体，而是地地道道的“绿色金融机构”。

⑤金融交易成本

金融系统的交易成本是影响金融效率的一个核心因素，是金融资源有效配置的前提条件。

金融的交易成本是签订金融合约、执行金融合约和检验经济状态的检验成本。在一个国家的金融系统中，法律和司法系统是决定金融交易成本的一个主要因素，降低金融交易成本依赖于完善的法律规定和有效的司法系统。从一定意义上讲，国家曾经为 AMC 处理银行的不良资产而出台过专门的司法条例和各种政策优惠，其目的就是降低金融系统的交易成本。

一个有效的金融市场是建立在较低的金融交易成本基础之上的，设立合理的金融系统就是设计一个存在较低金融交易成本的系统。

一个金融分析框架下的 AMC

AMC 是 1999 年中国成立的四家集中处置不良资产的金融资产管理公司，一次性出售和收购国有商业银行不良贷款就高达 1.4 万亿元。

在 AMC 成立后，国家给予了一些优惠政策。

其一，AMC 的资产处置损失要由财政兜底，并由国家财政承担。

其二，AMC 可以通过几种渠道筹措资金，资本金由财政部核拨，划转中国人民银行发放给国有独资商业银行的部分再贷款，可以发行金融债券。在筹集资金的渠道中，国家财政提供给 AMC 400 亿元资本金、央行的 5700 亿元再贷款和 AMC 发行的 8200 亿元的金融债券。

其三，AMC 运营中可以减免税费，主要包括 AMC 免交在收购国有银行不良贷款和承接、处置因收购国有银行不良贷款而形成的资产业务活动中的税收；收购和处置不良资产免收部分行政事业性收费；收购和处置不良资产过程中涉及的中介服务收费，给予适当优惠。

其四，赋予 AMC 一些资产处置手段。按照有关规定，AMC 可以从事下列业务活动：①追偿债务；②对所收购的不良贷款形成的资产进行租赁或以其他形式转让、重组；③债权转股权，并对企业阶段性持股；④资产管理范围内的公司上市推荐和债券、股票承销；⑤发行金融债券，向金融机构借款；⑥财务和法律咨询、资产项目评估；⑦可以向中国人民银行申请再贷款；⑧中国人民银行及其他监管机构批准的其他业务活动。

此外，AMC 可以通过吸收外资对其所拥有的资产进行重组与处置。财政部已于 2001 年同意以回收现金的 1% ~1.2% 作为 AMC 的奖励基金。最高人民法院对 AMC 运营中涉及的诉讼主体、诉讼时效、诉讼案件的管辖法院、银行债权的转移、受让债权的抵押权、资产保全等法律问题做出了比较明确的规定。

2003 年，四家 AMC 与中关村技术产权交易所合作，使“金融资产超市”

中的项目向全国辐射，吸引国内外资本的广泛参与，促使投资主体多元化。

AMC 成立之初受到了人们的广泛赞扬，被看做是“金融机构中的好孩子”和“绿色的金融机构”。但是，在 AMC 和不良资产处理市场的建立之初就存在与金融分析框架不相一致的地方。AMC 作为“垃圾金融资产”的处理厂正在慢慢失去其应有的功能，对 AMC 的质疑和批评愈来愈多。

2005 年 1 月，继银监会之后，国家审计署宣布“查出 AMC 各类违规和管理不规范资金 700 多亿元，案件线索 38 件，涉案资金 67 亿元”，指出“AMC 在不良资产的出售、处置和内部管理等方面存在诸多问题”。

问题并不仅仅是 AMC 本身的问题，而是一个金融框架设计的必然反映，是整个规模庞大的不良资产交易市场的问题，借助于 AMC 转型，必须修改和完善整个与之相关的金融框架结构，而不是头痛医头、脚痛医脚。

①信息不对称的化减

不良资产处置市场的信息不对称体现在一个童话般的故事中。

一位被华尔街誉为中国不良资产处置的“摇滚歌星”（Rock Star）的名叫王都的华人曾成功参与了广东信托投资公司、粤海和海南国际投资公司的不良资产处置，在不良资产处理方面积累了丰富的经验。在王都与国际投资银行合作之后，他们向 AMC 展开游说，劝其向外国投资银行和外资打包出售不良资产。

王都和外国投资银行因此而成为中国不良资产交易市场的第一批买家，在信息不对称的条件下，中国企业依然没有发现不良资产的市场机会，或者说，AMC 在处理不良资产之初并没有极力消除不良资产处置市场中的信息不对称状况。

2001 年 12 月，王都所在的 KTH 基金公司和摩根士丹利、雷曼、所罗门、国际金融公司等外资组成的联合投标团以 8.125% 的折扣获得了华融 4 个资产包、价值 108 亿的不良资产。随后，高盛也获得了一个资产包①。

联合投标团在获得不良资产包之后，处置颇为顺利，这些不良资产的债务人纷纷找到具体负责处置这批不良资产的凯利公司，主动要求还款。根据估计，债务人主动还款的比重达到一半以上。

后来，意外的事情发生了。不久之后，王都与摩根士丹利发生纠纷。王都指出，国内对不良资产处置市场存在诸多误解，认为不良资产的处置专业性很强，需要大量的资金，只有国际投资银行才能做得到。但是，根据他的经验，

① 吴传霖等：“中国万亿不良资产处置内幕”，《南方周末》，2005 年 2 月 1 日。

国际投资银行并没有适合中国不良资产市场的先进经验。在处置不良资产时，国际投资银行并没有付款，实际是“空手套白狼”，中国金融界被摩根士丹利这张“百万英镑”欺骗了①。

根据王都的说法，不良资产处置市场是一个信息严重不对称的行业，主要依靠信息不对称获得盈利。谁能获得更多的信息，谁就能获得更大的价值。从这个角度上讲，最能获得信息的应该是国内的企业，而不是国际投资银行②。

但是，从这个童话般的美丽故事中可以看出，中国的不良资产处置市场存在严重的信息不对称，在建立该市场之初，就没有建立消除信息不对称的机制，因此，才在不良资产处置市场上演绎了一个童话般的获利机会。

②重新界定竞争和垄断的平衡

信达、华融、东方、长城四家 AMC 共同主导着价值 2 万亿的不良资产交易市场，这个市场出现于 1999 年的国有银行出售不良资产的行动。

1999 年，四大国有商业银行一共出售了 14000 亿元的不良资产。2004 年，建行、中行在股改时再次出售了约 5000 亿。其间交通银行出售了 600 亿，总共 2 万亿元的不良资产，全部由四家 AMC 垄断着不良资产的处理市场③。

中国不良资产交易和处置市场是横空出世的，不是一个渐进的过程。如何处理不良资产，以及处置给谁，一直是 AMC 的难题。AMC 拥有价值不菲的不良资产，却几乎没有其他机构参与处理，出现了“有价无市”的尴尬局面。

直到后来，虽然国际投资银行参与了中国不良资产市场的处理。但是，并没有更多的市场主体参与不良资产的处理。在 AMC 主导的不良资产市场中，并没有形成多层次的竞争形势，垄断依然是中国不良资产处理市场的主流和常态。

“不良”资产的“不良”二字体现了中国经济转轨和发展中的问题，并在“不良”二字中烙有深刻的历史痕迹。但是，在不良资产的处理市场中，没有参与的市场主体、没有对不良资产的定价方法、没有一个处理不良资产的良好的方案。并且，在政府监管部门的严格监管下，该市场演绎成为一个垄断性的市场，一个在竞争和垄断之间严重失衡的市场。

中国不良资产的处置市场发展到今天，还是只有供应商（AMC）和一级批发商（国际投资银行），而缺少二级批发商和终端销售商。即便在一级批发商内部，也无法形成有效的竞争，存在条条分割，“有价无市”的局面并没有根

---

①③ 吴传霖等：“中国万亿不良资产处置内幕”，《南方周末》，2005 年 2 月 1 日。

② 此处的素材来源于 2005 年 1 月 27 日的文章“中国万亿不良资产处置内幕 滋生出大量灰色地带”，转引于 http：//finance. sina. om. cn。

本改变。所以，中国不良资产的处置市场还是一个垄断占据主流的市场。

③道德风险

2004 年初，中央财政向中国建设银行和中国银行注资 450 亿美元，以提高其资本充足率。2004 年 5 月 27 日，中国建设银行将账面价值 40 亿元人民币的不良资产打包出售给以摩根士丹利牵头的投资财团和以德意志银行牵头的投资财团。随后，中国建设银行将采用市场化的方式出售其账面价值约 460 亿元的债转股股权，而这还只是个开始。中国建设银行和中国银行正将 3000 亿元的不良资产打包，向四大国有资产管理公司招标出售。

困扰国有商业银行多年的不良资产问题，现在解决起来却如此地快速轻松，其背后就是道德风险的问题。

同样，在 AMC 处置不良资产的过程中，在多种处置方式的选择中，选择处置方式的标准并不是经济效率因素，而是政治经济因素。从社会效率和资源合理配置的角度看，许多资产处置方式并不是最优的选择。

④激励机制的缺失

“现金回收率”和“费用率”是目前考核资产管理公司的两大指标，处置不良资产的进度也是一个主要指标。根据银行监督管理委员会公布的资产管理公司处置不良资产情况，截至 2004 年底，四家金融资产管理公司共累计处置不良资产 6750.6 亿元，累计回收现金 1370.0 亿元，占总的可处置不良资产的 20.29%。但是，作为政策性的金融机构，特别是一个在开始就被设定了 10 年“生命周期”的特殊金融机构，其考核指标并不能形成真正的压力。“没有机制约束，全凭良心干活”是 AMC 缺乏内部激励机制的一个生动写照。

根据第一财经日报 2005 年 1 月 20 日的报道，国家审计署透露，作为 2004 年国家审计署的审计重点单位，AMC 现已被查出各类违规和管理不规范问题资金 700 多亿元，发现案件线索 38 件、涉案资金 67 亿元。据悉，银监会、央行和审计署等部门将成立清查小组，专门处理四大 AMC 涉及的 700 多亿元资金问题。AMC 存在的主要问题包括以下三个方面：其一，道德风险问题，AMC 对不良资产的收购把关不严，造成相当一部分金融债权难以落实。一些银行为了甩掉包袱、逃避责任，借着出售不良资产之机掩盖以前年度违规经营造成的损失。其二，内部激励机制的缺失，AMC 弄虚作假，暗箱操作，低价处置债权。其三，同样是内部激励机制的缺失方面的问题，AMC 财务管理松弛，虚报、挪用回收资金的情况时有发生，甚至采取虚报冒领、截留收入、虚列费用等手段，将资金用于发放高额工资及奖金补贴等。从该意义上讲，AMC 的关键问题是激励机制

的缺失，没有一个能够降低不良资产的处置成本和提高处置效率的内部激励机制，而是基于外部监管压力而做出的被动而有限的改进。

⑤金融交易的成本

不良资产处置的主要交易成本就是强制执行金融合约的成本。在中国的不良资产处置市场中，中国不良资产处置的法律制度并不完善和健全。在执行金融合约的过程中，执行力度不强，许多判决无法执行，有时地方政府干预不良资产处置的执行，直接造成了不良资产处置市场的高成本状态。

一个东方资产管理公司的故事可以说明，中国的不良资产处置市场容易因受到地方政府的干预而提高金融交易的成本。2000 年，东方资产管理公司的一位老总到中国一家大型矿业集团催收债权，结果被保卫人员请出门外。而中国的司法环境对 AMC 非常不利，一些地方政府往往会指令地方法院影响诉讼的进程，即便判决 AMC 胜诉，亦往往得不到执行。

根据美国处理不良资产的法律规定，只有联邦法庭有权受理涉及不良资产的官司，其目的就是规避地方政府对不良资产处置的干预。为此，中国是否可借鉴美国经验，将涉及不良资产的诉讼划归最高法院或类似机构审理，以减轻各地方政府对司法系统的干预和压力。

如果没有政府的有力支持，任何国家的银行不良贷款处置都不可能取得成功。政府的支持是不良贷款处置市场的主要因素，同时也是降低交易金融成本的关键因素。

AMC 转型路径的选择

①AMC 转型的逻辑前提

AMC 转型存在三个逻辑前提。

其一，不良资产的集中处理是一个短暂时期。从近期来看，AMC 的主业是集中而有效地处理银行的不良资产。但是，不良资产的集中处理是一个短暂的时期，经过一段时间之后，不良资产就会处置完毕，AMC 必然将面临一个转型时期。

不良资产的数量越来越少却是一个不争的事实，截至 2003 年 9 月，信达、华融、长城和东方四家公司已处置不良资产的比率分别为 56.8%、56.38%、43.5%和 42.3%，而且有的分支机构几乎处置完毕所有的不良资产。处置不良资产不是 AMC 的长久主业。如果 AMC 需要生存，就必须要转型。

在 AMC 成立的初期，财政部的设想是在处置完毕银行的不良资产之后就

关闭 AMC。但是，基于各种经济理由或者其他政策博弈的原因，最后的选择是，不是关闭 AMC 而是转型 AMC。

其二，AMC 未来难以获得不良资产进行处置。从远期来看，2004 年股份制改造后的建行银行设立了资产保全部，其经营目标就是经营不良资产、抵债资产等特殊资产，并承担非出售债转股的经营管理。以此为样本，随着国有商业银行体制改革的深化，许多银行都设立了处置不良资产的专门机构以行使处置不良资产的职能。所以，从业务来源的角度分析，AMC 难以获得足够的不良资产进行处置。

其三，AMC 处置不良资产比较成本优势的丧失。从成本的角度分析，目前条件下，通过 AMC 处置不良资产存在两个比较成本优势：其一，AMC 获得了许多特殊政策的支持，例如，在不良资产的处置手段、资产保全手段等方面，在特殊政策的支持下，AMC 处置不良资产降低了金融的交易成本，提高了资源配置效率；其二，AMC 是一个市场的交易中心，可以在一定程度上克服信息不对称的问题。但是，随着法律政策的完善和不良资产处置市场的逐步形成，以处置不良资产为主业的 AMC 将丧失生存空间。因此，随着一定制度的逐步形成，AMC 必须进行转型。

②投资银行路径的逻辑选择

1999 年，中国政府成立了信达、华融、长城和东方等四家 AMC，分别收购、经营和处置四大国有商业银行和国家开发银行约 1.4 万亿元的不良资产。当时的财政部明确表示，四家 AMC 的存续期为 10 年，在处置完毕银行的不良资产之后，AMC 将被关闭。虽然在 2000 年 11 月颁布的《金融资产管理条例》中并没有关于存续期的说法，但“十年大限”还是 AMC 关心的核心问题，受制于 AMC 的定位和存续期的限制，AMC 在不良资产处置与其他业务拓展方面存在诸多限制。2004 年 2 月，国务院认可了 AMC 向商业化方向发展的战略，并且废除了 AMC 寿命 10 年的限制。

从 1999 年 AMC 成立之初，AMC 就存在一个转型问题，并且根据 AMC 的业务范围和性质，AMC 向投资银行方向的转型成为一个必然的选择。根据该选择路径，AMC 在主要从事银行不良资产处置的同时，积极进行向投资银行方向转型的准备。

具体的转型途径包括以下几个方面。

其一，从事投资银行业务。信达资产管理公司曾在 2000 年 9 月 28 日成为首家获准经营证券承销业务的金融资产管理公司。在 2000 年 11 月作为副主承销商及上市推荐人承销酒钢宏兴；在 2003 年 9 月作为主承销商成功地承销了

石砚纸业。另外，信达资产管理公司还主导了“郑百文”重组。与信达资产管理公司相同，其他三家资产管理公司相继获得证券承销业务资格。证券承销业务是四家 AMC 开始从事投资银行的肇端，并为 AMC 的成功转型奠定了基础。

其二，从事托管券商业务。华融托管德隆和信达托管汉唐证券等为 AMC 的转型提供了一条比较经济的途径。

其三，政策的肯定。2005 年 3 月，国务院出台针对资产管理公司的目标考核责任制，并且在政策方面基本上明确了资产管理公司向投资银行方向的转型。

该文件规定，资产管理公司面临着两大任务：一是继续完成 1.4 万亿元国有商业银行的不良贷款的处理工作；二是资产管理公司已经由原来的单一处理对应国有商业银行的不良贷款，走向处理金融机构的不良资产，并且向投资银行方向转型。

这个文件为 AMC 向投资银行方面的转型提供了许多政策支持。例如，不再限定 AMC 对不良资产每年回收多少和如何回收，而是通过“两率”——现金回收率和现金费用率——锁定效益和成本；再如，允许 AMC 公司使用自有资金对确有升值潜力的不良资产适当追加投资，允许开展商业性委托和商业化收购处置不良资产，允许使用资本金进行国债投资。

③不能再演绎南方证券的故事

南方证券公司的被托管标志着一个时代的结束。此前，南方证券公司曾经是中国证券市场上的核心力量。在南方证券的鼎盛时期，完全可以主宰整个证券市场，即使当时的证监会出台政策都需要与南方证券公司进行协商。

AMC 转型为投资银行，而且 AMC 暴露出的问题说明，AMC 并不具备特别的制度安排可以规避一般证券公司中的问题，而且普遍怀疑 AMC 的制度安排。

但是，南方证券公司问题的暴露及以后大量的证券公司相继出事说明，中国证券市场的中介机构存在系统性的问题。为了避免转型后的 AMC 重蹈覆辙，必须在开始就采取一定的措施，具体措施如下。

其一，适当的市场准入。虽然中国的证券公司数量不少，但是每家证券公司都依靠一定的行政力量存在一定的客户，而且证券公司的竞争力并不在于公司的服务管理能力，而在于寻租能力、公关能力和行政级别。适当市场准入的含义就是在一定程度上开放市场，不再是条条框框的行政分割，而且证券公司的核心竞争力是公司的服务能力。AMC 需要不再依靠行政力量或自己的行政级别来获得业务。

其二，证券公司制度需要进行创新。证券公司的制度可以选择是股份有限

公司，同时，可以允许证券公司是合伙制企业。

其三，建立公开透明的市场。在证券的承销、发行、监管等方面建立公开的市场，以消除在证券市场上的信息不对称状况。

其四，改变政府部门的监管模式。改行为监管模式为资本监管模式，而且目前证券监管部门的行为监管方式存在许多问题。2000 年 7 月 13 日，证监会发布了《信誉主承销商积分规则》的公告，旨在促进证券公司证券承销执业水平的提高，鼓励和引导证券公司在证券市场开展积极、规范的业务竞争，培育资质高的主承销商队伍。因为信誉主承销直接关系到证券公司的上市通道数量，各家证券公司无不使出浑身解数希望获得信誉主承销商的资格，当时的名额是 8 个。但是，信誉主承销商并不是由政府评出而是由市场评出，南方证券当时就成为主承销商，但是在 2004 年初就被政府行政托管。在 2004 年，证券协会又推出了创新型证券公司，但是，创新型证券公司同样不是由政府评出而是由市场评出。其结局如何，当可以预见。

④一个怎样的逻辑

在银行不良资产已经到了不可收拾的地步的时候，为了处理国有银行的不良贷款，国家成立了四家专业的 AMC，其目的就是专业性地处理银行的不良资产，其中隐含的逻辑前提是，AMC 是一个非常好的制度安排，不会违法乱纪，不会存在道德风险，存在一个能自主强化的内控制度。

2004 年以来，从南方证券、华夏证券，到大连证券、鞍山证券，再到德隆旗下的三家证券公司和汉唐证券，券商的问题开始集中暴露，证券公司的不良资产又到了必须处置的时候。

但是，如何解决证券公司的问题？证监会开始尝试托管的方式处置证券公司的问题。

2004 年 1 月 2 日，证监会和深圳市政府决定对南方证券实施行政接管，证监会、央行、深圳市政府和公安部共同成立了一个行政接管小组，负责对南方证券行政接管和风险处置工作，行使公司权力。

但是，政府出面对证券公司进行托管，不仅容易导致政府保护主义，而且容易产生示范效应，证券公司出事后可以由政府负责，形成道德风险。如果第二个、第三个“南方证券”浮出水面后，政府部门又该如何处置呢？

在过去，金融机构的救助依靠财政，现在证券公司出事依靠中央银行，中央银行成为中国证券公司问题的最后买单人，其道德风险显而易见。

为了改变这种状况，政府尝试 AMC 托管证券公司，开始以市场化的手段处置证券公司的问题。

AMC 接管汉唐证券和德隆旗下的德恒证券、恒信证券、中富证券三家证券公司就成为顺理成章的事情，表明了政府在处理券商问题上的思路转变。

由 AMC 处置证券公司的问题，还存在以下几个方面的理由：其一，AMC 是在原来四大国有商业银行下属信托公司的基础上组建而成，AMC 的人员大多数来自于信托公司和证券公司，因此，对券商的业务驾轻就熟；其二，假定 AMC 的业务能力和治理机构完善，可以规避证券的现存问题；其三，AMC 通过托管券商获得一笔数额不菲的劳务费。

如果 AMC 具备以上各种优势，例如，AMC 没有道德风险，存在完善的内控制度，在 AMC 之间存在适度的竞争，在不良资产处置市场上没有严重的信息不对称，尤其是 AMC 具备制度优势。那么，AMC 托管问题证券公司的逻辑链条才能成立，否则将不能成立。

但是，该逻辑链条恰恰不能完成。

在 1999 年成立伊始就接过了国有商业银行出售的不良资产的 AMC 实际上扮演了与“坏银行”角色相反的角色——“绿色的金融机构”，AMC 使得四大国有银行的资产负债表得到改善，因此，成了“好银行”。

但是，事实并非如此，AMC 被审计出大量的问题，不仅违法违规处置不良资产，而且还被指责向外资机构“贱卖”不良资产，外资机构可以轻易地通过转手而获得高额利润。诸如此类的行为说明 AMC 还不是一个完善的机构。

现在需要着手解决的不是某个证券公司的问题，而是整个金融制度的设计，这正是该章的主要论点。

不良资产处置的未来选择：美国经验

在 20 世纪 80 年代初到 90 年代中期，美国商业银行的不良资产问题相当严重，受到金融危机和利率波动等影响，美国存在问题的商业银行达到 1400 多家，从 1980～1994 年，有 1295 家储蓄和贷款机构破产或面临破产，1617 家联邦保险、银行破产或面临破产，各种金融机构的不良资产高达 7000 多亿美元。

如何处理不良资产问题，美国的政府和商业银行机构存在两种截然不同的思路，具体而言，美国政府的处置思路是转让不良资产的处置主体，由商业机构承担不良资产，而商业银行处置不良资产的手段是债务重组、结构调整等手段。

该种处理不良资产的思路选择对中国将来的不良资产处置具有借鉴意义，并且，政府和 AMC 都可以在该思路下找到自己的定位。

①政府的转让处置主体法

具体包括以下几种方法。

其一，通过公开拍卖和暗盘投标转让处置主体法。80 年代至 90 年代，联邦存款保险公司和重组信托公司依靠公开拍卖和暗盘投标竞标的方式，将接管的大批破产商业银行的资产出售给企业，包括出售贷款和出售不动产。联邦存款保险公司和清算信托公司采用公开拍卖方式对正常贷款或不良贷款的抵押品予以处置。但是，联邦存款保险公司较少使用该方式，其中最大的一次拍卖发生在 1995 年，拍卖收入为 1057 万美元。清算信托公司则先后进行了 12 次地区性拍卖和 8 次全国性拍卖，拍卖收入分别为 2.97 亿和 21 亿美元。暗盘投标就是联邦存款保险公司和清算信托公司将贷款抵押品按规模、种类、质量、地区分布和到期日进行分类，有兴趣的投标人通过密封的信封对其希望购买的贷款抵押品报价。只要能够满足底价要求，就出售给出价高的投标者。

其二，通过签订资产管理合同转让处置主体法。从 80 年代中期到末期，美国破产的商业银行大量增加，联邦存款保险公司和重组信托公司所管的不良资产规模也越来越大，为了更好地管理、处置好不良资产，联邦存款保险公司或清算信托公司与民营的资产管理机构签订合同，委托其对资产进行管理和处置。合同价格包括管理费、资产处置费和激励报酬三部分。联邦存款保险公司和清算信托公司通过资产管理合同处置的资产超过 18.7 万笔，账面总值达 780 亿美元。

其三，通过资产证券化转让处置主体法。90 年代，在重组信托公司资产中数额最大的一项是住房抵押贷款，高达 340 亿美元，鉴于当时美国住房按揭证券市场规模很大，重组信托公司导入了资产证券化的概念，以便在市场上寻求住房抵押贷款的买家。资产证券化就是将具有可预计现金流和类似特征的资产包装成附息证券，使其具有适合销售的投资特征。证券化资产包括住房抵押、商业抵押、活动住房贷款以及个人财产分期支付合同等。清算信托公司的资产证券化方案特别成功，在其处置的贷款资产中，10% 以上的资产通过证券化的方式处置。清算信托公司采用这种方式把大量的非正常贷款推向了市场。实践证明，这一方式对处置大额抵押贷款非常有效，其证券在二级市场上的交易也非常活跃。

无论是什么方式，政府部门处理不良资产方式的核心特征就是转移不良资产的主体，将处置主体转移给民间金融机构。

②商业银行的市场化处置手段

美国商业银行在处理不良资产上，主要采取了以下几种方法。

其一，提取坏账准备金。美国法律明确规定，对于不同类别的资产分别提取不同比例的坏账准备金，并采取增加资产流入、减少资本盈余及动用业务净收入等方法消除不良资产对资产负债的影响。坏账准备金仅限于冲销坏账损失，不能挪作他用，坏账准备金的提取增强了银行消除贷款损失和抵御风险的能力。

其二，调整债权结构。为了增强银行的稳健经营，商业银行全面控制贷款的金额、期限、利率和本金支付等要素，把握贷款对象的财务状况和信用等级。根据贷款出现问题的原因和程度，商业银行与债务人重新协议商业贷款条件，或减免利息，或延长贷款期限，或追加担保和资产抵押，以尽量增加项目的潜在价值，调整债权结构，提高商业银行的优先清偿地位。

其三，法律手段。商业银行通过法律手段，取得贷款抵押物的所有权，并以资产拍卖收入偿付贷款损失。

其四，“好银行”+“坏银行”模式。就是将母银行的不良资产按公平市价连同已经分配的储备一并转让给一家单独成立的子公司。母银行由于转让了不良资产而成为资产优良、资产充足的“好银行”，轻装经营，而子公司则由于接受了不良资产而成为“坏银行”。

商业银行处置不良资产的核心特征是提高不良资产的处置效率，降低处置成本，而不是转移处置主体。

③中国未来处理不良资产的选择

随着中国不良资产处置市场的完善，中国的不良资产处置方式必然发生以下几个方面的变化。

首先，政府以转移不良资产的主体为主。政府不是处置不良资产的主体，通过拍卖、签订合同等方式转让处置不良资产主体，为此，需要改变中国目前从国有银行向 AMC 的出售方式。

其次，商业银行成为处置不良资产的市场主体。随着国有商业银行内部组织结构的重组、合理内控制度的建立、法人治理结构完善、股份制的上市和股权多元化，国有商业银行必然成为不良资产处置市场的主体，债务重组和破产重组将成为商业银行处理不良资产的主流方式。

再次，完备的法律体系以降低金融交易成本。不良资产处置是一件复杂的工作，涉及复杂的债权债务关系和法律诉讼，需要法律赋予广泛权力和可以遵循的法律。随着中国不良贷款处置工作的深入和相关法律的进一步规范，处置不良资产的金融交易成本必然降低，在该条件下，不良资产的处置主体必然多元化。

最后，及时准确地诊断不良资产而不是处置不良资产。对金融机构进行信用评级；构建风险预测模型，探讨运用有关指标识别和预测金融风险的途径；开发金融机构监控系统，跟踪金融机构指标变化等等，提前发现不良资产而不是处置不良资产将成为金融机构的主要任务。

从一个最为普通的角度看，企业获得实体资产的目的是扩大企业的生产规模并增加企业的利润。毋庸置疑，这是正确的。但是，扩大企业的生产规模并增加企业的利润是企业资产实体化的一个经济理由，是一个最普通的经济理由。当然，还存在其他的经济理由：其一，优化企业实体资产的结构。在现金缺乏和交易对象需求互补的条件下，实体资产的置换是其中的一个选择；其二，在实现实体资产和企业家才能的优化配置中，以企业家为主体，同样需要一个资产实体化的过程，这个过程强调的是企业家才能的力量，例如 MBO。在说明了资产实体化的经济理由之后，一个与之相关的问题是，如何才能最佳地实现资产实体化，其中的核心是，如何进行最佳融资方案的设计以最大程度地提升企业的价值，是银行贷款、发行企业债券、发行股票抑或各种创新性的融资工具和手段。

第三章

资产实体化

- 1 资产实体化的经济理由
- 2 现金资产实体化：以投资中的实物期权为例
- 3 实体资产实体化：资产置换、买壳上市和资产的优化配置
- 4 证券资产实体化：IPO 的一个逻辑分析框架
- 5 信贷资产实体化：MBO 的前因后果
- 6 资产实体化的综合转换：PPP 中的PFI 融资

资产实体化是将资产转换为实体资产的过程，是资本市场运营是否成功的一个关键性的环节①。在一个成功的资本市场运营过程中，资产实体化将不同的过程有机地串联起来。许多资本市场运营的主体认为，资本市场运营就是在资本的简单买卖过程中实现增值和获得利益。但是，如果不重视资产实体化的过程，不想方设法改进和提高实体资产的质量和数量，那么，资本市场运营容易导致失败，即便侥幸获得利益亦是低级的资本市场运营形式。

1. 资产实体化的经济理由

从理论上讲，资产实体化是将不同形式的资产转换成为实体资产。从企业运营主体上讲，资产实体化是企业如何融得资金以获得实体资产。

那么，企业为什么需要资产的实体化呢？

问题看似简单，实际并不简单。从一个最为普通的角度看，企业获得实体资产的目的是扩大企业的生产规模并增加企业的利润。毋庸置疑，这是正确的。但是，扩大企业的生产规模并增加企业的利润是企业资产实体化的一个经济理由，是一个最普通的经济理由。当然，还存在其他的经济理由，其一，优化企业实体资产的结构。在现金缺乏和交易对象需求互补的条件下，实体资产的置换是一种企业实体资产优化的路径选择之一；其二，在实现实体资产和企业家才能的优化配置中，以企业家为主体，同样需要一个资产实体化的过程，这个过程强调的是企业家才能的力量。

在说明了资产实体化的经济理由之后，一个与之相关的问题是，如何才能最佳地实现资产实体化，其中的核心是，如何进行最佳融资方案的设计以最大程度地提升企业的价值，是银行贷款、发行企业债券、发行股票抑或各种创新性的融资工具和手段。

企业需要实体资产，需要资产的实体化，首先需要明确实体资产如何创造价值，这个问题的核心是如何评价新的投资项目能够创造更多的财富，在本章

① 此处的资产实体化是以企业为分析视角，可以这样理解：企业的实体资产是怎样转换而来的。这样的分析框架和思维习惯不同于以前的资产实体化的转换形式。

中，以投资项目的期权评估方法分析了这个问题。另外，不能忘记，需要实体资产，不仅仅是生产规模的扩大和新的投资项目，优化实体资产的结构和完善实体资产与企业家才能之间的配置同样是资产实体化的两个过程，本章分别以资产置换（实体资产的实体化）和 MBO（信贷资产的实体化）为例说明这两个问题。

明确了实体资产如何创造价值，接下来的问题是，如何实现资产的实体化。传统而惯用的工具是公开募股、发行企业债券、银行贷款等。在中国，基于资本市场的股权分置和行政垄断，与金融理论的结论恰恰相反，公开募股是企业资产实体化的首选，作为一种特例，在证券资产实体化中，以首次公开募股为例，说明了证券资产实体化的过程、制度约束和原理。

需要注意的一个问题是，企业在实施资产实体化的过程中，不是使用一种手段，而是多种手段的综合使用，每种工具发挥着自身的功能，共同构成了一个有机体。换言之，这是一个综合转换的问题，而不是单一转换，以 PPP 中的项目融资为例说明了这个问题。

更有趣的一个问题是，在资产实体化中如何创造更多的财富和如何实现转换结合起来，MBO 就是一个明显的例子。从一定意义上讲，MBO 是以提高资产质量、优化实体资产的结构、改善实体资产和企业家才能的结合为财富创造目标的运营模式，在 MBO 的运营中，存在两个关键性的因素：其一，融资方案的设计，是一个如何实现转换的问题；其二，实体资产结构的优化和改善实体资产和企业家才能的配置，是一个创造更多财富的问题。一个成功的 MBO，是两者的完美结合，尽管中国走样的 MBO 没有能够体现这个基本的问题。

根据资本市场运营的一般模式理论，资本市场运营的决策可以分为三个相互独立的决策步骤。首先，需要进行的是何种资产的转换形式，是需要实体资产还是证券资产，抑或其他；在此基础上，需要在特定的资产转换形式中选择一个有效方式和步骤实现这个转换；最后，不断地进行转换，从而构成一个有机的过程和源源不断的资本市场运营。以上的分析恰恰体现了前两个步骤和过程。

另外，一个需要说明的问题是，一种资本市场运营形式是多种资产的复杂转换。但是，可以将一个复杂的资本市场运营过程分解成相对独立的单位或者单元。即便是一个独立的分析单元，从不同的角度分析可能是不同的转换形式或者是包含两个以上的转换形式。例如，就信贷资产证券化而言，从银行的角度分析，是信贷资产现金化的过程；从投资者的角度分析，是现金资产信贷化的过程；从特殊目的载体的角度分析，是两个过程的结合，是一个信贷资产证券化的过程。但是，就构造一个相对独立的资本市场运营单元来说，需要满足

独立性和复杂性两个条件，信贷资产的证券化是一个相对占优的选择。在我们的框架中，资本市场运营单元的划分都是遵循了这个基本的思路。

2. 现金资产实体化：以投资中的实物期权为例

现金资产实体化的可能路径

现金资产实体化是将现金资产转换为实体资产，居民到菜市场买菜、学生到书店买书、航空公司购买一架乃至几架飞机、投资兴建一个电厂，皆是现金资产实体化的过程，它们之间的唯一区别是转换过程的复杂程度和评价方法的不同。

在居民购买蔬菜的过程中，消费者能够感觉到蔬菜的效用，能够正确地评价蔬菜的效用，进而作出最优的选择。但是，投资兴建一个电厂的过程非常复杂，投资主体并不能感觉到电厂的价值，而是预期电厂所带来的未来现金流。正是由于预期，在此现金资产实体化的过程中，最复杂的事情是正确预测企业所带来的现金流。

另外，预测现金流并不是静态地孤立地进行预测，而是依据投资项目的管理水平、投资项目的产品需求等各种因素，还要考虑到投资过程中的沉淀成本和先动优势。

毋庸置疑，从企业的角度看，现金资产实体化主要是一个投资的过程①，在这个过程中，一个关键性的问题是如何评价一个投资项目的经济可行性，是否值得现金资产到实体资产的转换。从实践的过程来看，净现值法、情景分析法和敏感性分析是惯用的经典方法。但是，从发展的趋势分析，实物期权法是一种重要性不断增强的方法，在评价投资项目的价值上发挥着日益重要的作用。

图 3.1 是现金资产实体化的框架图。

① “主要”两个字非常关键，虽然企业平常购买原材料、燃料和动力等皆是现金资产实体化的过程，但是，投资过程更为复杂，需要考虑沉淀成本和先动优势，因此，更典型。

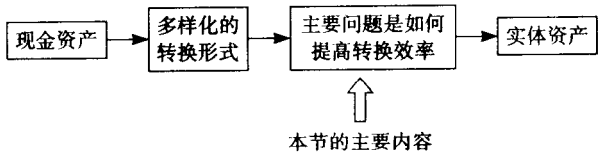


图 3.1　现金资产实体化的框架图

投资决策视角下的实物期权

2000 年，美国曾经进行过一项关于 25 项管理工具使用情况的调查，其调查对象包括超过 30 个行业中的 451 位高级管理人员。调查结果显示，其中只有 9% 的调查者曾经使用过实物期权法进行投资项目决策分析，在 25 项管理工具中位列倒数第二位。

根据 2002 年美国科罗拉多州立大学 Patricia Ryan 教授对财富 1000 中的 205 位 CFO 的调查，结果表明，实物期权分析法只能算作是财务预算工具中的 13 种替补方法之一，只有 11.4% 的被调查者表示曾经使用过这种方法，与之相比，情景分析法和敏感性分析法的使用率分别占到 66.8% 和 85.1%，而作为“基本”的资本预算工具的净现值法更是以 96% 的比例高居榜首，说明净现值法在十几年的实践中绝对占优。作为其拓展的情景分析法和敏感度分析亦同样流行。

但是，从发展趋势看，实物期权法将是一种重要的方法，在投资环境日益复杂和多变的今天，实物期权将逐渐显出其强大的威力和功能，正如净现值法所走过的路，从开始被视为空想、异端，到不受重视，最后成为主要的投资评价工具。目前，在企业的投资决策中，常用的决策方法是净现值法和内含报酬率法。

净现值法是从投资开始直至项目寿命终结时一切现金流量（包括现金流入和现金流出）的现值的代数和。

即：

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+r)^t} - F_0$$

其中，F_t——第 t 年的现金净流量（即现金流入量与现金流出量之差）；F_0——初始投资额；r——预定贴现率；n——开始投资至项目寿命终结的年数。

净现值的经济含义是投资方案贴现后的净收益，其决策标准为：

在独立方案时，$NPV>0$ 时接受该项目；$NPV<0$ 时舍弃该项目。

互斥方案时，选择具有最大净现值的项目。

内含报酬率是指项目在整个计算期内各年的净现金流量之和等于零时的贴现率。

即：$$\sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+IRR)^t} - F_0 = 0$$

内含报酬率反映投资项目内在的获利能力，是企业借款融资所能承担的最高资本成本率，其决策标准为：

在独立方案时，如果 $IRR>$ 预定贴现率，投资方案可行；反之，则应该舍弃该投资方案。

在互斥方案时，选择具有最大 $IRR>$ 的项目进行投资。

在数学上，两个方法非常简单，没有任何复杂的难题。但是，在实践中，最核心的问题是提高这两个方面的精确度，为此，最大的难题是未来现金流的预期，如果现金流的预期并不准确，这两个方法就失去了应有的效果。那么，怎么提高现金流预测的准确性呢？其一，经验，长期从事某个行业的专家比学者能够更加准确地预测一个投资项目的现金流；其二，就同类项目进行对比，一个相同行业、近似规模、类似技术水平的投资项目，可以近似假定两个项目具有接近的现金流；其三，将一个项目进行分解，进行不同部分的现金流预测，在一定程度上可以提高项目现金流预测的准确性；其四，如果投资环境变化较大，可以设定不同环境下的净现值和内含报酬率，在此基础上进行主观评价；其五，评价某个因素对于整个投资项目的净现值或者内含报酬率的影响，如果某个因素对某个项目的净现值或者内含报酬率能够产生较大的影响，那么就需要格外关注这个因素。

细化投资环境的分析方法是情景分析法。细化投资影响因素的分析方法是敏感度分析法。如果能够将投资影响因素进一步细化，并考虑到不同的时间，此为仿真分析法。但是，无论是简单的净现值法、内含报酬率法还是情景分析法、敏感度分析法和仿真分析法，在需要的原料和调料中都包括公司未来现金流的详细预测和影响因素分析，在某些行业和项目中，这恰恰是难以办到的事情。

在许多条件下，净现值法、内含报酬率法、情景分析法、敏感度分析法和仿真分析法没有用武之地，特别是在新的商业模式和新兴的行业中，没有经验，没有类比，没有分解，亦没有投资环境的具体刻画，那该怎么办？

实物期权法是一个选择，因为在实物期权法中假定投资项目的收益和价值服从一定规律的随机游走。在随机游走中，无法预测未来，无法预测投资项目

的现金流。

更重要的问题是，在投资项目中，一个投资项目往往存在沉淀成本和先动优势。如果一个行业具备了沉淀成本、先动优势和收益无法定量预测的基本特征，实物期权法是一个能够更加准确地评估投资项目价值的方法。

从一定意义上讲，实物期权法是净现值法、情景分析法等其他分析法的补充，而不是替代。另外，除了实物期权法提供具体投资项目价值的评估外，在投资项目评估中，它还是一种思维、一个理念。

构造一个实物期权

时代在发展，技术在进步，投资项目的典型特征亦在不断变化，未来现金流的不可预测性、沉淀成本和先动优势逐渐成为投资项目一个主要典型特征。换言之，投资项目是一个投资不可逆条件下的不确定的增长机会。不确定性（未来现金流的不可预测性）、不可逆的投资（沉淀成本）和增长机会（先动优势）恰恰构成一个实物期权，成为实物期权中的三个基本要素。

根据迈尔斯的实物期权理论，实物期权的价值存在于企业的初始投资可以为企业未来的进一步投资提供一个容易进入或者发展的机会。在不确定和投资不可逆的条件下，企业初始投资不仅可以为企业带来直接的现金流，而且还赋予企业对有价值的“增长机会”拥有进一步投资的权利，并且可以降低进一步投资的成本。投资的不可逆性、投资价值的不确定性和初始投资后可以降低未来进一步投资的成本是实物期权的三个核心要素，传统的投资评价理论却恰恰无法计算由此构成的价值。

迈尔斯指出，当投资对象是高度不确定的项目时，传统的净现值法以及由此所延伸出来的其他方法，往往低估投资项目的价值，甚至无法正确地评估投资项目的价值。在此不确定的条件下，项目投资可以使用金融期权的定价方法和理论进行定价和评估，投资项目虽然并不存在一个正式的期权合约，但是在高度不确定性下的实物投资仍然具备类似金融期权的特性，相当于与自然签订一个期权合同，金融期权的定价方法能够在投资项目评价中发挥作用。

与迈尔斯的增长期权一致的是科格特和库拉蒂拉卡（Kogut and Kulatilaka，1994）的平台投资理论。该理论认为，企业已经发展出比较成熟的短期投资评价工具，如果企业着眼于长期的和未来的不确定性的盈利机会的捕捉，就需要进行不可逆的平台投资（Platform Investment）。平台投资可以理解为当前实施部分投资以获得在未来进一步投资的选择权和降低进一步投资的成本，等待时机成熟时再进行全面投资，期权定价法可以完全量化平台投资的价值。

但是，一个问题是，实物期权并不存在一个可以交易的合约，在实际的投资决策中，同样的投资项目可以构造许多不同类型的实物期权，构造何种类型的实物期权取决于投资项目的决策者。实际上，构造何种期权是实物期权决策中的一个核心问题。

最典型的做法是构造一个看涨期权，将不确定条件下的初始投资视为购买了一个看涨期权，期权的拥有者——项目的投资者——具有了一个等待未来增长机会的权利。在此情况下，企业能够在控制下界风险的前提下，利用投资项目收益的不确定性获得上界收益。如果“增长机会”没有出现，企业的下界风险仅为初始的沉淀投资，这部分投资被称为“沉没成本”，可以视为实物期权的购买成本；如果“增长机会”来临，企业可以选择以较低的成本进行进一步的投资，新的投资可以视为期权的执行，期权的执行价格是企业较低的进一步投资的金额。这样，企业拥有两种不同的资产，一是已经沉淀的实物资产，其市场价值独立于企业的投资战略；二是实物期权，在合适的时机以较低的成本进一步投资的机会。迈尔斯指出，实物期权的价值基于实物资产，就像股票期权基于标的股票一样。

但是，随着期权理论的发展，在看涨期权理论的基础上延伸出许多其他类型的实物期权，并且都存在自己的最佳应用领域和适用范围。比较典型的是夏普和特里杰奥吉斯（Trigeogis，1996）的实物期权构造和类型划分。

在夏普的实物期权构造中，可以分为递增期权（Incremental Option）与灵活期权（Flexibility Option）。第一种类型的期权与迈尔斯的观点一致，递增期权是为企业提供获得有利可图的逐渐增加投资的机会。面对不确定的环境，企业首先做出小额的试探性投资，当不确定性逐渐消除且呈现增长潜力时，企业利用先动优势再进行全面的投资。灵活性期权是指企业在多阶段投资以后，根据不同情景选择不同的投资行为，具备相当的灵活性。递增期权一般仅仅需要小额的初始投资，在获得信息之后决定是否进一步投资，而灵活性期权往往需要比较大的初始投资以覆盖可能的或有情景。递增期权适用于未知一个投资项目的未来收益但能够明确投资的方向；灵活性期权适用于确定性知道某个投资领域存在较好的投资机会但不明确具体的投资方向。

在特里杰奥吉斯的实物期权构造中，可以构造七种不同的实物期权，即延迟投资期权（Option to Defer Investment）、改变运营规模期权（Option to Alter Operating Scale）、转换期权（Option to Switch to use）、放弃期权（Option to Abandon）、增长期权（Corporate Growth Options）、分阶段投资期权（Option to Staged Investment）和复合期权（Multiple Interacting Options）。其中，改变运营规模的期权又包含三种期权：扩张期权（Option to Expand）、收缩期权（Op-

tion to Contract)、停启期权（Option to Shut Down and Restart）。

既然一个投资项目可以构造多个期权，关键的问题是投资者需要构造何种类型的期权，并且评估每种期权的成本和收益。

中国启动3G业务是一个有趣的实物期权，并且可以构造出许多不同类型的实物期权。其一，构造一个典型的延迟期权，现在选择等待策略，等待更好投资机会的出现，再选择投资与否和具体的投资数量，该期权的购买费用是0，现在价格是立马进行投资所需要的投资金额，执行价格是以后进行投资所需要的投资金额；其二，可以构造一个典型的递增期权，在初始投资少量数目的资金，随着时间的推移和信息的获得，再决定是增加投资、停止或者减少投资；其三，构造一个灵活性的期权，在电信各个可能的发展方向都进行一定数量的初始投资，随着时间的推移，再根据经济的发展和技术的成熟，选择某种方向进行大量的投资，由此具备相当的灵活性，是一个灵活性期权；其四，构造一个改变营运规模的期权，在开始时，就大胆地进行投资，其投资量不大不小，在以后的日子中，根据实际情况，可以选择放弃、缩减、扩大或者是维持现有的投资规模。

在评估何时开始启动3G业务时，评估每一种实物期权的价值和成本，然后选择一种最有价值的实物期权，并在实践中构造具体的实物期权，然后进行项目的投资。在此，将投资项目评估向前扩展一步，在实物期权评估中，并不是简单地评估某个项目是否可行，还需要选择初始的投资数量，是一个多阶段的决策方法。

实物期权的构成要素

期权是一种衍生产品，其价值是以标的资产的价格为基础。金融期权的标的资产是金融资产，例如，股票、债券、货币等。实物期权的标的资产是各种初始投资的实物资产，例如，土地、设备、石油、矿藏等。金融资产仅仅代表对实物资产的要求权，本身并不创造财富，而且金融资产具有分割性、流动性、可逆性、收益性和风险性的特征，容易标准化，便于形成市场化、规模化的流通交易。实物资产是创造财富的资产，不是完全可逆的，不能标准化，不具备可分割性，时间维度对实物资产的价值存在明显的影响。

项目投资部分或者全部不可逆，换言之，项目投资的初始成本至少部分沉没。项目投资具有不可逆性的理由是：第一，资产具有专用性。由于知识、经验等各种原因，资产专用性意味着这项资产对于现在的所有者具有很高的价值，如果转让他用，它对其他需求主体的价值大打折扣。第二，信息存在不对

称。买卖双方会因为信息不对称而导致“柠檬问题”，使得转售价格低于购买成本。第三，政府管制。政府管制可能会使投资者难以变现，不能出售投资项目。

此外，项目投资的收益具有不确定性。根据掌握的信息，决策可以分为确定性决策和不确定性决策。不确定性决策又可以分为“风险决策”和“纯不确定决策”。确定性是指投资者明确知道未来收益的情形。风险决策是指投资者能够估计和预测未来事件发生概率的状态，进行最优选择的决策。“纯不确定决策”是指投资者在无法估计和预测未来事件发生概率时作出的决策。在许多行业和领域的投资中，项目投资需要在纯不确定的条件下作出决策，投资者无法确知未来的现金流，甚至无法确知未来现金流的分布，此时期权理论中的随机游走是一个较好的近似。例如，高新技术的投资项目、资源开采项目经常是纯不确定性。

在不确定的经济环境中进行投资项目决策，项目投资一般存在先动优势，一定数量的初始投资能够大大降低进一步投资的成本。为此，需要在项目投资中保持一定的战略灵活性，投资者可以选择进一步投资，或者在多样性的投资中选择重点投资方向，或者终止投资等，此为实物期权的价值。

项目投资具备期权的特征和要素，但是实物期权比金融期权更为复杂，许多参数不易获得，并且需要进行先验确定，具体分析如下。

其一，“创造出来的期权价格”。实物期权并不存在公开交易的市场上的期权价格。金融期权存在一个对应的期权市场，投资者可以在市场上以公开的市场价格自由买卖，在期权到期前，投资者可将金融期权出售给其他的投资者。实物期权并不存在一个对应的交易市场，企业并不能以公平的价格从市场上“购买”和“出售”实物期权，而是通过初始投资“创造”实物期权。初始投资并不与实物期权的完全市场价值对应，没有人在企业获得实物期权时向其收取合理的市场价格，实物期权的交易对象并不是市场中的其他交易主体，而是大自然。但是，投资者可以选择实物期权的交易类型，即在确定如何进行投资时可以构造出一个何种类型的实物期权。

其二，“定价机制的缺失”。标的资产的市场特征限制了实物期权的风险对冲，以对冲作为基本定价机制的期权定价法，在计算实物期权的价格时，存在定价机制的缺失问题。

史密斯和诺（Smith and Nau，1995）将标的资产市场分为三类，第一类是完全市场（Complete Markets），完全市场是每一种风险都可以通过可交易证券进行完美对冲的市场；第二类是不完全市场（Incomplete Markets），不完全市场是指不是市场上所有风险都可以通过可交易证券进行完美对冲的市场，在不

完全的市场中，期权并不存在唯一的期权定价，取而代之的是一个定价范围；第三类是半完全市场（Partially Complete Markets），半完全市场中的风险有两类，私人风险和市场风险，效用函数理论适合解决私人风险，而期权理论适合解决市场风险。在一般的金融市场中，金融期权所在的市场是一个完全市场，对冲交易和复制组合相对容易，存在一个期权价格。实物期权所在的市场是一个不完全市场，无法完成对冲交易和复制组合，缺失定价机制，存在定价难题。

其三，“并不存在实物期权的价格”。金融期权定价的一个核心假设是标的资产能够在金融市场以公平的市场价格进行任意单位的可分割交易，而实物资产并不具备任意单位的充分流动性的交易特征。在精确定价的基础上，金融期权存在一个期权价格。在实物期权中，没有真实的交易，而是虚拟的交易，由此导致并不存在一个实物期权的价格。特里杰奥吉斯（Trigeogis，1996）希望能够在市场上找到“类似证券”来复制实物资产价值的变化。实际上，确认和找到一个或者一组与实物资产完全相关的类似证券非常困难，几乎不可能。复制实物资产主要有三种方式，第一种是能够在公开交易的商品期货市场上复制类似于投资项目的收益；第二种是企业如果评价内部某个特定部门的价值，需要从市场上寻找一个独立企业的可交易股票作为类似证券来反映该部门的价值；第三种是如果实物资产对企业市场价值的影响非常大，企业可以选择自己公司的股票作为类似证券。但是，无论哪种方法，都是一种近似方法，没有金融期权精确，由此无法比较初始投资所造成的沉淀成本损失与实物期权的价格，这是决定是否进行投资的一个主要因素。

其四，“没有一个具体的到期日”。金融期权的执行时间一般通过合约详细规定，而实物期权的执行期限事先可能并不确定，期权的执行可能会受到其他期权是否执行的影响，还会受到不确定状况的影响和投资者的主观判断。执行期限的不确定性是实物期权不同于金融期权的一个主要特征。鲍曼和赫里（Bowman and Hurry，1993）认为，存在两种市场信号可以引发投资者决定是否执行期权：机会到来的信号和机会丧失的信号。但是，在实际的操作中，无论是机会到来还是机会丧失，投资者都需要进行主观估计，确定一个实物期权的到期日。

其五，“难以进行波动率的度量”。金融期权的标的资产收益的波动率可以通过观察历史数据计算而得。但是，实物资产投资难以获得收益的历史分布。在实物期权的相关文献中，主要有三个方法获得标的资产的波动率：近似资产的收益分布、蒙特卡罗模拟和解析式。如果能够找到合适的类似证券，类似证券的历史收益分布可以近似地作为实物资产的波动率，例如，凯利（Kelly，

1998）使用期货市场的波动率去估计自然资源投资项目的波动率；戴维斯（Davis，1998）提出了计算企业产出价格波动率和项目价值弹性的解析式。

其六，“没有一个固定的执行价格”。实物期权的执行价格需要考虑一系列的成本与收益，常常会随着时间的推移而变化。执行价格的不确定性使得投资者在执行实物期权时并不能确保获得超额收益，自然就无法求得期权的价格。

其七，“无法有效地事前确定实物期权的价值漏损数量”。在实物期权的生命期内，标的资产价值的变化会在很大程度上影响投资项目的价值。在金融期权定价中，标的资产的红利支付减少了看涨期权的价值，提高了看跌期权的价值。金融期权的红利支付是事先知道的，可以直接在期权定价公式中进行调整。实物期权的“红利支付”表现为现金的支付、租金的收入、保险费用和版税等多种形式，被称为“价值漏损”（Value Leakage）。但是，实物期权“红利支付”的数量和时间难以事先预知，直接影响了实物期权的价值确定。

其八，“实物期权并未给期权持有者执行期权的独占权利”。当投资者买入了金融期权，仅仅是此投资者可以在期权到期日以执行价格购买标的金融资产。但是，实物期权的持有者在执行期权时可能并不拥有购买标的实物资产的独占权利。由于实物期权仅仅是被投资者创造出来的，并非从市场上购买得到，难以获得排他性的产权保护，竞争者可能会占先执行实物期权。但是，投资的“先入为主”和“路径依赖”能够在一定程度上保证实物期权持有者的独占权利。

其九，“实物期权之间存在交互性”。各种实物期权在大多数情况下存在一定的相关性，这种相关性不仅表现在同一项目内部各个子项目之间的前后相关，而且还表现在多个投资项目之间的相互关联。实物期权之间存在相互作用使得期权价值并不具备可加性，只有当多个期权执行的联合概率为零或者很小时，实物期权价值才能直接相加。

实物期权与金融期权的比较可参见表3.1。

表3.1　　实物期权与金融期权之间的比较

	实物期权	金融期权
期权的交易市场	不存在	存在
不确定性的来源	多重的不确定性	有限的不确定性
市场特征	不完全市场，难以对冲复制	完全市场，可以对冲复制
标的资产	不在市场上进行交易，需要类似证券	标的资产能够在市场上进行交易

续表

	实物期权	金融期权
标的资产的价格	不能从市场上直接获得	存在市场价格
期权的执行时间	不确定，需要主观判断	合同规定
波动率	需要估计和假定	根据历史数据计算
期权的执行价格	不确定	合同约定
价值漏损	难以确定	容易获得相应数据
期权的独占性	常有分享性	具有独占性
期权间的交互性	广泛的交互性	不存在交互性

基于实物期权的复杂性，实物期权并不存在一个简单的定价方程，实物期权不能简单地套用 Black-Scholes 期权定价公式。虽然是从金融期权到实物期权的简单一步，但是还存在许多方面的难题。从一定意义上讲，实物期权是一种思想和方法，而不是一种简单有效的计算工具。

实物期权的思想逻辑

随着投资规模的扩大和专业知识分工的深化，现代的投资项目一般具备以下特点：其一，不可逆转性。一旦进行投资，投资项目中的部分投资转换为沉没成本。其二，未来收益具有不确定性。不能获得项目未来现金流的准确预期，不能获得未来现金流的分布，可以假定未来收益服从随机游走。其三，在真正投资的时间上具有选择的余地。在评估时点上，NPV 小于 0，可以等待。但是，一旦情况转好，NPV 可能会大于 0，则又可以投资。其四，具备各种选择权。投资以后，有各种选择权，例如，可以扩大规模，可以暂停，可以歇业等。

但是，传统的投资决策理论不能捕捉到项目整个投资决策中存在的灵活性和选择权。因为，当新的信息不断到来时，市场情况和未来现金流的不确定性会逐渐减少，管理者可通过灵活性以改变经营战略，扩展投资机会的价值，例如，管理者可以延迟、扩张、收缩、放弃项目或者在项目的寿命期内的不同阶段对项目进行适当的调整。从这个角度看，实物期权将时间的因素纳入投资项目的决策分析中，一个投资项目，可以在不同的时间点上选择不同的投资策略，而不是在初始时的要么投资要么放弃的二元投资选择，从而更贴近投资决策的现实和实际。从实物期权的视角审视投资行为，可以突破传统投资理论和

思维的限制，将投资决策从静态分析转换为动态分析。

实物期权的来龙去脉

著名的 Black-Scholes 期权定价公式已经诞生 30 余年，并对华尔街产生了强烈的影响，视为学术成果决定和影响实际投资决策的典范。另外，美国麻省理工大学 Stewart Myers 推出期权规则亦有 26 年了。但是，实物期权分析法才刚刚在众多公司的实践中崭露头角。研究表明，期权定价法将成为企业未来投资决策中的一个主要分析工具。

毋庸置疑，实物期权存在广阔的应用前景。但是，在短期内，实物期权分析法还无法取得投资者的广泛认同。实物期权的未来价值究竟如何，取决于它以何种方式发展、拓展和完善。

在学术界中，实物期权分析法还处于行情看涨阶段，使用隐含的期权法对项目投资进行可行性分析的想法——实物期权的计算方法、工具与现在用于金融期权定价的模型相同——已经在一些金融类标准教材中出现，这类教材还包括 Richard Brealey 与 Stewart Myers 合著的《公司理财原则》。在国外，绝大多数 MBA 项目都传授实物期权法。而且，实物期权已经被视为一种交叉学科，不仅出现在金融专业课程中，而且还出现在管理信息系统的课程中。

关于实物期权的学术文章已经大量出现，学术研究表明，实物期权的定价方法几乎可以在任何的投资领域中得到广泛应用，例如，自然资源的开采、试制新产品、企业的并购、建造工厂投资、IT 投资和研发投资等。

根据实物期权的理论，投资项目的管理者会在项目开始以后的经营过程中获得有价值的信息或者获得进一步投资选择的便利和成本节减，根据这些信息所决定的行动或者进一步的选择将会降低投资成本。换言之，实物期权试图揭示并量化一个项目所隐含的种种期权或者一些关键性的决策点。一个投资项目所包含的不确定性、弹性、基于投资不可逆而形成的沉淀成本和进一步投资所产生的投资成本的减少越大，投资项目所隐含的期权价值就越高。事实上，以净现值法为代表的古典投资理论可以看做是实物期权法的一个小子集——一个几乎不考虑任何不确定因素和弹性的子集。

在一个投资项目的决策分析中，基于折现的现金流法评估一个投资项目，是一个有用而且有效的工具。但是，更为重要的问题是，在进行投资项目的思维过程中，随着投资项目的进展，投资项目会发生怎样的情况和如果发生这些情况又该如何处理，才是投资决策分析需要的思维方式，而这种思维恰恰是实物期权的基本逻辑方式。

在需要大量投资的领域，通常具有高度的不确定性、巨大的沉淀成本、明显的先动优势和高度的弹性，投资决策者的思维方式是，如果出现怎样的情况就该怎样办的思维方式，尤其是在石油和天然气开采、采矿、医药、生物化学和研发投资领域，这些投资领域恰恰是实物期权最为适用的领域。

由此可见，实物期权法是一种在项目投资决策中普遍适用的方法，也许，实物期权能够在一些意想不到的领域展现其强大的功能和用途。

但是，实物期权还存在许多问题，如果不能克服这些问题，实物期权就不能得到更加实际的应用，其价值将始终是一种潜在的价值。

其一，实物期权法是一个“黑箱”。实物期权法的数学运算涉及到复杂而深奥的随机微分方程、随机积分方程和随机过程等数学工具，并且不存在显性的计算结果，计算结果缺乏简单性、透明度并且难以理解，这个问题是实物期权法在实际中得到广泛应用的一个主要障碍。虽然借助于计算机等工具，只要具有初等的数学知识就可以对多个实物期权进行模拟和定价，但是，实物期权的计算结果并不能得到清晰的刻画。

其二，实物期权法是一种新型经济工具，关键的问题是如何使用实物期权。安然曾经是实物期权的一个革新性使用者，然而实物期权并没有帮助安然克服财务困境和随后的崩溃。但是，实物期权同样不是安然失败的原因，关键的问题是如何使用实物期权。与之恰恰相反，几年以前，当亚马逊网站的股票价格为76美元时，哥伦比亚大学教授 Eduardo Schwartz 就曾经通过实物期权法对其进行分析计算，并且将其价格确定在12美元左右。在经过一段时间后，亚马逊网站的股票价格回到了12美元的真实价值左右。由此可见，关键的问题是如何使用实物期权法，而不是实物期权本身存在问题。

其三，实物期权法适用于可以进行交易的资产，不适用于那些不可交易的资产。进行实物期权定价的一项重要参数是基于实物资产的波动率，而精确估计波动率必须拥有足够的合适数据，例如历史研究数据、精算资料等。如果这些数据不存在，可以生成数据。怎样生成呢？简而言之，首先，需要确定哪些是促使项目达到其盈亏平衡点的假设，以及与这些假设相关的风险因素；然后，通过蒙特卡罗分析法生成这些风险因素的统计分布。但是，一个问题是，始终无法精确得到实物期权的真实波动率。

其四，实物期权法低估了管理的真实环境。实物期权法的优势同时可能成为其致命弱点。实物期权法并不像金融期权那样存在一个确定的到期日，而且不能指望项目投资者在项目需要停止时就能够理性地停止项目。

行为金融理论的研究结果表明，投资项目本身就存在“一种感情”而促使“差的项目”生存下来。无论是金融期权组合还是实物期权组合，如果投资者

想要从中得到足够的回报，都必须对这些投资组合进行严格而又理性的管理。一旦某项期权不再能够保证在未来提供价值，就必须放弃。正如哥伦比亚商学院教授里察·冈瑟·麦格拉斯（Rita Gunther McGrath）在1999年发表于《管理学评论》（Academy of Management Review）的一篇文章中指出，“期权一旦不具备提供高升值的可能性，就必须被无情地舍弃”。然而，投资项目并不完全等同于金融工具，它们不能在市场上被毫无感情地公开买卖和舍弃。相反，它们是一些有着复杂组织的结构体，一旦启动，就有了自己的生命，会自行发展，很难被扼杀。巴黎多芬大学教授伊莎贝尔·鲁瓦耶（Isabelle Royer）在研究中指出，公司存在一种倾向，即允许那些毫无前景的项目维持很长一段时间。他研究了两家法国公司的新产品开发计划，一家是眼镜制造商依视路（Essilor），另一家是建筑材料制造商拉法基（Lafarge）。两家公司都在一些明显没有市场前景的项目上持续投资多年。他还揭示了项目团队成员如何受到一种集体信心的影响而完全放弃了个人怀疑，盲目地相信他们的项目一定会取得成功。最终，项目团队成员进入了一种被他称为“认知失明”（cognitive blindness）的状态——有意忽略那些显示项目失败的信号。殊途同归，亚特兰大（Atlanta）艾默瑞大学格兹祖塔商学院的罗素·科夫（Russell·Coff）和迈克尔·萨克（Michael Sacks）以及华盛顿大学（University of Washington）的凯文·莱弗蒂（Kevin J. Laverty），在一项实验中发现了类似的社会性力量所产生的作用。该项实验显示，所谓的社会资本（Social Capital）会扭曲投资决定。这些教授让商学院的学生决定是否对3个假定项目追加投资。从纯理性的实物期权角度分析，其中一个项目的回报明显高于其他两个，因而该做什么样的投资决策不言自明。然而，研究者却发现，决策者与某项目支持者的个人交往越多，就越倾向于对这个项目进行投资。

3. 实体资产实体化：资产置换、买壳上市和资产的优化配置

资产实体化的可能路径

实体资产实体化是将实体资产转换为另外的不同的实体资产。它存在多种

表现形式，在经济活动中，物物交换是一种最为初级和简单的实体资产实体化的形式，例如，在原始部落的经济活动中，一个擅长打猎的部落以一只麋鹿交易另外一个擅长种植的部落的一袋谷物。但是，在资本市场运营中，资产置换是资本的物物交换。

资产置换是企业将其全部或者部分资产出售，重新注入新的资产，调整公司的资产结构，改变公司的发展方向，或者实现其他目标的一种资产重组行为，是一种实体资产实体化的过程，是企业的一种主流重组形式。

资产置换式的重组方式之所以成为资产重组的主流方式，是因为如下原因。其一，资产置换没有或者很少存在现金的流入或者流出。没有现金的流入或者流出是投资银行在资产重组中追求的最高境界，而资产置换就是一种存在较少现金流出或者流入的资产重组模式自然受到资本市场运营高手的青睐。其二，交易，尤其是大规模的交易，一般都需要交纳巨额的税收。资产置换作为一种特殊的交易形式，其价值创造存在于企业的后续经营中，交易本身存在税收方面的优惠，国家税务部门专门为资产置换制定了规范的税收制度。其三，资产置换的重组速度非常快，能够在短期内实现企业的目标，优化一个企业的资产结构。其四，存在成熟的操作规范和模式，比较容易成功。

资产置换的根本经济动力是什么呢？资产置换存在两个经济学理由。

一是资源配置的效应，资产置换的主体在资源的优化配置中获得利益。这一点可以归至经济学上的一个极为简单但却经典的故事。一个消费者有一个苹果，另一个消费者有一个梨。但是他们都不偏好自己的禀赋，而是偏好对方的禀赋。两者交易，他们都能增进自己的福利。与此类似，两个企业家都拥有一个属于自己的企业，但是却无法创造最大化的财富。两者将企业资产进行置换，他们都可以创造更多的财富。资产置换的资源配置效应就存在于“更多的财富”之中。

二是套利交易效应，在进行资产置换时，收益不是来源于财富的增加和创造，而是在交易中，通过各种“花招”，从其他参与主体“转移”财富，不知不觉地拿别人口袋里的钱财，但又不是“抢”和“盗”，而是合情合理合法。中国资本市场上曾经流行的资产置换的买壳上市就是一种套利交易效应。

以资产置换方式买壳上市，在“壳资源”稀缺条件下尤为盛行。随着证券市场的发展和完善，“壳资源”不再稀缺。但是，以资产置换方式买壳上市并不会消失，只是存在的空间将缩减。其存在空间的大小取决于直接上市成本和买壳上市成本之间的差异。

在中国的资本市场上，资产置换在上市公司中成为普遍的资本市场运营方式之一。在非上市公司中，资产置换并没有成为一种成熟和主流的资本市

场运营方式。其根本的原因在于，中国资产置换的动力源于上市公司的壳价值，而不是资产置换中的资源优化配置价值。资产置换的经济动力是套利交易，而不是资源配置交易，因为中国的资本市场环境适合于套利交易的资产置换。

资产置换是中国上市公司的主流资产重组方式。但是，在成熟市场经济国家中，资产重组的主流方式是资产的购买、出售等资产结构的调整。随着中国资本市场制度的完善和股权分置问题的破题和解决，套利交易的资产置换将日渐式微，资源配置的资产置换将茁壮成长。

另外，一个需要注意的问题是，公司的资产重组不但包括资产置换，而且包括资产的购买、出售等行为。资产购买是现金资产实体化的过程，资产的出售是实体资产现金化的过程，资产置换是实体资产实体化的过程，它们一起构成了资本市场运营的循环系统。

图 3.2 是实体资产实体化的框架图。

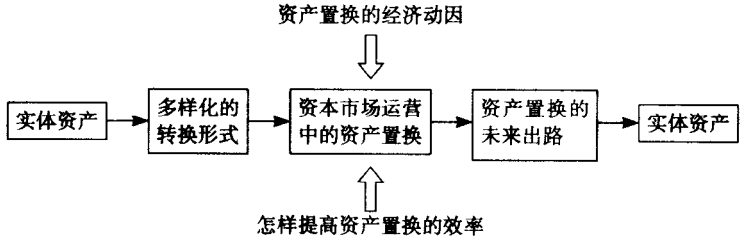


图 3.2　实体资产实体化的框架图

资产置换的一个分析框架

一个完整的资产置换分析框架，以资产置换所涉及的制度问题为肇端，在资产置换的制度框架和约束条件下，制定出资产置换的战略规划，战略规划要求具有完备性、可行性和灵活性，在此基础上，分析资产置换的经济成本和收益，它是资产置换是否进行的起点，考虑到资产置换的财税等外生条件的约束，实现中国当前条件下最为重要的目标——再融资，因为资产置换的财富转移和套利就在上市公司的再融资计划中。资产置换的技巧性还存在于如何符合监管部门的监管要求。如此一来，它们一起构成了一个分析框架，是资产置换计划的分析基础。唯一的不同是，不同的资产置换方案存在不同的技巧性安排。

①制度约束框架

资产置换作为资产重组的一种形式，成为许多上市公司改善经营和扭转亏损的一件非常有效的工具。但是，在资产置换中存在诸多的问题，为了维护上市公司的利益和中国证券市场的健康发展，中国证监会在1998年2月出台了《关于上市公司置换资产变更主营业务若干问题的通知》（简称“26号文”），将资产置换正式纳入监管范围。文件提出了“对主营业务变更视同新股上市，要求按照新股发行程序报批以及重大重组需要申请试点和申请保留上市资格”等监管思路。在“26号文”监管时期，经过多年经营，中国当时许多上市公司迫切需求重组，而依据“26号文”的规定，资产置换的资产重组方式获得再融资的资格非常困难，因此产生了大量的ST和PT上市公司，导致了大量“壳”公司的产生，成为市场和政府的包袱。

为了解决这一问题，1999年出台的《证券法》积极鼓励上市公司的重组，资产置换作为资产重组的一种方式又流行起来。2000年6月，证监会出台了《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》（简称“75号文”），同时废止了“26号文”，文件提出了“在充分信息披露的前提条件下，重大资产重组的监管由审批制调整为事后备案制”的思路，放宽了资产重组的条件。但是，在随后的资产重组中，存在大量的虚假重组、报表重组、救火式重组、操纵二级市场式重组等一系列问题。

为此，证监会于2001年12月出台《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（简称“105号文”）并同时废止了原来的“75号文”，文件提出了“由事后备案制调整为审批核准制的监管思路、战略性重组优化资源配置的目标要求、强调信息披露的社会监督机制”的总体性方案，其主要目的是防止操纵性和虚假性的资产重组和资产置换。

资产置换的制度演变折射出了一条基本的主线：由套利交易的资产置换向资源配置的资产置换转变。

②战略规划的制定

在资产置换实施之前，战略规划就已经制定完毕。在战略规划的指引下，资产置换是一个按照战略规划以实现既定目标的过程。

根据资产置换的实施过程，为了高效率地实施资产置换，战略规划要求具有全面性、周到性和详细性。首先，需要分析资产置换的制度约束，并与企业的财务定量指标和公司治理定性指标进行比较，找出实施资产置换的约束瓶颈和突破点；其次，界定资产置换的当前目标和后续目标，说明目标是一个长期目标还是一个短期目标，是战略性目标还是财务性目标；再次，分析资产置换

的外生环境约束，关键是财政和税收约束，判断怎样才能获得政府的财政补贴和税务部门的税收优惠；接着，分析资产置换的成本和收益；在资产置换中，关键的环节是上市公司的再融资安排，为此，需要提前努力促使公司的各项指标满足再融资的要求；另外，还需要对资产置换的后续计划作出安排，考虑是否退出上市公司，再次进行资产置换；最后，评价一下怎样才能获得监管部门的批准。在制定战略规划时，事无巨细地都要提前考虑到，还需要借鉴其他成功的经验和失败的教训。

资产置换的目标统领一切。界定和说明资产置换的目标，是进行资产置换的前提条件。在实践中，富有操作性的目标一般可以分为三类：战略性资产置换、财务性资产置换、在关联性交易中获利的资产置换。

战略性资产置换的目标是要达到资产的长期发展性和营利性，在经营实体资产中获得收益。资产置换后，能够获得长期的收益、增强企业的核心竞争力和调整企业的产业结构。在实践中，更为具体的目标是，获得上市公司的资源（包括政策资源）、进入存在垄断壁垒的行业和获得规模效应。

财务性资产置换是指提高上市公司的“壳”价值，避免上市公司的再融资功能和“壳”价值的丧失，具有短期行为的性质，一般在短期内就退出上市公司。

在关联性交易中，获利的资产置换是指通过与上市公司的关联性交易获得相应的收益，此时要求上市公司具有优质资产或者发展前景良好的资产。如果排除造假、欺诈的情况，这种类型的资产置换主要是在信息不对称的条件下，在资产的未来价值上进行操作。

目标不同，分析的内容就迥异。在资产置换的目标选定以后，以后的各个操作步骤都是在这一目标的框架下进行。

③成本和收益分析

在进行资产置换时，需要对资产置换的成本和收益进行分析，不但包括资产的置入方，还包括资产的置出方，一个资产置换方案能够实现买卖双方的共赢。在进行资产置换的初始，对资产置换的成本收益进行分析，不能遗漏收益，更不能不考虑成本。

④外生性约束条件：财税

结合资产置换的战略目标规划，需要对资产置换的现金流、财务指标、经营的稳健性进行详细的规划，不同的战略目标规划直接约束了对资产置换的现金流、财务指标和经营稳健性等方面的要求。

另外，考虑获得政府的财政补贴和税收优惠，这是一个博弈过程，是一个技巧性问题。

⑤资产置换的核心问题：再融资

资产置换的关键性目的是解决资产置换后上市公司的再融资问题。

在“105号文”第十三、第十四条中，对进行重大重组的上市公司的再融资的条件进行了详细的规定。这个规定将资产重组后的公司分为四类情况，并据此规定了不同的条件，任何一个上市公司在资产置换后的再融资安排都需要在以下四个方面的基础上进行设计。

第一个方面是，在完成重大重组交易并经过不少于一个完整会计年度的期间后提出再融资的申请，实施重大重组的公司与一般情况下的公司的再融资条件存在一定的差异。

第二个方面是，实施重大重组的上市公司并满足一定条件——在这次重组前上市公司就符合发行新股的条件、在这次交易完成后注册会计师为上市公司的中期财务报告出具了无保留意见的审计报告、依据“105号文”判断是否属于重大重组的相关指标介于50%～70%之间，其申请不受“不少于一个完整会计年度”的期限约束。

第三个方面是，当上市公司依据“105号文”判断的重大重组的相关指标在70%以上，并满足资产完整性和经营持续性要求、盈利增长性要求、辅导验收的条件时，在距离交易完成的时间间隔不少于一个完整的会计年度后，可以对交易完成的业绩进行模拟计算。如果达到融资条件，可以提出再融资的申请。这些条件包括满足进行模拟计算的条件、进行模拟计算后达到再融资的条件、交易完成的时间间隔在一个完整的会计年度、重组的重大指标在70%以上四个方面的条件。

第四个方面是，重大重组的指标在70%以上，并且不满足对交易完成前的业绩模拟计算的条件，这个上市公司只能从重组完成后开始重新计算达到进行过重大重组的公司再融资所必需的条件。

从以上四个方面的分析来看，资产置换作为资产重大重组的一种主流方式，在资产置换后的再融资安排中，首先需要满足两个方面的约束条件：融资的迫切性和置换资产的财务指标、经营指标。在两个方面的约束条件下，选择最优的置换方案，综合融资方案和置换资产两个方面的状况，在再融资安排中，需要设计资产置换的数量、资产置换的方式、资产置换中的资产选择和资产置换后的融资方式等，构成一个完整的资产置换后的融资方案。

⑥资产置换的监管

资产置换的监管问题涉及两个方面：其一，证监会的监管和报批；其二，在股权分置条件下，如何能够获得流通股股东的支持，以保护流通股股东的利益问题。

证监会的监管可以分为两类，一类是不需要提交审核委时的审核程序，即一般的重大重组（资产置换）审核程序；另一类是需要提交“发审委的重大重组委”审核时的审核程序。在两类审核程序中，存在不同的要求。在资产置换中，上市公司可以根据实际的情况酌情选择哪类审核程序。

在资产置换中，一个非常关键的问题是，股权分置条件下如何获得流通股股东的同意。许多资产置换不能进行就是因为不能恰当地处理非流通股和流通股的利益分歧问题。在分类表决的机制下，这个问题是阻碍资产置换进行的一个关键问题。

一个“买壳”的资产置换：中国重汽案例

“中国重汽”对“ST小鸭”进行的资产置换重组是中国资本市场上的一个典型案例，一度成为媒体和大众的焦点。从一个学者的角度，从一个理论体系构建者的角度，从一个资本市场运营研究者的角度，这个案例的典型性表现在资产置换的详实而富有远见的战略、在制度约束下的合法性、高超的财务技巧以平衡各种利益主体的利益、成本和收益之间的比较和权衡、再融资、后续可选择的方案等一系列问题，而它们恰恰构成了一个完美的资产置换的分析框架。在这个案例中，几乎具备了一个完整的资产置换所能涉及到的所有问题，成为媒体、公众和学者关注的一个案例。无论从哪一个角度分析，这个案例都具备了典型性。

“中国重汽”重组“ST小鸭”、2004年3月11日中国重汽潍柴动力股份有限公司H股在香港联合证券交易所正式挂牌交易、2004年6月16日国家商务部批准中国重汽在香港成立中国重汽（香港）国际资本有限公司，在展开了一系列资本市场运营的动作后，“中国重汽”成为资本市场运营的高手。

在“中国重汽”重组“ST小鸭”中，以战略借壳式的资产置换为目标，以再融资计划为核心，以资产置换中的定向增发、分拆上市等为手段，权衡和比较了资产置换的成本和收益，在公司的财务性问题约束下，最大程度地实现资本市场运营的目标，体现了一位资本市场运作高手的素质和整体把握资产置换问题的能力。

①案例主角的背景材料

2000年，根据国务院的决定，中国重型汽车集团公司进行了分拆重组，将其分解为三个部分，分别下放到山东省、陕西省和重庆市。其中下放到山东省的部分就是现在的中国重型汽车集团有限公司（下称“中国重汽”），是案例的主角，当时的累计亏损高达69.93亿元。

2001年5月28日，“中国重汽”正式挂牌。随后，重组后的“中国重汽”发生了质的变化和飞跃。3年中，“中国重汽”的各项经营指标年均同比增长65%，顺利实现了“三年三大步”的战略目标。在大吨位重型汽车领域中，“中国重汽”占据绝对的竞争优势。“中国重汽”拥有斯太尔飞龙、斯太尔王、黄河王子等系列重型卡车品牌；主流产品驱动形式从4×2到12×12；汽车总承载力覆盖11~60吨。重组时，“中国重汽”占有国内重型汽车市场5.37%的份额；在15吨及以上大吨位重型汽车市场中，“中国重汽”的市场占有率为35%以上，20吨以上的市场占有率是66%①。

根据权威机构的预测，2010年，中国卡车市场销售量将达150万辆，是日本、韩国和东南亚国家需求的总和，其中，重型汽车总体市场容量在30万辆左右，按照平均每辆20万元的价格计算，这个市场将是一个600亿元的大市场。重型汽车成为一个非常富有发展前景的汽车子行业②。

“ST小鸭”是山东济南的一家上市公司，该公司在1999年挂牌上市后，经营每况愈下，业绩大幅度倒退，2001、2002连续两年巨幅亏损，面临退市的风险。

②选择“净壳”重组模式

“中国重汽”收购“ST小鸭”后，随后的一系列计划在资产置换的框架中展开，包括进行资产换股份、再融资等一系列的资本市场运营。

买壳上市存在三种模式，最终的目标是实现实体资产的实体化。具体的买壳上市模式为：

其一，净壳模式。净壳公司是指无法律纠纷、无负债、无遗留资产的壳公司，其形成的原因是空壳公司的大股东解散员工、出售资产、清理债务、处理法律纠纷以清理公司，使其只维持上市资格，便于待价而沽，卖给意欲买壳上市的公司。

其二，空壳模式。空壳公司是指主营业务陷入困境或者遭受重大损失，

①② 朱晓瑾：“*ST重汽重组波折　以股份置换资产方案被叫停”，《证券市场周刊》，2004年11月15日。

公司业务萎缩或者即将停业，公司没有发展前途。但是，股票仍在市场上流通、交易，而股价持续下跌或者股票即将停牌交易的壳公司。其形成的主要原因是，公司产品的生命周期处于衰退期，无法完成产品转型；公司所属行业不景气，且前景并不明朗，导致公司经营举步维艰，濒临关闭。

其三，实壳公司模式。实壳公司是指业务规模相对较小、业绩一般或者较差、总股本与发行在外的流通股规模较小、股价较低的壳公司。其形成的原因主要是，业务规模较小，在公司产品处于成熟期之后，公司业绩一般。

就买壳方而言，净壳模式是最优选择。没有分流员工的苦恼，没有处置资产的难题，没有法律纠纷，更没有债务的困扰。

在“中国重汽”重组“ST小鸭”中，选择的就是净壳模式，从而规避了重组后的法律、担保纠纷、员工、资产处置等一系列难题。

“中国重汽”重组“ST小鸭”始于2003年5月。当时，“ST小鸭”已经连续两年亏损，面临退市的风险。

在济南政府的撮合下，“中国重汽”与原“壳”公司控股股东——山东小鸭电器集团有限公司及第二大股东——中信信托投资有限责任公司于2003年9月22日分别签订了《股份转让协议》，以每股1.11元的受让价格收购两家各47.48%和16.30%的股份，从而合计持有“ST小鸭”16200万股，占总股本的63.78%，成为“ST小鸭”的控股股东①。

同日，“中国重汽”与“ST小鸭”签署《资产置换协议》，“中国重汽”以其卡车公司的部分资产和销售公司全部资产与“ST小鸭”合法拥有的完整资产（含全部资产和大部分负债）实施近乎100%的重大资产置换，“小鸭集团”则回购置出的家电资产。“中国重汽”的部分资产由此实现借壳上市②。

通过资产置换重组“中国重汽”将卡车类生产经营性净资产29468万元置入“ST小鸭”，同时置出“ST小鸭”的家电类净资产29836万元。置出资产和置入资产分别占到了原“壳”公司2002年底净资产的99.31%和98.09%，“中国重汽”对“ST小鸭”进行了标准的“净壳”重组③。

在资产置换完成后，尽管依然戴着“星帽”。但是，市场十分认同这种重组模式，并且相信公司控股股东的实力和能力。在二级市场上，在2004年4月30日停牌前，已经有3家基金、1家券商购入“ST小鸭”改名后的“ST重汽”2360股流通股，机构总持股占总股本的10%以上，说明市场还是认同了

①②③ 朱晓瑾：“‘以股份置换资产’被暂停 *ST重汽重组波折”，《证券市场周刊》，2004年11月21日。

“中国重汽”重组“ST 小鸭”的方案，市场的认同是资产置换成功的一个保证①。

③一个美好的战略规划设想

2004 年 2 月 12 日，在“ST 小鸭”公告更名为“ST 重汽”后，“ST 重汽”现有资产为原中国重型汽车销售公司（简称“销售公司”）和中国重型汽车集团济南卡车有限公司（简称“卡车公司”）的主要经营性资产，完成了重组后的资产置换。

在资产置换前，销售公司和卡车公司分别拥有独立的法人资格，重组过程中被分别注销。“ST 重汽”吸收合并卡车公司，并设立了新的销售部。由于“ST 小鸭”的资产规模有限，致使置换到上市公司的资产只能是这两部分资产，其中卡车公司仅将下属的总装厂、车身厂、车架厂、供应部、营销部、运输处、工具厂和财务部置入上市公司，而盈利能力更强的车桥厂、锻造厂、离合器厂和设备动力厂仍留在中国重汽。

这种资产配置结构是“ST 重汽”进一步重组的基础，存在一个更为宽广的目标和空间以重组上市公司，进行资本市场运营。在“中国重汽”资产置换的整体规划中，扩大上市公司的规模——“壳”规模——是主要的一环。因为扩大“壳”规模是增加再融资的规模、提高国有股的每股净资产、进行其他资本市场运营的基础。因此，在“ST 重汽”的资产置换计划中，就设计了一个以扩大“壳”规模为核心的规划。

具体而言，2003 年 12 月 22 日，在原“ST 小鸭”公告的《重大资产置换报告书》中，在开篇“特别提示”部分就明确表明，后续将由控股股东实施“以股份置换资产”的方案，解决公司存在的一系列问题。

根据公告的内容，本次资产置换完成后，本公司与控股股东“中国重汽”之间存在大量的持续的关联交易，且公司的资产负债率较高。为此，“中国重汽”拟将以部分经营性资产置换本公司股份。拟置入的资产为“中国重汽”所属的车桥厂、锻造厂、离合器厂、设备动力厂，评估基准日为 2003 年 12 月 31 日。

公司公开资料显示，2002 年，在假设集团公司销售部不产生或者很少产生利润的前提下，预计总装厂等资产净利润为 2465.90 万元，而车桥等资产净利润为 3564.40 万元，盈利能力明显高于总装厂等资产②。

准备置入的车桥等资产，存在更强的盈利能力。能否成功收购车桥等资

①② 朱晓瑾：“＊ST 重汽重组波折　以股份置换资产方案被叫停”，《证券市场周刊》，2004 年 11 月 15 日。

产，成为“ST 重汽”未来发展的基础。

按照最初“以股份置换资产”方案的设计，如果把车桥等资产置入上市公司，将明显提升公司的未来发展机会，这是“中国重汽”在资产置换之初就设下的一枚重要棋子。

同时，公司关联交易过多、资产负债率高、产业链的完善等问题，都需要通过“以股份置换资产”的办法解决。

为了实现公司非流通股股东的套利利益、上市公司的再融资、后续的资本市场运营，“以资产换股份计划”是一个前提条件，而不是无关紧要的事情。这个计划是整个资产重组和资产置换的核心内容，直接关系到资产重组和置换的成败。

在这个方案完成以后，部分关联采购和交易得到解决，公司的独立性大大增强，公司的治理结构将不断完善，公司的资产负债率大幅下降，但它们只是一些“阳谋理由”。

更为重要的事情是，公司的未来再融资计划能够得到保证，控股股东可以获得更多的利益转移收益，并为公司以后的资本市场运营奠定基础和提供条件。

④方案的制度约束

在资产置换完成后，“以资产换股份计划”将成为整个重组计划的核心。虽然这个方案设计优良，但是却存在法律制度方面的约束和制约。如果不能恰当地克服和处理这些问题，以资产置换为核心的资产重组方案就可能全盘失败。究竟面临什么样的制度约束和限制呢？

其一，“ST 股”能不能定向增发？根据中国证监会的有关规定，企业增发存在两个条件：第一，没有经过重大资产重组的公司的定性增发；第二，经过重大资产重组的公司的定向增发，两者在发行条件方面存在一定的差异。据此，首先是确定公司是否存在重大重组，其次是选择适当的法律制度约束和条件。

但是，问题在于，根据《公司法》的规定，公司发行新股的必备条件之一是公司在最近三年内连续盈利。已经连续三年亏损，即将被摘牌的“ST 小鸭”显然不能符合这项规定的要求，无论如何都不能满足最起码的盈利条件的要求。

即使是在资产置换以后，置入的“中国重汽”优质资产同样达不到这项要求。“中国重汽”拟置入“ST 小鸭”的资产，2001 年、2002 年、2003 年 1～4 月实现的利润分别为：－3184 万元、2465 万元、2158 万元。

从一定意义上讲，在资产置换的过程中，资产的选择就存在问题。在资产置换的重组计划中，如果含有再融资的规划，时间又非常紧迫，置换资产的选择和规模应该满足“再融资”的要求。不过，解决这个问题的一个办法是，将该计划延迟一个会计年度，在此基础上，或许能够满足“再融资”的要求。但

是，“中国重汽”可能不愿意拖延“再融资”的时间，因为资产的质量在一个会计年度内发生怎样的变化还很难说。

其二，在国有股减持的大背景定向增发国有股，能否获得批准？“ST 小鸭”重组之后，控股股东“中国重汽”的持股比例高达 63.78%，已经形成国有股一股独大的问题。在此之后，还需要定向增发非流通的国有法人股，与当时国家正在急于解决的“全流通问题”背道而驰。

根据作者的猜测，定向增发后肯定存在向流通股股东再融资的计划。在这个再融资的计划实施后，国有股的比重就会下降，从而稀释国有股的比重问题。但是，减少国有股的比重在后，增加国有股的比重在前，能否得到证监会的批准就在于证监会对于这个问题能否理解。

能否将两者倒置而行呢？

显然不行，如果先向流通股股东融资，再向国有股股东定向增发，存在两个问题：第一，向非流通股股东的定向增发数量、条件和成功保证系数问题。就资产的质量而言，并没有满足再融资的条件；就融资规模而言，再融资规模过小；就再融资的成功保证系数而言，资产的质量难以保证再融资的成功。第二，增发价格绝对不存在调和的解决途径。在向非流通股东再融资后，国有股东就不能以国有股的价格购买增发的股份，新的价格以公司新的净资产为基础，在向流通股股东再融资后，公司的每股净资产明显增加，提高了非流通控股股东的购买定向增发股份的成本，无法实现增加国有股的每股净资产的目标。

两者的顺序含有机关，绝对不能颠倒。

就实际的情况而言，在中国证券市场上，几乎没有出现过增发非流通的国有法人股的先例。此前，在武钢股份定向增发方案和 TCL 吸收合并方案中，涉及的两个定向增发，都提出了发行流通股以稀释国有股比例的计划，方案获得顺利通过。

证监会为什么要批准非流通的国有法人股的定向增发？获得批准需要一个完美无缺的理由。

其三，“中国重汽”有没有整体上市的资格？“ST 小鸭”的重组虽被称为“资产重组”，但从实质上看，这与“中国重汽”的全新上市并没有不同。

《公司法》规定，股份有限公司 IPO 的条件必须满足“开业时间在 3 年以上，最近 3 年连续盈利，其主要发起人为国有大中型企业的要求”。“中国重汽”在 2001 年 1 月才改制成为国有独资公司；拟置入的资产 2001 年度亏损 3184 万元。如果按照《公司法》的规定，至少要等到 2005 年才具备上市资格①。

① 当时“资产换股份”的时间是 2004 年。

另外，根据公告，截至2002年12月31日，“中国重汽”的资产总额为86.8亿元，负债总额为78.7亿元，负债率高达90.75%，明显高于IPO所要求的资产负债率①。设想一下，在这种财务条件下，如果“中国重汽”直接申请IPO，根本就不能满足IPO的基本硬性条件，将肯定不能获得证监会批准和通过。

其四，在资产评估中如何保证上市公司利益？拟置出的“ST小鸭”的账面净资产为29836万元，评估值为37946万元。拟置入的“中国重汽”的账面净资产为29468元，评估值为39023万元，差价1076万元，在交割日后，作为“小鸭电器”对“中国重汽”的负债②。

“ST小鸭”资产的评估增值率为26.85%，“中国重汽”资产的评估增值率为32.4%③。

“ST小鸭”电器类资产连年亏损，竟然评估增值8032万元，净资产增值率达到26.85%④。

根据模拟资产负债表，2003年4月30日，拟置入资产的资产负债率高达80%以上。同时，存货余额高达4.8亿元，约占总资产的40%。存货余额过大，不仅占用了大量的流动资金，而且存在跌价风险。

在资产评估中，资产置入和置出方的资产都大幅评估增值的同时，谁受到了利益损害？它究竟存在什么样的作用呢？

⑤方案的成本收益问题

然而，这个受到各方股东期待的“以股份置换资产”方案却被意外中止。

2004年11月2日，公司称：“因部分中小股东包括基金来函、来电指出，2003年12月29日公司股东大会决议通过的《公司关于重组后以股份换资产的实施预案》，存在诸多不确定性风险。如果实施，将会影响公司的股权结构，摊薄每股收益，不利于保护中小股东的利益。公司董事会在充分考虑中小股东意见的基础上，将《中止〈公司关于重组后以股份换资产的实施预案〉的议案》提交股东大会审议。”公告所言的股东大会，拟定于2004年12月2日进行。⑤

到底是谁，又出于什么理由反对这个方案呢？

在“ST重汽”恢复上市前后，多家基金和券商的研究员都曾对它进行调

---

①⑤ 朱晓瑾：“＊ST重汽重组波折　以股份置换资产方案被叫停”，《证券市场周刊》，2004年11月15日。

②③④ 谢姝：“四问重组方案　中国重汽重组ST小鸭难逃四诘”，《财经时报》，2003年12月8日。

研。并且认为，“ST 重汽”的经营状况良好，行业背景较好，股价基本反映了公司的投资价值，鲜有对“以股份置换资产”方案的反对意见。

“ST 重汽”的第二步重组出现迟滞和反对意见，与方案设计有关，主要是公司的财务方案没有实现“共赢”，没有恰当地平衡各方利益主体的利益。

其一，价格问题。“以股份置换资产”方案存在一些障碍和不可行性，主要问题在于公司每股净资产和股票市价相差悬殊，无法实现非流通股和流通股的利益平衡。一个成功重组的关键问题是价格的设计，在中国股权分置背景下，没有人能够轻松地求解这个难题。

“ST 重汽”“以股份置换资产”的价格，是参照截至 2003 年 12 月 31 日公司每股净资产的数额确定，但是不得低于 1.00 元/股。

2003 年年末，“ST 重汽”的每股净资产为 0.82 元/股，那么置换价格将执行 1.00 元/股。而“ST 重汽”当时的股价在 10 元左右，相差近 10 倍。

按照有关国有资产收购办法，收购价格为每股净资产的 100% ~ 110%。即便按公司实施计划时的每股净资 1.30 元计算，取其上限 110%，可能被国资委批准的价格也仅为 1.43 元/股①。

这意味着，每股股份，非流通股股东最高付出 1.43 元，而流通股股东则需支付 10 元。这个显然有失公允的方案，流通股股东不可能接受，证监会亦不可能批准。

其二，股份问题。如果实施“以股份置换资产”方案，控股股东“中国重汽”所能取得的股份数量，将按照拟置入资产经评估的净资产额，除以“以股份置换资产”的价格确定。

《公司法》第 152 条规定，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，其向社会公开发行股份的比例为 15% 以上。

公司公告称，根据《公司法》第 152 条的规定，并结合“ST 重汽”流通股的数量，“以股份置换资产”实施后，“ST 重汽”的总股本数量不能超过 6 亿股。

照此测算，用于置换资产支付对价的股份数量最多不能超过 34602.5 万股。但是，按照原方案实施则明显会超过这一数量，在股份数量上存在瓶颈约束。

⑥监管问题

“ST 重汽”的非流通股的定向增发，获得证券监管部门批准的希望在于《公司法》中缺乏对公司重组情况下的具体规定。在《公司法》中，有关新股发行的规定是，在原有公司资产的框架下，以融资为目的的公开发行行为。对

① 谢姝：“四问重组方案　中国重汽重组 ST 小鸭难逃四诘”，《财经时报》，2003 年 12 月 8 日。

于上市公司“净壳模式”重组、向特定投资者定向增发新股的情况，并没有明确具体的规定。以资产置换为核心的整个重组方案，能否得到监管部门的理解、支持是方案能否实施的关键。换言之，法律制度如果没有明确规定，金融创新能够得到批准，其自由裁量权掌握在监管部门，关键就是能否得到监管部门的支持。

⑦一个可能的替代方案

在以定向增发的办法将“中国重汽”的车桥等资产注入“ST 重汽”遇阻以后，市场曾有“‘中国重汽’将车桥等资产可能效仿‘潍柴动力’（一家由中国重汽控股的在香港上市的公司）在香港单独上市”的传言。潍柴动力是中国重汽的孙公司，中国重汽间接持股 23.53%。

在“ST 重汽”的关联交易中，数额最大的关联交易是对“潍柴动力”发动机的采购数额。在 2004 年 1～4 月间，这项采购数额占到“ST 重汽”主营业务成本的 20.24%。居于“ST 重汽”关联交易第二位的，是与控股股东“中国重汽”发生的车桥采购业务①。

“ST 重汽”无法实施核心的“以股份置换资产”方案，是流通股股东和非流通股股东之间利益不能调和的结果，是股权分置市场所不可避免的结果。但是，“中国重汽”的资本市场运营还需继续进行。那么，怎么进行？办法有两个，一是调整原来的方案，控股股东作出一定的让步，满足流通股股东的要求；二是在香港单独上市。在两个办法之间，“中国重汽”倾向于选择哪一个呢？

“中国重汽”选择“调整方案”的困难在于，一是无法确定流通股股东所要求的最低补偿，如果补偿过大，非流通股股东的成本就非常高，如果补偿太小，流通股股东就不同意；二是，如果再在香港单独上市，“ST 重汽”的关联交易高达 78.9%，难以获得证监会的批准；三是，“中国重汽”在重组当初曾有“分两步重组”的承诺，如果不将车桥等资产纳入上市公司，单独在香港上市，将有违当初的承诺；四是，单独在香港上市，以资产置换为核心的整个方案就无法实施，后续目标就不能实现，丧失了“买壳上市”的意义。

“中国重汽”选择“单独在香港上市”的困难在于，一是政府的阻扰，从企业发展的背景来看，“中国重汽”从当初的一个濒临破产的企业发展到一个具有良好经济效益的大型企业，中央和地方政府都倾注了大量精力和心血，不

① 朱晓璀：“＊ST 重汽重组波折　以股份置换资产方案被叫停”，《证券市场周刊》，2004 年 11 月 15 日。

会轻易让其放弃A股市场，这是一个政治经济方面的原因；二是，当初，仅仅因为“ST小鸭”的“壳”规模太小，车桥等资产无法置入，才有了上市与非上市部分的分别。但是，二者之间不可避免地存在着大量的关联交易。在此情况下，如果将车桥等资产在香港单独上市，巨大的关联交易，使得控股股东“中国重汽”难以平衡A股和H股流通股之间的利益。

或许，还有其他的途径予以平衡非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡，从理论上讲，我们倾向于选择“调整方案”。

从收购“ST小鸭”实施资产置换的买壳上市，到“ST重汽”反反复复的重组，到核心资产的分拆上市，再到集团核心资产的整体上市，虽然“中国重汽”涉足资本市场的时日尚短，但是技法老道，可谓“年少有为”，成为资本市场运营的一颗新星。究竟是实实在在的资本市场运营，还是资本市场的投机，最后的结局如何，时间将给出最终答案。

4. 证券资产实体化：IPO的一个逻辑分析框架

证券资产实体化的可能路径

证券资产实体化是以证券资产换得实体资产，是资产实体化中的一个转换形式。事实上，证券资产实体化的形式非常丰富，应用非常广泛，主要有企业发行普通债券、发行优先股、配股和增发等。另外，还包括私募性质的债权或者股票，它们都是证券资产实体化的过程。但是，需要注意的是，在转换过程中，其中经过了现金化的过程，即证券资产——现金化——最终实现实体化。

在中国的金融市场中，发行普通企业债券、优先股、配股或者增发受到监管部门的严格监管。在发行债券、股票的过程中，需要满足一定的法律条件，并遵循一定的法律程序。另外，发行债权或者股票还需要与市场和经济条件一致。

无论是发行债券、股票，还是配股、增发，IPO的法律条件、程序、经济条件和过程与其他的转换形式基本一致。在本节中，以IPO为例，分析证券资产如何最终实现实体化的过程。需要注意的是，这是一个如何转换的问题，而

不是为什么选择这个转换的问题。前提假设是，一个企业已经知道它需要进行IPO，需要解决的问题是怎样进行IPO。

在理论框架中，IPO是证券资产实体化的过程，是一种主要和流行的资本市场运营形式之一。与一般的理论体系和思维方式不同，在进行IPO决策时，决策者如何进行思维和分析问题是组织内容的决定力量。基于此种考虑，IPO首先考虑的是制度约束条件，如果制度约束不允许进行IPO的市场运作，就不存在后续的其他问题；如果制度约束允许，那么决策者必须明白IPO的价值创造过程，即进行IPO的经济理由，否则，IPO就可能偏离目标，IPO本身并不是目的，目的在于IPO过程中的价值创造，最后才是IPO过程中的具体决策问题。前两个阶段是战略决策，后一个阶段是战术决策。IPO的决策者必须清楚决策的顺序和决策的核心内容（图3.3）。

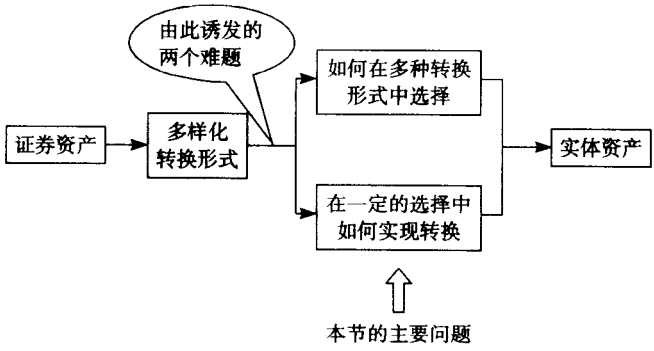


图3.3　证券资产实体化的框架图

IPO的制度约束

IPO的过程一般都伴随上市过程，但是，需要将两者区分开来。IPO是首次公开募股，上市是股份有限公司在证券交易所交易，两者存在密切的联系，但是，并不是不可分割。

TCL集团在整体上市之后，曾经分拆移动业务在香港上市，最初的决定是IPO同时上市，后来由于各种原因，TCL集团放弃了分拆子公司的IPO，而只是“介绍上市”，即没有IPO的公司决定在证券交易所上市交易公司的股票，其目的是增强公司股票的流动性。

因此，IPO的制度约束包括发行过程中的法律制度和上市规则两个方面。从一定意义上讲，IPO首先是一个法律问题，然后才是一个经济问题。

①IPO 的制度前提：股份有限公司

在 IPO 的法律制度中，最重要的部分就是《公司法》等一系列法律对公司的设立、解散、破产、重组等一系列行为的约束，与 IPO 有关的制度主要是股份有限公司的有关规定。

股份公司是股份制企业的典型组织形式，是指通过发行股票把分散的资金筹集起来用以从事工商经营的经济组织。按照形式和内涵，股份公司可以分为多种类型。按照集资方式的不同，可以分为公开招股公司和非公开招股公司；按股东所负责任的不同，可以分为无限责任公司、有限责任公司、两合公司和股份有限公司。

在众多股份公司中，最重要、最普遍、最有代表性、与 IPO 有关的企业组织制度是股份有限公司。

股份有限公司是通过发行股票集资，由一定数量的股东按照规定的法律程序组建的以盈利为目的的公司，股份有限公司具有以下特征。

股份有限公司是通过发行股票集资，资本总额分为等额的股份。公司设立所需的资本总额必须达到由法律限定或者主管部门核定的最低限额，其资本必须分为等额的股份，股份有限公司实行股权平等的原则，股东按照持股比例享受权利，承担义务，一股一权，一权一责一利，同股同利同风险。

股份有限公司的股东具有有限责任。股东对公司的经营负担有限责任，就是以其认购的股份数额为限，对公司的债务承担有限责任。在公司破产或者解散进行清算时，公司债权人只能对公司的资产提出要求，股东的其他财产与此无关。

股份有限公司是一个独立的公司法人。股份有限公司按照一定的法律程序成立，具有自己的组织、章程，拥有自己独立的资产，有自己的权利并承担义务，可以以自己的法人资格取得资产，并以公司本身的全部资产承担其所负债务、签订合同、履行民事权利和义务。

股份有限公司实行财务公开原则。各国公司法一般规定，股份有限公司必须定期公布其财务和经营状况，股份有限公司需要按照规定定期公布年度报告和有关财务报表，其中主要包括：经营报告书、资产负债表、损益表、盈余分配表、财产目录等，以便社会公众了解和监督，有利于保护股东和债权人的利益。

股份有限公司的股票可以自由转让，具有流通性。股东认购股票，不能中途退股，保证了公司资产的独立性、法人资格的独立性、资产的完整性和经营的连续性。尽管股东不能退股，但是股东有权自由转让和买卖股票，证券交易所就是为了方便股东转让和买卖股票而成立的市场。股东认购了公司的股票，

可以作为股东行使股权。股东是股票的持有者，他的所有权集中体现在股票上，随着股票的转移而转移，任何人都可以购买股票而成为股东。

股份有限公司的股权具有分散性、多元性。股份有限公司通过发行股票筹集资本，把分散的资本集中起来进行经营，股权是分散的，多元的。公司不属于个别人，而是属于整个联合经营的所有者整体。

在经济学的意义上，股份有限公司是资本的所有权和经营权相分离的产物，公司治理、所有权与经营权的分离、委托代理都是主要以公司为研究对象和研究载体。

那么，怎么建立一个股份有限公司呢？

股份有限公司存在两种设立形式：一种是发起设立；另一种是募集设立。发起设立一般与私募有关，而募集设立与 IPO 有关。公司如果选择设立和上市，一般采取募集设立的方式。另外，大量募集资金的股份有限公司亦需要采取募集设立的方式。两种设立方式存在不同的设立程序。

发起设立是指发起人自行认足第一次应发行的股份，无须公开招募，而公司即行设立。每个发起人认购的股份数额一般按照发起人之间的合伙契约确定。由于最初的股东都是发起人，故公司最初的董事、监事的选任及其成立的手续，只有发起人能够参与，发起设立的程序简单，通常比较适合较小的公司。

募集设立，又称招股设立，指发起人认领第一次发行股份的一部分，其余部分向社会公众募集，待募足后，并经召集成立会后，以决议的方式设立公司。每一位发起人至少需要认购一股或者达到法律设定的一定比例。募集的对象一般为非特定的社会公众，亦可用通知单对特定的人群招募，称为特定募集。

股份公司的设立，必须遵守法定的程序。

在发起设立程序中，《公司法》规定，发起设立股份有限公司必须根据以下程序进行。

发起人认购公司应发行的全部股份。发起人在进行创立公司的活动时，首先需要确定公司的资本总额是多少以及资本总额划分为多少股份、每一股份的金额是多少。每一个发起人都应当以书面的方式承诺自己将要购买多少股份，并且所有发起人所承诺购买股份的总和应当等于公司应发行的全部股份。如果所有发起人所承诺购买股份的总和小于公司应发行的全部股份，应当改变所确定的公司资本总额或者以募集方式设立，如果所有发起人所承诺购买股份的总和大于公司应发行的全部股份，应当改变所确立的资本总额，使之与发起人认购的股份总数一致。

发起人缴纳股款。发起人在认购股份后，应当缴纳他所认购股份的全部金额。发起人以货币出资时，应当缴付现金。发起人以货币以外的其他财产或者权利出资时，必须对这些财产评估作价，以抵作股款，并且应当依法办理转移财产权的法定手续，将财产权由发起人转归公司所有。

选举公司的董事会和监事会成员。发起人在交付全部出资以后，应当选举出公司的董事和监事，组成公司的董事会和监事会。选任公司的董事和监事至少应当有代表股份总数半数以上的发起人同意，方能有效。

申请设立登记。发起人在交付全部出资并选举董事会和监事会后，应当由董事会依法向国家工商行政管理局或者地方工商行政管理局提出申请，并报送有关文件以登记注册。在申请设立登记时，发起人报送的文件包括登记申请书、国务院授权的部门或者省级人民政府批准文件、公司章程、验资证明等，公司登记机关对发起人报送的文件进行审查，对符合法定条件的，予以登记，并颁发《企业法人营业执照》。

公告。自领取《企业法人营业执照》时起，公司即告成立，公司应当依法进行公告。

在募集设立程序中，《公司法》规定，募集设立股份有限公司的程序分为以下几个步骤。

发起人认购法定数额的股份。发起人在确定公司的资本总额及股份总数后应当承诺购买一定数额的股份，所有发起人承诺购买的股份数额必须达到公司股份总数的35%。

公开募集股份。在发起人认购一定数额的股份后，其余股份应向社会公开募集，发起人在向社会公开募集股份时，必须依法经国务院证券管理部门批准，并公告招股说明书，由依法批准设立的证券经营机构承销、代销，由社会公众认股。

缴纳股款。发起人及社会公众认购股份后应当依法交纳自己所认购股份的全部股款。以实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资时，发起人必须对这些财产或者权利进行评估作价，以抵作股款，并且应当依法办理转移财产的法定手续。发起人以货币出资时，应当向代收股款的银行缴纳股款。其他认股人，在缴纳自己所认购股份时，应当向代收股款的银行缴纳股款。

举行创立大会。在股款缴足后，发起人应当依法召开创立大会，选举产生公司的董事和监事，组成公司的董事会和监事会。

申请设立登记。董事会应当依法向公司登记机关申请设立登记，公司登记机关对符合法定条件的予以登记，颁发《企业法人营业执照》

公告。自领取《企业法人营业执照》时起，公司即告成立，公司应当依法进行公告。

在中国的企业组织结构中，存在大量的国有企业。而国有企业如何按照《公司法》的规定和要求改造成为一个股份制公司是一个关键问题。

那么，国有企业如何改制成为一个股份有限公司？从实质上讲，国有企业改制成为一个股份有限公司的过程是一个界定产权的过程，是一个明确产权归属的问题，无论产权是属于集体、国家还是个人。

基于与原有的产权结构相容的原因，根据国有企业股份的性质，将其划分为国有股、集体股和个人股。每种类型的股份在设置、转让等方面存在不同的政策限制和约束。

中国传统的国有企业的财产制度是一种国有独资经营的企业财产制度，显然不符合现代企业制度的要求。在国有企业的股份制改造中，首先必须突破的是传统的企业财产制度，明确企业的产权，从而明确国家和企业的经济关系，明确企业的责、权、利关系，使企业财产关系具体化。

明确企业产权的前提是，需要理清企业原始产权的归属，并通过划分股份、发行股票等方式将其改造或者转换为股权。在划分股权后，股权的所有者均为股份制企业的股东。国家只能作为国家股权的股东，执行股东职能，间接管理企业，不再直接干预企业的行为，企业成为真正独立自主的经济实体。在一般国有企业的股份制改造中，股份可以划分为国家股、集体股和个人股。

国家股的设置。在国有企业的股份制改造中，首先是将国有企业的国有资产转换为国有股份资金设置国有股。在改造中，需要维护国有财产不受侵害，不能以任何形式变相侵占国有财产。在国有企业股份制改造后，国有股应该占主导地位。但是，国家不是股份制企业资产的唯一所有者和投资者，国有股占主导地位是以整个全民所有制经济社会而言，具体到每一个实行改造的国有企业，则不必绝对要求达到这个程度。在股份制企业中，国家股所占比例大小应根据国有企业在国民经济中地位的重要性及股权的分散程度来确定。在股份制改造中，国有资产存量转换为国家股的基本途径和步骤一般是：一是对原国有企业的资产进行清理，一般包括国有资产和企业自有资产两个部分；二是企业的资产评估，在资产清理基础上，对企业的有形资产、无形资产、企业长期债券、股票、专项资产等进行资产评估；三是确立产权，划分股份，基本上以不同资产来源作为依据，贯彻谁投资产权就归谁的原则，然后将企业国有资产价值折成股份。这样，原企业的国有资产就转换为国有股。

集体股的设置。股份制企业的集体股可以分为两种：一种是企业职工集体

股，它是由实行股份制改造之前本企业的自有资金形成的股权；另一种是社会单位集体股，它是由本企业以外，即社会上其他企事业单位以有权支配的资金投资入股形成的股份。一般分为企业法人股和事业法人股。

个人股的设置。在国有企业股份制改造中，还可以吸收本企业职工和本企业以外的国内外居民的个人投资，设置个人股，前者称为企业职工个人股，后者称为社会居民个人股。个人股的设置促使原来国有企业一元性财产制度转变为多元性财产制度。

国有企业通过财产制度的改造，使产权清晰化，完成了企业产权结构的更新组合。通过划分产权，将企业法人产权集中于股东，将经营权集中于经理，以建立现代企业制度，促使企业走向市场，并承担经营风险和财产责任风险。

②IPO 中“募集设立”的悖论

IPO 中的“募集设立”悖论是指公司募集设立程序和《公司法》有关定价的内容相矛盾的地方。“股权割裂”或者“股权分置”是中国资本市场的一个有趣现象，许多问题都是股权分置造成的后果，例如招商银行的百亿转债事件和宝钢股份的增发事件。

出人意料的是，在 IPO 过程中，亦曾发生过“股权割裂”或者“股权分置”的问题。

问题还要从 1998 年 8 月 5 日中国证监会发行部的一个电话说起。1998 年 8 月 5 日，投资银行都接到了一个来自证监会发行部的“电话通知”。“通知”明确提出，“为了进一步提高上市公司的质量，今后在股票发行工作中将实行‘先改制运行，后发行上市’的做法，……”；其“适用范围”是“凡 1998 年 8 月 5 日以前未报送正式申报材料的企业，一律先改制，注册成立股份有限公司或者有限责任公司，然后方可提出发行股票的正式申请。”同时，“通知”明确提出了诸如“管理独立，禁止‘两块牌子，一套人马’”等措施，为以后的“三分开、五独立”进行了事前的政策铺垫和准备工作。

表面上，“8·5 电话通知”解决的问题是规范上市公司的运作，提高上市公司的质量，抑或减轻市场“扩容”压力。但是，实际的问题是，在这之前的 IPO 存在一个重大的法律问题。

根据《公司法》第七十四条的规定，“股份有限公司的设立，可以采取发起设立或者募集设立的方式。”在第七十五条中规定，“国有企业改制为股份有限公司的，发起人可以少于五人，但应当采取募集设立方式。”

《公司法》的第七十四条更是明确规定，“募集设立，是指由发起人认购

公司应发行股份的一部分，其余部分向社会公开募集而设立公司。”

换言之，“准备”采用“募集设立”方式设立的股份有限公司，在向“社会公开募集”股份（IPO之前），并非是一个具有真正法律意义的股份有限公司，顶多是在工商局预先核准了公司名称而已，这是问题的核心所在。

但是，在1994年7月1日《公司法》正式施行到“8·5通知”之前，确实存在一部分企业，严格地说只有大中型国有企业，其“股份有限公司”的设立，是在IPO之后。

1999年2月8日，证监会办公厅向各地证管办、两大交易所下发了《关于对拟公开发行股票公司改制运行情况进行调查的通知》（证监发［1999］4号，简称“4号文”）。“4号文”规定，“从1999年开始，国有企业和有限责任公司必须改制成规范化的股份有限公司并运行一年以后方可申请公开发行股票。”这就是说，虽然“8·5通知”规定了拟上市企业必须“先改制，注册成立股份有限公司或者有限责任公司，然后方可提出发行股票的正式申请”，在进行IPO时，如果没有注册成为股份有限公司，还可以注册成为“有限责任”公司，但是，“4号文”否定了这种可能。从此之后，凡进行IPO的企业，都是已经“发起设立”一年以上的股份有限公司，IPO已形同非上市的股份有限公司的增发，IPO中的“募集设立”已经没了踪影。

为什么要这么进行？因为这种IPO“天生就违法”。

2002年12月17日，一篇题为《全流通改造——纠千余家上市公司违法发行行为》的文章在某经济时报刊出，随后被各大媒体转载。该文称“相对（一级市场）社会公众股股东平均6元多的认股价，非流通股股东的资产的认股价却只有1元左右，这一点完全违背《公司法》第一百三十条的规定。”

《公司法》第一百三十条的规定是，“同次发行的股票，每股的发行条件和价格应当相同。”

“同次发行”的前提条件，将使由“同股不同价”演变而来的“股权割裂”失去它的法律依据。按照以募集方式设立股份有限公司的法定程序，大中型国有企业在改制之前不是一个独立的公司，在公开募股之后才能成为一个股份有限公司。换言之，非流通股东的认购和社会公众股东的认购是一个股份有限公司的“同次发行”，但是，“同股不同价”，明显违背《公司法》的规定。

同理，如果是采用“发起设立”后再进行IPO的公司，由于IPO与公司发起人设立股份公司时的股票发行不属“同次”，发起人的每股出资与公众投资者有所不同就不违反《公司法》的规定。

备受关注的“以股抵债”的电广传媒，就是一个“募集设立”的案例。如果按照《公司法》第一百三十条“同次发行，同股同价”的规定，大股东以其IPO时同样的发行价9.18元，而不是每股1.37元折股，即使考虑上市几年来送转股本的复权因素，大股东能够用以“抵债”的股份不过是4054.6余万股，远远小于计划“抵债”的7542.1万股。换言之，如果还原历史原貌，该公司的“以股抵债”计划将根本无法实施。

但是，另一个严重的问题是，在“千余家”上市公司的IPO中，究竟有多少家是违反了《公司法》第一百三十条而形成了人所诟病的“同次发行，同股不同价”就不得而知了①。

③IPO制度的继续：公司上市的标准

证券交易所是一个提供证券交易服务的机构或者公司，不同的交易所之间也存在竞争，以谋求最大化利润。它所提供的服务质量，不仅在于交易的灵活性、稳定性、便利性和准确性，还在于它提供的交易对象的“信誉和质量”，所以证券交易所制定了“上市的标准”，是市场竞争的结果，而不是人为的任意规定。

股份有限公司在IPO后一般会选择上市，虽然上市的前提并不一定是IPO。例如，香港联合交易所就存在介绍上市的情形，它就是没有IPO的一种上市形式。在IPO和公司上市之间没有必然的联系。但是，实践表明，公司在IPO后一般选择上市交易。

怎样才能上市呢？

首先是一个股份有限公司，其次公司上市还须满足一定的条件，它与股份有限公司设立的条件不同。不同的证券交易所在上市条件方面存在一定的差异和不同。

上市条件又称上市标准，是证券交易所对申请上市公司提出的各个方面的具体要求，只有符合条件的公司，才有条件向证券交易所提出上市申请。上市标准一般包括两个方面：一是建立一套指标体系；二是规定在各个指标上申请公司应该满足的最低要求。

虽然各个证券交易所具体指标的选定和要求满足的最低标准有所不同，但是这些标准和指标大致可以归纳为四个方面：业绩和业务、股本和股东、公司治理结构和信息披露。其中，前两个方面容易量化，申请公司必须在已经满足这些刚性指标的最低要求时才能被交易所考虑是否被接纳，允许上市交易。后

① 陈升：“天生违法？IPO的‘募集设立’遗患”，《证券市场周刊》，2004年11月8日。

两个方面相对而言侧重于定性而非定量，更注重于申请公司作出承诺而非现在满足，所以，可以把前两个考察方面称为硬性条件，后两个方面称为软性条件。但是，硬性条件和软性条件的划分并不是绝对的。当前存在的一个趋势是，对于硬性条件，证券交易所正在通过放松最低要求或者予以豁免来扩充上市资源；而软性条件则存在硬性化的倾向，证券交易所正通过加强软性条件的执行来规范候选的上市公司的运作，以提高公司上市后的质量，图3.4归纳了上市考察指标体系。

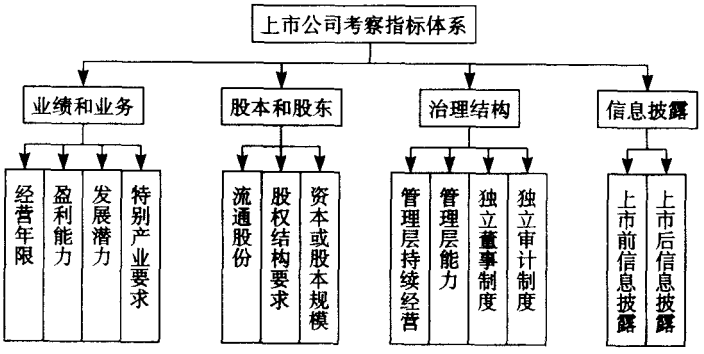


图3.4　上市公司的考察指标体系框架图

其一，公司的业绩和业务。在上市公司的上市标准中，业绩和业务是最为重要的指标之一。提出这套指标体系，一是确定申请上市的公司经营状况良好，能够稳定经营或者具有发展潜力；二是确定申请公司具备一定的信誉，能够取信于投资者。在这两个方面，证券交易所提出了具体的、可以量化的刚性要求，具体指标包括经营年限、盈利能力、发展潜力、特殊产业的特殊要求。

在经营年限方面，持续经营是公司上市时必须达到的状态，在绝大多数情况下，证券交易所都要求申请上市的公司已经具备若干年的营业记录和业绩记录。

在盈利能力方面，盈利能力越强，投资者的信心越足，发行公司就能以更高的价格发行新股和上市后继续增资发行，而证券交易所亦能保证发行公司上市后吸引广大投资者的介入，形成足够的交易市场，为投资者的利益提供保障。大多数证券交易所对申请公司的盈利能力设定了两个考察指标：一个是过去几年（多为过去3年）所达到的盈利总额；另一个是最近一年必须达到的盈利水平。证券交易所一般采取税前利润作为盈利。表3.2归纳了部分证券交易所对申请公司盈利能力的要求。

表 3.2　　部分证券交易所对申请公司盈利能力的要求

	过去几年的盈利总额要求	最近一年的盈利水平要求
纽约证券交易所	3 年累计税前利润达到 650 万美元	税前利润达到 450 万美元
东京证券交易所	3 年累计税前利润达 6 亿日元，前两年均不低于 1 亿日元	税前利润达 4 亿日元
香港联合交易所	前 2 年股东应占盈利达 3000 万港元	股东应占盈利达 2000 万港元

在发展潜力方面，证券市场的发展潜力主要来自高成长的新兴公司，但这些高成长的新兴公司要么是盈利能力不足，要么是成立时间太短，导致它们并不符合正规的、严格的上市标准，被排除在证券交易市场之外。进入 20 世纪 90 年代以来，为了增强竞争能力，一些传统的证券交易所也开始注重申请企业的发展潜力。例如，东京证券交易所对新兴类公司大幅度降低上市条件，对这类公司盈利能力的要求从每股 15 日元降低到每股 10 日元。

在避免同业竞争方面，每一个证券交易所在上市条件中一般规定，同一家意欲上市公司的股东不能与该上市公司形成同业竞争关系，以避免关联交易和利益输送。避免同业竞争是意欲上市公司在设计公司组织结构时需要重点考虑的一个因素，许多意欲上市公司不能上市的一个关键因素就是不能恰当地处理同业竞争之间的关系。

在特别产业的特别要求方面，对某些特殊产业，例如银行、保险、采矿、炼油、基建等产业，许多证券交易所采取了特殊处理的方式。一方面，证券交易所对这些特殊产业提供豁免；另一方面，证券交易所又会对特殊产业提供附加的上市条件。

其二，股本和股东。从股本和股东两个方面提出要求，证券交易所有以下考虑：一是保证申请公司有足够的规模；二是申请上市后能够形成必要的流动性；三是防止上市公司完全为大股东和内部人所操纵。这两个方面的具体指标包括流通股份、股权结构要求、资产或者资本规模。

在流通股份方面，为了体现上市公司作为公众公司的特征，证券交易所会对申请上市的公司提出流通股份所占比例和公众投资者数量的要求，例如，伦敦、香港、新加坡证券交易所均要求上市公司拥有 25% 以上的公众流通股份。

在股权结构要求上，同股同权是股份构造的重要原则，同股同权主要表现在两个方面：第一，同样性质的股份，一股拥有一票的否决权和投票权；第二，同样性质的股份，原则上都必须能够上市流通。当然，这只是一般原则，有些证券交易根据情况需要，亦会放松这方面的要求。

在资产或者资本规模方面，资产或者资本规模的大小是一个公司实力是否雄厚的基本标志，为了防止无本经营的公司上市损害投资者的利益，亦为保证市场必要的流动性，世界上绝大多数证券交易所对上市公司的资产规模或者股本规模都作出了一定的规定和限制。

其三，公司治理结构。公司治理结构不仅关系到上市公司的管理能力和业绩表现，而且关系到广大投资者利益能不能得到切实的保护。各个证券交易所对上市公司和申请上市公司的治理结构要求，有的体现在证券交易所的上市规则中，有的则体现在政府颁布的证券交易法或者新的法规中，主要包括管理层的持续性、管理层的能力、独立董事制度、独立审计制度。

在管理层的持续性方面，为了保证管理人员的连续性，各个证券交易所主要从两个方面采取措施：第一，要求管理层的核心人员保持稳定，例如，伦敦证券交易所在考察是否接纳公司上市申请时，其中一个考察条件是，申请公司的董事会或者高级管理层必须是三年前介入公司运作或者是对集团主业管理负责的人员；第二，一定期限内锁定管理层所持有的股份。

在管理能力方面，虽然公司的业绩已经能从一个侧面表明上市公司管理层的能力，但是大多数证券交易所还是专门对申请公司的管理层提出胜任能力的要求，特别是专业性较强的特殊产业的公司和新近更换管理层的公司，证券交易所更是对公司管理层的专业水平和能力提出较高的要求。

在独立董事制度方面，独立董事在上市公司董事会中占据大部分席位，是在成熟的证券交易所中司空见惯的事情。证券交易所要求上市公司有独立董事，其主要原因是外部董事较少为公司内部利益所牵制，能够有效防止上市公司出现内部人控制现象。

在独立审计制度方面，为了保证财务数据和信息披露的真实性、准确性和完整性，一方面上市公司的年度报告要经过具有执业资格的会计师的审计，另一方面公司需要设立审计委员会加强内部审计。但是，即使是内部审计，亦要保证相对的独立性，以确保公允，避免误导或者欺诈投资者。

其四，信息披露。公司作出信息披露时应当遵循三大原则：第一，完整、准确、及时地披露财务报表以及其他对投资者的决策有重大意义的信息；第二，公司所有股东都应受到公平和同等的待遇；第三，会计和审计标准尽可能采用高标准的国际公认准则。

④上市规则上的障碍：中国银行和中国建设银行

中国银行和中国建设银行意欲在香港联合交易所（简称“联交所”）上市。那么怎么才能实现上市呢？它们都是股份有限公司，还需满足香港联交所的上市

规则。本来是一个简单的问题，在中国却成为一个复杂的事情。

它们面临的主要问题是，上市规则方面的“避免同业竞争”的限制。按照香港联交所的上市规则，上市公司的控股股东应该避免同时控制的两个或者两个以上的上市公司之间存在同业竞争关系。克服、规避这个限制成为中国银行和中国建设银行在香港联交所上市的首要前提。

2004 年 3 月 7 日，中国人民银行行长周小川曾经表示，中国银行和中国建设银行将要上市，两家银行在公司治理、财务调整、内控制度等一系列方面进行了内部改革，同时需要解决一些因上市而引发的“同业竞争”问题，由此点出了在满足上市规则方面存在的主要障碍。

香港是两家银行的上市地点。但是，按照香港交易所《上市规则》的有关规定，中国银行和中国建设银行都无法完全满足在香港上市“避免同业竞争”的要求——“如新申请人的控股股东除在新申请人业务占有权益外，也在另一业务中占有权益，而该业务直接或间接与新申请人的业务构成竞争或可能构成竞争，以致控股股东与新申请人的全体股东在该业务利益上有所冲突，则本交易所可视新申请人为不适合上市。”

汇金公司是中国银行的唯一股东，并且持有中国建设银行 85.228% 的股份，是两家银行的控股股东，而中国银行和中国建设银行的业务具有同业竞争性，两家银行在香港上市遇到了“避免同业竞争”的制度难题。

但是，在香港上市，存在豁免条款。香港对来自中国大陆的发行人特别规定了一条豁免条款，那就是如果控股股东是中国政府机关，就可以得到豁免，允许在香港上市。

按照香港交易所《上市规则》的界定，“控股股东”指在新申请人的股东大会上有权行使或者控制行使 30% 或者 30% 以上投票权的股东或者其他人士（一名或者一组人士），或有能力控制组成新申请人董事会的大部分成员的股东或者其他人士（一名或者一组人士）。

针对新申请人是中国发行人的情况，香港交易所还特别规定，就上述规则而言，香港联交所一般不认为“中国政府机关”是中国发行人的“控股股东”。

但是，由此产生了一个问题，“汇金公司”是不是政府机关呢？如果汇金公司是一个政府机关，所有的问题都迎刃而解；如果汇金公司不是一个政府机关，那又应该怎么办？

那么，汇金公司是不是香港联交所眼中的“中国政府机关”呢？

《上市规则》定义了三种类型的“中国政府机关”——中国中央政府，包括国务院、国家部委、国务院直属机构、国务院办事机构、直属国务院的事业单位

及国家部委代管局；中国省级政府，包括省、直辖市和自治区政府，连同它们各自的行政机关、代理处及机构；中国省级政府下一级的中国地方政府，包括区、市和县政府，连同它们各自的行政机关、代理处及机构。香港联交所还特别说明，“中国政府机关”包括但不限于以上三种类型。

显然，汇金公司肯定不在上述三类“中国政府机关”之列。而且，在这个定义的附注中，香港联交所又对“中国政府机关”作了更明确的界定：“为清晰起见，在中国政府辖下从事商业经营或者营运另一商业实体的实体列为例外，因而不包括在上述的定义范围内。”

这条规定能否将汇金公司完全排除在“中国政府机关”的定义之外呢？从汇金公司的自身情况来看，谢平辞去中国人民银行金融稳定局局长，出任专职的汇金公司总经理，被外界看做是汇金公司由“虚”转“实”的标志，汇金公司由此距离政府机关就越来越远了①。

不管如何，处理好“同业竞争问题”是中国银行和中国建设银行在香港上市的首要前提。不过问题怎么解决，所折射出来的问题却颇值得思考。归根到底，问题不是出在定义上，而是规定避免同业竞争的目的上，不能以定义取代目的。

选择 IPO 的经济理由

“存在即合理”，虽然听起来似乎合理，但是它既不能说明制度变迁的方向和动力，又不能说明运动的趋势，是搪塞之词。

股份有限公司的合理性在何处？公司的合理性在于规模经济、人力资本和实物资本的配置效率和风险的分摊机制，而公司的不合理性在于公司的治理，在于所有权和经营权分离所带来的代理成本。

当个人财富非常小，而投资项目又非常大时，为了运用规模经济的好处，是公司制度产生的正向动力，例如 20 世纪初的铁路投资。而公司治理效率低下，代理成本高昂，是公司制度产生的负向动力。当两者实现平衡时，公司制度就达到了边界条件。换言之，公司制度是一个经济体内生的结果。

同理，作为股份有限公司的运营方式 IPO 一样是一个经济体的内生结果，既存在正向动力，又存在负向动力。它所强调的是公司的融资制度和资本市场运营的规律，而不是公司的组织制度。

美国经济学大师迈克尔·詹森曾经提出，公司作为企业的一种制度，将在

① 孙铭：“中建两行上市存在法律障碍”，《21 世纪经济报道》，2005 年 3 月 9 日。

不久的将来消亡。如果预言得以实现，那么，IPO 作为其金融制度，它在不久的将来也将消亡。这不过是预言，请不要当真。

IPO 是资本市场运营财富和价值最大化的一个过程。理论上讲，实现财富和价值最大化可以通过三条途径进行，即资产的创造过程、资产的转移过程和资产的风险分摊过程。具体到 IPO，财富和价值最大化的过程就体现在上市的理由之中。

与所有的经济活动和资本市场运营的其他方式一样，企业的 IPO 和公司上市同样存在成本和收益，任何企业的发行上市行为都必须考虑到这两个方面的因素，进行成本和收益分析，综合企业自身的情况、行业的特点和整个资本市场的形势，以分析上市是否真正利于企业的长远发展。

在完善的资本市场中，IPO 和公司上市必须进行严格的成本—收益分析，IPO 和公司上市不是一个必然的占优选择。但是，在中国的资本市场中，由于存在制度性缺陷，在所有的融资渠道中，IPO 成为企业的一个绝对占优选择。但是，随着环境的变迁和制度的逐渐完成，这种情况并不会长久。

在收益方面，企业发行上市存在以下几个方面的好处。

第一，规模效应。IPO 和公司上市能够获得大量的资金，可以扩大公司的规模，提高企业的经济效率，许多投资项目在规模扩大后才有存在的价值。

第二，信誉效应。信誉能够创造财富。IPO 和公司上市有利于提高企业的公众形象和知名度，相当于一种潜在形式的广告，是公司的一种信誉。证券交易所在审核发行公司的上市申请时，需要考虑申请公司的过去业绩、发展前景、经营管理、财务状况等多个方面的情况。公司的股票能够被接纳上市，说明公司的状况符合一定的标准，因而能够提高企业的资信，有利于企业形象的提升。

第三，竞争机制效应。IPO 和公司上市有利于优胜劣汰的市场竞争机制的发挥和真正有实力的企业的发展壮大，股票上市后价格的变动，形成对企业业绩的一种市场评价机制，那些业绩优良、成长性好、股票流动性高、股价高的公司，能够以较低的成本筹集大量资本，进入资本快速、连续扩张的通道，不断扩大经营规模，进一步培育和发展公司的竞争优势和竞争实力，增强公司的发展后劲。否则，就被市场淘汰，退出竞争的舞台。

第四，治理效应。IPO 和公司股票上市可以推动企业建立完善、规范经营的管理机制，以市场为导向自主运营机制，完善公司的治理结构，不断提高运行质量。

公司上市的成本是：

第一，在上市过程中，发行公司需要向证券经营机构、律师、会计师支付

相应的费用；此外，还需要向证券交易所支付上市初费，上市之后还需要支付维持上市的年费和月费。

第二，在公司上市、股票公开发行后，相当大的一部分股票在市场上流通，会使公司控制权分离，甚至出现频繁转让的可能。这一方面会因为股东经常易人从而给企业发展的连续性造成影响，同时带来决策上的困难，公司的发展战略难以稳定，难以保持一致；另一方面，股东的分散必然增大企业的费用，增加股东控制、监督公司的成本，此为使用公司制度的成本。

第三，股价是把双刃剑，一方面，股票的价格非常灵敏地反映着公司的发展变化，企业管理人员不得不想办法维持和提高股票的市值；另一方面，股票价格对于公司的经营状况的反映并不一直是客观公正的，受投机、市场操纵和市场剧烈波动等因素的影响，股票价格可能会发生扭曲，对公司的经营者带来不利的影响。

第四，由于上市公司必须及时、完整、准确地披露包括公司经营状况的信息，使得上市公司在保守商业机密方面处于不利地位。信息公开披露不但增加了公司的经营压力，而且使竞争对手有机会掌握公司的发展现状和未来规划，从而提高了公司的运作成本。

另外，在影响因素中，IPO 的时机是决定其成本和收益的一个关键性因素。分析和把握市场环境是决定 IPO 成本大小的一个关键因素，有时会导致 IPO 的成败。市场环境的理论基础是行为金融学，行为经济学已经证明了投资者具有类别强化效应（对同类公司存在相同的评价）、非理性的亢奋和非理性的悲观等一系列行为特征。因此，在 IPO 过程中一定利用好这些效应，降低 IPO 的成本，提高 IPO 的收益。

总之，公司在选择是否 IPO 的过程中，必须在 IPO 的成本和收益之间进行权衡、比较和选择，而不是绝对地选择上市。

一个公司如何实施 IPO

公司在 IPO 的过程中，存在一个严格的流程，在这个流程下，能够恰当地处理 IPO 过程中遇到的问题，提高 IPO 的效率，降低 IPO 的风险，具体的流程如图 3.5。

但是，在这个流程中，关键性的步骤主要包括三个方面：其一，承销商的选择；其二，上市地点的选择；其三，准确地定价。

①选择承销商

在 IPO 的过程中，承销商的作用至关重要，它的承销和定价能力直接决定

IPO 的成败。具体而言，承销商在 IPO 中具有以下功能。

购置功能。承销商的购置功能，即一般所谓的风险承销功能，承销商先以一定的价格将发行公司意欲出售的证券先行承销，再利用其销售渠道分销给市场上的投资者。在此情况下，无论证券是否完全销售完毕，发行公司都能够获取所需资金而不必顾虑，而证券销售的风险则转移给承销商，在市场萧条时，以包销为主的承销商往往面临巨大的价格风险。

分销功能。当承销商采取代销的方式销售证券时，就不会承担证券无法销售完毕的风险。在此情况下，承销商没有购置功能，而是提供了分销功能。承销商利用自身的销售渠道，帮助发行公司销售证券，获得销售服务佣金。

咨询功能。当公司需要募集资金时，承销商可以提供咨询功能。专业的承销商提供产品设计、市场分析和相关法律法规等咨询服务；然后，再根据公司的财务状况、资本结构等分析比较各项融资途径；并对公司发行证券的种类、发行额度、发行价格和发行时机等条件提出评估报告，为公司的决策者提供服务，以使发行公司能够以最低的成本筹集到所需资金。

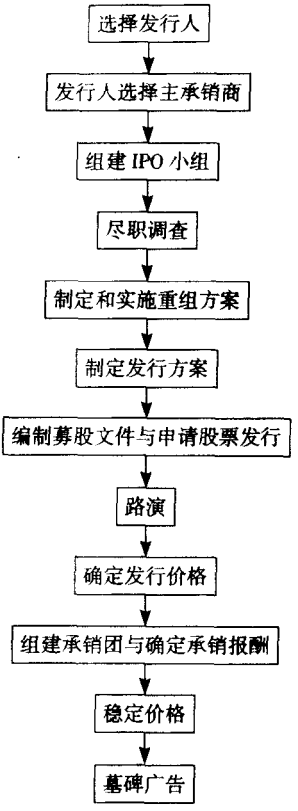


图 3.5　IPO 的流程图

保证功能。在证券发行初期，在符合操作规定下，承销商可以在市场上进行有价证券价格的稳定操作，以维持市场价格的稳定。此种做法对投资者而言具有保证功能，可以避免购入价格过高的证券；同时可以提高投资者参与初级市场证券认购的意愿，进而保持市场运作的顺畅。

由于承销商具有以上重要功能，因此，在 IPO 过程中选择承销商必须慎重。但是，选择承销商的标准是什么？具体的标准包括以下 4 个方面。

第一，能力。发行公司倾向于选择大型投资银行作为承销商，不但因为它具备良好的信誉，拥有良好的市场份额和业绩，更重要的是在信誉、份额和业绩的背后是承销商的强大实力，能力是选择承销商的首要因素。

第二，经验。发行公司要求主承销商在证券承销方面具备丰富的经验，尤其是对发行公司所在的行业存在足够的认识。美国的 Alex Brown，论其实力绝

对不是超一流的投资银行，但是由于它对美国高成长性的行业具有深入的了解，与众多的高成长性公司存有广泛的接触，并成功承销了一些高成长性的公司证券，在高成长性的行业具备深厚的经验。如果是高成长性的公司，一般选择 Alex Brown 公司作为承销商，其原因在于它的行业经验。

第三，费用。承销费用是发行股票的主要成本，承销费用的高低能够在很大程度上影响发行公司对主承销商的选择。毫无疑问，在相同的条件下，成效费用低的投资银行将受到发行公司的青睐。

第四，造市。上市仅是发行公司利用证券市场进行融资的第一步，而上市后二级市场的表现将决定发行公司进一步的融资，因此，承销商的造市能力成为发行公司选择承销商的一个重要方面。

②选择上市的地点

上市地点的选择是一个非常关键的问题，如果上市地点选择不当，会影响到公司的整个上市进程。什么因素会影响到上市地点的选择呢？

市场规模。不同上市地点的市场规模和市场容量不同，对于小型企业而言，市场的规模可能不是一个关键的问题，但是融资规模巨大的企业，市场规模就是一个关键性的因素。

上市成本。在不同的上市地点，公司发行的成本存在一定的差异，发行成本的差异不但包括上市费用和发行费用，还包括发行价格的差异造成的发行成本的不同；不但包括显性的成本，还包括隐性成本；不但包括发行上市的成本，还包括上市以后的后续成本。

上市持续披露。不同的上市地点要求不同的上市信息披露程度和不同的信息披露格式、规则，因此在选择上市地点时需要充分考虑到上市后的信息披露要求。

监管框架和法律约束。不同的上市地点存在不同的法律和监管框架，在选择上市地点时，法律和监管框架是一个重要的考虑因素。

在中国银行、中国建设银行的上市过程中，上市地点的选择就成为一个关键而难以确定的因素，如何选择上市地点是两家银行 IPO 和上市的一个关键步骤和问题。无论是中国银行还是中国建设银行，选择是否在中国 A 股市场上市并不是一个难题，因为能够容易得到投资者的认同，相关的审批程序亦不会构成障碍。最大的疑问不是两家银行是否在境内上市融资，而是它们究竟将境外的上市地点选在何处，纽约抑或伦敦还是香港特区。可以肯定的是，香港是两家银行海外上市的首选地之一。由于文化的相似性，境内公司对香港拥有更多的认同感。同时，香港金管局和香港联合交易所会考虑国内企业的特殊性，给

予上市过程中的一些特殊豁免条款，更令境内企业感到“弹性十足”。除了香港联合交易所，中国银行和中国建设银行在另外一个境外上市地点——纽约证券交易所、伦敦证券交易所、法兰克福证券交易所之间犹豫徘徊，各种观点争论不休。

其一，市场容量论。由于融资额巨大，而且同时有几个银行进行 IPO 的竞争，香港的市场容量非常有限，多一个上市地点，就能接触到更多的投资者，扩大市场容量，以保证发行的顺利进行，提高发行价格。

其二，市场无关论。这个观点认为，上市地点无关紧要。不论在哪里上市，只要资本市场交易方便，在国际金融市场高度一体化的情况下，各地投资者都会对这只股票进行投资和交易。在纽约证券交易所中，大多数投资者是机构投资者；在伦敦证券交易所中，几乎没有散户；而香港的资本市场对全球机构投资者都开放。因此，在香港的证券市场上发行一只股票，所有投资者都能够方便地去投资和交易。上市地点的选择并不重要，重要的是股票的价值，地域不是问题。

其三，投资者论。在多个地点上市，可以与投资者进行更为广泛的接触，吸引更多的散户投资者，减小发行风险。另外，进入美国和欧洲的交易所，可能更有利于中国的银行实现国际化大银行的梦想。

选择在哪一个或者几个交易所上市取决于各种因素的综合考虑、比较和权衡。

③理论价格

定价是 IPO 中最为关键性的问题，直接决定 IPO 成败和效率。IPO 的定价可以分为两类，一类是理论价格；另一类是程序价格。理论价格是程序价格的基础，程序价格是理论价格的修正。

理论价格存在四种计算方法。未来现金流的折现价格；根据 CAMP 计算的价格，这个价格是一个市场均衡价格；根据套利定价理论确定的价格；根据期权理论计算的价格。四种价格之间都存在一定的假定前提，在放松假定的情况下，四种理论价格都存在一定的偏差。在实践中，一般的选择是最接近假定情形的理论价格作为最接近股票实际价值的价格。

未来现金流的折现价格是普适的价格计算方法，现存的许多 IPO 价格计算方法都是未来现金流折现价格的变形。保险公司的内在价值法就是一个典型案例。

2004 年 6 月 24 日，中国平安保险股份有限公司（简称“平安保险”）在香港完成 IPO，筹资 143 亿港元，共发行 13.88 亿股 H 股，约占该公司总股本

的22.4%，募资规模为当年全球第六，是香港当年最大规模的首次公开募股。但是，平安保险的定价却是一个理论难题，其IPO定价为10.33港元。但是，平安保险的定价在理论上合理吗？保险公司的价值如何决定？如何看待理论价格和实际价格的差异？

在平安保险的IPO定价中，理论价格是根据内在价值的定价法计算得出的。保险行业和其他的行业极不相同，具有前期投入大，先亏损后盈利的时间盈利模式，一般的IPO定价方法并不适合保险公司，评价其真实价值的主要指标是精算师估算的内在价值。

内在价值是对保险公司各项经营业务的经济价值经过精算后确定的估计值，而精算估计的基础是对未来情况的一整套假设，甚至包括未来新业务的价值。既然内在价值的计算是建立在一系列假设的基础上，由于时间折现的原因，一个微小的数据变化会引起很大的连锁反应和公司价值的剧烈变化。换言之，保险公司的价值对假设非常敏感。

与中国人寿保险股份有限公司（简称“中国人寿”）相比，平安保险估算其内在价值的假设条件都相对乐观。在平安保险的估值中，假设2004年投资回报率为4.0%，其后每年增加0.25%，在2008年时增至5%，之后保持不变。而中国人寿则列出两种假设：保守的假设是，从2003年起，投资回报率为3.64%，此后缓慢上升，直到2022年以上才达到4.99%；乐观的假设是，自2003年起，到2008年增至4.4%，到2012年达到5%。①

资料表明，平安保险的IPO价格是其内在价值的1.95倍，市盈率大约为22倍。中国人寿的IPO价格是其内在价值的1.45倍，远远低于平安保险。②

平安保险的募股价格相当于公司2004年预期每股收益的24.7倍，而2003年上市的中国人寿和中国人民财产保险股份有限公司（简称“中保财险”）当时的股价分别是各自2004年预期每股收益的17倍和15倍。③平安保险是在香港上市，IPO的价格以内在价值法进行计算。但是，新华人寿股份有限公司（简称“新华人寿”）即将在境内的资本市场上上市，受制于政策规定的约束，IPO的价格必须在20倍市盈率之内，据此，新华人寿的IPO理论价格却成为一个经典难题。因为新华人寿每股收益约在0.03～0.05元之间，若按其设想的8～10元IPO价格计算，市盈率超过200倍，与监管部门严格掌握的相关尺度发生强烈的冲突。

同样的都是“保险公司”，演绎了不同的定价故事。IPO的理论价格存在两个主要问题：其一，时间问题，IPO不是一个短期问题，而是一个长期未来

---

①②③ 袁朝晖：“平安保险IPO定价启示”，《证券市场周刊》，2004年07月05日。

现金流的折现，是一个长期问题；其二，预期问题，IPO 是预期的未来现金流的折现，预期是所有定价的核心所在。在 IPO 的定价中，做足时间和预期问题，定价就会取得成功。

④市场价格

理论价格是理论意义和精确定价的一个价格。但是，从实践意义上讲，定价是一个过程，市场价格高于还是低于理论价格，在于定价的过程。中国实施的“询价”制度，否定了原来纯粹的理论定价，可以看作是市场定价的开始，可以预测，未来中国的 IPO 是一个市场定价的过程。以理论价格为基础，市场价格是在理论价格基础上的一个修正。

但是，“询价”制度的精髓是什么？如何进行市场定价？

在中国资本市场上，最早采取“询价”制度的两个案例是华电国际和黔源电力的尝试。“询价”是参与公司价值发现的过程，目的是使信息更加对称和 IPO 的价格更为合理，是理论价格的修正。

询价程序是在理论价格的基础上，尽职调查、路演询价和确定发行价格的过程。

在第一阶段，由承销商对准发行上市公司进行尽职调查，或者根据前期聘用的财务公司的报告，对发行人的资产、经营、业绩、收益、利润进行全面了解，对未来的现金流和资本收益率进行充分估计，将未来几年的现金流通过预期的资本收益率折价，得到公司的资产净值。这个数值是理论价格的形成根据，其理论基础是，公司的价值在于，现有的资产能够在将来创造多少收益。与此类似，更简单有效的理论价格计算方法是，与同类上市公司的价格比较，形成经验价格，或者用“收益价值总和”的方法求得，三种估值方式互为参考。

在第二阶段，发行人、机构投资者和承销商共同参与资本市场的路演。承销商全面策划安排，使得需要融资的发行人有机会与大型的主要机构投资者展开不同层次的信息交流。承销商需要对公司理论价格的定价依据和发行人的各种情况的分析进行精炼包装，以求全面介绍公司，解释说明定价分析的理由。在这个共同的基础上，投资者的估价和最终的报价一定会在理论价格为中心的一个合理区间内。报价的同时，投资者会给出在相应的价格下愿意申购的股份数量。

在第三阶段，通过路演、询价，承销商已经获得一系列的数据，包括在理论价格水平上下的不同的报价和对应的不同申购数量。承销商会根据事前确定的发行总量，把价格定在能够满足发行总量的水平上，形成所谓的“市场价

格”。但是，这还不是真正的发行价格，作为发行成功的保证，按照国际惯例，首先，承销商需要给真正的发行价格留出15%左右的上涨空间。就是说，真实的发行价比询出的“市场价格”要低15%，给投资者一些直接的价差收益以鼓励投资者的积极参与；其次，准备超额发行。如果发行价格上涨太大，说明对股票的需求很大，承销商有一定的增量发行准备，以使IPO的价格保持在合理的水平上；再次，承销商有维持价格在1～3个月内不跌破发行价的责任。在经过定价过程以后，上市公司在1～3个月内不应出现问题。如果价格出现大幅波动，应属于难以预料的市场系统风险，承销商在IPO初期对价格的维护是对投资者和融资者负责任的表现。

完成理想的IPO询价过程，保证发行的成功，存在几个不可忽视的因素，包括承销商的实力、成熟的机构投资者和对市场的准确判断。

IPO询价和发行成功，需要承销商具备三个必要条件：其一，承销商的定价能力，承销商的定价能力是其核心竞争力，投资银行的技术密集性在这一步得到充分体现。其二，承销商的诚信。承销商的诚信起到非常关键的作用，投资者完全相信其披露的材料，并根据这些信息作为基础进行判断和报价的依据。美林公司表示，它对准上市公司只“化妆”而绝不“整容”，也就是说，不会进行虚假包装把公司搞得面目全非。其三，承销商的销售能力。承销商凭借实力建立起来的庞大的投资者管理系统和营销系统，是发行人的路演和发行成功的保证。

询价和发行成功必须有成熟的机构投资者的参与。询价不等于漫天要价，亦不是人为地随心所欲地定价。成熟的机构投资者会遵循基本的投资理念，积极参与以价值发现为目的的询价过程，认真加工卖方提供的信息，分析发行人的报告，计算和报出合理公平的价格。参与询价的机构，应该是有意愿申购股票的投资者。一般情况下，参与报价就会参与申购。

市场状况对发行价格有决定性的影响。即使准上市公司的基本面没有发生任何根本改变。市场好，发行价可能定高一些；市场不好，发行价可能定低一些。亦可能出现人为的IPO发行价格扭曲，例如，机构在询价过程中进行单边压价，导致发行价格不合理地偏低。定价程序本身需要建立一些行之有效的制度，避免这些人为控制价格的行为。

如果准上市公司和承销商的虚假包装或者其他违规违法操作，导致上市公司本身的问题在发行上市后很快跌破发行价，承销商必须承担法律赔偿和欺诈责任，惩罚保荐人。如果情节严重的，例如“江苏琼花”，应该安排公司的“退市”。

IPO的定价是一个复杂的过程，在信息充分、正确披露的基础上，进行理

论定价，最后以严格的程序进行市场定价。发行公司可在发行的时机、投资者的预期等合法的空间内充分施展定价技术、技巧和战术。

5. 信贷资产实体化：MBO 的前因后果

信贷资产实体化的可能路径

信贷资产实体化存在多种可能的实现路径，最为典型的形式是银行信贷。企业作为一个转换主体，从银行获得信贷资产，并投资于实体资产①，实现信贷资产的实体化。对于一个企业而言，如何获得银行贷款，如何以最低的成本和最优的条件获得银行贷款，更为实际的一个问题是，如何从不同的商业银行和政策银行中获得贷款，皆是一个问题，一个值得说明和研究的问题。

但是，在企业的资本市场运营中，最引人关注的问题是 MBO 中的过桥贷款，它是信贷资产实体化的一种实现路径，实施 MBO 或者杠杆收购的主体，从投资银行中获得过桥贷款——信贷资产，然后以过桥贷款、自有资本或者其他的资金来源收购上市公司的股权，并退市，获得实体资产，是一种信贷资产实体化的过程，尽管 MBO 在中国存在诸多变异和不同。

MBO，一个中国企业家和学者耳熟能详的名字，随着时代的变迁和狂热热情的消退，它逐渐淡出了企业家的视线、媒体的关注和学者的争议。消退并不意味着消失。或许它在养精蓄锐，暗蓄力量，期待一天能够卷土重来。或许，它只是从台前转向幕后，仍在暗潮涌动。MBO 的存在，既有它的经济意义和价值，又有它的金融含义和价值。在经济学上，MBO 被视为“资本市场公司治理的一把利刃”，对于那些浪费股东财富、追求私人奢靡消费、才能平庸的经理人，它会毫不犹豫地举起“利刃”，从而降低了所有权和经营权分离条件下公司的代理成本，以维持公司制度的良性运转。在金融学上，MBO 是一个

① 为什么不是其他资产呢？例如，证券资产或者信贷资产，因为国家有关制度规定，企业获得的信贷资金不能用于投资于证券或者进行借贷。那么，能否转换为现金资产呢？企业的流动现金资产一般是自有资金，而不是银行贷款。

高杠杆融资，融资方案需要设计的精妙绝伦，需要新的金融工具的创新。

从另一个视角看，MBO 是公司资本市场运营的一个单元，就运营主体而言，是一个信贷资产实体化的过程。它主要是以信贷资产的形式大量举债，投入少量资本，是高杠杆融资，并购相中的公司，转换为实体资产，在短期内经营公司并获得稳定的现金流，以偿还公司的贷款。在这个过程中，信贷资产和实体资产需要严格匹配，是平衡的艺术，否则容易导致运营失败，是一种典型的信贷资产实体化的过程。

用一句俗语来说，MBO 虽然不是“空手套白狼”，但是它是“用很少的资本套取白狼”。在此过程中，资本市场运营者获得利益，从另外一个侧面看，“白狼”亦不敢随便咬人，否则容易被套，这样，就提高和完善了公司的治理结构。如果一不小心成为“白狼”，自然就立马成为 MBO 的对象。

MBO 不是洪水猛兽，是经济的内生机制之一，具有不可替代的功能。

图 3.6 是信贷资产实体化的框架图。

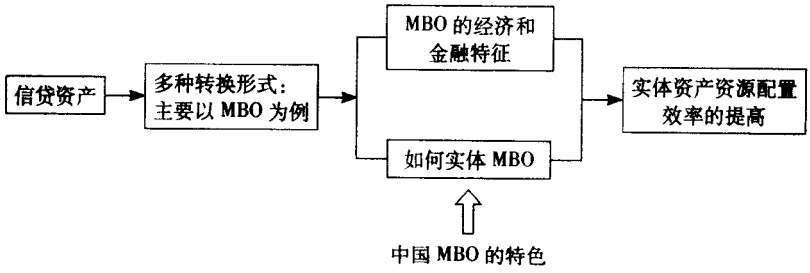


图 3.6　信贷资产实体化的框架图

中国 MBO 的历史沿革

MBO 是一种资本市场运营方式，被喻为是“克服经理贪婪和掠夺”的利器。作为一种金融创新，MBO 是经济和金融的完美结合。经济上，MBO 降低公司的代理成本、完善公司的治理结构，增加公司的财富。金融上，MBO 是高杠杆融资模式，需要高超的现金流匹配技术，需要多层次地设计融资结构。

为此，MBO 的诞生，脱离不了它的经济环境和金融土壤。那么，MBO 是在什么条件下诞生的呢？

MBO 诞生于美国 20 世纪 80 年代的兼并高潮中，当时存在两个不可忽视的背景。其一，公司价值被普遍低估，经理人市场没有竞争，他们的积极性没有得到充分发挥，代理成本高昂，其他公司治理渠道亦不顺畅；其二，信贷条件

的不断放松和高利率低级别债券的蓬勃发展。第一个条件是经济条件，第二个条件是金融条件，脱离了这两个背景条件，MBO 就没有产生和生存的环境与土壤。MBO 的资本市场运营高手亦是从这两个条件中觅得机会。

为了获得 MBO 的成功，MBO 需要具备一些条件和特征。遵循这些条件和特征，可以提高 MBO 运营的成功率。第一个条件是，以债务工具而不是股权工具融资，是高杠杆率融资。为了匹配公司的现金流和债务的还本付息需求，债务工具的期限层次清楚，与公司的现金流相匹配。为了平衡不同风险偏好者的利益，在金融工程原理的基础上，设计不同优先级的债务工具。为了保证整个融资方案的灵活性，需要使用一些可调整的金融工具。为了获得足够的收益，需要选择恰当的公司目标和经理人选，在短期内提高公司的经营业绩。第二个条件是，在 MBO 中，一定需要经营权和所有权的统一，保证利益的一致性，避免代理成本，是一种企业组织取代另一种企业组织的过程。第三个条件是，MBO 是一种控股性收购，管理层必须取得对收购公司的绝对控股权。在取得绝对控股权以后，管理层可以按照自己的战略规划重组企业，提高企业的管理效率，克服了公众公司在战略方面可能存在的重大分歧和不同认识。

但是，中国的 MBO 曲曲折折地进行了多年，但它走的却是另外一条独特的道路。

就中国的 MBO 而言，从 1998 年四通集团 MBO 计划的出台到 2005 年国资委在出台新的国有资产转让办法时将避免使用 MBO 这个词汇，MBO 在中国整整走过了七年，在这七年中，MBO 是怎样走过呢？它是否符合 MBO 的金融实质和经济理由呢？

MBO 最初承担的使命是使产权明晰化。在 MBO 风靡之前，产权是中国企业发展的一个绕不开的命题，明晰的产权是交易的前提，这是科斯定理的核心要义。在中国，产权却成为了一个“你听也听不明白，我说也说不明白”的谜题。就在如何界定产权的迷茫之间，始于 1998 年四通集团的 MBO，成为一个产权明晰的代名词，成为界定产权的有力武器和一个合法合理的外衣。

在产权明晰化的难题衍生出许多其他路径后，MBO 不再是一个最优的选择，MBO 的生存需要一个名正言顺的理由，企业家激励理论为 MBO 提供了一个栖息之所。

中国典型的企业家激励是三位一体的体系，显性薪酬是明修栈道，隐性收入是暗渡陈仓，官本位激励是永恒的动力。随着《公司法》等一系列法律制度的出台和实施，企业家被从政府官员的记录簿上删除下来，官本位激励顿时失效，三位一体的激励体系轰然塌陷。

在企业家激励机制的构建中，剩余索取权和剩余控制权的统一为企业家的

MBO 阴谋提供了阳谋理由。一时，MBO 成为企业家激励工具箱中最为重要和最为有效的一件工具。但是，此时，MBO 还没有一个严格权威的说法，每一个 MBO 都被视为一次创新和突破，需要胆识和勇气，在刀尖上跳舞，看上去很优美，但随时都充满了危险。时间进入 2002 年，十六大制定的“有所为，有所不为”的国企改革战略和国资委的组建为冠冕堂皇的 MBO 提供了一条法定的路径和广阔的施展舞台。少数大胆的人走出来的偷偷摸摸的斜路一旦被视为通途，人们就蜂拥而至。如果为这一时期的 MBO 找寻一个特点，就是在 MBO 的名下进行各种违规性的产权转移。人们在没有搞清楚什么是 MBO 之前，就开始不断争论 MBO 的是是非非，因为 MBO 为进行产权转移的人找到了一顶绝好的防护帽，而抨击、攻击和辱骂产权转移不公行为的人找到了一个明确的靶子，做到了有的放矢。无辜的 MBO 就成为一个罪恶和掠夺的代名词。

MBO 是金融资本时代的宠儿，被视为是“克服经理掠夺、怠慢和渎职的良方”、“降低代理成本的捷径”、“提高公众公司效率的路径”，而中国的 MBO 却演绎成为经理掠夺的“便门”，重复验证了淮南为橘淮北为枳的经典故事。

实际上，中国现行的产权交易只是“徒有 MBO 的虚名”，它的重心所在是“M”，而不是“B”，它的目标是非法的价值转移而不是价值创造。非法的价值转移来源于定价机制的非市场化和非透明化。曾经处于风口浪尖的烟台张裕 EMBO 事件，质疑不断，在沉默了一段时间后，当事人开始为之辨护。但是在辩护理由中，最大的缺陷就是本末倒置，说什么张裕的 EMBO 是政府主导的行为，这与其说是在辩护，还不如说是在推卸责任。

国资委在新的有关中小企业产权交易文件中将停止使用 MBO 字眼，为规范的 MBO 的出世埋下了伏笔，亦为国有产权交易监管找准了明确的定位。国有产权交易监管的重心是交易程序的合规性，在合规的交易程序中，必然存在一个均衡但未必是人人都觉得合理的价格。还是以烟台张裕的 EMBO 事件说事，许多人证明，张裕存有被贱卖的嫌疑，并且拿出了言之凿凿的证据，比如每股净资产、市场价格云云。其实不知，资产的价值是未来盈利能力的折现，现实市场并不是一个完善的市场，它充满了摩擦，既然是未来的盈利能力就存在估计问题，不同的人存在不同的估价，以个人估价就无法断定资产的价格的合理性。在联想并购 IBM 的 PC 业务中，中国人说联想出价高了，美国人说 IBM 贱卖了。其实根本就无法找到一个人人满意的资产价格，满意的价格是程序合规没有被操纵的价格，是在一个公开透明的信息披露基础上市场形成的价格，是一个交易价格。

MBO 告别了一个被冤枉的时代，可以担负其本来的使命，在帮助股东告别经理当权和内部人控制的时代中，它存在广阔的舞台和空间。乐观地讲，

MBO 从此进入了一个正本清源的时代，进入了正常功能发挥的时代。大而广之，中国未来的金融将进入一个更为市场化的时代，金融创新不再是象牙塔中的调味品，而是实实在在的商业利器。

MBO 的全集：杠杆收购

MBO 是杠杆收购的一种形式，换言之，MBO 是杠杆收购的一个子集。但是，在中国目前的市场环境和条件下，普通的杠杆收购不可能得到迅速的发展，成为信贷资产实体化的主流。杠杆收购形式之一的 MBO 反而因其产权明晰功能而成为主流。

中国上市公司的公司治理渠道普遍不畅，原因很简单，既不是中国投资者需要教育，亦无须冠冕堂皇地说教，根本的原因是缺乏利益激励机制。公司治理不畅的后果是，公司的效率低下、代理成本高昂，在中国股权分置难题破题并得到求解以后，非流通和流通股的区别不再是收购上市公司的主要障碍，资本市场运营者就可以从中觅得机会。

毫无疑问，杠杆收购在中国未来是一个热点问题，存在广阔的发展空间，可以拭目以待，值得期待。

①杠杆收购的运营过程

20 世纪 80 年代，在美国投资银行业中，被视为最大的金融创新就是“杠杆收购”，许多投资银行凭借此项业务挣得“盆满钵溢”。

杠杆收购是一个企业通过巨额负债以筹集收购资金，并购一个目标公司并获得其控制权，其后，以目标公司所产生的现金流偿还债务的资本市场运营模式。

具体来讲，投资者为了实现对目标企业的并购，向金融机构以抵押贷款的形式大量举债，作为贷款抵押品的可以是投资者的部分资本，但主要是被并购企业的资产或者未来收益，杠杆率非常高；在并购后，投资者对目标公司采取各种管理和经营措施以提高公司的效益，对公司的资产结构进行优化组合，分拆、出售部分资产，以公司产生的现金流偿还部分债务；接着，一般是进一步的财务重组，改善公司的财务状况，以良好的财务状况举债融资，用以偿还并购时所产生的部分债务，进行债务成本、期限结构的优化；最后，公司的持续经营和源源不断的现金流，保证偿还公司的新的债务。此为杠杆收购成功的业务模式，如果某个环节出现问题，杠杆收购就会失败。

这是一种以小博大、高风险、高收益、高技巧的资本运营方式，亦是一种

高效、实用、高层次的投资活动。在杠杆收购中，所需要的绝大部分资金是通过借款获得。在全部收购资金中，收购者投入的自有资金所占比重很小。在成熟的市场经济中，杠杆收购已有成熟的资本结构模式，最常见的是“倒金字塔”模式。最上层是对公司资产有最高求偿权的一级银行贷款，这些信贷资产一般是以被收购企业的资产作为抵押，约占收购资金总量的60%；中间层是被统称为“垃圾债券”的夹层债券，约占30%；塔基才是收购者投入的股权资本，只占10%左右，包括优先股和普通股，虽然风险最高，但是潜在收益最大。

杠杆收购不仅是股权的交易和转移，而且是目标公司资本结构发生变化的过程，目标公司由一家较低负债率的公司变成一家较高负债率的公司。换言之，在杠杆收购中，融资的杠杆比率非常高，非常适合具有稳定现金流，并且公司资产具有一定流动性的公司。

在杠杆收购中，收购者利用目标公司的资产与收益偿还债务，而不是其他资产与收益。为清偿在收购时所发生的信贷，收购者一般用几年的时间经营收购后的目标公司，一般是5年至7年，在此期间内，收购者以目标公司的现金流和出售多余的资产所获得的收益偿还贷款。此时，目标公司的规模不再是主要的因素，财务重组和偿债成为公司经营的主要约束条件。

在杠杆收购中，目标公司的选择非常关键，一般都具有一定的共同特征，都能产生稳定的现金流，公司资产具有一定的流动性；具有较低的杠杆率，便于财务调整；更为重要的是，公司存在巨大的代理成本，可以大幅提高公司的经营和管理业绩。

②杠杆收购的运营条件

杠杆收购被称为“神奇的点金术”，具有一定的魅力，成为众多资本市场运营“探险家”的偏爱。但是，成功的杠杆收购需要条件，需要技巧，需要智慧和能力。那么，一般需要怎样的条件呢？

其一，目标条件。公司的质量可能不是一个首先需要考虑的因素。但是，目标公司或者被收购公司必须具有较大的发展潜力和提升空间。盲目的收购，不仅不能给公司带来预期的效益，反而会因无法产生预期的收益而导致失败。另外，需要充分考虑公司所面临的风险，包括法律风险、市场风险和管理风险，以法律风险为甚。目标公司的潜力和提升空间是决定杠杆收购成败的关键因素。

其二，金融条件。杠杆收购作用的发挥需要依赖于金融创新。80年代的垃圾债券曾被视为一个金融创新，虽然后来臭名昭著。但是，无论怎么说，垃圾

债券的确是杠杆收购的助推器。以美国的米尔肯为首，在杠杆收购中，各类从属债券不断涌现，例如，以利率爬升为特征的桥梁贷款，以约定期限内不需付息为条件的延迟支付证券等，它们推进了杠杆收购。另外，杠杆收购的目标公司不同，融资方案自然迥异，甚至每一次杠杆收购的融资方案都是一次创新。杠杆收购，需要一个富有创新性的金融市场的支持。

其三，重组条件。为了偿还公司的贷款，公司需要重组。在杠杆收购中，公司的重组以资产出售为主。在进行资产出售时，重要的事情是，公司能够提高资产价格现金流比率，为此需要出售不能在短期内产生稳定而丰富的现金流的资产。由于杠杆收购的风险巨大，杠杆收购市场的运营者要求自有资本的年收益率一般在30%～50%之间。为了计算杠杆收购市场运营者的投资回报率，一般假设目标公司将在五年后以保守的市盈率和第五年的预期税后利润的乘积作为售价出售，这就是目标公司的期末价值。在资产出售时，必须估计目标公司在长期盈利能力基础上的期末价值和资产出售价值大小的比较和权衡，以求得两者之间的平衡。如果急功近利，把盈利能力强的资产出售出去，结果将适得其反。

③杠杆收购的运营目标

资本市场运营的目标是财富价值的最大化，换言之，资本市场运营是以价值为中心的导向机制，通过资本市场的运营，提升运营对象的价值。

在资本市场运营中，价值最大化的实现过程可以具体分为“三条途径”和“四个效应”。

“三条途径”是资产的创造过程、资产的转移过程和资产的风险分摊过程。资产的增值过程是通过资本市场的运营，优化资产的配置结构，提高资产效率的过程；资产的转移过程是通过资本市场运营，把其他资产的价值转移到自身价值的过程；资产的风险分摊过程是资产的风险分散、分割、规避和转移的过程。

“四个效应”是规模效应、结构效应、管理效应和财务效应。规模效应是资本市场运营的主体通过规模的优化调整实现资产现金流的增多和资产价值的提升。但需要注意的是，规模效应不同于规模报酬递增的概念，规模效应既可以通过规模的扩大亦可以通过规模的收缩来实现，而规模报酬递增则是规模扩大的结果。将规模效应等同于规模报酬递增的认识存在偏差。实际上，规模效应的实现可以通过规模的收缩来实现。但是，资本市场运营中的规模情结更多地导致了规模的扩大，这反而降低了资本市场运营的质量和效率。有时，选择“退”比“进”更需要勇气和智慧；结构效应是通过优化资产结构来提升资产

的质量和效率。实际上，如果根据实体资产的进一步细分，可以将其划分为实物资产和无形资产。在结构效应中，不但包括实物资产之间的结构优化，亦包括实物资产和无形资产之间的结构优化；管理效应是通过变更管理层或者改进管理方式方法或者降低代理成本来实现资产价值的提升；财务效应是通过财务的重新安排和优化来实现价值提升，通常的财务调整以合法避税或者降低资产融资成本的形式实现。

任何一项资本市场的运营都是通过“三条途径”和“四个效应”来实现资本市场运营的终极目标。需要强调的是，一项资本市场运营目标的实现，是“三条途径”和“四个效应”的综合结果，而不是单一某个方面发挥作用。

一般来说，为了取得对目标公司的控制权，杠杆收购的运营主体必须对目标公司的股票进行溢价收购，有时甚至以高出目标公司市场价格的50%甚至更高的溢价进行收购，而杠杆收购的运营主体则预期目标公司在杠杆收购后会带来异乎寻常的利润。

这就产生了一个问题：杠杆收购的价值来源于何处？

其一，价值提升。杠杆收购实际上是一个私有化的过程，公司私有化本身就能创造价值。公司私有化的行为创造价值的理由是：第一，代理成本的降低而产生公司价值的增值，公司的私有化，使得所有权和控制权合二为一，代理成本就会大大减少甚至消失，从而增加公司的价值；第二，效率提高而增加公司的价值，公司的私有化，使得企业在决策效率、投资信息效率和生产经营效率上都能得到较大幅度的提升。

其二，价值转移。可能的价值转移途径有三。

一是公司的当前价格低于公司的实际价值。从财务的观点来看，导致公司财务当前价值低于公司实际价值的原因可能有如下几个方面：第一，信息原因。在信息效率高的市场，企业的价值和实际价值相一致，而在信息效率低的市场，企业的价格不能完全反映企业实际价值，企业的价格可能低于实际价值；第二，管理层的问题。如果企业的管理层存在问题，就会使得投资者对管理层失去信心，从而“用脚投票”，导致股价偏低的现象；第三，宏观经济的整体不佳。如果整个经济环境处于停滞甚至倒退，可能打击整个市场的信心，这将导致公司的价格低于公司的实际价值。

二是价值从其他有关当事人那里转移过来。这种观点认为，在杠杆收购中，出售股票的股东及收购集团获得的价值来源于其他有关当事人，其中最重要的是债券持有人，另外，还包括公司雇员、公司原来的股东、供应商等。实证研究表明，有些证据支持这种观点，有些证据并不支持。

三是税收效应。杠杆收购会带来大量的债务，可以降低税负。

其三，风险分摊。杠杆收购是不同风险主体参与交易的过程，是一个风险分摊和优化的过程，在此过程中，公司增加了自身的价值。

中国 MBO 的产生逻辑和约束条件

一种资本市场运营工具的出台和流行与当时的环境息息相关，MBO 亦不例外。那么，中国的 MBO 是在一个什么条件下产生的？它的产生逻辑是什么？产生的起点是什么？什么是促进因素？实现了一个什么效果？这些问题一起构成了一个非常有趣的逻辑。在解答这些问题的基础上，追问中国 MBO 的效率，并考察 MBO 的未来发展方向。

①产生的起点：卖方主体的清晰化

中国 MBO 的目标公司是国有企业，国有资产管理体制改革和战略调整为中国 MBO 的出世提供了绝好的环境和土壤。中国的 MBO 开始于国有资产管理体制改革和战略调整，这是一个起点。

中共十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展若干问题的决定》成为指导国有企业改革和发展的纲领性文件。从战略上调整国有经济布局，全面贯彻“有进有退、有所为有所不为”的方针是党的“十五大”作出的一项重大决策。十五届四中全会进一步把从战略上调整国有经济布局和改组国有企业确定为指导国有企业改革和发展的一项重要方针，明确提出在调整和改组中坚持“有进有退、有所为有所不为”。承接“十五大”有关国有企业改革和发展的思路，中国共产党在“十六大”的报告中进一步提出国有资产体制改革的构想。与国退民进战略的实施相适应，国有资产管理体制进行了相应的改革。

过去，中国国有资产出资人的职能一直由 9 个部门分割行使，其中主要的 5 大部门被形象地喻为“五龙治水”——财政部门行使收益及产权变更管理职能；大企业工委或者金融工委行使选择经营者的职能；国家经贸委行使重大投资、技改投资的审批及产业政策的制定，国企的破产重组、兼并、改制等职能；国家计委行使基本建设投资管理职能；劳动部负责审批企业工资总额。

当时，还没有成立国务院国有资产监督管理委员会。成立国资委，是在减少机构的前提下，对现有分别行使出资人职责的部门和机构进行归并和整合，把分割行使的出资人职能转交国资委统一行使。国资委主要归并了原来 3 个部委的职能：一是中央企业工委的全部职能；二是国家经贸委指导国有企业改革、重组等几个职能；三是财政部的一部分职能，例如，国有资产的登记、处

置等。此外，劳动部负责的工资总额的管理职能将来可能纳入国资委。

具体来说，国资委的主要职能是，根据《中华人民共和国公司法》等法律和行政法规履行出资人职责，指导推进国有企业改革和重组；代表国家向部分大型企业派出监事会；通过法定程序对企业负责人进行任免、考核并根据其经营业绩进行奖惩；通过统计、稽核对所管国有资产的保值增值情况进行监督；拟订国有资产管理的法律、行政法规和制定规章制度，依法对地方国有资产管理指导和监督；承办国务院交办的其他事项。

在此管理框架下，地方政府对国有资产可以“行使产权”直接解决了MBO的卖方难题。国资委的组建构成了一种可能性。地方政府“行使产权”就是将这种可能性转变为可行性。

“十六大”完成了国有资产管理体制的框架性设计，从“国家统一所有，地方分级管理”到“国家所有，中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有权收益”，一个表述的改变浓缩了十几年的争论，解决了MBO的卖方难题。

这个表述实际上意味着建国以来一直实行的国有资产“国家统一所有，地方分级管理”的模式走到尽头。尽管报告仍然强调“坚持资产国有”，由于地方政府享有完整的出资人权益，可以自行决定这部分资产的拍卖、转让等事宜，实际上相当于拥有了属于自己的那一部分产权——即简称的“国家所有，分级行使产权”。

这意味着相当一部分国有资产的处置权已归属地方，而不必事事申报中央审批。国有企业资产转让的原有路径是：先报专业经济部门，再由专业经济部门转报地方或者中央国有资产管理局批准。1998年，国有资产管理局撤销，其国有资产管理职能移交财政部企业司。原来国有企业产权变动从报到批，有时需要等待两年，这无疑加大了国有股退出的难度和效率。

“十六大”的召开解决了国有企业改革及MBO的技术性难题，地方政府从以往的“账房”转变为“东家”后，在处置国有资产的产权变动时拥有了更大的自主权，这为企业重组带来了重要机会——以前股权转让都要财政部审批，现在“履行出资人职责”的地方政府亦有了最终审批权，使得MBO在政策上具有了可操作性。

②MBO的促进力量：当家者的利益诉求

国有资产管理战略的调整只为MBO提供了“残缺”的可能性，如果国有企业的经理人能够像经济学所假设的那样按照所有者的利益行事，MBO就不会发生。存在问题的经理人的激励约束机制是中国MBO的促进因素，在这一

点上，与欧美国家实施 MBO 的理由并不相同。

打个比喻，西方国家实施 MBO 的理由是，一个房子的主人（公司的股东）低估了公司的价值，保姆（公司的经理人）决定可以买下房子，加以装修、整理和修缮，可以以更高的价格出售，从中获得巨额的差价收益。中国实施 MBO 的理由是国有企业的保姆需要成为主人，需要激励他们好好地照看“房子”，要求将房子以一定的价格出售给保姆，让保姆都成为“房子”的主人。虽然都是 MBO，但是，实施 MBO 的理由却存在天壤之别。

在国有企业经理人的报酬体系中，显性薪酬、控制权回报和官本位激励构成了国有企业经营者的激励体系。三个激励制度的渐次失效，国有企业的保姆（经理人）追求的东西突然消失了，MBO 就成为他们的目标。三个激励制度失效的原因是国有企业人事管理体系的变革。

第一，微弱的显性薪酬。

显性薪酬，是根据聘用合同或者协议规定的企业经营者合法获得的工资、奖金、承包红利等。在国有企业中，比较普通的是年薪制，其他的都是一些辅助手段。在年薪制的实际执行过程中，一般规定经营者的最高年薪，例如，北京市规定经营者的最高年薪不得超过职工平均工资的 6 倍；四川省则将经营者的年薪控制在职工平均工资的 10 倍以内；黑龙江省最高可达职工平均工资的 12 倍。至于最低年薪，河北省规定不低于本企业职工的平均工资；黑龙江省规定不低于当地职工最低工资标准。

且不论年薪制的激励力度、效果是否明显，在年薪制的实际操作中，各个环节都存在这样那样的问题，远远没有达到预期的激励效果。从理论上讲，年薪的确定，可以根据制定相应的经营目标确定。例如，薪酬与年度经营业绩挂钩，具体还可以再细化成若干子目标——资产保值与增值、销售利润率、资本利润率等衡量企业经营业绩的主要考评指标，均可与薪酬的确定挂钩。但问题是，考核办法和目标一直在不断变动、争论、改进、再争论中，从来就没有从根本上解决考核目标和办法的问题，是否存在这样的办法还是一个疑问。

决定经营者绩效的考核是否科学——即决定其年薪高低的要害，不仅在于谁来考核，而且在于对每一个企业量身定制考核指标的设计。

可是，在实践中，无法找到公认的合理的考核指标，因为企业之间存在“个性化”的差异。这种差异有些是先天的；有些是历史遗留的；有的是地理环境造成的；有的是前任决策失误的后果；如此等等，不一而足，根本就无法制定出一个合理的衡量的指标体系。根本的问题是，使用一件错误的工具去实现一个不恰当的目标，岂能行得通？

第二，灰色的控制权收入。

在国有企业中，所有者缺位，股东的价值不明确，没有明确的直接的主人。尽管有相当数量的企业建立了类似于西方公司的股东大会、董事会、监事会，由于没有明确的利益指向，不可能对企业经理人员的行为进行激励约束，不可能建立真正有效的治理结构，作用是形式上的，而非实质上的。企业成为经理人员控制的企业，而非所有者的企业。在没有有效约束的情况下，为了寻找自身利益的最大化，争夺公司的控制权，获得控制权回报就是一个逻辑结果。如果再进一步向前走，MBO 就是自然而然的结果。

第三，失效的官本位激励。

在原有的体制下，国有企业的人事是由中央企业工委和组织部管理，就身份而言，企业经理人首先是组织部门任命的相应级别的官员，他们与相同级别的党政官员的区别在于，他们工作于企业，而后者供职于政府机关。为此，这样的体制为国有企业的经营者提供了第三条激励路径——官本位激励。他们追求的目标是进一步做官和做大官，即使是企业经理，他们依旧要求上级明确自己的行政地位——是处级还是副局级。做大企业的目标不是追求经济利益，而是在官本位系列中获取更高的评价。中国式的所谓的企业，不是追求经济利益，而是一个追求“官利益”的载体。

正在进行的国有资产管理体制的改革，使国有企业的经理人失去了传统的国有企业官员的身份。国资委按照《中华人民共和国公司法》等法律和行政法规，通过法定程序对企业经理人进行任免、考核，并根据经营业绩进行奖惩。从某种意义上讲，这意味着原先的官本位激励的失效。

在原先的激励体系中，显性薪酬和控制权回报构成了短期的激励机制，而官本位激励构成了长期的激励机制，中国国有企业的改革在解决经理人员的短期激励问题上比较成功，但在解决经理人的选择和长期激励的问题上并不成功。

选择企业经理人的权利掌握在政府官员手中，这些官员不仅激励不足，而且缺乏信息以发现和任命更有能力的企业家。更严重的问题是，他们无需为自己的选择承担风险，所有的问题都始于这里。

在国有企业的融资结构中，在由国家的股权为主导转向以国有银行的债务为主导时，作为主要债权人的国有银行，既无动力亦无能力执行债务合同。从金融治理的视角看，显然，在这种治理结构中，剩余控制权和剩余索取权归属于国家，而代理政府行使监督权的部门和官员因不拥有剩余控制权和剩余索取权，因此，无法保证他们行为的合理性。

虽然从制度上消灭了企业的剩余索取权，但是并不能因此就取消给予国有企业经理人经济激励的需要，在某种意义上讲，官本位可以被视为对产权制度

的一种替代。

一个著名的例证是，被经济学家称为的“村官实验”。由于中国版图广大，人口众多，中央集权的正规行政系统在乡村只延伸到乡一级。在乡以下，村的管理者由非正式的官员担任，他们在身份上与正式的国家干部之间存在一条不可逾越的鸿沟，村级干部不被列入国家官员的备选名单。换言之，行政升迁制度对农村的基层干部不起作用。因为升迁无望，原有体制的负向激励就对他们失去了惩罚效果。对于这些“掌控”农村基层经济的管理者来说，自发追逐经济剩余索取权就变得不可遏制，从而引起了一种“反替代”机制，即以实际的剩余分享权替代官位等级升迁激励。可以观察到，在相当长的一段时间内，乡镇企业成为中国经济中最活跃的分子之一，其原因在于乡镇企业恰恰能够较好地解决产权问题。同时，一个有趣的现象是，这些乡镇企业的带头人往往就是当初的村长、村支书。

由此看来，国有企业经理人的原有激励机理机制的缺失，是中国 MBO 的促进因素，是中国所有制结构演变的必然逻辑结果。

③市场化 MBO 的形成

MBO 的市场化存在两个标志：收购上市公司的突破；收购融资限制的突破。上市公司是 MBO 的主要运营对象，收购融资是实施大型 MBO 的前提条件。

2002 年 9 月 28 日，中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》（简称“收购办法”）和配套的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》（简称“管理办法”），并于 2002 年 12 月 1 日正式生效，其颁布和实施无疑成为 2002 年中国并购立法的最亮点，是迄今为止对涉及中国上市公司收购制定的最为详尽的规定，标志着一个比较完整的上市公司收购管理框架已经基本形成，对于包括 MBO 在内的中国并购市场起到了巨大的促进作用。

在《收购办法》颁布之前，中国并购市场在宽度、广度和深度上的发展面临着诸多限制。除了国有资产管理政策的限制外，主要瓶颈是上市公司收购法规体系的缺乏，收购业务没有一套可以操作的规定，增加了当事人进行收购行为的不确定性。一个比较完整的上市公司并购重组法规体系由收购、合并、重组及其配套规定等多个规章组成。在此之前，中国明显缺乏相应的规章体系，只有 2001 年 12 月颁布的《关于上市公司重大收购、出售、置换资产若干问题的通知》。

两个“办法”对涉及上市公司收购的程序和信息披露事宜作出了详细的规定。两个“办法”的实施标志着以充分信息披露为基础，促进上市公司收购重

组、保障投资者权益的收购法律框架的基本形成。加之具体规定上的突破和创新，在实践中引发了一场并购的变革，对上市公司质量的提高、证券市场的资源配置功能的发挥、乃至对国民经济的战略调整都产生了一定的影响。

两个“办法”的影响不仅局限于上市公司，对于非上市公司，两个“办法”中针对收购程序、把实际控制权作为监管的重心、强调诚信义务、强调独立董事和中介机构在收购中的作用等方面作出的规定同样起到了指导和借鉴的作用。更为重要的是，两个“收购办法”首次对上市公司 MBO 和员工持股问题作出了规定，是对 MBO 的一种政策和操作上的推动。借此政策松动的良机，MBO 的市场化由此拉开序幕。

从 2001 年 10 月 1 日起实行的《信托法》至 2002 年 5 月 24 日颁布的《信托投资公司管理办法》，皆为以信托机制解决 MBO 的融资问题提供了难得的契机，解决了 MBO 的融资难题。

《信托投资公司管理办法》第 23 条规定，“信托投资公司管理、运用信托财产时，可以依照信托文件的约定，采取出租、出售、贷款、投资、同业拆借等方式进行”；第 25 条规定，“信托投资公司所有者权益项下依照规定可以运用的自由资金，可以存放于银行或者用于同业拆放、融资租赁和投资”等。

这些规定表明，信托投资公司“自有资金”和“信托财产”的投资运用途径十分宽广，以信托机制解决 MBO 的资金问题是中国金融体制下的现实选择。

其一，提供了一个具有相对比较优势的融资平台。

在企业融资中，具体的融资方式存在六种：信托融资、银行贷款、风险投资、发行上市、企业债券和民间信用。银行贷款是操作简单、成本较低、限制较少的融资方式。但是，在应用于 MBO 时存在两个障碍：第一，中国人民银行在《贷款通则》中明确规定，贷款不得用于股权性投资；第二，管理层在收购之前就须向银行贷款，而在支付了收购款项、股权完成过户手续后，才能将股权用于银行抵押，这种“先贷款后抵押”的做法明显违背银行的相关原则，存在一定的政策风险。风险资金在实际操作中存在诸多不确定性。一方面，风险资本所追求的资本回报率并不是每一个企业所能满足的，尤其是实施 MBO 的企业大多数是在“从竞争行业退出”的背景下进行的，资本回报率难以满足风险资本回报率的要求。另一方面，专门为 MBO 而成立的风险投资基金才刚刚起步，资本规模较小，而且相应的规定还不完善，面临众多的政策风险。发行上市和企业债券根本就没有任何可行性。民间金融和信用最不规范，是一条可以利用的比较好的融资途径，唯一的缺陷是融资额度受到限制，融资成本较高。

信托具备了“集合资金”的信托功能，可以根据投资目的和对象的不同设计不同的信托计划，是融资、融物、直接融资和间接融资的单独或者混合，是货币、资本和产业三个市场的连接。优势是没有政策风险、融资成本相对较低、资金运用灵活、隐蔽性较强。具体存在三条途径：第一，自有资金的投入；第二，发起设立MBO基金，例如，新华信托率先在2002年底发起成立的专门针对MBO的基金；第三，针对某一个专门的MBO项目发行信托产品，例如，全兴集团通过衡平信托发行信托产品融入所需资金。

其二，合理避税。

在收购主体上，常规的操作是在合理协调内部关系的前提下，由主要管理者以私人出资设立有限责任公司作为收购主体。这种方法的优点是简单明了，易于操作。但是，其操作存在三个问题：一是对外投资权限受到《公司法》的限制（50%的净资产）；二是股东人数受到限制（有限责任公司股东人数是2~50人）；三是税收问题，通过设立有限责任公司收购，将面临双重征税问题，如果股权变现，则有限责任公司应缴公司所得税，而分配给个人股东时，个人应缴个人所得税。如果以信托的方式完成收购，三个方面的问题就迎刃而解。

其三，资金的稳定性。

MBO的资金需要在一个中长期内运作。在这个期间内，如果融资资金的偿还方式出现大的变化，例如，偿还时间提前或者偿还比例调整等，MBO的效果和安全难以保证。但是，根据《信托投资公司管理办法》的相关规定，信托计划一旦开始，在正常情况下，信托在信托存续期内不得无故变动和解除。无论是委托人、收益人、信托公司以及他们的债权人，对信托财产都没有追索权，甚至相应关联人的破产同样不能影响信托计划。信托资金的稳定性是银行贷款、风险资金、民间金融等其他融资手段所无法比拟的。

其四，破产隔离。

《信托法》确立了信托财产的独立性，提供了一个破产隔离的有效机制。信托财产独立于委托人、受托人、收益人，在MBO的运营过程中，为各方资金的安全性提供了强力保障。

在中国资本市场上，信托在MBO中的应用，主要还是在融资和规避政策风险方面，稳定性和破产隔离效应还没有显现出来。

④MBO的“融资创新”

在金融市场发达的国家，私募市场是一个最具创新力的市场。MBO不仅是一个所有权结构的调整、修正和代理成本节约的过程，而且是一个金融创新

的过程，是多种金融工具的创新、组合表演。每一个 MBO，都是一次金融创新。

在管理层的收购资金中，除了个人提供一小部分资本外，可以运用垃圾债券、优先股、认股权证、金融机构过桥贷款等多种融资工具筹措资金。而且，这些金融工具是实现 MBO 所必需的金融工具，没有这些工具，MBO 的效果将大打折扣。

在中国的 MBO 中，可以运用的金融工具十分有限，没有垃圾债券，不能发行债券，没有优先股，更没有认股权证。管理层的巨额收购资金，只能暗渡陈仓，存在中国特色的“金融创新”。

第一，“商业信贷”。

在中国的 MBO 中，一般是以协议收购的方式进行。一方面，收购主体降低收购标的的价格，争取较低的收购价格，减少资金需求量。另一方面，采用分期付款或者逐步获取股权方式，获得商业信贷，延缓收购资金的支付时间。

中国 MBO 的定价，在很大程度上是对企业资产有直接控制力的所有者代理人和有强烈收购意愿的经理之间的博弈。协议收购是 MBO 的惯用方式，几乎所有的 MBO 都是以协议收购的方式进行。协议收购为收购主体争取较低的收购价格提供了操作空间，提供了降低收购金总额的可能性。较低的收购价格虽然并没有为收购主体融入资金，但是减轻了管理层的融资压力。MBO 的分期还款资金可以通过经营分红、部分资产变现、部分股权转让、引入战略投资者等多种途径获得。

第二，员工集资或者员工持股会。

在 MBO 的实施中，员工集资和员工持股会的作用非常关键，一度非常流行。在某些情况下，公司管理者无法依靠自身的力量取得控股地位，需要全体员工的配合，可以获得更多的资金，同时容易得到政府监管部门的批准，融洽管理者和员工的关系，避免舆论的谴责和政策风险。另外，还有一个很重要的功能是，留有一定数量的股份备用，可以用在关键的任何的想要的地方。

在员工集资或者员工持股会的创新中，存在一个难题，如何在员工之间恰当地平衡不同级别、不同工龄和不同工种之间的利益，这是一个利益平衡的艺术，而不是一个经济问题。

第三，信托融资。

随着《信托法》的出台和相关政策的完善，中国信托业已经重新解禁，为 MBO 提供了非常好的可操作的融资工具。在法律上，将信托引入 MBO，可以从根本上解决 MBO 面临的主体资格、融资结构等问题。创新性地运作信托这一法律，可以解决 MBO 过程中收购资金的来源和安全性等方面存在的难题。

在中国的金融体系内，唯有信托业可以依据信托法进行灵活投资，安排贷款等不受法律对商业银行贷款方向的限制，参与 MBO 不存在法律障碍。

但是，信托融资是一个具有融资比较优势的工具，而不是一个具有经济融资优势的工具。随着可用的融资工具的日益增多，信托融资的生存还取决于它的经济比较优势。

第四，战略投资者融资。

相对于管理者自身的出资能力，数额巨大的 MBO 资金需求可与经过选择的战略投资者共同分担。在欧美国家中，战略投资者的角色经常由投资银行、养老基金和保险公司等机构充当。相比之下，中国的机构投资者发育尚不十分成熟，而且在投资方面存在许多限制，在引入战略投资者时，可以选择与企业业务往来较多、具有合作关系的企业，例如，供应商、代理商等。选择这类企业可以在一定程度上降低管理者与战略投资者之间的利益冲突和矛盾，而且由于长期的合作关系，比较容易沟通，能够相互信任，企业与战略投资者具有一定的共同利益，在谈判过程中更易达成一致，合作容易实现。

第五，私募 MBO 基金融资。

MBO 基金的出现，在某种程度上是中国 MBO 融资较难问题的产物，因为在国外管理层经常以垃圾债券等手段获取 MBO 所需的资金，而在中国没有可以利用的以垃圾债券为主的 MBO 融资工具，银行资金又不得用于股权性投资，MBO 基金应运而生。从国外 MBO 基金的运作情况看，其实质是一个集财务顾问、风险投资、基金公司、担保公司、信托公司于一身的复合型投资银行、风险并购基金。它可以为目标公司进行 MBO 方案设计与咨询服务、直接进行股权投资、为管理层提供 MBO 融资、为 MBO 管理层向银行等金融机构借款提供担保、托管 MBO 目标公司管理层的股权等。MBO 是一个非常富有潜力的市场，许多资本市场运营高手早已将锐利的眼光盯在 MBO 上，寻求每一个获利机会。虽然不能如同管理层那样幸运，获得实施 MBO 的主体资格，因为其中存在许多历史的因素，但是并不能阻碍在 MBO 市场上获得利益，分得一杯羹。它们的主要触角是提供咨询、方案策划、融资等服务，MBO 基金是主要的外壳。

第六，非常规手段。

如果公司管理层没有足量资金购买股权，没有渠道进行融资，那么挪用公司的资信进行融资就成了必然的选择。此后，管理层面临着资金偿还的压力和违背监管的压力。为了释放这种压力，公司或者进行大比例派现，或者从非法的关联交易中获得利益，或者采取非法的会计手段虚减资产。以宇通客车为例，公司 1997 年 10 派 6 元，1998 年 10 派 5 元，2000 年 10 派 6 元。公司之所

以连续实施高派现，与管理层实施 MBO 存在强相关性，因为需要巨额的现金。

在股权分置条件下，流通股股东不愿意派现。理由显而易见，如果公司增发、配股，然后以增发、配股获得的资金进行派现，流通股股东将损失惨重。

“虚减资产”是另外一个非常规手段。以宇通客车为例，中国证监会曾对其开出行政处罚决定书，原因是宇通客车共计虚减资产、负债各 13500 万元。虚减资产，目的无非是为实施 MBO 留下伏笔，意在减少收购标的的价格。

从本质上讲，MBO 最具创新性的特点是“金融创新”，MBO 的融资，不仅是一个能否融到资金的问题。更重要的一个问题是，能否用恰当的金融工具以最低的成本融到资金。中国 MBO 的主要困难是能否融到资金，与成熟的 MBO 市场以恰当的金融工具融资，在境界上还存在一段不小的差距。

实施 MBO 的经济理由

虽然 MBO 的根本特征是“金融创新”，但是，MBO 的金融创新是建立在目标公司能够创造财富和提升价值的基础上。那么，一个聪明的进行 MBO 运营的主体在何处提升公司的价值和财富呢？

在构建的资本市场运营体系中，MBO 的价值来源于三个方面：价值增值、价值转移和风险分摊三个方面。价值增值是管理层努力经营、公司重组的结果；价值转移是 MBO 运营技巧的结果；风险分摊是金融创新性应用的结果。

在经济学的意义上，MBO 的价值创造，是公司所有权结构优化的结果，是公司治理结构失效的市场纠正的结果。公司作为一种组织形式和治理结构，并不是适合于任何类型的企业活动。在要求高度创新性的领域，企业家的功能更为重要，而不是职业经理人。MBO 是将一个将职业经理人变为企业家的资本市场市场机制。

熊彼特在“创新理论”中指出，“企业家是那些有冒险意识、担当着创新责任的人”，“他们有眼力、创造力和胆识，能在经营管理中成功地引入新产品，能看到潜在市场和潜在利润之存在，并能创造性地做出科学决策”。

世界并不缺乏具有企业家才能的潜在企业家，缺乏的是将潜在企业家才能发挥出来的机制和制度。换言之，只有将企业家的这种创造性才能激发出来，企业家就能发现市场蕴藏的无数机会，用自己创造性的经营管理把握住这些机会，从而在激烈的市场竞争中胜人一筹，赢得竞争的胜利。

但是，企业家具有自身特殊的性质，与一般的激励机制和制度不同，它需要特殊的激励机制和制度。企业家才能是一种人力资本，天然依附于人的特性。不像机器、设备等非人力资本，企业买到它，就可以随意使用。就企业家

才能而言，企业虽然可以用薪金买到它，却不能随意使用它而不影响其作用和功能的发挥。如果企业家不愿释放自身蕴藏的才能，企业所有者则无能为力。

没有所有权的职业经理人，由于没有剩余控制权和剩余索取权，不能任意地发挥自己的创造才能，不能享受创造的成果，从而演变成为一个按部就班的职业经理人。MBO 是一种有效的激励机制，是利益分享机制，企业制度回归古典企业制度，职业经理人的企业家才能潜力充分发挥出来。

自从迈克尔·C·詹森和威廉·H·麦克林提出代理成本理论以来，如何降低代理成本就成为管理者、学者关注的主要话题。在公司中，所有者与经营者分离，形成了委托——代理关系，不可避免地造成了代理成本。代理成本包括职业经理人的非经济消费，例如豪华的办公设施、追求高贵的商业场合，包括公司所有者的监督成本和控制成本，例如独立审计的费用、独立董事的费用等，更重要的亦最为关键的是公司价值损失的成本，例如职业经理人错过和忽视公司发展机会而造成的损失。

但是，不要忘记迈克尔·C·詹森和威廉·H·麦克林在其经典论文①中提出的观点，公司是一种企业的组织形式，代理成本是它的必然结果，无论如何都无法完全克服。但是，从动态地看，企业组织形式是一个内生的选择，不停地在公司、合伙制、合作组织、非盈利组织之间变换。

现代企业理论认为，企业是一系列生产要素契约（合同）的组合，主要包括资本与管理劳动之间、管理劳动与非管理劳动之间、资本与非管理劳动之间的契约等，是个人之间交易产权的一种方式，明确的产权是企业存在的前提。但是，由于人的有限理性，在充满不确定性的环境中，订立一个完备契约的交易成本太高，所以契约与市场相比是不完备的。契约的不完备性引出了剩余索取权和剩余控制权安排问题。

剩余索取权和剩余控制权安排的统一，是古典的企业制度；两者的分离，是公司制度，但是由此产生了代理成本的问题。如果代理成本非常高，经济内生地产生了一种机制：以一种企业制度取代另一种企业制度、或者是降低公司的代理成本。前面一种情况的机制之一就是 MBO。

在 MBO 中，管理者收购公司而完全拥有公司的股权，公司成为自己的企业，是剩余控制权和剩余索取权的统一，使已经分离的企业家职能又恢复到了两权合一的古典企业家状态，原来的股东和管理层之间的委托—代理关系就不复存在了，经济内生地产生了这一结果。从某种意义上讲，古典企业制度是在

① 论文的题目是《公司理论：管理行为、代理成本和所有权结构》，发表于《财务经济学杂志》，1976 年第 3 期，P305～360（Journal of Financial Economics）。

没有财富约束和风险厌恶条件下的最优治理结构，MBO 是实现这个最优治理结构的一条途径，是经济内生地决定企业组织的一种途径。

从一个更为宽广的视角（金融的视角）审视公司的治理结构，公司的所有权是一种状态依存权，即在“正常状态下”为股东所有，在企业“不能偿还债务”的情况下为债权人所有。

实施 MBO 时，受到自有资金数量的限制，必须以已经取得的资产或者股票作为抵押向金融机构进行大量融资，实施 MBO 公司的负债率往往非常高，为了牢牢地控制企业的控制权，这将迫使企业家将现金流优先用于偿还债务而不是支付股息。经济理论研究表明，相对于股息来说，债权是一种硬约束，偿债压力降低了所有者对企业现金流的分配自由，会激发企业家的最大潜力。

与正统 MBO 的目标不同，中国公司实施 MBO 的目标更为基础，亦更为经典，主要目标是明晰企业的产权。

MBO 是四通集团的“创新应用”，其 MBO 方案成功地解决了属于集体经济的四通集团产权不明晰的问题，主要做法是将四通产权归属由段永基领导的职工持股会，明晰了企业的产权。

在沪深上市的公司中，已有不少实施 MBO 的公司，其中最引人注意的是粤美的、深圳方大与宇通客车三家。粤美的董事局主席何享健曾称，“MBO 解决了与政府的关系，让政府退出，不再干扰企业经营，使美的向现代企业制度、向国际化迈进了一大步”；宇通客车董事长汤玉祥则说，“管理层收购，对我们来说只有一个感觉，就是决策可以更果断，做事更加顺手，不会再有扯皮的事。”

在实施 MBO 的过程中，经典的价值转移路径是“税收规避”效应和“价格低估”效应。在 MBO 的财务计划和融资工具的安排中，高杠杆的财务安排是管理层财富约束下的必然结果，MBO 明显地提高了公司的财务杠杆，公司债务大量增加。根据税法的规定，债务利息支出是企业的成本，在交纳所得税之前予以扣减，而股息不能在交纳所得税之前扣减，实施 MBO 的“税收规避”效应就在这个过程中。基于资本市场的非有效性和信息不对称性，股东往往低估公司的价值，实施 MBO，可以获得被低估的公司价值。

在中国的 MBO 中，另一套路径是“套取”流通股股东和中小股东的财富。中国 MBO 的实施并不彻底，所有权与经营权并没有完全统一，是更大的“一股独大”。原来由国家股股东说了算，实施 MBO 后却变成个别管理层说了算。更为关键的是，在实施 MBO 后，管理层持有的是非流通股，与流通股股东存在一定的利益差异。管理层可能凭借新的“一股独大”之便，“套取”流通股

股东和中小股东的财富，进行大量的价值转移。

假如，两个普通的市场参与人之间进行渐进性的市场交易，没有所有者缺位问题，他们都是代表自己的利益进行交易，那么，市场价格是充分交易所形成的均衡价格。但是，在中国 MBO 的买卖交易中，就没有真正的卖方，没有一个利益主体真正关心卖的价格是不是合理，MBO 的价格合理性就失去了其经济基础和利益导向。

由此导致，实施 MBO 的方式往往是协议转让。在协议转让中，信息不公开、缺乏竞争，存在暗箱操作，从而导致收购定价低估，甚至低于公司的净资产。

中国 MBO 的收购价格一般是以公司的净资产价值为基础，但是相当一部分的收购价格低于公司的净资产。例如，粤美的的净资产是 4.07 元，但是两次收购价格分别为 2.95 元和 3.00 元；深圳方大的净资产是 3.45 元，但是两次收购价格分别为 3.28 元和 3.08 元；佛塑股份的净资产是 3.18 元，但是收购价格为 2.96 元；洞庭水殖的净资产是 5.84 元，但是收购价格为 5.75 元。由此可知，其中的价值转移是多少。

MBO 的一个战术决策框架

实施 MBO，约束条件、经济理由是战略问题，是所有实施 MBO 的公司都必须进行考虑和分析的问题。此后，如果需要进一步地推进公司的 MBO 进程，还需要进行战术决策。战略决策是 MBO 实施时的“门槛”，一旦进入，需要考虑的问题是如何更好地成为“房屋的主人”。那么，如何进行 MBO 的战术决策呢？

战术准备是 MBO 决策的一个不可或缺的环节。凡是进行了 MBO 战术准备的公司，MBO 进行得就顺畅，富有效率。凡是没有进行战术准备的公司，MBO 往往漏洞多多，甚至失败。战术准备并不是无所事事，需要与政府沟通、调整公司的组织结构、融资前期活动等。

如果公司进行 MBO，管理层必须分析一下自己的公司是否适合 MBO。决定一个公司实施 MBO 的因素是，公司的条件而不是政策因素，并不是所有的公司都适合 MBO，政策松动，所有的公司都想实施 MBO。

需要注意的是，在确定实施 MBO 的对象中，中国和欧美国家存在巨大的不同。欧美国家的 MBO，一般以公司的现金流、公司的真实价值、融资能力为依据。在中国，一般是以公司的行业、所在地政府态度为依据。

从欧美国家实施 MBO 的理论和实践经验来看，实施 MBO 的公司一般需要

满足如下几个经典条件：其一，目标公司处于成熟产业，有稳定的和可预期的现金流。因为实施 MBO 后，通常需要使用目标公司所产生的现金流以偿还实施 MBO 时的贷款本息。所以，能够产生足够的、稳定的现金流是实施 MBO 的首要条件；其二，目标公司具有良好的财务状况，债务比例较低，尤其是拥有大量未被抵押的资产。这样才有可能获得较大的融资空间，有效利用财务杠杆，筹集足够的资金；其三，目标公司具有较大的潜在管理效率提升空间和企业重组空间。稳定的现金流量只是能够保证按时偿还本息，实施 MBO 的最终目的是为了获取更大的收益。如果目标公司具有潜在的管理效率提升空间，那么实施 MBO 后公司的所有者和经营者的利益目标变得一致，可以更加有效地激励管理层充分发挥聪明才智，因而可以降低代理成本，提高企业管理效率，带来更大的收益。如果目标企业具有相应的重组空间，实施 MBO 后可以通过出售效率较低的非核心业务或者部门，提高企业的竞争力，通过处理闲置设备、裁员、控制管理费用支出等手段减少现金流出，降低生产成本；其四，管理者经验丰富，有长期的行业经历和管理经验。目标公司的潜在盈利能力只有与强有力的管理结合在一起时才能发挥出来。

中国实施 MBO，除了需要满足上面的条件外，一般还需要满足以下条件。其一，企业创业之初，国家没有投入资本金或者投入的资本金很少，在企业发展壮大过程中，管理层的贡献巨大，这类企业实施 MBO 容易获得有关各方的认同。从中国的实际情况看，在改革开放初期，企业家或者投资者出于规避制度风险或者超越意识形态方面的限制等考虑，而戴上了红帽子。这样的企业不管叫做国有企业也好，集体企业也好，其实本质就是民营企业，国家没有什么相应的出资。经过几十年的奋斗，企业做大做强了，如果进行改制，实施 MBO 是个恰当的方式。其二，企业科技含量比较高，人力资源是企业最主要的资本。在这种情况下，管理者的技术、专利、管理非常关键。其三，公司所处的行业为竞争性行业，属于国家显然要退出的行业之一，行业内竞争十分激烈，企业生存发展面临重大挑战。其四，公司股本较小，国家作为第一大股东，持股比例不是太高，不需要动用巨额资金，便可实施 MBO。

在实施 MBO 中，最重要的是获得政府有关部门的支持，此为成败的关键，其中需要利益平衡。中国的 MBO，关键的因素，既不是经济诱因，不是管理效率的提高和代理成本的节减，不是公司的重组和资产的出售，而是其中复杂的利益平衡，是管理层之间的利益平衡，是管理层与公司员工之间的利益平衡，是公司与政府部门之间的利益平衡。

在实施 MBO 的战术决策中，时机是一个不可忽视的因素，不能只是考虑管理者的焦急心态，而是综合考虑政策环境，把握“大趋势”。

中国 MBO 存在的悖论

中国 MBO 具有自己的特色，了解中国 MBO 的特色和悖论有利于企业做出成功的决策，有利于把握未来中国 MBO 的走势。

2004 年 12 月 17 日，伊利股份的董事长郑俊怀及他的高管团队被拘，据报道，他们涉嫌通过不同渠道，采取不同方式，转移公司资金，购买公司股份，以实现“曲线 MBO”。伊利事件为 2004 年的 MBO 做了一个明确的注释：无论 MBO 多么的“曲线”，它必须在法律允许的范围内进行。

2004 年 12 月 13 日，国务院副总理黄菊在 2004 年度中央企业负责人年终总结大会说，“要明确大型企业不准搞管理层收购，中小企业的管理层收购也要区别情况，要规范。对于管理层收购，国资委要制定发布专门文件，做到有章可循。”

基于曾经的 MBO 在实践过程中出现的问题，现在争论的焦点在于是否应该推行 MBO。实际上，MBO 并不可怕，它是提高资源配置效率的一种重要方式。数据表明，在美国，MBO 和杠杆收购在 1988 年的交易额就达到了 390 多亿美元。问题是，为什么在中国 MBO 中存在诸多悖论及未来的立法如何求解这些悖论。就此问题，我们做出了自己的猜想。

①MBO 原因悖论

代理问题是现代企业制度不可避免的成本，随着生产技术的发展和企业规模的扩大，现代企业制度逐渐取代亚当·斯密时代的古典企业制度。由于古典企业制度不存在代理成本问题，亚当·斯密曾经在《国富论》中尖锐地指出，公司的经理人经常铺张浪费、建立奢华的办公场所和追求高档的排场，公司制度不是历史发展的趋势。但是，亚当·斯密没有观察到，公司制的规模优势、人力资本和物质资本的配置优势明显优于古典企业制度，因而公司制度成为企业的主要组织形式。换句话说，代理成本问题是现代企业制度的一个不可避免的问题。

虽然代理成本是现代企业制度的一个不可避免的构成部分，但是，可以通过一系列的手段降低代理成本。在成熟的市场经济体系中，存在许多降低代理成本的方法。激烈的代理人竞争市场、媒体的信息传递、严厉的司法制度、证券部门的监管和合理的金融结构都是行之有效的办法。现代代理理论的研究表明，短期债务和长期债务的合理结构同样具有降低代理成本的功能。

但是，降低代理成本绝对不是 MBO 的主要诱因，虽然是其中的一个原因，古典企业制度根本就不存在代理成本，为什么公司制还是取代了古典企业制度

而成为企业的主要组织形式。内生的企业组织制度替代不是一个集中的现象，而是一个均匀的渐进的过程，所以说代理成本绝对不是风靡一时的 MBO 的主要诱因。

如果认为，MBO 的主要动机是降低代理成本，说明企业的代理成本非常高，这表明存在两个问题：其一，降低代理成本的其他方式发挥不了作用；其二，管理层的信托责任存在问题，没有成为一名合格的代理人，他早该被解职，如果问题严重，公司还可以追究管理层的信托责任。

其实，MBO 存在两个更为重要的原因，其一是股票市场失灵，如果市场低估了企业的价值，而管理层具有内部信息而能做出正确的判断，这时容易发生 MBO；其二是股东和管理层的战略方向发生较大分歧，管理层为按照自己的设想管理企业而实施 MBO。

可以预计，MBO 的发生应该具有周期性，而且与股市具有逆周期性，在股市萧条的时候容易发生 MBO，在股市繁荣的时候较少发生 MBO。美国专门从事 LBO 和 MBO 的投资银行 KKR 公司最后回归正规投资银行表明，每时每刻的 MBO 并不都是最佳发生时刻。

②股权结构悖论

实证研究表明，股权越集中，决策效率就越高，降低代理成本的程度就越大。在美国市场经济体系中，股权的集中度与企业的效率存在正比例关系。

但是，中国当前的 MBO 实践表明，在实施 MBO 的企业中，管理层的持股比例相对较低，如果仅仅考虑个人的持股比例，这一比例更低。实际上，在实施 MBO 过程中，管理层的持股比例直接决定其方案能否获得政府部门的批准。

国资委负责人在中央企业负责人会议上提出了著名的 MBO 五个禁区①，另外还有一个补充规定——经营者持股比例应慎重考虑，比例不宜过高。股权集中程度成为判断一个企业能否 MBO 的标准，并严格控制了 MBO 的股权集中程度。

在欧美国家中，实施 MBO 的企业一般都存在一个从公众公司到私人公司的过程，即私有化过程，股权比例高度集中。如果推行 MBO 立法，应适当放宽管理层的持股比例而不是严格限制。

③上市悖论

公司上市的优势是可以方便地筹集资本，但实施 MBO 的企业在短期内不

① 胡念飞："国资委设 MBO 五大'禁区'"，《每日经济新闻》，2004 年 12 月 16 日。

会因为扩大生产规模而需要筹集资本，因此，上市对公司的吸引力并不强。何况，公司上市又存在一定量的上市成本，实施 MBO 的企业为了节约上市成本和提高企业的自由决策空间，一般会选择主动退市，即从公众公司变成私有公司。

中国实施 MBO 的上市公司不仅不会主动退市，而且还想尽办法逃避退市。在存在股权分置和资本市场并不完善的条件下，上市是实施 MBO 的公司的最优选择，它不但可以以非常低的成本获取资金，而且还可以掌握公司的控制权。如果中国推行 MBO 立法，应当实施严格的要约收购，提高公司的上市标准。

④目标企业悖论

成为实施 MBO 的对象应该具备什么条件？理论上讲，MBO 是杠杆收购的一种形式，需要大量借债才能实施 MBO，大量的借债在随后的时间需要集中的现金流出。因此，MBO 的对象必须具有稳定的可预测的现金流，大量的案例研究表明，如果现金流不稳定或者在 MBO 后需要扩大投资支出的企业容易成为失败的案例。

在中国，现金流的稳定与否并不能成为判断一个企业是否 MBO 的主要标准。中国 MBO 的对象明显具有行业特征、地区特征和规模特征。竞争激烈的行业容易成为 MBO 的行业，深圳、广东和江苏地区容易成为 MBO 的地区，规模相对较小的企业容易成为 MBO 的目标。对于成熟和规范的 MBO 目标而言，所有以上判断标准并不能成为主要的判断标准。随着中国 MBO 规范制度的推出，MBO 必然走上规范之路，MBO 的目标企业应该具备稳定而且可预测的现金流。

⑤避税悖论

实施 MBO 的价值增值主要是代理成本的节约和管理效率的提高，除此之外，避税效应亦是实施 MBO 的主要价值增值源泉，MBO 的避税效应是实施 MBO 的一个重要激励因素。

但是，奇怪的是，中国目前的 MBO 不仅不存在避税效应而且还存在双重纳税效应。

中国在实施 MBO 过程中，转让的主要是国有股或者国有法人股，鉴于国有股或者国有法人股的性质不能变更为社会流通股的政策限制，在实践中，管理层一般会注册成立一个壳公司，从而使国有股或者国有法人股的性质变更为社会法人股绕开政策限制，但是这样做的一个后果是面临双重纳税问题，因此中国的 MBO 不仅不具有避税效应而且还具有双重纳税效应。

如果推行 MBO 立法，希望在政策上有点突破，允许国有股和国有法人股

向个人转让，但规定这部分股权成为特殊的一类股权，名称上可为 MBO 股，它具有社会法人股的性质，或者，特别允许实施 MBO 成立的壳公司可以免税，从而避免双重纳税问题。两者比较而言，后者具有更强的可操作性①。

⑥融资悖论

MBO 作为杠杆收购的一种，需要举债收购公司，公司的负债比例会大幅度地上升，通常达到 80% 以上。从融资风险结构上看，存在多层次的风险债券，风险最小的是优先级债券，其次是次优先级债券，最后是垃圾债券。从参与融资的机构看，参与 MBO 融资的主力机构是投资银行，他们主要是提供过桥贷款。从融资的次序看，在实施 MBO 之前，管理层和投资银行必须提供相关的资金来源证明。

在目前的 MBO 中，金融工具的风险结构单一，融资结构多元化，资金来源不透明，恰恰与成熟的 MBO 模式相反。

更为严重的问题是，MBO 的资金融通渠道普遍存在缺陷。中国的贷款通则明文规定，商业银行的贷款不能用于股权投资；MBO 的实施主体不存在发行债券的条件；从实践看，中国目前实施 MBO 的资金来源主要是信托途径和信用合作社途径。但是，信托融资是逆向融资，与信托法的精神不符，信托是受人之托代人理财，但我国 MBO 信托却是受人之托代人融资。换句话说，信托是融资工资，而不是理财工具。信用合作社途径的资金来源也与信用合作社的资金运用方向矛盾。

另外，五大禁区之四是，经营者不得向包括本企业在内的国有及国有控股企业借款，不得以企业产权或实物资产进行抵押。MBO 的融资问题变得更为突出。

如果推行 MBO 立法，希望在政策上明确规定 MBO 可以选择的资金渠道，在中国债券市场不发达的条件下，建议修改贷款通则，允许信贷资金用于 MBO 性质的股权投资，为实施 MBO 的企业提供一条阳光融资渠道。同时，建议推出规范的 MBO 投资基金，使 MBO 投资基金和风险投资基金一样成为一条重要的融资渠道。

⑦交易过程的求解

任何一个企业的产权交易不一定是 MBO，MBO 只是产权交易的一种表现

① 随着股权分置问题的解决，这一点已经不再成为一个问题，但是，这说明了如何求解这一点的思维历程。

形式。如果一个企业的产权需要交易，既可以是 MBI 又可以是 MBO，没有任何道理能说通这样的逻辑：管理层实施 MBO 的想法和要求在前，然后企业的产权就要发生交易。

在规范的 MBO 交易过程中，独立董事代表股东利益发表自己的意见。如果独立董事失职，他们要承担民事赔偿责任。管理层不能代表股东利益，因为他们与股东之间存在直接的利益冲突。

1988 年 10 月，以 CEO 罗斯·约翰逊为代表的雷诺公司管理层认为公司的股权价值严重低估，随后向公司的董事局提出收购公司的建议。消息传出，立即引来许多买家竞标，每股报价由最初的 90 美元升至 109 美元，最后董事局的独立董事接受了以杠杆收购闻名的 KKR 公司的出价，从而上演了一场 MBO 和 LBO 的经典对决。案例的意义在于 MBO 和 LBO 的对决，最后胜利的不一定就是 MBO，另外，董事局的独立董事代表了股东利益，美国判例表明，如果公司股权被低价出售，公司的董事要承担法律责任。

如果推行 MBO 立法，五大禁区之二——改制方案要由产权单位委托中介机构制定，经营者不得参与转让决策等重大事项，严禁自买自卖国有产权——有利于解决 MBO 交易程序中的问题。法规应规范化和透明化 MBO 的程序，按照规范的程序公开转让公司股权，MBO 只是其中竞争主体之一，同时需要加强独立董事在公司股权转让中的信托责任。

⑧金融工具创新的悖论

一个成功的 MBO，初始的资产债务比例超出合理水平，因此需要一个稳定和良好的分担风险的金融结构。将资产债务比例降到合理水平需要一段较长的时间，一般来说需要 5～8 年。与企业的现金流相匹配，MBO 的融资工具需要期限的合理搭配。同时，为降低相关的风险而不影响管理层的激励效果，需要复杂的金融工具，优先股和可转债是 MBO 中经常使用的工具、并且会根据企业的状况调整相应条款。与此相适应，MBO 的融资来源一般具有私募性质，而私募性质的融资工具具有最强的创新性，因此，MBO 的融资工具一般具有很强的创新性。

以中国目前实施 MBO 的案例情况来看，无论是银行贷款、信用社抵押贷款还是信托融资，MBO 融资期限一般是两年，期限相对较短，实施 MBO 企业的还款压力非常大，金融工具的期限结构不尽合理。另一方面、目前使用的融资工具普遍单一，而且没有个性化的设计条款，没有充分发挥优先股、可转债及其他创新性融资工具的风险分担和治理强化功能。

实行 MBO 立法，不仅希望在政策上拓宽 MBO 的融资渠道，而且在控制风

险的条件下允许 MBO 在有限的范围内进行私募性质的融资创新。

从金融创新的历史看，金融创新的历史一般可以分为两类：绕开政府管制的创新和风险分担与治理强化的创新。前者最著名的创新案例是欧洲美元离岸市场，后者是期权、可转债、优先股等。如果可以选择，希望政策允许 MBO 融资进行风险分担和治理强化的金融创新，纠正我国目前的绕开政策管制的“金融创新”。

6. 资产实体化的综合转换：PPP 中的 PFI 融资

资产实体化可能路径的综合

一般资本市场运营单元，有时并不是一种资产的两两转换形式。从企业的角度看，IPO 是一个证券资产实体化的过程，资本市场运营的主体是企业，而不是个人或者机构投资者。但是，许多资本市场运营单元并不是如此简单，而是多种资产转换形式的组合。

在一个资本市场运营单元中，当存在多种转换形式时，就产生了两个复杂的问题，一是在多种可供选择的转换形式中，如何选择最优的转换形式；另一个就是，如何将多种转换形式组合成为一个最有效率的转换组合。在数学上，它们是同一个最优问题的求解，唯一的区别在于是一个“角点解”还是一个“内点解”的问题。

PPP 中的项目融资，就是一个综合转换形式的问题。其中既有实体资产的实体化（某个供应商、开发商以实体资产入股）、现金资产的实体化（投资者投入现金），还有信贷资产的实体化（银行提供信贷）和证券资产的实体化（项目公司的发行债券、上市融资）。非常类似于企业理论中的契约理论，项目公司是一个中心，不同的主体与它实现不同的资产转换形式。项目公司的功能是优化这些不同的转换形式，进而形成一个增加社会和股东财富的公司。如果将项目公司的这种情况扩展到一般性公司，它就是一个企业的资本市场运营体系（图 3.7）。

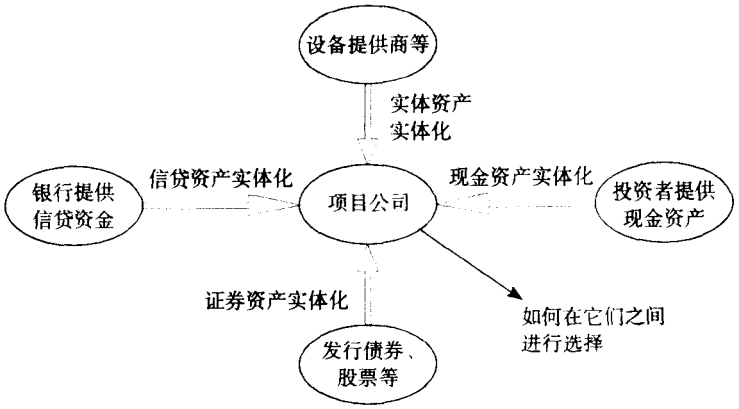


图 3.7　综合的资产实体化的框架图

PPP 中的项目融资原理

20 世纪 90 年代开始，PPP（public-private partnerships）中的私人发起融资 PFI（private finance initiative）的融资模式成为一种公共投资领域的主流融资模式，在欧美各国，尤其在英国，得到广泛的应用。以此种融资模式，私人资本进入了许多公共投资领域，例如，医院、监狱、学校、高速公路等。

以英国为例，1981 年，英国制定了 Ryrie 法，规定如果私人投资的成本低于公共投资的成本，并且公共预算没有覆盖这个投资领域时，才允许私人投资于公共领域。1989 年，这个法律被废除。1997 年，英国通过了两个非常重要的法律，承认私人投资于公共服务领域的合法性和经济合理性，从此，PPP 中的 PFI 融资模式得到迅速的发展。随后，PPP 中的 PFI 融资模式在欧洲和美国得到广泛应用。

中国市场化的进程不断加速，更为重要的是，受制于政府财力的约束和地方政府的激烈竞争，私人资本开始不断侵入公共投资领域，例如，城市的基础设施、自来水、公交公司、高速公路等。虽然私人资本在公共投资领域的投资并不大，但是，如果政策松动，配合以上佳的融资模式，加之公共投资领域稳定和较高的回报，私人资本大规模进入公共领域存在强烈的可能性和可行性。

①PFI 融资的原理

一个融资模式的建立必须具有自己独特的融资原理，PFI 融资模式亦不例外。但是，在 PFI 融资模式应用于 PPP 中，它存在自己独特的融资原理。如果在 PFI 融资中不能贯彻这些原理，融资就不能获得成功。

PFI 融资模式存在两个基本的融资原理：其一，“控制—激励、非控制—非惩罚”原理；其二，“承诺可置信”原理。许多案例研究表明，失败的 PFI 融资模式都没有贯彻这两个基本的原理。

其一，“控制—激励、非控制—非惩罚”原理。“控制—激励、非控制—非惩罚”原理是 PFI 融资中的一个核心原理，是私人融资的激励约束机制，即对私人可以控制的情况进行激励，而在私人不能控制的情况下不能惩罚私人融资者。

PPP 的一个重要应用领域是监狱。但是，在监狱领域实施 PPP 的初始时期，开始并不顺利。原先的融资激励约束机制是，政府根据监狱的使用率进行付费，但是无论私人融资者提供多么良好的服务，它都不能控制监狱的使用率和提高监狱的入住率，因此，私人没有提供融资的激励，监狱的 PPP 计划因此而流产。后来，政府改变了策略，建立了私人融资激励机制，根据监狱的建筑质量和可使用程度进行付费，而不是使用率，监狱的 PPP 由此得到了迅速的发展。

在过桥收费项目的 PPP 模式中，20 世纪 80 年代之前，融资者的收益取决于过桥的车流量。无论作出何种努力，私人不能控制过桥的车流量，项目收益存在不确定性，其收益完全依赖于不可控的自然因素和政府的政策，私人融资者没有参与这种融资的激励。20 世纪 80 年代之后，开始实行固定收费制度，合同规定，在一定时期之后，如果征收的费用达到一定数额，融资者就不再征收过桥费。一个简单的改变，私人融资者可以获得稳定的可预期的收益，过桥收费项目的 PPP 模式得到高速发展。

在高速公路的 PPP 中，PFI 激励机制是“影子收费”。高速公路的私人融资者并不能控制高速公路的使用率，如果私人收益全部来自高速公路的收费，显然违反了 PFI 融资机制中的激励原理。但是，后来使用“影子收费”原理改进了 PFI 中的激励机制，私人融资收益的大小取决于高速公路上大型货车的数量和使用情况，而与高速公路上小车的数量和车流量无关。在可以顺畅运行的情况下，如果高速公路上的大型货车通过的数量越大，高速公路的建筑质量和维护质量就越高，私人融资者获得的收益相应地就越高。在高速公路的 PFI 融资模式下，私人融资者可以控制的是高速公路的建筑质量，而不是在一定时间内高速公路上的车流量，更不能控制其他交通方式对其的分流效应。现在，在许多高速公路的 PPP 中，最大的风险是车流量的稳定性，而私人融资者又恰恰不能控制车流量，根据车流量进行收费就违背了“控制—激励、非控制—非惩罚”的融资原理。

其二，承诺可置信原理。PPP 中 PFI 融资模式成功和发展的关键在于政府

的可信承诺。建立清晰的法律、法规制度，充分尊重法律的尊严，做到有法必依，而不是朝令夕改，是在中国推广 PPP 中 PFI 融资模式最重要最迫切的任务。政府部门对 PPP 中 PFI 融资模式的最大支持是拥有一个透明的、具有可预见性的、建立在合理法律框架上的可置信承诺。

以城市地铁和高速公路的投资领域为例，由于自然垄断性、网络效应和巨大的前期投资，私人部门参与这一投资的最大风险是被政府“关门打狗”，政府以优惠的条件吸引投资，甚至承诺最低回报率，当私人投资进入并“沉淀”下来之后，这些承诺往往难以兑现。这一现象不仅在中国存在，即使在伦敦地铁的建设中同样出现了类似的问题。

英国是通过法律的方式解决政府承诺的可置信问题。实际上，1997 年之前，英国政府已经对私人开放了公共领域，进行了 PPP。但是，PPP 并没有得到发展，因为法律没有明确的规定以保护私人在公共领域的权益，私人部门担心政府的承诺不可置信。1997 年，政府通过法律的形式界定并保护私人在 PPP 中的权益，政府在 PPP 中的承诺变得可以置信，从此之后，PFI 融资模式在英国得到迅速发展。

②PFI 融资模式中的成本分析

PPP 的融资模式 PFI 是政府公共部门与一个特殊目的载体签订的融资合同，资本结构一般是 90% 的债务和 10% 的权益资本，债务资金一般由银行提供，期限一般是 25 年，在大型项目中，特殊目的载体可以选择发行债券。权益资本由特殊目的载体的组成成员提供，特殊目的载体一般包括建筑商、公共设施管理者和其他权益资本的提供者。

确定 PIF 债务资本成本和权益资本成本，需要确定风险补偿收益、权益资本溢价和税收因素的溢价。

风险给 PFI 的融资主体造成了额外成本。Arrow 和 Lind 的研究表明，即使融资者是风险中性的，风险同样存在真实的成本。但是，PFI 融资结构的确存在和产生了大量风险。在高速公路的 PFI 融资结构中，融资者的收益取决于公路的车流量，车流量的不确定性就给融资者造成了真实成本。

在 PFI 融资中，高级别债券的成本一般比相同期限国债的成本高出 2% 或者 3%。权益资本面临更大的风险，其收益率相应更高一些，但是，存在对权益资本溢价的争议。从历史的角度分析，权益资本溢价一般是 5%；而另一种观点认为，权益资本在无风险利率基础一般溢价 2% ~3%。与一般的认识相反，PFI 融资的权益资本溢价相应更高一些。

在成熟的 PFI 市场中，存在确定权益资本收益率的两个标准：其一，PFI

融资的权益资本收益率等于平均私人部门的收益率；其二，在整个20世纪，税前的真实权益资本的收益率一般为6%，没有明显的上升和下降趋势。高级别债券的成本相对便宜一些。一般情况下，PFI税前的真实权益资本的收益率不超过6%。

以英国为例，政府国债的真实收益率一般为2%～2.5%，而私人PFI融资的成本一般略低于6%，其中1%用于补偿系统风险和税收，因为政府的国债一般免税。因此，在PFI融资模式中，私人融资成本一般高于政府公共融资2%或者3%。

③PPP中政府和私人的合作模式

PPP的融资模式PFI的构建基础是私人部门和公共部门的合作。作为PPP，核心的问题是为了完成某项公共设施、公共交通工具及相关的服务项目而在公共机构与民营机构之间达成伙伴关系，签署合同，明确双方的权利和义务，以确保这些项目的顺利完成，并共享投资收益，分担投资风险和承担社会责任。

伙伴关系不是PPP的核心要义，而PPP的核心要义是如何在合作中创造价值和实现优势互补。为了达到这个目的，必须对一个整体的公共项目进行分解，在分解的基础上实现政府部门和私人部门的价值创造和优势互补。

在实践中，公共服务项目一般可以分解为项目所有权的归属、项目设计、项目建造、项目管理和运营以及项目产品或者服务的购买。在一个PPP结构中，一个关键的因素是在项目分解的基础上实现PFI融资。

其一，政府购买产品或者服务的PPP。在这种模式下，政府和私人部门签订一个服务承包协议，由私人融资拥有、建造、维护和管理某种基础设施，政府购买这种设施提供的产品或者服务，私人部门和政府部门在产品购买环节上实现分解。这种模式的一个典型应用是英国的监狱，私人拥有、建造和维护监狱，政府只是购买私人提供的相应监狱服务。

其二，政府提供设施的PPP。在这种模式下，政府拥有、建设和提供某种公共设施，但是政府在运营和管理上存在相对劣势，政府和私人鉴定一个承包或者租赁协议，由私人部门融资，进行设施的管理和维护，发挥私人部门在设施管理和维护方面的优势，获得商业利润。私人部门承担基础设施运行和维护过程中的全部责任，但不承担资本风险，其目的是通过引入私人部门，提高基础设施的运营效率和服务质量。

其三，BOT或者BTO。BOT是“建设—运营—转让”（Build-Operate-Transfer），BTO是“建设—转让—运营”（Build-Transfer-Operate）。在BOT模

式下，私人部门按照政府的规划要求建设项目，按照政府和这个机构签署的特许运营合同来经营这个公共项目，在经过由政府和私人部门约定的时间期满后，私人部门再把项目转让给政府，通常是无偿转让。在大多数情况下，私人部门会想方设法解决项目发展所需的部分或者全部融资问题，特许经营权的时间必须足够长，从而确保私人部门能够通过管理和运营公共项目的收费来获得一个合理的投资回报。

在特许经营期满时，政府部门既可以继续把项目委托给原来的私人部门运作，亦可寻找新的私人部门合作方。BTO 模式和 BOT 模式基本相同，差别只是在于向政府机构转让项目的时间，BTO 是在项目竣工之时，而 BOT 则在特许经营期满之时。

其四，BOO。BOO 的含义是“建造—持有—转让”（Build-Own-Operate），在这种模式中，由私人部门负责建设和运营一个公共项目，并不需要把项目的所有权最后移交给政府。政府把公共项目的法定所有权给予私人部门，并且不承担赎回的责任。一个 BOO 项目，如果能够符合有关政府的法规政策，就可以在服务合约中享受免税待遇，此为 BOO 税收筹划的一个重点。

其五，BBO。BBO 的含义是“收购—建造—运营”（Buy-Build-Operate）。在这种模式下，由私人部门融资收购政府的某项公共项目，并要求私人部门按照政府要求对项目进行修整或者扩建等改进，提高项目的盈利能力和服务水平，其前提条件是政府拥有某个公共项目，但是缺乏进一步维护资金和管理能力，借助于私人部门，进一步发挥公共设施的功能。

其六，DB。DB 的含义是“设计—建造”（Design-Build）。在这模式下，由私人部门为政府提供项目的设计和建造并融资。在这种合作模式中，它能有效减少工期、节约资金、提供更有力的项目担保以及能够将额外的项目风险转嫁给私人部门。通过由唯一的私人部门负责项目设计和建造，能够避免多方共同参与所可能产生的冲突，政府仍然拥有项目的所有权并负责运营和维护整个项目。

其七，DBM。DBM 的含义是“设计—建造—维护”（Design-Build-Maintain）。这种模式与 DM 比较类似，主要差别在于，在 DBM 中，民营机构将承担一段时间内的项目维护工作，政府机构持有相关资产并负责项目的运营。

其八，DBO。DBO 的含义是“设计—建造—运营”（Design-Build-Operate）。在这种模式下，某个私人部门负责设计、建造和运营某项公共项目。总的私人承包商会和设计单位签订项目设计合同；和建筑商签订项目建造合同；最后由自己运营这个公共项目。通过把设计、建造和运营三个环节系统由某个私人部门运营，可以加快速度，保持项目的连续性，亦便于私人部门进行融资。

其九，发展商融资（Developer Finance）。在这种模式下，由私人部门负责项目建设或者扩建的融资，并以此交换获得项目周边房产、商业或者工业项目开发的权利。私人部门提供资金并在政府监督下经营相关设施，并获得利用这些设施的权力，能够从用户收费中获得一定的收益。

PPP 项目融资的构建

在一个大型项目融资中，投资数额巨大，需要在各种可能途径中、在各种转换形式中选择最优的组合。

从公司财务的视角看，一个项目融资是资本和债务的组合。首先，根据投资项目的投资数量，决定项目所需的资本数量；其次，确定项目融资的债务融资渠道和数量；最后，确定资本和债务资金的比例，即项目融资的资本结构问题，一个公司的资本结构，并不像 MM 定理所显示的那样：两者的比例不会影响项目融资的价值。由于税收和破产成本的作用，资本结构会影响投资项目的价值，并且会影响项目的成功率和经济性。

在项目融资中，存在许多可供选择的资本途径。在筹集资本的过程中，为了提高资本筹集的数量、质量和效率，需要掌握几条原则。其一，最佳控制原则。如果一个主体越能影响项目的成功率，它就应该在该项目中投入越多的资本。换言之，项目融资主体的重要性与这个主体在项目中的资本数量应当成正比关系；其二，广泛性原则。一个项目融资涉及的主体包括供应商、建筑商、购货商等，在资本途径选择上，尽量提高资本来源主体的多元化，以此提高项目融资的成功率；其三，充分发挥资本市场的作用。资本市场逐渐成为项目融资的一个主要资本来源。在项目融资中，充分发挥资本市场的作用至关重要。在项目融资逐渐成熟的过程中，实现在资本市场的上市。

同样，可供选择的债务融资渠道亦很多，一般包括国内与国际贷款、租赁融资、共同基金融资和补偿贸易融资等。在获得债务融资中，首先是保证可行性，债务融资的可行性是进行项目融资的首要前提，而且是一段时间内中国金融市场的主旋律；其次是成本优势，在保证项目可行的条件下，首先选择低成本的融资渠道，降低融资的综合资金成本；最后是融资的灵活性，尽量选择对资金使用限制较小的融筹方式。

最后，根据公司的风险状况，在一个国家的税收和财政的外生条件约束下，恰当地确定资本和债务之间的比例关系，以达到投资项目价值的最大化。

从资本市场运营的视角看，项目融资发生了一个巨大的变化，它是各种资产转换形式的统一、优化和组合。

①现金融资渠道

在PPP项目融资中，现金资产实体化一般是指项目发起人及其他主体将现金资产投入投资项目的过程，是项目融资的主要方式，在经济属性上一般是公司的资本。

②实体资产融资渠道

在PPP项目融资中，融资的视角一定开阔。根据项目融资的基本原理，在项目融资的参与主体中，可以选择供货商、开发商、资源提供商等对项目具有一定影响力的参与主体投入一定数量的实体资产。

③融资租赁渠道

在PPP项目融资中，国家经常给予大型基础设施建设项目一定的优惠政策，为充分利用这些优惠政策计，融资租赁是一个经常被使用的融资工具。融资租赁，从不同的主体看，是不同的资产转换形式。从投资项目的角度看，是一个实体资产实体化的过程，是实体资产实体化的主要手段。

并不是所有的融资租赁模式都适用于项目融资，主要使用的是节税租赁。从征税的角度，根据资产所有权的归属，可以将租赁分为有税收优惠的节税租赁和没有税收优惠的销售式租赁。节税租赁，又称真实租赁，是指出租人根据自己设备的所有权可以享受加速折旧、投资税减、利息费用扣减等税收优惠，并以降低租金的形式向承租人转让部分税收优惠的租赁业务，使承租人获得低于银行借款利率的资金。销售式租赁被称为有条件的销售式租赁，在有些国家的税法中通常被视为分期付款，不能享受税收的优惠，其实际利率往往高于银行的借款利率。

融资节税租赁在项目融资中的应用，主要存在两个模式：其一，发起人作为出租人为投资项目提供设备；其二，从租赁公司租赁设备。

发起人作为出租人，或者通过组建一个信托机构作为出租人，购买项目所需设备，再以直接租赁或者杠杆租赁的形式将设备租赁给项目公司。这种方式具有如下优势：一是获得税收优惠，例如，项目在开始几年往往没有利润，或者利润很少，如果发起人所占项目公司的股权不足50%，它就很可能浪费税收优惠，如果发起人作为出租人就可以利用这些税收优惠；二是取得无追索权的贷款。如果采取杠杆租赁的形式，出租人仅仅提供租赁费用的30%左右，剩余部分可以从其他金融机构以无追索权的债务形式取得，相当于拓展了发起人的无追索权的贷款融资渠道；三是实现税务亏损共享。发起人可以共同为某一个杠杆租赁提供股本金，通过信托的形式共同拥有某主要设备，然后作为出租

人，将设备出租给项目公司，从而发起人不必组建正式的合伙企业就能共享项目税收优惠。

在一些国家禁止发起人作为出租人的情况下，以及项目发起人自身财务状况不适合作为出租人的情况下，项目公司从租赁公司以租赁的形式租赁设备，发起人亦可以取得相当的利益。一是利用税收优惠。项目在开始的几年一般没有盈利或者盈利微乎其微，几乎可以忽略不计，而项目发起人又无法利用投资税减、折旧、利息扣减这些税收优惠时，可以通过租赁公司购买项目设备，将税收优惠转嫁给租赁公司，而从租赁公司以较低租金的形式取得回报。二是提高现金流量。与贷款比较，设备租赁可以提高开始几年的现金流，从而提高项目现金流量的净现值。三是获得较长期限的贷款。设备租赁的期限一般较长，可以视为租赁融资是获得较长期限贷款的另一种形式。四是快速、便捷。租赁较之贷款及债券发行，盖因手续简单、灵活，可以快速、便捷地为项目获得所需资金。

④证券融资渠道

在 PPP 项目融资中，证券融资渠道存在两条途径：其一，项目公司的公开募股并上市交易；其二，项目公司发行一定数量的债券。在公司融资中，一般的逻辑是，公司首先公开募股并上市交易，然后选择发行一定数量的债券。但是，在 PPP 的项目融资中，情况恰恰相反，一般是首先发行一定数量的债券，然后“择机”公开募股，将债券转换为股票，增强公司的资本实力。其原因在于，项目公司的信誉较高，能够发行较低利率的债券，但是，公司并没有关于未来盈利能力大小的任何信息，资本市场无法形成一致的价值评估。此时，有利于发行债券而不是股票。另外，PPP 项目融资，在发行债券方面能够得到政府的支持和批准，而公开募股并上市存在许多发行和上市方面的法律障碍，在许多方面不能满足发行和上市的硬性条件。

中国债券市场主要由国债、金融债券、企业债券和一些特种债券组成，中国大型项目的建设已经开始利用债券来筹集资金。在举世瞩目的三峡建设过程中，就有一部分资金是依靠发行企业债券获得。然而，中国利用债券融资的比例还太低，需要加快发展。非政府型债券工具和二级市场交易的匮乏正是阻碍以债券进行长期融资的主要原因。但是，企业债券却是 PPP 项目融资的主要工具之一。

在大型的 PPP 项目融资中，在国际债券市场上发行国际债券是一个不可忽视的融资途径。所谓的国际债券，是指一个国家的政府、金融机构、企业在国际债券市场上以外国货币面额发行的债券。从 1983 年起，中国以国际债券的方式先后在东京、中国香港、新加坡、伦敦和法兰克福等债券市场发行了大量

的国际债券，成为大型 PPP 项目融资的主要途径之一。

债券风险比股票小，债券的发行比股票容易，发行成本低，具有免税效应，提前赎回条款允许项目公司在市场利率降低时，兑回已发行在外的高利率债券，继而发行低利率债券，降低综合资金成本。但是，在债券合同中，保护债券人的条款对发行人资产流动性、证券销售、红利支付、投资和兼并等方面的限制降低了债券的灵活性。

在项目公司具有稳定的盈利模式、现金流可以预期以后，公司可以选择公开发行股票，增厚公司的资本，增强抗风险的能力。

⑤信贷融资渠道

在项目融资中，不能将信贷的视角局限于国内银行贷款，需要综合考虑国际商业银行贷款和国际组织贷款，它们皆是信贷的主要来源和途径。

其一，国内银行贷款。国内银行贷款包括国内商业银行贷款和政策性银行贷款。在中国，除了四大国有商业银行外，还有交通银行、中信实业银行、中国光大银行等新兴股份制商业银行和地方性商业银行。在政策性银行方面，中国于 1994 年起先后组建了三家政策性银行，在项目融资中，如何发挥政策性银行的优势和作用是一个非常重要的方面①。

在 PPP 的项目融资中，政策性贷款是一个主要的信贷来源，应该努力获得政策性贷款，它们主要用于基本建设项目、技术改造项目、城市建设综合开发项目、农业基础设施建设及农业资源开发项目、出口贸易等。在这些项目中，PPP 的项目融资是主要的运营方式，容易获得政策性贷款。

除了国家政策性贷款外，要完成大型项目的建设，一般还要求筹集商业贷款。作为项目商业贷款，与普通商业贷款不同的是，贷款人放贷的着眼点不是项目发起方的资信，而是项目本身的资产和未来的收益。

依据项目借贷双方所承担的风险不同，项目贷款可基本分为两种类型：第一类是无追索权的项目贷款。无追索权的项目贷款，又称为纯粹的项目贷款。项目建成后所能创造的收益是贷款还本付息的唯一来源，项目主办人仅以项目资产作为贷款抵押，如果项目半途而废或者经营失败，即使资产或收益不足以偿还全部贷款，贷款人也无权向项目主办人追偿；第二类是有限追索权的项目贷款。有限追索权的项目贷款使贷款人不仅把项目的收益作为还款保证，并且可以在项目的资产上设定担保收益，而且还可以要求项目第三方提供各种担保，通常包括项目主办人、项目产品远期购买者、项目设施使用者、项目工程

① 不同的项目存在最佳的可供选择的商业银行贷款。

承包商、项目运营商、项目原材料及设备供应商等。当项目中途停建或者经营失败，项目本身的资产和收益又不足以清偿贷款时，贷款人有权向保证人追偿。由于保证人对项目的债务责任，仅以他们各自承诺的担保金额或按有关协议所承担的义务为限，因此称这种贷款为有限追索贷款。

其二，外国政府贷款。外国政府贷款是指外国政府向发展中国家提供的长期优惠贷款。目前中国已经与日本、法国、英国、德国、加拿大等国家建立了政府间双边贷款关系。中国目前利用的外国政府贷款主要是日本政府贷款。

在日本政府贷款中，主要包括：其一，日本海外协力基金贷款。贷款偿还期为30年，含10年宽限期，年利率为2.5%～3.5%，主要用于农业、水利、电力、交通、通讯、环保及城市基础设施等项目；其二，日本能源贷款。由日本输出入银行提供，其贷款偿还期为15～18年，含5～7年的宽限期，年利率为日本输出入银行向日本大藏省筹资的成本加上一定的手续费，专门用于能源项目的开发；其三，日本“黑字还流”贷款。所谓“黑字”，是指外贸中的顺差，由年利率3%左右的海外协力基金贷款和年利率5%左右的输出入银行贷款两部分组成。“黑字还流”贷款主要用于能源开发、技术改造和出口项目等。

外国政府贷款具有一定的优惠性，主要为两种：一是纯政府贷款，即完全由政府财政性资金提供的贷款，一般无息或者利率很低，还款期较长。这种贷款主要用于诸如城市基础设施之类的非盈利的开发性项目；二是政府混合贷款，它由政府财政性资金和商业性贷款混合而成。

其三，国际商业贷款。中国在国际金融市场上以借款方式筹集的资金，主要是指国外商业银行和除国际金融组织以外的其他国外金融机构的贷款。它主要包括两种形式：单个银行贷款和国际银团贷款。国际商业贷款的优点是方式灵活、手续简便，且使用不受限制。但是，由于其利率高，还款期限短，故风险比较大。如果项目经济效益不高、偿债能力不强，就会发生债务危机，国际商业借贷一定要遵守谨慎原则。

其四，国际金融组织贷款。世界银行集团由国际复兴开发银行（IBRD）、国际开发协会（IDA）、国际金融公司（IFC）和多边投资担保机构（MIGA）所组成。世界银行主要对农业和农村发展、环境保护、交通、能源、基础工业及社会事业提供贷款，贷款一般采用项目贷款的方式。世界银行贷款包括国际开发协会的“软贷款”和国际复兴开发银行的“硬贷款”以及国际金融公司的优惠利率贷款。“软贷款”主要是贷给人均国民收入低于一定数额的发展中国家，贷款偿还期35年，宽限期10年，不收利息，但是每年要对没有偿还的

部分征收0.75%的手续费，另外还征收0～0.5%的承诺费。软贷款的条件十分优惠。但是，1999年以后，世界银行对中国发放的软贷款就没有了。“硬贷款”是世界银行向发展中国家提供的低于国际金融市场利率的长期贷款。贷款期限为20年，宽限期5年，承诺费0.25%～0.75%，利率为每季度调整一次的浮动利率。除了IDA贷款和IBRD贷款外，建立于1956年7月的IFC也向会员国提供优惠贷款，其贷款对象主要为不需要政府担保的会员国的私人企业。贷款利率稍低于市场利率，贷款偿还期为7～15年，并根据项目建设期的长短确定一定的宽限期，承诺费率为1%。

在世界银行的贷款项目中，一个特殊的贷款项目是联合融资，又称补充融资，是为了弥补世界银行对大型基础设施项目（适合PPP条件下的项目融资）贷款资金不足而采取的一种融资方式。在中国，它是财政部作为借款人，为资助世界银行贷款项目进行的融资。不论项目成功与否，财政部都有义务偿还融资贷款。联合融资是PPP条件下的项目融资的另外一条主要途径。

在联合融资中，世界银行除了能为贷款项目提供不超过4亿等值美元的长期优惠利率贷款作为“种子贷款”外，还能为对世界银行贷款项目同时提供商业性贷款的其他贷款人提供必要的担保，以鼓励国际私人资本，尤其是那些长期低息的国际私人资本流向发展中国家的基础设施建设部门，加强发展中国家在国际金融市场上的融资能力。世界银行贷款项目都是按照世界银行的标准选出，项目在经济、财务、技术和环境上都是可行的，商业贷款机构可以在几乎不花费贷前成本的情况下获得一定利益，所以“种子贷款”可以吸引大量低利率的商业贷款。自从1994年5月在扬州火电项目中首次使用联合融资以来，中国已经成为使用联合融资贷款最多的国家之一，并且从世界银行河南沁北火电项目起，开始成功地使用没有世界银行担保的联合融资贷款。

1966年，亚洲开发银行成立于日本东京，其贷款可分为普通资金贷款（硬贷款）、亚洲开发基金贷款（软贷款）和技术援助基金三种。亚行普通资金贷款的期限为10～30年，包括2～7年的宽限期，利率实行浮动利率，每半年随着市场调整一次；特别基金贷款的贷款期为25～30年，利率为1%～3%；技术援助基金属于技术援助性质的赠款。亚洲发展银行的贷款以项目贷款为主，农业和农产品加工业是贷款的主要领域。此外，还有水利、林业和渔业，能源主要是水电项目。中国主要使用的是普通资金贷款和技术援助赠款，出于某些特殊的考虑，中国从未使用过该行的软贷款。

国际货币基金组织成立于1945年12月，国际货币基金组织的宗旨是促进国际货币合作、支持国际贸易的发展和均衡增长、稳定国际汇兑并提供临时性

融资及帮助成员国调整国际收支的暂时失调。国际货币基金组织不向成员国提供一般性的项目贷款，而只是在成员国国际收支暂时不平衡时提供贷款，帮助它们克服国际收支逆差。

国际农业发展基金组织是于1977年设立的一个联合国专门机构，它是按照世界粮食会议的决议而设立，专为发展中国家提供优惠贷款以发展粮食生产的国际组织。国际农业发展基金组织的贷款分为三类：优惠贷款、中等贷款和普通贷款，贷款对象具有特殊性。

一个综合案例：亚洲某迪斯尼乐园①

迪斯尼乐园是一座主题公园。所谓主题公园，就是园中的一切，从环境布置到娱乐设施集中表现一个或者几个特定的主题。美国的迪斯尼乐园一般由8个主题园区构成：美国大街、冒险乐园、新奥尔良广场、万物家园、荒野地带、欢乐园、米奇童话城、未来世界。目前，全球已建成迪斯尼乐园5座，分别位于美国佛罗里达州、南加州、日本东京、法国巴黎和中国香港，表3.3。

表3.3　　全球迪斯尼乐园的分布情况

国家	城市	建设时间	占地面积	每年游客人次
美国	洛杉矶	1955年	30公顷	—
美国	奥兰多	1971年	—	1600万
日本	东京	1983年	约80公顷	1650万
法国	巴黎	1992年	—	1200万
中国	香港	2005年	126公顷	初期500万（预计）

①迪斯尼乐园的投资结构设计

设想一下，2005年，亚洲某国际化大都市意欲与美国沃特迪斯尼公司合作投资兴建全球第6座迪斯尼乐园。根据PPP中PFI融资原理，设计一个项目的投融资方案，前提假定是，项目总投资额为20亿美元，前后开发共10年，一期开发5年。

这个城市作为政府主导型市场经济，考虑由当地政府与美国迪斯尼公司两家出资共同组建迪斯尼乐园。按照美国迪斯尼公司组建迪斯尼乐园的惯例，通

① 本案例来源于肖林著：《融资管理与风险价值》，上海三联书店、上海人民出版社2003年版，p91—p97，作者在此基础上进行了一定的改编。

常是由两家公司出资组建。美国迪斯尼公司与外国合资时，往往投资比例较小，但权益比例却很大。例如，香港迪斯尼乐园由香港特别行政区和沃特迪斯尼公司共同投资，总投资约33亿美元，香港政府投资约为30亿美元，占57%的股份，而沃特迪斯尼公司以约3亿美元现金及其品牌资产入股，却占43%的股份。考虑到这座城市具有较好的发展前景，假定：当地政府出资90%，占60%的权益，而美国迪斯尼公司出资10%，占40%的权益。

根据以往经验，美国迪斯尼公司对结构设计往往会提出三个目标要求：其一，融资结构必须保证能够筹集到项目所需资金；其二，项目的资金成本必须低于“市场平均成本”；其三，项目发起人必须获得高于“市场平均水平”的经营自主权。同时，还假定这个国家的税法存在关于税务亏损结转的相关规定，如果投融资结构设计相当，可在一定程度上为投资各方降低融资成本。

基于对上述各个因素的考虑，设计以下投资结构（图3.8），这个投资结构包括两部分：迪斯尼开发公司（A投资结构）；迪斯尼经营公司（B投资结构）。

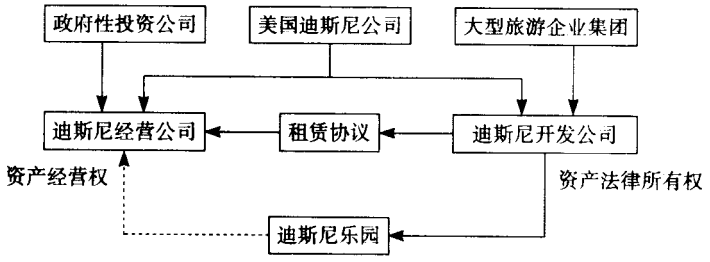


图3.8　迪斯尼乐园的投资结构

设计成立迪斯尼开发公司的目的是，为了有效地利用项目的税务优势。由于迪斯尼乐园在项目初期巨额投资所带来的高额利息成本，以及由于资产折旧、投资优惠等所形成的税务亏损无法在短期内由项目内部有效地消化。更进一步，由于这些高额折旧和利息成本的存在，项目无法在早期形成会计利润，从而无法形成对外部投资者的吸引力。为充分利用税务亏损，降低项目综合资金成本，在迪斯尼项目投资结构中，使用了类似杠杆租赁融资结构的税务租赁模式。迪斯尼开发公司所使用的是一种普通合伙制结构，在这种结构中，投资者能够直接分享其投资比例项目税务亏损（或者利润）与其他来源收入合并纳税的好处。

在项目融资结构中，迪斯尼开发公司将拥有迪斯尼乐园的资产，并以一个10年期杠杆租赁协议，将其资产租赁给迪斯尼经营公司。根据预测，在项目前5年中，由于利息成本和资产折旧等原因，项目将产生高额税务

亏损，而这些税务亏损将由各个投资者分担。在10年财务租赁协议中止时，迪斯尼经营公司将以其账面价值（完全折旧后的价值）把项目购买回来，迪斯尼开发公司则被解散。这只是一个企业的投资结构设计，其目的是享受税收的利益。

设计成立迪斯尼经营公司的目的是，为了解决美国迪斯尼公司对项目的绝对控制权问题。由于各种原因，当地政府要求美国迪斯尼公司所占项目股权为40%，同时，项目的融资结构又往往对项目的投资者和经营者存在各种限制和制约，因此选择B投资结构。B投资结构是一种有限合伙制结构的投资结构，其投资者被分为两种类型：一类是具有有限合伙制结构中的普通合伙人性质的投资者，这类投资者负责任命项目管理班子，承担项目管理责任，同时在项目中承担无限责任；另一类是具有有限合伙人性质的投资者，这类投资者在项目中只承担与其投资金额相等的有限责任，但是不能直接参与项目管理，即在没有普通合伙人同意的前提下无权罢免项目管理班子。由于美国迪斯尼公司是B投资结构中的唯一普通合伙人，尽管在迪斯尼经营公司中只占少数股权，但可完全控制项目的管理权。

②迪斯尼乐园的融资模式

其一，A结构的股本资金。组成A股本资金的“税务股本资金”，具有三个特点：第一，其资金投入是一种不可撤销的承诺，并且是一种具有极强股本性质的从属性债务，从属于任何其他形式的债务资金。第二，由于杠杆租赁结构可以有效地吸收项目前期巨额税务亏损，所以这部分资金具有低成本的特性。第三，这部分资金使用比较灵活，在税务亏损产生之前，这部分资金即可被提取（在普通合伙人可以吸收税务亏损之前，其资金使用需要收取正常的贷款利息），而在通常以税务为基础的杠杆租赁结构中，股本参加者的资金一般是在项目商业完工时才投入项目。

然而，由于A结构中的投资者同样具有普通合伙制结构中合伙人的特性，即承担着无限责任，尽管他们根本不参与项目的任何管理，A结构投资者同样面临着一定的潜在的项目风险。这些风险来自两个方面：银行债务风险和原则协议继承下来的项目责任风险。为了吸引以税务利益为主要目的的投资者参加A结构，在融资结构设计上作以下两方面安排：第一，对于银行债务风险，通过在A结构与政策性银行之间签订无追索贷款协议，以银行放弃对普通合伙人法律责任的追索权利的方式解决；第二，对于项目责任风险，则以安排由美国迪斯尼公司出具一个一定担保额的针对原则协议中主要项目责任的有限担保来解决。

其二，B 结构的股本资金。B 结构中的股本资金中大部分由政府性投资公司通过在证券市场上公开发行股票筹集，小部分由美国迪斯尼公司出资。

其三，债务（从属性债务和高级债务）。某政策性银行向项目第一期工程提供了一部分从属性债务，这部分贷款相当优惠，成本很低。同时，亦向项目提供了相当数量的高级债务。高级债务（项目贷款）是由一个项目贷款银团和政策性银行两部分组成。

本案例的迪斯尼项目融资结构通过以上三部分资金的安排和组合，实现了两个主要目的：第一，提高了项目的经济强度，提高了股本资金比例（可达 60%），从而降低了项目的债务负担；第二，项目经济强度的增强，实现了资金成本的正循环，股本资金及政策性银行的低成本，增强了项目的债务承受能力，有利于项目获得优惠低成本银团贷款和在资本市场筹集大量股本资金，股本金的增加又进一步降低项目债务资金的比例（图 3.9）。

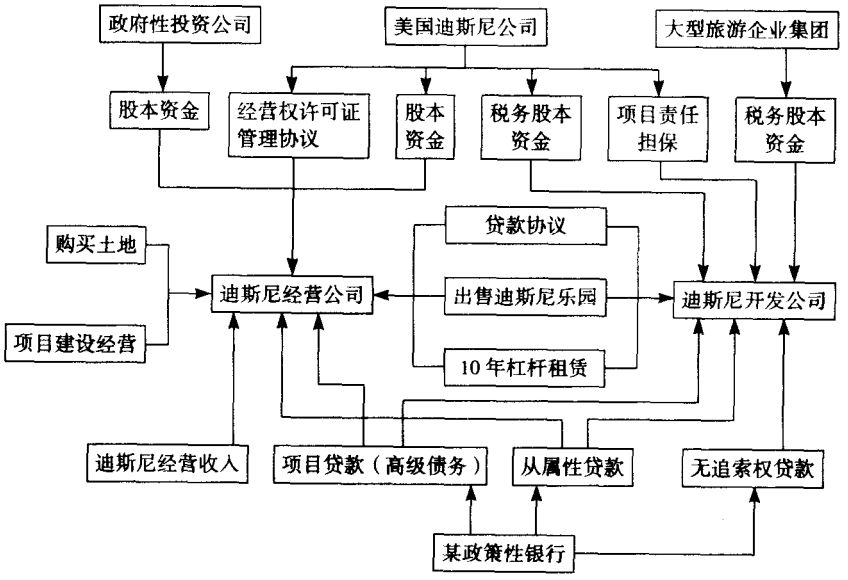


图 3.9　迪斯尼乐园的项目投融资结构

本案例最大的一个特点是，作为项目发起人，美国迪斯尼公司仅通过投资 10%，却占了 40% 的权益，并控制了迪斯尼乐园项目的经营。相比于发展中国家一般项目融资来说，开创了在非传统项目融资领域如何利用公众资金，以及如何利用项目的部分内在价值，例如税务亏损，来安排结构复杂的项目融资。

另外，本案例提出的迪斯尼乐园项目融资结构安排思路在发展中国家具有较强的应用范围。为促进经济发展，许多发展中国家都在大规模投资兴建基础

设施，如能采用在迪斯尼乐园项目中采用的这种有限追索项目贷款、税务股本资金和公众股本资金三者相结合的方式，降低项目的资金成本。同时，项目发起人只需要投入有限的资金。这种项目融资结构的使用对于项目生命期长、前期税务亏损额高的非生产型项目的开发具有特别重要的意义，例如基础设施项目、公益设施项目。

证券资产的流动性、可分割性和标准化特征决定了证券资产必然成为资本市场运营的中心环节。如果将资产转换为证券资产，其中必然利用证券资产的流动性、可分割性和标准化的特征。例如，信贷资产的证券化，是将没有流动性的信贷资产转换为可以在市场上交易的证券，分散了风险，优化了投资者结构，并创造了一个信贷资产证券化的市场。最初的信贷资产证券化的创造者是美林，美林从竞争激烈的华尔街中崛起和壮大的一个主要原因是创造了一个信贷资产证券化的市场，并从中获得了大量的利润。美林的案例最能体现资产证券化的经济理由。

第四章

资产证券化

- 1 资产证券化的经济理由
- 2 现金资产证券化：股票回购的理论、案例
- 3 实体资产证券化：分拆上市还是整体上市
- 4 证券资产证券化：可转债和一个延伸——认股权证
- 5 信贷资产证券化：资产证券化理论

1. 资产证券化的经济理由

资产证券化是将各种资产转换成为在市场上能够广泛交易、流通的证券资产的过程。证券资产具备流动性、可分割性和标准化的特征。因为标准化，可以在一个非常宽广的市场上进行交易；因为可分割性，几乎每个投资者都可以参与其中的交易；因为流动性，它能够满足投资者的不同需求，并且容易将其转换成为其他资产。证券资产的流动性、可分割性和标准化是其他资产并不具备的特征，是资本市场运营的一个关键性特征。

在两两资产的转换中，资产证券化①可以分为四种类型，即现金资产的证券化、实体资产的证券化、证券资产的证券化和信贷资产的证券化过程。资产证券化的目的主要是获得证券资产的收益（例如，现金资产的证券化）、将流动性差或者没有流动性的资产转换为流动性强的资产（例如，实体资产的证券化和信贷资产的证券化）和重新优化配置资本资产的风险（例如，证券资产的证券化）。

现金资产的证券化是指现金的持有者通过证券投资将现金转换成为证券的过程，它包括投资者在证券发行市场上买入证券，更主要的则是指投资者在二级市场上进行的证券交易。从企业的角度分析，现金资产证券化的主要形式是股票回购，基于本书的主体是企业，故本书主要关注企业的股票回购。而投资者在二级市场上买卖交易证券是投资学研究和关注的问题。

实体资产的证券化是以实物资产为基础发行证券并上市的过程，它主要有以下几种方式：其一，企业的分拆上市或者整体上市；其二，不动产证券的发行与上市，即以投资于某一项房产和地产的未来的现金流为基础发行证券。企业的资本市场运营更多地是涉及企业的分拆上市或者整体上市，本书以此为例，说明了实体资产证券化的过程和原理。

证券资产的证券化，是将证券作为基础资产，再以该证券的现金流或者与现金流相关的变量为基础发行证券。证券资产证券化主要形式是：其一，金融期货，按照被交易的金融商品的不同，可以分为货币期货、利率期货和股票指数期货三大类；其二，金融期权，即标的物为证券的期权；其三，可转债和认股权证。在企业的资本市场运营中，惯用的证券资产证券化的形式是可转债和

① 在资产证券化的含义上存在广义和狭义之分，广义的资产证券化是现金资产证券化、实体资产证券化、证券资产证券化和信贷资产证券化的总称，而狭义的资产证券化仅仅是指最近流行的信贷资产的证券化。如果没有特殊说明，我们所指的资产证券化是广义的资产证券化。

认股权证，在中国金融衍生工具市场还没有开发的背景下，可转债和认股权证就成为企业证券资产证券化的主要转换形式。

信贷资产证券化是最近三十年来国际金融市场上最重要的金融创新之一。简言之，“信贷资产的证券化，是把缺乏流动性但是未来具有稳定现金收入流的信贷资产，例如，银行的贷款、企业的应收账款等，经过重组形成资产池，并以此为基础发行证券”。按照被证券化资产种类的不同，信贷资产证券化可以分为住房抵押贷款支撑的证券化（Mortgage-Backed Securitization，MBS）和资产支撑的证券化（Asset-Backed Securitization，ABS）。在典型的资产证券化流程中，通常由发起人将预期可获取稳定现金收入的资产，组成一个规模可观的“资产池”，然后将这一“资产池”销售给专业操作资产证券化的“特殊目的载体”（Special Purpose Vehicle，SPV），由 SPV 以预期现金收入为保证，经过担保机构的担保和评级机构的信用评级，向投资者发行证券，筹集资金，并将日后收到的现金流交给投资者以偿付，从而实现发起人筹到资金、投资者取得回报的目的。

2. 现金资产证券化：股票回购的理论、案例

现金资产证券化的可能路径

现金资产的证券化是将现金资产转换为证券资产，其中典型的形式是投资者购买股票的过程。投资者建立、优化和改进投资组合的过程是一个现金资产证券化的过程。在这个过程中，投资者主要关注的问题是在风险一定的约束下求得收益最大或者在收益一定的约束下求得风险最小，这个分析框架和思路是金融投资组合理论的核心内容，最初由哈里·马克威茨提出，他因此而获得了1990 年度的诺贝尔经济学奖，并被视为象牙塔的成果对华尔街的第一次强烈而持久的影响①。

① 这一部分内容是金融经济学的核心内容，几乎在任何一本金融学经济学的教科书中都有明确而全面的说明，例如，黄奇辅、李兹森伯格著，宋逢明译：《金融经济学基础》，清华大学出版社 2003 年版。

如果从企业而不是个体投资者的角度分析，企业营运现金的短期证券投资是一个现金资产证券化的过程。但是，其投资是一个短期行为，与投资者的证券投资行为并无不同。

另外，在企业的并购中，企业需要购买其他公司的股票，其目的并不是获得股票的投资收益，而是获得公司的控制权。但是，在并购过程中，以现金购买收购对象的股票是综合转换的一个部分，这一部分内容将在第六章中详细说明。

不可否认，现金资产证券化存在各种各样的实现途径。但是，股票回购在企业的现金资产证券化中占有重要的位置，是现金资产证券化的主要实现路径之一。

股票回购的分析框架截然不同于投资者投资证券的分析框架和公司并购中的现金资产证券化的分析框架，股票回购是股利政策下的一种税收筹划、信号传递、优化公司资本结构和避免恶意收购的强力工具，股票回购在资本市场运营中的目的是尽可能地发挥其强力的功能。另外，为了防止股票回购成为公司内部人操纵股票价格的工具，许多国家在股票回购上进行了一定的制度约束和限制。

在中国的资本市场上，证券监管部门已经允许上市公司回购公司股票。可以预见，股票回购将是公司的主要资本市场运营方式之一，是公司资本市场运营的新方式。在公司财务理论中，股票回购是公司股利政策的一种形式，为了分析问题的完整性，以股票回购为主的企业现金资产的证券化在股利政策框架内以资本市场运营的方式展开。

图 4.1 是现金资产证券化的框架图。

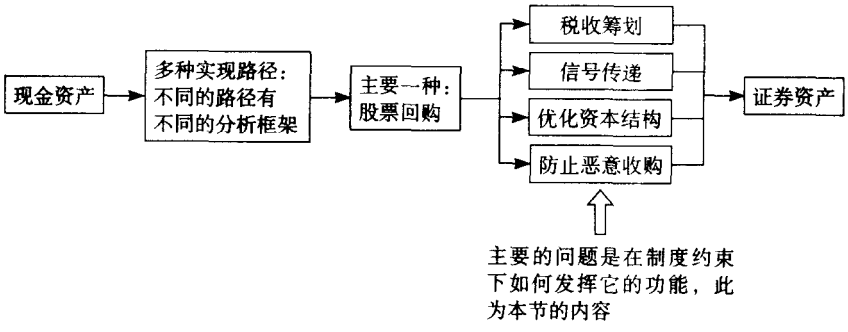


图 4.1　现金资产证券化的框架图

中国股票回购的个案

在中国的法律制度中，《公司法》规定，在“为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时”才允许公司回购股票。在中国资本市场存在股权分置的条件下，股票回购还只是一个个的个案，并没有成为资本市场运营的主流形式之一。但是，随着中国资本市场股权分置问题的破题、资本市场有效性的提高和政策的逐渐解冻，可以预见，股票回购将成为中国资本市场运营的惯用方式之一。

与主流资本市场上股票回购的理由存在差异，中国资本市场上的股票回购主要存在两种理由：其一，调整公司的股权结构以协调公司股东之间的利益和关系，一个股东利益协调的公司才能获得持续、稳定和长久的发展；其二，国有股的减持。

从历史发展的角度分析，中国主要存在四种类型的股票回购。但是，从发展的趋势来看，随着中国资本市场的渐进完善和发展，中国公司的股票回购将逐步回归主流。

①中国股票回购的雏形

中国最早的股票回购案例是因1992年的“小豫园”并入“大豫园”而发生的股票回购，该案例是中国资本市场上第一例为了实现合并而实施股票回购的成功个案。“大豫园”作为“小豫园”的大股东，把“小豫园”所有股票，包括国家股、法人股、个人股，全部回购并注销，股票回购以协议回购的方式完成。在程序上，经过了股东大会的批准。在实施了股票回购后，“大豫园”和“小豫园”合并成为一家公司，新公司发行了新的股票。在合并时，“大豫园”承诺“小豫园”的股东拥有优先认股权。该案例是政府主导的股票回购案例，仅仅具备了股票回购的部分要素，但是，案例中的股票回购、优先认股权等体现了资本市场运营的基本技术和因素。

②策略性减资回购案例

1994年9月，上海陆家嘴金融贸易开发区股份有限公司（简称“陆家嘴”）以公司土地尚未完全投入开发、国家股的部分资本仍然虚置和股权结构不合理为由，决定以协议回购方式实施减资计划，以每股2元的价格回购了国家股2亿股。但是，随后又增发B股（流通股），使社会公众股占总股本的比例达到了15%的法定要求。这个案例的一个主要特点是，减资回购从而规范股权结构并不是公司的最终目的，根本目的是通过国家股减资回购再增发一定数

量的流通股（B 股）。股票回购并不是为了减资，而是为了进一步增资扩股。从这个意义上讲，股票回购成为一种策略性的资本市场运营手段。

③国有股的减持性回购

1999 年发生的两起股票回购案例表明，股票回购逐渐成为公司在资本市场上的一种主要运作方式，是国有股减持尝试的新途径。

1999 年 4 月 1 日，云南云天化股份有限公司（简称“云天化”）发布公告，拟以协议方式回购其第一大股东云天化集团有限责任公司持有的国有法人股 2 亿股。2000 年 9 月 21 日，公司以 2000 年 6 月 30 日每股净资产 2.83 元的回购价格回购并注销了部分国有法人股，回购总额为 5.66 亿元。2000 年 11 月，公司以现金资产完成此次股票回购并将其注销。

“云天化”的股票回购案引起了证券监管部门和广大投资者的极大关注。根据“云天化”的解释，公司回购国有法人股的目的是“迅速而有效地降低国有法人股的比重，改善股本结构”，从而为“云天化”的长远发展奠定良好基础，同时亦为股东提供更加丰厚的投资回报。然而，股票回购虽然降低了国有大股东的投资比例，但是控股地位并未改变。同时，“云天化”可以增加银行贷款以提高负债水平，适当运用财务杠杆以提高每股收益，从而提升股票的投资价值，改善二级市场的形象。更为关键的问题是，作为国有大股东的云天化集团成功套现 4 亿多元，从而拥有足够的资金实力培育优质资产，或者为将来参与“云天化”的配股提供资金支持，或者解决云天化集团的资金短缺问题，或者是在“云天化”发展的最好时期实现退出从而获得最高的资本溢价。由此可见，“云天化”的股票回购是一个多赢的资本市场运营方案，无论是公司的流通股股东，还是公司的非流通国有股东，都从股票回购中获得利益和好处。从资本市场运营时机的拿捏角度分析，“云天化”股票回购的时间恰到好处。

1999 年 10 月 19 日，申能股份有限公司董事会（简称“申能”）发布公告，拟以协议回购方式向国有法人股股东申能（集团）有限公司回购并注销 10 亿股国有法人股，协议的回购价格以每股净资产 2.51 元确定，总金额为 25.1 亿元。1999 年 11 月 23 日，公司股东大会的决议通过了回购并注销部分国有法人股的方案。1999 年 12 月，公司以现金资产完成此次股票回购并将其注销。

两起股票回购案例皆是国有股的回购和减持。但是，可以预测，在国有股的回购和减持框架中，股票回购的用武之地非常小，不能得到普遍应用。股票回购需要在更为广阔的空间和舞台中发挥更大的功能。

④回归主流的股票回购

1999 年 5 月，上海氯碱化工股份有限公司（简称“氯碱化工”）提出回购部分 B 股，回购 B 股的主要动因是：其一，1999 年的 B 股市场低迷，受到东南亚金融危机的影响，中国 B 股市场处于极度低迷状态，B 股股价相对于 A 股股价严重偏低。B 股市场的低迷导致了中国 B 股市场的许多问题，例如，同时发行 A、B 股公司的再融资的“烦恼”等。主流股票回购的主要动机是股票市场对公司股价的低估，就这一点而言，“氯碱化工”B 股的股票回购符合主流股票回购的动机。其二，B 股股价的严重低估必然会损害公司形象，出于提升公司形象的考虑，公司有必要通过回购部分被低估的 B 股，促使公司股价的回升。其三，B 股股票的回购可以改善公司财务指标，通过回购部分低价 B 股，提高每股收益和每股净资产值，但是需要回购价低于每股净资产值的条件，从而提高每股价值和公司的总价值。其四，从总的 B 股市场看，B 股回购可以活跃 B 股市场，反过来可以增强 B 股市场的融资能力。

“氯碱化工”实施 B 股回购的目的已经符合主流的股票回购目的，因此，被称为回归主流的股票回购。

公司股利视角下的股票回购

股票回购是企业惯用的一种资本市场运营手段，在成熟的资本市场中，股票回购在一个企业中经常会发生。随着中国资本市场股权分置问题的破题和功能的完善，股票回购将不再是一个个的个案，而会成为企业资本运营工具箱中的一件常规武器。

在公司的财务理论中，股票回购是在公司股利的框架中分析问题，其原因可能是股票回购的法律制度条件与其他股利政策的条件相当地一致。

①公司股利政策的条件

公司的股利政策涉及到公司股东、债权人、社会利益和其他利益相关者的利益平衡问题，不能因为公司股东的利益而损害债权人和公司员工的利益，因此公司的股利政策需要在一定的制度和企业经济条件下进行。

就股利政策的制度条件而言，需要满足以下几个方面的约束条件。

其一，资本完整性约束。法律规定，公司只能用当期利润或者留存利润分配股利，不能用公司的资本（包括股本和资本公积）发放股利，资本完整性约束是为了保全公司的股东权益资本以维护债权人和其他利益相关者的利益。

其二，公司积累的约束。该规定要求，公司在分配股利之前应当按照法定

程序提取各种公积金。中国的有关法律规定，公司应当按照税后利润的10%提取法定盈余公积金，只有当积累的数额达到注册资本的50%时才可以不再提取，并且鼓励公司在分配普通股利之前提取任意盈余公积金。公司积累约束是为了增强公司抵御风险的能力以维护投资者和其他利益相关者的利益。

其三，公司利润的约束。该规定要求，在公司弥补完毕以前年度的亏损之后，剩余利润才能用于分配股利，否则就不能分配股利。公司利润约束可以看做是资本完整性约束的补充，以防止权益资本被侵蚀。

其四，超额积累利润的约束。在大多数国家中，股东获得股利需要交纳的所得税高于股票交易资本利得需要交纳的所得税，公司据此可以通过减少股利以积累利润促进公司股价上涨，藉此实现股东避税的目的。为了防止这种行为，国家制度通常规定，公司不得超额积累利润，如果公司保留盈余超过了相关法律规定的水平，就对超额部分征收额外的税收。在中国的法律制度中，并没有对公司超额积累利润作出限制性的规定。

公司的股利政策还需要考虑自身的经济条件，具体的因素包括以下几个方面。

其一，公司盈余的波动性。公司能否保证获得长期稳定的盈余——盈余的波动性——是股利政策的基础。盈余波动性小的公司对未来盈余的预测比较准确，可以采取稳定的股利政策，发放较高的股利率；盈余波动性大的公司对未来的盈余难以作出准确的预测，一般采取较低股利率的政策以防止盈余突然下降而造成股利的无法支付和股价的急剧下跌，乃至公司的财务危机。

其二，公司发展阶段。公司的股利政策与公司的发展阶段密切相关，一个公司的发展阶段可以分为初创期、成长期、稳定期、成熟期和衰退期，每个阶段的盈利状况、投资机会、资金可获得性、资金成本和资金风险存在较大差异，各个阶段的股利政策就各不相同。具体而言，在初创期，公司面临的风险非常大，利润亦非常少，融资渠道不畅，资金成本较高，一般采取零股利的政策；在成长期，公司的利润比较高，投资需求比较大，发展前景良好，但是盈利并不稳定，公司一般采取低股利率的政策；在稳定期，公司获得的利润稳定，现金资产充裕，一般采取逐步增长的股利政策；在成熟期，公司的产品市场趋于饱和，投资机会减少，现金流入较高，较宜采取稳定的股利政策；在衰退期，公司利润减少，现金流入减少，公司在这个阶段面临转型，较宜采取零股利的政策。

其三，公司的现金流。公司在经营活动中，必须有充足的现金，公司在分配股利时必须考虑现金流量的大小和资产流动性的高低。如果现金流量较大和资产的流动性较高，公司宜采取较高的股利率；如果现金流量较小和资产的流

动性较低，公司宜采取较低的股利率。

其四，公司的融资能力。公司在分配股利时，应当考虑自身的融资能力。如果自身的融资能力较强，在公司缺乏资金时，能够容易在资本市场或者货币市场上筹集到资金，解决资金的暂时短缺，公司宜采取较高的股利率；如果公司的融资能力较弱，在公司短暂需要大量资金时，公司不能从资本市场或者货币市场上筹集到所需资金，公司宜采取较低股利率的政策，保留较多的盈余用于公司的未来发展。

其五，公司的投资机会。公司的投资决策与股利政策相互关联，在公司存在良好的投资机会时，公司的股利政策就收紧。在公司没有非常好的投资机会时，公司宜放松其股利政策，将公司的现金盈余发放给投资者。

②股利的支付方式

公司存在许多类型的股利支付方式，股票回购只是其中的一种，选择股利的支付方式是公司财务决策中的一个非常关键的问题，即在什么条件下选择何种股利支付方式是财务决策的关键性问题。

其一，选择现金股利。现金股利是公司以现金的形式向股东发放股利，现金股利的多寡取决于公司的股利政策和经营业绩。现金股利是公司股利支付方式的基本选择，在公司存在足量现金和向非特定的股东支付股利时，一般选择现金股利。

其二，选择财产股利。财产股利是公司用现金以外的其他形式的资产支付股利，具体而言，包括实物股利和证券股利。实物股利是以实物资产或者实物产品作为股利发放给股东，多用于额外股利的发放形式。由于实物存在不可分割性，实物股利在公司股利的实践中比较鲜见；证券股利是以公司拥有的其他企业的有价证券，例如股票、债券等，作为股利支付给股东。财产股利虽然比较鲜见，但是存在许多特殊的用途。在企业的并购中，经常选择财产股利支付方式。

其三，选择负债股利。负债股利是公司以负债的形式支付的股利，具体而言，包括公司应付票据和公司债券两种形式。负债股利是公司已经宣布发放股利而现金不足时使用的一种权宜之计，将来还是需要向股东支付现金。

其四，选择股票股利。股票股利是公司以发放的股票作为股利支付方式，中国称为“送红股”，是指公司将年度利润留存在公司里，而分配给公司股东一定的股票作为股利，以使公司股东的股份增加而获得投资收益。

在公司面临扩大生产规模或者向新的领域投资时，需要保留所有的盈利作为投资资金，但是又考虑到需要向股东发放股利，公司往往采取股票股利的形

式。公司留存了大量的现金用于投资或者发展，发放股票股利可以向股东传递公司继续发展的信息，从而提升股东的信心。但是，如果股票股利发放过度，股票股利就存在一定的不利影响，增加发放股票股利的成本，发放股票股利被视为公司“现金周转不灵的信号”。另外，发放股票股利扩张了股本，在每股支付的股利数量一定的条件下，增加了未来的股利支付和财务负担。

其五，选择股票回购。股票回购是指公司按照一定程序回购发行或者流通在外的本公司股票的行为。如果公司存在大量的现金，没有良好的投资机会，并且股票市场低迷而公司股价被低估，公司通常选择以现金回购公司的股票。公司回购了部分股票，发行在外的股票数量相应减少，每股收益和资本数量提高，从而导致公司股票的价格上涨，资本收益代替股利收益作为对投资者的回报，从这个角度讲，股票回购是股利支付的一种主要形式。回购股票还存在其他方面的重要用途，例如，公司调整资本结构时，股票回购可以提高公司的负债率，降低公司的综合资本成本；股票回购可以消除潜在的被控制和被并购的威胁。

在欧美国家中，股票回购一般作为库藏股处理。中国的法律规定，除非是为了减少公司的注册资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并，公司不能购回本公司的股票，不得拥有库藏股。

股票回购还存在一定的负面影响，例如，有些公司可能利用股票回购进行股价的操纵，损害投资者的利益；股票回购亦会减少公司的权益资本，削弱公司对债权人的财产保障。诸如此类，不一而足。

③股票回购的制度约束：“郑百文”案例

股票回购是把双刃剑，一方面，股票回购可以提高资本市场的效率，提高资本市场运营的成功率和有效性；另一方面，股票回购可能会损害公司某方利益相关者的利益，损害金融市场的信誉和效率。进行股票回购，除了分析股票回购的经济原因外，其制度约束亦是一个非常关键的问题。制度约束下的股票回购是为了限制股票回购中的弊端，成功而有效的股票回购需要在一个有效的制度约束框架下展开和进行。

为了限制公司股票回购中的操纵和损害公众利益的行为，成熟市场经济国家和地区都对股票回购进行了一定的制度约束，不同的国度拥有不同的制度约束，主要的区别是股票回购后是否允许库存以及股票回购的目的和用途。

在美国，原则上允许公司回购股票，股票回购的条件相对宽松。作为一种资本市场运营方式的股票回购在美国最为普遍，允许公司库存回购的股票是美国法律关于股票回购规定中最有特色的一个部分。

在美国，公司可以注销购回的股票，或者将股票以库存方式持有。但是，在股票以库存方式持有期间，没有资格领取股息，并且没有表决权。在用途上，这部分股票可以用做红股、雇员股票计划，但一般不能再出售给公众。

美国公司回购股票的现象相当普遍，其主要目的是稳定和提高公司的股价、实施期权计划等。但是；美国仍有许多州的公司法规定，只有公司为了维护现有的经营方针、维持本公司利益而争取控股权时，回购本公司股票才合法。

1980 年的英国公司法在原则上禁止股票回购的同时，规定了几种例外情况：其一，实行正常减资；其二，赎回优先股；其三，股份的没收；其四，根据特别法则的规定，公司具有获取自身股份之权限的场合。在英国的制度约束中，最有特色的地方是，公司可以回购公司的优先股，极大地方便了公司在优先股上的交易和处理。

《联邦德国公司法》规定，股份有限公司不得认购自己的股票，子公司亦不得认购其母公司的股票，但特定情况除外。根据德国股票法第 71 条的规定，准许企业在特定情况下收购资本金 10% 以内的本公司股票。所谓特定情况是指：其一，避免重大损失时；其二，向公司员工实施期权计划时；其三，基于减资决议注销股票时；其四，股票继承时。在德国的制度约束中，最有特色的地方是，公司可以在一定的数量限制下进行股票回购以实施员工的期权计划。

日本制度对公司买卖本公司股票的规定逐步放宽。在 1994 年以前，日本对公司持有自己股票一直持否定态度，目的是为确保资本充实、股东平等和公司控制权的公平分配等，但在以下几种情况下允许公司收购本公司股票：其一，为注销股票而收购时；其二，企业合并时；其三，为行使公司权利而必须回购时；等等。

1994 年 4 月，日本通过了“修正商法及有限公司法之一部分法律”，放宽了公司取得自己股票的事由，允许公司可以为员工持股而进行股票回购。

2001 年 10 月，日本再次修改商业法规，允许公司持有库存股。从此，在各种自由的理由下，日本公司都可回购其股票。

就对股票回购的制度约束而言，各个国家在两个方面限制公司的回购股票：其一，股票回购的数额限制。股票回购作为资本市场营运的方式之一，会对股票交易市场产生相应的影响，如果资本市场不够成熟，监管没有完全到位，就会出现内部人以股票回购操纵股价的现象，从而损害投资者的利益，进而影响整个资本市场的发展和完善。在市场规模较小的市场中，限制股票回购的数额可以防止公司对自己股票的操纵行为。其二，对股票回购目的的限制。股票回购的目的主要包括减资、合并、作为库存股以实施期权计划等，但从发

展趋势上看，股票回购的制度约束和限制正在逐步放宽。

根据中国的法律、规章、法规等各种制度规定，原则上禁止公司回购股票，但在特殊情况下可以进行股票回购。

《公司法》第149条规定："公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股票或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外"。

《证券法》规定："上市公司除减资以外不得从二级市场回购可流通股份"，股票回购的对象仅仅限于国有股和法人股。

《上市公司章程指引》第二十四条规定："公司在下列情况下，经公司章程规定的程序通过，并报国家有关主管机构批准后，可以回购本公司的股票：其一，为减少公司资本而注销股票；其二，与持有本公司股票的其他公司合并。除上述情况外，公司不得进行买卖公司股票的活动"；第二十五条规定："公司回购股票，可以以下列方式之进行：其一，向全体股东按照相同比例发出回购要约；其二，通过公开交易方式回购；其三，法律、行政法规规定和国务院主管部门批准的其他情形"。《上市公司章程指引》还规定："公司购回本公司股票后，自完成回购之日起十日内注销该部分股份，并向工商行政管理部门申请办理注册资本的变更登记"。

《上市公司收购管理办法》第三十三条规定："在收购人作出提示性公告后，被收购公司董事会不得提议回购上市公司股份"。这条规定限制了股票回购在中国资本市场上"反收购"中的应用。

中国关于股票回购的制度限制和规定明显不同于成熟市场经济国家的有关规定。中国上市公司的股票回购仅限于减资和合并的情形，回购后的股票必须进行注销，不允许库存股的存在。同时，没有考虑到中国非流通股与流通股的差别分别予以规范，限制了股票回购的大规模实施。

在制度约束的框架内，股票回购几乎没有用武之地，限制了它作为一种资本市场运营方式的使用。当然，在中国资本市场规模偏小和存在股权分置的条件下，在上市公司监管和上市公司治理结构尚未健全时，放宽股票回购的制度限制，可能会出现股价操纵、内幕交易等不合理行为。另外，从经济动因上讲，在股权分置和市盈率极高的资本市场中，没有股票回购的经济动机和理由。但是，随着股权分置问题的破题，股票价格的渐进合理化，法律制度的逐步调整，股票回购必然成为资本市场运营的一种主要方式。

在抑制股票回购的不良效应时，严格的制度约束同样限制了股票合理的经济功能的发挥。在郑州百文股份有限责任公司（简称"郑百文"）的公司重组中，股票回购起着一个主要的作用，但却遇到了尴尬的限制。虽然"郑百文"在中国资本市场上的赫赫名声来源于它的疯狂造假，源于它的一夜之

间天壤之别的变化，昨天还是一个绩优股，一个样本企业，今天却成为一个垃圾股，一个造假的典型。但是，在“郑百文”的重组中，“郑百文”的一份主要优质遗产是促进中国股票回购的尽快合理化和正规化。在“郑百文”的重组方案中，股票回购行为引致了大量的争论，在法律制度约束下，分析“郑百文”的股票回购案例，为设计中国未来的股票回购的法律制度能够提供一定的借鉴。

“郑百文”是1996年在上海证券交易所上市的一家商业类公司，主营家电类产品的销售。上市之初，郑百文的公司业绩和二级市场表现非常强劲。但是，好景不长，1998年底，“郑百文”的年报公布每股收益为-2.54元，而1997年每股收益还是0.44元，此为一个公司业绩的惊天大逆转，匪夷所思。

不久之后，“郑百文”在申请上市时财务状况严重造假的事实被揭露，公司被实施“特别处理”。1999年12月，中国建设银行将对“郑百文”的逾期贷款本金和应付利息共计19.36亿元转让给信达资产管理公司。信达资产管理公司设立了资产重组委员会，开始了“郑百文”长达3年的重组历程。重组方案的最终胜出者是由张继生掌管的山东三联集团公司和设计方案的中和应泰投资顾问公司。

山东三联重组方案框架的核心是，三联集团与债权人之间的关系和三联集团与其他股东之间的关系。就三联集团与债权人之间的关系而言，三联集团出资3亿元偿还信达资产管理公司（简称信达）的贷款，信达将“郑百文”所欠的近15亿元债务全部豁免。换言之，三联集团出资买下“郑百文”拖欠信达的债务，从而彻底化解重组之后公司的债务问题，为公司的后续发展提供了基本保证。就三联集团与中小股东、流通股东的关系而言，“郑百文”全体股东包括流通股东在内将所持“郑百文”股份的50%无偿过户给三联集团公司——不同意这个建议的股东的股份将由“郑百文”按照“公平价格”回购其股票，董事会决议形成的价格是每股1.80元。换句话说，如果“郑百文”重组成功，所有股东将所持股票的50%无偿过户给三联，为“郑百文”的巨大债务漏洞埋单。就三联集团而言，三联集团以3亿元买到一个没有债务负担的“郑百文”50%的股权，其收益是公司控制权收益和流通股的溢价收益。在方案中，一个比较引人注意的问题是，如果股东不同意这个方案，公司将以“公平的价格”回购其股票，从经济上讲，是公司回购股票，是全体股东埋单，而不是三联集团。

2000年12月31日，“郑百文”召开的股东大会原则上同意了这个方案。这个方案是一个经典的重组方案，与“郑百文”破产相比较，流通股东、债权

人和重组者山东三联都是这个方案的赢家，只不过是盈利多少的问题，所有的盈利来源于重组后公司经营业绩的改善和后来股东的利益转移。

虽然这个方案是一个经典的重组方案，但是存在一个股票回购方面的法律缺陷。这个缺陷是，如果投资者不同意将50%的郑百文股权无偿过户给三联集团公司，“郑百文”将按照“公平价格”回购，然后转让给山东三联。但是，如果股东不同意无偿转让股份，根据中国《公司法》和《证券法》的规定，三联集团通过郑百文回购股份只能注销，而不能持有并且转让。况且，《证券法》还规定，上市公司不能从二级市场上回购公司股票。

即使不考虑上市公司在二级市场上回购股票的法律限制，基于二级市场的条件，就经济成本而言，无论是“郑百文”还是三联集团都无法通过二级市场回购公司股票，这是股权分置条件下的一个非常有趣的问题。

“郑百文”的流通股股东的平均持仓成本在10元左右，如果按照三联集团的重组方案，所有股东过户50%的股票，流通股股东的收支平衡至少需要股价升至20元。也就是说，当时5元左右价格的“郑百文”股票在复牌后需要上涨4倍。三联集团的主业同样是商业股，即使是科技股、房地产股，以当时的情况来看，涨到20元几乎不存在可能性①。但是，不容忽视的问题是，流通股东的比较基础是盈亏平衡。如果公司破产，流通股东可能一无所获。与公司破产比较，这个方案对流通股股东还是一个比较好的方案。

就股票回购的方式而言，中国1997年颁布的《上市公司章程指引》规定，上市公司回购公司股份的方式有三种：其一，向全体股东按照相同比例发出回购要约；其二，通过公开交易方式购回；其三，法律、行政法规规定和国务院证券主管部门批准的其他情形。从已实施的股票回购案例分析，所有的股票回购方式都属于第三种方式，并且与国有股的减持连在一起。但是，“郑百文”的股票回购应该属于第一种，这种股票回购方式可以避免回购定价问题，是一种比较公平的回购方式选择。在中国资本市场存在股权分置的条件下，在不变更股票性质和全体股东同意回购的条件下，这种方式是一种公平的方式，而且还可以避免股票回购的定价问题。

这个重组方案的经典性还在于对股票回购和债权人关系的处理上。在股票回购中，为了保护债权人的利益，原则上要求股票回购应事先征得债权人的同意，回购股票的公司应向债权人提供较详细的股票回购计划，包括回购的目的、回购的数量、回购价格以及回购股票的处置等。在必要时，应与债权人签署偿债协议，确保股票回购后仍能按时偿还债务本息。股票回购的公司如果已

① 资料来源：何晓晴：“郑百文复市为三联解套?”《中国经济时报》，2003年2月12日。

经发行债券，应征得债券发行审批机构的同意。总之，没有征得债权人的同意，股票回购不能进行。同时，2004 年的《公司法》第一百八十六条中规定，“公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上至少公告三次。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自第一次公告之日起九十日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保”。因此，股票回购的一个重要问题是，如何获得债权人的同意。在“郑百文”的案例中，山东三联集团收购信达资产管理公司的债权在前，据此就恰当地处理了这个问题。

但是，相关制度并没有对股票回购的资金来源、回购数量、价格、程序等方面作出具体的规定，股票回购的规范操作性不强，每个股票回购还是个案操作，缺乏一个一般性的制度约束和规定。

股票回购的经济动因

股票回购产生于公司规避政府对现金红利税收的管制，是规避制度约束的一种金融创新。在 1973 年和 1974 年间，美国政府对公司支付现金红利施加限制条款，股票回购作为有效规避现金红利税收的办法迅速获得公司青睐。此后，股票回购的应用领域迅速扩大，成为一种主要的资本市场运营手段，成为改变公司资本结构、防止敌意并购、稳定公司股价和提高剩余资金利润率的有力工具。

公司在什么经济条件下进行股票回购是一个非常复杂的问题，公司需要根据其目标，选择恰当的工具实现这个目标，股票回购有时是一种可以发挥意想不到作用的工具。

①最简单的目的：在股利政策中进行税收筹划

公司以股票回购向投资者支付股利，投资者避免了因现金股利而必须缴纳的个人所得税，并且由于股票回购而引起的股价上涨带来的资本利得税可以递延到出售股票之后才用缴纳。在一个国家的税法存在套利空间的条件下，股票回购是一种可以带来税收优惠的股利政策，这是股票回购的最初目的，亦是最简单的目的。

公司回购部分股票，发行在外的股票数量相应减少，每股收益和资本数量势必提高，从而导致公司股价的上涨。股价上涨获得的资本收益可以代替股利收入，据此，股票回购被视为支付股利的方式之一。

在一个国家的税收制度存在套利空间的条件下，由于个人资本利得税率低

于股利收入税率，并且可以延期支付，在税收筹划的激励下，公司存在以股票回购代替现金股利的经济动因。按照中国税法的规定，股息红利的个人所得税税率为20%，却没有对股票转让获得的资本利得进行征税，在需要卖出股票套现时，仅仅需要支付成交额7.5%左右的佣金、过户费和印花税。由此可见，通过股票回购，用提高股价的方式代替向股东支付现金股利，对公司和股东均有益处。在中国实施这个税收套利的唯一法律约束是，中国禁止这种性质的股票回购，并且由于股权分置问题而没有实施的经济可能性。

但是，这种目的并不能单独使用。例如，在美国，如果公司回购股票的目的仅仅是为了逃避纳税，将会招致联邦税务署的严厉惩罚。

②作为传递公司信息手段的股票回购

在信息不对称的条件下，公司管理者认为，在公司股价低于公司的实际市场价值时，股票回购可以向市场传递这一信息。公司股价低于实际价值，股价过低，投资者对公司的信心减少，此时进行股票回购，不但可以提升股价，维护公司形象，而且在股价较低时回购股票可以节约公司的回购资金。

从个案的角度分析，在美国1987年10月19日的“黑色星期一”中，纽约证券交易市场的股价暴跌，当日股价平均跌幅超过20%。第二天，花旗集团董事会宣布回购公司2.5亿美元的股票。随后，对股票市场忧心忡忡的上市公司管理者纷纷仿效花旗集团，宣布回购公司股票。在短短两天内，股票市场公布的股票回购计划总金额高达62亿美元，为股票市场迅速摆脱危机和恢复元气发挥了一种独特的作用。

从实证的角度分析，实证研究结果表明，股票回购不仅可以使出让股票者获得当时股票市价23%的溢价，而且在收购要约到期时，股价仍要高出收购要约公告时价格的13%～15%。换言之，股票回购可以促进公司股价的长期提升，从而增加公司股东的财富。

③作为反收购手段的股票回购

股票回购已经成为反对敌意收购的有力工具。当一个公司面对敌意并购时，公司管理层经常使用股票回购进行反击。

在资本市场上，进入20世纪80年代以来，敌意并购盛行，股票回购已经成为在资本市场上反并购工具箱中的主要工具之一。其主要目的是，在向公众股东进行股票回购后，公司原有大股东的持股比重相应上升，从而加强了公司的控制权；资产负债率低的公司进行股票回购，既可以适当提高公司负债率，增加敌意收购者的财务压力，还可利用“财务杠杆”的效应增强公

司的未来盈利预期，提高公司股价，增加被收购的难度；如果公司存有大量的现金储备，容易受到敌意收购者的青睐和袭击，以现金进行股票回购可以减少现金余额，降低对敌意收购者的吸引力；公司可以按照比市价高的价格公开收购公司股票，从而促使股价上涨，以击退敌意收购者，达到反收购的目的。

1986 年，固特异轮胎和橡胶公司（Goodyear Tire and Rubber）为抵御詹姆斯·戈德斯密斯（James Goldsmith）的敌意收购，出售了三个业务单元，然后以这笔资金回购了 2 000 万股公司股票，同时实现了提高公司负债率、降低公司资产的吸引力和减少流通在外的股票落入恶意收购者手中的可能性这三个目的。

④优化公司资本结构的股票回购

根据传统的资本结构理论，在一定范围内，随着债务比重的上升，公司的综合资本成本会逐步下降，公司的市场价值则因资本成本的下降而上升。公司市场价值随着债务的增加而增加，最佳资本结构应为资产负债率达到 100%。

修正后的现代的资本结构理论（修正后的 MM 定理）认为，在资本结构的税收收益和破产成本之间达到平衡时，公司的价值达到最大。而且，最佳的资本结构是一个动态的过程，需要不断进行调整。股票回购是调整公司资本结构的主要手段之一。

优化公司资本结构的具体措施包括以下几种：其一，举债回购公司股票或者支付特殊红利（Special Dividend）。例如，1985 年，美国的 Atlantic Richileld 公司一次性举债 40 亿美元用于股票回购，将公司负债比率从 12% 提高至 34%。其二，把股东对公司的股权转换成对公司的债权，在实际操作中，公司往往向股东提供现金和债务组合以换取他们的股权。例如，1986 年，美国的 Owenscoming 公司使用 52 美元的现金和票面价值 35 美元的债券交换其发行在外的每股股票，以提高公司的负债比率。其三，出售资产回购股票。如果公司已经有相当规模的债务或者现金非常有限，公司可以出售部分资产或者某些子公司，以获取现金，回购公司股票。

中国存在股权分置和上市公司股利分配水平低的现象，中国上市公司的股权融资成本往往低于债务筹资成本，上市公司往往偏向于股权融资，在中国上市公司中，以股票回购提高公司负债率，对降低资金成本和优化资本结构毫无意义。但是，如果上市公司股票同时存在 A 股、B 股和 H 股，可以通过回购 B 股或者 H 股，提高在 A 股市场上的融资，在 A 股市场市盈率明显高于 B 股和 H 股的前提条件下，同样可以达到降低公司融资成本的效应。但是，这种操作

并没有成为一种常见的经济现象，其原因是存在制度限制而没有实现这种调整的途径。

⑤管理层和员工持股制度下的股票回购

20世纪50年代以后，欧美各国为了实施管理层和员工持股制度，纷纷修改公司法，放宽对公司股票回购的限制，允许公司管理层和公司员工持有一部分本公司股票，或者给予管理层和公司员工以某一价格购买一定数量股票的权利。从理论上讲，公司管理层和员工持股比例的上升可以降低代理成本，提升公司的价值。

在资本市场上，股票期权是一种有效的长期激励机制，在上市公司中得到广泛的应用。美国迪斯尼公司和华纳传媒公司是最早实施股票期权计划的公司，在全球前500家最大的公司中，已有89%的公司对高层管理人员实施股票期权计划。尽管曾经出现了因过分依赖股票期权激励而扭曲高层管理人员行为的丑闻，但是股票期权的激励作用还是得到普遍的认同。

1982年，卢瑟孚（Michael Rozeff）的实证研究发现，在其他条件相同的情况下，随着公司管理层持股比例的上升，代理成本相应降低。由此可见，以提高管理层持股比例为目的的股票回购可以起到降低代理成本的作用。

上市公司把通过股票回购获得的股票奖励给经营业绩突出的管理人员或者核心员工，可以激励他们为公司创造更多的价值。那么，为什么不把现金直接奖励给管理人员或者核心员工？因为现金不具备长期激励功能。

中国法律规定，公司进行股票回购必须注销，不允许有“库存股”的存在，并且规定上市公司高管人员持股在任职期间必须冻结等限制，股票回购主要是回购法人股，直接回购流通股实施期权的尚无先例，主要通过回购法人股实施期权计划和MBO计划，例如粤美的、中通控股等均是如此。由于这些上市公司回购的是法人股而非流通股，激励效果并不明显，因为法人股缺乏流通股的市场发现功能，上市公司的业绩变化几乎不会影响法人股的价格。但是，随着中国股权分置问题的破题和解决，股票回购将成为提高公司管理人员长期激励效果的一件理想工具。

如何进行股票回购的决策

在股票回购的实际决策中，股票回购方式的选择、股票回购的价格决定、股票回购对象的选择和股票回购的制度约束是其关键性的问题，其中，股票回购方式、回购价格和回购对象的选择是经济决策，决策者可以控制；股票回购

的制度是一个约束和限制，决策者必须在其中寻求最佳的经济决策，而不能突破制度的约束和限制。

①选择股票回购的方式

在欧美国家的资本市场国家中，股票回购存在三种方式：其一，公开市场收购。公开市场收购是公司在股票市场上以等同于任何潜在投资者的地位，按照公司股票的市场价值回购公司的股票。其二，现金要约回购。现金要约收购是指公司通过公开阐明其需要购买的股份数额、回购价格和要约有效期，以高于要约时的市场价购买公司流通在外的股票，其中又可分为固定价格要约回购和荷兰式拍卖回购。其三，私下协商回购。这种方式通常作为公开市场收购方式的补充，一般涉及少数拥有大量股票的股东。

需要说明的是，基于不同的经济原因回购公司的股票，股票回购的方式就不同。例如，信息传递条件的股票回购是公开市场收购，反敌意收购条件下的股票回购通常是以私下协议收购的方式进行回购。

②股票回购价格的决定

在欧美国家的资本市场上，股票回购的定价一般有三种方式：其一，以净资产为标准；其二，以一定倍数的市盈率为标准；其三，以市价、一定时期内的平均价或者最高价为标准。但是，在有效的资本市场上，股票回购的价格通常参照股票的市场价格决定，并不存在股票回购的定价难题。但是，在中国的资本市场上，存在股权分置问题，股票回购就存在定价难题，需要根据回购股票的类型决定回购的价格。

净资产是中国上市公司非流通股回购定价的主要依据。确定股票回购价格时，一般参照三个方面：其一，在公司上市时，股东资产投入股份公司的折股比例；其二，流通股的股价；其三，依据市场惯例，按照净资产确定国有股的转让价格。如果上市公司的股票回购面向的是国有股股东，一般是根据净资产确定股票回购价格。

中国与欧美国家的股票回购定价机制不同。在欧美国家，资本市场有效，市场价格的一定溢价是回购定价的基本机制。在中国的资本市场上，由于存在股权分置问题，不可能存在流通股的股票回购，在国有股和法人股的股票回购中，因为没有一个有效的市场价格，上市公司的净资产是定价的基础。

③回购中的利益平衡

在股票回购中，首要的问题是保障公司债权人的利益。从理论上讲，只要

上市公司能够按照协议按期还本付息，债权人对上市公司的经营行为不应进行干预。但是，股票回购提高了公司的资产负债率，尤其是以增加负债的方式实施股票回购，毫无疑问，股票回购增加了债权人的风险。按照金融定价理论，公司负债率和风险的提升降低了债权的价值。在股票回购的计划中，首先的问题是，需要就如何保障债权人的利益提出明确的方式，保障债权人利益是顺畅进行股票回购的一个先决条件。

境外资本市场的上市公司在进行股票回购时需要对债权人的利益进行有效、周到的安排。法律一般规定，在股票回购中，需要充分考虑债权人的利益，例如，设定了一些财务指标条件以约束股票回购的数量，实施股票回购后的资产负债率不得高于某个数值，回购所需资金不得超过当期现金净流的数量等，同时，还要求上市公司及时公告股票回购的相关信息。对实施股票回购造成注册资本的减少，应征得债权人的同意。同样，中国的股票回购，需要征得债权人的同意，以保护债权人的利益。

在中国的股票回购中，还存在一个其他国家没有的问题：如何保障流通股股东利益。在存在股权分置的资本市场上，股票回购还要平衡流通股股东和非流通股股东之间的利益问题。

股票回购一般是以现金回购的方式进行，由此造成上市公司回购后出现现金不足、资产负债率上升和流动资产比例下降等问题。在中国的资本市场上，国有股股东和法人股股东普遍占有绝对控股地位，流通股股东对公司决策几乎没有任何影响，股票回购可能会被非流通控股股东操纵以实现股权套现，从而侵害流通股东的利益。在上市公司实施股票回购时，应当履行内部审核程序，例如，独立董事发表专项意见、股东大会表决时关联股东应回避表决等。

④股票回购的制度约束

在中国的资本市场条件下，需要放开对上市公司股票回购业务的限制。但是，更为重要的事情是，制定一个完善的制度框架，以规范上市公司的股票回购问题，从而发挥股票回购的积极作用，限制其消极作用。

中国虽然业已开始股票回购的尝试，但是，在中国的制度约束下，实施股票回购仍然存在许多问题和障碍，没有充分发挥股票回购的经济功能。

其一，法律、法规滞后方面的障碍。中国的法律、法规只有股票回购的一般原则性的条款规定，比较笼统、概括，可操作性不强。例如，《上市公司章程指引》指出，上市公司回购公司股份的方式有：向全体股东按照相同比例发出购回要约（相当于境外资本市场上的要约回购）；通过公开交易方式购回

(公开市场收购)；法律、行政法规规定和国务院证券主管部门批准的其他情形。从现实操作的情况看，中国已经出现的几起股票回购事件皆属于第三类，在制定股票回购法规时，并没有充分估计到新出现的现实情况。

其二，相关法律并没有规定回购资金的来源、数量、价格和程序等。面对已经出现的股票回购个案，制度建设十分滞后，使得股票回购的实施无法可依，具有较大的风险和不确定性，容易引致纠纷和争论。

其三，如何在股票回购中保障中小股东的合法权益。股票回购是上市公司的个体行为，但是股票回购一旦实施就会涉及到包括公司本身、股东、债权人等诸多方面的利益。由于信息不对称，使得中小股东在掌握信息方面处于劣势，容易引发“逆向选择”和“道德风险”等机会主义行为，而且不能排除公司基于自身利益动用这一工具以达到某种不可告人的目的，例如，控股股东的牟利、有意哄抬价格等行为。这是为什么许多国家对股票回购严格限制的主要原因。需要制定相应的制度切实保障中小股东的合法权益，防止内幕交易和股票市场价格的操纵是股票回购中的主要制度问题。在中国的资本市场上，对于回购国有股而言，更有保护中小股东利益的必要，特别需要防止一些上市公司的控股股东凭借回购股票之名将资金转至母公司的情况。

股票回购作为资本市场上的一种营运工具，是一项系统工程，其涉及面较广，实际操作难度较大，一个完善的股票回购实施制度约束包括股票回购的条件和范围、方式和程序、价格和比例、资金来源、信息披露制度、回购后发行新股或者配股等问题。

3. 实体资产证券化：分拆上市还是整体上市

实体资产证券化的可能路径

实体资产证券化是经济和金融现代化的标志。实体资产的不可分割性限制了交易市场的深度和广度，但是，如果将其证券化，转换为可以在证券市场上流通的证券，市场的交易将非常便利、容易。虽然这是一个简单的转换过程，但是蕴藏着经济资源配置效率的提高和经济主体的帕累托改进。

毋庸置疑，实体资产证券化是将实体资产转换为可以在市场上广泛流通和

交易的证券资产。在资本市场中，实体资产证券化主要表现为公司的分拆上市和整体上市①。在分拆或者整体上市中，公司以存量实体资产获得上市公司的证券资产，在技术选择上，可以选择定向增发。在股权分置的条件下，还可以选择向流通股股东进行现金配股而向控股股东进行实体资产的配股。

现代公司的结构越来越复杂，子子孙孙公司之间的结构变幻多端、复杂冗长，其主要目的之一是便于公司的资本市场运营，公司的分拆上市和整体上市就是其中主要的环节和手段。例如，TCL 集团几乎在一夜之间演绎了分拆上市和整体上市的经典的资本市场运营故事。可以合理地预见，分拆上市和整体上市还是中国上市公司主要的资本市场运营手段之一。

一个公司既可以选择分拆上市亦可以选择整体上市，主要的问题是如何在分拆上市和整体上市之间作出选择，以及可能的实现路径和模式。

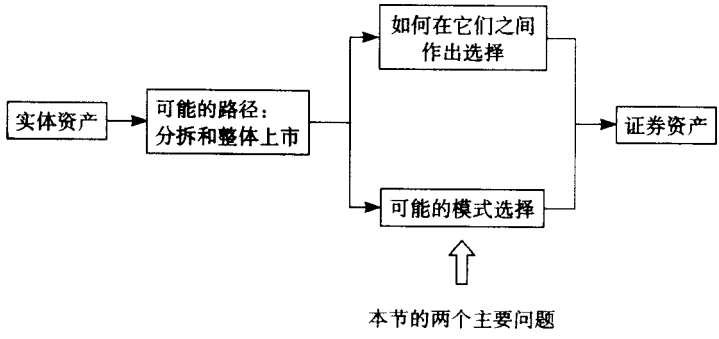


图 4.2　实体资产证券化的框架图

图 4.2 是实体资产证券化的框架图。

分拆还是整体上市的一个理论分析框架

分拆上市或者整体上市是中国资本市场中一个争论的焦点问题。在一段时间内，分拆上市是市场的主流资本市场运营方式，而在另外一段时间内，整体上市又成为资本市场的主流运作方式，甚至出现了一个公司先整体上市然后随即分拆上市的案例。整体上市存在整体上市的理由，分拆上市存在分拆上市的理由。

① 广义的分拆上市和整体上市还包括 IPO，但是，在作者将 IPO 视为证券资产的实体化，是企业以证券获得实体资产。另外，在 IPO 中，主要讲 IPO 的过程，怎样进行更为有效。但是，在本节中，主要是讲公司如何选择分拆上市还是整体上市，关注的问题不同。

从严格意义上讲，分拆上市还是整体上市都没有绝对的比较优势，究竟选择分拆上市还是整体上市取决于公司和资本市场的实际情况。另外，一个需要注意的问题是，公司分拆上市还是整体上市是一个相对问题，而不是一个绝对问题。

分拆上市存在广义的分拆上市和狭义的分拆上市，广义的分拆上市包括已上市公司或者非上市公司将某一业务单位或者子公司从母公司独立出来，公开招股上市。中国不少企业集团都是通过分拆，优先将其子公司或者业务单位实现上市；狭义的分拆上市则仅指已上市公司分拆其部分业务另行上市。

2000 年 10 月 31 日，由中国北京同仁堂集团公司（简称“同仁堂集团”）控股的上市公司北京同仁堂股份有限公司（简称“同仁堂”）中国香港创业板分拆上市其控股子公司“同仁堂科技发展股份有限公司”（简称“同仁堂科技”）①，是中国大陆 1000 多家上市公司中成功完成分拆子公司上市的第一家，亦是在香港创业板上市的中国大陆第三只 H 股。同年，青鸟天桥分拆青鸟环宇在香港创业板上市。此后，分拆上市逐渐成为中国大陆资本市场上新的资本市场运作方式。

整体上市也存在广义的整体上市和狭义的整体上市之分，广义的整体上市包括已上市公司的大股东将未上市的资产置入上市公司或者非上市公司将全部的资产都列入上市资产中，中国大陆的许多上市公司或者意欲上市的非上市公司都存在整体上市的计划或者设想；狭义的整体上市是指上市公司的母公司借壳旗下上市公司而实现全部资产上市的过程。

从实体资产证券化的角度分析，实体资产证券化的过程是狭义的分拆上市和狭义的整体上市，为了分析的完整性，下面的分析从广义的角度论述分拆上市和整体上市。

①分拆整体上市基本模型框架的构建

假定 α 是分拆上市的比例，如果 $\alpha=1$ 或者 $\alpha=0$ 就表明是整体上市，之所以存在 1 或者 0，说明是在不同的资本市场中实现上市。如果 $0<\alpha<1$，表明是分拆上市，α 决定不同资本市场的均衡条件。

假定公司可以分拆为两个部分，公司的重置价值为 B，在两个不同的资本

① 需要读者注意“同仁堂集团”与“同仁堂”和“同仁堂科技”之间的框架结构，“同仁堂集团”是一个非上市公司，是在 A 股市场上市的“同仁堂”的控股公司，“同仁堂”是一家上市公司。在分拆上市之后，“同仁堂”分拆出来并控股的“同仁堂科技”亦是一家在香港创业板上市的公司。换言之，“同仁堂科技”是“同仁堂集团”的孙公司。其中的公司架构需要读者格外注意。下同。

市场中进行分拆上市或者整体上市决策。市场1中的托宾 q 值为 q_1，市场2中的托宾 q 值为 q_2，其中 αB 部分在资本市场1中实现上市，$(1-\alpha)$ B 部分在资本市场2中实现上市。

资本市场是一个不完善的市场或者是一个非均衡的市场。如果资本市场是一个完善或者是均衡的市场，托宾 q 值就为1。如果资本市场是一个不完善或者是非均衡的市场，托宾 q 值就不为1。根据经济现实，$q \geq 1$，并且托宾 q 的数值是公司上市规模的递减函数。

在二元分拆上市或者整体上市模型中，公司最大化其市场价值，基本模型为：

$$\max \alpha B q_1(\alpha B) + (1-\alpha) B q_2[(1-\alpha)B] \tag{4.1}$$

在存在内点解的情况下，对 α 求解得：

$$B q_1(\alpha B) + \alpha B^2 q'_1(\alpha B) = B q_2[(1-\alpha)B] + (1-\alpha) B^2 q'_2(\alpha B) \tag{4.2}$$

$$q_1(\alpha B) + \alpha B q'_1(\alpha B) = q_2[(1-\alpha)B] + (1-\alpha) B q'_2(\alpha B) \tag{4.3}$$

在存在内点解的情况下，均衡的经济含义是两个市场中的 q 值与重置价值的边际 q 影响相等。换言之，市场中的 q 值和重置价值的边际 q 影响共同决定分拆上市和整体上市的条件。

如果存在角点解，表明 $\alpha = 1$ 或者 $\alpha = 0$。

②分拆或者整体上市的无关性定理

在完善或者均衡的资本市场中，托宾模型表明，q_1、q_2 与 αB 无关，并且 $q_1 = q_2 = 1$，此时，无论 α 为何值，公司的价值不会因为分拆上市还是整体上市而发生变化，因此，亦不会存在分拆上市还是整体上市模式的争论。

③分拆整体上市的股权分置效应

但是，现实的资本市场是一个不完善的市场，上市资产的规模会影响公司的市场价值，为了分析股权分置效应，需要从广义的角度理解“上市”含义和“q 值”。在股权分置的条件下，对于不能上市交易的非流通股不存在市场价值，因此就不存在狭义上的“上市交易”和 q 值概念。但是，非流通股可以在场下协议交易或者转让，因此，可以从广义的概念上理解非流通股存在一个“上市交易”和 q 值概念。假定，非流通股存在一个特殊的“上市交易”和 q 值概念，记为 q_1，而流通股市场的 q 值记为 q_2。

在股权分置状态下，非流通股可以“协议转让”，而且国有资产管理部门规定，国有股的转让价格需要“参照公司的净资产”而定，据此可以假定，非流通股市场的 $q_1 = 1$。流通股市场是一个拥有广泛交易者参与的市场，q 值远远大于1，即使在股市低迷的条件下，跌破每股净资产的公司股票亦是凤毛麟角，

据此可以假定 $q_2 > 1$。

在此条件下，如果流通股市场的 q 值大于 1，在不存在市场和政策限制的条件下，公司的最优条件是全部资产都实现上市，而且全部股份是流通股，即 $\alpha = 0$，此时，公司的价值实现最大化。

此为中国资本市场的一个悖论，即在 $q_1 = 1$ 和 $q_2 > 1$ 的条件下，公司价值的最大化需要公司所有股份全流通，而股份的全流通就不能保证 $q_1 = 1$ 和 $q_2 > 1$ 条件的成立。如果 $q_1 = 1$ 和 $q_2 = 1$ 同时成立，公司就不存在上市的动机，如果存在其他可以替代的融资渠道，上市融资至少不会是毫无理性的“占优选择”。该悖论就称为“中国资本市场上的全流通悖论”。

但是，在存在市场分置和上市规模政策限制的条件下，非流通股份的决策者最大化的目标是自己股份的价值，而且由于 $q = 1$，因此，相当于公司最大化自己股份的净资产。

因此，基于公司净资产和非流通股份的模型为：

$$\underset{\alpha}{\text{Max}} = \frac{\alpha B}{\alpha B + \dfrac{(1-\alpha)B}{q_2}} B \tag{4.4}$$

$$S.T.\ \alpha \geqslant \alpha_0 \tag{4.5}$$

$$B \leqslant B_0 \tag{4.6}$$

约束条件（4.5）是基于国有资产管理部门控股的考虑，国有资产管理部门一般要求在上市公司中控股，因此，α 存在最小限制。约束条件（4.6）是基于证监会的发行规模对股票市场的影响而设立，证监会一般要求上市公司存在最大的发行规模限制。

由（4.4）可知，在 q_2 为恒值并且大于 1 时，问题并不存在内点解，此时，$\alpha = \alpha_0$，公司的非流通股只是达到政策规定的最小值，公司存在上市比例冲动，因此该条件说明了上市公司的配股、增发的冲动。

同时，在 α 即定的条件下，B 越大，非流通的净资产价值就越大，说明上市公司存在整体上市冲动。上市公司的整体上市在没有完善治理结构、减少关联交易、存在规模优势的理由下，只要资本市场不完善或者非均衡，非流通股股东基于净资产最大化的目标亦会产生整体上市的冲动。

④分拆整体上市的道德风险

在股权分置效应中，公司存在整体上市的冲动。在 α 即定的条件下，总是实现上市规模的最大化，因为上市规模的增大可以带来非流通股每股净资产的增加。但是，在分拆上市中，分拆出来的上市公司以独立的股份有限责任公司的法律形式存在，原来的公司在新的公司中承担有限责任。在可以控制分拆出

来的公司的条件下，原来的母公司股东可以支配分拆出来的公司从事高风险项目以获得道德风险收益。

在一个独立的框架中说明道德风险收益和分拆上市的趋势是一个容易说明问题的方式。

在公司分拆上市后，可能面临不同风险项目的选择。假定存在两个不同的项目，一个是高风险项目，成功的概率是 p_h，成功后项目的价值是 V_h；失败的概率是 $1-p_h$，失败后项目的价值是0；一个是低风险项目，项目成功的概率是 p_l，成功后项目的价值是 V_l，失败的概率是 $1-p_l$，失败后项目的价值是0。

并且，假定 $p_lV_l > p_hV_h > \alpha B + K$，$p_l > p_h$ 和 $V_l < V_h$，其中 K 是分拆后在资本市场上的融资数额。

其中，$p_lV_l - (\alpha B + K)$ 是低风险的价值增加，而 $p_hV_h - (\alpha B + K)$ 是高风险的价值增加。从社会的角度看，$[p_lV_l - (\alpha B + K)] - [p_hV_h - (\alpha B + K)] > 0$，社会选择低风险项目是占优选择。

在分拆上市后，母公司一般选择控股，此时的决策主体是分拆的母公司。如果母公司在分拆后的子公司中选择低风险项目，需要满足的条件是：

$$\frac{\alpha B}{\alpha B + K} p_l(V_l - \alpha B) + 0 > \frac{\alpha B}{\alpha B + K} p_h(V_h - \alpha B) + 0 \tag{4.7}$$

解方程得：

$$\alpha < \frac{p_lV_l - p_hV_h}{(p_l - p_h)B} \tag{4.8}$$

该条件说明，在 B 给定的条件下，分拆比例 α 小于一个给定的值是防止分拆上市的控股公司获得道德风险收益的一个条件。如果分拆比例高于一个给定的值，公司就会存在道德风险。该含义与直觉相反，但是可以理解为，如果公司的分拆比例高于一个阀值，在风险小的项目收益较小时，分拆后的子公司会选择高风险的项目进行赌博，上市公司往往分拆高科技、高收益、高风险的项目就是一个实证说明。

基于分拆或者整体上市效应的一个决策分析框架

分拆上市和整体上市能够成为资产市场运营的一个主流的选择，说明分拆上市或者整体上市存在一定的比较优势，在分析框架中以数理的方式说明了一个企业如何选择分拆上市和整体上市。但是，现实的选择需要更加实际可行，总的来说，企业在投资决策时可能会突出某一方面的要求而忽略其他方面，基于决策的行为原理，因为分拆上市或者整体上市的效应是决策者的决策聚焦点，以分拆上市还是整体上市的效应为基础，据此可以构建一个现实的决策分

析框架。之所以是一个框架，说明分析存在弹性空间。企业在决策时可以根据实际情况增加或者减少其中的内容，以此补充完善分析框架。

①分拆上市的效应

分拆上市的目的是为了构造分拆上市的效应，在进行分拆上市决策时，需要企业决策者将分拆上市的效应以清晰的数量方式刻画出来，从而提高分拆上市决策的准确性。

分拆上市究竟存在哪几个方面的显著效应呢？

其一，公司股票的市场价值效应。分拆上市可以改变公司的市场形象，增加投资者对公司的注意，引发投资者对公司价值的重新评估，从而提高公司股票的市场价值。

行为金融学的原理说明，投资者存在估价偏差。对于一个实施多元化经营的公司，投资者通常根据公司“差”的资产进行定价，进而导致公司价值的向下偏差。

一般来说，市场投资者并不能总是准确地认识和评价一个上市公司的市场价值，特别是对于实行多元化经营的上市公司。实行多元化经营的上市公司，业务范围往往涉及广泛的领域，市场投资者和证券专业投资人员对其所涉及的复杂业务可能无法做到精确的理解和评价。一项研究表明，投资者往往根据公司“差”的资产进行定价，由此导致投资者低估股票的市场价值。

经过分拆上市后，相关上市子公司的持续公开信息披露和专业化经营可能对子公司的经营业绩产生正面影响。而且，在分拆上市后，作为一个独立于其母公司的经济实体，可以更易对公司的业绩进行准确评估。

经济学家经常以一个最为简单的例子说明这一效应，母公司的价值在分拆上市后并未改变，而分拆子公司有了自身独立的新的市场价值，分拆效应的增加值就是分拆子公司的市场价值。例如，如果某个公司在进行分拆活动前的市场价值为5，分拆后子公司的市场价值为1，而分拆后母公司的价值仍为5，这样，总的价值就将变为6，分拆效应的市场增加值就是1。当然，实际的情况可能更为复杂。

以美国的资本市场为例，实证研究表明，公司的分拆上市一般会给母公司带来平均2%～3%的超额收益；公司资产出售会给出售资产的企业带来平均1%～2%的超额收益；新股的再次发行在宣布期会产生2%～3%左右的负收益。

一个典型案例是，1988年5月，美国雷克尔集团（Racal）分拆旗下的雷克尔电讯公司独立上市。在雷克尔董事长宣布电讯公司分拆上市的消息后，雷

克尔集团的市值由15亿美元迅速升至20亿美元。在雷克尔电讯公司分拆上市完毕之后，其市值仍然高达17亿美元，由此说明分拆上市的市场价值增加效应。

如果子公司的上市价格理想，母公司还可以通过子公司的分拆上市获得可观的资本溢价。对于某些适合分拆的业务、资产来说，母公司股价的市盈率未必反映其实际价值，如果能把业务、资产分拆上市，这些项目的实际价值便能充分反映出来。在子公司的分拆上市受到超额认购或者市场反映强烈时，母公司可以获得可观的资本溢价。

其二，消除负向协同效应。在一个经济环境日新月异的时代，公司的经营环境不断变化，这些变化不仅包括技术进步、产业发展趋势和经济周期的变化，还包括国家有关政策法规的变化和税收条件的变化。由于经营环境的变化，母公司和子公司的机会亦会发生变化。在此条件下，虽然过去的母子公司的联合经营方式是最优选择，存在正向协同效应，但是，经营环境的变化改变了这一情况，母子公司之间的联合经营安排可能是低效率的联合，存在负向协同效应，把子公司从母公司之中分拆出来可能是更为合理的选择。另外，要求分拆的时机恰当，当断就断。当断不断，必受其乱。

从经济理论的角度分析，对于一些实施多元化经营的公司，通过分拆上市可以为母公司和子公司进行重新的产业定位，确定母公司和子公司各自的比较优势；另外，公司还可以分拆出来不适合公司长期发展战略的部门或者产品生产线，构造出一个新的独立的发展主体；通过一系列的分拆，可以使公司的不同部分更加集中于各自的优势业务，提高各自的核心竞争力，从而为公司的股东创造更大的价值。

从管理理论的角度分析，不同的产业和业务存在不同的经营管理模式与思路，随着管理者控制资产规模和种类的不断增加，即便是最好的管理者团队，亦难以把握不同产业各自所面临的独特问题和投资机会，从而导致公司管理效率的下降，阻碍公司的发展。分拆上市可以使管理者能够力所能及，充分发挥管理协同效应，提高上市公司的管理效率；就公司的组织管理而言，分拆上市能够创造出一个简洁而富有效率的分权化的公司组织，促使公司能够灵活地迅速地适应经营环境的变化。

从公司治理的角度分析，在中国的资本市场上，在分拆上市的资本市场运营中，对于业已上市的母公司而言，通过设立发起人股、认股权证等方式，可以为上市公司的高层管理者、核心技术人员等建立一种有效的激励机制，充分调动分拆上市公司的有关人员的积极性，降低代理成本，完善激励约束机制。在境外资本市场上的分拆上市，还可以借助于境外发达而完善的资本

市场、世界一流的公司管理机制和经营人才优势，促使分拆上市的公司与国际市场接轨，完善公司的治理结构，消除负向协同效应。

其三，筹资效应。分拆上市的一个主要功能是融资渠道的拓宽。分拆上市具有“一种资产、两次使用”的效果，是许多上市公司再融资的有利工具，在融资渠道单一、融资规模狭小的中国资本市场上，分拆上市具备非常的吸引力。分拆上市是公司继配股、增发、可转债等融资工具之后的又一种融资工具，分拆上市还具有一些其他融资手段和工具所不具备的优点。

以分拆上市的“同仁堂”为例，2000 年 10 月，在当时的中国资本市场上，上市公司发展软件、生物、计算机、新型材料等高新技术产业是一种潮流、趋势和时髦。但是，中国上市公司所面临的约束是，上市公司绝大多数属于传统产业，公司利润微薄，资本数量非常有限。更为重要的一个问题是，软件、新型材料等高新技术产业虽然存在高收益的发展前景，更是一只能够吞噬巨额资本的“食钱”机器，需要巨额的资金投入，上市公司以自身的条件并不能承受发展高收益、高风险的高新技术产业的资金需求。在上市公司耗尽留存利润、增发新股、配股、银行贷款等融资手段之后，还是不能支撑高新技术产业的发展。因为，处于传统产业中的上市公司盈利能力终究有限，上市公司的未分配利润难以满足高新技术产业发展的资本需求。另外，在股权分置的条件下，在增发、配股时，居于控股股东地位的国有股东往往以缺乏现金等各种经济理由放弃配股或者转配股，增发、配股所获得的资金非常有限，而且增发、配股的时间间隔较长，增发、配股同样不能满足高新技术产业对巨额资金的需求。在此种条件下，怎么办？出路在哪里呢？分拆上市就是在增发、配股之外的一个能够提供资本资金的良好途径选择。

其四，投资偏好效应。投资者的投资偏好相互之间并不相同，风险厌恶程度存在差异。既有喜好投资于具有稳定收益特征产业的投资者，又有喜好投资于高风险与高收益并存的高新技术产业的投资者。从行为金融的角度分析，上市公司如果同时经营传统产业与软件、新型材料等高新技术产业，投资者会较少投资于这类的上市公司。如果公司分拆上市，就可以满足具有不同投资偏好的投资者的需要，提高公司股票的市场需求量。当然，这种情况适合于传统产业和高新技术产业并存的上市公司。

投资者的投资偏好不仅具有行业特征，而且还有地区特征。公司的境外分拆上市，不仅能够获得巨额资本，而且还能满足其他国家的投资者对中国上市公司的投资需求，分享中国经济高速增长和发展的成果。选择境外分拆上市，是分拆上市公司的一个明智选择。

其五，社会知名度效应。上市母公司将子公司分拆上市，不仅可以提高自

身在资本市场与产品市场上的知名度，而且分拆上市的子公司亦可借助于控股母公司的知名度而获得广泛的投资者认同，较之一般的新上市公司存在不可比拟的优势，具有“名企效应”，体现了无形资产运营的技巧和手段，是一种“借船出海”的策略。

其六，风险分散效应。在公司的分拆上市中，公司内部的业务、资产或者子公司成为公众公司，由此，母公司和新的合作伙伴、公众投资者共同承担分拆出来的上市子公司的发展风险，起到分散“母公司”风险的作用。从目前全球资本市场分拆上市的发展趋势看，其中的一个主要特点是，业已上市的公司越来越倾向于将高风险、高成长性的项目进行分拆上市，突出体现在高新技术行业。例如，高新电信、软件、新型材料、高新医药等，因为在研究、开发、发展和产业化的每个阶段，它们都存在巨大的风险，尚不具备成熟、稳定的盈利模式。

和记黄埔有限公司（简称“和黄”）是中国香港资本市场上一个“巨无霸”公司，曾经将其旗下的新兴市场国家中的3G电信业务进行分拆重组上市，主要目的就是分散3G电信业务发展中的不确定性风险，是风险分散效应的一个典型案例。在3G产业的渐进发展进程中，作为3G的“第一个吃螃蟹者”“和黄”所面临的风险越来越大，不仅盈利的数量是一个不确定性的数字，盈利的时间同样是一个未知数，更为严重的不确定性是，无法预见“什么时间”能够广泛开发和应用3G的相关业务，市场需求和大小亦存在不确定性。在此背景下，“和黄”支撑了几年之后意识到，必须寻求一条途径适当化解其中的风险，分拆上市成为“和黄”的最佳选择，同时达到了融资和分散既定风险的目的。

根据“和黄”公布的在全球范围内3G运营的财务状况，截至2003年底，在“和黄”决定分拆上市时，“和黄”的全球3G用户虽然已经达到103.8万，但是，“和黄”面临着巨额的资金压力。更为糟糕的情况是，尽管用户达到一定的规模，但是“和黄”2003年3G业务的税前亏损为119.39亿港元。一系列的数字表明，“和黄”在3G业务上面临着巨大的资金压力，而且未来的盈利存在巨大的不确定性。一方面是未来盈利的不确定性，一方面是巨额的资金需求，在3G业务还没有完全暴露出巨额亏损之时，在投资者对高新技术还没有完全失去信心之时，分拆上市自然成为“和黄”水到渠成的最佳的财务选择。对于“和黄”而言，没有其他的融资方式比分拆上市更好了。

②整体上市的效应

分拆上市存在“分拆上市效应”，与分拆上市对应的整体上市，同样存在“整体上市效应”，那么，整体上市的效应是什么呢？

其一，独立性和完整性效应。在中国大陆现有的上市公司中，许多上市公司都是来自于分拆上市，以至于这些上市公司的独立性差，缺乏完整的生产、管理体系，与控股股东或者母公司存在大量的关联交易，为控股股东或者母公司侵蚀、损害上市公司的权益、操纵上市公司的利润提供了空间和条件。就上市公司的独立性而言，1998 年，中国证监会曾经提出“人员独立、资产完整、财务分开”的要求，这对提高上市公司的独立性和完整性起到了一定的积极作用。但是，实际效果并不理想，并没有完全实现政策的预期目标。2003 年，中国证监会又发布了《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》，对上市公司的独立性进一步提出了明确的定性和定量要求。不过，彻底解决上市公司的独立性不能简单地依靠证监会的要求和规定。在上市公司没有实现整体上市时，尤其是国有股的“一股独大”现象没有改观之时，中小股东没有充分参与公司治理的激励，进而导致上市公司的虚假信息披露、上市公司的资源和资金被控股股东或者母公司任意占用等问题。由于历史的原因，分拆上市是当时最佳的选择。随着中国资本市场的逐渐建立、发展和完善，在现实的资本市场条件下，分拆上市所暴露出来的弱点和问题制约了上市公司的进一步发展和完善。为此，为了更好地解决历史遗留问题，还有赖于诸如“整体上市”的金融创新。“TCL 集团”① 的改制和整体上市的资本市场运营方案，能够在“一定程度上”解决国有股“一股独大”问题，实现上市公司独立性和完整性的目标。

其二，增强核心竞争力效应。整体上市适应资本市场具备的资源配置与产业整合功能，实现整体上市的公司，可以更好地借道于资本市场，发挥融资优势、产业优势、品牌优势、管理优势和规模优势，建立完整的经营体系，不断增强市场竞争力和影响力。需要说明的是，在新兴市场国家中，公司的多元化经营、集团经营、大规模经营可以克服市场不完全的缺陷，是一种现实选择。

在“股权分置”的背景下，整体上市还能较好地保障各种投资主体的利益，尤其是保障中小股东的利益。整体上市是改善上市公司治理结构的促进因素，并且能够促进基于经济效率和创造盈利的并购重组。虽然整体上市存在多种创新方式，无论是母公司吸收合并上市子公司，还是上市子公司反向吸收合并母公司，抑或买壳上市，关键的问题是，综合分析整体上市的实施是不是真正改善上市公司治理结构（包括公司独立性等）和提高公司的资产质量（包括主业完整性等），是不是进行资产的合理定价或者换股定价。在中国的整体上市案例中，

① 本节中，多处是以“TCL 集团”为例说明整体上市的情况，需要注意的一个问题是，“TCL 通讯”是“TCL 集团”的子公司。在整体上市之前，“TCL 集团”不是一个上市公司，而“TCL 集团”控股的“TCL 通讯”是一个上市公司。在整体上市之后，“TCL 通讯”被注销，“TCL 集团”取代“TCL 通讯”成为一个上市公司。

TCL 的优势在于资产定价（主要是指换股定价）的准确性，武钢的优势在于资产质量的优良性（武钢集团拟转让出来的钢铁主业资产的盈利能力明显高于上市公司当时所有资产的盈利能力），从而获得了资本市场的认可和响应。

其三，消除关联交易、恶意担保等市场痼疾的效应。由于历史和现实的原因，中国许多上市公司与控股股东或者母公司之间存在“剪不断、理还乱”的人、财、物等利益关系和关联关系，关联交易和恶意担保等市场痼疾在中国资本市场上非常盛行，从而损害了流通股股东和上市公司的利益，弱化了资本市场的功能。在整体上市的效应设想中，整体上市的最大好处是能够在一定程度上解决，至少是缓解关联交易、恶意担保等市场痼疾，提高中国资本市场的有效性和中国资本市场配置资源的效率。

③分拆和整体上市之间的权衡和选择

分拆上市和整体上市之间存在对立和互斥的关系。无论是分拆上市还是整体上市，都存在显著的“上市”效应。在实际的公司上市决策中，基于公司的条件和资本市场的情况，需要在两组对立互斥的效应之间进行权衡，需要综合平衡，从中进行选择（如图 4.3）。

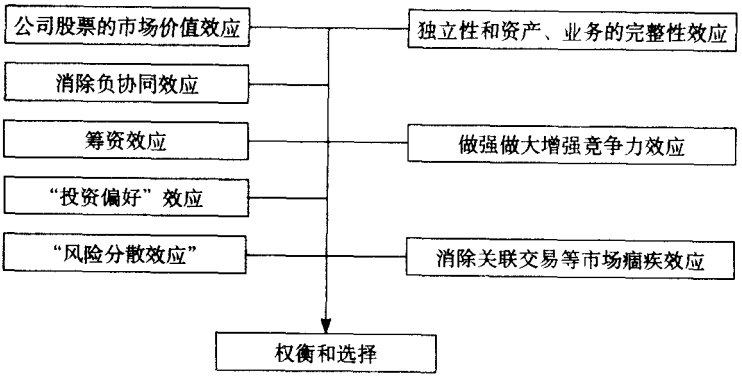


图 4.3　分拆或者整体上市的效应分析结构图

分拆和整体上市方案设计中的核心问题

①分拆上市方案设计中的核心问题

2000 年，在“同仁堂”分拆上市后，分拆上市的优势逐渐被上市公司所认识、所意识。自此之后，分拆上市成为主流的资本市场运营方式之一。

2004 年，TCL 移动分拆境外上市的消息引发了市场的轩然大波，进而引发了对分拆上市规范性问题的讨论。在规范的约束条件下，分拆上市还是得到了迅速的发展。随即，海王生物公布了分拆控股子公司——海王英特龙——发行 H 股并在香港上市的方案，并且获得了股东大会通过；中牧股份、南纺股份和顺鑫农业都宣布了各自的分拆上市方案。分拆上市渐渐成为资本市场的潮流和时髦。

在认识到分拆上市是一个较好的资本市场运营方式之后，其中的主要问题是，怎样才能构造一个可行的、经济的、合法的、上佳的分拆方案呢？

在中国的资本市场上，一个成功的分拆上市方案，必须能够恰当地处理两个核心问题：其一，母公司和分拆子公司的权益分割问题；其二，公司高层管理人员的利益转移问题。否则，就不能获得市场、公司股东和监管部门的认同而导致分拆上市的失败。

在此基础上，在分拆上市的方案中，容易产生两个疑问和问题：其一，分拆上市会不会造成上市母公司的权益摊薄问题；其二，分拆上市是否会成为公司高层管理人员获得和转移利益的手段。

在权益摊薄的问题中，在中国上市的公司中，分拆出去单独境外上市的资产基本上都是上市公司中盈利能力最强的资产，或者是未来前景和成长性俱佳、风险较低的项目公司，它们正是中国投资者选择进行投资的“亮点”。上市公司的“溢价发股获得增值”、“业务加速带来增量补偿”等经济理由似乎是“画饼充饥”、“海市蜃楼”。

在利益转移的问题中，分拆上市是否会成为上市公司或者相关公司高管借以“抢进”优质资产的机会呢？在激励约束机制的阳谋理由下，上市公司的有关人员往往通过子公司的分拆上市在股权设计方案中获得大量股权和期权。一个更有价值的问题是，分拆上市都是选择在境外资本市场上上市，在境外资本市场上，没有股权分置问题和非流通问题，公司有关人员获得的股份可以流通，从而能够满足他们的流通性要求，实现“阳光财富”的目标。

为此，中国证监会于 2004 年 8 月出台了《关于规范境内上市公司所属企业境外上市的通知》（简称《通知》），对上市公司的分拆上市进行了规范。《通知》规定，上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业的净利润，不得超过上市公司合并报表净利润的 50%，净资产不得超过合并数的 30%；在所属企业到境外上市后，上市公司需要仍然具备独立的持续上市地位，保留的核心资产与业务具有持续的经营能力。

另外的一个值得注意的问题是，在《通知》中，对分拆上市中的高管持股进行了规范，“上市公司及所属企业董事、高级管理人员及其关联人员持有所

属企业的股份，不得超过所属企业到境外上市前总股本的10%”，“上市公司董事、高级管理人员在所属企业安排持股计划的，独立董事应当就该事项向流通股（社会公众股）股东征集投票权，该事项独立表决并须获得出席股东大会的流通股（社会公众股）股东所持表决权的半数以上通过。”

如何处理好以上两个方面的问题就成为分拆上市方案的核心问题，一个成功的分拆上市的资本市场运营，在满足以上两个关键性规定的同时，还能够实现分拆上市价值的最大化，这取决于分拆上市的资产质量、管理水平、投资者的信任程度和市场状况。

②整体上市方案设计中的核心问题

在整体上市的方案设计中，存在两个核心问题：其一，制度问题；其二，经济条件问题。

在制度问题上，集团公司如果需要整体上市，需要满足集团公司自身拥有发行新股上市的资格，或者现有上市子公司拥有再融资的资格。对此，需要以《公司法》、《证券法》和证券监管部门制定的企业融资、再融资等法律、法规和规范性文件为依据。例如，根据《关于股票发行工作若干问题的补充通知》，为了便于股份公司的规范运作，避免同业竞争和过多的关联交易，克服上市公司低水平重复建设的现象，同一集团内原则上不得设立多个上市公司。据此，如果实行境内整体上市，一般需要对旗下境内上市公司尤其是控股上市公司进行整合。事实上，这正是“TCL集团”在整体上市之前需要注销“TCL通讯”的原因所在，以及武钢集团主业资产借壳“武钢股份”上市的一个主要原因。换个角度来看，如果集团母公司同上市子公司之间存在业务上和经营上的密切联系，那么整体上市就可以起到避免同业竞争和减少大量关联交易的积极效应。

除了需要满足制度问题外，一个成功的整体上市还需要具备一定的经济条件，经济条件是整体上市是否成功的主要标准，是集团公司运营的主要载体和主要约束条件。

整体上市到底需要什么样的经济条件呢？

其一，集团具有质量良好的资产。在财务上，经常以四个指标衡量资产的质量。一是不良资产率。经常把不良资产与企业股东权益的比值定义为不良资产率，例如，武钢集团的不良资产率为8%左右①。二是资产负债率。按照

① 不良资产率是中国资本市场上一个常用的财务指标，是在财务制度不仅完善的条件下，用以衡量上市公司的不良资产数量。在完善的财务制度中，不会存在企业的不良资产率，因为企业需要冲销其不良资产，而不是进行“挂账”处理。

《证券法》等规定，企业在上市融资时，在原则上，资产负债率不能超过70%。例如，TCL集团、武钢集团的这一指标分别为69.54%和56%。三是盈利能力。主要以净资产收益率、主营业务收入、主营业务利润、主营业务利润率等指标反映上市公司的盈利能力。例如，2002年TCL集团的净资产收益率超过20%，武钢集团2002年的主营业务利润率为20.96%，是“武钢股份”主营业务利润率的1.4倍。四是分配能力。《公司法》规定，企业上市必须具备一定的分配能力。

一般说来，整体上市的集团公司应该具备良好的四个指标条件。但是，从实际情况来看，国有集团公司的优质资产在上市之初都已注入上市公司。中国大陆的绝大多数集团公司的四个指标条件都不理想，实现整体上市的目标存在一定的难度。

其二，集团公司和旗下上市公司之间存在相对简单的股权关系。集团公司与旗下上市公司之间简单清晰的股权关系和上市公司自身简单清晰的股权结构有利于降低整体上市的实际操作难度。通常来看，集团旗下控股的境内上市公司数量尽量要少。根据规定，实现境内整体上市，一般需要对旗下境内上市公司尤其是控股上市公司进行整合。此外，集团旗下的现有上市公司股权结构最好是简单清晰，除集团公司控股的股权外，其余非流通股权和股东数量越少越好。例如，在实现整体上市之前，“TCL集团”收购了原“TCL通讯”除去流通股以外的所有法人股权；在“武钢股份”的股权结构中，除武钢集团持有的84.69%国有法人股外，其余全部为流通股。

对于存在复杂股权关系的集团公司，如果整体上市，需要对复杂的股权关系进行预先处理。“TCL集团”在实施整体上市前，收购了“TCL通讯”其他法人股东的股权，简化了“TCL通讯”的股权关系，为“TCL集团”的整体上市铺平了道路，提供了条件。

其三，已上市资产与未上市资产存在较好的产业关联性。在中国的资本市场上，投资者和监管部门一般要求上市公司主业明确、突出，避免散、杂、乱。意欲实现整体上市的集团公司，其未上市的资产与现有上市资产应当存在良好的业务关联性。否则，如果未上市资产既不能与上市资产通过合并实现规模效应或者优势互补，亦不能通过上下游产业的合并实现产业链的整合或者价值链的增值和再造，那么，把不同的资产装入一个上市公司就难以得到资本市场上的投资者和证券监管部门的认可。

换言之，在选择整体上市的资产时，整体上市的资产之间应当存在较强的关联关系，或者能够减少现有上市业务与未上市业务之间的关联交易。

并不是任何整体上市都能得到市场的认同，都能体现整体上市的经济优

势。在一定的背景下，集团公司的整体上市，在一些方面不利于资本市场的发展，在设计整体上市方案时，需要尽力消除此类问题。

“此类问题”又是什么问题呢?

第一，整体上市规模的选择问题。如果大规模地推行集团公司的整体上市或者集团公司整体上市的规模非常庞大，势必增加未来解决“国有股减持”和“全流通”问题在宏观与总量上面临的压力和难度，与“国有股减持”和“全流通”的目标并不相符，甚至是南辕北辙。

还是以“TCL集团”的整体上市为例，原来的上市公司“TCL通讯”的总股本为1.88亿股，其中非流通股1.07亿股。在TCL集团整体上市以后，新的上市公司“TCL集团”的总股本是原来上市公司的14.93倍。在“国有股减持”和“全流通”问题尚未解决和破题的背景下，大规模地推行整体上市或者整体上市的规模过于庞大，皆不利于化解中国资本市场中既有的股权分置问题。

在中国的资本市场还是一个资金推动型市场的条件下，在一般的“IPO”发行上市按照常规速度进行的同时，如果集团公司的整体上市大规模进行或者整体上市的规模过于庞大，集团公司整体上市对市场资金的需求量通常是一家普通公司“IPO”上市的几倍，按此条件，中国的资本市场存在明显的资金供给不足。没有资金，中国的资本市场如何生存？从某种意义上讲，在中国的“国有股减持”和“全流通”还没有完全解决之前，中国资本市场上的金融创新必须围绕“国有股减持”和“全流通”这个最根本的制度进行创新，具体的金融业务创新应当促进而不是妨碍资本市场的整体性制度创新。换言之，在“国有股减持”和“全流通”问题没有真正有效解决之前，整体上市只能作为试点，而且还是需要限制整体上市规模的试点。否则，金融创新就会南辕北辙、适得其反，不但不会成为市场发展的动力，而且还可能演化成市场进一步发展的阻力，集团公司的整体上市亦不例外。

在整体上市方案的设计中，需要体现三个问题：其一，存在整体上市的适度规模；其二，整体上市需要与“国有股的减持”和“全流通”连接起来；其三，存在整体上市的试点特征，而不是大规模地实施。

第二，整体上市的股权分置效应。在股权分置的状态下，作为整体上市主体的上市公司，每一次融资与再融资依然会给“非流通的控股股东”带来巨大利益，而给“流通股股东”带来或大或小的利益损害，是中国资本市场设计中的利益转移或者天然的“套利”缺陷。

“TCL集团”的整体上市方案制定与实施已经充分考虑到了流通股股东的利益，但是，在客观上，“TCL集团”的整体上市还是损害了流通股股东的利

益。在“TCL 集团”9.94 亿股的流通股中，4.04 亿股是以“换股”的方式取得，余下的 5.90 亿股是以每股 4.26 元的价格向社会公开发行，发行后的总股本为 25.86 亿股，每股净资产为 1.69 元。仅仅通过公开发行环节，流通股股东对非流通股股东的转移支付就达 15.15 亿元。由此可见，在整体上市中，中国股市的制度缺陷被完整地保存并复制下来了。

另外，整体上市客观上又给意欲上市的集团公司提供了新的“圈钱”空间。按照中国资本市场的法律和规则，上市公司“首发”的募集资金不能超过原有净资产额的 2 倍，“增发”不能超过原有净资产额的 1 倍，而对整体上市却没有明确的法律和规则限制。也就是说，如果引导或者调控不当，整体上市表面上的“多赢”格局可能会最终带来市场的“全输”局面。

但是，矛盾的问题是，整体上市的股权分置效应，以及由此所带来的利益转移和利益剥夺，却是非流通控股股东在整体上市方案中的核心目标，此为无奈之举还是制度痼疾？

分拆上市和整体上市的模式

①分拆上市的模式

分拆上市的模式选择能够直接决定分拆上市能否成功，在分拆上市的实践中，存在三种分拆上市的模式，没有一种模式存在绝对的比较优势，对于不同的公司，需要根据公司的具体情况，选择合适的分拆上市模式，不同的分拆上市模式皆存在相对的比较优势。

不同业务的横向分拆。如果一个公司涉及多种业务领域，这个公司就可以将不同的业务分拆出来，实现单独上市，这种分拆上市的模式是分拆上市的主流模式。

还是以“同仁堂”的分拆上市为例，“同仁堂”将其下属的制药二厂、中药提炼厂、进出口公司和科技中心等账面价值 1 亿元的资产置入意欲分拆的上市公司中，并与“和黄”等战略投资者一起组建“同仁堂科技股份有限公司”。从分拆的业务来看，虽然与原来的业务存在较强的相关性，但是各自又有分工，分拆出去的业务具有一定的高新技术特征。“同仁堂”主要侧重于传统中成药产品的制造，而“同仁堂科技”侧重于以现代科技实施对传统中药的现代化。从“同仁堂”分拆上市的类型看，基本上属于“横向分拆”。

“和黄”将旗下的新兴市场 3G 电信业务进行分拆上市，同样是一个典型的横向分拆案例。“和黄”是一个典型的从事多元化经营的公司，分拆新兴市场 3G 电信业务上市是为了获得资金和规避风险，这个分拆是典型的横向分拆模式。

横向分拆需要具备什么样的条件呢?

其一，公司涉猎多种业务领域，具备分拆上市的基本条件；

其二，意欲分拆出来的资产具备较强的独立性，满足子公司和母公司在业务上的独立性要求；

其三，意欲分拆出来的上市子公司存在较强的经济价值和较高的资本收益，存在良好的未来收益预期。

产业链中的纵向分拆。由于某个公司从事的业务涉及某一行业产业链中的不同阶段，例如，在石化行业中，存在开采、生产、提炼和向最终消费者销售等产业环节，公司可以选择将从事同一行业但处于行业链条不同阶段的业务的子公司分拆出去，单独实现上市，中国海洋石油总公司（简称“中海油”）的许多上市公司皆是纵向分拆的上市公司①。

纵向分拆并不是分拆上市的主流。在进行纵向分拆时，一个难题是，特别需要满足分拆后子公司的独立性要求和避免相应的关联交易。

混合分拆。如果公司属于业务经营多元化的企业，业务范围涉及完全不同的行业或者业务类型，公司控制的资产存在较大的差异性，这给公司的经营管理和资源的优化配置带来了一定的难度。如果将公司业务结构中涉及到与其核心业务关联度较弱的某一行业或者某一类型的业务分拆出去，实现单独上市，由此使得母子公司可以更好地集中资源优势，做大、做强其核心业务，此为混合分拆。混合分拆是横向分拆和纵向分拆的结合，是资本市场中一种惯用的分拆模式。

②整体上市的模式

在整体上市中，需要区分不同的起点，起点或者是已经上市的公司，或者是新设上市的公司。合理流通股股东与非流通股股东、非流通股股东之间的利益关系，是实现整体上市的关键。所谓的模式，不是神秘的东西，其主要功能是能够在一定的、现实的制度和经济条件约束下，艺术性地、恰如其分地平衡各种利益主体的利益关系。

在中国的资本市场上，衍生出许多新型的整体上市模式，它们都被称为“金融创新”，被视为“是资本市场运营高手智慧的结果”。

究竟存在哪些固定的、成型的、惯用的整体上市模式呢？有下列几种。

集团公司“吸收合并旗下上市公司”的模式。

集团公司首先完成股份制改造，然后吸收合并旗下的上市子公司（收购或者换取其全部股权），并安排整个集团公司的IPO。

在操作步骤中，可以将其分解为“改制”、“吸收合并”、“首发”三个具

① 具体参见程继明编著：《投资银行的中国实践》，机械工业出版社2004年版，第21～32页。

体的步骤实施，或者分为“改制”和“首发”连同“吸收合并”两步实施，实现集团改制后，在整体上市方案中一并完成“首发”和“吸收合并”。实际上，从方案设计的角度分析，“首发”和“吸收合并”互为前提条件。在完成“首发”之后，原来的上市子公司在集团整体上市的同时完成退市。例如，“TCL 集团”在完成公司“改制”后，IPO 连同换股以“吸收合并”上市子公司的方式，最终实现集团的整体上市。

在这种模式中，需要集团公司符合上市的条件，否则，这种模式就因不能满足制度的要求而无法付诸实施。

“TCL 集团”的整体上市计划和方案被视为“中国资本市场的重大金融创新”，那么，这个方案的创新点在何处？

在以“TCL 集团”为代表的这种整体上市模式中，“TCL 集团”整体上市模式的一个突出的创新点是，在中国当时的市场条件下，进行了股票的“首发”。在整个方案中，“首发”是一个不折不扣的环节，是平衡各种利益主体的主要武器。依此，国家降低了国有股的比重，实现了国有股的减持；上市公司获得了大量的募集资金，保证了持续发展的资金供给；上市子公司原来的流通股东获得了差价收益；新的股东获得的是公司未来增长的机会和预期。“首发”实现了各个利益主体的共赢，是一个共赢的方案。

另一个突出的创新点是，尽量减少整体上市中的利益主体。在这种模式中，需要处理的不同利益主体越多，方案设计的难度要求就越大。在利益主体较多并且利益取向并不一致的条件下，恰当地平衡集团公司的股东、原来上市子公司的流通股股东、“首发”后成为公司股东的新股东之间的利益关系就成为一个难以逾越的、几乎无法求解的方程式。“TCL 集团”在实施整体上市之前，就收购了旗下上市子公司的其他所有的法人股，为后来的整体上市创造了条件，简化了各种利益关系。在实施整体上市方案之前，简化、收敛利益主体的关系是一个可行的现实选择。

集团公司改制“直接 IPO”模式。

对于主业明确集中的集团公司来说，可以先对少量非经营性资产和不良资产进行适当处置，并进行投资主体多元化的股份制改造，然后直接进行 IPO。

中国建设银行集团（简称“建银集团”），在国家特别安排巨额注资的计划，并且完成股份制改造以后，将全部银行类资产划归于“中国建设银行股份有限公司”（简称“建银股份”）的名下，直接进行整体上市。

按照公开披露的信息，“建银集团”被分解成为两个机构：中国建设银行控股集团（简称“建银控股”）和中国建设银行股份有限公司（“建行股份”），“建银集团”的原来全部的银行类资产划入“建行股份”，这一部分

资产占到“建银集团”全部资产的90%以上。“建银集团”的非主业资产或者非信贷资产，包括历史遗留的学校、医院、酒店等“三产”，以及“建银集团”持有的中国国际金融公司、中德住房储蓄银行等股权，将划归“建银控股”。

这种模式可以直接建立良好的公司治理结构，避免不必要的关联交易，能够得到市场的认同。

“借子公司的壳”整体上市模式（上市子公司反向吸收合并母公司）。

对于发展前景明朗、资产质量总体较好的集团公司来说，可以在对少量非经营性资产和不良资产进行适当处置的基础上，由上市的子公司对集团公司的资产进行重组、整合，甚至进行“增发”募集资金收购母公司的资产，以实现集团公司的整体上市。在完成整体上市之后，原来的上市子公司通常改用集团公司的名称。

中国计算机软件与技术服务公司（简称“中软总公司”）通过由上市子公司中软网络技术股份有限公司（简称“中软股份”）反向吸收合并母公司的方式，实现集团公司整体上市。2003年12月29日，由“中软总公司”相对控股的上市公司“中软股份”发布公告，表示拟在大股东“中软总公司”将其所持“中软股份”41.83%的股份划转至中国电子产业工程公司完成后，整体收购“中软总公司”的资产，随后公司改名为中国软件与服务（集团）股份有限公司（简称“中国软件”）①。

由于存在规模限制，规模较大的集团公司意欲通过“买壳”或者“借壳”的方式实现整体上市的难度相对较大。资产规模较大的集团公司，如果需要通过借壳的方式实现整体上市的目标，需要一步步地向着整体上市的最终目标靠拢，需要相对较长的时间和步步为营的足够耐心。

集团公司的“主业借子公司的壳”实现整体上市模式（上市子公司反向吸收合并母公司主业资产）。

对于主业资产和辅业资产的规模皆非常庞大的集团公司来说，可以通过安排业已上市的子公司反向收购母公司的全部主业资产来实现集团主业而不是全部资产的整体上市，在此过程中，一般需要安排上市公司“增发”募资，而辅业资产则留在上市公司之外。

“武钢股份”实行“增发”，包括定向增发国有法人股和面向社会公众发行流通股，再用增发的募集资金收购“武钢集团”尚未上市的全部钢铁经营资产，从而实现“武钢集团”的钢铁主业的整体上市。

---

① 需要读者注意的是，中国电子产业工程公司是原来的“中软总公司”的控股股东。

“武钢股份”的“增发”方案具有金融创新的特点，既增发暂不流通的国有法人股，亦增发了流通股，同时还通过资产收购实现了其大股东集团主业的整体上市。此外，由于不涉及IPO，这种模式的实施成本相对较低。

集团公司旗下上市公司间吸收合并或者新设合并以实现同业整体上市的模式。

同属一家集团公司，且横向同业或者纵向上下游产业链条业务关系密切的两家或者两家以上的上市公司实行吸收合并或者新设合并，从而实现集团公司内部同业，通常皆为核心业务的整体上市。

上海百联集团旗下的上市公司“第一百货”与“华联商厦”实行吸收合并或者新设合并①，实现两家上市公司的整合，上海百联集团从而实现了整体上市的计划。

在分拆和整体上市之间的选择：神华集团

①实施分拆或者整体上市的条件

基于公司资本市场运营的需求，许多公司都建立了“金字塔”式的结构，分拆和整体上市是建立这一结构的一条途径。并不是任何一个公司都有条件在分拆或者整体上市之间进行选择，它存在一定的条件要求。

其一，公司的资产、业务要求。

公司的资产规模较大和多元化经营是进行分拆上市或者整体上市选择的首要条件。公司涉猎多种业务，是一个多元化经营的公司，不同的业务之间存在一定的独立性，能够便于进行分拆或者整体上市之间的选择。如果公司的资产规模较小或者业务单一，公司就不具备分拆或者整体上市的基本财务条件和资产选择余地。

其二，公司资产和业务之间的结构要求。

在集团公司选择分拆还是整体上市之前，需要根据公司上市的要求，对集团公司内部的资产、业务进行梳理、归类、重组和整合。在组织结构、产品品牌、企业文化等方面实施全面整合，目标是形成一个比较完整的业务体系和管理体系，以增强公司价值的创造能力。

其三，公司产权明晰化的要求。

---

① 吸收合并是一家上市公司将另外一家上市公司吸收吞并，“另外一家上市公司”的法人资格将被注销，新的公司名称是“主动合并的上市公司”。新设合并是两家上市公司的法人资格都被注销，以一家全新的上市公司吸收原来的两家上市公司。这个问题并不是一个非常关键性的问题。

“华晨事件”、仰融和辽宁省政府之间的官司和恩恩怨怨表明①，在中国当前的条件下，公司的许多产权还存在争议。在选择分拆还是整体上市之前，需要把公司的资产和业务的产权关系理顺清楚。否则，在分拆或者整体上市的资本市场运营中，容易诱致争议和扯皮，导致方案和计划的失败。

其四，公司的股份制改造。

在分拆上市中，分拆出去的上市子公司需要满足分拆上市的条件，人员、财务、业务、资产具有独立性。在整体上市中，如果不是采用上市子公司收购母公司资产、业务的方式实现整体上市，亦不是借壳上市，而是通过集团新设股份公司上市，集团公司必须在整体上市之前先行完成自身的股份制改造。在实际操作时，在集团公司整体股份制改造的同时，一般需要根据要求引入战略投资者，形成合理的股权结构，完善公司治理结构，以尽可能改变或者消除国有股“一股独大”的负面影响。

其五，实现各种利益主体的“多赢”。

以定价为核心，恰当处理不同利益主体的利益关系是选择分拆上市还是整体上市的一个核心步骤。在中国目前的条件下，由于存在错综复杂的利益关系，受制于利益关系的平衡，许多最优的上市模式还是无法实现，只能选择“次优”的上市模式，这不是一个经济学的问题，而是一个政治经济博弈的结果。

其六，满足分拆或者整体上市的财务要求。

根据中国公司上市的制度要求，无论是分拆还是整体上市，需要上市公司满足一定的财务指标，例如，最近三年的利润率、资产负债率等。另外，公司的治理结构比较完善，避免股东之间的利益转移和剥夺。

其七，政治经济的要求。

在选择分拆上市还是整体上市之间，并不是一个纯粹的经济问题，还是一个政治问题，综合体现了政治经济的要求。据此，一般要求的对象是一个大型重点的国有企业，因为在公司上市、股份制改造方面容易得到政府监管部门的支持和批准。

在选择分析案例时，考虑到选择分拆还是整体上市的条件，神华集团是一个能够满足这些条件的企业集团，是一个典型的分析样本。神华集团有限责任公司是中国煤炭行业的“龙头老大”，资产超过千亿元，是大型重点的国有企业，位于国有企业的前 10 位，并且在上市方案上得到了国务院的特批，显示了政府在支持和批准神华集团上市方面给予的支持力度，其他任何民营企业不

① 可参见郑小伶的“孤家寡人仰融”一文，《新浪财经》，2002 年 11 月 19 日。

可能得到如此力度的支持；神华集团的主营业务包括煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤制油、金融投资和国际贸易等，多元化经营，具备基本的分拆或者整体上市的经济条件；神华集团的效益能够满足上市的基本条件，尽管历史上神华集团的职工人数近 10 万人，冗员较多，并且存在大量企业办社会的职能，不良资产较多，但是最近几年实施的主辅分离计划基本上消除了职工冗员和企业办社会的职能。从是否满足选择分拆上市还是整体上市的条件看，神华集团是一个难得的样本。

②神华集团上市的经济起点

神华集团有限责任公司（简称“神华集团”）成立于 1995 年 10 月，是按照《公司法》组建的国有独资公司。神华集团的主营业务是统一规划、开发、经营神华工程和煤炭液化工程。神华工程是一个以神府东胜煤田的开发为基础，配套建设煤炭外运通道，包括包神铁路；西煤东运第二大通道神朔、朔黄铁路；煤炭的出海港口黄骅港。并在神华煤炭优势半径内建设电厂。神华集团是一个特大型的能源交通工程。煤炭液化工程是将煤炭转换成汽油、柴油、航空煤油和化工原料的一种高新洁净煤工程。

神华集团是一个以能源、交通为主导产业，多元化经营，跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的特大型企业集团。

神华集团在国家计划和中央财政中实行单列，享有对外融资、外贸经营、煤炭出口和外事等各项自主权利，是中央管理的 53 户国有重要骨干企业之一，是国务院试点的大型企业集团之一。

神府东胜煤田位于陕西省榆林市北部和内蒙古鄂尔多斯市南部，煤田总面积 31172 平方公里，探明储量 2236 亿吨，远景储量 10000 亿吨，是中国已探明储量最大的煤田，被誉为世界七大煤田之一。煤炭赋存条件良好，开采条件优越，煤质优良，是低灰、低硫、低磷的煤炭，适合冶金、化工和液化用途。

“神华集团”的上市开始于 2002 年，虽然在 2005 年 6 月 15 日神华集团控股的中国神华能源股份有限公司（简称“神华能源”）在香港联合交易所上市交易，其中的过程跌宕起伏，但是，故事还需从 2002 开始说起。

2002 年的神华集团是一个怎样的公司呢？神华集团的庞大计划就开始于 2002 年神华集团的经济状况。

2002 年，神华集团在职职工人数约 9 万人，全资和控股公司 30 家，初步建立了一个“金字塔”式的公司结构。

2002 年，神华集团原煤产量高达 7733 万吨，商品煤产量是 6594 万吨。煤

炭生产工效71.5吨/工，中国第一，世界领先；原煤百万吨死亡率仅为0.24，大大低于全国1.5的平均水平；铁路运量是10923万吨，换算周转量为320亿吨公里；在黄骅港投产当年，吞吐量达到1653万吨；神华集团的发电量239亿度，售电量为222亿度。

截至2002年，神华集团的资产总计为1025亿元，其中，流动资产203亿元，长期投资63亿元，固定资产736亿元，无形及其他资产23亿元。负债合计668亿元，其中，流动负债151亿元，长期负债517亿元。所有者权益合计357亿元，其中，国家所有者权益243亿元，少数股东权益114亿元，资产负债率为65%。主营业务收入258亿元，利润总额23亿元，净利润15亿元。

2003年，为了理顺神华集团的产权关系，核定集团的资本金，神华集团实施了清产核资、资金核实，国资委批准处理资产损失，核减了所有者权益；并且关闭破产了“西三局”4矿，核销了银行债务，解除了部分职工的劳动关系，移交了一批企业办社会的项目；实施了主辅分离，国资委批准15户企业单位第一批改制，通过带资分流，大大减少了非主业资产、闲置资产和破产企业的资产等3类资产。通过2003年的改革，神华集团的国家所有者权益调整为178亿元，在职职工精简为4万人，为分拆或者整体上市创造了良好的内部条件。

2004年11月6日，由神华集团有限责任公司（“神华集团”）设立而来的中国神华能源股份有限公司（“神华能源”）在北京正式成立，为神华集团的上市提供了一个载体。中国神华能源股份有限责任公司是神华集团有限责任公司以其拥有的与煤炭、铁路、港口、电力等主营业务相关的13家全资和控股子公司的资产及股权（经评估）作为出资，独家“发起”成立，首届董事会成员共九名，陈必亭任董事长，黄毅诚、梁定邦、陈小悦为独立董事，吴元为总裁。神华能源设立后，将以能源、交通为主导产业①。

③在分拆和整体上市之间的选择

分拆上市还是整体上市是一个相对的问题，而不是绝对问题。在神华集团的案例中，分拆上市还是整体上市主要体现在是否将煤炭液化工程纳入上市的资产之中。

根据公开的资料，“煤变油”项目是神华集团一个非常庞大的投资和资产，

① 资料来源于神华集团的网站：www.shenhuagroup.com.cn。另外一个值得参考的资料来源是“神华能源”2005年的中期业绩报告。

如果将其纳入上市公司，神华集团接近于绝对的整体上市；如果不纳入上市公司中，就类似于分拆上市。整个案例都是围绕这一点展开，分析了分拆上市或者整体上市的经济原因。

需要说明的是，在神华集团的案例中，不是在分拆上市还是整体上市的效应分析框架内分析问题，而是一个经济理由的分析。分拆还是整体上市的模式是广义概念和意义下的模式。最后一个值得关注的问题是，该案例可以说明资本市场无效条件下分拆还是整体上市的差异。

根据神华集团的重组方案，神华集团保留了与其存续业务和经营相关的资产、负债和权益，包括煤制油、煤化工、投资金融业务以及规模有限的煤炭生产、电力和其他业务。拟上市的中国神华能源股份有限公司拥有在神东矿区、万利矿区内与煤炭生产相关的包括采矿权在内的几乎全部经营性资产、负债和权益以及神华集团在准能公司和胜利能源的股权；神朔铁路和货车公司的全部经营性资产、负债以及神华集团在朔黄铁路、包神铁路、黄骅港的权益；还有神华集团8个经营电厂、4个在建电厂以及2个拟建电厂及其他参股电厂中的股权。

一个关键的问题是，现在的争论是，是否把神华集团的“煤变油”项目置入上市公司中。在“神华能源”的上市计划中，包括了“煤变油”项目。但是，这个项目受到了广泛的质疑。

无论分拆上市还是整体上市，判断把某块资产是否置入上市公司中的依据是这个项目的经济性、风险性和未来的收益状况，并且考虑到新的投资者和公司现有股东在三个方面的预期差异。

公开资料显示，神华集团在2005年1月12日披露，由于直接液化的关键技术得以突破，神华集团计划将原先规划的1000万吨“煤变油”项目规模提高到3000万吨甚至更高的生产规模。同时，中国目前正在兴建和拟建的“煤变油”项目已达1600万吨，计划投入的资金额高达150亿美元。神华“煤变油”项目是一个具备广阔发展前景的项目。国家给予“煤变油”项目鼎力支持。

但是，存在技术上的可能性和国家的支持还不是某项资产是否纳入上市资产中的主要判断标准，关键的问题是，这个项目的经济性、未来的收益和风险。

“煤变油”项目的经济性和未来的收益和风险情况究竟如何？

就“煤变油”的成本与风险而言，根据中国工程院院士李大东的计算，仅就设备投资一项，生产1万吨“煤化油”需要1亿元的投资，而沿海炼油厂生产1万吨油的投入是1000万元。相比之下，煤炭液化投资过大，没有利润可言，以当前的市场条件，煤“变”出来的油不存在任何的市场竞争力。将来很

难说情况会如何，但是现在却如此。

“煤变油”项目不仅不存在经济性，而且还存在巨大的风险。从上市公司的角度而言，“煤变油”项目的投资风险非常大。2005 年，只有德国和南非拥有较为成熟的“煤变油”技术，但是技术转让费用高昂。如果引入转让技术，同样存在巨大的投资风险。将存在巨大风险的项目纳入上市资产中，不但不能起到积极的作用，反而降低对投资者的吸引力。

并不是说，存在巨大风险的项目就没有吸引力，许多高新技术企业在上市时项目就存在巨大的风险，还是对投资者具有巨大的吸引力。但是，现在的市场条件已经发生了变化，能源市场亦不例外。在 2005 年的资本市场中，能源类股票价值的标准不是“炒做”的概念，而是财务“市盈率”。如果剔除“煤变油”项目，可能更适合神华集团的能源类上市公司。

在“煤变油”项目存在巨大的风险和未来收益不确定的条件下，如果将“煤变油”项目纳入“上市公司”，可能得不到投资者的认同，影响发行计划和发行价格，对神化集团而言可能得不偿失。

对神华集团而言，分拆上市是一条比较经济的途径，在剔除“煤变油”项目后可以吸引投资者认购新股，增加发行成功的概率和提高发行的价格。

根据公开的资料，神华集团在煤变油项目上的总投资额高达 540 亿元人民币。在剔除这一项目后，神华集团的目标融资额将在 30 亿美元左右，最多可能达到神华旗下最大的煤矿、铁路、海运资产和电厂股权的30%，高于“未剔除煤变油”的25%。虽然在剔除“煤变油”项目后，神华集团在上市公司中所占股权略有降低，但是仍能拥有绝对的控股权①。

那么，在剔除了“煤变油”项目后，是否存在将“煤变油”纳入上市公司的其他更为经济和可行的办法？

如果成功将“煤变油”纳入上市公司，需要具备两个条件中的一个。一是“煤变油”项目存在经济上的优势，具备良好的收益性；二是“煤变油”项目能够得到市场的广泛认同和投资者的追捧。在一定条件下，一个项目在什么时候纳入上市公司，项目的经济效益也许并不重要，重要的是能够得到投资者的追捧和市场的认同。2004 年，“和黄”分拆旗下 3G 业务上市时，3G 业务还是亏损，但是上市非常成功的原因是 3G 业务得到市场和投资者的认同，投资者含有广泛的想象空间。

---

① 本部分的写作时间是 2004 年 12 月，在此时间内，“神华集团”控股的“神华能源”还没有上市。读者需要注意此点。

如果在这个项目成熟后或者“煤变油”得到市场认同时，再采取整体上市的方法，将其置入上市公司，投资者会付出更高的价格，神华集团将获得更高的收益，那时的整体上市是一条占优途径选择。

在此前的市场条件下，对于神华集团而言，先分拆上市再择机进行整体上市是一个最佳选择。

④理论框架下的分拆和整体上市之间的选择

在分拆还是整体上市的理论框架中，一个关键性的问题是，在资本市场没有效率的条件下，不同的市场之间存在的托宾 Q 值。为了实现股东价值的最大化，公司将在较高托宾 Q 值的市场上发行最大数量的股票，直至两个市场的托宾 Q 值相等。

“神华能源”选择在香港和中国 A 股两个市场同时上市。选择在香港上市，其目的重在公司的改制，能够根据香港的上市制度和相关的法律要求，完善公司的治理结构，建立现代企业制度。由于中国 A 股市场的托宾 Q 值明显高于香港市场的托宾 Q 值，选择在中国 A 股市场上市，其目的是以一定的成本融得更多的资金，增加中国内地投资者的投资机会和投资选择，降低上市的总体成本。

根据原先的设想，中国 A 股市场的发行比例为 35%，H 股的发行比例为 15%。之所以定为这样的发行比例，是考虑到两个市场存在不同的市盈率，发行市盈率主要参照国内外可比公司确定。H 股的发行市盈率定为 10 倍，A 股的发行市盈率定为 20 倍，在此基础上可以提高公司的募集资金量。

由此看来，“神华能源”在 A 股市场的发行数量是香港市场上发行数量的 2 倍还多，因为这样可以在发行一定数量的股票时融得更多的资金。

为了实现这个目的，“神华能源”优化了发行方式。原先的设想是，先发行 H 股，总股数 136 亿股，发行股数 20 亿股，发行价为 1.54 元，募集资金 31 亿元。然后，增发 A 股，总股数 229 亿股，发行股数 73 亿股，发行价为 2.01 元，募集资金 146 亿元。在发行成功后，总共募集资金 177 亿元。在上市公司的股权结构中，国有股占 51%，是绝对控股股东。

之所以选择这样的发行方式，原因可能有两个：其一，“神华能源”在中国 A 股市场有较强的话语权，先难后易，有利于公司顺利完成发行任务；其二，香港的资本市场是一个国际化的市场，在香港的成功发行，对中国大陆 A 股市场的发行具有示范效应，有利于发行工作的完成。

但是，为了顾及中国大陆 A 股市场投资者的利益，2005 年的资料表明，神华集团的“神华能源”决定放弃先 H 股然后 A 股的发行方式，采取“A +

H”的上市方案。发行的数量进行了较大幅度的调整，计划发行总股本为200亿股，上市流通的股份只占总发行股本的25%左右，其中H股比例为18%，A股比例为7%。其中的一个显著变化是，H股的发行比例明显超过A股的发行比例，发生了颠覆性的变化。

之所以采取这样的调整，关键因素在于公司的发行价格。当时，在两个市场中，股价的情况是，A股市场的平均市盈率不到30倍，大盘蓝筹股为17～18倍；香港股市的平均市盈率为23倍左右，大盘蓝筹股平均的市盈率为13～14倍左右。两个市场的市场价格差距已经大大减少，最初的存在巨大差异的发行市盈率的设想已经不复存在，从而推动了发行结构的调整。

根据分拆或者整体上市的理论分析框架，当两个不同资本市场的价格差异不大时，发行数量对股价的边际影响就成为决定发行比例的核心因素。在市场术语中，边际影响就是市场的承受力。在此条件下，发行比例的分配主要取决于两个市场的承受力。香港市场是一个国际化的市场，中国A股市场还是一个封闭的、隔离的市场，市场承受力明显不如香港市场。“神华能源”在两个市场中发行比例的颠覆性变化就不难理解了。

受此影响，为了保证发行的成功，便于调节两个市场的发行比例，“神华能源”优化了发行程序，决定采用“A+H”上市方案，同时发行A股和H股。在采取“A+H”上市方案的情况下，“神华能源”会采用国际市场而非中国市场的方式进行定价。

在“A+H”上市方案以国际市场进行定价的情况下，资产质量和市场看法是定价的关键因素。目前，只有德国和南非拥有较为成熟的“煤变油”技术，这个项目难以得到市场投资者的支持，国家支持发展“煤变油”并不是国际投资者考虑的主要因素。在“A+H”的发行方式下，采取分拆上市是一个比较好的选择。在时机成熟的条件下，再实现整体上市。

从上面的论证中可以看出，“神华能源”整体上市的方案虽然存在一定的合理性。但是，从资产质量来看，其“煤变油”项目受到市场的质疑，如果强行实施整体上市计划，势必降低发行价格。在当时的条件下，分拆上市是一个更优的选择，在项目成熟以后再实施整体上市计划。

更为有趣的问题是，“神华能源”在香港和中国大陆资本市场上发行比例和发行方式的颠覆性变化，恰恰是整体上市或者分拆上市理论分析框架中的应有之义，从一个侧面证明了这个理论的正确性。

在“神华能源”的上市中，为了便于调整公司的结构，平衡各种利益关系，根据神华集团的安排，在上市资产中，由于神华集团的少数股东权益全部在其控股的子公司中，只将神华集团在这些子公司中的股权包括在上市资产

中，少数股东权益并不在上市资产中，即在“神华能源”中，简化了上市的资产关系，便于神华集团在资本市场上的运营①。

4. 证券资产证券化：可转债和一个延伸——认股权证

证券资产证券化的可能路径

证券资产证券化是将证券资产转换为在风险和收益上不同的证券资产。典型的证券资产证券化的实现路径是可转债、认股权证、期权、期货，它们被称为金融衍生产品，从资本市场运营的视角看，它们是证券资产证券化的过程。

金融衍生产品已经成为金融工具家族中的主要成员之一，许多投资银行能够从金融衍生产品的交易中获得巨额利润，金融衍生产品亦是企业风险控制和财务规划的主要手段之一。资本市场运营上的金融衍生产品主要是与企业的风险收益一致的融资工具。

中国的金融市场还不是一个非常完善的市场，很多金融衍生工具还没有得到监管部门的批准，金融衍生工具还比较少见，主要是可转债和认股权证，而且认股权证还在探索之中。可转债已在中国得到广泛的应用，成为上市公司融资的一个主要工具。中国还没有实施认股权证，不可否认，认股权证具有可转债、信贷、股票、期权等金融工具并不具备的功能。根据现代经济学的交易成本理论，一种融资工具需要与企业资产的专用性一致和匹配。与此相适应，认股权证是一个具备不可复制、不可替代功能的金融工具，是适应企业特定资产专用性的金融工具，是适应企业特定风险和收益的金融工具。另外，可以预见，认股权证在中国的广泛适用和推广已经为期不远，据此，本节在一个交易成本经济学的分析框架内，前瞻性地分析了认股权证的潜在运作模式和适用范围。

① 在本书写作完成时，“神华能源”仅仅在香港资本市场上上市，并没有实施“A+H”发行方式，盖因中国A股市场的惨淡。读者可以就此按照既定的框架作进一步的分析。

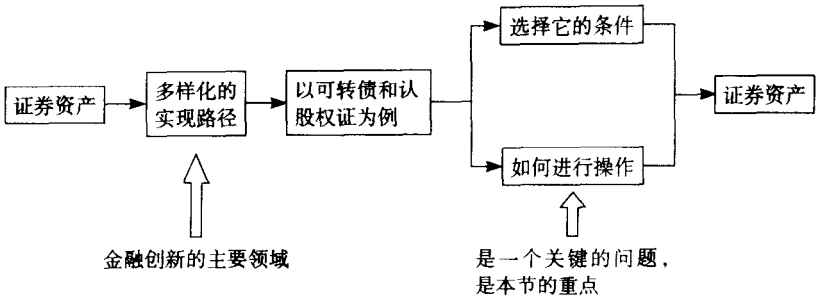


图 4.4　证券资产证券化的框架图

可转债悖论的提出

在不完全的金融市场条件下，上市公司发行可转债融资①，其目的是增加上市公司在不同市场条件和环境下的融资品种，满足具备不同投资风格的“室内装潢者”（机构投资者）和个人投资者的投资组合需求，同时降低上市公司融资的成本。

任何一种融资工具和手段都存在一定的适用范围，适用范围的主要限制因素是资产的风险、金融交易成本、现金流的不确定性、信息不对称的严重程度和对剩余控制权拥有者的激励等。根据适用范围的限制因素，在金融市场中，所有可供选择的金融工具构成了一个类似于“光谱”的融资选择空间。如果不考虑企业融资的可得性，企业都可以在“金融光谱”上选择最佳的融资模式。所谓构建完善的金融体系，目的就是完善整个“光谱”，不能出现“断层和稀疏”，例如，如果没有风险投资基金，可能导致的后果是许多适合风险投资基金的企业不能融到资金，或者是不同融资模式的错误配置。

毋庸置疑，许多金融工具之间存在一定的重叠性。但是，几乎任何一种融资工具和模式都不能使用其他的融资工具和模式加以“复制”生成。可转债，作为一种典型的融资工具和模式，根据适用范围的限制因素，是“债性”和“股性”的融合，适合于激励较弱、信息不对称程度程度较低、但对公司未来发展存在一定预期差异的公司。但是，根据中国上市公司发行可转债的审核标准，在制度约束条件下，发行可转债的申请企业在行业地位、净资产收益率、现金流量等方面比增发和配股的申请企业存在还要高的要求，明显与可转债的

① 2001 年 4 月 28 日，中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》，揭开了上市公司发行可转债的序幕。

适用范围不符。如果符合监管部门的发行可转债的条件，公司可以选择发行债券或者申请银行贷款，何必选择发行公司可转债。

在可转债中，期权性质是一个主要特征，是公司发行和设计可转债条款时的一个主要关注点。换言之，可转债以转股预期吸引投资者、投资者同样希望在公司股票大幅上升时能够转股成功。

根据行为金融学的基本原理，投资者和筹资者基于自身的局限往往强调和关注自身信息，赋予同一信息不同的权重，并据此作出决策。换言之，在投资者和筹资者之间，并不存在关于资产收益的客观概率，往往存在关于股票价值的分歧。

可转债的定价和条款设计必须符合不同发行公司的风险大小、投资项目预期收益和财务状况。对于不同的发行公司，可转债一定存在一个个性化的定价和条款设计，因为没有两家公司存在一样的风险和预期。在可转债的定价和条款设计中，没有一个国家发行可转债的公司没有个性，除非存在定价和条款设计的制度约束。可转债的特点是适合预期和风险迥异的公司，其定价和条款设计怎能一样呢？承销商根据发行公司和市场条件提出个性化的设计解决方案是可转债成功的基本前提。

意欲融资的公司在财务条件、风险、投资项目的预期收益和资本大小方面存在巨大的差异，可转债适合前景并不稳定的公司。既然公司的前景并不稳定，不同的投资者和筹资者就存在对公司前景不同的预期。为了解决关于公司未来的不同预期，可转债是一种能够比普通债券和股票融资工具更能化解不同预期的金融工具。

即使可转债可以化解对公司存在的不同预期，但是，就不同的发行公司而言，发行公司与投资者之间在公司未来收益的预期和股票市场的前景评价上还是存在分歧的。在可转债的定价和条款设计过程中，根据发行者的财务条件、风险大小、投资项目的预期收益、股本稀释状况和投资者的信息，设计多种可供选择和灵活性的定价机制和条款设计。没有存在对所有企业在不同的市场环境条件下同一、规范、标准和国际化的可转债的条款设计和安排。

根据可转债的发展历史，1970 年以来，公司面临的商业环境日益复杂，不确定明显增大，在此条件下，各个国家都减少了对金融创新的约束和限制。与此相适应，金融创新此起彼伏，资源配置效率得到了巨大的提高。在此过程中，可转债总共产生了十几种变化的形式，转换条件更为灵活，在解决筹资者与投资者分歧方面提出了各种创新性的解决方案。例如，零息的可转债，含有投资者卖回条款的可转债，阶梯利率等利率可调整的可转债等。更有意思的一个变形创新是，当发行者急于发行可转债、谈判地位比较弱时，面对投资者对

转股前景的疑虑，发行者曾经采用过延长转股期，在可转债到期但仍未转换时，承诺保证投资者的收益达到同期国债收益水平，或者每1000元可转债在转换不成功时配送若干股份等创新变换方式。每一次的可转债发行，都将根据市场环境、发行者的状况、投资者的预期等进行创新和调整。

在中国的资本市场上，有关可转债发行的法规在一定程度上限制了可转债的个性化设计。例如，大多数发行者把《上市公司发行可转换债券实施办法》中的“不超过银行同期存款利率”选择与一年期的存款利率进行比较，大多数可转债的票面利率在1.0%～1.6%之间，与此相比，五年期企业债的利率一般在3.5%～3.7%之间。

另外，在资本市场上，股权分置问题的存在不利于可转债的发行。非流通股的全流通问题不可能存在一个兼顾到各方利益的解决方案，但是解决全流通问题已经全面启动和破题，如何在可转债的条款设计中考虑到全流通问题的解决就是一个超级难题。也许，根本就是一个没有解的方程。

金融理论研究表明，金融产品创新本身是一个增加企业和投资者选择的过程，是优化资本市场风险配置和资源配置的过程。同样，可转债需要不断创新而不是模仿，可转债本身就含有金融创新的含义。在中国的可转债市场中，最缺乏的恰恰就是创新，违背了可转债的题中应有之义。

在中国的资本市场上，无意中构造了一个可转债的悖论。一方面，无论是可转债的发展历史还是可转债的金融特性，无论是可转债的功能还是资本市场的复杂性，可转债在中国的功能发挥依赖于其在基本约束下的不断创新。另一方面，中国的制度约束却死死地限制了可转债的创新。

那么，存在一个悖论的可转债为何还存在于中国的资本市场上呢？也许从“茂炼转债”和“招行转债”的事件中我们能够找到问题的答案。

可转债的分析框架：制度和经济条件

1843年，美国New York Erie铁道公司发行了第一张可转债。在此后100多年的时间内，可转债在资本市场运营中没有清晰的定位、得不到市场的认同和重视。20世纪70年代，美国经济通货膨胀的背景促使投资者开始寻找规避通货膨胀风险和分享企业收益的新型投资工具，可转债恰恰具备了这项功能，得此天赐良机，可转债在全球资本市场上得到了迅速的发展。

可转债是可转换证券家族中的一个分支。就广义的角度而言，可转换证券是一种证券，其持有人有权将其转换成为另一种不同性质的证券，例如，期权、认股权证等皆可称为可转换证券。从狭义的角度来看，可转换证券主要包

括可转债和可转换优先股。可转债是一种公司债券，它赋予持有人在发债后的一定时间内，可以依据投资者自身的意愿和判断，选择是否依据约定的条件将持有的债券转换为发行公司的股票或者另外一家公司股票。可转债持有者可以选择持有至债券到期，要求公司还本付息；亦可选择在约定的时间内转换成股票，享受股利分配或者资本增值。可转换优先股虽然与可转换公司债一样，可以转换成公司的普通股，但是它毕竟是股票，固定所得不是债息，而是股票红利。它的价格随着公司权益价值的增加而增加，随着红利派现的增加而下跌。在公司破产时，对企业财产的索赔权在法律上落后于公司的债权人。

可转债是债权和期权双重属性的结合。首先，可转债是一种公司债券，是固定收益证券，具有确定的债券期限和利息率，为可转债投资者提供了稳定的利息收入和还本保证。与股票投资者不同，可转债的投资者不是企业的拥有者，不能获取股票红利，不能参与企业的决策。在企业的资产负债表上，可转债是企业的“或有负债”，在转换成企业的股票之前，可转债是企业的负债，只有在可转债转换成股票以后，投资可转债才等同于投资股票。其次，可转债为投资者提供了转换成公司股票的权利，这种权利具有选择权的含义，是公司股票的期权。换言之，可转债的投资者既可行使转换权，将可转债转换成公司股票，亦可放弃这种转换权，持有债券到期满。可转债包含了股票买入期权的特征，投资者通过持有可转债可以获得股票上涨的收益。

①制度可行性视角下的可转债

从理论上讲，任何公司，无论大公司还是小公司，无论是实力雄厚还是业绩不佳的公司，都可以运用可转债融资。在美国的可转债市场上，发行可转债的企业一般是中小型的、具有适度风险的、投资者对公司发展前景存在较大分歧的企业，符合交易成本经济学的理论含义和预言。在欧洲的可转债市场上，虽然近几年大型公司发行可转债的数量存在明显增多的趋势，但还是以中小型公司为主。从某种意义上讲，可转债是中小型的、半成熟性公司融资的首选。

但是，在中国资本市场上，进行可转债的运营，需要满足中国的制度约束。在中国境内，发行以人民币认购的可转债需要满足1997年颁布的《可转换公司债券管理暂行办法》（简称“暂行办法”）和2001年颁布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》（简称“实施办法”）。

根据“暂行办法”，上市公司发行可转债应当符合下列条件：其一，发行公司的财务要求。最近3年连续盈利，且最近3年净资产利润率平均在10%以上，属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于7%；可转换公司债发行之后，资产负债率不高于70%；累计债券余额不超过公司净资

产额的40%。其二，募集资金投向的要求。在募集资金的投向上，需要符合国家的产业政策。其三，发行价格的要求。在发行价格方面，可转债的利率不超过银行同期存款的利率水平。其四，发行数额的要求。可转债的发行额不少于1亿元。

在“实施办法”中，其要求更加详细，对公司的行为提出更为苛刻的要求，增加了对发行公司的许多定性规定，突出了对公司治理结构的要求。例如，最近三年特别在最近一年是否以现金分红，现金分红占有公司可分配利润的比例，以及公司董事会对红利分配的解释；发行人最近三年平均可分配利润是否足以支付可转换公司债一年的利息；是否有足够的现金偿还到期债务的计划安排；主营业务是否突出，是否在所处行业中具有竞争优势、表现出较强的成长性，并在可预见的将来有明确的业务发展目标；募集资金投向是否具有较好的预期投资回报，前次募集资金的使用是否与原募集计划一致，如果改变前次募集资金用途的，其变更是否符合有关法律、法规的规定；是否投资于商业银行、证券公司等金融机构（金融类上市公司除外）；发行人法人治理结构是否健全；近三年运作是否规范，公司章程及其修改是否符合《公司法》和中国证监会的有关规定，近三年股东大会、董事会、监事会会议及重大决策是否存在重大不规范行为，发行人管理层最近三年是否稳定；发行人是否独立运营，在业务、资产、人员、财务及机构等方面是否独立，是否具有面向市场的自主经营能力；属于生产经营类企业的，是否具有独立的生产、供应、销售系统；是否存在发行人资产被有实际控制权的个人、法人或其他关联方占用的情况，是否存在其他损害公司利益的重大关联交易；发行人最近一年内是否有重大资产重组、重大增减资本的行为，是否符合中国证监会的有关规定；发行人近三年信息披露是否符合有关规定，是否存在因虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏而受到处罚的情形等。

在中国的资本市场上，公司发行可转债，不需考虑公司的资产、现金流、收益风险等特征，关键的问题是符合、满足和达到发行可转债的基本制度条件。定量方面的要求，是公司会计制度和原则的反应，具有有限的调整空间和余地。定性方面的要求，是公司战略、发展方向的反应，需要发行公司提出与众不同的、可行的、与国家发展战略一致的思路，存在灵活的调整空间和余地。

②经济可行性视角下的可转债

任何一种融资工具没有绝对的优势，亦没有绝对的劣势，关键是这种融资工具是否适合发行公司。在一个有效的资本市场中，可转债适合信息相对较

少、对企业发展前景存在较大分歧的公司，是介于债券和股票之间的融资工具。

从经济可行性的视角分析，发行可转债的公司，公司的信用级别一般较低，可转债的固定部分融资成本相对较低。在美国的可转债市场上，在发行可转债的公司中，存在相当比例的公司发行的可转债是“垃圾债券”，还有一定比例的公司是刚达到投资级的BBB①。标准普尔的数据显示，1990年，可转债的平均利率是6.975%，同期美国国库券的平均利率是7.5%，一般的企业债券利率比平均国库券的利率更高。

截至2005年，中国没有从法律上硬性要求发行企业债券的公司进行信用评级，上市公司发行可转债，一般不会进行信用评级。但是，在上市公司发行可转债的制度条件上，对公司信用级别的要求非常高。2004年发行的可转债的利率基本上等于一年期的定期存款利率。

可转债的票面利率较低仅仅是可转债的一个方面。在发行可转债时，公司必须充分考虑其期权特征。换言之，信用、风险和发展前景是决定公司是否发行可转债的因素。

风险相对较小、风险大小稳定、风险可测、增长率可预期、但公司投资者对发展前景存在较大分歧的公司是发行可转债的良好载体。换言之，风险随时间推移而保持稳定和增长率可预期是可转债发行成功的两个基本要素。

并不是任何公司都适用可转债融资。从经济可行性的角度分析可转债在经济方面是否可行，一般存在如下一个分析框架，这个框架是由公司的资本结构、投资项目的盈利能力、现金流的状况和公司的行业特征构成，即适合发行或者运营可转债的公司需要具备以下几个方面的条件。

其一，公司资本结构适合发行可转债。一般认为，负债率较高的公司发行可转债，可能会导致日常债务利息支出的增加和债券到期时巨额本金偿还的增加，公司抵御风险的能力降低。因此，负债率较低是公司发行可转债的一个前提条件。在中国的可转债市场上，可转债发行的相关条例规定，公司发行可转债之后，公司资产负债率不得超过70%，累计债券发行额不得超过公司净资产的40%。

其二，募集资金投向的项目前景适合发行可转债。上市公司发行可转债，在很大程度上希望在将来可转债尽量能够转换成公司股票。但是，可转债的转股是以公司基本情况良好、股价市场走势良好为前提条件，投资项目的盈利状况直接决定可转债是否能够成功转股。如果资金投入的项目盈利能力不强，上

① 根据的是标准普尔的债券评级标准。

市公司股价缺乏上涨的基本动力，可转债将无法实现转股，在公司债券到期时必然需要偿还本金。如果情况更坏，公司股价长时间处于下跌趋势，可转债持有者很可能“用脚投票”，将未到期的可转债提前回售给发行公司。可转债的转股不成功，会给发行公司带来巨大的现金支付压力，严重时导致财务支付危机，意欲发行可转债的公司，需要从宏观环境、项目所处发展周期和自身的实力出发，考虑公司投资项目的发展前景和项目未来现金流情况。同时，需要建立偿还可转债的基金，以备可转债没有转股时的还本付息支出，避免公司瞬间的巨额资金支付，造成公司的财务危机。

其三，公司经营活动能否产生稳定的现金流以支持发行可转债。可转债能否转股成功，除了受到公司基本状况的影响之外，还在于公司股票的未来走势。公司股票的未来走势在很大程度还取决于整个资本市场的市场行情，几乎没有一家公司的股价能够在整个资本市场进入熊市时保持独立的稳定增长。在行为金融学中，它的含义是，市场会经常处于非理性繁荣和非理性萧条时期。在非理性萧条时期，可转债一般不会实现转股，如果公司存在稳定的来自经营活动的现金流，发行公司到时能够偿还未实现转股的可转债本金，这样就不会造成公司的财务危机。

其四，发行可转债的企业还需具有一定的行业特征和属性。发行可转债的公司存在明显的行业差异，具备明显的行业特征。换言之，基于经济适用性的原因，可转债适合具备特定特征的行业。

生命科学、前沿电子等产业是处于发展幼稚期的行业，项目前期投入大，经营活动产生的现金流能力不足，项目发展前景存在巨大的不确定性。这类行业的收益不可预期，风险亦不可测度，可转债无法定价，公司不适合发行可转债。

通信、电子等行业处于高速成长期。这类行业虽然存在一定的风险，但是可以测量，不确定性明显降低；公司未来业绩的增长态势基本确定，能够预期；经营活动产生的现金流能力不断增强；唯一的问题是，许多投资者对公司未来的发展前景存在较大的分歧，分歧体现在行业未来的成长速度上，而不是这类行业是否增长。在这类行业中，公司的管理者和投资者存在一定的信息不对称，但并不是非常严重，可转债的投资者不需积极地参与公司治理。处于这类行业的公司，相对适合发行可转债。

在一些经营收入稳定、行业成长潜力相对平稳的行业中，由于这类行业的业绩稳定，公司股价波动幅度较小，风险随时间变化不大，发行可转债不一定是处于这类行业中公司的最佳融资途径，根据融资次序的基本原理，可以选择银行贷款、发行企业债券等方式融资。

③案例：上海机场

1999年，上海国际机场股份有限公司（简称“上海机场”）需要进行融资，选择何种融资方式呢？在进行融资时，首先需要考虑公司的资本结构、股本结构以及公司的现金流量状况，1999年度上海机场的公司财务指标如表4.1所示。

表4.1　　上海机场1999年度的公司财务指标

	其中		资产负债比率（%）	流动比率（%）	速动比率（%）	经营性净现金流（万元）	总资产报酬率（%）	净资产报酬率（%）	每股经营型现金（元）
	流通股	上海机场集团有限公司非流通股							
135000	45000	90000	5.65	426.9	413	63450	19.56	20.71	0.47

根据1999年上海机场的资本结构、投资项目的盈利能力、现金流、行业结构、股本结构和市场行情，上海机场是否适合进行可转债的融资，为什么选择可转债融资呢？

在制度可行性方面。

根据发行可转债的制度约束，需要公司满足定性和定量两个方面的要求。在定量方面，公司的盈利能力较强，资产负债率非常低，满足定量方面的基本要求。在定性方面，公司处于机场行业，是国家重点支持的基础设施行业。公司治理结构是一个软性要求，可以改进公司的治理结构以满足发行可转债的条件。

在经济可行性方面。

其一，从公司资本结构的角度分析，上海机场的资产负债率明显偏低，流动比率与速动比率较高，公司长短期偿债能力极强。另外，公司的资产负债率偏低，在上海机场总资产收益率高达近20%的前提下，公司净资产收益率居然不到21%，负债的财务杠杆作用基本没有得到发挥。从资本结构的角度分析，上海机场适合发行可转债。

其二，从投资项目盈利能力的角度分析，上海机场募集的资金主要投向机场的建设，1999年的中国机场数量和承载能力远远不能满足需求量的提升，而且预期机场的需求量在将来有一个非常大的提升，机场的建设和投资能够获得较高的收益率，从该角度分析，上海机场适合发行可转债。

其三，从上海机场现金流的角度分析，上海机场自身的“造血”能力非常强，每股经营活动所产生的净现金流量为0.47元，高于公司1999年每股收益0.44元的水平，从该角度分析，上海机场具备了发行可转债的条件。

其四，从公司所处的行业角度分析，公司所处行业的未来盈利是否可以预期是发行可转债的一个主要条件，上海机场处于一个相对成熟的机场行业，对公司未来的发展可以形成稳定的预期。但是，不同的投资者对于未来上海地区的增长潜力存在较大分歧，许多投资者认为上海地区将持续保持高速增长，另外的投资者认为上海地区虽然会保持高速增长，但对增长的持续时间没有信心。机场属于基础设施行业，政府的政策对机场的未来盈利能力产生决定性的影响，投资者对政府的未来政策存在一定的分歧。上海机场是一个风险和盈利都可预期、但存在较大分歧的公司，非常适合发行可转债。

其五，从市场行情的角度分析，1999年的中国资本市场正处于上升阶段，投资者普遍对未来的市场行情看好，在此市场条件下，上海机场发行可转债可以提高期权的价值，降低可转债的融资成本。

其六，公司1999年流通股的比重较小，仅占公司股本的1/3，而且非流通股都被一个股东——上海机场集团有限公司拥有，在决策中，可转债的方案容易获得通过。另外，在可转债转股后，控股股东还能保持公司的控制权。换言之，在控股股东保持公司控制权的条件下，公司可以发行较大数量的可转债，融得巨额资金。

以经济可行性的分析框架分析，上海机场发行可转债，满足可行性的条件，存在经济上的可行性。

但是，一种融资工具具备了可行性并不是说这种融资工具就一定成为公司的选择，除了具备可行性外，还需要具备相对于其他融资工具的比较优势。

上海机场可以选择的融资渠道还有配股、增发、企业债券、可转债和银行贷款，在各种融资渠道的比较中，究竟谁是最佳选择呢？

那么，选择一种融资渠道、工具的标准是什么？

其一，资金的可获得性。资金的可获得性是企业融资的第一标准，没有自己的可获得性，就谈不上其他的标准。其二，融资工具不能降低控股股东对公司的控制，或者控股股东一般选择对自己的募集资金使用存在较少限制的融资方式。其三，资金的成本。在保证资金可获得性的前提下，选择成本最低的融资方式。其四，在同样的条件下，选择股权性质的资金，而不是债务性质的资金。

就上海机场的配股而言，在中国的资本市场上，公司流通股比重越小，越不利于公司配股融资。因为根据相关政策法规的规定，除非上市公司的控股股

东全额配售，上市公司的配股规模不得超过公司配股前股本规模的30%。由于上海机场的控股股东仅为上海机场集团有限公司一家，根据集团公司当时的情况，集团根本不可能全额配股，这就说明，如果采用配股方式募集资金，公司1999年最多增加股本4050万，按照1999年股票的市场价格，公司最多可以筹集资金4亿元。如果考虑到配股价格在一定程度的折让和发行费用等中介费用，公司可以得到的资金就更少。从资金的可获得性方面考虑，配股就不能满足融资的可获得性要求。

就上海机场的增发而言，如果公司需要融得13.5亿的资金，以增发价格10元计算，公司至少需要增发新股1.35亿股，相当于公司增发前股本的1/10。但是，数量巨大的增发不利于公司股东对控制权的掌控，如果控股公司放弃认购的话，股本的快速扩张无疑将对控股股东的控股权造成一定的威胁，降低后续融资的选择空间。在保证控制权的条件下，上海机场在后续的融资渠道选择中就没有回旋的余地和空间了。

就上海机场发行企业债而言，上海机场发行企业债券不具备成本优势，因为企业债券不仅利息成本高，在债券到期时需要大量现金的流出，而且融得的资金在使用方向上存在很强的限制，对筹集资金使用的灵活度较小。

就银行贷款而言，银行贷款明显提高公司的负债率，增加公司的财务成本，况且融资的利率非常高，在中国的市场条件下，银行贷款并不是上海机场的最优选择。

选来选去，从融资渠道的相对比较而言，发行可转债是公司的一个最优选择，融资成本最低，融资资金数额最大，符合国家的政策规定。

可转债的经济权衡和比较

公司发行可转债，需要根据公司的情况进行权衡、比较和选择。没有任何一种融资工具和手段具有完全的优势，同样不存在一种融资手段和工具没有任何的比较优势，关键的问题是公司根据自己的特点和金融市场的行情选择适合自己的融资工具和手段。

选择一种融资工具和手段进行融资，是一个包含两个步骤的决策：其一，选择某种融资工具和手段的理由和原因，需要在某种融资工具和手段的优劣之间进行比较和权衡；其二，在众多的融资工具和手段中，选择某种融资工具和手段的理由和原因。公司发行可转债融资的决策亦不例外。

①为什么选择可转债

在一个制度的约束和限制下，可转债的不可复制或者其他融资工具和手段

并不具备的优点是选择发行可转债的唯一经济理由。那么，可转债具备什么样的不可复制的优点呢?

其一，灵活的时机选择。“时机”是公司资本市场运营的关键因素，选择恰当的“时机”可以提高成功率，降低成本，传递公司的恰当信息。可转债在各个方面都提供了灵活的时机选择。

在选择最佳融资工具的时机方面，可转债不但具有债券特征，而且具有期权特征；既可是优先债券，亦可是次级债券；既可以不用赎回，又可到期还本付息；另外，可转债赋予发行人赎回的权利，当利率过低或者股价高涨时，发行可转债的公司可以赎回可转债，然后再选择其他融资工具和手段，降低融资成本。据此，发行可转债的公司，可以在恰当的时机选择最佳的融资工具实施最佳的融资方案。

在获得资本的时机选择方面，可转债融资的主要目的是增加资本，从而获取长期稳定的资本。为实现这个目的，公司更愿意进行股权融资，并非债权融资。对于负债较多、自有资本不足的公司，情况尤其如此。但是，投资者对于公司的未来成长速度存在较大的预期分歧，如果公司以股权融资，股票的定价将被低估。如果在此时选择股权融资，将损害公司现有股东的利益，增加融资成本。如果选择具有期权性质的可转债融资，随着时间的推移，公司的盈利信息将逐渐释放，投资者可以选择执行期权，但是，此时的转股价将较高，从而降低了公司的融资成本，提高了公司现有股东的价值，达到了延期股权融资的目的，从这个意义上讲，可转债可以选择在最佳的时机进行股权融资。

在选择转股的时机选择方面，公司的高管一般希望保持公司股价的稳定上升，避免股价的大起大落，可转债可以满足这一要求。如果公司发行了可转债，在公司股价下跌时，可转债的投资者不会转股，不会构成对公司股东权益摊薄的压力，不会进一步降低公司的股价。在公司股价上涨时，受到转股价格溢价的约束（转股价一般高出发行时基础股票市场价格的一定比例），在一定的上涨空间内，可转债亦不会转股。当公司股价上涨幅度超出一定溢价比例时，可转债才逐渐转换为公司股票。换言之，可转债对于股价的压力与股价的高低存在正比例关系，减轻了对公司盈利的压力，一定程度上能够保持了公司股价的稳定。

其二，灵活的财务安排。公司一般都偏好灵活的财务安排，灵活的财务安排主要体现在财务数量和质量方面，可以降低融资成本、控制融资数量、实现避税。

如果只考虑可转债的票面利率，可转债的票面利率非常低，普遍低于债券

利率和银行贷款利率。在可转债市场上，金融工具的市场价格受到监管部门的控制，根据“暂行办法”的规定，可转债的利率一般不得超过银行同期存款的利率。如果加上可转债的期权价值，难以判断融资成本的高低。但是，可以肯定的是，在公司可转债到期时没有转股，融资的成本非常低廉。

就发行规模而言，可转债可以进行大规模的融资，融得巨额资金。以配股融资为例，上市公司配股有关条款规定，除非控股股东用现金认购足够的股份，公司配股规模不得超过公司配股前股本的30%。这条规定在很大程度上限制了上市公司配股的融资规模；另外，由于上市公司的流通股比重较低，再次限制了上市公司通过配股向社会公众募集的增量资本。相对配股的限制条款而言，《可转股债券发行条例》对筹资规模的有关限制条款是，可转换债券发行后，资产负债率不得超过70%；累计债券余额不超过公司净资产额的40%。这样的限制可以大大提高可转债的融资金额上限。

另外，可转债的利息可以作为企业的财务费用，股票红利不能作为公司的财务费用，适当运用可转债可以起到节税的效果。

其三，灵活的利益平衡工具。不同的投资者，具有不同的预期，偏好不同的风险和收益程度。一个出色的金融工具，还有利于协调不同投资者之间的差异，协调公司新股东和老股东之间的利益，协调股东和债权人的利益。可转债就具有这样较强的协调能力，可转债兼有债券、期权和股票三种金融产品的部分特点，能够满足不同潜在投资者的要求，协调不同的利益诉求。

②不选可转债的理由

可转债如同一把“双刃剑”，存在选择它的理由，同样存在不选择它的理由。它既能带来巨大收益，又可能损害发行公司的利益。

在一定条件下，可转债是一种昂贵的融资工具。从事后的角度看，当公司股价的上涨超过一定幅度时，可转债的融资成本将大大超过发行企业债或者股票的成本。

在可转债转换期内，对应的股票股价没有达到转换价格，投资者没有执行转股，公司在可转债到期时不得不履行还本的义务，导致公司大量现金流出，容易造成公司的财务危机。克服这个问题，需要两个条件：其一，公司募集资金项目具有一定的盈利能力；其二，公司需要建立偿债基金，以应付巨额的资金支出。

可转债不利于保持控股股东的控股地位。如果可转债持有者不是公司原有股东，在可转债转股后，公司的控制权可能发生改变，不利于保持控股股东的控股地位。

③权衡和选择

公司选择是否发行可转债，可能不是基于严格的数量计算，当可转债在某个方面非常适合公司的特点和情况时，公司就决定是否使用可转债融资（见表4.2）。

表4.2　　是否选择可转债的权衡

	选择可转债的理由	不选择可转债的理由
哪个重要	灵活的时机选择	昂贵的融资工具
哪个重要	灵活的财务安排	造成公司的财务危机
哪个重要	灵活的利益平衡工具	控股地位

④为何选择可转债而不是其他

为何选择可转债而不是其他？成本优势、灵活性、制度限制、行业特征等是选择可转债的理由，需要在具体的金融制度和环境下进行分析。

发行可转债的核心问题

在公司发行可转债时，确定可转债的转换价格、设计可转债的赎回与回售时期、选择合适的时机发行是发行可转债的决策的核心问题。核心问题并不是唯一的问题，例如，选择承销商等是一个辅助环节，发行可转债的经济和制度条件分析是一个主要环节等，这些内容已在前面有所介绍。

①确定可转债的转换价格

投资者投资于可转债，主要的一点就在于公司未来的发展潜力和股价上涨的潜力，投资的主要目的在于购买公司股票的看涨期权。作为发行公司，为了防止在未来股价上涨幅度过大时造成可转债投资者对公司原有股东权益的侵蚀，公司在确定转换价格时，一般是以公司可转债发行时的股价为基础，上浮20%～40%的幅度作为转股溢价。

在中国，按照“暂行办法”第17条的规定，“上市公司发行可转换公司债的，以发行可转换公司债前三个月股票的平均价格为基准，上浮一定的幅度作为转股价格”。但是，在定价实践中，还需要根据公司的未来发展潜力和风险进行调整，体现可转债的特性。

由于公司分红、股本结构的变化等原因，公司的股价会相应调整。根据公司的分红等行为，需要对转股价格进行不断的调整。

[redacted]

②赎回与回售时期的设计

可转债的赎回时期是公司执行强制性转股的时期。在强制转换期，如何保证投资者成功地将可转债转换为公司股票，是设计可转债时的一个主要问题。发行公司应该能够保证，在赎回时期，股票的市场价格高于公司可转债的转股价格。同时，保证转股后公司股价的下调空间不低于赎回价格，没有侵害公司原有股东的利益。

可转股债的回售条款是对投资者的一种保护，当公司业绩表现不佳时，投资者有权利按照规定的条件要求发行公司无条件地收回其拥有的可转债。由于可转债的募集资金投向的项目完全产生效益需要一定的时间，可转股债的回售期应当与投资项目的时间长短一致和匹配。这样，一方面，可以让股票价格最大限度地体现项目的盈利能力；另一方面，可使公司处于一个比较主动的地位，防止由于公司处于投资期、现金短缺而出现无力支持现金流出的窘况，造成公司的财务危机。在欧美国家的可转债市场中，5 年期可转债的回售期一般是在 3 年之后。

③选择合适的发行时机

同一金融工具，可能由于发行时机选择的不同而导致截然相反的效果。可转债的发行一样存在时机的选择。在股市低迷时，发行可转债最为适宜。一方面，在股市低迷时，股权融资理所当然地会遭到投资者的冷遇，发行股票不易成功；另一方面，如果股市低迷是由市场利率的提高造成，发行企业债的融资成本一定过高。此时是发行可转债的最佳时机。

股权分置下的可转债："茂炼转债"和"招行转债"

股权分置是中国资本市场的典型特征，在股权分置条件下，可转债不仅仅是一个融资工具，是一个资本市场运营的手段。它的一个更为突出的功能是在不同股东之间进行利益转移，是中国资本市场功能错位的一个写照。

在中国石化茂名炼油化工股份有限公司的可转换公司债券（简称"茂炼转债"）案例中，公司控股股东想方设法实现可转债的赎回，在招商银行股份有限公司（简称"招商银行"）的可转换公司债券（简称"招行转债"）案例中，公司控股股东却想尽办法发行可转债，两者形成了鲜明的对照。这其中的主要原因就是背后的控股股东融资成本的巨大差异，是转股价参照一级市场还是二级市场价格的差异。除却经济的原因，两个案例皆证明，在资本市场发达的国家中，信誉、公平和合法性是资本市场中最为宝贵的财富，在中国并不那么重

要和宝贵。

①“茂炼转债”的前因后果

时间回溯至1998～2000年间，中国试点“茂炼转债”、“丝绸转债”，“南化转债”三家未上市公司发行可转债，发行额度分别是15亿元、1.5亿元、2亿元。

2001年4月，中国证监会出台了上市公司发行可转债的新办法，于是“茂炼转债”、“南化转债”、“丝绸转债”的试验不会再现资本市场的江湖，“茂炼转债”已经成为3个绝版试点之一，成为历史的一个实验样本。

“茂炼转债”是未上市公司发行的可转债，不同于上市公司发行的可转债，在中国股权分置条件下，所有的利益纠葛皆来源于可转债的定价偏差和转股机制。“茂炼转债”的转股价是在公司一级市场发行价的基础上转股，定价的参照价格是一级市场的发行价。2001年4月，中国证监会的新规定是，上市公司发行可转债的转股价需要在二级市场价格一定溢价的基础上进行定价。由此，“茂炼转债”的投资者能够获得一级和二级市场的价差，是一份免费的午餐，是“飞来的横财”。受此影响，2001年3月起，茂名炼化可能上市的消息促使“茂炼转债”的交易价格由113元左右升至138元。

但是，如果“茂炼转债”全部实现转股，将会影响中国石化茂名炼油化工股份有限公司（简称“茂名炼化”）的筹资数额和发行价格，这种情况会损害控股股东中国石油化工股份有限公司（简称“中石化”）的利益，为中石化所不能容忍。

根据“茂炼转债”的募集说明书，如果“茂名炼化”的股票不能在距可转债到期日12个月以前（即2003年7月27日之前）上市，可转债持有者有权将持有的可转债全部或者部分回售给“茂名炼化”，回售价格为可转债面值加上按照年利率5.60%计算的四年期利息，减去公司已经支付的利息。

结果是，2004年7月“茂名炼化”发布公告，由于公司未能在“茂炼转债”存续期内发行A股股票，“茂炼转债”将于2004年7月28日起停止交易，并于同日到期自行摘牌，“茂炼转债”将由“茂名炼化”赎回。在当日收市后，“茂炼转债”的个人投资者将收到赎回资金以及2004年利息款120.5（118.5+2）元/张，而机构投资者和证券投资基金收到的款项是121（118.5+2.5）元/张。

本来，“茂名炼化”发行可转债的目标是在中国A股市场上上市。但是，结果却是可转债的赎回。发行可转债的目的和成功的标志是可转债的转股率，“茂名炼化”的控股股东却反其道而行之，利用了募集说明书中的一个漏洞

（在到期日之前没有上市就赎回）强制赎回可转债。

究竟是什么原因促使“茂名炼化”赎回可转债？

原因不是不满足分拆上市的条件，不是资源整合，不是不能满足上市条件，而是控股股东的转股成本过高的结果。

根据香港联合交易所（简称“联交所”）分拆上市的条件，2000 年 10 月 18 日，“茂名炼化”的控股股东中石化在香港招股发行，联交所上市委员会在提出的一系列限定性条款中就包括中石化将确保“茂名炼化”自中石化在联交所上市日起三年内即 2003 年 10 月 18 日前不会分拆上市。但是，从 2003 年 10 月至 2004 年 7 月，“茂名炼化”仍未完成上市工作就不是因分拆上市条件限制了。

就资源整合的原因分析，整合旗下公司资源，打造合理的产业链，是中石化终止“茂名炼化”上市的另一个主要原因。中石化的许多子公司共存于 A 股市场，主业不明、业务重叠、多级法人体制等限制了中石化的资源整合和效率提高，而且主业重叠和关联交易并不符合国际资本市场的规则。2004 年 2 月 20 日，“茂炼转债”声称，由于公司在关联交易、独立性等方面不符合上市要求，决定停止公司申请发行 A 股。但是，资源整合和“茂名炼化”的上市毫无关系，“茂名炼化”没有上市不会影响关联交易，而且“上市”本身就是一种资源。

就上市条件而言，没有明确的股募集资金用途和较强的盈利能力就不能满足上市的条件。没有明确的股募集资金用途是意欲上市公司从来没有遇到的问题，“茂名炼化”的这个问题实在幼稚。另外，发行新股需要公司在最近 3 年内连续盈利，如果“茂名炼化”在 2003 年申请上市，必须满足 2000～2002 年连续盈利的条件。据“茂名炼化”2000 年年度报告，当年实现净利润 529.24 万元。但是，根据国家会计政策的调整，2001 年的年度报告和 2002 年的年度报告把 2000 年的净利润调整为 -5950.50 万元。业绩指标是按照调整前的口径计算，还是以调整后的口径计算，在中国证监会发布的有关文件中未予明确说明。证监会迟迟没有表态，“茂名炼化”的前途就很难断定。

“茂名转债”赎回的真实理由是什么？

“茂名炼化”的股权结构简单清晰，中石化及中石化旗下的四家子公司一共持有其 100% 的股份，而中石化持股比例达到 99.8%，作为中石化上、中、下游一体化产业链中重要的一环，“茂名炼化”在中石化体系中的地位非常显赫。

2003 年底，“茂名炼化”同美国 ABB 鲁姆斯公司和雪佛龙菲利普斯公司签署了 80 万吨乙烯改扩建的乙烯裂解炉、乙烯回收和高密度聚乙烯生产工艺三

项技术合作合同，这项耗资约43亿元人民币的工程预计在2006年7月全部建成并投产。届时，“茂名炼化”的乙烯生产能力将由每年38万吨扩大到80万吨，合成树脂产品从每年44万吨增加到102万吨。在中石化的系统中，2003年，“茂名炼化”实现净利润3.05亿元，被视为“中国乙烯开得最好、管得最好的工厂之一”①。

但是，在公司需要巨额投资支出之际，“茂名炼化”却放弃了所有公司削尖脑袋努力获得上市融资的机会，而且承担“茂名转债”高达18亿元的回购，公司的资本支出和融资时机明显不符。

“茂名炼化”在1999年发行的5年期15亿可转债（“茂炼转债”），转股价将参考“茂名炼化”的上市价格确定，相对于参照二级市场的价格转股，如果“茂名炼化”上市，控股股东中石化的可转债融资成本明显偏高，其赎回就是一个占优策略。

尽管，“茂炼转债”的机构投资者和中小投资者损失惨重，曾经在上海召开了债权人大会，并发表公开信提请监管部门注意“茂名炼化”方面的“信息披露”。但是，“茂炼转债”的转股条款设计和转股成本是其失败的一个主要原因。但是，对于中石化却不失是一个成功的可转债运营案例，虽然损害了其信用。

2000年，“茂名炼化”的利润高达4亿多元，每股盈利高达0.40元以上，正是上市的最好条件。同时，由于中石化尚未在香港上市，亦不存在联交所有关分拆上市的限制。但是，其没有申请上市。此时，上市条件、上市限制、资源整合已经不是“茂名炼化”是否上市的主要因素，况且，2001年是中国资本市场的强势时期，选择在2001年上市，同时可转债实现转股，“茂名炼化”控股股东的上市成本非常高，因此，从控股股东的利益角度考虑，“茂名炼化”放弃上市是最佳选择。

②“招行可转债”事件的争论

2003年8月26日，“招商银行”发布了一则公告：董事会会议决议发行不超过100亿元、期限为5年的可转换债券；债券年利率第1年为1.0%，此后逐年递增0.375%，最后1年为2.5%。

“招商银行”的这次再融资方案是截至于当时A股资本市场上最大规模的可转债方案，是2003年在资本市场上募集资金最多的融资方案之一，被视为“再开恶性融资先例”，是“招商银行”上市融资仅仅一年后的再次100亿元

① 参见刘洋：“茂炼转债摘牌直面赎债困境”，《财经时报》，2004年7月24日。

的融资计划。

“招商银行”选择发行可转债的目的是增加银行的资本，以满足和达到监管部门对商业银行资本充足率的要求。根据测算，“招商银行”扩张到2005年底，满足监管部门对商业银行资本充足率（资本净额与风险加权资产的比率）达到8%的要求，需要融资37亿元；如果满足9%的资本充足率要求，需要融资76亿元。“招商银行”考虑到未来的进一步扩张和发展，100亿元的可转债融资方案合情合理。根据估计，发行100亿元可转债，在2007年底前，“招商银行”的资本充足率可以维持在8%以上。

为此，再融资是“招商银行”的必然选择。唯一的问题是，选择何种工具和手段进行融资。

公司选择何种融资工具和手段，是一个经济问题。如果一种融资工具和手段能够实现公司的预期目标，就是一个合适的工具和手段。那么，从“招商银行”总的角度分析，“招商银行”选择可转债融资是否是一个合适的选择呢？

从资金的用途看，在所有的融资方案中，配股方案最佳，增发方式其次，可转债的方案只能位列最后。因为，配股和增发所获得的资金可以直接充实商业银行的核心资本，公司发行可转债所获得的资金只能作为商业银行的次级资本。另外，按照次级资本不能超过核心资本的规定，在“招商银行”发行可转债所获得的资金中，最多60亿可以充实次级资本，受制于数量限制，这不是充实资本的最佳方案。

从资金的成本看，在商业银行获得资金补充资本的可行方案中，在发行金融债券、配股、增发、发行可转债等几种方式中，仅就固定利息支付这一项，“招商银行”发行可转债的成本最低，与同期存款利率相比，融资成本可减少7000万元；与发行企业债相比，融资成本可减少4亿元左右①。但是，考虑到可转债的期权成本，可转债的成本未必最低。

从发行可转债的实际情况看，市场低迷是发行可转债的最佳时机。另外，可转债设定转股期为债券发行后的6个月，即使可转债都要转股，对“招商银行”每股收益的影响将延迟到2004年以后，摊薄每股收益是一个渐进的过程。2003年恰是中国股市低迷之时，“招商银行”选择在这一年发行可转债是一个非常聪明的选择。

但是，在股权分置条件下，上市公司的再融资不仅是一个经济问题，更为重要的是，它是一个利益转移问题。当经济问题和利益转移问题交织在一起之

① 参见王平平：“招行百亿可转债融资基金反对 中金出面斡旋”，《财经时报》，2003年9月27日。

时，上市公司的融资决策就更加复杂。如果在世界各国资本市场上选择决策最为复杂的上市公司，毫无疑问，中国上市公司的决策最为复杂。

在股权分置的条件下，支持和反对上市公司发行可转债的股东具有明显的类别特征，坚决反对上市公司发行可转债的股东是流通股股东，而坚决支持公司发行可转债的股东是非流通股股东。正如市场一种流行的提法：所有的A股流通股市场参与者都是失败者，最大的庄家是非流通股股东，无论实施何种融资方案，首先获益的是非流通股股东。

流通股股东和非流通股东之间的界限如此明显，首要的原因和争论是可转债发行中在公司净资产上的利益转移机制。

以上海浦东发展银行股份有限公司（简称“浦发银行”）为例，在2002年末期和2003年中期，浦发银行的每股净资产分别为2.202元和2.836元，仅仅相隔半年，每股净资产出现大幅提升就是流通股股东高价认购股票的结果。受此启发，“招商银行”的目标就是来一个照方抓药。

根据估计，在资本市场上，假定流通股的价格为每股净资产的4倍，若以3倍于每股净资产的价格实施30%比例的增发、配股、发行可转债等，可使每股净资产上升46%①。对非流通股股东而言，这样既可提高公司资产质量和经营上的抗风险能力，又可实现账面上的资本利得。如果某个非流通股股东在再融资之后以协议转让方式退出，就能立刻实现再融资所带来的收益。相比之下，在流通盘大小决定二级市场股价的市场上，流通股股东却遭遇股票投资的价格下跌损失。从公司净资产的角度分析，再融资是一个流通股股东利益向非流通股股东利益转移的过程。

为了权衡上市公司的经济因素和利益转移问题，中国上市公司就作出了许多金融创新。在“招商银行”可转债的方案创新中，以配售比例协调流通股股东和非流通股股东、老股东和新股东之间的利益，以定价的市场化说明选择可转债融资的合理性。主要的特点体现在两个问题上：其一，提高流通股股东的配售比例；其二，可转债定价的合理性。在此之前发行的可转债，转股溢价一般在1%以内，除了具备债券的特性，更带有变相增发的性质，因为行使期权的价格非常低。但是，在“招商银行”发行可转债的方案中，根据市场确定转股溢价，促使可转债的期权价格比较合理。

③可转债背后的制度问题

“招商银行”的“可转债风波”可谓是一波多折，从最初的方案经济合理

① 参见张炜：“如何解开银行股在融资的矛盾”，《中国经济时报》，2003年9月22日。

性和公平性之争，逐渐升级到方案合法性之争，是中国资本市场上少见的经典案例，突出反映了融资过程中经济合理性、社会公平性、合法性之间的内在张力、矛盾和冲突。

在发行规模上，截至2003年6月30日，“招商银行”的净资产额为171亿元，以此为基础，100亿元可转债的发行额度并不符合《公司法》和《可转换公司债券管理暂行办法》中的相关规定——“发债公司的累计债券总额不得超过公司净资产的40%”。

与之截然相反的一种观点是，上述法规没有明确指出“累计债券总额不超过公司净资产额的40%”是在上市公司可转债发行之前还是之后。根据证监会《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》的解释，上市公司发行可转债前，累计债券余额不得超过公司净资产额的40%；发行后，累计债券余额不得高于80%，因此，“招商银行”发行不超过100亿元的可转债并没有违反现行的法规。

在《公司法》第一百六十一条中，对公司发债规模中所指的“累计债券总额不得超过公司净资产的40%”，应是指公司在发行债券的任何时点上都不得超过这个比例，包括本次债券的发行金额。这与《公司法》中“公司对外投资累计不得超过净资产的50%”即指“公司对外投资在任何时候都不得超过净资产的50%”是一个道理。

如果《公司法》中规定的“累计债券总额”不包含本次拟发行的债券金额，则上述规定完全丧失意义，因为发行者可以一次性发行超过40%来规避上述限制。

此外，证监会发布的《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》，只是一个规范性文件，在与国家的根本法规发生冲突时，其权威性肯定不如《公司法》。

在发行条件和流通股东表决权上，根据《公司法》的规定，公司债券可转换为股票的，除具备发行公司债券的条件外，还应符合股票发行条件，即发行可转换债券时应同时满足《可转换公司债券管理暂行办法》和《关于上市公司增发新股有关条件的通知》这两项规定。

“招商银行”于2002年发行股票，募集资金107.7亿元。截至2003年6月30日，尚有37.7亿资金没有运用，即前次募集资金投资项目的完工进度为65%，再次融资并不符合“前次募集投资项目的完工进度不低于70%”的规定。

上述两个文件还明确规定，“增发新股的股份数量超过公司股份总数20%的，其增发提案还需获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上

通过。”

但是，另一种观点认为，选择发行可转债并不是增发；募股资金使用进度适用于工商企业，对金融企业并不适用。另外，证监会并未规定上市公司发行可转债需要获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上通过。

无论如何，争论多多，问题亦多多，在股权分置问题解决之后，这样的问题也许会消于无形。

一个可转债的延伸：认股权证

认股权证是由有限公司发行的，能够按照特定的价格，在特定的时间内购买一定数量该公司股票的选择权凭证，其实质是一种股票期权。持有认股权证的投资者可以在规定的期限内以事先确定的价格购买公司发行的股票。

在香港联合证券交易所上，上市交易的认股权证主要分为两类：股本认股权证和衍生认股权证。

股本认股权证是指附有以约定的价格认购由发行人或者其任何附属公司所发行的股票的权利。在香港上市的股本认股权证中，一般是美式认股权证，投资者可在到期前的任何一个交易日行使该权利。欧式认股权证只容许投资者在到期日行使其权利。股本认股权证从发行日起计，可以是一至五年期。

衍生认股权证是由上市公司以外的第三者所发行，这类认股权证可兑换现金。发行衍生认股权证不一定以股本证券作资产，货币和期货亦可作为标的资产。1989 年，首批衍生认股权证在香港联合证券交易所上市交易。

一般说来，股份有限公司可以在发行公司债券、优先股以及普通股的同时发行认股权证。在实际的操作中，认股权证一般与公司债券或者优先股同时发行。20 世纪 80 年代以来，逐渐出现与普通股同时发行的认股权证。通常做法是，每一股普通股附带一股认股权证。在经济属性上，相当于公司的可转债。

①认股权证的构建

认股权证是表明持有者享有权利的凭证，自从认股权证诞生以来，产生了各式各样的认股权证，它们都具有相同的核心内容。虽然关键的问题是需要根据公司的实际情况设计适合公司的认股权证，但是，它存在一个基本的框架。

其一，认购股份的数量。认购数量可以用两种方式进行约定：其一，确定每一单位认股权证可以认购若干公司发行的普通股；其二，确定每单位的认股权证可以认购多少金额的普通股。

其二，认股价格。在发行认股权证时，发行者需要确定其认股价格。认股

价格的确定一般是在认股权证发行时，以公司的股票价格为基础发行，或者以公司股价的轻微溢价发行；非上市公司以评估机构的评估价格作为基础发行。如果出现公司股份增加或者减少等情况，就需要对认股权证的认股价格进行相应的调整。

其三，认股期限。认股期限是指认股权证的有效期，认股期限的长短因不同的国家、不同的地区和不同的市场存在巨大差异，主要根据投资者和股票发行公司的要求而定。从实际情况来看，认股期限多为 3 ~ 10 年。认股期限越长，价格相应越高。

其四，赎回权。发行认股权证的股份有限公司一般都制定了赎回权条款，即规定在特定情况下，公司有权赎回其发行的认股权证。例如，所发行的认股权证绝大部分实现了认股，此时，公司有权对剩余的部分认股权证持有者提出要求，要求他们要么在短期内实现认股，要么放弃认股权。

其五，认股价格的调整。通常情况下，认股权证按照既定的认股价格运作。但在，在诸如送股、配股等特定情况下，认股权证的发行公司就必须对认股价格进行调整。认股价格的调整不因公司对认股数量约定的不同而有所不同，目的是保持认股权证持有者可认购的公司股份的比例不变。

其六，收购权益。在对认股权证的约定中，往往还有这样的条款：如果存在购买者对某家上市公司提出了收购要约，收购方还必须对这家上市公司已经发行在外的认股权证提出收购要约。这样，认股权证的持有者便能实现认股并接受收购要约中应有的利益。另外，认股权证还可以被有意识地用来支持公司的反收购行为。

②最佳适用范围

认股权证适合于风险性较强的企业，尤其适合于高新技术企业。高新技术企业的经营风险较高，投资项目见效期较长，一旦成功就能产生巨额收益，企业创业者缺乏管理能力，没有资本，无法从其他融资渠道获得资金，这些非常适合认股权证的要求。

在中国的现实条件下，怎样进行认股权证的创新性应用呢？高新技术上市公司积极推动认股权制度、非上市高新科技公司预备认股权方案、非上市高新科技公司探索变通的认股权证是一条可行的渐进的实施认股权证的路径。

为什么高新技术企业适合选择认股权证呢？原因在于认股权证能够提供一些其他金融工具不可复制的功能。

首先，解决高新技术企业的融资难题。高新技术企业虽然可能有极好的前景，但是大部分企业处于成长阶段，投资风险较大，企业缺乏发展资金。高新

技术企业几乎没有成熟的、可以利用的融资渠道，一般无法获得银行贷款、发行企业债券，更不可能公开发行股票进行上市融资。比较可行的融资渠道是风险投资基金，但风险投资基金的规模较小，手续繁杂，交易成本较高，对资金的用途存在严格的限制。为了走上正规的融资途径，持续地获得发展资金，大规模的市场化融资不可或缺。基于高新技术企业的收益和风险特征，企业一般无法满足企业债券的条件。为了吸引投资者，高新技术企业一般选择附送一定比例的认股权证，以求获得足量的较低成本的资金。认股权证一般与企业债券一起发行，可分离性的认股证在其中起着关键性的作用。

其一，促进企业债券的发行。高新技术企业在一定时期内可能处于财务困境，或者投资者认为其财务风险非常高，如果发行企业债券募集资金，在一定程度上并不存在可行性。即使能够募集到所需资金，可能需要支付较高的利率或者接受严格的债务契约条款限制。如果每张债券附加若干份认股权证，就可增加债券的吸引力，不但可以降低债券的资金成本，而且能够保证债券的顺利、及时和全额发行。

其二，可以降低资金成本。附带认股证的债券利率低于不带认股证的债券利率，但是仍能被投资者接受，这是由于认股证存在的价值。发行附带认股权的债券，会降低发行者的资金成本。

其三，可以改变资本结构。认股权证被使用后，新的权益资本增加，原有的发行认股权证时形成的债务资本并不消失，而是继续存在，从而降低了企业的财务杠杆，优化了资本结构。

总体来说，认股权证是企业的一种融资工具，适合负债率普遍较高、直接债券融资较为困难的企业，而且能提高企业债券发行的成功率。另外，可以调整企业的资本结构，降低资产负债率，增加企业的举债能力。

其次，提供管理功能。高新技术企业能否持续发展的关键是人才。虽然人才是一种稀缺的资源，但是人才的一个关键性环节是激励问题。如果人才没有激励，其功能自然不能得到发挥。在高新技术企业中，人才激励的一件强有力的金融工具就是认股权证。

在高新技术企业中，实施认股权证，可以实现一石双鸟的目的，建立高新技术企业的融资机制和激励机制。高新技术企业普遍缺乏激励手段，认股权证是一个不可或缺的主要手段。

③实施认股权证的约束

认股权证是一个公司融资的有力工具，具备其他金融工具不可复制的功能和优点。许多高新技术企业已经感觉到了认股权证的强大功能。但是，一个无

法回避的事实是，在中国推行认股权计划还面临着一系列的制度、市场条件和其他各个方面的约束和限制。

在中国的金融市场上，发行股票和企业债券受到政府部门的严厉监管，企业没有发行股票和债券的宽松环境，发行任何证券都要经过政府监管部门的审批，没有金融创新的空间和舞台。实际上，认股权证能否得到创新和发展，证券监管部门的支持否与非常关键。虽然认股权证已经是欧美国家比较成熟的融资工具，亦是完善的金融体系不可或缺的构成部分，但在中国还是受到证券监管部门的严格管制。从一定意义上讲，是否发行和交易认股权证是企业行为，监管部门应从支持、鼓励的角度出发，为其提供宽阔的空间，其主要限制是认股权证发行和交易过程中的欺诈、欺骗行为。

既然认股权证是资本市场的一个有机而重要的构成部分，创新认股权证就是一件迟早的事情。从其他国家的经验来看，认股权证是一个市场，不但存在一个发行的市场，完善的认股权证市场还是一个交易的市场。投资银行在其中充当中介的角色，为认股权证的发行和交易提供中介服务。在中国，不但缺乏一个认股权证的市场，还缺乏一个提供中介服务的投资银行。

中国《公司法》实施的是实收资本制，这个制度没有为认股权的实施预留空间。在实收资本的条件下，如果需要认股权证兑现股权，需要履行繁杂的变更注册资本程序，高昂的法律交易成本可能促使许多企业放弃这一金融工具。

④可行性分析

认股权证是一种金融创新，非常适合前景并不明朗、对创新存在较高要求的高新技术企业，它既是一种融资工具，亦是一种激励、管理工具，是其他金融工具和管理方式所不能替代的。毋庸置疑，认股权证在高新技术企业存在广阔的用武之地，问题是如何恰当地使用认股权证，充分发挥它的作用。

实施认股权证，首要的前提条件是，人力资本潜力的发挥程度能够决定一个企业的成败。在高新技术企业中，主要的资产是人力资本，其主要任务是千方百计地激励人才才能的发挥。随着中国市场化进程的加速，高新技术企业在竞争中的压力越来越大，规模越来越大。在竞争压力和规模不断增大的情况下，如果能够生存下来，企业融资和人力资本潜力的挖掘非常关键，认股权证能够满足高新技术企业这两个方面的要求。

实施认股权证，除了存在实施的强烈动机之外，企业良好的内部环境是认股权制度良性运行的基础和必要保证，是发行认股权证的一个刚性约束。良好的内部环境包括：存在完善的内部管理机制；有市场化的人才聘用和流动机制；存在健全的监督和约束机制；具有较高成长性；能够有效地控制经

营风险；所有者有显著改善企业业绩和激励机制的动机等等。

在中国当前的条件下，实施认股权证存在许多制度约束和限制。但是，许多企业以各种手段变相地实施认股权证。例如，在中国实施实收资本的制度下，实施认股权证的预先认购法。其主要的操作是，企业利用增资扩股的机会预留一定的股份由控股股东先行认购，例如10%的股份，作为认股权证的股票来源，分年分期授予骨干人员，行使的条件是根据个人业绩完成的情况，由委员会评定可行使的数量。但是，这个变通方法存在的一个严重缺陷是，它没有认股权证的融资功能，是蹩脚的认股权证。

实施认股权证，因为没有相应的法规规定，没有关于认股权证的发行和交易市场，在中国建立认股权证的发行和交易市场之前，认股权证还只是企业内部的一种激励工具，并没有融资功能。从另一个角度看待这个问题，它是一个非常好的市场机会，市场存在需求，如果能够满足这个需求，就能创造财富和利润。此为投资银行一个特好的市场机会，有待于投资银行的开发和挖掘。

5. 信贷资产证券化：资产证券化理论

信贷资产证券化的可能路径

从金融的发展历程看，资产证券化的程度被视为金融深化和金融发展的关键指标。资产证券化分为狭义的资产证券化和广义的资产证券化，狭义的资产证券化是一般意义上的资产证券化，是信贷资产的证券化，是把缺乏流动性、但具有预期未来稳定现金流的信贷资产汇集起来，形成一个资产池，通过结构性重组，转换为可以在金融市场上出售和流通的证券，据以实现融资的过程。广义的资产证券化是所有资产的证券化，是任何资产转换为证券资产的过程。

从篇章的逻辑安排来看，广义的资产证券化是本章的内容，狭义的资产证券化是本节的内容。根据约定俗成的说法，资产证券化就是狭义意义上的资产证券化，主要是信贷资产的证券化。

1970年，美国政府国民抵押协会首次推出抵押贷款证券化，成为金融创新

历程中的重要突破，因为不可复制的优点，随后迅速成为风靡全球的资本市场运营工具。

资产证券化的发展，经历了两次突破：其一，在银行信贷领域的广泛应用，随之带来的是资产证券化市场的初步形成；其二，突破银行信贷领域，在企业应收账款、具有稳定现金流的资产领域的应用，随之带来的是资产证券化市场疆域的扩展和深化。

资产证券化的两次突破的发展历程说明，任何一个金融市场的形成、深化和完善都是一个不断渐进的过程，是一个不断突破的过程，是一个不断降低金融交易成本的过程，是一个“信誉”等无形资产不断形成的过程。

资产证券化逐渐成为企业资本市场运营的主要方式之一，成为企业财务管理的有利工具，是企业财务管理和资本市场运营工具箱中的一件有力、致命的工具。在美国的资产证券化市场上，规模已超过 2 万亿美元，与美国最大的金融市场——国债市场旗鼓相当。在 20 世纪 90 年代，特别是最近几年，如同美国的可口可乐、麦当劳一样，资产证券化迅速向全球扩展。在世界各个国家中，雨后春笋般诞生了一个个资产证券化的市场。亚洲各国的资产证券化发展迅速，2005 年，中国正式推出了信贷资产的证券化（如图 4.5）。

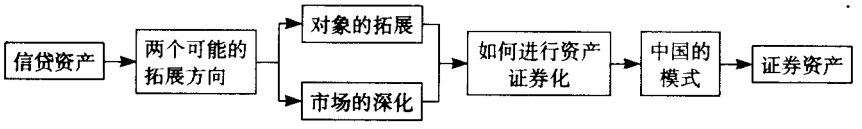


图 4.5　信贷资产证券化的框架

中国资产证券化的一个逻辑始点

资产证券化是一种金融创新。一种金融创新，需要两种力量的牵引，从两个角度实现突破：其一，是经济的诱因从经济的角度实现突破；其二，是制度创新的诱因从制度的角度实现突破。换言之，资产证券化是基于经济和制度变迁而形成的金融创新，是经济诱因和制度诱因结合的逻辑结果，故此，经济诱因和制度诱因是资产证券化的逻辑始点。

2005 年，业界翘首以盼的资产证券化终于退去自己神秘的面纱，正式开始被推出。中国的资产证券化同样是经济诱因和制度诱因的逻辑结果。那么，构成中国资产证券化的经济诱因和制度诱因是什么呢？其背后的经济约束和制度约束又是什么呢？换言之，中国资产证券化的逻辑始点是什么呢？这一个问题虽然基础，但却关键，是反思、改进和提升资产证券化的市场、制度的基本和始点。

①资产证券化的经济诱因

在2005年中国正式推出资产证券化之前，首先进行资产证券化方案试点设计的银行是国家开发银行（简称“国开行”）和中国建设银行（简称“建行”）。国开行以其拥有的在煤电油运、通信、市政公共设施等“两基一支”（基础设施、基础产业和支柱产业）领域的信贷资产作为资产证券化的基础资产，进行资产证券化的试点方案设计；同时，国开行还购入了住房抵押贷款，作为资产证券化的基础资产，试点住房抵押贷款的证券化方案，虽然国开行没有住房抵押贷款业务。建行的试点方案主要是以住房抵押贷款为基础资产，开展住房抵押贷款的资产证券化业务。

那么，一个问题是，银行开展资产证券化的经济诱因是什么呢？

从宏观意义上讲，实施资产证券化存在五个方面的理由：其一，实现了信贷市场与证券市场的沟通、衔接和一体化，有助于提高银行“长期、大额、集中”性的信贷资产的流动性，分散和化解流动性风险，还能转移利率风险的承担主体；其二，改善金融结构，资产证券化丰富了证券市场的品种，特别是丰富了固定收益证券的品种，优化了中国的金融市场结构和功能，有利于形成结构更加合理的收益率曲线，推动利率市场化的进程；其三，有利于建立多层次的金融市场体系，逐步分流储蓄资金，促进储蓄转换为投资，促进货币市场、资本市场、外汇市场等金融市场的健康、协调发展，努力避免金融风险在某一市场的叠加或者共振；其四，资产证券化还可以推动多层次资本市场的创新和发展，提高资源的配置效率，提高资本市场在配置金融资源中的地位；其五，资产证券化优化了利率风险的分布，提高了利率风险的配置效率，为推动中国的利率市场化奠定了基础和提供了条件。

问题是，推动资产证券化的是一个个的银行，显然，资本证券化的宏观意义并非是银行强力推进资产证券化的根本动力，是银行实施资产证券化的“阳谋”理由。银行实施资产证券化，还存在其“背后”的理由。就个人的观点而言，银行实施资产证券化主要存在以下几条“背后”的经济理由：其一，实施资产证券化，银行将信贷资产进行证券化，相当于提前回收贷款资金，据此可以获得大量的资金进行再投资，如果信贷化的利率高于存款成本或者资金成本，银行就能提前获得投资收益。换言之，资产证券化提高了信贷资产的周转率，据此可以提高银行的利润。其二，获得资产信贷化的中介差价收益。例如，在国开行设计的资产证券化方案中，并没有明显表达出“证券化”的意图，而是希望在资产证券化的过程中获益。作为一家政策性的银行，国开行的资金主要来源于在银行间国债市场上发行金融债券，其资产证券化的基础资产——住房抵押贷款——是从商业银行中购入，如果资产证券化的利率高于购

入“住房抵押贷款”的资金成本，在资产证券化的过程中，国开行就能够获得利差收益。其三，资产证券化是一个巨额的金融市场，如果能够成为其中的一个起主导作用的服务商，就能获得可观的服务收益。根据金融市场形成过程中的路径依赖效应，先行进入资产证券化市场的金融机构具有明显的“先动优势”，甚至能够获得“进入壁垒的行政效应”，根据此原理，金融机构在初始存在强烈的动机进行资产证券化的“试点”。

②资产证券化的制度约束

从一定意义上讲，资产证券化首先是一个法律制度问题，然后才是一个经济问题。在资产证券化中，“特殊目的载体”（Special Purpose Vehicle，简称SPV）、真实销售（Ture Sale）等核心概念都是法律概念，是一个制度性问题。它们之所以重要，是因为它们可以界定、保护和维持资产证券化的各方利益，是开展资产证券化的前提和基础。

当然，资产证券化并不是一个简单的将“信贷资产”打包在资本市场出售的行为，其中还要涉及到“已经证券化的金融产品”在金融市场上的交易、流动和做市问题，甚至还要包括资产证券化对象的扩大和规模的增加，此皆为资产证券化市场的深化。在资产证券化市场的深化过程中，关键的因素是“信誉”，它是市场交易的结果，而不是一个法律规定，虽然它们都是制度约束。故此，资产证券化的制度约束不仅包括相关的完善的法律制度，还包括市场交易过程中的“信誉”。

资产证券化的一个核心机构是SPV，几乎所有的资产证券化交易皆围绕着SPV进行和展开。在资产证券化的过程中，真实销售的对象就是SPV。从一定意义上讲，SPV是一个法律问题，目的就是规避和化解资产证券化交易中的产权争议，即所谓的“破产隔离”问题。根据国际资产证券化的经验做法，依资产证券化SPV设立方式的不同，可以将其分为信托型的SPV（SPT）、公司型的SPV（SPC）和合伙型的SPV。但是，常用的是前两种类型的SPV。

无论是在银行的资产证券化试点方案中，还是在《信贷资产证券化业务试点工作管理办法》中，选择的SPV皆是信托类型的SPV，个中原因是什么呢？

在信托型的SPV模式中，关键因素是信托关系的法律构造。原始权益人将其基础资产信托给SPV后，根据信托关系的法律规定，资产的所有权就属于SPV，原始权益人的债权人就不能再对不属于原始权益人的基础资产主张权利，从而实现了基础资产与原始权益人的破产隔离，从而达到了资产证券化过程中的核心制度目的“真实销售”。

在公司型的SPV模式中，关键因素是“真实销售”。原始权益人将基础资

产真实销售给 SPC，从而实现基础资产的转移，以保证在原始权益人破产时，出售给 SPC 的资产不会被列为破产财产之中，同样可以达到实现“破产隔离”的制度目的。

SPV 并不是一个没有经济功能的载体，它的作用主要体现在两个方面：其一，是一个空壳的载体，以备进行产权关系的界定，此为通常所说的“破产隔离”，因此不需要营业场所、注册资本和管理人员等；其二，需要具备一定的经济功能，能够发行债券等。

根据 SPV 的作用，中国资产证券化之所以没有选择公司型的 SPV，是因为它与中国现存的法律之间存在许多限制和障碍，主要是《公司法》的限制和障碍。

首先，《公司法》规定，公司的设立必须有发起人人数和资本最低限额的限制，同时还须满足固定的经营场所和必要的经营条件的限制，而 SPC 是一个“空壳公司”，是一个载体，基于经济的原因，公司型的 SPV 并不符合《公司法》的这一要求。

其次，《公司法》对公司公开发行股票、债券规定了严格的条件，SPV 难以达到《公司法》关于发行股票、债券的要求，公司型的 SPV 发行股票、债券存在资格问题。如果不能发行债券，SPV 的经济功能就无从发挥。

但是，信托型的 SPV 并不是完美无缺的，同样存在一定的缺陷。其中最大的缺陷是，根据银行监督管理委员会（简称“银监会”）的相关规定，信托产品属于私募性质，发行的合约份数不得超过 200 份，每份金额不得低于 5 万元。据此，资产证券化的产品不能在资产证券化市场上公开交易、流通，流动性存在极大的限制，从这一点上讲，没能实现资产证券化的全部目的，资本证券化市场的深化就更是无从谈起。

SPV 的形式并不重要，重要的是，在资产证券化中能够实现“破产隔离”的制度目的和发行债券融资的经济目的。在这一制度目的和经济目的的条件约束下，选择能够最大程度上实现资产证券化这两个目的的 SPV 形式。

③资产证券化实质的争论

资产证券化之所以是一种金融创新，首先在于它的与众不同。正因如此，何为资产证券化就不是一个简单的问题。

究竟何为资产证券化呢？

资产证券化是一种创新的融资模式，创新的内核是资产的转移交易。如果在资产证券化的过程中，没有实现资产所有权的转移，没有实现风险的分散和优化配置，没有实现“破产隔离”，那么，这种融资模式就演变成为抵押债券

融资，而不是所谓的资产证券化。两者在融资数量、期限、金融交易成本、二级市场、融资目的等方面存在巨大的差异。从学术上讲，一种融资模式是否是资产证券化，关键的鉴别标准是“是否实现了资产所有权主体的转移”。

资料显示，国开行和建行的资产证券化方案在2005年被国务院批准之前进行了六次修改，其中的主要原因是，学术上的表外模式和表内模式之间的争论和选择，是“是否进行资产所有权主体转移”的争论和选择。

在国开行初始的资产证券化方案中，并不想设立特殊目的的信托机构或者具有“空壳”性质的特殊目的公司，而是计划自筹资金设立一家实体公司，以中小商业银行的住房抵押贷款为基础资产，在信托机构的信托原理或者公司真实销售的原理下进行资产证券化的操作。为此，在2001～2003年间，国开行曾经购入深圳市商业银行近20亿元的住房抵押贷款。在国开行的资产证券化方案中，没有在实质上把购入的信贷资产进行证券化，而是由旗下实体公司持有，并且以此为基础资产发行金融债券，从而获得购买信贷资产的资金。在这一方案中，资产证券化的模式是典型的所谓的表内模式，没有实现资产证券化的核心功能——风险分摊功能，其中的风险全部集中在国开行中，其目的是为了获得其中的利差收益，与资产证券化的目的——分散利率风险、发展债券市场——背道而驰。此种资产证券化的方案焉能获得批准？

在建行的资产证券化方案中，曾经计划在建行内部成立一个名为“个人住房信贷资产管理中心”的机构以承担SPV的职能，将个人住房抵押贷款从信贷部门出售出来注入该中心，然后再由该中心将资产组合打包出售，出售的对象是中国建设银行的大客户。从这一方案中可以发现，中国建设银行的初始资产证券化方案仍然没有突破“表内模式”的框架。最大的疑问是，“个人住房信贷资产管理中心”岂能承担SPV的功能？

国开行和建行热衷于选择表内模式的原因在于，能够将住房抵押贷款的优质资产留在表内，同时提高资产的流动性，加速资金的周转速度，提前实现利润，并且能够降低资产证券化的成本，获得尽可能多的利润。根据估计，在商业银行的个人住房抵押贷款中，不良资产率普遍低于0.5%，相对于国有商业银行30%左右的不良资产率（按照新五级分类）而言，是一笔难得的优质资产。如果采取表外模式将优质资产“真实销售”出去，将显著提高银行的不良资产率，影响银行不良资产数量和资产负债表的“观赏性”。无论是从收益还是从资本负债表的角度考虑，表内模式是一种最佳的选择。

可是，“表内模式”的资产证券化是否是真实的资产证券化呢？表内模式的资产证券化，不但没有隔离信贷资产的利率风险，反而提高了商业银行的资产负债率和杠杆率，没有实现分散风险的目的，与资产证券化的真实目的不符。

2005 年 3 月 21 日，中国人民银行宣布，将由国开行和建行分别进行信贷资产证券化和住房抵押贷款证券化的试点。2005 年的资产证券化方案之所以获得批准的理由在于，方案采取了“表外模式”，是标准意义上的资产证券化，而不是走样的资产证券化。

④资产证券化的市场结构

资产证券化的主要目的是分摊风险和增强资产的流动性，资产证券化产品的投资主体和交易方式就成为解决这个问题的关键。为达此目的，需要投资主体的多元化和交易方式的规模化和正规化。故此，资产证券化的市场结构是投资主体和交易机制两个方面的总和。

根据国际资产证券化的经验，资产证券化的产品是在 OTC 市场（场外交易市场）上进行交易。与此相对应，资产证券化产品的投资主体主要是机构投资者和个人投资者，例如养老基金、保险基金等。这种投资主体结构和交易机制能够在实现资产证券化分散风险和提高流动性目的的条件下降低金融交易成本，是一个国家经济制度内生的最佳选择。

公开的资料表明，中国的资产证券化产品将在全国银行间债券市场上进行交易，参照执行全国银行间债券市场的交易规则进行。

从投资主体上来讲，一个值得注意的问题是，资产证券化产品的投资主体不能是银行，因为银行购买资产证券化的产品达不到分摊风险和提高资产流动性的目的。中国资产证券化市场的投资主体的经济选择应当是养老基金、保险基金等机构投资者，同时还需要积极发展一定规模的个人投资者。但是，资产证券化的产品在银行间债券市场上流通，意味着买卖资产证券化产品的主体只限于在银行间债券市场进行交易的机构，以银行为主，而不是非银行金融机构和个人投资者。未来的出路可能是，银行作为交易主体代替其客户进行交易①。

从流通性上来讲，资产证券化的产品在银行间债券市场上的流通还存在一定的限制和约束，流通性并不是非常强。在中国的资产证券化方案中，资产证券化是通过发行信托计划而实现。但是，根据中国信托法律的有关规定，信托模式下的资产证券化产品存在流通限制问题。因为，能够在公开市场上流通交易的证券一定是标准化、公开发行的金融产品，根据中国信托法律的有关规定，信托受益凭证是非标准化和私募性质的金融产品，不能在公开市场上进行交易和流通。另外，资金信托计划还存在 200 份的限制，不可能形成一个富有

① 在这一点上，非常类似于中国目前的股票市场。散户不能直接在证券交易所交易，而是委托券商交易，需要支付一定的手续费。未来的资产证券化产品可以进行如此的交易设计。

流动性而具有一定规模的市场，没有规模谈何流动性问题。

中国信托模式下的资产证券化，投资主体和流动性皆存在一定的问题，这些问题是法律约束和模式选择的逻辑结果，需要在资产证券化市场的深化中予以解决，是资产证券化深化的主要目标和任务。

中国资产证券化的未来猜想

在美国、英国等欧美各个国家中，资产证券化一般是从住房抵押贷款的证券化（Mortgage-Backed Securitization，简称“MBS”）起步，在资产证券市场中，以住房抵押贷款的证券化为主。同时，资产支撑证券化（Asset-Backed Securitization，简称“ABS”）获得了高速、迅猛的发展。从总的发展趋势来看，在成熟的资产证券化市场上，形成了以 MBS 为主、ABS 为辅、两者交织发展的态势。从运营主体来看，MBS 主要是商业银行的资本市场运营工具，ABS 是企业资本市场运营的工具。从发展进程来看，初始发展 MBS，在资产证券化市场逐渐完善以后，ABS 得到了迅速的发展。

但是，在亚洲各个国家中，资产证券化的发展态势有别于欧美等各国，资产证券化的主要目的是解决企业资产的流动性问题。从总的发展态势来看，资产证券化还是从 MBS 开始。但是，在资产证券化发展的主流中，ABS 是资产证券化的主流，而不是 MBS。其原因在于，在亚洲各个国家的金融结构中，由于存在进入的行政壁垒，银行没有竞争压力，面临的利率波动性非常小，没有资产证券化的经济诱因。但是，企业的融资渠道狭小，存在融资的种种限制，它们会采取各种方式获得资金，降低资金成本，ABS 是企业的主要选择之一。

资产证券化的发展存在自身的内在规律，从发展的视角审视、分析资产证券化的发展路径和演变机制，一般的进程是，以各个国家的经济限制和制度基础为经济初始位置，选择一种最佳的资产证券化方式，在此基础上，从资产证券化的交易主体、交易机制、交易规模、产品种类、资产证券化的对象等各个方面进行深化和发展。

从投资主体上看，资产证券化的投资主体以非银行金融机构为主，随着资产证券化产品的丰富和完善，个人投资者的比重不断上升。但是，需要注意的一个问题是，银行不能成为资产证券化的主要投资主体，否则就不能实现资产证券化的根本经济目的。

从交易机制上看，资产证券化适合于债券的交易机制，其目的就是提高产品的流动性。未来的发展趋势是，交易机制越来越灵活，市场广度和深度不断增强。

从发展的机制上看，资产证券化发展的初始机制是经济诱因和制度限制，但是市场需要不断深化，在资产证券化市场的深化中，“信誉”是一个核心和关键因素。

从运营主体来看，在各个国家的资产证券化中，皆以 MBS 为开始，运营主体是银行。随着资产证券化市场的逐步培育、发展、深化和完善，根据资产证券化的发展规律，资产证券化的基础资产将突破银行信贷资产的限制，逐步发展、过渡到企业的应收账款等一系列资产上，企业而不是银行将成为资产证券化的主要运营主体。

从基础资产上看，资产证券化经历了一个从 MBS 到 ABS 的过程，例如，汽车贷款、信用卡贷款、企业应收款以及资产支撑商业票据的证券化等，随后延伸到企业的具备稳定的、可预期的现金流的资产上。随着金融市场的发展、成熟和完善，特别是金融市场秩序的建立和信誉的形成，越来越多的原来不适合证券化的资产都可以进行资产证券化。

可以预见，中国资产证券化的深化和发展将以 MBS 为起点，随着资产证券化市场的完善，逐渐发展出公司应收账款、设备租赁应收款和具有稳定现金流的企业资产的 ABS，资产证券化的主体将从单一的银行逐渐过渡到银行和企业共存的格局，投资主体和市场交易机制不断发展和完善。

资产证券化的制度框架：法律、会计和税收

从经济意义上讲，在一定的条件下，资产证券化是在资金成本、交易成本、风险分摊和流动性方面存在比较优势的金融产品的必然结果。从制度意义上讲，资产证券化要求在法律、会计和税收方面没有限制和障碍，并且具有一定的灵活性、明确性和可预期性。

资产证券化是一种结构性的融资工具，在法律、会计和税收方面存在一定的要求。从某种角度讲，资产证券化的优势在于资金成本优势、流动性和良好的风险分摊机制，资产证券化涉及多种交易主体和交易过程，如果没有成熟、稳定和详尽的法律、会计和税收安排，资产证券化就没有生存和发展的空间。

①法律分析框架

资产证券化的交易过程可以分解为 SPV 的组建、破产隔离的构建和信用的增加，每一个交易过程都存在一定的法律要求，资产证券化的交易过程体现的法律问题主要包括 SPV、破产隔离和信用增级的法律问题。

SPV 的组建是资产证券化的中间环节，所有的交易过程都是围绕着 SPV 展

开，是法律问题的集中点；破产隔离是资产证券化的核心法律机制，是判断资产证券化真伪的主要标志；信用增级是资产证券化风险分摊机制的有机构成部分，是法律问题的延续。

其一，SPV 的法律问题。在 SPV 的法律形式上，主要存在 3 种形式的 SPV：信托型的 SPV（SPT）、公司型的 SPV（SPC）和合伙型的 SPV。

在信托型的 SPV 中，发起人将基础资产以信托财产的形式转移给 SPV（信托机构），SPV 对基础资产拥有名义上的所有权和实际上的管理权，并以基础资产为担保发行证券，一般是债券，募集资金。如果在运行过程中遇到信托公司撤销、解散、破产等情况，基础财产将不会被清算。另外，如果发起人破产，信托资产——基础资产——亦不会被列入破产资产的行列。

在中国的资产证券化中，信托型的 SPV 没有显著的法律障碍，符合有关信托的法律规定。在信托公司破产的条件下，信托资产不在破产资产的范围之内，资产证券化的投资者利益不会受到损失，达到了破产隔离的效果和目的。发起人的破产亦不会影响信托资产的安全。从这个角度讲，信托型的 SPV 在资产证券化过程中没有法律障碍，唯一的限制是经济问题。

在公司型的 SPV 中，资产证券化将会存在诸多法律问题。其一，与中国《公司法》规定的公司设立的必要条件之一“有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件”存在冲突。虽然可以创造条件以使公司型的 SPV 符合法定的公司设立标准，但是这样需要增加额外的经济成本，同时违背 SPV 设立的初衷。其二，《证券法》等法律法规对公司发行证券的规模、种类存在诸多限制，与 SPV 设立的经济目的存在冲突。类似于空壳公司的 SPV 难以达到中国《公司法》规定的发行债券的条件和要求。从交易机制的角度分析，《企业债券管理条例》第二十条规定：“企业发行企业债券所筹资金不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险性投资”。根据这条规定，SPV 的发行债券收入不能向银行和企业购买基础性资产，不能实现资产证券化的交易目的，当然就无从谈起资产的证券化。从发行企业债券的条件分析，根据《企业债券管理条例》第十二条的规定：“企业发行企业债券必须符合下列条件：企业经济效益良好，发行企业债券前连续三年盈利；所筹资金用途符合国家产业政策”。资产证券化的过程需要发行债券，但是公司型的 SPV 绝不可能满足发行债券的条件，限制了资产证券化的开展。从投资对象分析，根据《企业债券管理条例》第十九条的规定：“办理储蓄业务的机构不得将所吸收的储蓄存款用于购买企业债券”。但是，在中国当前的条件下，资产证券化的购买对象主要是银行等金融机构，这与该条规定冲突；从金融资产的价格分析，企业债券的利率不得高于银行同期限居民储蓄定期存款利率的 40%，影响

和限制了资产证券化的价格市场化，限制了开展资产证券化的经济积极性。

在合伙型的SPV中，SPV具备避税功能。但是，中国的《合伙企业法》对有限合伙没有规定，有限合伙在中国并未取得合法地位。从而使合伙型的SPV失去了其存在的经济动因。

虽然信托型的SPV是一个比较理想的载体，采用信托形式设立SPV，可充分利用信托财产的独立性特点，保护资产证券化的基础资产。但是，该种形式的SPV还是存在一定的经济缺陷，而不是法律缺陷。根据《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第四条的规定，信托投资公司办理资金信托业务时，不得发行债券，不得以发行委托投资凭证、代理投资凭证、受益凭证、有价证券代保管单和其他方式筹集资金；根据第六条的规定，信托投资公司集合管理、运用、处分信托资金时，接受委托人的资金信托合同不得超过200份（含200份），每份合同金额不得低于人民币5万元（含5万元）。这两条规定与资产证券化投资主体的多元化和投资方式存在明显的矛盾，从严格意义上讲，信托型的SPV在投资对象和投资方式方面并不符合资产证券化的要求和条件，此仅为一个经济限制条件。

其二，破产隔离的法律问题。破产隔离的前提条件是公司型SPV的“真实销售”。但是，推行资产证券化，在资产的“真实销售”方面基本没有法律问题。实质上，“真实销售”就是合同基础上的资产转移，一般包括两种形式：债务更新形式和债权转让形式。在中国的法律条件下，两种形式的“真实销售”都没有法律障碍。

债务更新形式是先行终止银行、企业等资产证券化主体与原始债务人之间的债务合同，再由SPV与原始债务人按照原来的合同订立一份新的合同以替换原来的债务合同。但是，重新签订债务合同使得发行人不得不与众多的债务人洽谈、协商，相应增加了资产证券化的金融交易成本，降低了资产证券化的经济效率，而且签订债务更新合同面临债务人是否配合和原始合同文件是否齐全等问题，总的来说，“真实销售”的债务更新形式没有经济效率。

债权转让是在没有原始债务人参与的情况下，银行、企业等资产证券化的主体通过一定的法律手续把对原始债务人的债权转让给SPV。“真实销售”的债权转让形式的优点在于，由于不必与所有债务人谈判，相对于债务更新而言，存在交易成本优势。

“真实销售”的债权转让形式是中国资产证券化“真实销售”的现实选择，同时并不存在法律障碍。

从破产隔离的角度分析，在资产证券化中，需要资产证券化的基础资产与发起人的资产实施破产隔离，与SPV的资产实施破产隔离，与SPV母公司的

资产实施破产隔离。

就基础资产与发起人资产的破产隔离而言，在公司型 SPV 的条件下，在“真实销售”中，发起人将资产“真实销售”给 SPV。根据中国《企业破产法》的规定，人民法院在受理破产案件 6 个月前至破产宣告之日期间内，破产企业非正常压价出售财产的应予追回并列入破产财产。据此，只要发起人出售资产的行为不是非正常压价出售且发生在其破产案受理前 6 个月，资产出售就不受发起人破产的影响，就可以做到与发起人资产的破产隔离。在信托型的 SPV 条件下，如果发起人采取信托方式，在发起人将资产信托给 SPV 时，信托财产的所有权转移到 SPV 中，根据信托原理和信托法律的相关规定，在委托人破产时，信托资产不能列入破产资产，从而实现“破产隔离”的目的①。

就基础资产与 SPV 资产的破产隔离而言，在公司型 SPV 的条件下，根据《企业破产法》，作为企业一种形式的 SPV，如果 SPV 进入破产程序，除了设置担保的财产，SPV 其余所有的财产均为破产财产，均要用以清偿公司所欠的债务，无法实现破产隔离的目的。在信托型 SPV 的条件下，如果 SPV 进入破产程序，根据信托原理，资产证券化的信托资产不会被列入破产资产之列。

就基础资产与 SPV 母公司资产的破产隔离而言，在公司型 SPV 的条件下，根据中国的《公司法》，如果 SPV 母公司进入破产程序，SPV 作为对外投资，亦将被列为破产财产而用以偿还母公司的债务，这就使得资产证券化的基础资产无法实现与 SPV 母公司资产的破产隔离，从而影响投资者利益的偿付。在信托型 SPV 的条件下，如果 SPV 的母公司进入破产程序，SPV 的资产将被列入信托资产之列，但是，根据信托原理，资产证券化的基础资产不会被列入破产资产。

其三，信用增级的法律问题。内部信用增级所面临的法律问题主要是超额担保问题。超额担保是指 SPV 在向原始权益人购买基础资产时不支付全部价款，而是按照一定比例的折扣支付原始权益人，其余部分作为担保以实现资产证券化的内部增级。中国《企业破产法》规定，已经作为担保物的财产不能作为破产财产，但是超额担保部分仍旧属于破产财产参加清算处理。在清算程序中，SPV 与其他债权人的地位相同，不具备优先受偿权。在公司型的 SPV 中，依照中国的法律体系，超额担保无法实现资产证券化的内部增级。当然，根据信托原理，在信托型 SPV 的条件下，不会存在此类问题。

外部信用增级主要是指政府担保，美国的绝大多数资产证券化都是由政府提供信用担保，担保后的资产证券化具有非常高的信用等级，投资者对这类证

① 因为中国不可能选择合伙型的 SPV，所以没有分析此种情况。

券具有很强的信心。但是，中国政府为资产证券化提供担保具有法律上的障碍，《担保法》第八条规定，“国家机关不得为保证人，但经国务院批准确为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外”，这一规定导致中国政府无法为资产证券化建立有效的外部信用增级机制。

②会计分析框架

在资产证券化的过程中，基本的会计处理问题有三个：一是发起人对证券化基础资产的会计处理；二是发起人与 SPV 会计报表的合并问题；三是证券化损益的确认问题。

其一，发起人对资产证券化基础资产的会计处理。发起人往往倾向于通过表外处理，将基础资产从资产负债表中剔除出去，以提高资金流动性、资金收益率和资本充足率。但是，能否从资产负债表中予以剔除取决于基础资产的转让是“真实出售”还是“担保融资”。资产证券化的基础资产在发起人资产负债表中存在三种会计处理方法：一是剔除法，基础资产不再保留在发起人的资产负债表中。剔除法的前提条件是，发起人已经放弃对转让的基础资产的控制权，并且没有权利亦没有义务回购或者赎回业已转让的基础资产，而受让人 SPV 可以无条件地将已经转让的资产用作资产证券化的担保。二是联系表达法，在资产负债表上直接反映融资所得。联系表达法的前提是，发起人保留了资产证券化的基础资产的重要相关收益和风险，而资产证券化资产可能产生的损失有限。三是总额表达法，资产证券化的基础资产全部保留在发起人的资产负债表中。总额表达法的前提是，发起人只是以基础资产为担保进行担保融资，并未出售基础资产，并非是资产证券化。

其二，会计报表的合并。根据中国会计准则的规定，公司需要合并拥有实质控制权的子公司的会计报表。因此，在发起人与 SPV 存在母子关系时，SPV 的财务资料应该合并到发起人的会计报表中。此外，有些 SPV 虽然没有达到拥有实质控制权子公司的标准，但是与发起人的利益特别是现金的流入与流出存在密切的关系，且 SPV 的资产证券化业务直接或者间接地受到发起人控制，在这种情况下，SPV 的业务应当在发起人的合并报表中以联系表达法予以反映。

其三，资产证券化损益的确认。资产证券化加速了收益和损失的确认，无论是作为资产真实出售的资产证券化还是作为担保融资，都应考虑资产证券化交易对损益的影响，考虑的因素包括资产证券化的收入、遗留的基础资产损失、各种相关费用、确认的时间和程度等。如果资产证券化符合“真实销售”的条件，被转让的基础资产应从资产负债表中剔除，产生的损益即资产证券化

资产的账面价值与出售收入之间的差异由发起人予以当期确认。

③税收分析框架

在资产证券化的过程中，涉及到的税务问题主要包括三个方面：一是基础资产“真实销售”过程中的所得税、资本利得税、印花税和营业税；二是资产证券化产品的投资者的个人所得税或者资本利得税；三是SPV的所得税。在处理资产证券化的税收问题时，需要坚持税收中性的原则，资产证券化的交易各方不能因为资产证券化交易而发生重叠纳税或者减少纳税。同时，从促进资产证券化发展的角度出发，实行一定的税收优惠政策，不能因为税收而导致资产证券化融资成本的大幅上升，使得资产证券化的融资在税制上存在税收限制和缺乏效率。

关于基础资产真实销售过程中的所得税或者资本利得税。当发起人向SPV转让基础资产时，如果符合“真实销售”的条件，那么由此产生的任何损益都必须计入发起人的课税基础，因为证券化可能带来的收益和损失只是发起人原已存在的潜在损益的显现化，从税收的角度看，只是时间确认上的差异，而非核算口径上的差异。一般来说，这对发起人有利，因为发起人不太可能通过真实销售基础资产而获利，而所产生的损失则可以减少所得税或者资本利得税。

关于基础资产转让过程中的营业税和印花税。如果资产转让不属“真实销售”而是担保融资，则无须缴纳营业税和印花税。如果资产转让被认定为是“真实销售”，按照税收制度，需要缴纳营业税和印花税。征收资产证券化基础资产真实销售过程中的营业税和印花税，可能导致许多资产证券化因为税收成本过高而无法进行，资产证券化将因交易成本较高而失去经济诱因。根据税收中性原则和国际惯例，在资产证券化的过程中，一般减免营业税和印花税。

关于资产证券化产品投资者的税收问题。对于投资者投资资产证券化产品的利息所得，可以参照企业债券的有关规定执行，征收20%的所得税。如果为了鼓励和促进资产证券化市场的发展，提高资产证券化产品的投资吸引力，可以适当减免所得税。但是，中国对证券交易中的资本利得是否征税还没有出台相应的税收政策，据此，是否征收资产证券化产品的资本利得自然成为一个谜题。

关于SPV的所得税问题。SPV的唯一目的就是购买基础资产并以此为支撑发行相应的证券，它不能像一般的公司那样从事经营活动和承担债务。鉴于SPV的特殊性，根据其他实施资产证券化国家的经验，对其所得一般不应征税，以免增加资产证券化的交易成本，阻碍其发展。

资产证券化的经济条件

在制度条件具备的情况下，经济诱因是资产证券化发展的主要动力。资产证券化之所以成为风靡全球的金融创新，主要原因就是它所具备的经济优点。资产证券化市场是一个动态的市场，是一个不断深化的市场，是市场结构不断优化的市场，是其经济优点不断发挥和强化的市场。

①资产证券化的经济诱因

资产证券化产生的原因和动力在于不同主体对资产的某些特性的偏好不同。发起人偏好于资产的流动性，为了提高流动性，愿意让渡部分收益；投资者则注重长期收益，尽管资产证券化的产品具有较高的流动性，但是这种流动性最终仍然建立在投资者偏好具有长期收益特征的证券的基础之上。当发起人拥有较高收益的缺乏流动性的资产时，就存在通过交易实现帕累托改进的可能性，资产证券化就是将这种可能性变为现实性。资产证券化对发起人最大的意义莫过于解决了资产的流动性问题，分散和优化了基础资产的利率风险分布。

一个理想、完备的资产证券化方案在具备流动性优势的同时，还须具备交易成本优势、资金成本优势和风险分摊的优势。从税收、费用的角度来看，资产证券化不能存在过高的交易成本。资产证券化的资金成本优势体现为这种融资方式可以改善资产负债表，进而降低融资的风险。资产证券化的基础资产“真实出售”出去，依此为基础发行证券，发行证券的风险降低，融资成本自然相对较低。传统的融资方式，例如，股票和债券等，是一种资产负债表内的融资方式，融资者需要考虑资产负债率等问题，如果债务融资过多，企业因此背上沉重的债务负担，据此增加了因为资不抵债而导致破产的概率，融资成本自然上升。但是，资产证券化是一种表外融资模式，不会面临此类问题。相比之下，在一定的条件下，包括市场条件和规模条件，资产证券化是一种资金成本较低、交易效率更高、更有潜力的资本市场运营工具。

在资产证券化的过程中，不断层层分解金融工具的风险，实现金融风险的优化配置，通过交易实现风险配置的帕累托改进亦是资产证券化的主要经济特性之一。

总之，资产证券化的过程是一个帕累托改进的过程。在这一过程中，努力实现资产流动性、融资的资金成本和风险分摊的优化配置和潜在价值。实际上，资产证券化的方案就是围绕着资产的流动性、融资的资金成本和风险分摊的优化配置和潜在价值的实现而展开。

2003 年 6 月 26 日，中国华融资产管理公司（简称“华融”）和中信集团

签署了一份《财产信托合同》和《信托财产委托处置协议》，根据协议的约定，交易的资产池（Assets Pool）是涉及全国22个省市256户企业债权的132.5亿元，其中，经中诚信国际评级公司评级后，预测资产池处置产生的AAA级现金流将高达12.07亿元。华融将132.5亿元的不良债权资产，委托中信信托投资公司设立三年期的财产信托，资产的受益人仍为华融。依据信托合同，把未来处置这个资产池的全部收益权分为“优先级受益权”和“次级受益权”。华融将10亿元“优先级受益权”转让给境内机构投资者，合同约定“优先级受益权”预期年收益率为4.17%，转让的最低限额为100万元。在向机构投资者转让优先级受益权的同时，华融立即获得10亿元转让收入，并继续持有“次级受益权”。

具体的操作程序是，中信信托公司将委托华融管理和处置资产池，回收的现金首先用于支付“优先级受益权”的信托收益，“次级受益权”在“优先级受益权”受益范围内的利益全部实现之后，能够继续参与剩余收益的分配或者信托财产的分配。

分析这个金融交易过程，其中的问题是，为什么实施这样的金融交易过程？这样做的经济理由是什么呢？

首先，实现了较低的融资的资金成本，存在资金成本优势；其次，提前实现资产处置的部分收入，能够在一定程度上规避利率风险，如果资产逐步处理，将是一个漫长而充满不确定性的过程，不可能瞬间回收10亿资金，其中的利率能够产生波动，提前以固定的资金成本回收资产，可以规避利率波动的风险，项目具备了风险分摊功能；再次，将不能流动的固定的不良资产转换成为具有一定流通功能的信托受益权；最后，实现了资产回收价值的最大化，因为在向投资者还本付息之后，剩余资产处置的收益仍然全部回归华融，华融实现了回收价值的最大化。

资产证券化的核心原理是，将可预期的现金流进行“真实销售”，提前回收资金，而不是发行债券或者其他固定收益债券的主体将其作为偿还债务的保证，其操作的三大特征是资产重组、风险隔离、信用增级。这个案例在资产重组、破产隔离和信用增级三个方面体现了资产证券化的基本原理，具备了资产证券化的基本特征，是资产证券化的一个雏形。其之所以是一个“雏形”，盖因没有“真实销售”。从严格意义上讲，这个过程不能称之为“资产证券化”。

就资产重组而言，资产证券化最主要的特点是以未来的稳定的可预期的“现金流”作为兑付收益的保证，而华融未来赖以偿付投资者本息的来源正是处置132.5亿元的债权资产池所能回收的现金。在此资产包中，债权资产多达256项，华融进行了资产重组，资产组合的特征符合资产证券化的要求，符合

此次交易的特点和目的。唯一的缺憾是，因为是由不良资产组成的资产池，因此未来的现金流不稳定、不可预期，因此没有实现基础资产的“真实销售”，因此是一个资产证券化的“雏形”。

就破产隔离而言，这个项目按照信托的基本原理构建，根据《信托法》的规定，132.5 亿元的债权资产与华融、中信信托公司的其他资产完全隔离。如果在信托期限内，华融和中信信托公司因破产问题而需要进行清算，这个资产池不在破产清算的资产范围之内，实现了完全的“破产隔离”原理。唯一值得怀疑的地方是，在处置不良资产的收益不足以对投资者还本付息时，华融是否还承担经济责任？

就信用增级而言，整个资产池的价值为 132.5 亿元，进行转让的“优先受益权”仅为 10 亿元，按照华融 40% 的资产回收率和 30% 左右的现金回收率，明显地进行了内部增级。同时，受益权划分为“优先级受益权”和“次级受益权”是经典的内部信用增级方法。

但是，从法律的角度考虑，还是存在一些问题。虽然这个项目符合资产证券化的三大原理，具备资产证券化的雏形，但是还有一些法律问题亟待解决。从案例的做法来看，项目的做法是在规避法律问题而不是突破。

受制于法律的约束，这个项目没有突破法律框架对资产证券化的制约，而是在现有的法律框架内，选择了限制资产证券化经济功能发挥和施展的权宜之计。主要体现在两个方面：其一，从发行的角度分析，案例的发行是按照《信托法》和《合同法》等有关规定进行“转让”，而不是根据《公司法》和《证券法》进行证券“发行”。在典型的资产证券化过程中，一般是需要发行证券，最大限度地实现资产证券化的风险分摊、流动性和资源配置功能。“转让”相对于“发行”而言，投资者和市场交易不可同日而语，极大地约束了资产证券化经济功能的施展。其二，从交易的角度分析，交易的标的是信托受益权，因为缺乏一个统一而规范的市场，降低了资产证券化产品的流动性。如果交易的标的是证券，证券的流动性比较信托受益权的转让合同更强，甚至可以上市交易，但是信托收益权却不能进行公开交易。从这两个方面可以看出，这个案例还是一个资产证券化的雏形，资产证券化的许多经济功能并没有得到淋漓尽致的发挥和施展。从破产隔离的角度上讲，这个案例甚至不能称之为“资产证券化”①。

---

① 许多文章将此案例视为一个经典的资产证券化案例。例如，张文豪：“华融潜行资产证券化”，《资本市场》，2003 年 7 月 5 日。

②资产证券化市场的深化

任何一个金融市场都是一个内生深化、发展的过程，资产证券化市场亦不例外。在资产证券化市场初步建立之后，市场规模将不断扩大，产品将日趋标准化，投资者将渐进优化和交易机制不断完善。不但应当看到资产证券化市场的初步建立，而且应当能够观察到资产证券化市场的深化和发展，后一个问题比前一个问题更加重要。

第一，市场规模的不断扩大。无论是 MBS 还是 ABS，具备一定的市场规模是资产证券化市场深化的首要前提。在市场规模不断扩大的进程中，资产证券化的金融交易成本和信息成本将不断降低，其经济功能将不断完善。

另外，在资产证券化的基础资产上，就 MBS 而言，没有相当规模的住房抵押贷款，难以形成具有相似条件、违约率和提前清偿率的抵押贷款资产池，从而无从推行住房抵押贷款证券化，住房抵押贷款的规模是推行 MBS 的首要条件。

从发达国家和地区的情况来看，凡是推行 MBS 的国家都存在较大规模的住房抵押贷款。在 2000 年底，就住房抵押贷款余额占 GDP 的比重而言，英国为 56%、美国为 54%、日本为 33%、香港地区为 31%、马来西亚为 23%、韩国为 14%、泰国为 13%、菲律宾为 11%、印度尼西亚为 5%。与此同时，英国、美国、日本是住房抵押贷款证券化最为发达的国家。

但是，中国住房抵押贷款的规模还是偏小，一级市场发育严重不足。截至 2000 年初，四家国有商业银行个人住房贷款余额为 1260 亿元，比年初增加了 746 亿元，增幅达 45%，个人住房贷款余额占到各项贷款余额的比重为 2%，占 GDP 的比重为 1.5%。在 4 家国有商业银行中，发放个人住房贷款数量最大的中国建设银行，1998 年底个人住房贷款余额为 445 亿元，1999 年底增加到 863 亿元。中国住房抵押贷款资产证券化市场的发展还依赖于住房抵押贷款规模的不断扩大。

ABS 同样是资产证券化的一个主要产品，其类型非常丰富，包括金融租赁公司应收租金的证券化、企业应收账款的证券化等。ABS 的发展取决于两个条件：其一，ABS 的基础资产规模的不断扩大，例如，一定数量的应收账款；其二，ABS 基础资产质量的提高，应收账款必须是能够及时回收的账款，而不是“回收无望”的不良的应收账款。

第二，产品的日趋标准化。初始推行资产证券化，在基础资产标准化方面的要求并不苛刻，因为资产证券化的对象可能是一个个的个案，规模相对较小，存在“试行”的含义。但是，市场规模不断扩大，市场的交易成本不断降低，市场不断深化和发展，如果需要较大规模地推行资产证券化，自然在基础

资产标准化方面的要求就日趋提高，从而达到“大规模”推行的目的。

就 MBS 而言，推行 MBS 需要银行发放的个人住房抵押贷款具有统一的贷款标准和贷款格式；就 ABS 而言，无论是基础设施的项目收费还是企业应收款等应收账款的资产证券化，都需要基础资产在内容和形式上具备一定的一致性，否则，就无法组建资产证券化基础资产的资产池。

第三，投资者的渐进优化。从资产供给的角度分析，在资产证券化的过程中，需要大量、持续、稳定的长期资金供给。资产证券化是一种融资方式，需要稳定的资金来源或者资金供给，需要相对稳定的对于资产证券化的需求，即资产证券化产品的投资者。

资产证券化的主要投资者是机构投资者，包括养老基金、保险公司、共同基金、外国投资者等，资产证券化市场在很大程度上是由机构投资者支撑。但是，随着个人投资的交易成本的降低，例如网络交易系统的发展，个人投资者的比重不断上升，分散的个人投资者是不可忽视的投资力量。

怎样进行资产证券化

从实践的角度讲，资产证券化是一个具体操作的过程，操作过程的优劣决定了微观主体资产证券化的成败，操作过程是一个关键而实际的过程。怎样进行资产证券化呢？其一，符合资产证券化的基本原理；其二，选择恰当的资产证券化的对象；其三，构建一个合理的资产证券化的交易结构。另外，在此过程中，注意其中的细节、技巧和问题。

①资产证券化的原理

资产证券化是一种新型的融资方式和财务管理方式，存在其特殊的运作原理。传统的融资方式以资金需求方的整体信用状况为基础，资产证券化是以特定金融或者实体资产的未来收益为基础，在非流动资产的基础上创造出流动性强的证券，并把未来的现金流折现到现在，是社会资源和风险优化配置的过程。

资产证券化存在三大机制：其一，资产组合机制。资产证券化的经济核心是对进行资产证券化的原始资产或者基础资产的风险和收益进行分离和重组，并对其进行定价，以求达到重新配置和优化配置的目的，从而使得参与各方均能获益，这个功能是通过资产组合的机制实现。其二，破产隔离机制。以股权和债权方式进行融资，必须依托于企业整体的资信状况，企业在出现经营困难或者濒临破产时，权益人或者债权人面临难以收回或者难以及时收回投资的风

险。但是，资产证券化是对以基础资产为支撑发行的证券与原债权人之间的信用风险进行有效的隔离。资产证券化的基础不是原债权人而是被作为支撑证券对象的资产本身，即使原始债权人破产，证券投资者亦能得到有效的保护。其三，信用增级原理。信用增级的机制是资产证券化交易结构得以成功的一个保证，是确保发行人按时支付证券本息的各种有效手段之一。

资产证券化的三个机制同时是价值源泉创造机制。其中，资产组合机制是价值创造，而风险的优化配置、破产隔离和信用增级均是风险分摊机制。

②证券化资产对象的选择

从成熟的资产证券化市场的实践来看，多种资产已经被成功地进行了资产证券化。其一，抵押、担保贷款。例如，居民住宅抵押贷款等。其二，各种应收账款。例如，信用卡应收账款、转账卡应收账款、设备租赁（包括计算机租赁、办公设备租赁、汽车租赁、飞机租赁、小型商业设备租赁等）应收账款、贸易（制造商和销售商）的应收账款等。其三，各种存在固定收入的贷款。例如，航空机票收入、收费公路或者桥梁和其他公用设施收入、航空或者铁路客货运收入、税收或者财政收入、出口收入、石油天然气和林地收入等。其四，各种商业贷款。例如，商业房地产贷款、各类工商企业贷款、汽车贷款等。

在华尔街有一句广为流传的话，“只要一种资产能够产生稳定的现金流，就可以将它证券化”，说明资产证券化的对象需要存在一个重要前提：能在未来产生可预见的、稳定的现金流。

据此，适合资产证券化的资产不应该是优质资产和不良资产之间的区别，而是现金流是否稳定，是否可以预期之间的区别。即使是优质资产，如果现金流不稳定，亦不能成为资产证券化的对象，而可能是抵押融资等其他融资方式。

适于资产证券化的理想资产应当具备以下特征：可理解的信用特征；明确界定的支付模式/可预测的现金流量；平均偿还期至少为一年；拖欠率和违约率非常低；完全分期摊还；多样化的借款者；具有非常高的清算值。

③资产证券化的交易过程

资产证券化的基本交易过程可以分为如下几个步骤。

第一步，构建 SPV。

SPV 是专门为资产证券化而设计的具有单一目标的机构，是资产证券化的首要前提。换言之，SPV 是资产证券化过程中需要首先解决的法律问题，实际上，SPV 是一个法律问题而不是一个经济问题。在 SPV 的设立中，涉及的交易

对象和利益主体繁多，其中包括投资者、原始权益人、原始合同的还款人、与原始权益人相关的其他利益相关者等。组建SPV的目的是为了最大限度地降低发起人的破产风险对资产证券化的影响，即实现被证券化资产与原始权益人（发起人）的其他资产之间的破产隔离，而且厘清原始权益人及其他利益相关者与证券投资人之间的利益关系。同时，SPV是一个空壳公司，目的是使SPV没有破产风险。从根本意义上讲，SPV是一个利益厘清载体和产权界定工具。

第二步，选择可证券化资产并组成资产池。

资产能够产生可预见的稳定的现金流是资产证券化的基础，因为以此为支撑发行的证券最终需要还本付息。一方面，可预见的稳定的现金流可以满足在利息支付年度里的利息支付；另一方面，需要足够的累积以满足证券到期时的还本支付。现金流的来源存在两类：其一，资产本身产生的现金流，例如，大桥可以通过收取使用费而产生现金流；其二，以资产为抵押品，本身不产生现金流，但是这项资产能保证义务人支付现金流。格外需要注意的一个问题是，资产证券化并不是将实物资产证券化，而是将依附于实物资产上的现金流或者某种权利义务证券化，通过对各种资产的精心设计和组合，构成一个能产生可预期的稳定现金流的资产池。

这一阶段的一个关键性问题是，证券化资产从原始权益人，例如，抵押贷款的发放银行，向SPV的转移，要求这种转移是一种“真实出售”，将资产或者依附于资产的现金流或者某种权利义务真实地由发起人转移到SPV，这项资产或者权利义务要从发起人的资产负债表上消除。当发起人破产清算时，这项资产或者权益将不进入破产清算程序，即原始权益人的其他债权人对之没有追索权，这样，资产或者权益就与发起人的破产风险完全分离了。对应地，SPV亦不能因为资产或者权益的意外变动、波动和异动而对发起人进行追偿，发起人并不承担这项资产的各种风险。这是资产证券化的关键，是鉴别资产证券化真伪的标志和基本标准。

第三步，SPV以基础资产为支撑发行证券。

资产证券化交易的核心是发行以基础资产为支撑的证券，具体的步骤如下：其一，SPV与原始权益人或者指定的资产池的服务商签订《资产池汇集与服务协议》，由后者负责收取资产池的现金流，并通过专用账户把扣除服务费后的现金流“转移”给SPV或者SPV指定的受托机构。其二，设计证券结构的架构。一般需要考虑资产池现金流的特点、投资者的偏好、最小化的税收成本、信用增级的方式等，设计证券结构的架构。其三，SPV委托信用评级机构对资产证券化的产品进行评级。评级机构将对资产证券化的各个环节以及设计好的资产支撑证券进行各种分析，以确保每个环节都与所能获得的信用级别相

称。信用等级越高，表明证券的风险越低，发行证券筹集资金的资金成本就越低。大部分资产证券化产品能够获得不低于投资级的信用评级，为了获得所需要的信用等级，需要对资产证券化的交易进行信用增级，包括内部信用增级和外部信用增级，需要注意的是，信用增级中的对象是“信用”而不是其他风险。其四，证券承销商通过公募或者私募的方法承销资产证券化产品，发行完毕可以挂牌上市交易以增加证券的流动性。在这个环节中，信用增级是证券能否成功发行的关键，需要注意的是，信用增级中的对象是“信用”而不是其他风险。

第四步，资产支撑证券的偿付。

向投资者偿付本息所需的资金直接来源于资产证券化基础资产产生的现金流，这个环节看似简单，却有两个问题对资产证券化交易来说存在致命的影响。其一，资产证券化基础资产的债务人的早偿行为所导致的风险；其二，提前摊还触发事件及提前摊还。一般来说，对证券投资者的偿付过程是由服务商将其收到的现金流直接转移给某家受托机构，再由该受托机构向投资者偿付。

第五步，资产证券化产品的营销。

有效的市场营销是贯穿于上述资产证券化各个过程中的一个关键问题。在充分了解投资者对收益、风险、流动性等偏好的基础上，精心设计不同种类的证券，以满足投资者的不同需要，并让它们为投资者所接受，成功实现资产证券化和市场营销的目标。

中国资产证券化突破模式的选择①

作为金融创新之一的资产证券化，最早源于70年代末美国的住房抵押贷款支撑证券（MBS），随后这项技术被广泛地运用于非抵押信贷资产，并于80年代在欧洲市场上获得蓬勃发展，90年代进入亚洲市场。

中国在资产证券化方面亦进行了探索性的试验，为将来的发展提供了经验。例如，1992年，海南三亚开发建设总公司曾经发行过地产投资券②；1996年，珠海高速公司（注册于开曼群岛）以高速公路收费和交通工具注册费为支撑发行了2亿美元的债券；1997年，中国远洋运输总公司以其北美和欧洲航运的未来收入为支撑发行证券，进行资产证券化；2000年，以深圳中国集装箱集团股份有限公司的贸易应收账款为支撑发行海外债券的成功实践；中国建设银

① 2005年12月，中国建设银行和中国开发银行已经推出了各自的资产证券化方案。

② 详细内容可参见何小锋等：“资产证券化：中国的一个早期案例”，《资本市场》，1999年3月。

行股份有限公司和国家开发银行分别正在实施 MBS 和 ABS 的方案；等等。

①资产证券化的八大模式

理论研究与实践相互促进。经济中的实践推动着理论界的积极探讨，理论界的研究成果又加快了资产证券化的实践进程。理论界和实务界提出了不少在中国开展资产证券化的建议模式，可以将其概括为八个模式：不良资产模式、住房抵押贷款模式、基础设施收费模式、出口应收款模式、离岸模式、表外模式、表内模式和准表外模式。其中，前面的四个模式是按照基础资产的不同来划分的，因此其理论分析的重点也就是着眼于“资产重组原理”，或者说是技术方面。而后面的四个模式是从交易形式的角度来区分的，其重点也就是在于“风险隔离原理”和“信用增级原理”，或者说是制度和环境方面。

资产证券化突破模式的选择必须遵循以下三个原则。第一个原则，突破模式中的基础资产必须满足“资产重组原理”的要求，这是必要前提。任何不满足这个条件的资产证券化，都是不可能成功的，如果人为的硬上，其结果不但照样失败，而且还会造成很坏的负面影响。第二个原则，并不是任何成功的案例都可以作为突破模式，突破模式不但要求提供一种新的投资工具，给交易双方都带来好处，而且要为资产证券化在中国的进一步开展提供示范效应和经验。第三个原则，这个模式在制度和环境方面只能是两个选择，一个是选择与现行制度和环境冲突最小的交易形式，一个是最有条件突破现有制度和环境约束的交易形式。前一个选择有利于资产证券化在基础资产选择、资产打包等“资产重组”方面的经验积累，但并不能为资产证券化的良好制度和环境创造条件，后一个选择的阻力大，但却能为资产证券化的发展提供良好的制度和环境条件。

首先运用第一个原则和第二个原则来考察前四种建议模式，以确定哪种资产的证券化适合于做突破模式。

不良资产模式。这种“模式”认为，资产证券化可通过国有商业银行的资产管理公司购买银行的不良资产进行债务重组、超额担保、债转股等手段，发行以未来收益为支撑的债券，以解决银行不良资产的问题，并由此为突破口，在国内开展资产证券化业务。

但是，资产证券化的生命力在于能促进资产在获取资金方面的竞争，证券化的成功实现必然是以被证券化资产的稳定收益预期为前提的。对缺乏良好收益前景的资产所进行的证券化只能是无本之木、无水之源，这样的证券化产品不可能在市场畅销。因此，期望引入资产证券化技术来解决银行的不良资产中的呆滞账，是与资产证券化的内在逻辑相违背的，也是对资产证券化本质的一

种误解。资产证券化只能盘活流动性较差的资产，但决不能盘活质量低劣的资产。

当然，不良资产中并不是都是呆滞账，因此，不良资产证券化的一条可行之路是把不良资产中的良好资产选出进行组合，打包成资产池。当然，从这个意义上来讲，不良资产证券化实质上还是优良资产的证券化，其关键之处在于如何对资产进行打折定价。

这一模式的另一个思路是先进行债转股，然后再进行股权的证券化，但这些债转股的企业要实现扭亏增盈、现金流预期稳定，可能不是短期内可实现的，从而离股权的证券化实现之日还比较远，作为中国开展证券化的突破口有点“时不我待”的感觉。由此，很难起到示范作用和提供经验，所以并不满足第二个原则。

当然，这并不是说银行不良资产就不能通过资产证券化的手段来解决，问题是不良资产证券化并不能成为中国开展资产证券化的突破模式。

住房抵押贷款模式。中国在住房抵押贷款证券化方面一直处于研究阶段，这其中主要原因之一就是商业银行住房抵押贷款发放量太小，不能形成有效规模的资产组合。但是，随着经济的发展，特别是由于住房制度改革的深入和城镇化程度的加深，住房抵押贷款正在急剧扩大，为 MBS 在中国的引进创造了条件。可以说，住房抵押贷款证券化满足了第一个原则和第二个原则的要求。

当然，住房抵押贷款证券化还存在制度和环境方面的障碍，但是可以通过合适的交易结构的安排以及随着制度和环境的不断改善，住房抵押贷款证券化作为开展证券化的突破口是可行的。这一点将在后面得到更为详细的阐述。

基础设施收费模式。中国属于发展中国家，基础设施的量相当大，加上基础设施收费具有现金流稳定的特点，因此，具有证券化的技术条件。

在这方面，中国已经有过尝试。1995 年铁道系统亏损，但却需要酬资，为解决这个矛盾，铁道部利用年收入超过 300 亿元现金流量的“铁路建设基金”为偿债担保，顺利实现了发行债券酬资。1996 年珠海高速公司以高速公路收费和交通工具注册费为支撑发行了 2 亿美元的债券。尤其是后者，通过在交易形式上采取资产离岸证券化的形式，规避了国内资产证券化在制度和环境方面的障碍，在程序及操作上都实现了规范化和完善化。

因此，基础设施收费模式（或基础设施收费质押贷款支撑的证券化）作为开展资产证券化的突破口的条件是比较成熟的。

出口应收款模式。这种观点认为，中国是出口大国，出口应收账款规模很大且现金流也较稳定，同时，因为进出口公司的资金周转要求较高，所以也有实行资产证券化的动力。

2000 年 3 月，深圳中集集团率先开展了出口应收账款证券化业务，其证券化的基础资产是中集集团今后 3 年内的应收账款，这些应收账款全部来自国际知名的船运公司和租赁公司。首批向荷兰银行出售的应收账款获得了穆迪、标准普尔在国际短期资金市场上的最高信用评级。中集集团开展资产证券化的具体步骤是：先将应收账款出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行不超过 8000 万美元的商业票据。荷兰银行将发行票据所得资金支付给中集集团，中集集团的债务人则将应付款项交给约定的信托人，该信托人承担特殊目的载体的职责。商业票据的投资者可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率 1% 的利息回报。

中集集团的成功案例无疑为中国实行出口应收款证券化提供了宝贵的经验，但是如果把应收账款证券化作为中国实行资产证券化的突破口，存在如下的约束：首先，像中集集团这种规模并且应收账款质量良好的企业，在中国并不多见，因此，应收账款证券化在规模上难以达到示范效应；其次，即使规模和资产质量都符合要求的企业，用这种形式的证券化来筹资其成本是否比其他筹资方式低，也是不一定的。因此，这个模式并不适合第二个原则。

由此可见，住房抵押贷款和基础设施收费适合于作突破模式的基础资产。从交易形式来看，资产证券化主要分为两大类：国内化和离岸两种。上面提到的表外模式、表内模式和准表外模式属于国内化形式，而离岸模式就是采取离岸形式。可以利用第三个原则来考察这四种模式。

离岸模式。在中国开展资产证券化，即使在技术上可行，在法律、会计、税收等制度以及中介机构等环境方面也会遇到一系列障碍，而离岸资产证券化以国内资产的未来现金流为基础，通过在海外设立 SPV，在海外增级和海外酬资，所以能规避这些障碍。

中国在这方面也已经有成功案例，例如上面提到的珠海高速和中集集团都是采取了离岸模式。另外，1997 年，中国远洋运输总公司以北美航运收入为支撑，以私募形式在美国成功发行了 3 亿美元的浮息票据，采取的也是离岸资产证券化。

这种模式最大的障碍是外汇管理制度，因为通过离岸模式所筹集的外汇，还本付息也得是外汇，但资产的现金流是人民币，而目前中国尚未实行资本项目的自由兑换，如何把现金流从人民币换成外汇成了一个大障碍。此外，汇率的变化也使外汇现金流的稳定性受到影响。

另外，由于资产证券化的主要程序都在海外进行操作，投资者也是海外的，因此，对国内的证券化发展很难起到大的促进和试验作用。

表外模式。在这种模式下，发起人把资产“真实出售”给 SPV，SPV 购买

资产后，将它们重新组合建立资产池，以资产池为支撑发行证券。真实出售意味着资产离开发起人的资产负债表，从而实现“破产隔离”。实现“真实出售”和“破产隔离”是表外证券化的关键，表外证券化是最完全的证券化。

表内模式。在这模式下，发起人不需要将资产出售给 SPV，资产仍留在发起人的资产负债表上，由发起人自己发行证券。与表外证券化不同的是，首先，由于资产还在发起人的资产负债表上，风险没有转移。其次，在发起人破产时，资产池内的资产也属于破产资产，即表内证券化不能实现完全的破产隔离。虽然表内证券化不能完全实现完全破产隔离，但在发起人破产的情况下，通过法律安排使资产池优先偿付证券持有人，因此，表内证券化证券是一种有保障的证券。

准表外模式。在这模式下，发起人成立全资或控股子公司作为 SPV，然后把资产“真实出售”给子公司（SPV），同时，子公司不但购买母公司的资产，还购买其他的资产。子公司组成资产池，并依此为支撑发行证券。因为子公司的利润要上缴给母公司，且报表都要并入母公司资产负债表，子公司（SPV）的资产最终要体现在母公司资产负债表上。但是，由于母公司将资产“真实出售”，进入子公司负债表，实现了“破产隔离”，所以这种模式的实质是发起人主导的表外证券化。

当然，上面的四种不同的交易模式中，表外模式是最完全意义上的资产证券化，具有交易结构清晰、效率高等优点，但这并不意味着所有国家、所有资产的证券化在任何时候都必须采取表外模式，而是应该结合一个经济不同的发展水平和证券化的技术、制度、环境等因素，采取适合实际情况的模式。

②可供中国选择的突破模式

通过对中国经济发展尤其是金融发展程度的考察，结合资产证券化的技术、制度和环境因素，依据突破模式选择的三个原则，在中国开展资产证券化的突破模式有以下两个。

突破模式Ⅰ：住房抵押贷款模式 + 准表外模式。

突破模式Ⅱ：基础设施收费模式 + 离岸模式。

突破模式Ⅰ。

当前的住房抵押贷款证券化（MBS）主要存在三种模式：表外模式、表内模式和准表外模式。

表外 MBS 源于美国，然后陆续被其他国家和地区引进、利用。但总体而言，除美国以外，其他国家和地区的表外证券化发展都比较缓慢，这里主要的原因包括：发放贷款的银行没有积极性出售资产；缺乏政府信用机构向住房抵

押贷款二级市场提供流动性；相关法律法规的欠缺。随着这些条件的逐渐改善，表外证券化这一完全意义上的证券化形式将在全球范围内继续发展。

欧洲的 MBS 的发展是以表内模式为主导，表内、表外两种模式同时存在、同时发展。有的国家只有表内 MBS，如丹麦；有的国家两种形式的 MBS 都存在，比如法国、德国和西班牙，并正在大力促进表内证券化业务；而英国只有表外 MBS，同时爱尔兰的表外 MBS 也在日益流行。

澳大利亚则对住房抵押贷款采取了准表外模式，这种由子公司向母银行和其他银行购买贷款资产以发行 MBS 的模式在澳大利亚取得了极大的成功，目前，该国绝大部分的 MBS 都采取这种模式。

中国在实行 MBS 方面已经具备一定的条件。第一，技术条件日益成熟，住房抵押贷款已经具备一定规模，随着我国经济的不断发展，特别是住房制度改革的全面推行和深化，住房抵押贷款规模急剧扩大。截止到 2000 年底，四大国有商业银行个人住房抵押贷款余额已达 3000 亿元，其中建设银行和工商银行都已超过千亿元，两家银行占有住房抵押贷款市场份额 84%。第二，各种法律、税收、会计等制度日益向便利 MBS 开展的方向发展，比如，与资产证券化密切相关的《信托法》已获通过，并于 2001 年 10 月 1 日开始执行。第三，开展 MBS 的环境条件不断改善，我国资本市场经过多年发展，机构投资者群体已经基本建立，各种中介公司也正朝着规范的方向发展。这些都为中国引进 MBS 创造了基本条件。

何小锋等人曾对中国开展 MBS 提出了三种模式：表内模式、表外模式、离岸模式，通过对这三种模式特点和问题的分析，认为表内模式和离岸模式的共同特点是可以较多地规避中国现行法律制度对抵押贷款证券化的制约，但共同的问题是都不利于从制度的角度建立起我国住房抵押贷款二级市场和对一级市场进行规范。表外模式的最大特点是可以得到政府的大力支持和推动，也有利于建立抵押贷款二级市场和规范一级市场，从而健全中国的住房金融制度，但最大的困难在于现行的法律框架对这种模式的制约较多，要在现阶段迅速推广有一定的难度。所以，现阶段可以对表内模式和表外模式进行试点，等待条件具备后，再以表外模式为主来开展中国住房抵押贷款的证券化业务。

但是，准表外模式能够在 MBS 的规范化和规避现行制度制约方面达到最佳的均衡。由于国有商业银行在中国的特殊地位，要求金融管理机构给予设立子公司作为 SPV 的困难是比较容易突破，而准表外模式又实现了破产隔离和真实销售，在规范化方面也达到一定要求。

另外，更为重要的是，从银行开展 MBS 的动力来看，准表外模式也更为合适。欧洲实行表内 MBS 一个最重要的原因是欧洲的银行普遍资本都比较丰

裕，并没有出售资产的积极性。但是中国银行无疑存在严重的资本不足，如果实行表内 MBS 并不能得到高的信用等级，所以并不具有实行表内模式的条件。但另一方面，住房抵押贷款在中国银行属于违约率低的优良资产，实现表外模式意味着部分收益的让渡，因此，银行并没有动力出售住房抵押贷款资产，所以，实行表外模式也不太现实。

当然，这并不意味着准表外模式就是我们的最终目标，而应该是表外模式这一完全意义上的 MBS。

突破模式Ⅱ。

中国属于发展中国家，基础设施的量相当大，加上基础设施收费具有现金流稳定的特点，因此，具有证券化的技术条件，中国在这方面也已经有过尝试。

离岸模式由于资产证券化的主要程序都在海外进行操作，投资者也是海外的，因此，对国内的证券化发展很难起到大的促进和试验作用，但基础设施收费的证券化实行离岸模式，至少存在以下意义。首先，可以低成本地融到国外资金，解决基础设施资金不足问题，成为吸引外资的一种新方式；其次，尽管离岸模式的操作绝大部分都在国外进行，但其成功无疑也在一定意义上为中国的证券化提供经验，尤其是成功融资也极大地“刺激”了国人开展资产证券化的要求。

所以基础设施收费模式 + 离岸模式也可以作为中国开展资产证券化的突破模式之一。

在资本市场运营中，强调的是资产的转换动机、原因和转换效率。资产信贷化的经济理由非常复杂，没有一个明确的主线。其主要的经济理由是节约信息成本和检验成本、合理配置风险、转换金融工具的治理功能和公司重组的工具等。在不同的运营单元中，分别分析了信贷配给、金融租赁、以股抵债和公司的债务重组问题，但是其中表现出来的经济现象却是精彩迷人，例如，如何根据经济情况在融券、债转股、以股抵债之间进行比较选择；公司债务重组中的精彩跌宕的博弈过程和经济利益配置过程。

第五章

资产信贷化

- 1 资产信贷化的经济理由
- 2 现金资产信贷化：信息不对称下的信贷配给
- 3 实体资产信贷化：从应收账款到金融租赁
- 4 证券资产信贷化：证券质押融资、股转债和以股抵债
- 5 信贷资产信贷化：基于粤企案例的债务重组

资产信贷化就是将资产转换为信贷资产的过程，包括现金资产的信贷化、实体资产的证券化、证券资产的信贷化和信贷资产的信贷化。

1. 资产信贷化的经济理由

信贷资产是一种非常有趣的资产。在现代金融学中，金融中介理论证明，信贷资产是一种标准的契约合同，是资金借贷双方节约信息成本、检验成本的逻辑结果。

在资本市场运营中，强调的是资产的转换动机、原因和转换效率。资产信贷化的经济理由非常复杂，没有一个明确的主线。其主要的经济理由是节约信息成本和检验成本、合理配置风险、转换金融工具的治理功能和公司重组的工具等。在每一种资本市场运营单元中，资产信贷化的经济理由存在明显的区别和不同。

现金资产信贷化的典型形式是发放贷款，随着中国市场经济的发展、完善和利率的逐步市场化，在现金资产信贷化的这一过程中，突出的特征是信贷配给。在中国的目前条件下，信贷配给是经济配给和政策配给的双重配给，如何在信贷配给的条件获得信贷就成为企业资本市场运营的一个关键性问题。其中，在现金资产信贷化的过程中，体现了信贷资产的节约信息成本和检验成本的特征。

实体资产证券化的主要表现形式是金融租赁。金融租赁作为一个相对独立的资本市场运营单元，是最简单的资产转换形式的组合。例如，在金融租赁中，就承租人而言，是信贷资产实体化的过程，承租企业得到的是实体资产而付出的是信贷资产；对于出售资本的企业而言，是实体资产现金化的过程，企业付出的是实体资产而得到的是现金；就出租企业而言，是实体资产信贷化的过程，企业得到的是信贷资产付出的是实体资产。金融租赁是许多简单资本市场运营的组合。但是，在金融租赁的三个基本资本市场运营转换形式中，任何一个并不能成为独立的分析单元，并不具备成为资本市场运营单元的复杂性、独立性和技巧性。因此，合三为一，金融租赁才能作为独立的资本市场运营单元，从总体而言，从企业的主体角度分析，金融租赁是一个实体资产信贷化的过程。

对于一般企业而言，实体资产信贷化的过程是赊销企业产品的过程，因

此，从金融的角度分析而言，金融租赁是应收账款管理和运营的延伸，但是，金融租赁的运营过程更为复杂、更富有技巧性，就企业而言，运营好金融租赁可以提高企业的财务效率。

证券资产信贷化的过程具体包括融券、股转债、以股抵债。但是，三者之间存在巨大的差异。对于实施主体而言，三者之间存在一个递进的过程。从三者之间的差异和递进关系中，能够察觉到在同一种资本市场运营形式中如何根据企业的实际情况改进资本运营实施方案，这是最为关键的一个问题。

信贷资产的信贷化就是企业信贷资产重组过程中的一种主要形式。在资产信贷化的过程中，需要把握具体的原则和模式。在一定意义上讲，信贷资产的重组是企业存量资产在不同利益主体之间的分割，是一个复杂的博弈过程，没有经济含义和技巧。但是，拘泥于企业存量资产重组的思路是一个狭隘的思路，企业的债务重组更多地是如何解救陷入泥潭的企业和如何在企业的成长与发展中分享企业的未来利润和价值。企业的债务重组是博弈和经济资源优化配置的过程，以粤海为例，展现了当年粤海债务重组精彩跌宕的过程，是研究债务重组的一个难得的案例。

2. 现金资产信贷化：信息不对称下的信贷配给

现金资产信贷化的可能路径

如果随便让一个人说出现金资产信贷化的转换形式，在绝大多数情况下，多数人能够说出是“银行信贷”。换言之，现金资产信贷化的典型形式是银行信贷。接下来的问题是，“银行信贷”的复杂性体现在何处呢？“银行信贷”作为一个基本的资本市场“运营单元”，其复杂性存在于信贷价格——利率——在信贷资源配置中的失灵，从而导致信贷配给①成为信贷领域中的一种

① 信贷配给是指贷款者基于风险与期望利润的比较，不是完全依靠利率机制而往往附加各种贷款条件，通过配给的方式实现信贷交易的过程。

普遍现象，亦是分析“银行信贷”的主要着眼点。在此背景下，随着中国利率市场化的推进和银行体制的逐步完善，企业的一个主要任务是，如何在信贷配给中获得银行信贷，如何在信贷配给中进行资本市场的运营。

按照 Keeton（1979）信贷配给的类型划分，信贷配给分为两种不同的类型。

A 类信贷配给：某一给定借款者群体中的全部受到了配给限制；

B 类信贷配给：从贷款者的角度划分分类群体，同类群体中的借款者得到信贷，而其他借款者受到了配给限制。

A 类信贷配给与 B 类信贷配给的区别在于，假定存在 2N 个借款者，每个借款者的融资需求为 1 个单位，资金供给为 N，A 类信贷配给意味着每个借款者能够得到 0.5 单位的信贷，B 类信贷配给则意味着从 2N 个候选人中随机挑选出 N 个人，每人得到 1 个单位的信贷。

按照 Jaffee 和 Modigliani 信贷配给的类型划分，将信贷配给划分为均衡的信贷配给和动态（或者非均衡）的信贷配给。其中，均衡的信贷配给被定义为当利率被设定在其长期均衡水平时所发生的配给；动态的信贷配给则被定义为在短期内，当利率不能被充分调整到长期最佳利率水平时所发生的配给。

均衡的信贷配给主要考察当信贷价格持续保持在某一水平的情况下，持续超过供给的需求仍然与理性的借贷行为保持一致。尽管贷款合同的主要目标是讨论“价格向量”，但是，作为一种服务的贷款并不是仅仅由利率构成，信贷合同通常是价格变量和非价格变量的集合体。担保、抵押、借款者在投资项目中股权数量的改变等非价格因素的变化都会影响到企业是否能够得到贷款。贷款合同不是由利率这个唯一因素刻画，可以把信贷市场视为一个具有许多异质品种并且具有多重均衡的市场。

在跨期的条件下，借款者的价格刚性或者说价格调整缓慢的问题会增强，并且与跨期的调整成本或者信贷的需求变化相关。当利率不能通过连续的瞬间调整来适应成本和需求变化时，就会出现暂时的超额需求或者超额供给。在此种条件下，就存在信贷配给的可能性，这种配给被称为“非均衡的配给”。有趣的一个问题是，“非均衡的配给”并不是信贷市场独有的，它可能在某种程度上在任何一个市场中皆会发生，但是在信贷市场中表现得尤其明显，经济学家分析配给现象皆以信贷市场为例盖因如此。

在新古典经济学的理论中，信贷的供需仅仅是利率的函数。利率灵活的变动能够自动地调节信贷市场的供求关系，信贷市场在利率的调节下趋于均衡。信贷配给仅是由外部振动所引起的一种暂时的非均衡现象，或者金融抑制的结

果，或者由于政府干预的结果，例如，政府人为地规定利率上限导致需求大于供给，从而引发信贷配给现象。在此种情形下，企业如果想在信贷市场上获得资金，唯一的方法是接受市场均衡利率。银行选择信贷对象的唯一条件是信贷利率。企业付出的利率越高，获得信贷资金的可能性就越大；银行在决定信贷对象时，哪个企业支付的利率高，就给哪个企业提供信贷。或者，在银行拥有定价权的市场结构中，银行规定一个利率，一个企业如果能够满足这个利率要求，银行就会提供贷款。在新古典经济学的世界中，贷款看来是一件毫不费劲的事情。

新古典经济学非常浪漫。浪漫不等于现实，毫无疑问，信贷市场并不仅仅是利率的函数，一个企业即使愿意而且能够支付银行要求的利率，它还是被排斥在信贷市场之外，这并不是个案或者偶然，而是非常普遍。

由此可见，信贷市场并不是由利率一维因素所决定，而是许多因素共同作用的结果。企业的规模、信誉、担保、企业家在公司中所占的股权比例、资产负债表的可信度等都会影响到一个企业是否能够获得信贷。更有趣的是，一个企业家的“穿着打扮”还能影响甚至决定他能否获得信贷①。

新凯恩斯主义的信贷配给理论彻底改变了新古典经济学的观点。信贷市场不仅仅是利率的函数，而且是非价格因素的函数。在信息不对称的条件下，信贷配给是信贷交易的一个逻辑结果，是借款者和贷款者期望利润最大化的经济结果，是非价格机制配置资源的一个典型案例。

究竟是什么因素引起了信贷市场的信贷配给呢？在市场经济条件下，是信息不对称因素；在非市场经济条件下，是政府的控制和抑制。

信贷配给是金融市场中的一个毋庸置疑的现实。一个经常被问及的问题是，不要告诉我什么是游泳，而是告诉我怎么去游泳。但是，在想方设法克服信贷市场上的配给问题之前，必须确知信贷配给的形成机制。有一个故事如是说，在空旷的田野中，坐落着一栋奇特的房子，没有门窗，房屋里面一片漆黑，什么都看不见，只有高耸入云的烟筒与美丽广阔的天空相连。有一只小鸟，一只美丽而且有点自负的小鸟，在房子的上空盘旋，它非常好奇，渴望知道房子里面到底有什么，它从烟筒中飞入房子，发现房子中空荡荡，没有任何东西。于是，它想从房子中飞向大自然，但是却无法找到来时的路，在黑漆漆的房子中四处碰壁，毫无目标，最后死在迷茫之中。谁会想成为这么一只鸟？

不仅知道怎样游泳，还需要知道游泳的基本原理，这样，你才能更加自如

---

① 这不是玩笑，亦不是故事，而是活生生的现实和存在。据说，中国的信贷人员偶尔会以企业家的“穿着打扮”决定是否给他提供信贷资金，主要还是看“他穿的皮鞋质量”，还能说出其中的“道道”，因为如果没有钱的话，你不能花费高昂的价格购买一个不是非常显眼的皮鞋。

地在海洋中自由地游来游去。信贷市场亦是如此，不仅需要学会在一个存在配给的信贷市场中从容地进行借贷，而且还需知道配给在信贷市场中是怎样形成的，了解这一点是为了更加从容地在信贷配给市场进行借贷。图 5.1 为现金资产信贷化的框架图。

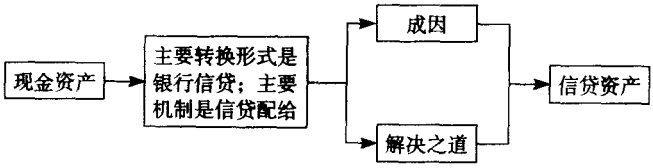


图 5.1　现金资产信贷化的框架

基于逆向选择的信贷配给

在信贷市场需求大于供给时，银行为什么没有提高利率以使供求均衡呢？为什么价格机制会在信贷市场领域失灵呢？为什么在信贷市场中存在明显的配给现象呢？斯蒂格利茨和韦斯（Stiglitz and Weisss，1981）提供了一种解释：在现实世界中，在活生生的信贷市场中，申请贷款的企业会拥有不同风险的投资项目，而银行事先无法甄别特定申请企业投资项目风险的高低，改变利率会改变贷款申请者投资项目的投资风险分布情况。如果提高利率会提高申请贷款企业的平均投资风险，银行从自身利润最大化的角度出发，最优的结果是满足一个较低的贷款利率，而不是一味地提高利率，结果导致信贷配给①。

①模型的假定

假定之一，企业的投资项目可以以二阶随机占优进行评价。记 θ 为企业在二阶随机占优意义上的投资收益 $\tilde{y}$ 的一种风险指标，企业投资项目的 θ 值越高，表示其风险越高。换言之，如果两个企业（$i=1$，2）的投资风险是 θ_i，不确定投资收益 $\tilde{y}(\theta_i)$ 的概率分布函数是 $F(y, \theta_i)$，满足 $\theta_1 < \theta_2$，根据二阶随机占优的定义，则有：

---

① Stiglitz, J. E. and A. Weiss, 1981, "*Credit Rationing in Makets with Imperfect information*", American Economic Review, 71 (3): 393 - 410. 对于信息经济学感兴趣的读者还可以参见谢康、乌家培编：《阿克洛夫、斯彭斯和斯蒂格利茨论文精选》，商务印书馆 2002 年版。在本书中，其中包括上面这篇英文的中文译稿。

$$E[\tilde{y}(\theta_1)] = E[\tilde{y}(\theta_2)] \tag{5.1}$$

同时，任取实数 $z \in (-\infty, \infty)$，都有：

$$z \in (-\infty, \infty) S(z) \equiv \int_{-\infty}^{z} [F(y, \theta_1) - F(y, \theta_2)] dy \leqslant 0 \tag{5.2}$$

假定之二，经济中所有企业的投资风险 θ 分布于区间［0，1］之中，每个企业都需要数量为 D 的外部资金进行项目投资。现行的银行贷款是以标准的借贷契约形式进行①。在一期模型中，期初，如果银行向企业提供贷款 D，企业在期末需要向银行归还确定的金额 P。在企业的投资收益不足以归还全部金额 P 的情况下，企业宣布破产，而银行接收整个企业，获得其全部的剩余权益。可以将 P 写作 $P = D(1 + r)$，r 即为借贷利率。

假定之三，模型的市场结构如下：企业在投资项目市场上完全竞争，企业和银行之间是单边垄断市场，银行拥有垄断定价权，即由银行确定市场利率 r。如果没有关于市场结构的假定，这个模型就无法求解。

假定之四，企业的投资行为满足激励约束，在一定条件下，企业存在投资于项目的激励。换言之，没有其他的市场机会会使所有的企业放弃投资一个带有风险的项目。

假定之五，银行和企业都是风险中性，此时，期望收益等同于期望效用函数。实际上，这个假定无关紧要，如果不是风险中性，可以以不确定性等价进行处理。假定风险中性，大大地简化了计算的复杂性。

假定之六，这个模型是一个二元模型，包括收益和风险两个因素，是简单收益模型的一个扩展。这个模型的一个经济意义是，它否定了价格机制的无所不能的神话，否定了亚当·斯密的无形的手在任何经济领域的畅行无阻，说明了非市场机制在资源配置方面的功能和作用，虽然非市场机制的作用范围非常狭小。

②模型的思路

首先，在企业和银行最大化期望收益的基础上，求解企业和银行的期望收益表达式，说明利率如何影响其期望收益，即所谓的比较静态分析；其次，在假定的市场结构下，求解银行收益的影响因素，说明了直接效应和逆向效应的形成原因；最后，说明在信贷市场上如何产生了信贷配给。

---

① 标准的借贷契约是，在贷款者和借款者之间事先约定一个固定的利率，在到期时，如果借款者能够按时偿还信贷，他只需支付本金和事先决定的利息。如果借款者不能按时偿还信贷资金，他需要将所有的收益都交给贷款者。这句话的精髓在于，借款者对贷款者支付的利息不依赖于借款者的项目收益，而是事前约定。

③企业行为的最优化

企业从银行贷款和投资中获得的利润为：

$$\pi(\tilde{y}(\theta)) = \max\{0, \tilde{y}(\theta) - D(1+r)\} \tag{5.3}$$

由于这是 $\tilde{y}$ 的凸函数，企业的期望利润为：

$$E[\pi(\tilde{y}(\theta))] = \int_{D(1+r)}^{\infty} [y - D(1+r)]dF(y,\theta)$$

$$= \int_{D(1+r)}^{\infty} ydF(y,\theta) - \int_{D(1+r)}^{\infty} D(1+r)dF(y,\theta) \tag{5.4}$$

将随着 θ 的增加而增加。事实上，因为：

$$\int_{D(1+r)}^{\infty} ydF(y,\theta) = E[\tilde{y}(\theta)] - \int_{-\infty}^{D(1+r)} ydF(y,\theta)$$

$$= E[\tilde{y}(\theta)] - yF(y,\theta)\Big|_{-\infty}^{D(1+r)} + \int_{-\infty}^{D(1+r)} F(y,\theta)dy$$

$$= E[\tilde{y}(\theta)] - D(1+r)F(D(1+r),\theta) + \int_{-\infty}^{D(1+r)} F(y,\theta)dy \tag{5.5}$$

同时

$$\int_{D(1+r)}^{\infty} D(1+r)dF(y,\theta) = D(1+r)[1 - F(D(1+r),\theta)] \tag{5.6}$$

所以有

$$E[\pi(\tilde{y}(\theta))] = \int_{D(1+r)}^{\infty} ydF(y,\theta) - \int_{D(1+r)}^{\infty} D(1+r)dF(y,\theta)$$

$$= E[\tilde{y}(\theta)] + \int_{-\infty}^{D(1+r)} F(y,\theta)dy - D(1+r) \tag{5.7}$$

在上式中，$E[\tilde{y}(\theta)]$不随 θ 值变化，是一个常数（二阶随机占优的定义），而 $\int_{-\infty}^{D(1+r)} F(y,\theta)dy$ 则随着 θ 值的增大而增大，所以，$E[\pi(\tilde{y}(\theta))]$是 θ 的单调递增函数。

企业的期望利润不但与自己投资项目的风险水平 θ 有关，还受到银行所定的利率的影响。利率 r 越高，一方面，企业的破产线 $D(1+r)$越高，破产的可能性增大；另一方面，在不破产的条件下，需要偿还的金额越大。由此可得，企业的期望利润 $E[\pi(\tilde{y}(\theta)),r]$是利率 r 的单调递减函数。

记 π_0 是企业不能获得银行信贷时能够得到的最大利润，即企业的保留利润，π_0 可以是企业采用其他融资渠道进行投资时获得的利润，或者在没有其他融资渠道而放弃投资项目时能够维持的利润。由于 $E[\pi(\tilde{y}(\theta)),r]$是 θ 的单调递增函数，对于每一个给定的利率水平 r，存在一个 $\theta_0(r) \in [0,1]$，使得：

$$E[\pi(\tilde{y}(\theta)),r]\begin{cases} \geq \pi_0, \theta_0(r) \leqslant \theta \leqslant 1 \\ < \pi_0, 0 \leqslant \theta < \theta_0(r) \end{cases} \tag{5.8}$$

由具体的分析可知，$\theta_0(r)$ 是 r 的单调递增函数：$\theta'_0(r) > 0$。如果银行贷款的利率足够低，使得所有企业的期望利润都不低于 π_0，则有 $\theta_0(r) = 0$；相反，另外一个极端情况是，银行贷款利率超过一定水平后，所有企业的期望利润都低于 π_0，此时 $\theta_0(r) = 1$。对于每一个贷款利率 r，申请银行贷款的企业是投资风险 θ 不小于 $\theta_0(r)$ 的企业，这些企业的数目决定了银行贷款的市场总需求。

④银行行为的最优化

为了简洁计，假定企业的破产成本为0。如果银行与投资风险为 θ 的企业签订借款合同，银行获得的不确定性收益为：

$$\tilde{\rho}(\theta, r) = \min\{D(1+r), \tilde{y}(\theta)\} \tag{5.9}$$

它是 $\tilde{y}$ 的凹函数，从而其期望收益为：

$$E[\tilde{\rho}(\theta, r)] = \int_{D(1+r)}^{\infty} D(1+r)\,dF(y, \theta) + \int_{-\infty}^{D(1+r)} y\,dF(y, \theta) \tag{5.10}$$

它是 θ 的单调递减函数，表明企业投资风险的增加会损害银行的期望收益。同理可得，$E[\tilde{\rho}(\theta, r)]$ 是利率 r 的单调递增函数。

⑤银行垄断市场结构下的解

如果银行能够观察到每一个申请贷款企业的投资风险 θ，银行可以实施“价格歧视”，对于风险较高的企业要求较高的利率，以补偿对方较高的破产概率对银行的损害。而且，银行具有实施“价格歧视”的条件，因为投资风险较高的企业在每一贷款利率水平上存在较高的期望收益，从而高风险企业愿意为获得贷款付出较高的代价。

如果银行无法观察到具体的申请贷款企业具有多高风险的投资项目，它只能向所有的借款企业要求同样的利率 r。假定银行存在先验知识，所有企业的投资风险 θ 在 $[0, 1]$ 中的概率分布函数是 $G(\theta)$。由于在利率 r 下的申请贷款企业的投资风险不小于 $\theta_0(r)$，因此，申请贷款企业的平均投资风险为：

$$\theta(\bar{r}) = E[\theta \mid \theta_0(r) \leqslant \theta \leqslant 1] = \int_{\theta_0(r)}^{1} \theta\,dG(\theta) \tag{5.11}$$

显然，$\theta_0(r)$ 越大，$\theta(\bar{r})$ 亦越大。因为 $\theta_0(r)$ 是利率 r 的单调递增函数，所以，$\theta(\bar{r})$ 亦随着 r 的增加而增加，即 $\theta(\bar{r}) \geqslant 0$。

在无法确知申请贷款企业的投资风险的条件下，银行从贷款合同中获得的期望收益是 $E[\tilde{\rho}(\theta(\bar{r})), r]$。对 r 求导可得：

$$\frac{d}{dr}E[\tilde{\rho}(\theta(\bar{r})), r] = \frac{\partial E[\tilde{\rho}]}{\partial \theta}\theta'(\bar{r}) + \frac{\partial E[\tilde{\rho}]}{\partial r} \tag{5.12}$$

由此式可得，提高利率对于银行的期望收益存在两种收益，其中第二项是直接效应，在一定的申请企业 $\theta \in [\theta_0, 1]$ 中，银行能够从每一份贷款合同中获得更高的期望收益；第一项对应的是间接效应，提高贷款利率必然提高贷款需求的临界风险水平 $\theta_0(r)$，从而使申请贷款企业的平均风险水平 $\theta(\bar{r})$ 提高，这将最终会降低银行的期望收益，此为逆向选择效应。

当市场存在对贷款的需求时，银行是否提高利率，取决于上述两种效应的大小。在某些范围内，提高利率 r 产生的直接效应大于逆向选择效应，银行自然的选择是提高利率 r，以对市场需求作出反应。如果超出了一定的范围，提高利率 r 所产生的直接效应小于逆向选择效应，即使此时的需求大于供给，银行不会提高利率 r，此为信贷配给，这一点说明，信贷配给是在一定的利率范围才会产生。

基于道德风险的信贷配给

道德风险发生在企业获得资金之后。借款者存在多个可以投资的项目，如果贷款者和借款者之间存在信息不对称，贷款者不能观察到企业具体投资于哪个项目。在有限责任的约束条件下，如果贷款者提高利率，借款者在期望利润最大化的动机下，可能投资于高风险的项目。这样就可能降低贷款者的利润。为此，即使信贷需求大于供给，贷款者为了自身的利益也不会提高利率，而是以信贷配给的方式分配信贷资源。

①模型的假定

假定一个风险中性的企业存在两种可供选择的投资项目：项目 a 和项目 b，其中两个项目都需要金额为 D 的初始投资，两个项目都有成功和失败两种可能性。项目 i（$i=a$，b）成功的概率是 π_i，此时产生的投资收益为 $y_i>0$；同时，项目失败的概率是 $1-\pi_i$，此时投资收益为 0。

假定之一：$\pi_a > \pi_b, \pi_a y_a > \pi_b y_b > D, y_a < y_b$

换言之，项目 a 成功的概率较高，而且其期望收益亦较高，但是，项目 b 如果成功，产生的收益更高。显然，a 是一个稳健的投资项目，b 的风险较高，但是一旦成功能够获得非常高的收益，含有“赌”的味道。

假定之二，企业没有自己的资本，所需的资本 D 完全是从银行贷款，而银行贷款是以标准借贷合同进行。在投资项目收益的分布假设下，企业投资项目如果能够成功，它需要偿还银行固定的金额 p；如果投资项目失败，在有限责任的保护下，它向银行偿还 0 元。

假定之三，假定企业和银行皆为风险中性，由此简化其中的计算复杂程度，这并不影响其中的结论。

假定之四，企业的保留利润为0，这一点亦是为了简化计算计，而不是为了其他。

②企业行为的最大化

企业选取投资项目 $i(i=a,\ b)$，所获得的期望利润是：

$$E[\tilde{\pi}(p)\,|i]=\pi_i(y_i-p) \tag{5.13}$$

由于企业风险中性，在任何一个投资项目上，如果企业的期望收益为正，企业就会选择贷款投资。假定银行知道企业存在两种可供选择的投资项目，以及各种情况下可能的投资收益，但是它无法监督企业选择哪个项目，企业根据自己的期望收益作出选择。企业选择投资项目 a 的充分必要条件是：

$$\pi_a(y_a-p)\geqslant\pi_b(y_b-p) \tag{5.14}$$

假定在等号成立时，企业选择投资项目 a。由此式可得：

$$p\leqslant p_0\equiv\frac{\pi_a y_a-\pi_b y_b}{\pi_a-\pi_b} \tag{5.15}$$

当银行要求的利率较低时，从而 p 值较低时，企业选择投资项目 a；如果利率较高，使得 $p>p_0$，企业将选择风险较高的投资项目 b。

③银行行为的最大化

在企业选择投资项目 $i(i=a,b)$ 的情况下，银行从贷款中所获得的期望收益是：

$$E[\tilde{\rho}(p)\ \ |i]=\pi_i p \tag{5.16}$$

由于 $\pi_a>\pi_b$，银行自然希望企业选择投资项目 a。但是，因为银行无法监督企业的项目选择，在企业任意选择投资项目的条件下，银行的期望收益如图5.2所示。在企业项目选择的临界点上，银行的收益是不连续的。此时，银行只要稍微提高一点贷款利率，都会使其从每份贷款合同中获得的收益突然下降。

为了完成整个模型，假定经济中存在 N 个企业，经济中只有唯一一个开展贷款业务的银行，其可供贷出的资金是 L；假定 L 不足以满足 N 个企业的贷款需求，即 $D\leqslant L<ND$。显然，由于银行具有垄断地位，它将确定一个适当的利率，或者确定贷款偿还水平 p^*，使得自己得到最大的收益。

因为在企业项目选择不变时，银行的期望收益是 p 的单调递增函数，如果银行需要保证企业不选择风险高的项目 b，它的最优政策是 $p^*=p_0$，此时，银

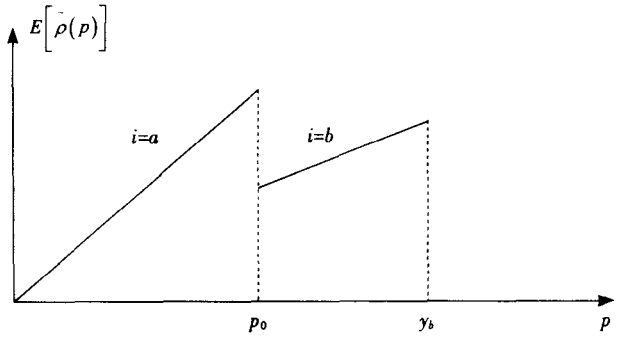


图 5.2　道德风险条件下的信贷配给均衡

行获得期望收益为：

$$E[\tilde{\rho}^*(p)\,|\,a] = \pi_a p_0 \tag{5.17}$$

与此类似，如果银行可以让企业选择项目 b，它的最优定价是 $p^* = y_b$，获得的期望收益为：

$$E[\tilde{\rho}^*(p)\,|\,b] = \pi_b b \tag{5.18}$$

银行最终究竟采取哪种政策，取决于两个收益（5.17）和（5.18）的大小。在不同的情况下，存在两种可能：

其一，$\pi_a p_0 \leqslant \pi_b b$，银行选择 $p^* = y_b$。此时，银行随机选择 N 个贷款申请企业中的$\frac{L}{D}$个发放贷款；获得贷款的企业将选择投资项目 b，但是因为，即使在投资成功的情况下，企业需要用尽全部的投资收益偿还贷款，企业的期望收益为0。此时，获得贷款的企业与没有获得贷款的企业并没有任何的差别，所以没有真正的信贷配给。

其二，$\pi_a p_0 > \pi_b b$，银行选择 $p^* = p_0$。银行任意选择 N 个贷款申请企业中的$\frac{L}{D}$个发放贷款；获得贷款的企业将选择投资项目 a，并获得期望收益：

$$E[\tilde{\pi}(p_0)\,|\,a] = \pi_a(y_a - p_0) = \frac{\pi_b(y_b - y_a)}{1 - \dfrac{\pi_b}{\pi_a}} > 0 \tag{5.19}$$

此时，有幸成为银行选择对象的企业成为“幸运儿”。那些没有获得贷款的企业愿意向银行承诺一个稍高于 p_0 的支付，但是银行并不会接受这个承诺，因为它明白，企业会选择投资项目 b，这反而降低了银行的期望收益。此为典型的信贷配给。

金融抑制条件下的信贷配给

在中国的金融体系中，银行是金融资源配置的主要渠道。改革开放以来，中国银行体系进行了一系列的商业化改革，其中包括2005年10月27日在香港联合交易所上市交易的中国建设银行股份有限公司①。但是，信贷配给还是中国信贷市场的主流。中国的信贷配给并不是基于信息的不对称，而是基于政府的金融干预和金融抑制。

在政府实施金融抑制的信贷配给政策中，信贷配给的信息传递并不是基于经济效率因素，而是基于公司的政治经济学因素。在这一政策中，传递信息的信号主要是企业的所有制信息。

在金融抑制中的信贷配给中，所有制是一个主要的信息。之所以这样，存在两个方面的理由：其一，国有银行和国有企业的所有制属于同一的所有制结构，在银行不存在提高信贷质量激励的条件下，为了规避信贷责任，信贷的所有制倾斜是一个逻辑选择；其二，在改革开放的背景下，国有企业的发展存在诸多困难，为了搞好国有企业，为了国有企业中职工的利益，在政治经济学的逻辑分析下，信贷的所有制倾斜是一个必然的选择。

因此，企业的所有制是一个存在巨大信息的指标。在存在信贷配给的条件下，国有企业能够获得银行部门的信贷，而民营经济就难以获得信贷资金，无论资金的使用效果如何，无论提供什么样的利率水平。

中国银行体系的贷款配给主要倾斜于国有部门，对国有部门贷款的比重远远超过对非国有部门的贷款比重。但是，与此并不对称的情况是，非国有经济部门在工业总产值中的比重远高于国有经济部门，对劳动就业吸收的比重远高于国有经济部门，在固定资产投资中的比重基本上与国有经济部门持平。

经济效率和信贷配给之间的不对称表明，中国的信贷配给并不是基于经济信息，而是基于信贷配给中的政治经济学因素，中国银行体系的信贷配给一直没有停止向低效率的国有经济部门“输血”，尽管随着国有经济部门比重的降低而在逐年降低。

信贷配给的解决方案

信贷配给是市场经济中的必然现象。信贷配给的存在，降低了信贷市场的

① 资料来源于李利明：“建行香港上市盘点　国家累计投入超过4600亿元”，《经济观察报》，2005年10月23日。

配置效率。但是，面对信贷配给，并不是无能为力。从动态的视角看，随着信贷市场的发展和完善，产生了许多方法和招数以消除信贷配给现象。企业在资本市场运营过程中有意识地借鉴信贷配给的具体解决思路，借以突破信贷配给的约束，能够从银行中获得信贷资金，因为银行信贷的资金成本还是相对较低。

①信誉

解铃还须系铃人。信贷配给的主要原因是信息不对称，如果信息对称，或者借贷者之间非常信任对方，自然而然就没有信息不对称，亦没有信贷配给。从成本和效率的角度来讲，“信誉”是解决信贷配给的一个关键手段，而且是最为有效且成本最低的手段。Diamond（1989）曾经在一个经典的信贷关系模型中引入了“信誉”（Reputation）概念①，将企业分为“存在良好信贷记录”和“没有良好的信贷记录”的借款者，对于“存在良好的信贷记录”的借款企业而言，“良好的信贷还款记录”可以使借款企业在信贷市场上获得更好的信誉，从而融资的渠道可以多样化，不会受限于信贷配给，在各种融资工具中进行优化选择，并选择融资成本较低和符合企业现金流的融资模式。而对那些“没有良好的信贷记录”的借款企业而言，由于没有成功的记录，从而总是停留在比较低的信誉水平上，成为信贷配给的对象。换言之，如果某个借款者拥有成功的记录，就能够摆脱信贷配给的限制，在各种融资工具中进行优化选择。如果没有成功的记录，就成为信贷配给的对象。

②关系

不仅信誉，而且关系亦能够在化解信贷配给方面起到意想不到的作用。此处的关系不是公关而是彼此的理解、信任和了解。Chakmvaay 等（1999）② 特别强调贷款者和借款者之间的“关系融资”（Relationship Lending）问题。所谓关系融资是指在贷款者和借款者之间形成的一种特殊的融资关系，它和一般意义上的融资模式的根本区别在于，关系融资不是根据借款者的一些客观的标准，例如，企业的财务状况、抵押比率、信用级别等，作出决定，而是根据借款者的一些“软性”的信息决定信贷的利率和其他条款。这些“软性”信息

① Diamond, D., 1989, “Reputation Acquisition in Debt Markets”, Journal of Political Economy, 97: 826 - 862.

② Chakmvaay. Suguto and Scott. Junes S. 1999 “Relaitonships and Rationing in Consumer Loans” Jounal of Business. Oct, Vol. 72 Issue 4.

需要经过一段时间的积累才能形成，因而要求贷款者通过和借款者以及借款者周围有关环境、部门的经常性接触，以能够深入了解借款者的情况，例如，企业经营者的管理水平、发展前景、周边的人文、政治和经济环境等。Chakmvaay 通过一个实证研究发现，借款者和贷款者之间“关系变量”的变化可以显著地影响信贷的可得性，从而证明了关系融资对于解决信贷配给问题的有效性。Berger and Udell① 进一步指出，关系融资的有效性受到借款者本身组织结构的影响，原因是在借款者和银行内部中存在不同层次的管理者之间的委托代理问题。相对而言，在规模较小、管理层次较少的银行中，关系融资能够发挥更大的作用。换言之，信贷配给在小型的银行中更容易得到解决，从一个侧面证明了中国发展中小银行的必要性。一个经济体不但需要一个多层次的资本市场，而且需要一个多层次的银行体系。大未必就美，亦未必就有效率，需要的是在一个公平的市场环境中进行竞争。

③组织创新

既没有关系，亦没有信誉，还没有抵押，那么只能借助于组织。Impavido (1998)② 从引入不同借款者组织的角度提出了解决信贷配给问题的思路，指出，在不存在实物担保的情况下，团体贷款可以有效地解决信贷配给问题，因为团体中的任何成员违约都将受到所谓的“社会制裁”，这种“社会制裁”起到了担保物的作用。

④抵押

抵押是最没有办法的办法，如果一个借款者拥有足够的抵押品，此种方法非常实用而且有效。在借款者提供抵押的情况下，借款者一旦违约，抵押品就将交付给贷款者支配，它给贷款者提供了一种防范手段，使之得以在借款者违约的情况下减少损失，同时也加大了借款者的违约成本，降低了其违约的可能性。抵押品的价值与贷款额之比越高，借款者违约的可能性就越小。

---

① Berger, A. N. and G. F. Udell, 2002, “Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure”, Economic Journal. 112 (447) L: 32 - 53.

② Impavido, Gregonio. 1998. “Credit Rationing, Group lending and optinal Group Size”, Annals of Public & Cooperative Economics Jun. Vol. 69 Issue2.

3. 实体资产信贷化：从应收账款到金融租赁

实体资产信贷化的可能路径

古典经济学的理论表明，真正创造财富的是实体资产，信贷资产、证券资产乃至现金资产都是经济的“面纱”，并不创造财富。但是，从动态的角度来看，创造财富的实体资产需要一个优化的组合和配置，不仅是实体资产之间的优化组合和配置，而且还是实体资产与人力资本之间的优化组合和配置。同样数量的实体资产可以在原来基础上创造出更多的财富，亦可维持原来的财富而不增加新的财富，甚至可以减少原来的财富数量，完全取决于实体资产的组合和配置的有效性和效率的高低。在资本市场运营的过程中，通过组合调整和配置改进，实体资产可以创造更多财富。实体资产信贷化就是这样一条改进实体资产组合和配置效率的可选路径。

站在企业的角度看问题，营销、管理、生产、科研、财务控制和治理结构皆是一个企业的有机构成部分，每一个细节都会影响到企业的盈利状况，企业的融资渠道亦不例外。谈到融资渠道，一般是指银行贷款、股市融资、民间金融。当然，它们是企业融资的主要渠道，但未必是合适的渠道。在企业的日常财务控制和运营中，有些融资渠道虽然不“引人注意、光彩夺目”，但是却很“合适、恰当”。在实体资产信贷化的转换形式中，就有这么两个“转换形式”——“应收账款的运营”和“金融租赁”——具备这样的特点：未必“引人注意、光彩夺目”但却很“合适、恰当”。

“应收账款的运营”和“金融租赁”是否重要呢？是否能够成为企业融资的主流？是否是不可或缺？企业又怎样使用它们呢？每一种融资工具和方式，或者每一种资本市场运营的模式，皆有基于其基本原理的“运营空间”和“使用范围”，问题并在不在于是否重要、是否成为主流，而是在于是否“合适、恰当”。

“应收账款”是企业之间的商业信用，许许多多企业的衰败源于“应收账款”问题的不能恰当处理；“金融租赁”在金融原理上比“应收账款”更进一步，涉及到融资问题。如果说“应收账款”是一个信用问题，参与对象并不多，信用数量则受到限制，那么，“金融租赁”就是一个金融问题，存在的对象就较多，融资额度远远超过“应收账款”的数额。但是，两者皆是企业资本市场运营的“细微”形式，是实体资产信贷化的两种最重要的可能转换路径和

“运营单元”。

“应收账款过多问题”标志着一个企业的资金融通不畅。如何化解企业的应收账款问题，自然可以提出诸多办法，例如，加强应收账款的管理和运营以缩短账龄；尽量控制应收账款的数量；区别不同的对象实施不同的应收账款政策；等等。但是，超出了一定的范围，无论怎样加强企业应收账款的管理和运营，措施和方法的潜力非常有限。转换一个思路，思考应收账款的解决问题可能更有意义。在一定对象上，金融租赁是减少和降低企业应收账款的一个有效选择，是应收账款管理的一个替代和延伸。随着金融深化和资本市场运营方式的丰富，金融租赁可以在一定程度上优化和替代应收账款。因此，在一个框架内分析应收账款和金融租赁存在一定的合理性，而且它们都是实体资产信贷化的“运营单元”（图5.3）。

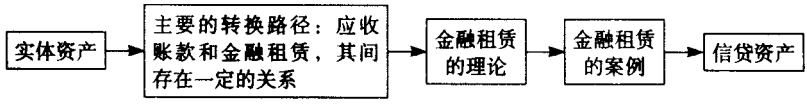


图5.3　实体资产信贷化的框架

下面的分析将按照以下逻辑展开，首先，从公司财务的角度分析管理应收账款问题的方法；其次，将分析的视角转向金融租赁，分析了金融租赁的核心原理，在此基础上，可以界定金融租赁的“使用范围”；再次，按照何小锋教授提出的投资银行的“一个基础、一个中心、两条主线、两条辅线”的思路，分析中国金融租赁业的过去、现在和未来的发展趋势①；接着，分析了金融租赁的一个横向应用：中小企业的案例；最后，以飞机的金融租赁为例，按照一个纵向逻辑讨论分析了金融租赁的一些具体问题。

公司财务视角的应收账款运营

应收账款是企业因销售商品、提供劳务等业务应向购货单位或者个人收取的款项，在一定程度上，应收账款是企业在激烈的市场竞争中以赊销的方式促

① 作者曾经谈起，中国“挣钱”的行业此起彼伏，从汽车业、股票市场到房地产业，根据报道（陈中小路：“上海地产商信心跌回1999年水平”，每日经济新闻，2005年10月20日），中国的房地产正在面临着严峻的考验，我们所探求的问题是，下一个能够“挣钱”的行业是哪个行业呢？根据作者当前的判断来看，金融行业，包括民营银行、金融租赁公司、信托投资公司和逐渐放开的基金管理公司等，将是未来可以“挣钱”的行业。这只是作者的个人判断，而不是理论结论，不必太过认真。

销商品所形成的债权。

但是，应收账款容易产生坏账，是企业的一种费用，一种损失。在一定的限度内，如何加强应收账款的管理是企业财务控制的主要职责之一。

怎样提高应收账款管理、运营的效率呢？

①完善企业内部应收账款的控制制度

最有效的提高应收账款管理、运营效率的方法是，从源头上杜绝不该发生的应收账款的产生。为此，企业需要贯彻不相容职务相互分离的原则，使不同的职能分别由不同的部门或者人员负责，建立健全岗位负责制，做到责任明确、分工具体、各司其职，以此监督、检查、考核应收账款的回笼和清理情况。根据权责相符的原则，哪个部门、环节出了问题就追究哪个部门、环节的责任。

建立健全企业内部的运作流程可以减少应收账款的数量。企业内部的运营流程和规范需要做到以下几点：其一，业务部门应根据合同或者其他凭据及时编制《销货通知单》；其二，赊销批准权应高度集中，业务部门应写明赊销原因、金额，由企业领导人或者授权的业务部门负责人签批；其三，仓储部门根据业务部门转来的《销货通知单》发货；其四，开票职能归口财务部门；其五，收款工作由出纳人员办理，并将收款凭证交由会计人员记账；其六，发生坏账应及时报批处理，其批准权亦应集中于企业领导人或者授权的业务部门负责人，已转销的坏账需要在备查登记簿上登记，使其仍处于财务控制之下，避免已转销的坏账有可能回收时被有关人员私吞和侵占；其七，对已经发生的坏账，还应实行必要的内部审计。

②建立销货往来客户的资信审核制度

应收账款作为一种商业信用，具有较大风险，为最大限度避免风险，首先必须充分了解客户的资信情况。在欧美国家中，一些公司设立了专门管理客户的机构，负责了解客户的信誉，追索欠款，负责确认不能收回的坏账损失。虽然中国大部分企业目前还做不到这一点，但这项工作必不可少。企业销售和财务部门需要密切配合，至少需要设立专人对客户的资信进行必要的审核：客户的品质如何；客户与企业往来的历史记录；客户的资本实力与抵押品；客户的资金运转情况；客户的生产经营历史、现状与趋势，特别是销货与盈利能力等。在对上述因素进行综合分析的基础上，确定客户信用度的高低，建立档案，据以确定是否给对方赊销，以及赊销的程度、数量和方式。

③加强对赊销全过程的管理，实现对挂账信用的控制

企业对赊销往来频繁的客户不得已采取挂账赊账时，需要积极与客户达成协议，争取采用“商业折扣”或者“现金折扣”的结算方式，鼓励客户提前或者在规定的期限偿付货款。同时，还必须对客户的资信状况进行正确审议和严格控制，对整个赊销过程实施严格的管理。

④建立赊销业务稽核监督制度

为了预防经销人员有意识地赊销，从中牟取私利，凡是赊销业务必须有两人以上经手，并经部门负责人审批，对金额较大的业务应报企业负责人审批。同时，应在赊销过程中确定经办人、部门审批人、企业负责人各自应负的责任。在严格赊销审批手续的基础上，加强赊销余额管理。按照明细科目对应收账款的余额进行账龄分析，对于每一笔具体的应收账款，需要根据业务的性质和账龄结构进行分析，以成本效益为原则，采取最佳的解决方式。

金融租赁的核心原理

金融租赁亦称融资租赁，是将传统的租赁、贸易与金融有机组合起来而形成的一种新型交易方式。金融租赁的基本含义是，出租人根据承租人选定的租赁设备和供应厂商，以对承租人提供资金融通为目的而购买该设备，承租人通过与出租人签订融资租赁合同，以支付租金为代价获得该设备的长期使用权。就承租人而言，采用金融租赁的模式，通过融物的方式实现融资的目的。在出租人和承租人的关系上，对于出租人而言，是实体资产信贷化的过程①。

金融租赁具有两个基本功能：其一，融资功能；其二，产品销售的功能。理论上讲，金融租赁是应收账款管理的延伸，是一种时尚的融资模式和资本市场运营方式。

一种融资模式或者一种资本市场运营方式都存在自己的核心原理。从一定意义上讲，没用通用的适合于任何企业的融资模式或者资本运营方式，关键的问题是，能够根据企业的现金流、风险状况、资本特征等融资属性或者资本市场运营属性选择合适的融资模式或者资本市场运营模式。

金融租赁亦不例外，它拥有自己的核心原理，需要说明的是，金融租赁的

① 此处的实体资产信贷化可不是一个简单的问题，为什么如此说呢？在金融租赁中，实体资产的目的是控制资金的使用方向，并化解融资过程中的风险，因为实体资产的控制权仍然掌握在金融租赁公司的手中。信贷化的含义是，企业可以以租金的方式分期偿还设备的款项，达到融资的目的。因此，此处的实体资产信贷化能够恰当刻画金融租赁的金融内涵。

局限性本身就是一个主要的核心原理，并在所有的金融租赁的核心原理中占据非常关键的位置。

①金融租赁的局限性原理

金融租赁的适用范围主要以企业的通用设备为主，以专用设备为辅。通用设备的金融租赁容易形成一个规范而具有一定规模的市场，交易成本相对较低；专用设备的融资租赁是一个个体化的市场，交易成本相对较高。需要注意的是，企业的不动资产一般不适合金融租赁模式。根据这个原理，金融租赁对象的通用性越强，金融租赁的租金就越低；反之就越高。

通用的、流动性强的资产非常适合金融租赁，并且能够显著提高企业资本的配置效率。机电、通信、计算机、飞机、医疗设备等具有较高技术水平和流动性的产品和设备皆适合于金融租赁模式。在金融租赁中，企业可以根据技术水平选择合适的设备，设备可在不同的企业中流通和转让，从而达到优化资源配置的目的。

据世界租赁年报统计，2000 年，全球设备租赁交易金额已达 5000 亿美元。金融租赁在设备投资中所占的比例，美国保持在 30% 以上，日本、欧洲等发达国家均在 10% ~20% 之间。金融租赁已经成为仅次于银行贷款的第二大融资工具和资本运营方式。但是，在中国，设备租赁交易金额仅占全部设备交易金额的 1% 左右，融资模式的更替和发展非常急迫①。

②信用提升原理

在金融租赁的具体操作过程中，在一定时间内（租期内），租赁物的所有权和使用权分离，有利于金融租赁风险的锁定、分担和控制。如果承租人不能按时交纳租金，金融租赁公司可以收回租赁物，并依据与供应商的回购协议恰当处理租赁物。金融租赁将企业的融资风险与金融租赁的风险隔离开来。金融租赁的信用风险存在于租赁设备运营中所产生的财务风险，而与企业其他资本的风险并不存在相关性。据此，金融租赁能够提高融资企业的信用水平，在这一点上，它非常适合于中小企业。金融租赁的这一点与项目融资非常类似，不同的是，前者适用于一个项目，而后者适用于企业的一个或者一组设备。

另外，在金融租赁中，承租企业以新增利润偿还租金，促使承租企业不断加强经营管理，提升生产设备的投资和管理方式，提高投资效益和项目的成功

① 由此可见，金融租赁是中国未来的一个金融热点，金融租赁业是一个具有“光明未来”的非银行金融行业。

率，抑制盲目投资。金融租赁公司拥有设备的所有权，故能把握资金的使用方向，收取的租金相当于向企业发放分期偿还贷款，有效地规避了金融风险，从另外一个侧面提升了企业的信用水平。

在信用提升核心原理的作用下，在金融租赁的融资过程中，对企业资产负债报表的要求并不严格，不需要外部担保，几乎能够对设备提供100%的融资金额，而且不需要预付定金。在租赁期限内，承租企业不拥有租赁物的物权，设备成本不必体现在企业的资产负债表上，如同经营性租赁的表外融资。这有利于企业降低资产负债率，并且非常有利于企业相继融资计划的进行，保持企业进一步融资的灵活性。

③纳税节减原理

金融租赁的另外一个原理是，能够灵活安排企业的纳税期限，并在这个过程中减少企业的纳税数量，存在纳税节减功能。

纳税节减原理源于各个国家对金融租赁会计和财务制度的灵活性安排。许多国家的法律法规明确规定，当租期短于租赁设备的法定耐用年限时，承租企业可以按照租期作为租入设备的折旧年限。对于一个盈利企业而言，据此可以通过调整租赁合同的期限而节减纳税的数量。

在许多企业中，该功能成为企业选择金融租赁的一个突出优点，尤其是对公交、航空公司等，其主要设备可以以金融租赁的模式获得。

④灵活的财务安排原理

金融租赁的租金支付期限选择灵活，可逐期支付或者延期支付，可递增或者递减支付，企业可以根据自己的现金流灵活安排租金的支付时间模式，从而使得企业的现金流和金融租赁的租金支付相匹配，降低了企业财务危机的发生概率，并且能够冲减突然的资金支付。

⑤销售管理功能

金融租赁还存在销售管理的功能。在其他国家中，金融租赁已成为存在制造商背景的专业租赁公司的主要营销手段，是厂商营销体系的一个主要组成部分。在美国最大的设备制造商卡特彼勒公司中，金融租赁的数额占到其营业额的70%以上。一些制造商，例如IBM、通用电气、波音公司等，在中国成立合资租赁公司，采用金融租赁作为营销手段促销其产品，取得了良好的业绩。面对日益激烈的竞争，中国不少大型船舶、工程机械、大型机床、印刷机械、汽车制造商和经销商同样想方设法成立隶属于自己的专业化金融租赁公司，以获

得新的发展商机。由此可见，金融租赁本身存在销售管理功能，而不是单纯的融资功能。

一个分析框架下的中国金融租赁业：问题和出路

中国金融租赁业的兴起始于80年代初。1981年，中外合资的东方租赁有限公司和中资的中国租赁有限公司相继成立，标志着中国金融租赁行业的诞生。在20多年中，中国的金融租赁业取得了长足发展和一定的成绩。

在中国的金融租赁业中，金融租赁公司共由三类企业构成：其一，由中国人民银行批准成立的中资金融租赁企业；其二，由原外经贸部批准成立的中外合资租赁企业；其三，由中国人民银行批准兼营租赁业务的金融企业，例如，兼营租赁业务的信托投资公司、企业集团的财务公司等。

在中国金融租赁业的发展过程中，不断暴露出各种问题和风险，然后进行治理整顿，是问题和风险的交织。2000年，中国金融租赁业进行了一次较大规模的治理整顿，而且颁布了《金融租赁公司管理办法》作为规范金融租赁公司经营行为的基本制度依据。在治理整顿之后，中国金融租赁业将面临一次新的发展机遇。问题是，金融租赁始终没有找到自己的“盈利模式”和“比较优势”，始终缺乏一个良好的适宜的外部环境。

一个金融行业的发展，需要具备什么条件呢？

我们曾经提出，投资银行学的新体系是“一个基础、一个中心、两条主线、两条辅线”。“一个基础”是指资产经营的一般模式，“一个中心”指的是对公司价值和基础资产的现金流分析，“两条主线”是指广义的资产证券化和广义的并购重组，在“两条辅线”中，一个是投资银行的内部管理，另一个是投资银行业的外部监管[①]。这个新体系不仅适合于投资银行业，而且适合于整个金融业，金融租赁公司亦不例外。概括起来，整个新体系是由三个“内核”构成：公司的盈利模式、整个行业的结构和行业的外在环境。

基于新体系的“内核”视角，金融租赁公司的出路何在呢？

①金融租赁公司的盈利模式何在

盈利模式何在的问题不仅适用于金融租赁公司，而且适用于许许多多的银

① 投资银行学的新体系由何小锋教授首次提出，是分析不同金融产业的一个有力的框架结构。详细的内容参见何小锋、黄嵩著：《投资银行学》，北京大学出版社2002年版，第3～5页。

行及非银行金融机构，例如，券商①、信托投资公司、财务公司等。

金融机构，包括银行和非银行金融机构，并不是根据其名称进行划分，而是根据执行的金融职能。诸如信托功能、信贷职能、租赁功能、交易功能、投资功能等是信托投资公司、银行、金融租赁公司、券商、产业投资基金（风险投资基金）的主要功能，金融租赁公司、券商等在一个金融功能错位的环境中寻求盈利模式是他们面临的主要问题，回归本位、回归比较优势才是真正出路，金融租赁公司亦不例外。

中国金融租赁公司开始经营的时期，正是改革开放的初期。当初面临的最大问题是引进外国资本和国外先进的技术设备。在那个时代，中国并不存在真正意义上的商业银行。企业的主要问题是预算软约束，预算软约束是整个经济的问题，而不是个别现象。在预算软约束的条件下，企业普遍面临资金短缺和投资冲动。在这样的时代背景下，金融资源是经济稀缺资源中最为宝贵的资源，控制金融资源成为各个企业乃至政府的主要追求之一。金融租赁公司作为控制金融资源的一种机构，从其诞生之日起，就被赋予简单地吸引外国资本和融资的职责，与金融租赁的核心原理背道而驰。换言之，初始的金融租赁公司并不是根据金融租赁的原理构成的机构，而是演变成为了吸引外资的一个主要机构，是金融资源控制体系条条框框中的一个“条框”，主要的金融领域是“对外融资”。

在政府主导的金融体制中，金融业存在条条块块分割，金融租赁是条条块块分割中的一个条条块块，其主要目标是引进外资。没有金融租赁公司考虑金融租赁的功能、定位和盈利模式，没有融资租赁公司考虑金融租赁的风险隔离和防范问题。在短缺经济时代，大部分商品实行统购包销和配给制，企业根本不用考虑产品的销路问题，因此没有企业考虑金融租赁的促销功能。至于金融租赁的风险隔离问题，根本不值得一提。金融租赁在没有生存环境的条件下就诞生了，但是却由此走上了一条歪路。

相对于传统租赁而言，现代金融租赁的特点是以承租人按时交纳租金的方式，使其以类似分期付款②的方式最终获得租赁物的所有权，由此达到融资的

---

① 在2005年9月25日北京大学金融与产业发展研究中心成立仪式暨中国券商出路何在的论坛上，中信证券研究部总经理徐刚指出，中国券商很少有创造和销售产品的功能，其根本原因是从一开始的制度设计上就没有赋予券商相关的投资银行功能，功能缺失是券商的主要问题，换言之，券商几乎没有“投资银行的功能”。这样的问题可以移植到金融租赁公司上面，问题是，金融租赁公司是否具有“金融租赁的相应功能”呢？更加详细的资料可以参见程勇：“业内人士：制度建设是中国券商出路”，《上海证券报》，2005年10月12日。

② 从原理上讲，分期付款是企业应收账款的一种形式，皆是一种商业信用，与作者前面所说的“金融租赁是应收账款的一种延伸”并不矛盾。

目的。但是，金融租赁明显优于分期付款，分期付款并不存在融资功能。从某种意义上讲，金融租赁是分期付款功能的延伸、深化和扩展，分期付款是买卖双方的金融关系，而金融租赁是承租人、出租人和其他金融机构、租赁物厂商三方的金融关系，由此拓展了金融的空间和数量。

在这样的金融背景下，金融租赁公司没有金融租赁的功能，却在“形式上”复制了日本金融租赁公司的模式。日本的金融租赁业起步于19世纪60年代，“日本金融租赁模式”强调货币而忽视货物。中国金融租赁业从诞生之初就接受了“日本金融租赁模式”的影响，原因在于20世纪80年代初期中日外交关系的蜜月期。金融租赁曾经成为日资企业进入中国市场的黄金通道。在中外合资的金融租赁公司中，一半以上存在日资背景。受到“日本金融租赁模式”的影响，基于金融租赁的定位、盈利模式和风险管理的偏差，中国金融租赁公司成了“准银行”，甚至被视为“放高利贷”的机构。

并不具备金融租赁功能却背负着金融租赁之名的中国金融租赁公司，在经历10年左右的有偏经营后，成为积累和生产“不良资产的黑色金融机构”。虽然没有金融租赁公司“坏账金额”的官方统计数据，但是，据业内人士估计，金融租赁公司积累的不良资产是个“天文数字”。原由外经贸部管理而现在已归商务部管理的中外合资租赁公司的情况显示，从20世纪90年代末期开始，外资，尤其是日资，退出金融租赁公司的事件时有发生。前任总理朱镕基在任期间，还曾动用过相当数量的外汇储备支付给国外的投资者，填补由政府和国有银行担保所形成的金融窟窿，希望借此增强外国投资者对金融租赁业的信心①。

中国融资租赁业之所以形成了这样的局面，与金融租赁功能的背离存在密切的关系，原因有三：其一，金融租赁成为“变相贷款”，不是真正的金融租赁功能；其二，金融租赁没有进行有效的风险分摊，不能承担汇率风险的机构却错位地承担了汇率风险；其三，金融租赁的破产隔离和资源优化配置功能没有得到有效的发挥。

就金融租赁成为“变相贷款”而言，从1983年开始，中国经济改革初见成效，需求空前旺盛。在预算软约束的条件下，企业进行扩大再生产的欲望非常强烈，投资出现巨额缺口。当时，作为企业融资主渠道银行贷款的门槛极高，不是一般企业所能企及的，在此背景下，金融租赁作为“变相贷款”的功能得以凸显，金融租赁公司纷纷开始扮演“转贷银行”的角色，客户定位于“不能获得银行贷款或者存在政府背景”的高风险企业，而不是根据金融租赁

① 梅涛：“金融租赁负重起飞”，《数字财富》，2003年5月。

的局限性原理定位的“设备租赁”。按照当时的做法，银行的固定资产贷款利率是15%，租赁公司在获得资金后，一般以20%的利率贷给企业，从中获得利差。利差成为金融租赁公司的主要利润来源，“变相贷款”成为金融租赁公司的盈利模式。

就金融租赁没有进行有效的风险分摊而言，因为金融租赁定位于“引进外资”，因此外汇风险是金融租赁的首要风险。在金融租赁中，由谁承担汇率风险至关重要。根据金融风险分摊的基本原理，谁有能力并能够控制风险，就由谁承担风险。根据当时的情况，无论就能力还是控制风险而言，外资方或者提供资金的一方最应该承担汇率风险。但是，错误地配置了外汇风险承担主体，由承租人承担外汇风险，这本身就是一个错误。20世纪80年代的时候，1美元兑换2.8元人民币。到了1990年，美元与人民币的汇率是1:8，如果再加上90年代以后日元急剧升值的因素，承租企业如同借了高利贷，根本无力偿还。

就金融租赁的破产隔离和资源优化配置功能而言，金融租赁的破产隔离和资源优化配置功能根本没有得到发挥。“一个在租赁行业工作了17年的人，其中10年在追债。所在公司曾经以融资租赁的方式为东北一家毛纺织企业引进了一批价值近200万美元的进口设备，这个项目的提出者是当地政府部门的一个科长，由于当地政府进行担保，融资租赁交易很快成功了。但是，等到去这家企业催交租金时才发现，崭新的设备堆在破旧的厂房里，厂房的窗户上连一块完整的玻璃都没有，只有一个老头和一条狗看管着200万美元的设备。老头告之，这些设备一天都没用过，企业就倒闭了。找到当地政府，一顿酒宴之后，当地领导就诉苦，当初的担保亦就变成了一纸空文。”①

金融租赁公司发展的空间来自于盈利模式的优化。金融租赁公司应该由成立初期的“引进外资的窗口”向“优化资源配置的平台”发展，寻求自己的盈利模式，而不再是在金融抑制结构中追求单一的利差②。金融租赁公司不是“转贷银行”，而是存在自己的盈利模式，包括服务费、利差、佣金和租赁物的残值处理等方面，并在整个经济中找准自己的定位，服务于金融租赁能够发挥作用并且具有比较优势的领域。金融租赁在资本优化配置和风险分摊方面存在自己的作用和功能，是其他融资模式所不能复制的。换言之，任何一种融资模式只能在自己特有的、其他融资模式所不能复制的功能中获得发展空间和盈利

① 梅涛：“金融租赁负重起飞”，《数字财富》，2003年5月。

② 试想一下，“利差”是银行的主要盈利模式，“转贷银行”获得“利差”为什么能够存在于金融租赁公司中，盖因金融租赁公司初始的定位于金融条框分割中的“引进外资”，当这样的条框不复存在时，就是金融租赁公司陷入困境之时。金融租赁公司的唯一出路在于它的“金融租赁功能”而不是“银行的信贷功能”。

模式，金融租赁公司亦不例外。

②金融租赁的行业结构如何

中国的金融租赁公司面临重重问题，究竟整个金融租赁业的情况又是如何呢？

中国金融租赁业的发展明显与中国的经济现状不符，与欧美等发达国家相比，平均差距在20倍以上（以市场渗透率计算）。美国、英国等欧美发达国家，经济增长率一般在3%左右，但其金融租赁业的年增长率却高达10%以上①。

从中国第一家租赁公司——中国东方租赁有限公司诞生至今，已经整整24年了。在24个风雨春秋中，金融租赁业的发展举步维艰，在经济中的作用并不明显。

2000年6月30日，中国人民银行颁布实施了《金融租赁公司管理办法》，规定金融租赁公司是指经中国人民银行批准、以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构，未经中国人民银行批准，其他公司名称中不得有“金融租赁”字样，并将企业的资本金提高到5亿元以上。2000年8月，“中国华阳金融租赁有限公司”成为第一个被中国人民银行依法撤销的金融租赁公司，揭开了中国人民银行实质性整顿金融租赁行业的序幕。

同信托业一样，金融租赁业已经成为金融监管部门的重点治理对象。更为严重的问题是，中国金融租赁业并没有在不断治理整顿中找到出路，没有具体的业务盈利模式和功能定位，在经济中的功能存在逐渐“被边缘化的危险”。

为了提高金融租赁公司的治理水平，规范其行为，完善其内部的经营管理，申请开展金融租赁业务的中资租赁公司需要同时满足3个条件：1.7亿元以上的注册资本金；前3年无亏损的经营业绩；具备金融租赁专业管理经验的人员。3个条件表明，监管当局试图通过资本数量和行为管理两个方面加强对金融租赁公司的控制、规范和管理。

与此同时，监管当局在金融租赁行业制定的政策明显不同于其他行业。在券商中，监管当局的主体政策是“注资化解券商的风险”；在信托业中，主体政策是“规范、限制其业务范围”；在银行业中，主体政策思路是“剥离不良资产、上市和完善治理结构”。在金融租赁行业中，其主体政策思路是“行业准入”。金融租赁业是对民营资本和境外资本最先开放的非银行金融领域，在中国于2001年11月10日加入WTO之时就允许“外国投资者可以按照中国人

① 梅涛：“金融租赁负重起飞”，《数字财富》，2003年5月。

民银行公布的《金融租赁公司管理办法》的规定，申请设立独资或者合资金融租赁公司，提供金融租赁服务。中国人民银行将根据修订后的《中华人民共和国外资金融机构管理条例》和《中华人民共和国外资金融机构管理条例实施细则》等有关管理办法，受理外资金融机构的各项申请。”

在2000年的治理整顿金融租赁公司中，在国有资本占据金融租赁业主导地位的行业格局中，一个可喜的变化是，越来越多的民营企业通过参股进入金融租赁行业，为提高金融租赁业的治理水平提供了条件。例如，力帆集团参股重庆市金融租赁股份有限公司、横店集团参股江西金融租赁有限责任公司等。

金融租赁业是民营资本、境外资本和国有资本交汇的金融领域，是竞争最为激烈、最为充分的领域，中国的金融租赁业将是一个接近充分竞争的非银行金融机构行业。在充分竞争的行业中，最容易形成竞争有序、合理规范的环境，最易形成稳定而合理的盈利模式，能够充分实现金融租赁的资源配置功能，这亦是金融租赁业的最为鲜明的行业特征。

金融租赁公司不是“转贷银行”，如果能够在一个金融体系中找到自己的立身之地，它需要根据金融租赁的核心原理构建金融租赁的业务模式和盈利模式，其行业准入环境已经为其提供了条件。

③金融租赁的外部环境究竟何如

金融租赁是金融融资的一种模式，存在自身的核心原理、适用范围和盈利模式，金融租赁能否在一个国家的经济体中生存并获得增长，完全取决于法律、税收等外生条件下的内在经济环境。

在中国的金融租赁公司中，几乎没有任何的风险控制制度，更为重要的问题是，没有完善内部控制制度的激励。解决这个问题，可供选择的方法有三：其一，完善公司的所有权结构；其二，允许设立合伙制企业；其三，放宽市场准入的限制，增强“潜在竞争的压力”。

哪些外在环境影响到中国金融租赁公司的生存、发展和壮大呢？总的来说，不外乎四个方面：法律、税收、会计准则和监管。

2000年6月，中国人民银行颁布了《金融租赁公司管理办法》。2001年1月，财政部颁布了《企业会计准则——租赁》。2001年8月，原对外贸易经济合作部发布了《外商投资租赁公司审批管理暂行办法》。这些法律、法规、规章的颁布为金融租赁的发展提供了良好的外部环境。但是，还是存在许多不尽人意的地方，例如，一个根本的问题是如何界定金融租赁的内涵和外延，在《合同法》、财政部、人民银行和原外经贸部等有关部门的制度规定中，都从不同的角度对金融租赁有所描述，各种定义不尽一致，没有一个权威统一的定

义，从而造成了制度实施中的困难和差异。金融租赁的定义应该客观地反映市场经济的金融租赁的属性，而不是反映部门分工、分割管理的监管特点。

2000 年 7 月 28 日，国家税务总局颁布《关于外资金融机构若干营业税政策问题的通知》，2003 年初，财政部和国家税务总局又联合发布《财政部、国家税务总局关于营业税若干政策问题的通知》，这些法规的颁布基本解决了不同性质的金融租赁公司按照利差纳税的平等待遇问题，为金融租赁业的发展提供了良好的税收环境。但是，金融租赁公司在税收方面还存有许多问题亟待解决。首先，中国对金融机构和中外合资租赁企业所做的金融租赁业务，征收的是营业税，2003 年的税率为 5%，而对其他非金融机构的租赁公司从事金融租赁业务，征收 17% 的增值税，从而造成了不同性质的金融租赁公司不同税收待遇的问题。中国实行的是生产型增值税，不能完全抵扣。设备出售的销项税抵扣原材料的进项税后，其出厂价格实际内含增值税率至少仍在 12% 以上。在金融租赁业务中，由于增值税税率高，在同样的设备、同样的租赁条件下，中资的其他非金融机构租赁公司负担的税负要比金融机构和中外合资的租赁企业重。其次，再投资退税等没有针对金融租赁业务的明确规定。为了鼓励投资，中国财税部门出台了不少有关再投资退税和投资抵免的政策，鼓励企业和民间资本对设备进行投资。但是，这些措施在金融租赁业务中如何实施，税务部门并没有明确的规定。这样一来，不仅限制了企业以金融租赁的方式进行设备投资，亦影响了金融租赁功能的发挥和金融租赁业的发展。再次，企业不能自主选择设备的加速折旧。在美国、德国和英国等欧美国家中，一般都允许企业对设备进行加速折旧处理。例如，美国规定，租赁公司提取折旧，可以在直线折旧法、双倍余额折旧法和 150% 折旧法中自主选择。中国对企业实行的设备折旧政策，主要是按照设备的使用年限采取直线折旧法，通常为 10 年。企业如果采用加速折旧的方法，必须报经国家税务总局审批。这样造成的结果是，企业在产品畅销时不能通过加速折旧尽快收回设备投资。如果产品滞销或者升级换代，此时设备的投资还远未收回，企业提取的折旧无力进行新的设备投资，导致企业不能及时更新设备，僵化的折旧政策不利于企业设备的及时更新，成为金融租赁业发展的“绊脚石”和“障碍”。

2001 年 1 月财政部颁布的《企业会计准则——租赁》，为金融租赁的会计提供了一个统一而规范的会计准则，毫无疑问，促进了中国金融租赁业的发展。但是，这个会计准则需要根据金融租赁的发展进行动态调整，而不是静态不变。

至于监管问题，中国的金融租赁业主要存在两个方面的问题：其一，多头监管问题；其二，监管的严格和宽松问题。在中国的三类金融租赁公司中，一

类是由中国银行业监督管理委员会（简称“银监会”）监管的金融租赁公司；一类是由中华人民共和国商务部（简称“商务部”）监管的中外合资租赁公司；最后一类是上千家内资租赁公司，同样划归商务部监管。由此可见，中国的金融租赁机构是由银监会和商务部共同监管。无论是严格监管还是宽松监管，关于金融租赁的监管已经形成共识：多头监管不利于金融租赁的发展，监管结构应当被逐步调整、优化组合。在监管的严格、宽松问题上，国际经验表明，金融租赁不应该存在严格的监管方式，这不利于金融租赁的创新和发展。在欧美国家中，例如，美国、英国、德国、捷克等，金融租赁公司根本不受金融监管部门的管制，亦不要求获得专门的金融机构牌照许可和接受日常的监督。大部分国家仅仅只对银行直接从事的金融租赁或者银行的分支机构和附属机构所从事的金融租赁存在较为严格的监管，但其监管方式是通过合并资产负债表的方法进行。

为此，在初始点上，存在两条调整思路，体现了监管严格和宽松的结合：其一，维持现状，仍由银监会与商务部共同负责发放金融租赁公司的许可证，管理金融租赁公司。同时规定，只有接受银监会监管的金融租赁公司才有资格申请进入同业拆借市场，发行金融债券；接受商务部监管的金融租赁公司除从事融资租赁业务外不得从事其他金融业务。对于各类金融租赁公司而言，它可以根据自己的需要，自由选择是接受商务部较为宽松的监管还是银监会较为严格的监管。在具体的操作中，可采取转变许可的方式，即所有取得商务部许可获得从事金融租赁的公司，如果希望从事同业拆借，发行金融债券等其他金融业务，在满足银监会的有关规定后，可以转换为金融类金融租赁公司，接受银监会的严格监管。其二，取消金融租赁公司的非银行金融机构资格，不再接受银监会监管，统一由商务部监管，市场准入方式采取审核制度，只是对金融租赁公司的融资行为进行一定的规定和限制。例如，在金融租赁较为成熟、完善的国家，金融租赁公司存在的一条主要融资渠道是将金融租赁合同进行证券化，如果金融租赁公司需要进行“金融租赁合同的证券化”业务，那么它需要遵循资产证券化的有关规定。

金融租赁核心原理的应用：以中小企业为例

金融租赁的一个主要功能是破产隔离和信用提升。从法律意义上讲，出租人和承租人之间是租赁关系而不是购买关系，金融租赁具备破产隔离的功能；同时，金融租赁的信用与承租企业之间并不存在严格紧密的关系，金融租赁具备信用提升的功能。金融租赁的破产隔离和信用提升功能，使得金融租赁具备

了其他融资模式所不可复制的优点。从企业规模的角度讲，金融租赁的这两个特点非常适合于中小企业融资，可以成为中小企业的主流融资模式之一。在中国，中小企业的融资存在许多瓶颈，诸如信息不对称问题、担保问题、风险问题、不规范问题等，金融租赁恰恰在存在这些瓶颈约束时方能更加明显地体现其比较优势。为什么如此呢?

其一，可以化解中小企业的信息不对称。中小企业融资的最大限制是信息不对称问题，金融租赁能够最大程度上消除信息不对称问题，消除中小企业融资中的主要症结。

首先，金融租赁以物质形态出现，能够保证资金不被挪作他用；其次，承租企业在租赁期间只有使用权而没有所有权，不得不对生产设备的投资方式和使用管理作出最佳选择和优化配置；第三，能够抑制中小企业的道德风险和逆向选择，中小企业必须对其投资效益负责，由此导致其竭尽全力提高项目的成功率，抑制盲目投资。

总而言之，金融租赁公司不仅为中小企业融通资金，而且能够把握资金的使用方向，体现出比银行更强的约束力和控制力，有了这一点，金融租赁公司可以不在乎中小企业的所谓的信息不对称问题，只要看好这个项目，只要这个项目的设备具有一定的通用性和流动性，金融租赁公司就可以放心大胆地进行金融租赁活动，中小企业的信息不对称问题由此化于无形。

其二，存在融资成本的比较优势。金融学的一个基本原理是，融资成本的高低取决于企业融资的风险大小。金融租赁以租赁物的信用为基础，提升了中小企业融资的信用水平，当然可以降低中小企业的融资门槛和融资成本，这一点不言而喻。

对于一个企业而言，其可供选择的融资渠道不外乎银行贷款、资本市场融资、产业投资基金、金融租赁、信托投资和民间金融等。资本市场融资是大型企业的舞台，中小企业根本无法挤入这个“贵族式的融资市场”；民间金融是中小企业的主要融资渠道之一，乃至是唯一可行的道路。但是，民间金融存在一个致命的弱点是不规范且融资规模非常小。如果中小企业需要进一步的融资或者较大规模的融资，一条不错的选择是银行贷款。可是，许多银行在信贷条例中明文规定不能向中小企业提供贷款，中小企业即使使出浑身解数获得银行贷款，贷款的利率不仅非常高，而且在使用贷款的方向上处处受到银行的掣肘。至于产业投资基金，其投资方向主要是具有高收益和高风险的高新技术企业，不适合于普遍的中小企业群体。说来说去，金融租赁还是比较适合中小企业。金融租赁可以不像银行那样注重中小企业的业绩、营业时间的长短、盈利模式和财务实力。金融租赁更为关注的问题是，在设备使用过程中所产生的现

金流是否足够支付其租金。在租赁期限内，由于金融租赁公司拥有租赁物的所有权和收回租赁物后有能力维修、翻新、处置租赁设备，金融租赁往往不需要承租企业安排信用担保。同时，以金融租赁的方式进行投资，由于投资金额以租金的形式在租赁期限内逐年分摊，可以缓解一次性大额投资所带来的资金压力。唯一可能不具优势的地方是，金融租赁的交易成本可能较高，从而导致金融总的资金成本较高。

其三，优化资源的配置。金融租赁具有融资和融物相结合的功能，是市场经济条件下衔接“产”和“销”的桥梁和纽带。金融租赁有利于中小企业的产业升级和技术进步。现代科学技术日新月异，在机器设备“精神磨损”大大加速的情况下，全额设备投资往往会带来一系列的风险，使得资本实力本来就不强的中小企业在竞争中处于劣势地位。金融租赁使得中小企业规避设备投资的“精神磨损”所带来的风险成为了可能，同时促使企业不断跟踪先进的技术，加快更新改造的节奏，使用先进的机器设备生产出科技含量较高的产品，进而保持竞争优势。金融租赁在加快产业的发展步伐、推动高新技术产业投资、加速中小企业产业升级和技术进步方面具有独特的作用。

金融租赁的核心原理和中小企业的特点、约束条件非常切合，是中小企业的一个主要融资渠道选择。但是，在实践中，中小企业还要根据自身的特点，设计和选择合适的金融租赁方案。如果金融租赁的方案设计合理，金融租赁将成为中小企业融资的一个非常得力的融资工具或者融资渠道。在中小企业的金融租赁方案设计中，需要格外关注以下几个方面的问题。

第一，金融租赁租金支付的数量和时间结构尽量与中小企业的现金流保持一致，租金的支付数量和时间结构能够存在一定的灵活性和调整空间，以防中小企业在陷入短期的财务问题时无力偿还租金。在这种情况下，如果出租人收回出租物，中小企业将面临破产的威胁。

第二，公司的设备、机器等资产尽量使用金融租赁方式，以提高中小企业的资产负债表状况。中小企业的主要问题往往是资金严重不足，毕竟，金融租赁是综合资金成本①相对较高的一种融资方式，还有其他成本更低的融资方式，例如，银行贷款等。如果中小企业的资产负债表较好，就可以获得资金成本更低的其他资金，而后，中小企业可以一步步地实现融资渠道的替代和综合资金成本的大幅降低。

第三，充分发挥金融租赁在资产折旧、税收等方面的灵活性和政策优惠，

① 综合资金成本是考虑到金融租赁的交易成本之后的成本，而不仅仅考虑无风险利率和风险溢价。“金融租赁的综合成本较低”不是指其综合资金成本最低，它还是比银行贷款和资本市场融资要高。

降低中小企业的综合资金成本。

第四，处理好金融租赁和其他融资方式的总体风险控制，尽量避免企业陷入财务困境。

金融租赁的一个纵向案例：飞机的金融租赁

在国际航空市场中，飞机的金融租赁非常普遍，飞机交易一般是以“金融租赁”的方式完成。为什么飞机的交易是以金融租赁为主呢？因为飞机满足金融租赁的典型特征。其一，金融租赁的标的物可以自由移动，存在成熟而规范的二手飞机交易市场，变现价值较高；其二，飞机的价格非常昂贵，一家航空公司无法承担购买大量飞机的资本，而飞机的金融租赁可以节省航空公司的大量资本；其三，飞机金融租赁的租赁费用可以与航空公司的现金流量较好地进行匹配，降低了航空公司在金融租赁过程中的财务风险；其四，从融资成本的角度看，由于金融租赁与公司的资产负债没有关系，金融租赁的风险相对较低，融资的风险升水就相对较低；其五，由于金融租赁是表外融资，不会影响到航空公司的资产负债表状况。基于各种理由，飞机的金融租赁是航空公司融资的最佳融资渠道和手段之一。

在中国经济中，许多金融租赁公司已经在飞机的金融租赁业务中展开了激烈而残酷的竞争，例如，GE（General Electric，通用电气）、AIG（American International Group，美国国际集团）、波音（Boeing Company，波音公司）、德意志汉莎航空公司（Lufthansa Ger-Man Airlines，德国汉莎）和中国租赁有限公司等。

中国飞机金融租赁市场的一个典型特征是被 GE、波音等国际巨头垄断。以 GE 公司为例，1997 年，GE 金融服务集团引进了 15 架配备 GE 发动机的新型波音飞机和空中客车，由此导致对中国的航空公司在飞机租赁上的投资额度增加了 50% 以上。1998 年 1 月，通用电气金融财务（中国）有限公司开业，是中国第一家外商独资的财务公司。1998 年，GE 专门从事飞机租赁业务的金融航空服务部（简称“GECAS”）在中国设立独立办事处，提供包括干线飞机、发动机、支线飞机和通用飞机等全套涉及飞机的金融租赁业务。在中国的飞机金融租赁市场上，GECAS 占据了绝对的主导地位，业务发展良好，在中国尚未出现一笔坏账，业绩骄人。由此可见，中国的金融租赁公司必须快速发展，以求打破境外金融租赁公司对中国金融租赁市场的垄断。另外，飞机金融租赁市场的事实说明，金融租赁业并不是一块鸡肋，而是一只有待开发的金鸡，唯一需要的是盈利模式的构建和核心竞争力的培育。

一个案例怎样才能完美呢？我们认为，一个完美的案例需要由三个要素构成："是什么、为什么和怎么办"的问题。基于此，下面的分析按照以下逻辑展开：首先，从静态和动态的角度分析了飞机金融租赁市场的存量规模和发展趋势，以此说明飞机金融租赁市场的规模优势，是一个"是什么"的问题；其次，分析了金融租赁的核心原理在飞机金融租赁中的具体表现，说明了从航空公司、飞机制造商到金融租赁公司参与飞机金融租赁的理由和动力，是一个"为什么"的问题；最后，在一个框架下，需要分析金融租赁公司的行业和外生的环境，在此基础上，分析金融租赁公司的盈利模式问题，是一个"怎么办"的问题。

①静态和动态视角下的市场规模

在融资购买飞机中，存在许多可供选择的方式。但是，因为飞机的价格高昂，且具有通用性和一定的流通性，满足金融租赁的核心原理，一般是以金融租赁为主。在金融租赁中，通常又以杠杆租赁为主体。在飞机的租赁市场中，杠杆租赁是飞机租赁的主流形式之一①。

杠杆租赁是一种高技术、高智力、高创新性的融资模式。以杠杆租赁方式租赁飞机，不仅能够获得金额大、期限长的资金，而且融资的资金成本低廉。飞机的杠杆租赁一般能够获得几千万美元、超过十年期的融资，并且金融租赁的利率低于购买飞机的贷款利率，节省巨额的财务费用和成本。但是，杠杆租赁，特别是跨国的杠杆租赁，交易结构、法律关系、合同文本相当复杂，需要一个强大的金融租赁公司担当出租人，以此降低金融租赁的风险和交易成本。

从历史的视角看，飞机的金融租赁在中国得到了迅速的发展。根据统计，从1990年到1994年，中国租赁飞机的数量逐年增加，特别是在1992～1994年期间，总共租赁飞机150架，达到高峰。截至2000年底，在中国拥有的503架70座以上的干线飞机中，将近90%的飞机是以金融租赁的方式获得。

毫无疑问，航空公司是客机的最大买主。但是，金融租赁公司在航空市场上所占比重却在逐渐上升，这从一个侧面证明了金融租赁模式在航空市场上的上升势头。10年以前，金融租赁公司约占飞机运输市场份额的16%。根据估计，这一比重已经升至28%。可以预计，在较短的时间内，这一比例将进一步

① 所谓的杠杆租赁，是指金融租赁公司利用政府对某个行业或者项目的优惠政策，结合租赁的特点，创新出来的一种新的金融租赁模式，是金融租赁的一种形式。其一般做法是，金融租赁公司出资20%，其余80%的资金从银行等其他金融机构融资获得，然后向飞机制造厂商购买飞机租赁给航空公司。

升至40%以上。由此可得，金融租赁公司将在航空市场中担当关键的角色，金融租赁模式是航空市场的主要融资模式之一。

从动态的视角看，就国外航空市场的发展趋势看，飞机的金融租赁方式将是航空公司获得飞机的主要手段。相对轿车、轮船等运输工具的金融租赁而言，飞机的金融租赁出现相对较晚。20世纪70年代初，开始出现二手飞机的租赁。1980年，以“租赁”方式获得飞机的数量约占飞机交易市场的3%，大中型航空公司一般是以银行贷款等方式融得资金而购买飞机。但是，在此之后，航空市场的“波动”增加了航空公司的财务风险和经营风险，为降低、分散航空公司因购买飞机而产生的财务风险和经营风险，飞机的金融租赁占据了市场，并获得了迅猛的发展。1986年到1996年，全部使用金融租赁飞机的航空公司从总数的15%升至49%，而全部自己购买飞机的航空公司则从总数的40%下降至16%。从此之后，金融租赁是航空市场上的主流融资模式。

中国飞机的金融租赁市场是一个存在什么样规模和潜力的市场呢？据统计，2000年，在中国民用航空业现存的500多架飞机中，以金融租赁方式从境外引进的数量高达400多架，涉及的租赁金额大约300亿美元，每年需要支付的租金高达30亿美元，这一组数字显示了中国飞机金融租赁市场中的存量规模。但是，中国飞机金融租赁市场的潜在容量究竟多大呢？空中客车公司提供的数据表明，在未来20年中，中国大约需要1600架新飞机。根据2000年的目录价格，其价值约为1490亿美元。在这些飞机增量中，以金融租赁方式获得的比例，可参考通用电气GE的研究结论，GE的研究表明，1986年，全球只有15%的飞机是以金融租赁的方式获得，到2000年，这一比例已达40%，而且还有进一步增长的趋势。保守估计，即使按照40%的数字，在未来20年中，中国飞机的金融租赁市场规模将高达600亿美元。如果按照实际情况计算，中国航空公司80%~90%以上的飞机是以金融租赁的方式获得。按照这个比例，中国飞机的金融租赁市场至少将达到1万亿元人民币①。

毋庸置疑，中国飞机的金融租赁市场是一个具备巨大潜力的市场，是金融租赁公司竞相追逐的一个市场。

②飞机的金融租赁的核心原理

为什么飞机适合金融租赁的融资模式呢？判断一种融资模式或者资本市场

① 数据来源于徐飞：“中国飞机租赁——情况与想法”，中国企业管理文库，数据编号：K7-F49330。

运营方式是否适合某个企业或者某种资产时，唯一的判断依据是该企业或者资产是否满足其基本原理。基本原理是某种融资模式或者资本市场运营的物理属性和运作需求。如果能够满足基本原理，就可以降低风险和融资成本。飞机的金融租赁就满足了金融租赁四个方面的核心原理，金融租赁在飞机的交易中得到了普遍的应用就是一个不难理解的问题。

其一，满足金融租赁的局限性原理。飞机交易能够恰如其分地满足金融租赁的局限性原理。在物理属性上，飞机不同于厂房等固定设施，可以轻易地移动和交易，飞机的流动性非常强。飞机交易还存在规模巨大的二级市场，具备一定的市场深度和广度，变现价值较高。另外，飞机的交易金额非常高，任何一家航空公司都无法承担购买大量飞机所要求的巨额资本，增加购买飞机的数量能够明显恶化起资产负债表的状况，显著提高其资产负债率。无论是从物理属性、交易市场还是交易金额的角度分析，飞机交易都满足金融租赁的局限性原理，非常适合以金融租赁的方式进行交易。

其二，满足信用提升原理。以金融租赁进行飞机交易中的信用提升原理主要体现在航空公司方面，以金融租赁方式获得飞机能够明显改善航空公司的资产负债结构，降低航空公司的杠杆率，提高航空公司抵抗风险的能力，防止航空公司轻易陷入财务危机。

如果航空公司以经营性租赁的方式获得飞机的使用权，租金将进入成本核算，在航空公司盈利的条件下，提高杠杆率，进而提高航空公司的利润率；如果使用金融租赁方式获得飞机，根据金融租赁表外融资的属性，购买飞机的成本将不会体现在航空公司资产负债表的负债栏中，“美化”了航空公司的资产负债表；但是，如果以贷款方式购买飞机，贷款金额将全部体现为航空公司的负债，进而影响航空公司进一步融资和财务安排的灵活性。

以金融租赁的方式获得飞机，航空公司最高可以按照租赁标的物——飞机——百分之百的价格进行金融租赁，从而节省了大量的流动资金，并能保持航空公司现存的信用额度。由此可见，金融租赁的表外融资，可以最大程度地释放公司的流动资金，扩大资金来源，突破公司资本预算规模的限制。记得一位资本市场运营的高手曾经讲过，怎样才算资本市场运营的高手？答案是，使用最少自己的钱，获得大量的利润，就算是资本市场运营的高手。从这个角度讲，金融租赁可以释放资本市场运营高手的所有潜力。

基于中国的现状，金融租赁在中国的航空公司中存在更为广泛的应用空间。中国许多航空公司的资产负债率已经超过100%，以金融租赁的模式购买飞机，不但可以扩大公司的规模，占领中国高速增长的航空市场，还可以增加资金的来源，降低融资的资金成本。在一个公司的资产负债率超过100%的情

况下，难以从其他渠道获得资金，金融租赁却不受此限制，恰当地体现了飞机交易的金融租赁模式能够满足信用提升的原理。

其三，满足灵活财务安排的原理。以金融租赁的方式获得飞机，航空公司在租金支付数量、时间结构等方面可以与航空公司的现金流匹配。另外，租金支付具有一定的灵活性和调整余地，航空公司据此可以化解收入波动对财务支付的压力。航空市场是一个波动性非常强的市场，市场需求容易受到“不利消息”和“经济周期”的影响，金融租赁的租金支付在数量结构、时间结构和调整余地三个财务特征方面非常适合航空市场的内在特征①。

与国外航空公司比较，中国航空公司处于高负债、高运价、高成本的状况。根据估计，在航空公司的总成本中，不可控因素约占62.62%，而境外航空公司总成本中的不可控因素仅占41.88%。从成本的性态角度分析，以金融租赁方式获得飞机对中国航空公司而言更具现实意义和价值。

其四，满足销售管理的原理。飞机租赁具有明显的销售管理功能，飞机制造商以金融租赁的方式促进飞机的销售，能够避免应收账款的困扰，提前收回飞机的制造成本，保障飞机制造的连续性和计划性。

③一个分析框架下的飞机金融租赁

一个行业的产生、发展和繁荣，既需要公司源源不断地创造利润，又需要良好的外部生存环境。概括起来，是一个简洁明了的分析框架。它是由公司的盈利模式、行业市场结构和外生的政策环境构成，并且在它们之间存在一个递进的关系。

一个公司是否存在盈利，盈利模式是否合理，关键的问题在于它的现金流分析技术的高低，现金流分析是一个行业的关键，金融租赁业亦不例外。在金融租赁业中，现金流分析的着眼点主要存在于两个方面：其一，航空公司的现金流分析；其二，金融租赁中的融资部分的现金流分析。现金流分析的主要目的是，保证金融租赁公司的盈利能力，保证航空公司、金融租赁公司和飞机制造商的利益。换言之，金融租赁的生存和发展，取决于金融租赁公司、航空公司和飞机制造商之间的利益平衡和利益改进，是现金流分析的主要目的和任务。

一个金融租赁公司能否在其具有核心竞争力的领域生存下来，是一个问题的两个方面：其一，是一个绝对的问题，金融租赁公司需要存在盈利模式，存

① 理解航空市场的“波动性”和受到“经济周期”影响的两个例子是，“9·11”事件和中国的“非典”事件对航空公司收入波动的影响。

在核心竞争力，存在持续发展的能力，这一点是由金融租赁行业的环境和竞争程度决定；其二，是一个相对的问题，一个金融租赁公司在内部管理、风险控制、成本控制等方面优于其他金融租赁公司，这个公司才有生存的空间和环境，才能获得较高水平的盈利能力，这一点是公司内部的事情。

中国的金融租赁公司普遍面临着严峻的问题。从内部管理的角度分析，中国金融租赁公司普遍缺乏金融租赁的实质性业务，为了生存，许多金融租赁公司主要从事变相贷款，与银行信贷业务重叠和竞争，在政府的政策缝隙中不停地寻求盈利空间，没有金融租赁的盈利模式，没有金融租赁的核心竞争力。在中国严格金融控制和风险控制的环境下，金融租赁公司始终找不到自己的业务定位和盈利模式。从资本力量的角度分析，中国金融租赁公司的资本实力并不强大，甚至非常弱小，融资渠道狭小，无法开展金额巨大的标的物的金融租赁业务，例如飞机的金融租赁等。更为严重的问题是，虽然金融租赁行业是中国市场准入最为充分、进入壁垒最为低的业务，但由于金融租赁公司的盈利能力微弱，没有稳定的盈利模式，无法吸引具有雄厚资本实力的公司参与组建金融租赁公司，整个金融租赁行业惨淡经营，以经济学的语言讲，在金融租赁行业的参与约束下，没有经济主体参与金融租赁行业。

为什么金融租赁行业处于惨淡经营的状况呢？

关键在于金融租赁行业的外部环境，具体到飞机的金融租赁业务，面临的主要问题又是什么呢？

其一，融资问题。资金来源问题是困扰中国金融租赁公司发展的一个主要因素，尤其在飞机的金融租赁中，所需资金数额巨大，资金来源问题更是关键。飞机的金融租赁是一个要求巨额资本的行业，国际上几乎所有从事飞机金融租赁业务的公司，股东一般都是具有千亿美元资产的大集团、大企业。在中国的金融租赁市场上，金融租赁公司的融资对象主要是银行，缺乏其他融资渠道，没有租金的资产证券化业务。主要的问题是：一是在融资成本上，缺乏低利率的信贷扶持，融资成本较高。二是在融资期限上，贷款期限不能与飞机的金融租赁长达十余年的租期限匹配。三是在交易成本上，没有建立对金融租赁公司的资信评级制度，融资手续繁多，效率低下，融资的交易成本较高。四是融资渠道狭窄，中国资本市场并不发达，发行债券或者股票存在许多政策限制和困难，债权融资和股权融资渠道不畅，难以获得权益资本和债券资金。最后，股东没有回报途径，因而限制了股东的资本投资，没有经济主体积极参与金融租赁公司的投资。

其二，税收问题。金融租赁公司税收负担沉重，面临双重征税的问题。以经营性的飞机租赁为例，金融租赁公司交纳营业税的税基是全部租金收入而不

是收入的息差部分。但是，在金融租赁公司偿还银行的利息中，银行已经交税，如若再对金融租赁公司获得的利息征税，就出现双重征税现象。

其三，担保问题。在飞机金融租赁的国际业务中，租赁飞机的前提条件是，不管是金融租赁还是经营租赁，都必须要有银行的担保。在金融租赁中，境外融资提供者往往要求两项保证条件：中国的银行担保和飞机的抵押权；在经营租赁中，出租人要求中国的银行对承租人按时偿付租金提供担保。中国许多租赁飞机担保是由中国银行承担，相当于政府提供担保。在涉外的飞机金融租赁中，外方在合同中设计了一个“交叉违约条款”。该项条款规定，在中国所有的航空公司中，只要有一架飞机（对应一份租赁合同）的租金没有按时偿还，则视为所有的租机合同全部违约。这就使得航空公司、中国银行承担苛刻的不合理的违约风险。由于中国银行担保，中国银行要求并督促航空公司无论如何优先偿还租金，虽然没有发生一起中国航空公司的违约事件，但是增加了中国银行的担保风险，或有负债相应激增，增加了担保业务的收费，从而增加了中国航空公司的交易成本。

中国金融租赁业的发展举步维艰，始终没有走出“混乱—治理—再混乱—再治理”的怪圈，犹如中国的信托业，是国家治理整顿次数最多的非银行金融行业。但是，在“整顿治理”的同时，需要改善飞机等金融租赁业的生存环境。例如，在融资政策上，允许金融租赁公司从事飞机租赁业务，可以凭借租赁合同向政策性银行或者商业银行申请中长期贷款，银行贷款期限应尽量与租赁期限一致。金融租赁公司如果开展国产飞机的出口租赁，可以向国家进出口银行申请出口信贷。从事飞机租赁的金融租赁公司，可以吸纳公司股东和机构投资者提供的长期委托租赁基金，开展私募基金业务。经过批准，从事飞机租赁的金融租赁公司，可以发行专项企业债券、金融债券或者普通企业债券。最后，金融租赁公司还可以进行租金的资产证券化。另外，金融租赁公司以银行贷款方式从事飞机租赁，借鉴国际通行的做法，财政可以考虑给予一定的贴息优惠。再例如，在折旧政策上，金融租赁公司购买飞机，凡是符合条件的，经有关政府主管部门的批准，可以采用灵活的折旧政策，例如，可以选择双倍余额递减或者年数总和法或者其他灵活的方法提取折旧。再例如，在担保政策上，成立专门的机构，募集国家飞机金融租赁的担保基金，解决飞机金融租赁中的担保问题，降低担保的费用和成本，降低金融租赁的交易成本。再例如，在税收政策上，就税收优惠而言，税收优惠是金融租赁的一个典型特征。在美国、日本、欧洲等国家，飞机金融租赁市场发达的一个主要原因是存在一系列的税收优惠政策。例如，在美国的飞机金融租赁业务中，主要存在三个方面的税收优惠：其一，投资减税，相当于获得飞机购买价格 10% 的减税扣减；其

二，折旧扣减，出租人可享有飞机全额计提折旧的减税优惠；其三，不可追索贷款的利息扣减，出租人可将贷款利息计入其支出，税基为息差部分。就增值税而言，在飞机的出售回租中，在法律的意义上，租赁物的所有权并没有发生变化，不宜征收增值税。就关税而言，金融租赁公司从境外购入飞机，出租给中国航空公司。因为航空公司在租赁期限内是分期支付租金，海关亦需要分期征收关税，将“权责发生制”转换为“收付实现制”，避免金融租赁公司的“垫税”现象。

4. 证券资产信贷化：证券质押融资、股转债和以股抵债

证券资产信贷化的可能路径

证券资产信贷化是将证券资产转换为信贷资产的过程，其典型形式是证券抵押贷款融资。证券抵押贷款间接表现了证券资产信贷化的过程，是欧美国家惯用的资本市场运营方式，其模式已经非常成熟。

毋庸置疑，中国的资本市场还处于发展的初始阶段，资本市场并不规范、有序，在此背景下，出现了许多经典的金融创新，体现在资本市场运营上的两个最为经典的两个例子是股转债和以股抵债，它们都是证券资产信贷化的一种方式。说明某种资本市场运营单元属于何种转换形式是问题的一个方面，但是，问题并非如此简单，关键的问题是洞察、剖析和分解没有资本市场运营单元背后的经济原理和内在机理。股转债和以股抵债就是这样一个不可多得的分析样本和对象。股转债和以股抵债存在许多问题，例如，可行性、套利空间等。换言之，股转债和以股抵债是资本市场存在一定缺陷条件下的创新。从一定意义上，这印证了金融创新的动机理论：金融创新是充分利用金融制度缺陷的创新，是改进金融市场有效性的一个过程。

一个非常有趣的事情是，从股转债的提出到以股抵债方案的实施，充分体现了方案的经济性和公平性的内在冲突，没有其他更好的金融创新案例能够比“股转债”和“以股抵债”全面地说明这种冲突问题。

从经济的意义上讲，以股抵债是一个解决上市公司控股股东拖欠上市公司资金问题的最佳选择。但是，在股权分置的市场条件下，在控股股东拥有绝对话语权的背景下，这个方面却面临着强烈的公平问题。

为什么会有此类所谓的公平问题呢？其根源在于中国资本市场的转型之中。毫无疑问，中国的资本市场正在面临着转型之惑，在此过程中，处处充满经济利益的冲突并不是一件奇怪的事情。

在此之前的资本市场，是一个“博傻”的市场，没有投资者关注股票的内在价值，没有投资者在意上市公司的治理结构是否完善，没有投资者注意市场是否存在欺诈、谎言和信息披露不实，亦没有投资者追问市场的欺诈者是否遭受应有的惩戒。投资者最为关心的问题是，我不能成为一个最傻的人，不论股票的内在价值为几何，只要有人愿意以更高的市场价格接受和购买我手中的股票，我就愿意投资没有或者几乎没有内在价值的股票。

在这种情况下，不是投资者非理性，所有的投资者都是理性的。但是，所有的投资者构成的集体却是非理性的。这就是所谓的经典的“囚徒困境”的内在含义。

问题是，这样的一个资本市场的存在和繁荣，需要一个经济条件：不断有更多的人和资金参与到这个市场中。当不能满足这个条件时，许许多多的人就成为“输家”和“最后的一个傻人”，由此导致市场投资者预期“情况不妙”，进而退出市场。一旦如此，市场就会“全然塌陷”。

以这种方式“盈利”的资本市场已经不复存在，投资者必然追求资本市场的内在价值，其内在价值存在于上市公司盈利的增加和对投资者的实实在在的利益回报，终极目标是获得上市公司稳定的现金分红，“多鸟在林不如一鸟在手”的故事符合投资者的逻辑要求，这亦是中国资本市场正规化、成熟化、价值化的必然逻辑结果。

这个转型还在继续，也许需要一段时间。

在这段市场内，没有从一个“博傻”市场全身而退的投资者，在这个资本市场的转型中，对于自身利益的维护，就体现在股转债和以股抵债的经济利益冲突中。

当投资者“回顾”和“追溯”资本市场的“原罪”时，他们感觉到“强烈的公平”冲突是一个再自然不过的事情了。资本市场需要发展，在发展中解决问题是一种最佳选择。当然，并不排除“资本市场原有的运行机制”对未来资本市场的借鉴、警示作用和意义。

这样的一个分析样本，浓缩了中国资本市场的过去、现在和未来，值得仔细咀嚼和玩味。

如何展开本节呢?

为了全面展现证券资产信贷化的各种转换形式，本节以证券抵押融资问题为分析的起点，而且将分析的主体对象限制在券商。在此基础上，下面的分析按照如下逻辑展开：首先，在一个融资分析框架下分析了证券公司的证券抵押问题；其次，分析了股转债的可行性问题，并由此引申出以股抵债的方案；再次，分析了以股抵债的合理性条件，从经济角度证明了以股抵债方案的逻辑完美性；接着提出了以股抵债在中国资本市场上的典型套利过程；最后，在中国股权分置的资本市场上，分析了在设计“股转债”方案方面所存在的利益冲突问题，并提供了一个典型的官方样本。

图 5.4 为证券资产信贷化的框架图。

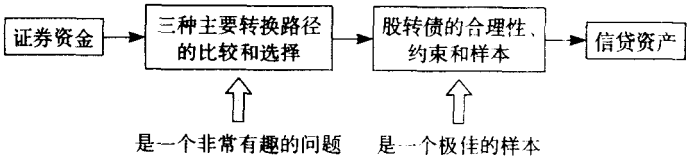


图 5.4　证券资产信贷化的框架

证券公司融资渠道分析框架下的证券抵押融资

证券公司的融资问题在 2002 年表现得尤其强烈，拓宽证券公司的融资渠道成为解决证券公司问题的主流呼声，似乎证券公司的所有问题在于融资渠道的狭小，证券公司的出路在于扩展其融资渠道。并且将拓宽证券公司的融资渠道视为证券市场的重大利好消息，是解救已经陷入泥潭的证券公司的一剂良药。现在看来，将拓宽融资渠道作为解决证券公司问题乃至资本市场问题的做法是一个“本末倒置、缘木求鱼”的措施。

证券公司是一个中介机构，而不是一个主体投资机构，在证券公司自营股票业务规模不断扩大的过程中，拓宽证券公司的融资渠道导致其杠杆率的不断提高，进而在证券公司的层面上积累大量的风险，这个措施不是在化解风险，而是在集聚风险。证券公司的风险容易传至整个金融市场，如果能够控制证券公司的融资渠道，降低中介机构的杠杆率，就可以提高整个金融系统的安全性。

那么，证券公司的资金如何解决？其实问题很简单，中国证券公司不是缺乏融资渠道而是缺乏资本，不是没有资金来源而是想方设法提高其杠杆率。谁都知道，在公司杠杆率不断提高的过程中，公司就存在严重的“道德风险”，

证券公司亦不例外，而且问题更加严重。一个值得关注的问题是，谁最有动机提高公司的杠杆率，显然是已经接近破产边缘的公司，拓展这类公司的融资渠道，违反了金融市场的基本原则。

但是，中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）还是在2000年2月2日公布了《证券公司股票质押贷款管理办法》（简称“办法”），以此拓宽证券公司的融资渠道。

该办法规定，允许满足条件的综合类证券公司用手中所持“绩优”股票作质押，向商业银行进行为期6个月的贷款，规定的质押比率最高为60%。

在允许证券公司以自营证券作质押向商业银行申请抵押贷款的融资中，证券公司向银行申请抵押贷款的程序比较复杂，从立项申请、资信调查、逐级上报、审批下达、证券冻结到资金拨付，周期相对较长，一般超过一个月。由此可见，证券抵押贷款主要是满足证券公司的长期资金需要，其目的是遏制证券公司对股票的短期炒作行为。在此件事情上，注意到潜在的背后的风险，证监会显得非常谨慎。

一种融资模式或者资本市场运营方式的优劣，取决于两个条件：其一，融资的资金成本的高低；其二，融资的难易程度。

从融资的资金成本的角度分析，抵押贷款的年利率一般不超过6%，在当时的条件下，6个月至1年期的银行贷款利率为5.85%，1~3年期贷款利率为5.94%，相对委托理财一般8%和10%之间的资金成本，证券抵押贷款的资金成本相对较低。在融资的资金成本上，证券抵押贷款不失为一种良好的融资渠道选择。

从融资的难易程度分析，证券抵押贷款是否是一种较好的融资渠道，决定于是否会满足以下两个条件中的一个：其一，如果对欲质押的自营证券直接进行冻结，被冻结证券在冻结期内不能买卖，证券公司用于质押的证券如果可以是非流通的证券（例如法人股）或者暂不流通的证券（例如法人股转配部分、暂停上市的流通股），在此种条件下，证券公司才能盘活存量资产，证券公司才有经济理由进行抵押贷款融资；其二，如果对欲质押的自营证券不直接进行冻结，只对欲质押的自营证券的账户进行冻结，允许账户内的证券进行买卖，而禁止账户内证券的转托管、再抵押或者资金的转移，在贷款到期时，如果证券公司不履行还本付息的义务，进行贷款的商业银行就有对被冻结账户的处置权，证券公司在此种条件下拥有充分的自由权，亦有经济理由进行证券抵押贷款。如果两个条件均不满足，证券公司丧失处置自营证券的自由权，容易导致错失交易证券的最佳时机，此时，证券抵押贷款并不一定是一种较好的融资渠道选择。因此，满足两个条件之一时，证券抵押融资方式才是一种较好的融资渠道。

另外，根据规定，进行证券抵押融资的证券公司还需要满足以下条件：①资产具有充足的流动性；②其自营业务符合证监会规定的有关风险控制比率；③已按证监会规定提取足额的交易风险准备金；④在近一年内经营中未出现重大的违规违纪行为，现任高级管理人员和主要业务人员无任何重大不良记录；⑤上一年度公司经营正常，未发生经营性亏损；⑥未挪用客户交易结算资金。

细数中国的证券公司，几乎没有证券公司能够满足以上条件，证券抵押贷款融资并没有成为证券公司的主要资金来源。从现在频频出事的证券公司所披露的资料来说，证券公司的资金主要来源于委托理财。

设想一下，如果证券公司的主要资金来源于银行的抵押贷款融资，那么，问题将比现在更加严重、更加棘手。

现在的证券公司行业，不是一家两家证券公司的问题，而是整个行业的问题，是资本市场的整体环境问题。无论是拓展融资渠道、注资，还是银行资金通过证券公司间接救市，其目的是挽救资本市场、挽救证券公司、挽救资本市场投资者的信心。但是，不要忘记，证券公司只是资本市场的中介，在一个缺乏投资者和优良上市公司的资本市场中，维持、挽救一个金融中介机构的意义又何在？

曾经的设想："股转债"

在短短十几年里，中国资本市场迅速发展到1000多家上市公司，上市公司的总股本超过5000亿。但是，基于初始条件时历史局限的方案设计缺陷，中国的资本市场存在先天性的制度性缺陷：其一，在制度方面，将上市公司的股份划分为国家股、法人股、外资股和个人股，除个人股在市场上流通外，其他类型的股份均不流通，形成不合理的股本结构，由于此种划分，延伸出恶性"圈钱"和"先天的治理缺陷"问题，凡此种种，股权分置由此成为中国资本市场进一步发展的主要障碍。其二，中国股份制发展初期，由于经验不足，许多上市公司的股份制改造并不规范，有些甚至并未出售非经营性资产，普遍存在国有控股股东非法占用上市公司资金和资产的现象，关联交易层出不穷，致使许多上市公司的股本"大而虚"，资产质量明显不高。其三，国有股股东的代表没有激励监督、管理和改进上市公司的治理结构，许多上市公司的治理结构明显存在缺陷，股东大会、董事会、监事会形同虚设，没有发挥应有的作用。问题不仅仅是董事会、监事会出现了问题，更重要的是股东或者股东大会出了问题，这才是中国上市公司和资本市场的根本性缺陷。

在此背景下，为了中国资本市场的进一步发展，必须想方设法解决以上种

种问题。现实方案的选择必须能够同时实现下面三个方面的目标才是一个可行的、经济的方案。

其一，实现国家股、法人股的全流通。

其二，在实现全流通的基础上，方案设计能够保证上市公司业绩的提升和公司治理结构的改善，为中国资本市场的健康发展创造必要的条件，为资本市场有效性的提高创造必要的条件。

其三，改善国有控股股东的行为，在国有资产退出竞争行业的背景下，有序地进行国有资产的退出。

在此种条件和背景下，国家股退出股票市场而进入债券市场的“股转债”模式就成为实现这些目标的一个主要手段。“股转债”模式可以减少上市公司的非流通股和股本总额，进而相对提高上市公司中可流通股的比例，为最终实现上市公司股本的全流通计划创造条件和空间，同时可以提高上市公司的治理结构，解决上市公司治理结构不完善的问题。另外，“股转债”实施之后，债券总有一个还本付息的期限，无论是短期还是长期，在上市公司偿还完毕债券的本息之后，国有股自然就最终从上市公司中退出。分析到此处，“股转债”同时实现了这三个目的：国有股、法人股的全流通，治理结构的改善以及国有股（资产）的退出。从经济原理上讲，“股转债”还是一个不错的选择。

为了最终实现“股转债”的终极目标，具体的手段包括以下四种：一是上市公司进行股票回购，股票回购后注销，由此，国家股退出上市公司总股本；二是上市公司通过发行中长期专项企业债券，一次性偿还国家“股转债”的资金；三是由上市公司逐步偿还“股转债”的本息；四是上市公司通过增发和配股，一次性偿债“股转债”资金。在四种实现“股转债”模式的具体手段中，第三种最为可行。因为增发、配股获得资金存在障碍，许多上市公司没有增发、配股的资格。另外，上市公司回购国有股不存在大规模实施的条件，因为大多数上市公司因几乎没有盈利能力而缺乏回购的必需资金。上市公司发行中长期专项企业债券，即使不存在发债条件的限制，可是哪位投资者又会买这种债券呢？根据资本市场的条件，最可行的是第三条路径，其余的路径和办法都是空想，没有可行性。第三条路径在实现“股转债”目标的同时，可以解决资金来源问题。

即便在这个最有可行性的第三条路径中，国有股在转换为债券的同时，企业能否逐步偿还“股转债”的本息还是一个巨大的疑问。

在理论上讲，“股转债”是一个非常理想的选择。但是，如果上市公司破产或者资不抵债，那么，“股转债”的本息就无法偿还。为此，为了维持第三条路径的“畅通”，为了保证实施“股转债”的上市公司能够存在较高的概率

偿还“股转债”的本息，最可行的第三条途径需要对实施“股转债”的上市公司提出非常苛刻的条件。

其一，最近三年无亏损记录，且最近一年净资产收益率不低于8%，公司存在发展的空间，保证以后有能力偿还“股转债”的资金。

其二，实施“股转债”的上市公司，在“股转债”后其资产负债率不高于75%，否则上市公司的财务风险太高。

其三，为了大规模地推行“股转债”和保证“股转债”的基本可操作性，从有利于降低交易成本的角度讲，申请企业股转债的额度不得低于1亿元人民币。

其四，经常性货币资金数额应保持不低于发债总额的15%，保证“股转债”的上市公司具备基本的持续运营能力。

其五，具备不低于回购总额20%的自有准备金。

如果国家想要保证“股转债”的本息存在收回的可能性，就需要“股转债”的上市公司满足以上五个方面的条件。但是，几乎没有一家上市公司能够满足。此为“股转债”的最大两难困境。这样，即使存在最大可行性的路径同样亦被证明并不可行。

但是，有没有其他可行的路径呢？一个延伸就是，如果国家原本就欠上市公司的资金，由此可以相互抵消，国家就没有收不回“股转债”资金的可能性，全部问题就解决了，由此亦就产生了一个完美的“以股抵债”的方案。在经济逻辑上，这真是一个完美无缺、左右逢源的方案。

“以股抵债”的合理性条件分析

“以股抵债”方案①可以视为证券抵押融资的一个延伸，更是“股转债”的延伸，而且是一种更具技巧性和经济性的资本市场运营形式。唯一的缺陷是，其实施的经济条件非常苛刻。但是，在中国资本市场上，由于历史的原因，苛刻的经济条件要求却不是一个难题，能够随处可得满足实施“以股抵债”条件的上市公司。

在中国资本市场上，“以股抵债”具有特别的功能，如果处理得当和定价合理，“以股抵债”将成为一种非常有效的资本市场运营形式，是符合中国资本市场实际情况的金融创新。

---

① 所谓“以股抵债”，是指上市公司以其控股股东“侵占”的资金作为对价，冲减控股股东持有的上市公司股份，被冲减的股份依法注销，这一过程是一个典型的证券资产信贷化的过程。

在逻辑上，“以股抵债”方案从完善、提高和解决上市公司的治理结构、治理效率和控股股东所有者缺位条件下的“拖欠问题”开始，最终能够实现三个方面的目标：公司治理效率的提高、股权分置问题的解决和资本市场有效性的增进。在各种方案比较中，“以股抵债”具有明显的优势。

在经济意义上，选择“以股抵债”方案同时解决了两个方面的问题：国有股能够成功退出、上市公司存在资金实力和来源实施“以股抵债”方案，其存在经济比较优势。另外，“以股抵债”并不存在实施上的法律障碍。

无论是从哪个角度分析，“以股抵债”是一个完美的选择。但是，在这个完美的逻辑选择中，关键性的一环是“以股抵债”的定价问题，该问题直接决定“以股抵债”方案实施的成败。

为什么说定价问题是一个关键性的问题呢？

试想，“以股抵债”的定价过程不是一个充分竞争的过程，亦没有一个执行定价功能的市场。在定价过程中，遵循的是“投票规则”，而不是“经济规则”，以“政策程序”替代“经济规则”，岂能找到一个“合理的定价”？

从逻辑和经济的视角分析，“以股抵债”方案完美无缺，是一个适宜的金融创新，如果能够恰当协调国有股股东、法人股股东和流通股股东之间的利益问题的话。

为什么是如此呢？

首先，上市公司需要完善治理结构和提高治理效率。

在中国的资本市场上，上市的公司几乎全部是从国有企业改制而来。国有企业的上市都是以原有净资产的评估价值确定股份，流通股投资者却以市场价格购买股票，形成了同股不同价，造成了中国资本市场上的股权分置现象。股权分置现象的存在，导致了公司治理结构的畸形、一股独大、再融资方案损害流通股股东的利益等一系列问题，阻碍了中国资本市场的进一步发展。并且，在上市公司中，国有股的存在，致使投资者存在一个幻觉，国家对上市公司负有不可推卸的责任。在上市公司出现问题以后，国家或者政府对上市公司的经营、管理和盈利负有责任。在此条件下，资本市场上的流通股股东并不真正关心上市公司的治理结构、治理效率和管理水平问题，并且没有动机获得上市公司的真实信息。强化上市公司的治理机制、提高治理效率和披露真实信息成为证券监管部门和国有资产管理部门的独家责任。中国上市公司的问题可以归咎于董事会的问题，信息披露的问题，监管部门的问题，更是股东的问题。为了改变这种情况，提高中国资本市场的效率和质量，减轻国有资产管理部门和证券监管部门的责任，修正股东的行为就成为中国资本市场的一项关键性的任务和目标。

修正股东的行为是整个问题的核心，如何修正？怎样才能实现这个目标

呢？其一，为上市公司引入新的股东；其二，减少国有股在上市公司中的数量。如果具体到操作方案，实现这个目标存在许多途径，例如，可以在一定条件下实施不同性质股票的“全流通计划”，进而逐渐减持国有股；例如，可以将国有股转让给非国有的法人；再例如，可以将国有股转换为优先股，诸如此类，不一而足。

但是，在终极目标上，在国有资产管理部门的监管能力有限和激励约束机制存在缺陷的条件下，减少上市公司中的庞大国有资产数量就成为一定条件下的必然选择，是所有问题中的核心，是修正股东行为的一种路径选择，亦符合中央的关于国有资产“有进有退、有所为有所不为”的战略部署。

其次，在控股股东所有者缺位条件下，上市公司的国有控股股东对上市公司形成了大量的“拖欠问题”。

中国国有企业在改制上市时，国家没有专门的机构管理国有股，一般的改制上市模式是将原有企业的一部分资产出售上市，其余部分改制成为集团公司，代表国家作为大股东持股、控股上市公司。国有企业改制上市，所出售的上市资产一般都是企业的优质资产，公司上市后又能得到发行股票所获得的大量资金，生产条件和员工待遇都得到了明显的改善。与此同时，集团遗留的员工和劣质资产，与上市公司形成了鲜明的对照。因此，集团公司作为控股股东，基于平衡各种利益关系和自身利益的考虑，在控股股东所有者缺位的条件下，在股东大会缺乏制约的条件下，在法制并不健全的条件下，国有控股股东以自身的控股优势，从上市公司抽调资金或者以关联交易转移利润等问题就不可避免地出现，由此损害了上市公司和上市公司非控股股东的利益。

国有控股股东大量拖欠上市公司资金的问题已经成为中国资本市场的一种普遍现象，虽然证券监管部门不断出台各种措施以求解决这一难题，但是各种政策收效甚微、乏善可陈。

再次，“拖欠问题”造成了严重的后果，直接阻滞了中国资本市场的进一步完善和功能的进一步提升。

上市公司的控股股东拖欠上市公司的资金严重影响了上市公司的利益。在中国惯用的改制上市模式中，控股集团一般是由不良资产组成，偿还拖欠上市公司的资金几乎没有可能和希望。因而，拖欠问题致使上市公司缺乏资金，上市公司的发展举步维艰。更为严重的问题是，拖欠问题损害了流通股股东的利益和公司中小股东的利益。在一个日趋理性的资本市场上，为了避免再次成为“羊入虎口”，为了规避再次成为控股股东“圈钱的对象”，流通股股东和非控股股东开始从资本市场上撤出，由此导致资本市场资金来源的萎缩和枯竭，资本市场失去了缺乏长期发展的动力、条件和保障，其功能日益短缺、衰竭和微

弱。为此，解决资本市场的存在和发展问题，解决控股股东拖欠上市公司资金的问题已经刻不容缓、不容拖延，并且能够杜绝此类事情的再次发生。但是，解决“存量”问题比“增量”问题更为棘手。

最后，在所有的方案比较和选择中，“以股抵债”是一个“占优选择”。

从上面的分析可以看出，上市公司的治理结构和治理效率问题迫切需要解决。在解决治理结构和治理效率问题的同时，还需要解决控股股东的拖欠问题，其主要目的是从根本上一劳永逸地解决资金拖欠问题的形成机制并不断提高上市公司的治理结构和治理效率。

单纯解决上市公司的治理结构和治理效率问题存在许多方案，例如，一定条件下实施全流通计划，或者将国有股转让给非国有的法人，或者将国有股转换为优先股，从而达到修正股东行为的目的。

单纯解决拖欠问题同样存在许多方案，例如，控股股东变卖资产偿还拖欠的资金，证券监管部门制定严格的管理制度和规则防止再度发生拖欠问题等。

但是，能够同时解决两个方面问题的手段却是“以股抵债”方案，该方案将两个问题的解决完美地、恰当地结合起来了，可以算作是一个天衣无缝的方案。

一个补充：并不存在严格的法律障碍。

“以股抵债”方案的实施，不仅需要经济逻辑和技术上的完美性，而且没有实施上的法律障碍。在原则上，“以股抵债”方案并没有实施上的法律障碍。但是，可能与证券监管部门的规章存在一定的冲突，例如，证监会是否允许上市公司的控股股东以股票偿还其拖欠的资金。

问题的核心：定价问题。

从方案的目标来讲，“以股抵债”方案是一个完美的选择。但是，在实际操作中，面临的一个关键性问题是，以股抵债的价格如何确定？净资产定价、未来现金流定价还是其他？也许，问题并不在以股抵债的本身，而是在于定价过程中的利益划分和平衡，因为“以股抵债”方案的实施不是一个市场过程，而是一个“公共选择”的过程。“公共选择”不是解决价格问题的恰当机制。

“以股抵债”方案中的套利效应

套利效应①是金融市场上的免费午餐，每一位金融家、资本运营者都梦寐以求地追求金融市场上的套利机会。华尔街曾经不惜重金聘用“导弹物理学

① 套利效应是指交易者在金融产品的不同时间、不同地点、不同金融产品的组合之间进行低价买入和高价卖出，并且金融产品价格的变化不会影响到买入和卖出之间的差价，到期时进行结算还能获得其差价。套利交易没有风险，还能获得收益。

家”、“天文数学家”等懂得高深数学的专家，以各种精巧、复杂的金融模型探求金融市场上的套利机会，这群学者、专家还有他们创造的模型被俗称为“金钱机器”，含有“机器一开，金钱滚滚进”之意。

套利机会来自何处呢？主要的观点是，市场定价错误形成了套利机会，故有套利效应是对市场定价错误的修正之说。

从动态的角度分析股权分置条件下非流通股东的套利行为是一个非常有趣的问题。“套利”是金融中的免费午餐，经济学的假设前提是所有的行为主体在信息充分的条件下都是理性的，因此经济中没有免费的午餐。但是，现实条件并不满足经济学的假设前提，免费的午餐会在两种条件下出现：其一，基于知识和信息缺陷所造成的定价错误；其二，基于制度缺陷所造成的套利空间。“以股抵债”方案中的套利机会与其说是定价错误，还不如说是中国资本市场股权分置条件下的固有缺陷。

在中国资本市场的制度条件下，存在明显的基于制度缺陷所造成的套利空间。实施 IPO 或者配股或者增发和“以股抵债”方案构成了一个完美的、明显的非流通股股东的制度性套利循环。

对于上市公司而言，“以股抵债”方案的“流通股股东财富的增加效应”不但具有不确定性，而且还是一个表面现象和海市蜃楼般的幻境，而非流通股股东可以通过一系列的资本市场运营从上市公司中源源不断地获得高额没有风险的套利收益，这种套利收益不是来自于诺贝尔经济学奖获得者米勒教授所说的金融市场的定价错误，而是来源于中国资本市场的制度缺陷，资本市场的股权分置为非流通股股东的“套利”行为提供了制度基础。

2004 年 7 月 28 日，“以股抵债”试点终于正式启动，“试点”的意图非常清楚，目的就是国有股的减持和解决上市公司控股股东的资金拖欠问题。首家实施“以股抵债”试点的上市公司是湖南电广传媒股份有限公司（简称“电广传媒”），其控股股东是湖南广播电视产业中心（简称“湖南广电”）。

“以股抵债”试点的启动，存在诸多“阳谋”理由，诸如，许多上市公司的控股股东缺乏现金清偿能力，“以股抵债”为解决它们侵占上市公司的资金问题提供了现实选择的途径和空间；“以股抵债”可以解决上市公司的治理结构问题；“以股抵债”可以增加流通股股东的财富效应。诸如此类，不一而足。

但是，“以股抵债”对上市公司的财富增加效应或者流通股股东的财富增加效应并不像传说中的那样美好。相反，这种方案为上市公司的非流通股股东提供了一条新的盈利思路——基于制度缺陷的无风险套利。姑且不论“以股抵债”方案的公平性和效率性，其实施过程中的套利就说明了中国资本市场存在制度缺陷。既然上市公司的控股股东能够在实施“以股抵债”方案的过程中获

得套利收益，那么，他们自然存在强烈的动机和理由进行“以股抵债”的试点。

①企业上市的套利过程

在中国股权分置和存在二元结构的资本市场上，实行“以股抵债”，在理论上能否形成一个新的企业上市盈利思路？依赖于既定的制度设定，下面的分析以A公司为例来说明这个问题。

高溢价的上市发行。A公司在上市（或者在增加新的流通股）以前，其每股净资产为A_0元，总股本为N_0，通过IPO高溢价以每股P_1元发行（包括配股增发）N_1股，A公司上市（或者在增加新的流通股）以后，A公司的每股净资产从A_0增加到A_1，$A_1=\dfrac{A_0\times N_0+P_1\times N_1}{N_0+N_1}$，且$A_0<A_1<P_1$。

实施“以股抵债”降低持股比例。在A公司上市后，经过一段时间的经营，每股净资产没有增加。其控股股东由于侵占A公司的资金，假定能够实施“以股抵债”方案，需要以每股净资产A_1的价格抵偿N股。结果使得该非流通股的控股股东在A上市公司中的持股比例下降。同时，该控股股东A从资本市场上实现增值收益R_0：

$$R_0=\left[A_1-\frac{A_0\times N_0}{N_0+N_1}\right]\times N$$

以净资产价格向控股股东增发。“以股抵债”将提高上市公司A的净资产收益率。净资产收益率是上市公司是否具有配股资格的主要条件，在实施“以股抵债”方案提高了净资产收益率之后，假定此时上市公司A具备了配股资格，那么可再向控股股东以低溢价的价格实行定向增发N股非流通股。假如以当时的净资产价格A_1发行，A公司再以$A_1\times N$的资金收购非流通股控股股东的资产。在此种条件下，上市公司A的控股股东持股比例又提高到原来的水平。

高溢价增发流通股。A可以再以高于净资产A_1的价格P_2向流通股股东进行增发N_2数量的流通股，因为实施了增发，上市公司A的每股净资产将上升到A_2，

$$A_2=\frac{A_0\times N_0+P_1\times N_1+P_2\times N_2}{N_0+N_1+N_2}$$

其中：

$$A_1<A_2<P_2$$

“以股抵债”降低持股比例。假如A上市后每股净资产没有增加，控股股

东对 A 拖欠资金以后，再次实施“以股抵债”方案，再次以 A_2 的价格抵偿 N 股，A 公司控股股东的持股比例将下降，同时，A 公司控股股东从资本市场实现增值收益 R_1。

如果上述步骤得以持续，在理论上，A 公司的控股股东则可以不断地从资本市场实现收益 R_0、R_1 等等。

以上步骤是否可以一直持续下去。控股股东在什么条件下才能继续进行“套利交易”呢？

向流通股股东的发行价格高于每股净资产而向非流通控股股东的“定向增发”和“抵债”依据每股净资产——股权分置——的条件是套利交易的基本经济条件，唯有如此，上市公司的控股股东才能在“定向发行”和“抵债”之间获得无风险的套利收益。如果实施无限制的市场准入，竞争的结果是向流通股股东发行价格的不断降低，最终将会接近于公司的净资产，进而，这一无风险的套利过程就不复存在。因此，这个套利过程存在两个基本的经济条件：股权分置和公司上市的市场准入限制。

②电广传媒的套利收益模型

根据上面的套利交易模型，可以分析资本市场上首家实施“以股抵债”方案的“电广传媒”的非流通股股东的套利收益情况。

以最先实施“以股抵债”方案的“电广传媒”为例，截至 2004 年 6 月 30 日，“电广传媒”的控股股东“湖南广电”通过其下属或者关联单位，占用上市公司资金本金 5.006 亿元，按照三年期银行存款利率计算的资金占用费是 3863 万元，两项合计确定的“以股抵债”的资金总额为 5.392 亿元。实施“以股抵债”的股票价格为每股单价 7.15 元，略高于其半年报显示的每股净资产 7.123 元，用以抵债的股份数量为 7542 万股①。

在实施“以股抵债”方案之后，“湖南广电”的持股比例从 50.31% 下降至 35.92%，仍然是上市公司的第一大股东，是上市公司的相对控股股东，而非绝对控股股东。

但是，在上市之前，“电广传媒”的净资产是 1.35 亿元，每股净资产是 1.25 元。1998 年，“电广传媒”以每股 9.18 元的价格发行了 5000 万 A 股，融资 4.59 亿元。2000 年 11 月，“电广传媒”以每股 30 元的价格增发 5300 万新股，再次融资 15.9 亿元。

---

① 资料来源于罗霄：“电广传媒捷足先登首家‘以股抵债’试点方案出台”，《经济日报》，2004 年 7 月 29 日。

以此计算，流通股股东投入总共20.49亿元，按照当时的3.36亿股的总股本计算，在“电广传媒”平均每股净资产7.12元中，其中6.1元来源于流通股股东的贡献①。非流通的大股东仅仅以1.35亿元发起设立了股份有限公司，然后转移、挪用了股份有限公司5.006亿元的现金，再以其持有股权部分的44.6%来抵偿这部分债务，盈利丰厚不言而喻②。

“电广传媒”的“以股抵债”方案，只是完成了上述五步中的前两步。即使这样，“湖南广电”相当于以6000万元的实体资本，获得了5亿元的现金，收益率怎算不高呢？

但是，“以股抵债”方案存在一个令人迷惑的地方是，上市公司的控股股东还存在另外一个更好的选择：将这一部分股权转让给第三方而不是向上市公司抵债，按照资本市场的情况，转让价格一定会高于每股净资产，即控股股东的非流通股转让溢价，这一方案相对于“以股抵债”方案是一个占优选择，因为转让溢价的存在。在该案例中，问题就是，“湖南广电”若向第三方出售这一部分股权，以当时国有资产的转让都是在净资产的基础上溢价的情形计算，似乎能够以更少的股份就可以获得5.392亿元的资金偿还上市公司。“湖南广电”为何不这样操作呢？

在中国的资本市场上，收购上市公司股权的收益主要来自三个方面：其一，收购控股权之后，获取上市公司的经营收益；其二，收购控股权之后获得的制度收益，例如，股权分置条件下流通股股东的利益向非流通股股东输送转移的收益；其三，在不能取得控股权的条件下，由于上市公司的经营业绩优良而获得的现金分红收益。如果“电广传媒”的控股股东不转让其控股权，受让非流通股股份的第三方只能获得第三种收益。然而，“电广传媒”2003年的净资产收益率为1.99%，还没有当时的一年期银行存款利率高，因此，第三种收益并不能吸引潜在的非流通股的受让者，何况这点收益还不完全是“现金红利”。如果转让控股权，对“电广传媒”的控股股东而言，还不及实施“以股抵债”方案获得的收益高。原来，全部的奥妙在于“控股权收益”③。

据此，在“以股抵债”的操作过程中，一个关键的问题是，实施套利交易

---

① 如何求得6.1元呢？它等于20.49/3.36，单位为亿。

② 如何求得44.6%呢？实施“以股抵债”前后，“电广传媒”的总股本从3.36亿股减少到2.6亿股，其控股股东“湖南广电”的持股量从1.69亿股减少到9357.898万股。据此，（1.69－0.9357898）/1.69＝44.6%。资料来源于夏晓柏：“‘电广传媒’试水以股抵债”，《市场报》，2004年8月3日。

③ 读者需要仔细考虑一下“控股权为什么会有收益”这么一个有趣的问题。

的主体——控股股东——一定牢牢控制上市公司的控股权。如果保持无风险套利交易在一定条件持续下去，上市公司的控股权就不能发生转移，而且其他非流通股东所占的股权比例越少越利于操作。一个值得注意的问题是，如果政策条件允许，“湖南广电”在实施“以股抵债”方案后，对上市公司的控制能力并没有因此而减弱，实施进一步的套利交易完全存在可能。

③套利交易是一个共赢格局吗

上市公司的控股股东在提出了“以股抵债”方案解决控股股东的拖欠问题之后，为了促使流通股股东接受“以股抵债”方案，提出了“以股抵债”方案的共赢格局假说。该假说的主要内容是，“以股抵债”方案的实施减少了上市公司的总股本，提高每股盈利和净资产收益率，上市公司剩余股东①（包括流通股东）的权益得以提升，在资本市场的市盈率一定的条件下，剩余股东的股权价值增加了，尤其是流通股的价值得到提高。由此可见，在“以股抵债”方案中，不仅上市公司的控股股东获得了可观的利益，而且其他的剩余股东，包括其他的非流通股东、流通股股东，都能从“以股抵债”方案中获得利益。所以，在这个过程中，没有哪个股东遭受利益损害，“以股抵债”的套利交易模型是一个共赢交易。

不错，在一定的条件下，可以认为这个套利交易是一个共赢交易。但是，需要格外注意的是“在一定条件下”。“一定条件”又是一个什么条件呢？其需要两个条件：其一，上市公司的经营与盈利情况在实施“以股抵债”方案前后不能发生不利的变化，不能出现“业绩大幅滑坡的现象”，不能出现“财务报表的脸色突变”；其二，二级市场上的市盈率如果不能攀升的话至少能够维持原来的水平不变。

但是，上市公司的经营、盈利情况在此前后没有发生不利变化吗？

从会计报表的角度分析，在实施“以股抵债”方案之后，公司的总股本、总资产、股东权益均随之减少，而公司的负债、盈利等会计指标均没有受到影响。对于盈利为正的上市公司而言，因为分配基数的减少，每股收益、净资产收益率等指标随之相应提高。

以“电广传媒”为例，在实施“以股抵债”方案之后，总股本从33592万股下降为26049.9万股，每股收益从0.093元上升为0.12元，每股净资产从7.123元下降为7.118元，净资产收益率从1.31%上升至1.69%，资产负债率从49.73%上升为55.18%，以原市场价格计算的市盈率从原来的48倍下降到

① 剩余股东是指除控股股东之外的其他股东。

36 倍①。

但是，对于另外一个实施“以股抵债”方案的上市公司“莲花味精”而言，因为前一个年度的净利润为负，所以每股收益从 -0.16 元下降到 -0.29 元，净资产收益率从 -7.50% 下降到 -13.19%，资产负债率从 58% 上升到 71%，公司短期偿债风险的流动比率、速动比率指标分别降到了 0.76 和 0.65②。

从静态的角度分析，实施“以股抵债”方案的共赢格局依赖于初始的盈利而不是亏损。

从财务角度分析，“以股抵债”方案是一个增大公司财务杠杆的过程。从静态的角度分析，如果公司存在盈利，“以股抵债”方案的实施将提升上市公司的财务杠杆，财务指标存在改善的情况；如果上市公司存在亏损，在“以股抵债”方案提高了上市公司财务杠杆的条件下，财务指标会明显恶化。从动态的角度分析，在实施了“以股抵债”方案之后，上市公司的债务情况明显恶化，上市公司的经营风险明显提高，没有理由说明剩余股东在该方案实施以后获得收益。而且，在上市公司实施以股抵债后，控股股东的责任降低，上市公司存在的问题将暴露出来，剩余股东的利益将受到损害。

另外，实施“以股抵债”方案之后，市盈率能否维持原来的水平还是一个疑问，2005 年的市场平均市盈率与 2004 的相同指标就不能同日而语。

“以股抵债”的共赢格局可能是一个虚假的模型。从静态的角度看，只不过是一个提高财务杠杆的过程，更为严重的问题是，从静态角度分析这一问题本身就没有意义。从动态的角度看，实施以股抵债能否实现共赢，取决于公司的未来盈利水平。另外，还依赖于市盈率至少能够维持原来的水平。

一个“以股抵债”的官方样本

无论如何，以实施“以股抵债”而闻名的“电广传媒”将成为中国资本市场运营中的一个经典案例。不仅因为“电广传媒”是第一家实施“以股抵债”的上市公司，更为重要的问题是，在“第一家”的背后隐含着中国资本市场上存在的典型套利空间、同股不同价、股权分置等深层次的问题。分析股权分置问题的危害，一个“电广传媒”样本就足够。

作为“电广传媒”控股股东的“湖南广电”，在资本市场运营过程中，在

①② 数据来源于吕爱兵等：“以股抵债：大股东开启财富新大门”，《财经时报》，2004 年 8 月 9 日。

时间拿捏、利益平衡、把握政策、不同运营环节的层层相扣等方面均显示出了高深的资本市场运营功底，不愧是资本市场运营的顶尖高手，许多方法、做法值得借鉴。

①电广传媒“以股抵债”的进程

2004 年 7 月 29 日，“电广传媒”的董事会向外公布，关于控股股东“以股抵债”的报告已经获得国有资产管理委员会（简称“国资委”）和证监会的批准，“电广传媒”从而成为中国资本市场“以股抵债”的首家试点企业。

“电广传媒”究竟是一家怎样的公司呢？

1999 年，“电广传媒”经过改制、出售广告等业务成功运作上市，成为中国媒体第一股。五年以来，“电广传媒”的资本市场运营并不成功，公司治理结构并不完善，特别是控股股东“湖南广电”滥用上市公司的资金，截至 2004 年 6 月，已侵占上市公司 5 亿多元的资金。

作为控股股东的“湖南广电”，总共持“电广传媒”1.3 亿国有法人股，占上市公司总股本的 50.31%，其中 6500 万股当时已被质押。根据有关单位的专项审计表明，截至 2004 年 6 月 30 日，“湖南广电”通过其下属或者关联单位占用“电广传媒”资金共计 50062.61 万元，资金占用费按照三年期银行存款利率计算，为 3863.42 万元，两项合计为 53926.03 万元，这也是“以股抵债”的资金总额①。

截止于 2004 年 6 月，“电广传媒”的每股净资产为 7.12 元。招商证券和中发国际对其进行了价值评估，确定“以股抵债”的股份价格为 7.15 元/股，抵债股份数量为 7542.1022 万股②。

“电广传媒”“以股抵债”完成之后，由于财务杠杆的放大效应，公司的每股收益和股本结构将发生变化：其一，公司上半年的每股收益从 0.093 元升至 0.12 元；其二，“湖南广电”在上市公司的股权比例降至 35.9%，因为在“以股抵债”中核销的股票为非流通股，由此导致“电广传媒”的可流通股比例从此前的 45.7% 升至 58.9%，剩余部分为社会法人股。股权结构的这种变化是否有利？如果有利，它又有利于谁呢？一说是“有利于流通股股东”，因为流通股股东在新的“电广传媒”股权结构中占据绝对控股地位，问题是流通股股东是否是“铁板一块”；一说是还是有利于其控股股东“湖南广电”，因

① 资料来源于罗霄：“电广传媒捷足先登首家‘以股抵债’试点方案出台”，《经济日报》，2004 年 7 月 29 日。

② 资料来源于夏晓柏：“‘电广传媒’试水以股抵债”，《市场报》，2004 年 8 月 3 日。

为由绝对控股转变为相对控股丝毫不影响其控股权收益。我们觉得，股权结构“有利于流通股股东”的假说是一个假命题。

“以股抵债”价格的测算是根据资本的构成进行，“以股抵债”的价格为含权价格，与抵债股份相关的所有未分配利润、资本公积金和其他利益均包含在抵债股份的价格之中。这些股份将在“以股抵债”方案经国资委批准、“电广传媒”股东大会通过并报证监会核准之后注销。在股份注销时，按照公司每股净资产的现有结构依次冲减股本、资本公积、盈余公积和未分配利润，每股价格7.15元高于每股净资产7.123元的部分用以冲减未分配利润。“电广传媒”之所以能够成为首家“以股抵债”的试点企业，在很大程度上与该股的净资产高、股价接近于每股净资产有关。在此条件下，容易协调流通股东和非流通股东的利益关系，亦不会造成流通股股价的大幅波动，避免重蹈“国有股减持”的覆辙。另外，非流通股股东与流通股股东在“以股抵债”定价方面的分歧较小，方案容易获得股东大会通过，不会发生节外生枝的事情。

②“以股抵债”价格的“时机拿捏”

“电广传媒”的“以股抵债”的价格是争论的焦点。在理论上，在市场完全的条件下，资本的价格，例如股票，取决于资本未来产生的预期的现金流的折现。但是，投资者的“预期”并不是完全一致的，而是经常随着时间发生或者沮丧或者兴奋的变化。这一点在资本市场运营中非常关键，在“电广传媒”的案例中亦得到了淋漓尽致的体现。

详细地讲，关于资本的价格，是一个问题的三个方面：其一，资本市场的有效性。投资理论已经证明①，如果在一个有效的资本市场中，就不会存在重置价值（净资产）和市场价值的不同，就不会存在非流通和流通股价的差异。但是，在中国资本市场没有效率的条件下，资本存在两个价格——重置价值和市场价值。如果实施“以股抵债”的方案，必定存在定价的分歧。其二，资本的价格实际上并不取决于每股净资产，而是取决于未来的预期的现金流的折现。其三，“未来的现金流存在不确定性”，因此资本价格的公正与否就在于价格形成的机制、竞争的充分性和竞争的透明性。

因此，判断资本价格的合理与否，不在于最后的一个简单数字，而在于交易的过程，在于交易的高度透明化和充分竞争性，在于交易机制的完美性。

---

① 具体可以参见：

Abel, Andrew B. , and Eberly, Janice C. 1994. “*A Unified Model of Investments under Uncertainty*” American Economic Reviews 84 (December): 1369 ~ 1384;

Tobin, James. 1980. *Asset Accumulation and Economic Activity*. Chicago: University of Chicago Press.

“电广传媒”“以股抵债”的价格是根据净资产计算出来的，根据以上所述，资本的价格取决于未来的预期的现金流的折现。存在一个基本的判断标准，在资本市场没有效率的前提下，如果一个公司的未来发展前景或者盈利模式发生了不利于公司的变化，在存在退出障碍的条件下，公司的市场价值就会低于净资产；如果一个公司的未来发展前景或者盈利模式发生了有利于公司的变化，在存在进入壁垒的条件下，公司的市场价值就会高于公司的净资产。

在“电广传媒”实施“以股抵债”方案时，公司的情况究竟如何呢？又发生了哪些可以预期的会影响公司盈利的变化呢？

“电广传媒”在实施“以股抵债”方案时，正在经历从垄断到竞争的行业环境变化和与之相适应的盈利模式的巨大调整，其前途并不乐观。就这一点而言，“电广传媒”实施“以股抵债”方案可谓恰逢其时，是资本市场运营的高明手段，可以看出对“资本定价时机拿捏”的高深艺术。

话还是要从头讲起，“电广传媒”曾经是中国资本市场上最吸引投资者的“传媒概念股”。“电广传媒”的前身是成立于1994年的湖南广播电视发展中心，是一家以影视节目制作、广告发行代理、网络传输服务为主的大型企业。1998年，经湖南省人民政府批准，以湖南广播电视发展中心作为主发起人，并对其进行资产重组，通过募集方式设立湖南电广实业股份有限公司。1999年，公司更名为湖南电广传媒股份有限公司，此即为“电广传媒”。

按照国家的有关规定，电视台属于国有资产，不能作为上市公司的资产。为此，湖南省广播电视厅（简称“湖南省广电厅”）通过行政手段，将湖南卫视、湖南经济电视台、湖南有线广播电视台等六家商业化程度较高的媒体广告业务进行整合，统一划拨给“电广传媒”，以公司的名义运作上市，“电广传媒”与各电视台在广告收入上实行四六分账。在“电广传媒”上市的资产重组中，体现了两个主要特点：其一，盈利模式的强制性规定；其二，由于政策的限制，上市公司资产的不完整性，只有广告业务，而没有电视台，如果是市场化的交易，“电广传媒”在与电视台的谈判中几乎没有任何谈判能力，因为广告等业务几乎没有市场进入壁垒。

从这个角度分析，“电广传媒”从诞生之日起就拥有湖南省广电厅垄断性的规定，如果这个规定一旦被撤销，“电广传媒”的盈利模式就不复存在，市场强制进行转型。

凭借“传媒概念”或者“垄断概念”带来的发展前景和经营业绩，1998年12月23日，“电广传媒”成功在深圳证券交易所发行了5000万A股，募集资金4.59亿元。公司上市之初，“电广传媒”作为中国传媒第一股在资本市场上受到了投资者的追捧，因为那个时代是追捧“第一”的时代。

但是，对于湖南卫视和其他频道广告运营业绩的过分依赖，给“电广传媒”的资本之路埋下了巨大的隐患。当“电广传媒”在资本市场上分享“传媒概念”的益处时，不可避免地承担了传媒行业的风险，其中既有可以观察到的风险，亦有难以预测的暗礁。明处的障碍主要来源于公司处于内部人控制之中，尚未建立有效的法人治理结构，盈利模式存在对电视传播媒体的过分依赖风险，没有未来盈利模式调整的方案，没有对未来的业务风险进行有效的控制，换言之，是行政垄断失效的风险。暗礁主要是，由于公司的主营业务是从事信息传播和影视制作，其经营业绩容易受到政府政策影响，很多核心业务不能直接上市，需要通过变通的手段上市，给投资者带来许多政策风险。

与大多数上市公司一样，“电广传媒”对控股股东“电广传媒”的应收账款的成因是治理结构天生缺陷的结果和反映。从“电广传媒”的治理结构来看，“电广传媒”是公司的绝对控股股东，具有“一股独大”的股东结构，为大股东剥夺中小股东和流通股股东提供了条件和可能。另外，股权分置问题的存在，股东大会、董事会、媒体、监管部门的治理功能没有得到充分发挥，应收账款问题自然是逻辑结果，是必然结果。

在业务结构上，“电广传媒”存在很高的行政垄断性和依赖性。在当时的“电广传媒”的收入中，广告收入所占比重相当大，而公司的广告业务又是以电视广告的策划、制作、代理为主，对广告市场依赖程度非常高。广告整体市场和广告传播媒体结构的变动，将直接影响公司的业务收入。一旦湖南卫视等电视台收视率下降或者“电广传媒”没有行政垄断权获得广告代理权、制作权等，势必影响上市公司相应业务的收入。换言之，“电广传媒”的业务是政府行政垄断的结果，而这种行政垄断又具有易变性。自始至终，“电广传媒”就没有自己的核心竞争力，没有稳定的盈利模式，处于任人宰割的境况。

同时，“电广传媒”的业务容易受到政府政策变化的影响。2001 年的第一季度，“电广传媒”的广告业务收入增长放缓，很大程度上是受到突然出台的国家宏观政策的影响。2000 年底，国家税务总局出台了《企业所得税税前扣除办法》规定，从 2001 年底开始，企业每年的广告投放金额超过销售收入 2% 以上的部分将不能据实扣除，超过部分可以无限期地向往后的纳税年度分摊结转，这意味着企业将被迫大幅降低广告支出。这项规定的出台直接严重影响到“电广传媒”的广告代理收入。“屋漏偏逢连阴雨”，国务院药品监督管理局禁止处方药在大众性媒体上做广告的规定进一步打击了“电广传媒”。医药保健品历来是广告大户，所占比重超过 30%，其中处方药又是主力产品。处方药被禁止做广告，等于切断了“电广传媒”广告收入的一个主要来源。

当时，“电广传媒”的财务报表反映出来的丰厚的经济收益在很大程度上

来源于国家和湖南省对“电广传媒”实行行政垄断经营所形成的特殊保护政策。但是，“电广传媒”经营的广告以及相关名牌栏目，尽管按照湖南省广电厅的政策已经与湖南省的各大电视台签署了协议书，形成了稳定的协作关系，但是这种行政垄断地位还是有可能受到挑战。对于“电广传媒”独家经营媒体广告的方式，当时的湖南经济电视台台长欧阳常林就曾经委婉地表示，一家强势媒体不一定需要另外一家公司来统一经营，而其他几家媒体反对的声音更大①。没有人可以预期这种协议可以执行到何年何月。

事实上，治理结构的问题不仅是“电广传媒”一家的问题，而是几乎所有上市公司的通病。如果业务结构的缺陷尚可把握，宏观政策的风险就超出了“电广传媒”所能控制的领域了，更加难于预测和防范。中国不仅对电视节目的制作和引进实行经营许可证制度，而且对制作和引进的电视节目实施专门机构的审查制度。尽管“电广传媒”已经取得了电视节目的经营许可证，如果上市公司对国家的电视节目审查标准及其变化掌握不准，遵守不严，必定会对公司的相应业务产生致命性的影响。另外，出于扶持广播电视产业发展的需要，“电广传媒”享受所得税和独家代理经营湖南省省级广播电视媒体的广告、节目等信息传播业务的各项优惠政策。如果未来这些优惠政策发生变化，或者国家相关经济政策出现调整，公司的业务发展和盈利水平会遭遇剧烈变化。可以想象，一旦这种一贯被保护的行政垄断地位不复存在，“电广传媒”几乎找不到合适的收入替代来源。

不过，随着中国经济的市场化、法治化程度不断提高，股权分置问题的破题，行政垄断的逐渐消除，“电广传媒”必须在问题来临之前得到解决。在微观层面上，“电视湘军”动作频频，积极推动资源整合。根据公开的资料，为了改变广告报价打折成风的局面，“电广传媒”将把各个业务板块由原来的按照频道分工改成为按照行业分工，每一个业务部门对应一个或者若干个行业，例如，IT 行业、医药行业等等。每一个业务部门负责的广告都是以湖南卫视为依托，其他频道相互配合，根据广告客户的意愿进行套播，各个频道的广告价格高度透明、硬性执行，促使广告业务人员依靠充分的数据、客观的分析和理性的建议吸引广告客户，而不是价格打折。但是，改进的效果还不得而知。在未来存在许多不可预测因素的情况下，抓住机会实施“以股抵债”，就可以落袋为安。如果历史可以假设，“电广传媒”不在 2004 年 7 月实施“以股抵债”的方案，以后也许就没有任何机会了，因为“电广传媒”的好日子仿佛马上就要过去了。

---

① 具体内容参见曹海丽：“电视台革命：‘湖南现象’”，《财经》，2003 年 2 月 19 日。

③关于净资产质量的争论

在“电广传媒”的“以股抵债”方案中，公司的净资产是定价的基础。但是，净资产是一个动态的概念，随着时间而不断变化，“电广传媒”选择了一个恰当的时间以求净资产在这个时间内达到最大，这是“电广传媒”“时间拿捏”的技术。另外，“电广传媒”在净资产的质量方面同样做足了文章。一直以来，关于“电广传媒”净资产的质量存在强烈的争议。

“电广传媒”净资产的质量究竟如何呢?

“电广传媒”总共在资本市场上进行过两次募集资金，第一次是1998年底首次登陆A股市场时，发行5000万股，每股价格9.18元，扣除发行费用后实际募集资金44146万元。

在2000年11月，“电广传媒”成功增发新股。相对“电广传媒”的IPO而言，这次增发无论从数量上还是在募集资金总额上，情况明显相对较好。“电广传媒”增发5300万股新股，每股价格高达30元，实际募集资金15亿多元。2003年公司的年报显示，在15亿多元的募集资金中，12亿元已经被使用，其余的3亿多元还存放在公司的账户上。

除了在资本市场上融资以外，2004年公司的中报显示，“电广传媒”的银行贷款超过21亿元，其中短期贷款（包括一年之内到期的长期贷款）11.5亿元，长期贷款9.5亿元。“电广传媒”的现金是8.4亿元，在一定程度上存在偿还短期贷款的压力。

在“电广传媒”的控股股东“湖南广电”占用巨额资金、资金颇为紧张的情况下，“电广传媒”何以保证正常的运营，并避免出现亏损呢?

“电广传媒”2003年年报披露的净利润可能存在问题，因为“电广传媒”对两笔1年以内的应收账款并没有按照常规计提坏账，其中一笔是“电广传媒”持股30%的北京鸿坤伟业房地产公司所欠的1.67亿元；另一笔是“电广传媒”子公司长沙广达广播电视宽带网络所欠的1.22亿元。按照公司6%的正常标准计提，就会影响当年利润1734万元，净资产自然相应减少1734万元。

分析“电广传媒”的资产负债表可以发现，2004年6月30日，在“电广传媒”25.31亿元的流动资产中，应收账款、其他应收账款、存货及短期投资四项占到较高比重，为45.33%。按照会计处理方法，需要分别处以计提应收账款坏账损失、短期投资跌价准备及计提存货跌价准备。

如果对应收账款和其他应收账款产生的坏账损失核算采用备抵法，“电广传媒”按照应收账款余额的6%计提，2003年12月31日作为期初是0.19亿元，2004年6月30日期末余额是0.30亿元，半年增加0.11亿元，而半年的“转回数”是0.02亿元，按照这个收回速度，高达7.21亿元应收账款和其他

应收账款需要耗时 180.25 年①。

期末短期投资采用成本与市价孰低法计价，按照期末市价低于成本的金额单项计提短期投资跌价准备。2004 年 6 月 30 日期末余额是 0.328 亿元，半年的“转回数”是 0.002 亿元，回收期末 2.57 亿元的投资金额，除了考虑资本市场的情况外，需要耗时 64.5 年②。

按照可变现净值低于历史成本的金额计提存货跌价准备，由于行业特点，此数不是太高，为 0.001 亿元，可忽略此因素。

从中可以看出，流动资产的转回速度慢得惊人，只从应收账款和其他应收账款角度出发，它们已经构成净资产的泡沫。

2004 年 6 月 30 日，“电广传媒”的应收账款期末数是 1.22 亿元，其他应收账款 5.99 亿元，两项高达 7.21 亿元，按总股份 33692 万股折合，在每股净资产中，所承载的应收账款高达 2.14 元。极端来看，应收账款根本不会产生任何盈利能力，其实是呆滞的资金。如果“电广传媒”扣除这笔应收账款，每股净资产将从 7.12 元迅速减至 4.98 元。

从分析中可以看出，“电广传媒”的净资产是通过经典的财务处理方式吹起来的泡沫，净资产的质量值得怀疑。

④资产构成的来源分析

最后的而且是经典的一个问题是，在股权分置的条件下，同股不同价，在此基础上，在“电广传媒”的净资产中，究竟是谁提供了绝大部分的净资产？

在“电广传媒”的流通股股东对净资产的贡献中，1998 年 12 月 23 日，“电广传媒”向社会公众发行 5000 万股，每股发行价为 9.18 元，募集资金 4.59 亿元（净额 4.46 亿元）；2000 年 11 月 14 日，以 30 元高价对流通股股东增发 5300 万股，募集资金 15.9 亿元（净额 15.43 亿元），两项合计，流通股股东对净资产的贡献总额高达 20.49 亿元。

在“电广传媒”的流通股股东对净资产的索取中，流通股股东通过“派现”获得的现金分别为：2001 年 10 派 3 元，1.18 亿流通股对应套现 0.354 亿元；2002 年 10 派 2 元，1.18 亿流通股对应套现 0.236 亿元；2003 年 10 派 1 元，1.18 亿流通股对应套现 0.118 亿元；2004 年 10 派 1 元，1.18 亿流通股对应套现 0.118 亿元，流通股股东累计索得现金 0.826 亿元。

“电广传媒”流通股股东对于净资产的贡献净额，是对净资产的贡献与对

① 如何算得 180.25 年呢？它等于（7.21/0.02）/2 年，最后除以 2 是因为换算为年。

② 资料来源于王孔平：“解构电广传媒净资产泡沫”，《21 世纪经济报道》，2004 年 8 月 30 日。

净资产的索取之差，即19.664亿元①。如果剔除流通股股东对净资产的贡献净额，以截至2004年6月30日总股本336,920,000股计算，“电广传媒”的每股净资产将从7.12元削减至5.85元。

从“电广传媒”净资产的来源构成来看，流通股股东是“电广传媒”净资产来源的主体力量。“电广传媒”的评估方都承认，“我们发现，电广传媒每股净资产的贡献者主要是流通股股东，特别是2000年底以每股30元增发的5300万股社会公众股对上市公司的净资产有较大程度的提升”②。

⑤“以股抵债”方案的制度约束

从经济上讲，毫无疑问，“电广传媒”的“以股抵债”方案存在经济可行性，是一个非常美妙的构思。但是，这个经济可行的方案却存在许许多多的制度约束，不能因为经济可行就强行推进，而肆意破坏约定的制度和法律规定。现在的问题是，关于“电广传媒”的“以股抵债”方案，争论的焦点已经不是这个方案是否具有经济可行性，而是这个方案的制度和法律约束问题。

其一，“以股抵债”是否就此可以推行变相的国有股减持？

“以股抵债”方案的实施，在客观上起到了从总量上减少国有股的效果，是国有股减持的一条变相通道。“国有股的减持”本身没有问题和争论，而且国有股的减持是一个必然的不可避免的趋势。从现在的情况来看，国有股的减持在解决全流通和股权分置的条件下已经开始破题和试点，实施全流通方案已经在上市公司中全面铺开。但是，关键的问题是，“电广传媒”的“以股抵债”方案是在明令制止国有股减持的政策背景下进行的，这一点无法理解。

其二，“以股抵债”是否等于默认了控股股东侵占上市公司资金的非法行为呢？

从一定意义上讲，“以股抵债”方案是在上市公司和其控股股东之间的一场关联交易。如果交易的价格合理，没有法律限制，“以股抵债”方案就存在其他方案不可替代的优点。

但是，在中国资本市场上，“以股抵债”的方案却存在一定的问题。原因在于，证券监管部门曾经三令五申地严禁控股股东占用上市公司的资金，并且采取了各种措施和政策以限制这个问题的发生。例如，2003年8月，证监会和国资委联合发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》。

---

① 等于20.49亿元－0.826亿元。

② 资料来源于王孔平：“解构电广传媒净资产泡沫”，《21世纪经济报道》，2004年8月30日。

显然，“以股抵债”方案与证券监管部门的规定存在冲突，并且可能引发更大的道德风险。实际上，“以股抵债”方案在事实上等于默认了上市公司的控股股东对上市公司资金占用的合法性，而不会以法律的手段追缴占用的资金，其示范效应是，鼓励上市公司的控股股东“心安理得”地占用上市公司的资金，而不用担心受到法律的惩罚，并且冠冕堂皇地以“以股抵债”的方法解决这个问题，还能获得国家的支持。其中的道德风险显而易见，此门一开，危害甚巨。

此时，“以股抵债”方案并不在于其经济上的合理性和可行性，而在于法律上的严肃性，并避免相应的道德风险。

在“以股抵债”方案实施之后，“电广传媒”重新修订了《公司章程》，新增了6个条款，其目的是从制度安排上防止控股股东占用上市公司的资金问题，例如，设立了关联交易审核委员会、年终聘请第三方中介机构对关联方占款进行专项审计、公司高管协助关联方占款的给予相应处分直至提交司法机关等。但是，这个修订不但成为一个样本式的“马后炮”，而且含有明显的“作秀成分”，控股股东可以置监管部门的政策和国家的法律于不顾，《公司章程》的修订不是样本又是什么？它能起到怎样的作用是一个值得怀疑的问题。

其三，“以股抵债”过程中存在强烈的利益冲突。

在上市公司的治理结构不完善和股权存在分置的背景下，上市公司管理层是控股股东的利益代表，在由公司管理层主导“以股抵债”方案的情况下，公司的管理层难以做到利益中立，以上市公司的利益为重。而且，在“以股抵债”的试点操作过程中，信息披露并不完全及时有效，上市公司的其他利益主体难以进行全面监控以维护自身的利益。几件小事就是这个判断的佐证。

“电广传媒”的董事长龙秋云究竟是电广传媒的董事长，还是欠债控股股东的董事长？如果同时是这两个公司的董事长，又怎么处理其间的利益冲突问题？

让欠债的控股股东聘请中介机构能否保证公平？中介机构并不一定在任何情况下都能保持中立和公正，它容易受到利益的左右而站在聘请方的利益角度说话，甚至不惜为其聘请方说假话、造假账。

是否用“非关联股东投票”替换“类别股东投票”以操控表决权？在“电广传媒”的“以股抵债”方案实施程序中，在股权分置的背景条件下，如果实施“类别股东表决机制”明显优于“非关联股东投票表决机制”，但是，基于不言而喻的理由，“电广传媒”实施的是“非关联股东投票机制”，“以股抵债”方案得到了顺利实施。从一定意义上讲，公共选择理论曾经指出，投票表决机制的设计本身就能决定投票的结果。无论如何，不能在是否

修建某条公路的公共决策中只许公路两旁的居民和司机来投票。

不设立基本有效票数标准，投票结果是否有效？公共选择理论表明，每一个投资者是否投票取决于从投票中获得期望收益和成本的权衡，上市公司的中小流通股股东投票的成本明显大于收益，不会去投票，设置基本有效票数标准就可以预防这个问题。然而，在“电广传媒”的“以股抵债”方案实施程序中却没有这条限制。

⑥“以股抵债”事件的大结局

无论存在如何的争议，时间还在继续，“电广传媒”的“以股抵债”方案已经尘埃落定①，我们不是看客，而是分析中国资本市场在特定的制度下所折射出来的问题，例如，“电广传媒”的“以股抵债”方案就说明了中国资本市场的制度性套利交易。在认识到这些问题之后，我们需要的是如何克服这些问题，而不是陷入这件事件本身之中，以至于不能自拔。

5. 信贷资产信贷化：基于粤企案例的债务重组

信贷资产信贷化的可能路径

何为信贷资产信贷化？为什么需要信贷资产信贷化？

简而言之，信贷资产信贷化是将信贷资产转换为信贷资产，此过程并不是一件毫无意义的事情，而是含有深刻的经济理由和动因，在资本市场中，信贷资产信贷化不是鲜见的经济行为，更不是“凤毛麟角”，而是经常发生。

需求信贷资产信贷化，是为了更好地回收已经岌岌可危的贷款，是为了挽救已经濒临破产边缘的企业，是为了提高稀缺经济资源的配置效率。是不是存在非经济理由的信贷资产信贷化？当然存在，例如，基于政治经济、代理人欺诈等目的的信贷资产信贷化。

---

① 根据《证券时报》的报道，“电广传媒”的“以股抵债”事件已经于2005年2月23日完成。具体资料参见夏峰：“电广传媒‘以股抵债’昨落幕”，《证券时报》，2005年2月24日。

细究信贷资产证券化的转化形式，典型的转换形式包括信贷展期（信贷资产在时间纬度上的调整）、信贷置换（信贷资产在主体上的变更）、应收账款的展期、应收账款的置换等。

在这些转换形式中，并不是所有的转换形式皆同等重要、等量齐观，而是有所区别、轻重有别。在资本市场上，最常用的“运营单元”是信贷展期，此为常言的“企业的债务重组”。当然，企业的债务重组并不仅仅包括信贷资产时间上的调整、主体的变更，还包括债务的减免、债务转换为股权、部分债务的现金回收和部分债务的以实物形式回收等。为了问题分析的完整性、系统化，本节在企业债务重组的框架下分析信贷资产的信贷化。

企业的债务重组是陷入财务困境中企业的必然选择，财务困境是企业经常需要面对的危机，无论一个企业的财务指标多么健康。换言之，企业的财务困境，犹如一个人患病，无论你多么健康、强壮，一个人在一生中总会得某种疾病。对此，除了预防措施外，还需要准备锋利的手术刀和药到病除的良药。债务重组就是陷入财务危机企业的手术刀和良药。

债务重组存在不同的方式和模式选择，而且需要遵循许多基本性条件，关键性的问题是在诊断企业财务困境的基础上采取恰当的债务重组技术，以解救企业于危难之间。

从大的逻辑上讲，企业债务重组的基本逻辑可以分为三个过程：其一，一个陷入财务困境的企业是否值得进行债务重组？债务重组是否存在经济价值？这是一个首要的问题，亦是中国许多债务重组失效的原因所在。在企业进行债务重组之前，必须进行这个问题的严肃、认真的评估。其二，债务重组的模式、方法选择，根据企业的经济条件，选择一种最佳的重组方式，其中不仅是一个经济问题，还是一个基于经济利益的各个利益主体的博弈问题。其三，具体的重组方案规划、制度和实施。

从转换形式上讲，债务重组主要是与企业的债权银行、其他债权人进行谈判博弈，将旧的债务转换为新的债务，是一个信贷资产信贷化的过程。另外，债务重组是一个复杂的过程，不仅仅是将旧的债务转换为新的债务，往往还将旧的债务转换为证券资产（包括股票或者企业债券）、现金。但是，以将旧的债务转换为新的债务为主体。企业的债务重组，以信贷资产信贷化为主体，同时兼顾其他转换形式。

下面的分析按照如下逻辑展开：首先分析了债务重组的模式选择和重组原则，它们是治疗企业财务危机的手术刀和良药。在此基础上，以粤海为案例，分析了粤海债务重组模式选择的动因、债务重组的原则、博弈过程和重组过程，此是如何使用手术刀和良药的问题。在粤海债务的案例中，主要是分析债

务重组的博弈过程、如何改进债务重组的方案和如何平衡不同债务重组主体的利益。

一个值得注意的问题是，粤海债务案例体现了债务重组的方方面面，并揭示了债务重组的基本原理，淋漓尽致地表现了债务重组的三个逻辑步骤，是一个不可多得的债务重组案例。

图 5.5 为信贷资产信贷化的框架图。

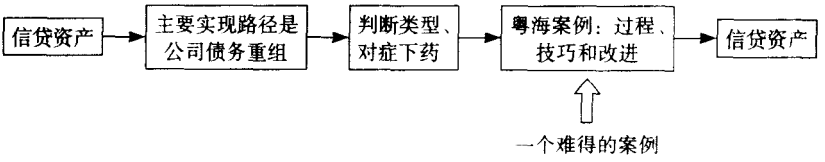


图 5.5　信贷资产信贷化的框架

公司财务困境下的债务重组模式

当企业陷入财务困境时，进行债务重组是一个必然的选择，关键的问题是，在恰当的时机选择债务重组和债务重组方式的选择。换言之，债务重组的关键是在恰当的时机选择恰当的债务重组模式。具体而言，当企业陷入财务困境时，可以根据不同的情况，采取不同的债务重组措施。具体的债务重组措施包括破产（极端的债务重组模式）、一般性的债务重组方式、问题债务重组方式和外部力量主导的债务重组方式。没有一种固定方式是最优的选择，最优的选择是企业根据自身的条件和环境选择合适的债务重组方式。

①破产式的债务重组

在欧美国家中，市场经济已经比较成熟，每个国家都存在规范的《破产法》和严格的破产程序，以保障债权人的利益。以美国为例，《破产法》的目的是保障债权人的利益，防止无效破产和无效非破产。美国法律规定，当企业的债权人和债务人不能达成债务和解时，其中任何一方都可向法院提出破产申请。1979 年 10 月开始生效的《破产改革法》规定，企业不能用现金支付到期的债务，或者企业的债务超过其资产时，企业应当破产。

破产的具体程序包括：法院宣告企业破产，通知或者公告债权人申报债权，逾期未申报者视为自动放弃债权；法院组织债权人、有关专家，例如，会计师、审计师等以及相关人员组成清算委员会；对企业的资产和债务进行清算和评估，按照受偿顺序进行分配；清算委员会向法院递交终止破产程序的申

请，终止破产。破产终止包括下列几种情况：其一，双方达成债务和解协议，由此终止破产程序；其二，如果清算财产不足以支付清算费用，不论剩余的债权人和股东是否受偿，终止清算；其三，所有债权人都受偿完毕，剩余资产按照股权比例和分配顺序分配给股东完毕，破产程序终止。

在破产式的债务重组中，需要防止无效的破产。当企业的存续价值大于破产价值时，如果企业选择了破产式的债务重组，此即为无效破产。在企业的债务重组中，无效破产经常发生，其原因在于企业存在许多债权人而债权人之间不能达成利益一致的目标。所有的债权人都竭尽全力地保全自身的利益，都想获得尽可能多的利益，当他们皆为自身争取利益时，往往会导致一个企业的无效破产，即为个人理性而集体非理性的悖论。另外，从整体经济和资源配置的角度分析，破产式的债务重组是最没有效率的一种选择，因为在选择这一债务重组方式之时企业已经浪费、损毁了大量的稀缺资本。从资本市场运营的角度分析，破产式的债务重组一般是信贷资产现金化的过程。

②一般性的债务重组方式

所谓一般性的债务重组方式具体包括“非削债条件下的债务改组和解”和“削债条件下的债务展期”两类。一般性的债务重组方式是企业在陷入财务困境时采取的自主性债务重组行为，目的在于改善财务状况，避免财务状况的进一步恶化。从重组主体的角度看，一般性的债务重组方式是企业主导型的债务重组。

“非削债条件下的债务改组和解”是指经营中存在大量亏损但仍能继续维持经营的企业，在征得债权人和股东的同意后自行进行的一种债务重组。在非削债条件下的债务改组和解中，企业需要对所有资产和债务按照市场价值进行重新评估，并对股东权益进行重新计价，以便将累积亏损调整为零，难以调整的部分由公司股东额外的注资予以冲销。采取此种方法进行债务重组的企业通常都是账面资产严重低估的企业，它们虽然在短期内陷入财务困境，但是问题并不十分严重，仍然可以通过资产的重新评估和企业债权债务的重新调整以结清和化解过去累积的包袱和问题，摆脱财务危机。另外，企业的存续本身就对企业的股东存在一定的价值和利益，股东愿意向企业注入一定的资本以化解财务危机。非削债条件下的债务改组和解一般没有对企业债务本金的豁免，在一定条件下，可以豁免债务利息，处理这种债务重组的方式主要是债务展期，改变公司还本付息的期限，给予企业缓冲的机会、空间和时间。

所谓削债条件下的债务展期是指不但推迟到期债务的偿还期限，而且债权人在不得已的条件下基于自身利益最大化的考虑同意减少债务人的债务，包括减少债务人偿还本金的数额，降低利息率。在这个过程中，企业需要与债权人进行谈

判协商以获得对方一定程度的妥协让步。适合削债条件下债务展期的债务重组企业，通常是在短期内偿还债务存在困难，或者面临破产威胁，然而企业本身却存在很好的发展潜力没有发掘出来，或者存在很好的市场前景，或者能够提供改变目前经营状况的发展方案，或者只是市场的周期性变化导致企业陷入财务危机，说服债权人愿意牺牲部分利益，在一段时间之后，能够全额收回原有贷款。此外，需要的一个附加条件是，债权人没有能力参与企业的管理或者无意更换企业的管理者或者非常信任企业的管理者。债权人在妥协让步的同时，为降低未来延期偿还期间企业经营的不确定性风险，除了要求债务人递交具有说服力的未来发展计划和还款计划外，还会要求：第一，坚持实行某种资产的转让，以优化调整企业的资产结构；第二，由第三者参与以加强企业的管理；第三，债务公司的所有支票应由债权人会签，以保证回流现金用于还款等。

从资源优化配置的角度分析，一般性的债务重组方式是最有效率的一种企业债务重组方式，是企业债务重组的主流模式，是最佳的债务重组选择时机。从资本市场运营的角度分析，一般性的债务重组方式是信贷资产信贷化的过程。

③问题债务重组

在企业发生较为严重的财务危机时，企业无法通过自身力量及时解决，简单的债务和解或者债务展期已经不能解决企业的财务问题，而且一般性的债务重组还会损害债务人的利益。在此条件下，处于财务危机中的企业将不得不更多地牺牲自己的利益以确保债权人接受自己提出的债务重组协议。从债务重组的主导主体分析，问题债务重组是债务人主导的债务重组。在问题债务重组的情况下，企业的原来管理力量已经无法保证企业能够摆脱困境，据此，一般会要求更换原来的管理者，引入新的管理者乃至股东。具体的重组方式一般是债转股，当然还有其他的辅助形式，例如，通过资产置换偿付部分债务等。从资本市场运营的角度分析，问题债务重组方式是信贷资产证券化的过程。这种债务重组方式的实质是，在市场的基础上，债权人与债务人通过谈判寻求双方都可接受的新的“偿债方式”，包括债权转股权。

在中国实施债转股①的方案中，按中央文件的要求，实施债转股的企业是

① 债转股政策始于1999年。债转股的具体操作是，以金融资产管理公司和国家开发银行为主体，将有关商业银行的不良信贷资产转为金融资产管理公司对企业的股权，使原来的商业银行与企业的部分债权债务关系，转化为金融资产管理公司和国家开发银行与实施债权转股权的企业之间持股与被持股、控股与被控股的关系。按国家政策规划，金融资产管理公司和国家开发银行作为企业的阶段性持股股东，依法行使股东权力，参与公司重大事务决策，一段时间以后，视企业的经营状况，通过上市、转让或者企业回购，收回资金，进而退出企业。

“具有良好发展前景、且具有进行股份制改造可能性”的企业。具体而言，入选债转股的企业需要符合下述条件：其一，国有大中型骨干工业企业；其二，因为国拨资本金缺乏、汇率变动、工厂的改建扩建等原因而导致负债水平过高形成了亏损的企业，这类企业可以通过债转股、优化资产负债结构等财务手段实现转亏为盈的目标；其三，产品有市场，有销路，有进一步发展潜力的企业；其四，工艺装备为国内、国际先进水平，生产符合环保要求的企业；其五，管理水平较高、转换经营机制的方案符合现代企业制度要求的企业等。从实施债转股方案的企业条件来看，实施债转股的企业在引入外部力量改善管理和进行公司重组方面并没有要求。从实施债转股的效果来看，并没有达到预期的实施债转股的目标，主要原因就是没有引入外部管理力量和进行公司的重组。由此可见，财务手段是一个短暂的缓解企业财务困境的手段，并不能从长期内解决企业的财务问题。改善企业的管理、培植核心竞争力是企业摆脱财务困境的根本手段，至少是对于曾经实施债转股的企业如此。对于已经需要进行问题债务重组的企业而言，没有管理的改善、核心竞争力的提高，不可能挽救陷入财务困境中的企业。

④外部力量主导的债务重组方式

顾名思义，外部力量主导的债务重组是由外部力量主导企业的债务重组，而不是由企业或者债权人主导企业的债务重组。外部力量可能是商业银行、投资银行、中央银行、财政部等，但是一般是指中央银行、财政部、从事债务重组的一些专门的政府机构和各级政府。政府机构重组一个市场化的企业的理由是，企业的规模太大或者在经济中的地位非常关键，如果企业破产，所产生的社会影响太大，所造成的社会成本太高，严重时还会造成一定的经济危机。政府从社会利益的角度出发，重组企业是一种占优选择，是社会成本和社会收益权衡的结果。例如，金融企业、特大型的企业如果陷入财务危机，在市场力量无法重组企业的条件下，一般会采取外部力量主导的债务重组方式。

在外部力量主导的债务重组中，债务重组的方式包括资产证券化、并购、政府注资等，种类繁多。其中，资产证券化是指将一组流动性较差的资产经过组合，使其具有稳定的现金流，再配以相应的信用担保，将这组资产所产生的未来现金流的收益权转换为可在金融市场中交易的、信用等级较高的债券。以资产证券化的技术解决债务问题，主要是债权人将拥有的债务重组折扣出售，使债权的可能收益与潜在风险匹配。例如，美国政府在处置20世纪70年代的住房抵押合作金融机构的财务危机时主要的债务重组方法就是资产证券化。并购是市场化程度最高的一种债务重组形式，当一家上市公司陷入财务困境时，股价将大幅下

跌，这时它很容易成为其他公司的并购目标。例如，英国巴林银行的债务重组就是并购方式。从理论上来说，具有并购价值的企业仅限于那些亏损数额小于公司年折旧额的企业，也就是说，企业仍然具有净现金流入，收购方基于避税等财务效应会对这类企业进行并购。并购重组的主动权往往掌握在收购方手中而非陷入财务困境中的企业手中。在各种债务重组方式中，并购中的政府的作用最弱，效率最高，频率最高。从资本市场运营的角度看，这种形式的债务重组模式是信贷资产多种资产化的过程。各种债务重组模式的比较见表5.1。

表5.1　　债务重组模式的比较

	公司破产式的债务重组	一般性的债务重组方式		问题债务重组	外部力量主导的重组方式
		非削债条件下的债务改组和解	削债条件下的债务展期		
是否削债	是	非	是	是	是
适用范围	严重资不抵债、没有发展前景	暂时而轻微的财务困难	一般性财务困难，存在发展前景	一定的发展前景，需要外部管理	破产的社会成本非常高昂
重组的主导主体	债权人或者是企业	企业	企业	债权人	政府部门
资源的浪费程度	最高	最低	一般较低	一般	一般较高
资本市场运营方式	信贷资产的现金化	信贷资产的信贷化	信贷资产的信贷化	信贷资产的证券化	信贷资产的多元化
债务重组选择顺序	最后	首选	第二选	第三选	第四选

债务重组的条件分析

从理论上讲，债务重组存在四种模式，其中破产式重组是极端的债务重组模式。从实践的角度分析，公司破产存在规范的法律程序，没有或者存在很少的操作空间和余地。因此，一般意义上的债务重组是一般性的债务重组方式、问题债务重组方式和外部力量主导的重组方式，而企业的破产并不作为一种债务重组模式。在中国许多企业的案例中，将企业的债务重组和企业破产并列，将破产式的债务重组和后三种债务重组模式相区分，下面的分析就沿袭了这种习惯性做法，在此基础上，分析债务重组的技术条件。

一个陷入财务困境中的企业，何时选择破产，何时又选择债务重组呢[①]？

从理论上讲，债务重组需要两个技术前提。

其一，避免无效破产。如果一个企业陷入财务危机，就需要对企业的存续价值和破产价值的大小作出判断。一个企业的存续价值大于破产价值是进行债务重组的先决性条件。如果企业的破产价值大于存续价值，企业的破产是最优选择，此时就不再需要企业的债务重组。从金融学的意义上讲，并不存在破产或者债务重组的占优选择，需要的是根据企业的资产价值作出判断。在中国的许多企业中，破产似乎是解决问题的有效手段。但是，在一定条件下，债务重组是一个占优选择。关键的问题是应该避免无效破产。

其二，避免无效的债务重组。如果一个企业的破产价值大于存续价值，从理论上讲，企业应当破产，在实践中应当避免此种条件下无效的债务重组。在中国的许多企业中，从一开始就没有经济理由地选择了企业的债务重组，所以，企业的债务重组本身从开始就是一个错误的选择，即使债务重组的技术方案再出色，亦是一个错误的债务重组方案。

但是，仅仅两个技术条件分析并不能完全决定一个企业究竟是破产还是债务重组。在实际的决策中，还需要考虑债务重组中的两个效应。

一是债务重组中的“囚徒困境”效应。一个陷入财务困境中的企业，不但存在许多债权银行，还存在大量基于供货欠款而形成的一般财务债权人。不同的债权银行为了维护自身的利益，往往以“先动”的策略冻结企业的财产。在“先动”和“后动”之间，就形成了债权人的利益差异。在这种情况下，企业随后的债务重组就不易形成一个令每个债权人都满意的债务重组方案，致使陷入财务困境中的企业无法选择一个最优的重组方案，乃至无法形成一个债务重组方案。

二是债务重组的“信誉”效应。一个企业的破产不仅仅是一个企业的问题，企业的破产还会引致债务市场的紧缩、示范效应，进而引发许多企业发生财务危机。企业越大，“信誉”效应就越大。在金融理论中，存在一个越大越不可能破产的定理。在企业的债务重组中，同样存在企业越大就越需要债务重组的定理。

选择重组或者破产之间并不存在明晰的界限，选择破产或者重组及重组的模式是一个非常复杂的决策。中航油在新加坡资本市场上因为期货交易产生巨额亏损之后就在重组和破产之间产生了一场激烈、持久的争论。

---

① 此处的问题是，首先区分是破产，还是选择其他的重组方式，是一个选择何种债务重组方式的简化。读者需要注意，这种分法是“习惯性分法”而不是“系统性分法”

中国航油（新加坡）股份有限公司（简称“中航油”）在衍生工具市场上的5.5亿美元损失，不仅远远超过了公司的净资产1.23亿美元，而且亦超过了公司的市场价值。根据相关法律规定，中航油只剩两条路可走：一条是重组；另一条是破产。

在中航油申请破产保护之后，2004年12月7日，新加坡最高法院发出正式通知，要求公司在14日之前提出详细的市场可以接受的债务重组方案。2004年12月10日，应中航油的申请，这一期限被允许可以延长六周。

就此问题，在中国学者和实物人士之间引发了对中航油究竟破产还是债务重组的激烈、持久争论。

1999年，在香港拥有多家上市公司的粤海集团亦曾遭遇过同样的争论，这一幕又在中航油身上重演，不知是历史的偶然，还是历史的必然。在激烈的争论之后，粤海集团选择了债务重组。

如果中航油事件发生在国内资本市场上，出于保护投资者、公司员工、银行和其他利益相关者的考虑，肯定选择债务重组，需要解决的问题只是如何重组，而不是是否进行债务重组的问题。如同德隆事件一样，即便德隆是民营企业，最后，政府还是出面重组德隆。

现在，中航油事件发生在新加坡的资本市场上，政府不存在社会稳定的压力，不存在潜在的政府担保。投资者是新加坡的投资者，公司的员工大部分是新加坡人。更为重要的是，中航油进行的是具有垄断地位的航空用油贸易业务，大陆航空公司早就对中航油的垄断地位颇有微词，可以借此机会，加快航油市场的开放。以上种种理由说明，中航油应该破产。

但是，在一个日益融合到国际金融市场的国家中，重组和破产的判断不应该只局限于国度的差异。究竟是破产还是债务重组，应该取决于公司的破产价值和存续价值的比较。如果破产价值大于存续价值，公司就应破产；如果公司的存续价值大于破产价值，公司就应进行债务重组。

那么，中航油的存续价值和破产价值孰大孰小？

扣除公司2004年在期权和期货市场上的非正常损失，公司的盈利能力非常可观，公司的发展前景非常明朗。1997年，公司的净资产只有区区16.8万美元，到2003年末，公司净资产猛增至1.28亿美元，增幅高达761倍。只是公司在期权和期货市场的投机才导致了巨额损失和资不抵债，如果加强、完善公司的治理结构和内部风险控制，中航油还是一个具备巨大发展潜力的公司。从经济的角度讲，不同于主营业务持续亏损的公司，中航油的存续价值大于破产价值，公司重组应该是正确的选择。

更为严重的问题是，资本市场是一个“囚徒困境式”的市场，个体的最优

选择不一定是整体的最优选择。具体而言，中航油的破产，在不存在小股东集体诉讼或者诉讼并不成功的情况下，对中国航油集团——中航油的母公司——存在好处和利益。但是，对于已经在新加坡上市、正在申请上市和计划在新加坡上市的公司来讲，将会增加它们的上市成本或者干脆就无法实现上市的梦想，资本市场国际化的进程将受阻。有数据为证，2004 年，在新加坡上市的 76 家公司中，中国企业就有 35 家，几乎占据一半。2004 年 10 月，新加坡证券交易所（简称“新交所”）总裁汪瑞典还表示，中国上市公司将成为在新交所上市的外国公司中的主力。在中航油事件发生后，没人再提起鼓励中国公司前赴新加坡上市的事情。一个事件可以演变成为一个趋势，资本市场中的“羊群效应”、“类比效应”由此可见一斑。可以合理估计，如果中航油破产，以后，中国公司在新加坡上市，对于同样的股票质量，受中航油事件的影响，IPO 价格会降低，乃至不可能实现上市。果真如此，从社会整体的角度而言，从中航油破产中获得的利益好处将大大减少，甚至变为负数。另外，受此事件的负面影响，中国企业在国际金融市场上融资成本肯定会由于预期风险水平的提高而攀升。

资本市场本身还是一个动态不一致的市场，市场流传一句名言，越大就越不会破产。即使是民营企业德隆，在损失了百亿元后还是走上了债务重组之路。究其原因，资本市场本身就是一个动态不一致的市场。所谓动态不一致是指，从事前的角度讲，如果企业经营失败就应该破产，只有这样，才能加强市场纪律。但是，如果企业真的经营失败，基于种种利益关系，破产就不是最优选择，重组才是首选。2000 年的香港资本市场上著名的粤海债务重组和 2004 年的德隆债务重组就是动态不一致的证明，新加坡市场上的中航油事件亦不例外。即使是在市场纪律最严明、最严厉的美国，20 世纪 80 年代，政府亦花费了 913 亿美元出面重组储蓄贷款银行，为其道德风险埋单，虽然美国政府在事前一再表明绝对不会出面重组一个市场中的企业。

即使是成功的重组，也存在重组成本，也是社会福利的损失。重组也罢，破产也罢，都是社会财富的损失，唯一可以选择的事情是两害相权取其轻。

谁都不希望争辩公司应该重组还是破产，因为它们都代表社会财富的损失，在这一层面上，无论是粤海还是中航油，它们都一样①。

---

① 这一部分内容写于2004 年12 月的中航油事件之中，根据债务重组的原理参与了中航油是重组还是破产的争论。时至今日，争论已经偃旗息鼓、烟消云散，问题已经水落石出。最后的结局证明，我们的观点和立场是正确的，中航油最终走向了债务重组之路。读者需要注意的是其中分析问题的方法和思路，而不是事件的最终结局。

债务重组方案设计的合理性

债务重组方案的设计决定了债务重组的成败，在债务重组方案的设计中存在许多技术性、战术性的技巧。学者、媒体和官员经常为一个成功的债务重组“拍手叫好”，为一个设计新颖的债务重组“佩服认同”。那么，如何才能设计出来这样一个如此成功的债务重组方案呢？如何在债务重组方案中寻求突破口呢？下面的几个方面对于回答这类问题非常关键、非常有价值。

其一，需要在公司现有资产的分配和未来发展中寻求平衡。一个公司的债务重组计划就是对公司现有资产的分配计划。从严格意义上讲，对于既定资产的分配不是一个经济问题，而是一个经济力量的博弈问题。如何分配一个存量资产是一个博弈问题，是谈判双方的力量对比和谈判技巧的较量。但是，公司的债务重组并不一定把焦点放到现有公司存量资产的分配上。一个容易被遗忘但非常重要的问题是，在公司的未来发展中进行债务重组。把公司的未来发展和对公司现有存量资产的分配有机结合起来，在此基础上，许多债务重组的死结就能解开。这一点是许多债务重组方案的突破点。

其二，合理的融资工具的设计。公司的债务重组是各方利益的重新划分和分配，需要在各方利益主体的博弈中寻求平衡，需要在公司的现在和未来之间寻求平衡，需要在公司的风险分配中寻求平衡，需要在公司的管理权利分配中寻求平衡。为了实现这些相互冲突的目标，需要创新性地运用各种金融工具，例如，多种类型的优先股、多层次和不同优先级的债务、可转债、存在投票权的股票和没有投票权的股票、信托等。一个繁杂的债务重组就是一个多种金融工具组合运用的组合、体现和展览。

其三，需要对公司结构进行调整。公司债务重组的过程是一个复杂的公司结构重新调整的过程。在公司的债务重组中，需要对公司的资产进行分类，不同的资产需要不同的方法处理。如果需要，并且存在可能，可以对公司的不同资产部分采取不同的债务重组方式。对公司的结构进行调整是债务重组的一个必然要求，关键性的问题是，根据公司的情况和重组的目标，如何对公司的结构进行重新调整，其基本的原则是利益主体的利益取向和资产的不同类别。

其四，不能突破各方利益主体的利益底线。在公司的债务重组中，每一方都存在一个利益底线。公司的破产清算价值就是债权人的利益底线，债权人从公司的债务重组中获得的利益不能低于这一利益底线。同样，公司股东的利益底线可能是零值，有时公司股东的利益底线可能低于零值，例如，公司所在的行业存在进入的政策壁垒、公司的破产会损害公司股东的声誉、可能引发对公司股东的法律诉讼等。但是，无论何种情况，债务重组都不能突破各个利益主

体的利益底线。

一个经典案例：粤海债务重组

①成为经典的理由

粤海债务重组是中国当时最大的债务重组案例，是最早的一起涉外债务重组案例，并且是一起成功的债务重组案例。在粤海债务重组案例中，成功地运用了债务重组的原理，达到了债务重组价值最大化的目标，选择了正确的、恰当的重组模式，方案设计符合债务重组的合理性要求。不但综合运用了各种手术刀和良药，而且手术的技术和良药的选择同样体现了债务重组的原理、要求、技术和艺术①。

究竟何为粤海债务重组成为经典的经济理由？

其一，是多个公司的混合重组，重组规模巨大。粤海是一个包括成百上千的不同层级和大大小小公司的集团，涉及的债务重组规模巨大，公司繁多。另外，具有数量繁多的不同利益主体参与债务重组，不但包括债权银行，而且包括一般的由于业务往来而形成的财务债权人、不同国家的债券持有人等。在债务重组中，中介机构参与其中，发挥了关键性的作用，设计了合理的债务重组方案。

其二，债务重组的技术非常复杂。在粤海债务重组中，运用了债务重组中的公司分离技术、金融工具合理化配置以求债务回收最大化的技术、不同利益主体对资产不同估值的分歧处理技术、各方对方案认同的处理和谈判博弈技术。粤海债务重组展现了最高水平的谈判博弈技术、公司资产重组和分离技术、公司重组中的金融工具配置技术等。

其三，粤海债务重组的案例是在香港资本市场上的重组，符合债务重组的基本原理，为中国未来的债务重组提供了一个模板和样本。

其四，粤海债务重组的博弈过程精彩纷呈、跌宕起伏、峰回路转、百转千回，公司股东、债权银行、政府均各自使用自己的底牌进行了不断的博弈。从这个意义上讲，债务重组不是一个经济问题，而是一个利益博弈的过程。

其五，债务重组的过程常常伴随着对公司管理人员责任的法律诉讼，在粤海债务重组案例中，恰当地处理了管理人员的法律诉讼问题。在金融交易成本

---

① 粤海债务重组案例的素材来源于武捷思著：粤海重组实录，北京科学出版社2004年版。读者如果需要了解粤海债务重组的背景素材，可以参见该书。但是，了解背景材料是一个方面，更重要的是分析背后选择的理由，不仅需要“知其然”更需要“知其所以然”为此，读者需要关注作者的评论和背后原因的分析。

理论上，法律的有效性和公正性是金融交易中的一个主要交易成本。如果法律不健全或者不能有效地执行法律的规定，就不能有效保护股东和债权人的利益，金融的资源配置功能就不能得到全部有效的发挥，甚至会损害金融市场，导致金融市场在广度和深度上的萎缩。对公司管理人员渎职、腐败和其他损害股东利益行为的法律诉讼是降低金融交易成本的一个关键性环节。在粤海债务重组中，如何处理粤海管理人员的渎职行为值得反思和讨论。

其六，为了适应公司的利益分配和风险分配，公司的组织结构进行了较大幅度的调整。调整的基础是公司资产的物理性质、盈利能力、风险状况和利益主体的利益指向和要求等，而不是“为领导提供职位”。

其七，粤海是一个企业集团，粤海的不同部分采取了不同的重组模式，是不同重组模式的综合运用，而不是仅仅使用某种单一的债务重组模式。

毋庸置疑，粤海的债务重组是中国企业债务重组的一个经典案例，该案例的债务重组模式和经验将对中国此后的债务重组具有借鉴意义，尤其是该案例显示和体现了债务重组的原理和债务重组方式的选择，由此提高了债务重组的有效性和效率。由此可见，债务重组并不是一个随意的过程，一个优良的债务重组可以提高公司的价值和保证公司未来的发展。

②粤海债务重组的背景

1978 年，中国开始实施改革开放政策。当时，在香港注册成立的中资企业仅有 122 家。除了在 1872 年成立的招商局、1948 年建立的华润集团外，其余都是在 1949 年以后成立。并且，以华润集团为首的在港中资企业主要以香港和大陆之间的贸易代理为主营业务。

自 1978 年实施改革开放政策以来，一个经典的在香港设立企业的模式由此被创新出来，中央部委和地方政府纷纷在香港设立的贸易公司和办事机构，导致这类公司和办事机构迅速增加。截至 1989 年，设在香港的中资企业已高达 2500 余家，粤海就是在此期间成立的一家公司。需要特别注意的是，粤海是由粤企、粤投和广南三个部分构成。其中，粤企持有粤投 38.81% 的股权和广南 56% 的股权，同时还拥有 207 家正在营建或者持有资产的企业。因此，粤海是指包括粤企、南粤、粤投和广南在内的整个粤海集团，粤海的结构框架见图 5.6。特别需要注意的一点是，由于在公司财务、资产负债结构和财务债务人的结构方面存在差异，粤投的债务重组和粤企的债务重组分别进行，而不是混合在一起进行债务重组。

1980 年 6 月在香港注册成立的粤海，是广东省政府在境外设立的第一个公司。同福建的华闽一样，是中国各省市最早在香港设立的窗口企业之一。广东

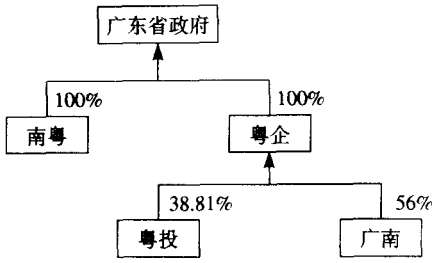


图 5.6　粤海的组织结构框架图

省政府对粤海的经营和管理十分重视和支持，初始的粤海在行政垄断中逐步成长和发展。从粤海成立之日起，它就是广东省在香港的贸易总代理，粤海在中国大陆的投资享受外资一样的优惠待遇。

从粤海注册成立到粤海重组的 18 年中，粤海的发展轨迹存在明显的阶段性和转型性，与中国经济结构的变迁和盈利模式的交替保持一致，折射出了中国的经济演化过程。

1980 ~ 1985 年的贸易代理和自营结合、多元化业务发展阶段。

在这个阶段，粤海以贸易代理为重点和主营业务，并且积极发展多元化业务，其盈利模式是贸易代理的差价收益，这个盈利模式存在一定的风险，非常不稳定，因为它有赖于中国的对外贸易的行政垄断。1985 年，粤海的营业额已经达到 15 亿元，利润达到 450 万港元，净资产高达 3.3 亿港元。

1986 ~ 1990 年的以贸易为主导、以实业为基础、业务多元化发展阶段。

在这个阶段，公司的盈利模式逐渐发生了变化。随着对外贸易的逐步开放，贸易主体逐渐多元化，贸易的行政垄断盈利逐渐降低，公司在未来的发展中面临着严峻的挑战，由此导致公司逐步转型，渐进地建立了以实业为主的主营业务框架，逐渐从贸易代理向实业转型。

1991 ~ 1995 年的商品经营和资本运营相结合的阶段，资本市场运营逐渐在公司中占据关键地位。

20 世纪 90 年代以后，粤海集团充分发挥香港国际金融中心的优势开展资本市场运营。1987 年，实现买壳上市，将一批优质资产包装上市，改名为“粤海投资”，成为在中国各省市驻港企业中的第一个上市公司，在香港资本市场中树立了红筹股的形象。1994 年 11 月，“粤海投资”入选恒生指数成分股。从 1987 年到 1997 年，“粤投资产”的净值从 3800 万港元增至 85.2 亿港元，资产总值从 1.8 亿港元增至 235.89 亿港元，股票市值从 3000 万港元增至 122.73 亿港元。在此期间，粤海还从“粤海投资”中分拆出粤海建业、广南集团、粤

海制革、粤海啤酒在香港资本市场上市。1997 年 12 月 31 日，粤海所属 5 家上市公司的股票市值为 191.73 亿港元。

此外，粤海还通过发行债券、基金等方式筹集资金。自 1993 年以来，粤海在美国、西欧等国际资本市场上发行了 9 亿美元的 10 年期扬基债券。粤海还开创了第一个非上市的中资公司在国际资本市场上发行无抵押、无担保、非国债债券巨额融资的先例。截至 1997 年末，粤海的账面资产总额高达 357 亿港元，年均递增 70%，净资产达 74.8 亿港元，年递增 62%。

但是，粤海在高速发展的同时已经存在严重的隐患和问题。1997 年，粤海的高速发展终于不可持续，并且暴露出了严重的财务问题。分析粤海 1997 年度的财务状况，财务问题是所有开始走向“衰败”企业的一般的财务问题，是企业走向“衰败”的财务征兆。

其一，公司的杠杆率非常高。截至 1997 年 12 月 31 日，粤海的总资产 357 亿港元，总负债 282 亿港元，其中银行负债 238 亿港元。账面净资产 74.8 亿港元，其中包括少数股东权益，总资产负债率达到 79%，银行负债与净资产之比高达 3.2:1。

其二，资产结构不合理。截至 1997 年 12 月 31 日，在粤海的资产中，尽管资产规模庞大，比重最大的却是应收账款，在总资产中的比重是 42%；其次是粤海对自己持有 50% 以下股权的联营公司的投资和其他投资，约占 26%；第三项是固定资产和发展中的物业，约占 19%，三项合计为 87%。在公司财务分析中，出现问题的一个主要标志是应收账款的比重非常高，粤海的应收账款在总资产中的比重居然高达 42%，是粤海出现问题的一个明显标志。在粤海的资产结构中，还存在一个明显的特点，就是粤海的固定生产性资产所占比重非常低。从负债的期限结构角度分析，长短期债务各占 50%。从行业结构来看，在工业、基础设施、投资控股、房地产、酒店等变现能力较差的资产约占 49.02%，变现能力不强的资产占总资产的 70%。无论是从资产结构、期限结构还是从资产的行业分布来看，公司的财务结构均不合理，表明公司已经陷入严重的财务困境之中，是否还有未来的发展是一个存在巨大疑问的问题。另外，一个值得深思的问题是，在此种财务状况下，当时的粤海已经失去了进行最佳债务重组的时机。为什么在不得不进行债务重组时才进行债务重组呢？

其三，问题资产不断增加。从静态的视角看，根据当时不完全的统计，1997 年末，在 357 亿港元总资产中，坏账、呆账、降值损失挂账约 118 亿港元；严重减值的地产投资项目是 49.55 亿港元；挂账利息 3.33 亿港元，该部分资产估计已经损失 70% ~ 80%。从动态的视角看，问题资产每年还以 10% 的速度增长和膨胀。

其四，粤海财务政策并非审慎——应收账款的视角。从静态的视角看，截至1997年底，粤海的业务应收账款77亿港元，其他应收账款52亿港元，财务公司放款19亿港元，三项资产共148亿港元，占总资产的42%左右。从动态的视角看，应收账款呈现逐年增加的趋势，1996年增加14%，1997年增加了16.5%。从结构的视角看，在应收账款中，逾期的应收账款达到75亿港元，占全部应收账款的51%，基本上形成了呆账、死账或者沉淀资金。但是，在公司的财务中，没有将这部分存在问题的资产及时消化处理，不良资产在短期内集中暴露出来。换言之，粤海并没有采取审慎的财务管理政策，隐藏的问题更是不得而知，其资产质量值得怀疑。

其五，粤海现金流不断恶化。1997年度，粤海的综合现金净流出51亿港元，比上年增加了38亿港元，其中经营业务现金流出12亿港元，投资现金净流出29亿港元。在公司的高速发展和初创阶段，现金的净流出是一个正常现象。但是，粤海在经过十多年的不断发展之后，仍然同时出现业务现金的净流出和投资业务的现金净流出就说明了公司一定存在问题。

公司的财务状况不断恶化，1998年9月，粤海终于不能按期按量偿还公司债务，粤海由此进入了要么破产要么债务重组的两难选择境况。

③在破产和债务重组之间的选择

在粤海的财务危机显现以后，需要解决的问题是在破产还是债务重组之间做出选择。

选择破产还是债务重组，需要具体考虑以下两个方面的问题。

其一，破产价值和存续价值孰大孰小。粤海的资产遍布香港、广东和澳门地区，资产规模庞大，资产变现难度非常大，因此，公司的破产价值就很低。另外，一个非常重要的问题是，粤海的亏损并不是由资产的质量差造成，而是由公司的管理制度缺失、内控制度失灵造成。并且，公司受到公司控股股东——广东省政府——的严重影响，在政企不分的大背景下，公司的亏损成为必然。如果改变公司的管理机制和公司治理机构，公司还是存在很大的提升空间。因此，从以上各个方面分析，公司的存续价值大于公司的破产价值，公司的债务重组是占优选择。

其二，资本市场的信誉效应。粤海是广东省政府在香港的窗口企业，许多在香港的窗口企业能够得到银行贷款的原因是政府的信誉担保。如果粤海破产，必然会引发多米诺骨牌效应，由于预期政府隐性担保的消失，银行会提前回收对窗口企业的贷款，进而导致许多窗口企业的财务危机。广东省政府必然会考虑到中国大陆全部窗口企业在香港资本市场上的信誉效应，债务重组的选

择优于企业的破产选择。

两个角度都说明，粤海的债务重组优于破产。由此，粤海就走上了债务重组之路。粤海的债务重组之路一样“举步维艰、诡异多变”。

④重组目标和约束条件：博弈的过程

1999 年 5 月 25 日，粤海、南粤的债权人会议在香港召开，由此揭开了粤海正式债务重组的序幕。广东省政府向债权人介绍了粤海和南粤截至 1998 年 12 月 31 日的财务状况，并提出了债务重组的方案。

对于债务重组，广东省政府提出的目标是，把粤海和南粤组建成为能够在金融市场上自主融资、严格遵守中国香港和其他有关国家、地区的法律、按照国际惯例进行管理、能够支持广东经济发展和以利润最大化为经营目标的股份制企业。具体内容包括以下几个方面：一是把粤海和南粤组建成为一个统一的主业明确、突出和存在核心竞争力的企业集团；二是重组后的新粤海能够完全依靠自己而非政府的信誉在国际金融市场上进行融资；三是重组后的企业集团能够获得可持续发展的能力。

粤海的债务重组计划是由粤海的控股股东——广东省政府——首先提出来的，并且明确了公司债务重组的目标。从这一目标的内容分析，债权人没有任何商量回旋的余地，暗含着如果债务人不愿意重组或者重组失败并不是广东省政府的责任。因此，广东省政府在债务重组中占据了“先动”的优势，为以后的粤海债权人的削债重组埋下了伏笔。

广东省政府在提出了重组目标之后，接着提出了债务重组的约束条件，具体的约束条件是：其一，在债权人同意与广东省政府共同承担损失的前提条件下，把评估价值 150 亿港元以上的东深供水项目注入粤海。这个条件是广东省政府的一个非常聪明的决定，是同所有债权人进行谈判的突破口。因为债权人要求百分之百地偿还债务，如果照此办理，就不是注入一个价值 150 亿港元以上的东深供水项目能够解决的问题。只有在广东省政府和债权人共同承担损失的条件下，在注入 150 亿港元的优质资产后，粤海才能够正常运转。其二，通过一揽子计划，在重组粤企、广南和南粤的同时，解决粤投的流动性不足的问题。其三，对粤企、南粤、广南和粤投采取不同的方法进行债务重组。粤投和广南是上市公司，广东省政府不能承担由其他股东承担的损失。其四，广东省政府和债权人共同承担损失。

广东省政府提出的约束条件是债务重组的突破口，同时亦是债务重组博弈的突破口。该方案改变了在此之前的所有政府控股的企业都由政府承担所有损失的思维惯性，而且这个问题是整个债务重组的突破口。

为此，粤海债权人绝对不会同意削债性的债务重组，他们使出了各种手段以求达到该目的，包括向中央政府施压和降低中国大陆企业在香港的融资额度等。但是，粤海的债务数额巨大，即使向中央政府施压亦难以达到目标；降低中国大陆企业在香港的融资额度并不符合银行的利益，因此是一个不可置信的威胁。在谈判博弈中，粤海的债权人无奈同意削债进行债务重组。更为关键的一个问题是，债权人的谈判对象是广东省政府，而不是一般的企业。

⑤粤海债务重组的跌宕进程

在分析粤海债务重组进程的过程中，可以发现金融工具、公司结构的调整、交易过程等方面在实现债务重组目标过程中的作用和选择。另外，任何债务重组都是一个多次博弈的过程，在一次一次的博弈中，可以发现博弈对方的利益诉求和博弈力量对比。债务重组方案的每次修正和调整都是博弈的结果，并在其中体现了债务重组的技术、技巧和原理。总的来说，粤海的债务重组经历了三次大的方案修正和调整，并在其中体现了债务重组的技术、技巧和原理。

第一次方案修正和调整：5·25 债务重组方案。

5·25 债务重组的思路主要包括以下几个方面的内容。

在将东深供水项目注入粤投的前提下，用重组企业新发行的股票和债券换取债权人的债权，在延长债务期限和将部分债务股本化的同时，降低债务利息的负担，具体计划如下。

其一，由广东省政府在香港注册成立“新粤企”，并把东深供水项目注入新粤企。这是整个债务重组的起点，厘清新旧公司之间的资产关系。

其二，由新粤企把东深供水项目注入粤投，壮大其实力，解决粤投流动性不足的问题。在此基础上，由粤投发行一定数量的“粤投债券”和一定数量的“粤投普通股”给债权人，以交换债权人的部分债权。

其三，把南粤变为粤企的全资附属公司，使南粤债权人和粤企债权人一起参与重组，为用一个东深供水项目同时解决粤企、广南、粤投和南粤的问题创造公司组织结构方面的条件。

其四，通过广南增发新股的途径解决广南资不抵债的问题，由广东省政府下属的全资公司——新粤企认购新股 75% 的形式向广南注入资金；把广南的不良和非核心业务出售出来，成立资产管理公司，在此基础上，由广南发行一定数量的“广南债券”，由“广南资产管理公司”发行一定数量的普通股。

其五，粤企出售一部分非核心业务，取得一定数额的现金，同时粤企发行

一定数量的优先股。

其六，用粤企出售资产得到的现金、粤投债券和粤企50%的优先股换取粤企和南粤债权人的债权；用广南配股所得现金、“广南债券”和“广南资产管理公司”的普通股换取广南债权人的索债权；与此同时，新粤企得到粤企50%的优先股、粤投一定数额的普通股和广南一定数额的普通股。

其七，把粤投债权人的旧贷款变为新贷款。

该方案值得借鉴的地方是：首先，粤海的债务重组是一个债务展期和债务股本化（债转股）的结合。实现两者结合的好处是，不但可以降低债务重组企业的债务负担，而且可以为债权人留下全面收回债权的空间和条件。因此，该技术是债务重组过程中经常使用的重组手段。其次，对公司的资产进行分离和公司架构的调整，以保证不同的债权人实现不同的目标。

具体的计划交易过程如下。

第一步：

广东省政府在中国深圳以供水项目为主体成立一家供水公司，并由供水公司用其收益作为抵押向银行借款1亿美元，其目的是构造一个股权和现金的组合，满足支付对价对现金的要求，不是没有理由（图5.7）。

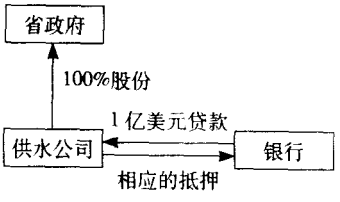


图5.7　重组的第一步

第二步：

广东省政府在香港注册成立新粤企，并将供水公司100%的股权和1亿美元注入新粤企，其目的是隔离新粤企与粤企的关系，避免不必要的法律纠纷和利益纠葛，是公司结构重组技术的反应（图5.8）。

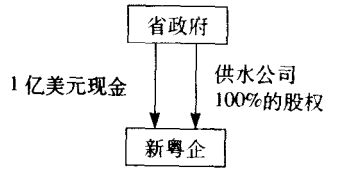


图5.8　重组的第二步

第三步：

广东省政府将原来归其所持有的粤企100%的股权无偿划归新粤企持有，使粤企成为新粤企的全资子公司，是进一步的公司重组（图5.9）。

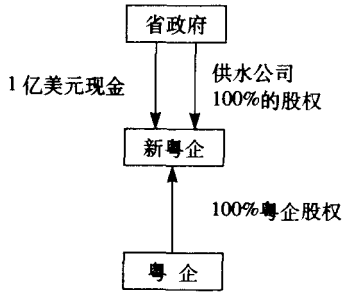


图5.9 重组的第三步

第四步：

粤企以名义价格收购南粤，使南粤成为粤企的子公司，为把南粤3.5亿美元债务作为粤企的整体重组的一部分，为全面的重组创造必要的条件。在收购后，南粤综合在澳门的业务作为粤企的全资子公司。将粤企和南粤合二为一，保证两者的共同重组（图5.10）。

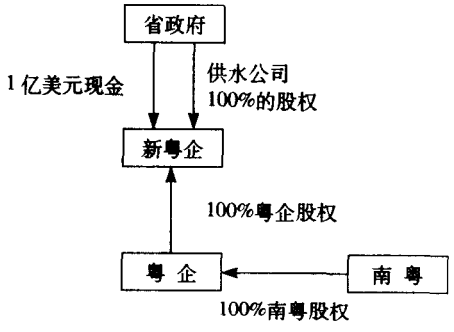


图5.10 重组的第四步

第五步：

粤投在市场新发行面值18亿美元的粤投债券和15亿股的粤投普通股。然后，新粤企以供水公司的100%的权益交易粤投面值18亿美元的债券和15亿股的粤投普通股，其中，粤投债券的面值18亿美元、以美元计价、年利率7%、期限10年。其目的是为隔离粤投的单独重组创造条件，因为粤投的

资产质量明显优于粤企和南粤，无法一起进行重组（图 5.11）。

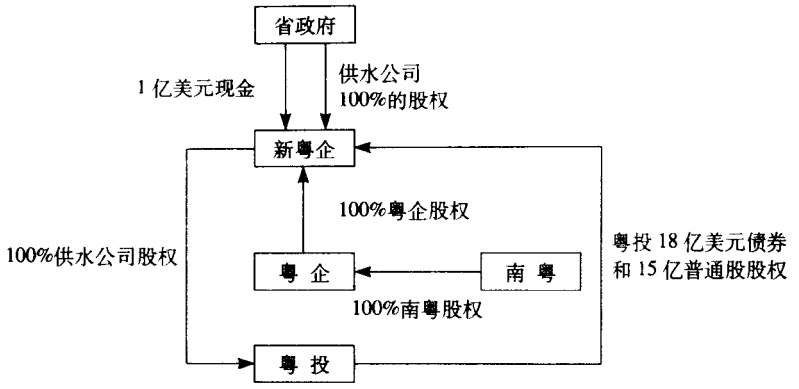


图 5.11　重组的第五步

第六步：

粤企发行面值 36 亿美元的粤企优先股，优先股的年利率为 1%。然后，新粤企用面值 18 亿美元的粤投债券交换粤企新发行的面值 18 亿美元的优先股。其目的是，增大新粤企对粤企的持股比例，同时增加粤企的现金和优良债权（粤投债券），实现新粤企承担粤企的损失和粤企拥有现金和债券以偿还债权人部分贷款的双重目的（图 5.12）。

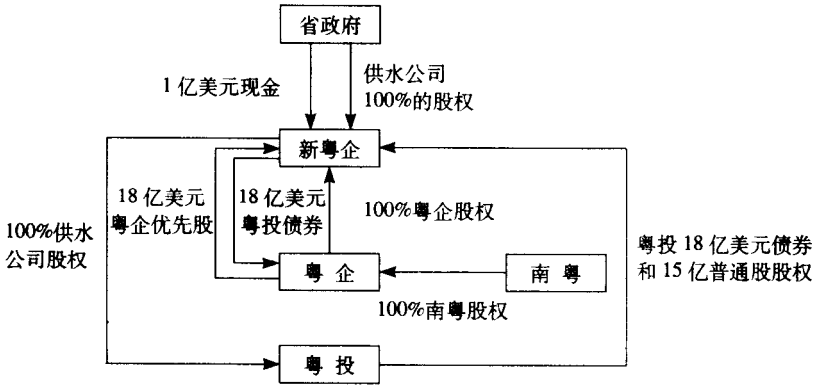


图 5.12　重组的第六步

第七步：

粤企计划卖掉 3 亿美元的资产。然后，粤企和南粤债权人用对粤企和南粤的 39 亿美元的债权交换面值 18 亿美元的粤投债券和粤企新发行的面值 18 亿

美元的优先股以及3亿美元现金。债权人的债权共计39亿美元，包括债权银行、债券持有人、非财务债权人和广东省政府的债权。从交换标的来看，粤企和南粤的债权人承担了一定的损失，3亿美元现金和18亿美元的债券能够全额回收，但是，18亿美元的优先股是名义对价而不是市场对价，究竟市场价格是多少还不得而知，这一部分价值损失是债权人的价值损失。同时，他们有机会在粤企经营好的情况下全额收回，还有可能增值。另外，一个有趣的问题是，粤企发行的是优先股而不是普通股，这样做的目的是隔离优先股和普通股定价的难题，因为粤企普通股的价格难以确定，甚至低于零。设置优先股和普通股，增加公司的资本或者减轻公司的债务负担，能够进行便利的定价，并协调新老股东之间的利益冲突（图5.13）。

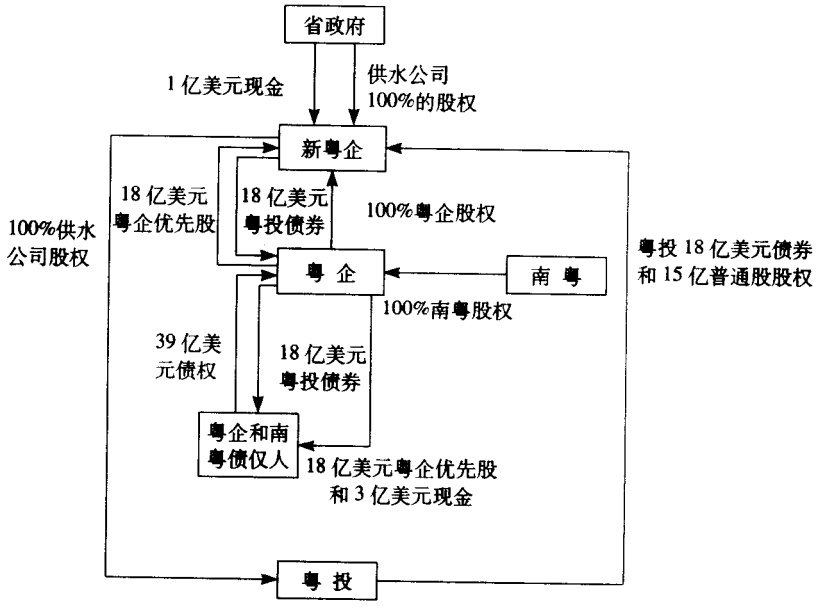


图5.13　重组的第七步

第八步：

广南配售面值0.75亿美元的普通股给新粤企和面值0.25亿美元的普通股给广南小股东，广南共配售价值1亿美元的普通股。按照香港上市规则的规定，广南保持上市地位，配售后扩大股本的25%（不能低于25%）必须由小股东持有。广南的问题还不是非常严重，新粤企承担的损失相对较小，主要以增加资本的方式进行（图5.14）。

第九步：

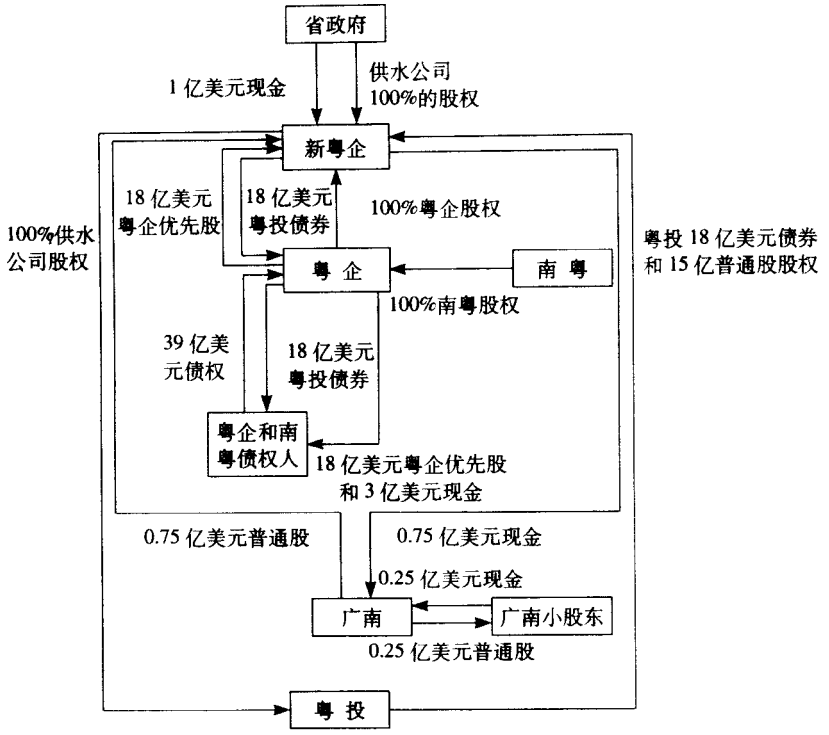


图 5.14　重组的第八步

广南把非核心业务和不良资产出售出来，由广南成立的广南资产管理公司接收。广南以其各项业务为基础发行面值 1.5 亿美元的债券和面值 2.4 亿美元的广南资产管理公司普通股。然后广南债权人用对广南 4.9 亿美元的债权交换 1 亿美元的现金、面值 1.5 亿美元的债券和面值 2.4 亿美元的广南资产管理公司的股权。广南债券面值 1.5 亿美元、年利率为 2.5%，期限为 10 年。债权人承担的损失主要集中在广南资产管理公司的股权上（图 5.15）。

在完成债务重组计划后，计划交易前后的组织和股份结构都发生了较大的变化，具体变化如下。

因为新粤企只持有粤企 50% 的优先股，优先股股东在企业清盘时的索偿地位优于普通股股东，所以新粤企通过粤企持有的粤投股份实际上为 12.255%，持有的资产管理公司股份实际上为 50%，持有的广南股份实际上为 28.0%。

计划重组交易的结果是，广东省政府通过全资下属公司间接持有的粤投股份由 38.81% 提高到 49.125%；间接持有的广南股份由 56% 提高到了 70.3%。

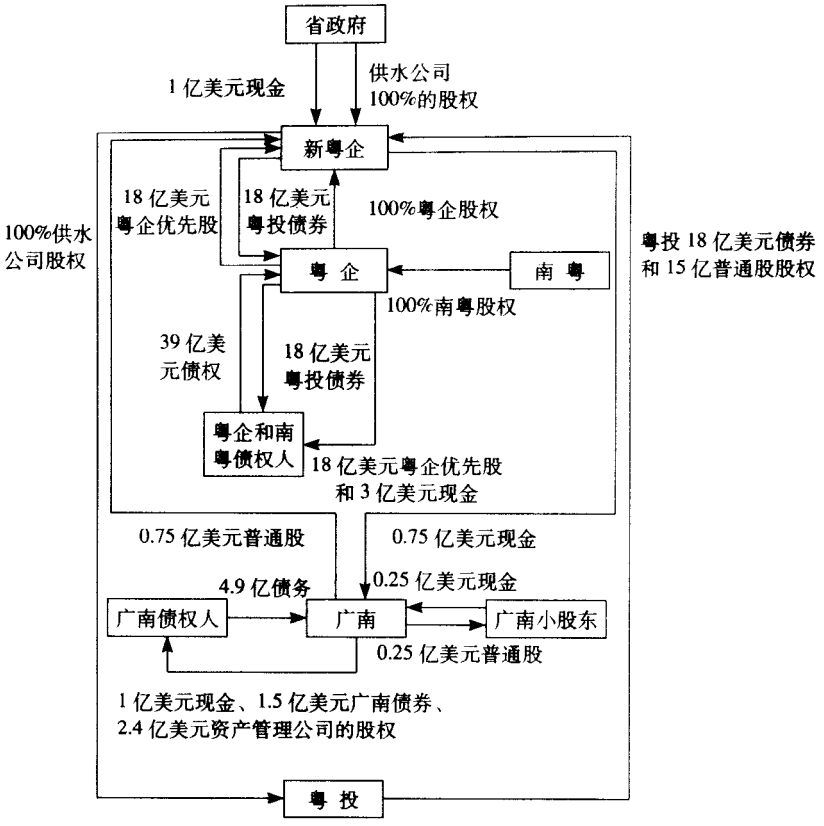


图 5.15　重组的第九步

与此相对应，社会公众持有的粤投股份从61.19%被稀释到38.62%；持有的广南股份从44%被稀释到26.90%。债权人通过持有粤企50%的优先股的途径，间接持有了粤投12.255%的股权和广南2.80%的股权（图5.16、图5.17）。

第二次方案修正和调整：5·25重组方案的进一步精彩博弈。

在广东省政府提出了5·25债务重组方案之后，由粤海债权银行组成的委员会马上提出了自己的重组主张和方案。债权银行委员会主张的主要内容是：其一，导致粤企和南粤资不抵债的全部责任在于广东省政府，广东省政府理所当然地承担所有损失；其二，任何重组建议都必须令“财务债权人的债权最终有实质机会获得全部清偿”；其三，债权人的债权必须连本带息由广东省政府负责偿还。

在此基础上，债权银行提出了自己的“角点解”方案，广东省政府必须承担所有损失，总共需要47亿美元，其中广东省政府需要注入现金或者优质资

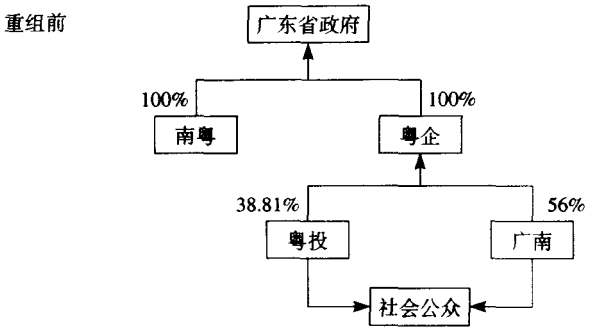


图 5.16　重组前的组织股权结构图

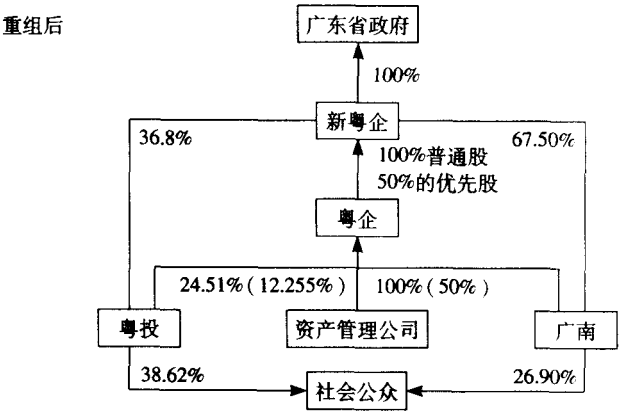


图 5.17　重组后的组织股权结构图

产 40 亿美元；用粤企持有的粤投 9.8 亿股股权偿还债权人的债务；将粤企剩余的资产清盘还债。

债权银行委员会的方案是建立在广东省政府需要对粤企造成的结果负债的基础上，提出了一个从债权人的角度而言的理想化方案。实际上，这个方案根本就不是一个重组方案，而是一个赔偿方案，是债权人最好的结果。

从博弈的角度分析，先将条件提到最高的程度，再逐渐作出让步是一个基本的博弈技巧。

需要说明的是，粤海还发行过债券，而且发行的数量并不大，而且债券的偿还级别高于银行贷款，粤海的债务重组需要首先全额偿还债券的本息。在债券到期之前，虽然债券持有人可以有自己的权力发表看法并提出要求，但是，债券持有人的意见并不是关键性的因素，因此可以省略了对债券持有人的分

析。如果一个企业发行了大量的债券或者债券需要削债，那么，就不能忽视债权人的意见，同时，将大大增加债务重组的难度。

为了应对债权银行委员会的要求，广东省政府马上采取了自己的策略。自从粤海宣布重组以来，广东省政府一直代替粤海垫付银行贷款的利息，广东省政府的策略是停止垫付粤海的贷款利息，以给债权人制造压力，表明广东省政府拒不承担责任的决心和能量。

但是，债权银行委员会的谈判筹码是政治影响和金融市场的信誉效应。债权银行委员会可以向中央政府反映，影响广东省政府的政治声誉，但是这个筹码并没有多大的效力。原因有两个：其一，粤海的欠债太多，中央也不可能举广东省全省的财力去支持一个企业；其二，粤海的问题是由几任广东省领导造成，没有一个具体的负责人。债权银行委员会另外的一个谈判筹码是可以决定以后不再贷款给粤海或者存在广东省政府背景的中资企业。但是，这个威胁是一个不可置信的威胁，实施这个威胁并不符合债权银行的利益。

因此，在博弈中，债权银行委员会明显处于下风。广东省政府乘胜追击，进一步提出了谈判的六项原则，将谈判失败的罪责推向了债权银行委员会，自己牢牢地掌握了谈判的主动权。

广东省政府提出的继续进行谈判的六项原则的具体内容如下：

其一，广东省政府和债权人共同承担经济损失，以排除全部支付的可能性，是一个最根本的条件，目标直指债权人的最理想结果；

其二，考虑到广东省的税收基础，广东省政府除了注入东深供水项目外不会注入任何其他的资产，是一个重组代价的极限，不可能再提供其他资产以承担损失；

其三，广东省政府不希望粤企、南粤和广南清盘，但是并不害怕它们清盘，表明广东省政府并不害怕资本市场和金融市场的信誉效应；

其四，东深供水项目一定注入粤投，其目的是维护粤投的利益，平衡粤投、粤企、广南和南粤之间的利益关系，是一个技术性的处理，亦是一个利益平衡工具；

其五，按照商业原则进行谈判，不会理会政治压力，消除了债权人的政治谈判筹码；

其六，强调进行秘密谈判，避免外界干扰，同时避免对广东省不利的信息传播。

这六项原则充分显示了广东省政府已经牢牢掌握了谈判的主动权，胜负已经确定，关键的问题是，胜利的程度是多大。具体的博弈结果是，债权银行委员会同意共同承担损失，新一轮的谈判重新开始。

第三次方案修正和调整：9·10 债务重组方案的出笼。

经过进一步的谈判，作出了 9·10 债务重组方案。9·10 债务重组方案是在 5·25 债务重组方案的基础上作了三点修改。

其一，为了避免在东深供水项目价值问题上与粤投债权人和粤投的经营班子争论不休，把广东省政府在 5·25 债务重组方案中的将东深供水项目直接注入粤投，以换取粤投的债券和股份的建议改为：成立一家特殊功能的公司持有供水项目，并发行债券，然后将已经发行了债券的供水公司的股权注入粤投，以换取粤投的股份。这样做的结果是，简化了供水公司的结构，使东深供水项目作为独立的项目发行债券，这种债券的资信和粤投资信完全无关；广东省政府同样可以通过将供水公司的股权注入粤投的途径增持粤投的股份；粤投可以单独在重组中为其 12 亿美元的债务与债权银行重新进行债务安排，减少了债权人之间的矛盾；对于债权人而言，供水公司的债券和粤投的债券在同样的发行条件下相比较，前者明显优于后者。

其二，根据债权银行的偏好，广东省政府将 5·25 债务重组方案中“广南债权人用 4.9 亿美元债权换取面值 1.5 亿美元的广南债券、2.4 亿美元的广南资产管理公司的股票以及 1 亿美元的现金”改为“广南债权人用 4.9 亿美元债权换取面值 1.5 亿美元的广南债券、2.4 亿美元的广南资产管理公司的债券以及 1 亿美元的现金”。因为债券比股票享有更高级别的索偿权，把广南资产管理公司的股票换成广南资产管理公司的债券对债权人存在实质性的经济利益。

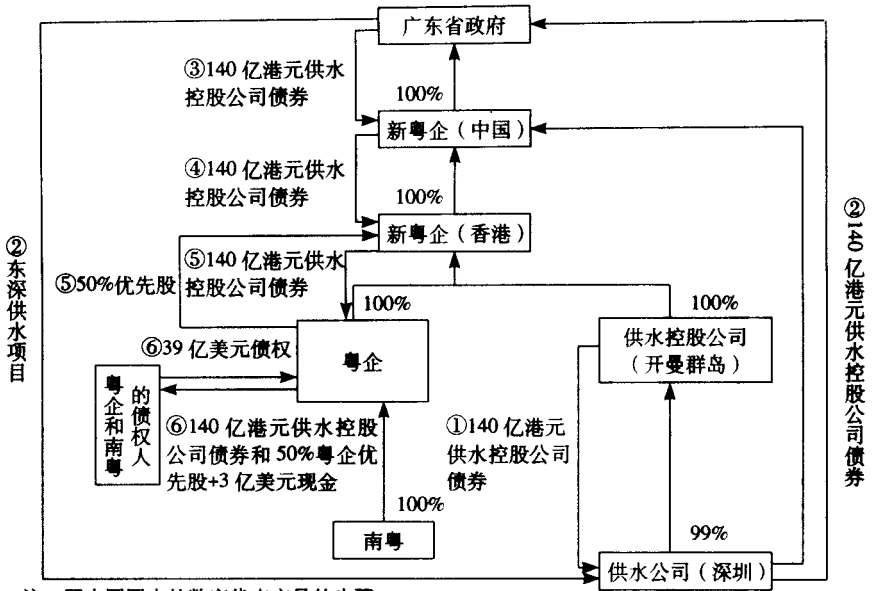
其三，将粤投债券的币种改为港元，同时把利率提高到 8%，按照当时的市场行情判断，利率为 7% 的美元债券和利率为 8% 的港元债券的经济价值大体相等，以满足债权人的需求。

这个方案的一个典型的债务重组技巧是，如何巧妙地处理对重组对象价值的不同估价，在粤海重组中，采取的具体方法是调整公司的框架结构和交易结构，一个交易和框架结构的调整能够满足各方的利益需求。

为了实施 9·10 债务重组方案，具体的交易过程如下。

广东省政府在境内注册成立新粤企（中国）；新粤企（中国）在香港注册成立新粤企（香港）；新粤企（香港）以名义对价购买粤企和南粤的股权权益，并将南粤作为粤企的全资子公司。由新粤企（中国）控股新粤企（香港）的目的就在于广东省政府可以摆脱与驻港公司之间的直接股权关系。

新粤企（香港）在开曼群岛注册成立供水控股公司，供水控股公司和新粤企（中国）在深圳注册成立中外合作的供水公司，各占供水公司股权的 99% 和 1%，在开曼群岛注册成立供水控股公司和在深圳成立中外合作供水公司的目的就在于合法避税（图 5.18）。



注：图内圆圈中的数字代表交易的步骤。

图 5.18　9·10 债务重组方案的结构图

第一步，供水控股公司发行面值 140 亿港元供水控股公司债券作为供水公司的资本金注入供水公司。供水控股公司债券分为 A、B 两个系列，均以港元计价，利率均为 8%，但 A 系列的债券本息偿付时间为前 2 年每年偿付本金的 2.5%，从第 3 年到第 9 年每年偿付本金的 5%，最后 1 年偿付本金的 60%；B 系列的债券本金偿付时间为到期日时全部付清本金。A、B 系列债券均在卢森堡交易所上市，还本付息的安排与供水公司的现金流一致。

第二步，供水公司用面值 140 亿港元供水控股公司债券向广东省政府购买东深供水项目。

第三步，广东省政府用面值 140 亿港元的供水控股公司债券作为注资投入新粤企（中国），作为对它的出资。

第四步，新粤企（中国）再把面值 140 亿港元的供水控股公司债券作为注资注入新粤企（香港），作为对它的出资。

第五步，新粤企（香港）用面值 140 亿港元的供水控股公司债券与粤企交换 1400 万 B 系列优先股的配股。粤企优先股分为 A 系列和 B 系列优先股两类，各占总发行量的 50%，粤企的债权人持有 100% 的 A 系列优先股，新粤企持有 100% 的 B 系列优先股，总共发行与重组有关的 2800 万优先股，总计票面价值为 280 亿港元。优先股可以转换为发行人的普通股，发行的优先股的现金股息

为每年1%，每半年支付一次。根据香港的法律，股息可以从发行人可分配的利润中支付，优先股的币值为港元，在发行人业务自动或强制清算时，优先股具有优先分配其自身价值和约定股息的权利，因为粤企优先股分为A系列和B系列两类，各占总发行量的50%，A系列优先股100%由粤企的债权人持有，所以，上述交换实质上使新粤企（香港）持有了粤企50%的优先股。

第六步，粤企用剩余的50%的优先股、面值140亿港元的供水控股公司债券和3亿美元的现金与粤企和南粤的债权人交换39亿美元的债权，通过此项交换，粤企和南粤的债权人持有面值140亿港元的供水控股公司债券和粤企50%的优先股，同时放弃对粤企39亿美元的老债务的未付清偿索赔权。这一交换，使得粤企和南粤的债权人和新粤企成为了粤企的股东。

需要说明的一点是，关于广南债务重组的交易过程并不是十分复杂，是粤海债务重组的一部分，具体的分析将在12·15协定中进行。

最终的12·15协定。

在这个方案发布以后，博弈双方进行了进一步的争论，并缩小了分歧，最终达成了一个双方都认可的方案。这个最终协定表明，广东省政府和债权人共同承担经济损失，但是提供了全面回收损失的可能性。另外，这个最终方案展现的一个核心问题是如何处理一个复杂的由不同部分组成的公司。

具体的交易过程分为四个部分：粤企和南粤的交易过程；广南债务重组计划的交易过程；粤投收购供水（控股）公司的股份；粤投债务重组的计划（因为粤海是粤企、南粤、广南和粤投总称，不同的部分采取了不同的重组方法）。

其一，粤企和南粤的债务重组的交易过程。广东省政府在境内注册成立广东控股（中国），作为国有资产控股管理公司；由广东控股（中国）在香港注册成立广东控股（香港）；将广东省政府全资拥有的100%的粤企股份转让给广东控股（香港）持有。

广东控股（香港）在开曼群岛注册成立粤港供水（控股），其股权100%归广东控股（香港）持有；广东控股（中国）和粤港供水（控股）在深圳注册成立中外合作的粤港供水（深圳）。

粤企以名义代价收购南粤，南粤的负债作为粤企的一部分进入重组，粤企在开曼群岛注册成立三家公司，其中包括持有粤企及南粤部分应运中业务的新公司；持有粤企和南粤香港房地产业务的房地产公司；持有未转入上述两公司的资产的信托公司。

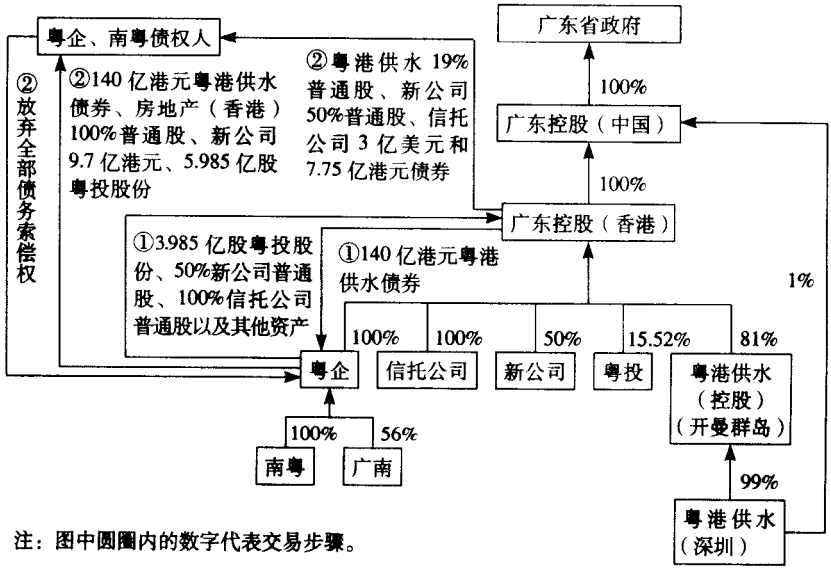
第一步，广东控股（香港）将面值140亿港元的粤港供水（控股）债券转到粤企，换取大约3.985亿股粤投股份、50%新公司普通股、100%信托公

司普通股以及其他资产。

第二步，粤企和南粤的债权人以其全部债权换取粤港供水（控股）面值140亿港元的债券、粤港供水（控股）19%的普通股、5.985亿股粤投股份、新公司59%普通股、新公司面值9.7亿港元债券、房地产公司100%的普通股、信托公司面值3亿美元和7.75亿港元债券。

粤港供水（控股）债券条款与“9·10”债券重组方案一致；新公司债券面值9.7亿港元、年利率8%、期限5年；信托公司面值3亿美元和7.75亿港元债券的利率为5%，期限为5年。

重组完成后，所有对粤企和南粤负债的索偿权全部换作新债务以及各种股本类金融资产；广东控股（香港）获得3.985亿股粤投普通股份、100%粤企普通股，50%新公司普通股以及100%信托公司普通股；拥有粤企营运中业务组合的新公司在成立时附有合理数额的负债，给予管理人员策略上的灵活性和业务谈判的空间。信托公司由广东控股（香港）全资拥有和管理，以提高资产的回收率。拥有粤企和南粤现有香港房地产组合的房地产公司将转给债权人。债权人是广东省政府在广东控股（香港）中的伙伴，拥有19%粤港供水（控股）普通股、50%新公司普通股、100%房地产公司普通股以及5.985亿股粤投普通股份。债权人及广东省政府在重组项目中所作出经济贡献的回收率取决于市场环境和集团业务的管理（图5.19）。



注：图中圆圈内的数字代表交易步骤。

图5.19　12·15债务重组方案中的粤企和南粤的债务重组交易结构图

其二，广南债务重组计划的交易过程。

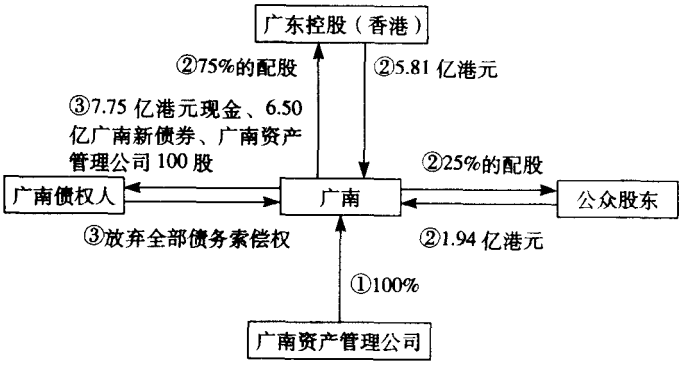
交易过程 1：

第一步，广南将非核心业务转移给广南资产管理公司，留下食品和超市业务作为经营重点。

第二步，广南通过一项 2 股供 17 股的配股计划筹集 1 亿美元的新资本，其中 75% 的配股发行由广东控股（香港）在公众股东认购配股计划的 25% 的前提下承销。

第三步，广南债权人用对广南的全部债权换取 7.75 亿港元的现金、面值 6.50 亿港元的广南债券和广南资产管理公司 100% 的股权。广南新债券面值 6.50 亿港元、年利率 2.5%、期限 10 年。

结构框架如图 5.20。



注：图中圆圈内的数字代表交易步骤。

图 5.20　12 · 15 债务重组方案中广南债务重组交易过程 1 的结构图

交易过程 2：

第四步，债权人用广南资产管理公司的全部股权换取广东省政府手中的面值 0.65 亿美元的重组对价，广东省政府放弃面值 0.65 亿美元的债权。重组完成后，广南绝大部分现有的负债都用作换取 7.75 亿港元的现金、面值 6.50 亿港元的广南新债券。广南资产管理公司脱离广南，由于债务数额大为降低，广南将脱离财务困难。

交易框架结构如图 5.21。

其三，粤投收购供水（控股）公司的股份。增加这步重组的目的就是解决不同利益主体对资本价值估算方面的分歧，该方法成为了一个经典方法。

广东省政府和粤投董事会经过谈判达成的协议如下：

广东控股（香港）以其拥有的粤港供水（控股）有限公司 81% 的股权以

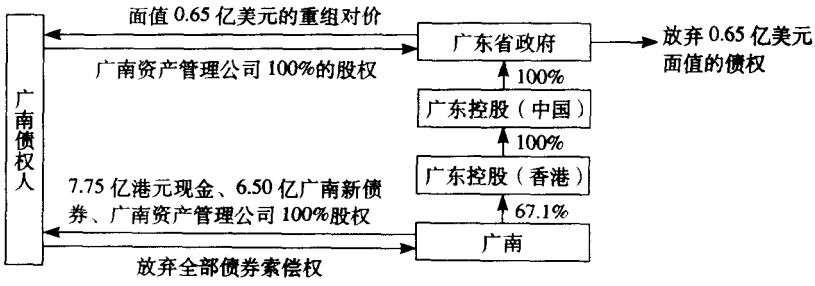


图5.21　12·15债务重组方案中广南债务重组交易过程2的结构图

及1.55亿港元的现金注入粤投，以换取交易完成时获得23亿股粤投新股，以及可能在今后几年内根据供水业务是否达到若干财务指标而获得额外发行的3.3亿股的股份；粤投收购粤企的三家企业的股权，包括所有与利润担保有关的索偿权。

上述26.3亿粤投新股中，广东控股（香港）以0.2亿美元卖给高盛1.3亿股，广东控股（香港）自己拥有粤投新股25亿股。为了简化起见，可能在今后几年内根据供水业务是否达到若干财务指标而获得额外3.3亿股的股份作为一次性收益归广东控股（香港）所有（图5.22）。

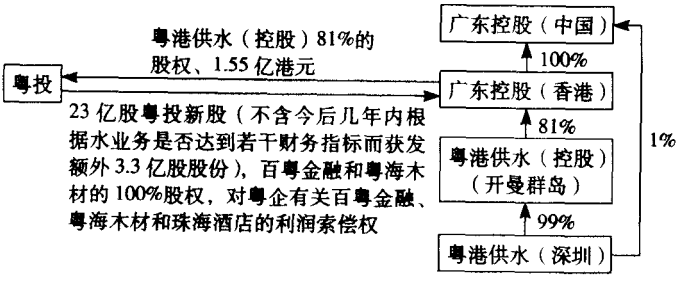


图5.22　12·15债务重组方案中粤投收购供水（控股）公司的股份的交易结构图

其四，粤投债务重组的计划。粤投债务重组是一个信贷资产信贷化的过程，相对简单。具体过程如下：

第一，粤投总共大约45亿港元的直接债务被重新安排如下：5年还款期——预计可以减少45%以上的债务；5年后为剩余债务进行再融资。

第二，还款来源：5年资产出售计划，预期收益超过14亿港元；营运现金流，包括从粤港供水（控股）所得现金和持续业务所产生的现金；其他个别附

属公司将在粤投的有限直接协助下独立进行债务的重新安排。

在粤投收购粤港供水（控股）股份和粤投债务重组完成后，其资产负债表、现金流和资本结构以及信贷质量将大大改善，重组处理了粤投总数86亿港元的负债；向广东控股（香港）发行普通股可增加粤投的股本；粤投将成为广东省政府在香港的旗舰上市公司，其业务主要集中在基础建设、公用事业方面，出售非核心业务将使粤投业务的重点更为明确。

在公司重组完成后，公司的组织和股权结构变化结果如图5.23。

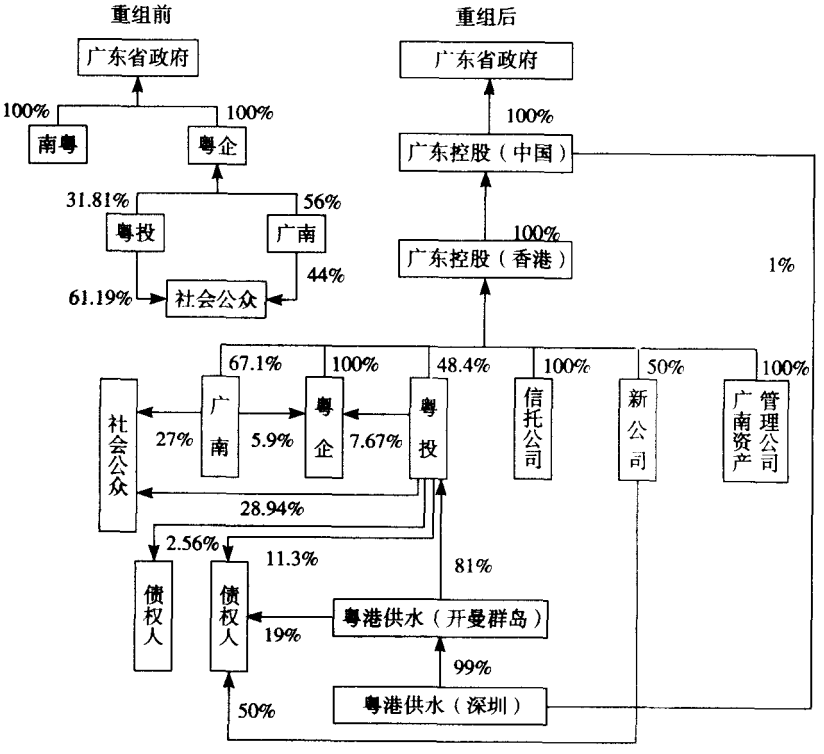


图5.23　12·15债务重组方案中粤投债务重组的交易结构图

⑥债务重组中具体问题的处理技巧

从粤海的重组过程来看，主要的焦点和利益冲突双方是广东省政府和粤海的银行债权人，它们是整个重组的关键，但是不可忽视的是，债务重组还会牵扯到各个方面的问题，如果处理不够恰当，会影响粤海的整个重组方案，粤海重组还是展现了处理这些问题的高超技巧，值得借鉴。了解债务重组中一些具体问题的处理技巧，可以提高债务重组的效率。在粤海债务重组中，具体问题

的处理方式对其他的债务重组具有相当的借鉴意义。

关于非财务债权人的债权处理。

非财务债权人主要由贸易债权人组成，大约1080家左右。其中，索偿债务高于200万港元的公司有300家左右，总索偿金额达到5.5亿美元。

处理非财务债权人的债务问题面临的困难是，其一，非财务债权人的索偿确认进度非常缓慢；其二，如此众多的非财务债权人在解释重组方案和征得同意方面需要花费大量的时间，而且重组各方承担不起；其三，监管程序存在许多烦琐的程序。

为此，高盛公司建议，由新公司和信托公司承担非财务债权人的重组对价并且代替非财务债权人取得重组对价，然后由新公司、信托公司分别与非财务债权人结算，偿还其重组对价。这个方案得到了广东省政府、债权银行和债券持有人的一致赞同，但是还存在一定的问题。广东省政府的问题是，其一，如果将来存在法律依据要求索偿的债权高于现在的数额，由此产生的损失势必由新公司和信托公司承担；其二，处理非财务债权人的债务重组将会给重组后的粤海在管理上造成相当的压力。债权人的担心是，将来如果存在法律依据要求索偿的债权少于现有的数额，从而就使相应的重组对价落入新粤海手中。

多次谈判的结果是，债权银行和债券持有人将某些财务债权人排除在外，同意拨出相当于3.87亿美元面额债权的重组对价作为整个解决非财务债权人索偿的基础，这个安排相当于在当时对非财务债权人的债权估计金额的基础上打15%的折扣，并且商定了索偿权的分布，信托公司为2.68亿美元、新公司0.29亿美元、新粤海0.9亿美元。

关于担保公司的法律陷阱。

在12·15协议中，广东省政府承诺由担保公司为新公司和信托公司提供一定金额的担保。这种担保并不是在新公司、信托公司清盘时才实现，而是在新公司、信托公司不能按时偿付本息时，只要债权人要求就必须履行。但是，这种架构的担保隐含一个法律陷阱，即当新公司、信托公司不能按期支付债务本息，债权人要求担保公司履行担保责任时，担保公司可以向法院申请新公司、信托公司破产，从而使新公司、信托公司的债权人不敢要求担保公司履行责任。因此，债权银行和债券持有人要求担保公司对新公司、信托公司的索偿权应该安排在债权银行和债券持有人的索偿权之后，广东省政府同意了他们的意见。

关于顾问费用的处理。

从重组开始到正式签署协定，预计广东省政府向自己聘请的顾问和债权人聘请的顾问支付的费用大约为1亿美元。广东省政府根据国际惯例，要求这部

分费用作为对粤企的债务参与重组。但是，债权银行和债券持有人认为应该由广东省政府承担费用，最后的结果是债权银行和债券持有人同意这部分费用作为对粤企的债务参与重组。

关于印花税的负担。

按照12·15协定，如果重组成功，大量的资产将从粤企和南粤向新公司和信托公司转移，依照中国和香港的税法，这种转移需要交纳印花税，由谁来交税？债权银行和债券持有人主张由新粤企或者广东省政府负担。但是，广东省政府认为需要认真讨论。最后的结果是，中国境内的印花税由中国政府部门予以批准免交，而香港的印花税由新粤企负责缴税。

有抵押债权的处理。

这个问题是债权人之间的问题。经过讨论，债权人之间的协定是，首先估计抵押品的价值；然后将这家公司的等同估值的债权转作该公司的债券；最后，该债权人可以放弃抵押，并将余下的超出抵押品价值的债权投入重组。这种处理会提高有抵押债权人的经济回收率，因为绝大部分有抵押债权人是银行。

关于粤港供水债券的发行条件。

这是债券持有人和债权银行之间的分歧。债券持有人坚持粤港供水（控股）债券必须以美元币种发行，而且坚持在10年内分期偿还本金和年利率8%的条件。广东省政府则坚持可以考虑债券持有人的要求，但是因此而引发的远期掉汇成本必须由债券人承担。最后债券持有人作出了让步，同意通过适当降低债券利率和相应延长债券还本付息的平均期限的途径分担一部分因发行美元债券而产生的远期掉汇成本。最后，广东省政府和债券持有人委员会关于粤港供水（控股）债券条件的谈判结果是：专门为粤企、南粤债券持有人发行以美元为币种的C种债券4亿美元，同时相应减少相当于4亿美元面值的粤港供水（控股）债券A种债券和B种债券的发行数额。C种债券的年利率为7.30%，期限为6.5年，到期后一次性还本。按照当时港元和美元远期掉汇市场的行情，根据计算，广东省政府为这4亿美元债券进行远期掉汇交易的成本是200万美元。

但是，债权银行委员会却认为不公平，因为债权银行的粤港供水（控股）B种债券10年才能得到本金，而债券持有人的C种债券可以在6.5年收回全部本金。

粤港供水（控股）债券的发行条件直接影响粤港供水（控股）股权的价值和利益，所以粤港供水（控股）债券的发行条件还必须得到粤投董事会、债权银行的同意，经过谈判，各个方面妥协的结果是，C种债券的年限为7.5年，年利率为7%～7.22%，持有人和准确的年利率由粤企、南粤和广南的债权银行和债权持有人通过荷兰式竞投方式决定。

在资本市场运营的视角下，并购的支付手段至关重要，在并购中具有决定性的作用。毋庸置疑，随着中国经济改革的渐进深化和资本市场功能的日益完善，在短期内，市场化的并购必将成为并购市场的主体。到时，并购中的经济因素和经济原因将凸现出来，而不是行政的因素和力量。届时，并购支付手段的选择必将成为企业并购中的一个核心问题。

第六章

一个综合分析框架：企业并购融资模式的选择

- 1 一个主流的并购分析框架
- 2 并购支付手段选择的次序假说
- 3 并购支付手段的选择
- 4 现金、股票支付的风险收益模型

并购，已经成为企业惯用的资本市场运营方式。许多因素能够影响到并购的成败，例如，并购后的管理、并购的整合、并购双方的企业文化、双方管理层的人事安排等。但是，从资本市场运营的角度分析，其中的一个主要问题是并购的支付手段。不要小觑这个问题，它在并购中具有决定性的作用。在中国的并购中，并购的主体以政府为主，并购的支付手段以简单的现金支付为主。毋庸置疑，随着中国经济改革的渐进深化和资本市场功能的日益完善，在短期内，市场化的并购必将成为并购市场的主体。届时，并购中的经济因素和经济原因将凸现出来，而不是行政的因素和力量。

在转换方式上，并购支付手段的选择，是一个多元而复杂的综合，从收购方来看，其中含有现金资产的实体化（现金收购被并购的企业）、证券资产的证券化（以股票置换方式收购被并购的企业）等。接下来的问题是，如何结合并购双方企业的特点、环境和条件选择恰当的并购支付手段，并评估每种支付手段中的风险和收益。在许多时候，这两个问题并不能截然分开。



1.1 一个主流的并购分析框架

并购已经成为公司战略的主要组成部分之一，在公司的发展中发挥着举足轻重的作用。但是，在并购的案例中，许多案例证明，并购是一把双刃剑。如果不能恰当地进行并购，将直接影响公司的经营业绩，甚至导致公司的衰亡，由于错误的并购而走向衰败的公司并不鲜见。但是，并购的风险并不能阻挡公司的并购热情，不能因噎废食，关键的问题是提高并购的效率和成功率。在资本市场运营中，如何提高并购的效率和规避并购中的风险已经存在一个比较完善的分析框架。

这个框架的主体包括三个部分：其一，并购的策略，并购必须存在一个完整的策略。对于并购交易而言，并购的策略是整个并购环节的核心。实际的并购交易过程只不过是在执行已经制定好的策略；其二，对并购公司进行准确的估值，在准确估值的基础上确定支付手段，确定并购的交易结构，这个问题是交易环节的核心；其三，并购后的整合，在并购后的整合中确保能够实现事先预期的协同价值。

三个部分的内容虽然浅显易懂，没有深刻的理论。但是，在并购的实际操作中，许多并购者经常进行并购投机，没有一个完整的并购框架，最终导致并购的失败。

并购的策略

在并购的策略中，需要确定公司的发展方向是否与被并购公司的核心竞争力和资源保持一致。如果不一致，并购的事后整合就存在巨大的困难。在中国的并购市场上，存在一定的并购投机性和盲目性。许多并购者发现某个领域或者行业存在较高的利润率，并购者往往不顾该领域或者行业是否与公司的发展方向和竞争优势保持一致，就盲目地进行并购，以求获得短期利润。但是，大部分投资性和盲目性的并购都以失败而告终。在并购策略中需要明确并购的方向、领域和行业，并力求与公司的发展方向和核心竞争力保持一致。

其次，需要在并购策略中对被并购公司的工人负担、财务状况、管理层的能力等问题进行仔细的研究、了解和调查。如果在并购策略中没有进行仔细的研究、了解和调查，在并购交易完成之后，管理层自然不能很好地按照既定的规划整合公司。管理层的风格可能和并购后的公司不相一致，解雇管理层的成本又非常高，此时可能造成不必要的损失。实际上，该问题并不是一个并购后整合的问题，而是一个事前的策略问题。

再次，需要对复杂的行业状况和潜在的合作伙伴进行全面的分析、了解和权衡。并购对象的选择需要有效、透彻。许多公司在选择并购对象时一般遵循一定的规则：首先，对于该行业的所有潜在并购对象进行全面的分析、调查、了解和研究；其次，从中选择重点的潜在并购对象编制一个小名单，数量一般是5～30家；最后，最终确定并购对象。遵循该规则的目的是确保并购者拥有一个循序渐进的谈判方式，而且能够节省并购交易成本。在此过程中，还有利于并购者各个击破式地进行谈判。

准确的估值

在并购交易中，必须准确地对公司进行估值。交易的任何一方都必须审慎地进行估值，这样才能确保并购双方的风险都能被认识到，公司价值才能被量化和最大化。

在中国的并购市场上，进行估值是一件富有挑战性的事情，有时根本就不可能存在估值的有效方法，因为中国公司的信息往往不够透明，甚至是故意扭

曲。而且资本市场不够完善、有效，不能准确地显示公司的真实价值。

为了提高估值的准确性和有效性，公司财务理论提供了许多估价方法。准确的定价方法一般是现金流折现法、资本资产定价法、套利定价法等。但是，实践中还可以参考一些经验定价方法，虽然这些方法并不存在严格的定价逻辑推导过程，例如，对比定价法，有时却非常有效。另外，可以采用多种方法一起进行估价，以使公司的定价更为准确和接近公司的实际价值。

在完善的并购市场上，资本市场的定价机制非常关键，是定价的一个惯用和经典的方法。但是，中国的资本市场和市场机制存在一些问题，资本市场的有效性较低，效率低下，信息量不够充分，以资本市场上的价格进行定价存在一定的偏差。而且，中国资本市场的流动性不够充分，股票市场是一个投机性较强的市场，股价本身并不能真实地反映公司的价值。曾经存在一个这样的故事就充分说明了这个问题，“一个国外的公司想要并购一个中国上市公司的控股公司，起初双方确定了一个价格。但是，在两个星期之后，中国上市公司的控股公司想要提高一倍的价格，其理由是上市公司的股价在两周之内增长了一倍”。但是，在资本市场没有效率的条件下，这种定价方法明显不是一个妥当的方法，因为股价经常失真，并不能反映公司的实际价值。

在中国的并购市场中，净资产定价是一个惯用的方法。一方面是因为国有资产的监管部门和证券监管部门要求和规定国有公司资产的定价不能低于净资产；另一方面的原因是这种方法是其他定价方法的基础和标杆，可以在净资产的基础上溢价或者折价定价。但是，在资本市场充分有效的条件下，净资产定价法等同于现金流贴现法、资本资产定价法、套利定价法。但是，在资本市场没有效率的条件下，在理论上，现金流贴现法、资本资产定价法和套利定价法更贴近公司的真实价值，但是这些定价方法的参数不容易获得，实践中，净资产定价法自然成为一个更为现实的选择。

在不同的环境条件下，需要根据不同的条件，选择合适的定价方法。而且，公司的价值并不是固定不变，而是随着时间的流逝不停地变化。从动态的角度把握公司价值的变化是一个关键性的问题。其基本方法是分析和了解公司价值背后的驱动因素，在此基础上，把握公司的价值变化。

那么，影响公司价值的主要因素是什么呢？许多公司在并购中往往只关注历史价格，然后一般会每年进行2% ~3%的折扣。但是，这种动态定价方法并不是最准确的定价方法。实际发生的情况是，公司的产能、库存、产品价格、主要原材料、管理能力、应收账款、财务状况等皆是影响公司价值的主要因素。在短期内，这些因素不会发生较大幅度的变化。但是，长期却不为然。从动态的角度把握这些因素的变化并分析如何影响公司的价值，在此基础上，就

能更加精确地对公司定价。另外，可以借助于经济学的工具提高动态定价的精确性，对公司的成本曲线、产能的预计和主要原材料的供应等各种因素进行综合性的分析，在此基础上，分析公司的成本结构，需求变化，从而更准确地确定公司的价值。

尽职调查是公司价值确定的基础，尽职调查可以保证所做的整个评估和价值评估存在现实性的依据。

但是，中国的实际情况比较复杂，很多公司的做法缺乏数据，很多分析并不存在准确的现实基础。因此，富有经验的会计师参与尽职调查是一个比较好的克服数据不准的方法，他们能够发现公司的真实价值而不是账面价值。

在确定了公司的价值之后，还需要确定支付的手段。在大型的公司并购中，一般是以股票作为支付手段。但是，在中国的资本市场上，由于市场监管和资本市场效率的原因，股票支付方式鲜为使用。在成熟的资本市场国家中，股票支付方式是公司并购的主要支付方式。随着中国股权分置问题的解决和资本市场效率的提高，股票支付方式将是公司未来并购的主要支付方式。

在以现金为支付方式的公司并购中，现金的流向是一个关键，许多聪明的并购者将现金留在了并购整合后的公司中。另外，在中国公司并购中，债券支付方式是一个创新性的支付方式，将在公司并购中发挥着重要的作用。

并购的层次结构同样是公司价值确定的一个有机组成部分。需要根据并购的法律限制、并购价格、现金的流向等方面确定究竟是并购一个金字塔式公司的哪一部分。

并购后的整合

在整个并购过程中，并购后的整合可能是最重要的一个环节。但是，最容易被忽视的问题是，并购交易完成后出现的风险。许多研究表明，大多数并购交易失败的原因并不是原来并购时的战略意图发生了变化，而是因为并购后的整合没有完成。

一个简单的例子可以说明并购后进行的整合对整个公司价值的影响。在一个轿车市场的并购案例中，被收购的公司设为 A，收购方的公司设为 B。在并购完成之前，A 和 B 原有的公司价值都非常高。但是，在并购完成以后，股价开始下滑，预期的并购协同效应没有得到施展和发挥，主要原因是在整合中出现了一些问题。

分析发现，A 公司一开始就没有充分地执行整合的要求，低估了整合的复

杂性。由此造成的结果是，整个公司找不到一个清晰的方向，而这又是一件关键性的事件，直接决定了整合的成败。在并购交易完成以后，双方员工都期望公司会有一个较大的变化。但是，如果这个公司对自己的前途和定位并不明确，就会造成员工的焦虑和烦躁。在一个不确定的工作环境中，员工的工作效率肯定大幅降低。

为了能够成功地执行整合，需要在交易完成前就需要做好准备，以确保公司在进行并购后马上就可以进行整合。同时，需要对整合过程中可能涉及的风险和困难有一个充分的估计。

2. 并购支付手段选择的次序假说

究竟何种支付方式是公司并购中的最优选择呢？我们提出了一个收购支付方式选择的次序假说，为公司在并购时的支付方式选择提供参考和借鉴。

以美国并购支付方式为例，在美国并购历史上，20 世纪 90 年代的并购风潮非常突出，从而使得 20 世纪 80 年代的并购活动相形见绌，不能与之相提并论。仅在 1998 年，美国发生了价值总额 16300 亿美元的 12356 笔并购交易。与此相比，在 20 世纪 80 年代并购活动高潮时的 1988 年，仅仅发生了价值总额 3789 亿美元的 4066 笔并购交易①。

并购活动已是各个公司迅速开拓新的市场领域、获取新的核心竞争力的最为便捷、有效的途径。随着市场的国际化和技术进步的日新月异，越来越多的公司将并购作为一种关键性的发展策略，并购始终是公司主要的资本市场运营方式之一。

在 20 世纪 90 年代的并购中，一个突出的变化是并购支付方式的转变。在 1988 年，将近 60% 的交易金额超过 1 亿美元的大型公司并购案例完全是以现金交易方式完成，仅仅不足 2% 的并购是以股票支付方式完成。但是，在 20 世纪 90 年代之后，并购的支付方式发生了颠倒性的变化。1998 年，在所有的大型并购中，完全以股票支付方式进行交易的并购案例超过了 50%，而只有

① 施嘉岳译：《兼并与收购》，中国人民大学出版社 2004 年版，第 82 页。

17%的交易完全是以现金的方式完成①。

在中国的并购市场中，资本市场的有效性、监管政策、股权分置等限制了股票支付方式并购的发展，公司的并购主要是以现金支付方式完成。TCL集团的吸收合并案例是中国资本市场上经典的以股票支付方式完成的并购。但是，在中国股权分置、资本市场的有效性和监管政策问题没有得到解决之前，以股票支付方式的公司并购不可能得到大规模的发展。

纵观整个公司并购历史，在大型的公司并购活动中，股票支付方式是惯用的交易支付方式。甚至可以说，没有股票支付方式，许多经典的公司并购就不可能完成。如果没有股票支付方式，难以想象如何完成戴姆勒—奔驰并购克莱斯勒公司的交易。

那么，在公司的并购活动中，是否存在一个支付手段的选择次序呢？我们提出了一个公司并购支付手段的优先次序假说。

在公司的融资理论中，存在著名的融资次序理论。由于信息传递效应、融资成本、治理效应等各个方面的原因，公司的融资渠道选择一般遵循一定的优先次序，即先内源融资、再债权融资、最后是股本融资。但是，在中国资本市场并不完善的条件下，公司的融资次序理论并没有得到实证研究的支持。

根据研究，公司并购业务中同样存在并购支付手段的次序理论。支付手段的选择一般先是股票支付方式、其次是债券支付手段、再是实体资产支付手段、最后是现金资产的支付手段。在各国的并购实践中，并购支付手段的选择次序假说能够得到实证研究的广泛证明。

需要说明的一点是，同融资次序理论一样，并购支付手段的选择次序假说并不指在某次公司并购中一定采取某种单一的支付手段，而是在并购环境的约束条件下，考虑支付手段的一种次序和方法。另外，在实际的公司并购中，支付手段的选择并不是单一的某种支付手段，而经常是某些支付手段的一个组合，是一个组合式的支付方式。

同时，公司并购支付手段的次序选择存在一定的条件和前提。众所周知，在欧美成熟的市场经济国家中，公司的融资次序理论能够得到实证研究的支持。但是，该理论明显违背了中国公司融资次序的选择。但是，不能就此得出融资次序理论错误的结论，而是因为中国的资本市场环境、金融渠道的选择、金融监管等方面不能满足融资次序理论的前提条件。不过，随着中国金融市场的完善、资本市场的发展，中国公司在融资次序选择方面将来会

① 施嘉岳译：《兼并与收购》，中国人民大学出版社2004年版，第82页。

遵循该理论。

与此相类似，在中国的现实条件下，中国公司并购支付手段的选择可能并不满足并购支付手段的选择次序假说，主要受制于以下几个方面的原因。

其一，监管政策。中国实施严厉的金融监管政策，许多并购支付方式的选择存在监管障碍，例如，股票支付方式的选择就存在许多监管上的障碍，增发和配股都存在许多政策限制。

其二，金融市场的有效性。中国还存在一定的金融抑制，没有市场化的利率，信贷中存在所有制歧视和信贷配给，不同的金融市场之间存在严格的界限分割，资本市场上存在股权分置，全流通试点刚刚开始，诸如此类，不一而足。这些都限制和降低了金融市场的有效性。

其三，公司信息的公开透明程度。如果公司没有公开透明信息，公司的交易双方为了避免将来的争议和纠纷，会限制并购支付方式的选择。

目前，中国并购市场上的主要支付方式是哪种呢？在中国公司的并购中，主要是以现金为支付手段，其他的支付手段都被称之为“金融创新”，被视为一种“突破”。但是，随着中国金融市场的发展和完善，公司并购支付方式的选择一定会满足我们提出的假说。

除了并购支付方式的选择以外，关于并购支付手段的关注，还存在另外一个关键性的问题，即并购的资产（包括现金资产）流向何处？如果并购方能够控股新的公司，最好的资产流向是，在并购中采取合资或者合作的方式，将并购后的资产留在新公司中。其次才是资产流向出卖公司的所有权拥有者，在此种情况下，并购方能够完全控制被并购的公司，并按照自己的设想和意图调整和改造公司。

基于以上两个方面的考虑，可以根据并购的支付方式和支付层级，将并购划分为以下类型（见图 6.1）。但是需要注意的是，该方法并不是根据并购支付手段对并购进行的简单划分，而是倡导一种决策的方法，一种在公司并购时确定支付手段和支付层级的一种有效思想和方法。

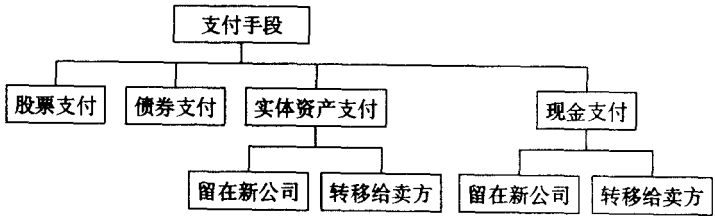


图 6.1　并购支付手段的结构框架图

3. 并购支付手段的选择[①]

中国市场化的公司并购一般是以上市公司的并购为主，下面的分析主要围绕上市公司的并购展开。国有公司之间的并购涉及到的主要是基于政治经济学的考虑，下面的分析并不涉及该部分内容。同时需要说明的一个问题是，在确定并购支付方式时，需要选择支付的公司层次，究竟是支付给并购的母公司还是支付给子公司，在分析并购支付手段的同时说明这个问题。

现金收购上市公司的控制权

公司并购中的现金支付就是指收购方以现金出资，作为最终获得出让方所持有的目标公司股权的对价，现金支付不仅仅局限于现金和上市公司股权之间的直接交换，还包括了间接获得目标公司控制权的各种方法。从收购方的角度分析，收购方支付了现金并获得了公司的控制权。现金支付具备直接、简单、明了的效果，是小规模公司并购的惯用支付手段，是主要的并购支付手段。

在什么条件下选择现金支付手段呢？毫无疑问，现金支付需要付出大量的现金，同时现金支付手段便捷、迅速。两个方面的特点决定了现金支付手段的适用条件。

其一，金融支付手段比较单一，融资渠道狭小，其他支付手段存在许多限制的条件下，现金支付手段是一个比较好的选择。

其二，在资本市场运营中，许多上市公司经常需要退出资本市场，为此需要卖壳。在卖壳的条件下，卖壳公司主要是为了获得现金，现金支付是买壳上市中的主要支付手段。另外，在买壳上市中，买壳公司一般选择收购那些业绩较差、主业相关度不大的公司，而且要求具备一定的时效性，否则就错过资本市场的大势，影响资本市场运营的效果。因此，现金支付方式非常适合买壳上市交易。

其三，现金支付手段还适合对那些股权比较分散的公司的收购。在这类公司中，第一大股东所持有的股份比例相对较小，在股权分散的条件下，需要支

① 本节的主体内容来源于中国收购兼并研究中心、东方高盛投资顾问公司编著的《中国并购评论》2004 年的第二册的 p123～154，作者在此基础上作了一定的改进，并不完全与其相同。

付的现金量并不是非常大，选择现金交易可以迅捷地完成收购。

从交易成本的角度分析，在以现金作为收购方式的并购交易中，现金换股份（包括收购上市公司股份和上市公司母公司股份）的交易操作流程相对简单。在股权转让价格确定的情况下，股权的过户和现金的支付并不存在复杂的过程。现金支付手段的并购操作流程相对简单，这是现金交易的一个主要优点。在中国的资本市场上，该优点具有非常重要的意义。

从税收的角度分析，就公司控股权让渡方而言，在被并购公司的股东收到现金之后，在账面上就出现了一笔投资收益，让它无法推迟资本利得的确认和转移实现的资本增益，从而提前了纳税时间，加重了所得税的负担，不能享受税收上的优惠。

从融资的角度分析，由于中国对收购资金的来源存在许多限制，现金交易的规模容易受到约束。

在以现金作为支付方式的并购中，具体存在以下几种模式。

①目标公司定向增发、收购方认购股票的模式

定向增发是指上市公司向特定的投资者增发一定份额的股票或者将其证券主要出售给经其选择的人士或者机构投资者。在国际资本市场上，定向增发与公开售股、配股一起构成了上市公司发行新股的主要手段。

定向增发适合于产业领域上下游的并购整合，同时适合于引进相关的战略投资者，它的实质就是以现金的支付方式取得上市公司的股权。该种支付手段将成为一种主要的并购支付手段。在该种交易方式下，可以选择并购者，而且将并购者的资金留在上市公司中，是一种一举两得的并购交易模式。

定向增发的流程通常是收购方以上市公司净资产的一定溢价率认购上市公司增发的股票，从而获得上市公司的一定股权，具体的交易过程如图 6.2。

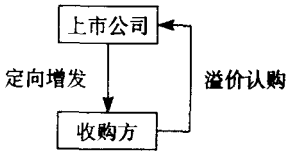


图 6.2　定向增发的交易流程图

定向增发是中国资本市场中一种全新的并购交易模式，上市公司通过向收购方定向增发新股，并以此获得收购方拥有的优质资产或者现金。该过程将获得上市公司的股权（控制权）与向上市公司定向注入现金或者优质资产的两个环节合二为一。在收购过程中，公司原有的不良资产往往以合理的价格出售给第三方，避免了不良资产高价转移的现象。但是，截止于 2004 年，在中国 A 股流通股市场上还未出现过真正意义上的定向增发。同时，还没有对定向增发的现行做法进行相应规范的法律、法规和规章，市场中所发生的定向增发案例一般是特殊的个案，是由战

略投资者按照上市公司净资产的一定溢价比率认购公司发行的股票。

案 例

江铃汽车向福特汽车的定向增发

江铃汽车是1992年6月在江西汽车制造厂的基础上改制设立的中外合资股份制公司，1993年12月1日，在深圳交易所上市交易，其经营范围涉及汽车总成、零部件、汽车发动机、底盘、销售和质量检测。1995年9月29日，江铃汽车获准发行B股，共计向境外投资者出售1.74亿股。

福特是美国第二大汽车工业公司，其汽车产量仅次于通用汽车公司，总部设在密歇根州的里尔本。福特汽车公司成立于1903年，是一个巨型的跨国公司，20世纪20年代初就已经形成了一个世界范围内的汽车帝国。目前，福特公司在世界各地将近200个国家和地区都设立生产和销售网点。

1995年9月29日，江铃汽车获准定向增发B股1.74亿股，其中138642800股向战略投资者——福特公司——定向增发，福特公司以15%的净资产溢价率，即4000万美元的价格认购了其增发的80%的股份；1998年11月11日，江铃汽车以私募配售的方式再次增发B股1.74亿股，其中，福特汽车以87%的净资产溢价率，即5450万美元的价格认购1.2亿股。至此，战略投资者共计持有江铃汽车30%的股权，福特汽车的董事在江铃汽车董事会中占据了45.5%的席位。

该案例是一个典型的以现金交易方式完成的并购案例，从一个案例中，需要发现和借鉴与众不同的地方，并在一个新的并购交易中复制交易模式，如果并购的环境和条件大同小异。该模式的具体特点包括以下几个方面。

其一，是外资收购中国上市公司的一种新模式，通过运用B股的定向增发，外资可以通过一条捷径进入中国的上市公司，参与特定行业在境内市场的竞争。该案例是一个开拓性的成功案例，外资可以复制该模式而进入中国的资本市场，从而拓宽了外资进入中国存在“进入壁垒”行业的路径。

其二，在并购中，上市公司获得了巨额的现金，并购资金并没有流向控股股东，而是留在了上市公司中，有利于被并购公司的发展和壮大。

其三，通过战略投资者入主董事会，可以参与公司的经营管理，公司得以从技术、物流、电子商务、公司的治理结构等方面与国际接轨。

其四，定向增发可以控制并购方的选择，从而能够选择与公司战略一致的投资者。

其五，为了规避政策风险，并降低购买成本，定向增发经常需要分阶段进行。

但是，中国定向增发的政策还处于空白状态。对于定向增发A股、B股、H股，相关部门没有出台任何操作规范，不能得到大规模、普遍性的应用。

另外，在中国资本市场存在股权分置的条件下，定向增发的定价如何确定就成为一个世界级的难题，在设计定向增发时，需要恰当地平衡国有股、法人股和流通股的利益。

②认购可转债模式

收购方与出售方达成协议，认购出售方发行的一定比例的可转换债券。同时，按照协议，购买方可在一定的时间、按照一定的比例将可转债转成股票。

认购可转债的模式适用于与上市公司同行业或者相近产业的战略投资者。定向增发和认购可转债都可以实现收购上市公司控制权的目的，但是两者的主要区别是什么呢？主要的区别是，买卖双方对公司风险和发展前景认识的不同。定向增发适合于买卖双方对公司风险和发展前景认识比较一致的情况，而认购可转债适合认识并不一致的情况。换言之，认购可转债是定向增发在时间上的延迟，是释放风险的一种方法。

在认购可转债的并购模式中，具体流程设计如图6.3。

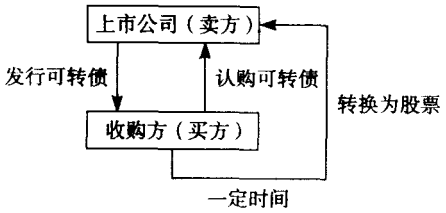


图6.3　可转债并购的交易流程图

案　例

青岛啤酒向AB集团定向增发可转债

青岛啤酒股份有限公司的前身是国有青岛啤酒厂，始建于1903年，是中国历史上最为悠久的啤酒生产厂之一。1993年6月16日，改制注册成立公司。随后在香港发行了H种股票，并于1993年7月15日在香港联合交易所上市，成为首家在香港上市的中国公司。1993年7月，公司在境内发行A种股票，并于8月27日在上海证券交易所上市。该公司的经营范围是啤酒制造以及与之相关的业务。公司全资拥有青岛啤酒一厂、二厂、四厂、

扬州啤酒厂、日照啤酒厂和青岛麦芽厂，并控股青岛啤酒西安有限公司55%的股份和深圳青岛啤酒朝日有限公司35%的股份。公司的销售收入、实现利税、出口创汇等指标位居中国啤酒行业首位。

美国AB集团是全球最大的啤酒生产销售商，在全球200多个国家和地区建立了自己的加工厂，生产规模非常庞大。

2002年9月，青岛啤酒与美国AB集团签署了战略合作协议，青岛啤酒分三次向AB集团定向增发可转债。在未来7年内，根据双方的转股计划，安排可转债转成青岛啤酒的H股。全部可转债转股完成之后，AB集团将持有青岛啤酒27%的股份，与其第一大股东青岛国资局的持股量仅有3.6%的差额。但是，在AB集团持有的27%的股份中，7%仅享有收益权而没有表决权，该部分的表决权通过信托方式委托给青岛啤酒的第一大股东——青岛市国资委行使。

该案例是一个典型的以现金交易方式完成的并购案例，不过，以现金换得的是可转债而不是股票。在此种条件下，该模式的优点是：

其一，可以逐渐扩大公司的股本数量，并与公司扩大规模而带来的收益同步，避免了上市公司青岛啤酒因一次性股本数量增加过大，导致业绩摊薄和股价的下跌。

其二，可转债融资所获得的资金留在上市公司中，能够降低融资成本，改善青岛啤酒的财务状况。

其三，通过发行可转债，可以将债券利息记入公司成本，以抵免公司的所得税，在一定程度上获得了税收优惠。

其四，在一定时间内，可以解决买卖双方对于公司产业风险和发展前景认识的分歧，容易促成交易的形成。

但是，在此种并购模式下，发行可转债的数额一般较大，需要收购方具备雄厚的资金实力。同时，收购方获得公司的控股权需要一个相对较长的时间，对于急于取得上市公司控股权的收购方而言，吸引力并不大。因此，该模式的并购适用于长期产业投资和具备资金实力的公司集团。

③购买子公司的股权，让渡方获得现金模式

在该种现金交易支付方式下，并购方在收购上市公司的股权之后，上市公司控股股东获得现金收入，具体的并购交易过程非常简捷，可以节省大量的交易时间，并可以杜绝并购后的遗留问题。

案 例

“东盛集团”并购“同仁铝业”

西安东盛集团有限公司（简称“东盛集团”），是由三位自然人在1991年投资成立的有限责任公司，注册资本是15000万元，经营范围是科学仪器的开发、研制、生产、销售和技术服务；中药中医药、西药麻醉药、保健食品、饮品、计生用品、医疗器械、开发、中药材种植；对高科技公司的风险投资。

在并购之前，青海省同仁县国有资产管理局是同仁铝业的第一大股东，持有国有股共49024140股，占总股本的52.46%。同仁铝业是在原青海省同仁铝厂的基础上以募集设立方式成立的股份有限公司，主营铝冶炼、铝型材加工及销售。

1999年11月，同仁铝业的第一大股东青海省同仁县国有资产管理局将其持有的同仁铝业52.46%的国有股股权，以每股2.18元的价格分别转让给西安东盛集团有限公司和陕西东盛药业股份有限公司。股权转让完成之后，西安东盛集团有限公司持有同仁铝业28.92%的股权，成为同仁铝业的第一大股东；陕西东盛药业股份有限公司持有同仁铝业23.54%的股权，为同仁铝业的第二大股东。2000年，同仁铝业将其所属铝冶炼、铝型材加工、销售相关的资产、负债及对黄南铝业有限公司、中色（南海）恒达发展有限公司、庆泰信托投资有限公司的投资，与同仁铝业的第二大股东陕西东盛药业股份有限公司所属的部分存货、固定资产、在建工程、无形资产累计17150.08万元进行资产置换，差额部分由同仁铝业以现金补足。2000年3月10日，同仁铝业正式将股票名称改为“东盛科技”。

该案例是一个典型的以现金方式获得上市公司控股权的并购案例，充分体现了现金并购交易的优点——灵活、便捷。但是，现金交易存在一定局限性，交易的规模受到限制，一般不适合大规模的并购交易。

④购买母公司的股权，让渡方获得现金模式

该模式与第三种模式的唯一区别就是，并购方收购的是上市公司母公司的股权而不是上市公司的股权，现金流向母公司的股东。其原因可能在于避免直接收购上市公司的法律障碍或收购方感兴趣的资产主要在上市公司母公司的手中。

案 例

华晨收购申华控股案例

收购的买方：华晨汽车集团控股有限公司是直属辽宁省政府的国有独资有限责任公司，在辽宁省工商行政管理局注册，注册资本为人民币2000万元，辽宁省政府持有全部股权。华晨汽车集团是具有国有资产投资主体职能的国有资产投资机构，以国有资产的经营、受托资产经营管理为主要业务。

珠海华晨控股有限责任公司在珠海市工商行政管理局注册，注册资本为6000万元，是华晨汽车集团的子公司。公司的两个股东是华晨汽车集团和上海华晨实业公司，分别持股90%和10%。珠海华晨的主要业务是实业投资。收购前，华晨汽车集团和珠海华晨均未持有申华控股的任何股份。

收购的卖方：沈阳金杯汽车工业有限公司（简称“金杯汽车工业公司”）和沈阳汽车工业股权投资有限公司（简称“沈阳汽车股权公司”）是本次收购目标公司的原股东，分别持有深圳正国76%和24%的股权。

目标公司：深圳正国投资发展有限公司的前身是深圳市君安投资发展有限公司。1996年开始持股申华控股，本次收购前，深圳正国共计持有申华控股的13.75%的股权，是第一大股东。

上市公司：1990年12月19日，申华控股在上海证券交易所挂牌交易。截至2003年6月30日，公司股本总额为145531.6931万股，全部为流通A股，公司的经营范围是实业投资、兴办各类经济实体、国内商业、汽车（不含小轿车）及配件销售、项目投资、投资控股、资产重组、收购兼并和相关业务咨询等。

2003年8月19日，深圳正国原股东金杯汽车工业公司、沈阳汽车股权公司与华晨汽车集团、珠海华晨签署了《股权转让协议书》。协议约定，金杯汽车工业公司将其所持有的深圳正国76%的股权中的75%的股权转让给华晨汽车集团，将1%的股权转让给珠海华晨，沈阳汽车股权公司将24%的股权转让给珠海华晨。股权转让完成后，金杯汽车工业公司和沈阳汽车股权公司不再持有深圳正国的股权。华晨汽车集团持有深圳正国75%的股权，珠海华晨持有深圳正国25%的股权，双方通过深圳正国间接持有申华控股13.75%的股权。具体的交易过程见图6.4。

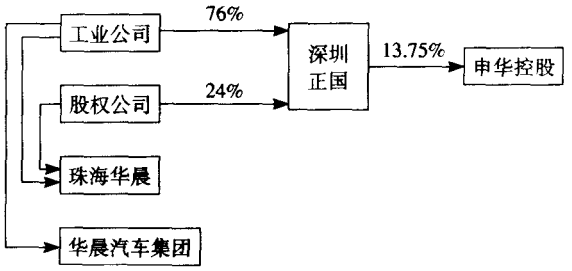


图 6.4　华晨收购申华控股的交易示意图

华晨汽车集团向金杯汽车工业公司就深圳正国75%的股权的转让支付15000万元，作为取得股权的对价；珠海华晨向金杯汽车工业公司就深圳正国1%的股权的转让支付200万元，作为取得股权的对价；珠海华晨向沈阳汽车股权公司就深圳正国24%的股权的转让支付4800万元，作为取得股权的对价。

但是，该模式的一个关键性问题是，收购方为什么舍近求远不直接收购上市公司的股权而收购上市公司母公司的股权呢？可能的原因在于：其一，法律限制。在该案例中，华晨汽车集团控股有限责任公司由于法律限制而不能直接持有申华控股的股权；其二，资产条件。申华控股可能是深圳正国的主要资产，如果直接收购申华控股的股份，深圳正国就失去了主要赖以生存的资产，卖方就需要将深圳正国的其他资产搭售给收购方；其三，交易的需要。买卖双方可能基于保密等交易原因而收购母公司，从而避免了直接收购上市公司而需要的信息披露义务。

⑤与母公司合资而获得上市公司控股权的模式

以现金资产与上市公司母公司股权合资的含义是，收购方以现金出资，上市公司母公司的原控股方以上市公司母公司的资产为出资，双方新建或者改造上市公司的母公司。上市公司的原控股方在让渡了上市公司控制权以后，获得收购方投资资源而带来的收益。

与上市公司母公司股权合资模式适用于，产业整合中的并购重组，或战略投资者前期以现金投入，后期以其他资源投入，共同发展上市公司现有的产业。既然是以合资的模式获得上市公司的控股权，其主要意图是产业运作和资本运作的结合，而不是纯粹的财务式的资本运作，将产业运作融合于资本运作中的资本市场运营才是资本市场运营的正途。与上市公司母公司股权合资的流程如图6.5。

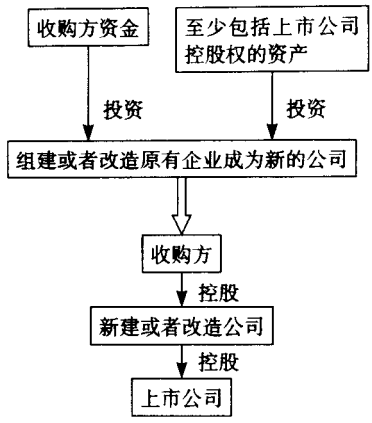


图 6.5　与上市公司母公司股权合资的流程图

在该种并购模式中，存在一定的并购技巧：其一，现金支付中的时间控制，例如，可以利用相关的法律政策，进行延期支付；其二，资产评估中的技巧。

案 例

国泰颜料收购民丰农业

国泰颜料（中国）有限公司（简称“国泰颜料”或“国泰中国”），在英属维尔京群岛注册，注册资本5万美元。国泰颜料的经营范围是生产、经营氧化铁颜料系列产品，国泰颜料是国泰颜料（控股）有限公司的全资子公司。

重庆民丰农化股份有限公司（简称“民丰农化”）主营业务为制造、销售络盐系列产品、农药和农药中间体。公司于1999年5月28日发起设立，1999年8月11日在深圳证券交易所公开发行，1999年9月16日在深圳证券交易所上市。截至2002年12月31日，民丰农化的总股本为1.55亿股本，流通A股为0.55亿股，调整后的每股净资产为2.0624元。重庆农药化工（集团）有限公司（简称“农化集团”）为民丰农化的第一大股东，持有民丰农化91171800股国有法人股，在民丰农化的全部股本中占58.82%。重庆化医控股（集团）公司（简称“化医控股”）是重庆市政府授权的国有资产经营公司，农化集团是化医控股的国有全资子公司，化医控股对农化集团拥有完整的法人财产权，因此，化医控股为民丰农化的实际控制人。国泰颜料收购民丰农业的合资收购具体过程如下：

第一步，组建合资公司。按照化医控股和国泰中国签署的合同约定，化医控股与国泰颜料组建“中外合资重庆农药化工（集团）有限公司”（简称“合资公司”），新的合资公司注册资本是2980万美元，合营的期限

为30年。在合资公司中，化医控股将农化集团经评估的净资产（包含民丰农化的国有法人股）作价980万美元作为出资，占合资公司注册资本的32.89%。国泰颜料以2000万美元获得合资公司总股权的67.11%。

第二步，完成对上市公司的控制。合资公司的组建方式是在民丰农化的母公司农化集团的基础上，通过对农化集团实际增资完成，在“中外合资重庆农药化工（集团）有限公司”组建完成后，国泰中国将通过对合资公司的控制，从而实现对民丰农化的控制。国泰颜料收购民丰农化属于“增资式合资”并购上市公司案例，如图6.6所示。

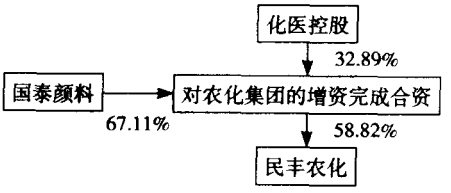


图6.6 国泰颜料收购民丰农业的交易示意图

该种以现金交易完成的并购模式具备以下几个方面的优点。

其一，该案例创造了外资并购国内上市公司的新模式。分析国泰颜料收购民丰农业的案例，就可以发现，该案例采取了对母公司实行增资式合资，从而达到并购上市公司的目的，从而创造了外资并购国内上市公司的新模式。

其二，没有现金的流出，收购的现金留在上市公司中。在众多的外资公司收购国内上市公司股权的案例中，大部分都采用了直接购买法，如花旗银行海外投资公司购买浦东发展银行的股权、马来西亚安卡莎机械有限公司收购江淮汽车等。但是，在国泰颜料收购民丰农化的案例中，如果采用直接收购民丰农化国有法人股的办法，获得民丰农化58.82%的股权，在按净资产转让的条件下，国泰颜料需要支付1.88亿元给农化集团。而国泰颜料采用合资的办法控制民丰农化，虽然也要流出2000万美元的现金到合资公司，但是因为国泰颜料绝对控股了合资公司，相当于自己又控制了流出的现金。因此，相对于直接收购的办法而言，国泰颜料收购民丰农业属于典型的非现金“流出”式收购。

其三，可以分步付款。按照2002年11月13日中国证券监督管理委员会、财政部、国家经济贸易委员会颁布的《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》要求，外商收购国内上市公司在“转让价款支付完毕之前，证券登记结算机构和工商行政管理部门不得办理过户和变更登记手续”，所以外资收购控股国内上市公司，必须要求股权收购款付清以后，股权才能过

户或办理工商登记手续。1990 年 10 月 28 日，国务院批准的《中华人民共和国外资公司法实施细则》第三十一条规定："外国投资者缴付出资的期限应当在设立外资公司申请书和外资企业章程中载明。外国投资者可以分期缴付出资，但最后一期出资应当在营业执照签发之日起三年内缴清。其中第一期出资不得少于外国投资者认缴出资额的 15%，并应当在外资企业营业执照签发之日起九十天内缴清。"

在国泰颜料收购民丰农业的案例中，如果采用收购民丰农化 58.82% 股权的办法，国泰颜料必须在支付完毕 1.88 亿元股权转让款后方能办理工商行政管理的登记手续。但是，按照合资企业组建的相关法规，国泰颜料在收购民丰农业的案例过程中，可以采取分批注入资金的办法。化医控股和国泰中国签署的《中外合资重庆农药化工（集团）有限公司合同》第十三条规定，"国泰中国应在合营公司营业执照签发之日起，第一期资本金在三个月内分三次将出资额中的 1000 万美元划入合营公司的资本金账户，余额 1000 万美元在第一期资本金到位后 6 个月内分三次缴清"。这样，国泰颜料在首期支付 300 万美元以后即可组建合资公司。

其四，可以增强母公司的运作能力。在国泰颜料收购民丰农化的案例中，国泰颜料对民丰农化母公司农化集团实行增资式合资，不但达到了控股民丰农化的目的，而且解决了多方面的问题，如对民丰农化进行改造、增强民丰农化母公司的实力和市场运作能力、在母公司完成合资企业后所享受到的合资企业的待遇等。

资产支付方式收购控股权

资产支付是指收购方以实体资产对上市公司进行收购，上市公司原控股方在让渡上市公司控制权以后，获得收购方的资产或享有收购方资产的权益，其中包括直接获得控制权和通过与上市公司母公司之间的交易间接获得控制权。

资产支付方式适用于产业整合中的并购重组，如同类企业或企业上下游的产业并购重组。主要特征是被并购上市公司的母公司的实力相对较弱，因此资产支付方式更多的是在目标公司的母公司上做文章。

资产支付是上市公司并购双方充分协商后的结果，由于在国有法规、地方法规、并购双方企业特点之间的差异性，收购方在资产评估，至少包含上市公司控股权的资产在新公司中所占权益比例存在很大的弹性空间，因此，该种支付模式下的并购监管存在较大的难度，存在一定的调整空间，许多并购交易之所以采用该模式的原因就在于其灵活的调整空间。资产支付交易方式并购的具体流程如图 6.7。

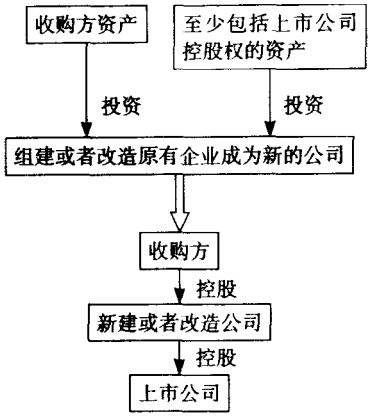


图 6.7　资产支付并购交易的流程图

①以资产直接置换上市公司的控股权

其主要的目的是将实体资产置入上市公司，从而获得上市公司的控股权。其核心手段是实体资产，因此存在一定的灵活的调整空间。因为该模式的主要特点是实体资产和调整空间，是许多缺乏现金的资本市场运营主体的惯用手段，但是该模式要求买卖双方存在互补的可用资产。

案 例

新长江收购华联商城

安徽新长江集团投资有限公司注册资本 1.5 亿美元，主要经营批发零售业务以及仓储、汽修、餐饮、娱乐、技术、信息中介服务等相关业务，整个集团公司以市场开发建设为龙头，其代表性业务就是独家开发的合肥长江批发市场。

新长江网络公司是安徽新长江集团的全资下属子公司，注册资本 5000 万元，主要从事电子商务、信息咨询和网络服务等业务。新长江网络公司业务的核心就是安徽省商品交易中心，而该中心与合肥的新长江批发市场紧密地联在一起，安徽长江集团通过市场的建设和开发，为子公司新长江网络创造出固定客户和稳定收入来源，具有很强的盈利能力。

秦皇岛华联商城股份有限公司是由秦皇岛华联商厦股份有限公司和秦皇岛商城股份有限公司采用合并方式设立的股份有限公司，公司主营百货零售业，秦皇岛华联集团有限公司是公司的控股公司，1999 年底持有 38.6%的股份。

1999 年 4 月，华联商城与安徽新长江签订了股权转让协议书，华联商城用 1.06 亿元收购新长江网络的 100% 的股权，随后新长江网络作为被收购来的公司在华联商城占据了董事会的席位。2000 年 8 月，华联商城第一大股东秦皇岛华联商厦集团有限公司向安徽新长江集团投资有限公司转让其持有的华联商城 21.86% 的股权，转让价格为 1.14 亿元，新长江集团成为第一大股东。考虑到华联商城收购新长江网络所用的 1.06 亿元，安徽新长江集团实际只用了 800 万元现金，而主要用资产——子公司新长江网络获得了华联商城的控股权。

②与上市公司母公司合资收购方获得控制权

该模式是前一个模式的继续和延伸，其操作的主体是上市公司的母公司，其原因是法律限制、资产互补性的要求、交易要求和管理限制等。

案 例

创智科技收购五一文

湖南创智软件园有限公司的前身是 1991 年在长沙成立的“新兴电脑公司”，由丁亮、曲毅和黄家建三个自然人创建，1993 年，新兴电脑公司为电信部门做了一套号线系统，通过了当时邮电部的鉴定。由此，数次全国性的电信工作会议都在长沙召开，这套号线系统被推广到全国 16 个城市。1994 年，新兴电脑公司的软件部和工程部分离开来，专门成立了一个公司，叫做“创智软件园”。1997 年创智软件园被科技部命名为全国四大软件产业基地之一。

湖南五一文实业股份有限公司的前身是长沙五一文化用品商场，是在长沙市文化用品公司下属综合服务总店的基础上发展起来的一家集体所有制企业，于 1980 年成立，1985 年正式更名为“五一文化用品商场”。1993 年 3 月，经湖南省政府湘体改［1993］70 号文批准，由主发起人长沙五一文化用品商场与长沙市工矿综合商业公司、长沙市调料食品公司、中国工商银行长沙市信托投资公司、中国农业银行湖南省信托投资公司采取定向募集方式成立“湖南五一文实业股份有限公司”，成为湖南省商贸系统中的第一家股份公司。1997 年 6 月 26 日，“五一文”在深圳交易所挂牌上市交易。

1998 年 4 月 15 日，湖南五一文实业股份有限公司原第一大股东——长沙五一文化用品商场集体资产管理协会发布公告，协会以其拥有的五一文 1315.15 万法人股（占公司总股本的 14.72%）股本作为出资，折计出资金

额4165万元；湖南创智软件园有限公司以账面部分净资产作为出资，折计出资金额4335万元，共同投资设立湖南创智科技有限公司（简称“合资公司”），协会和创智软件园分别占有“合资公司”的49%和51%。同时，根据4月3日签订的协议，“合资公司”受让“协会”持有的五一文1315.15万法人股，成为五一文的第一大股东。具体的交易结构如图6.8。

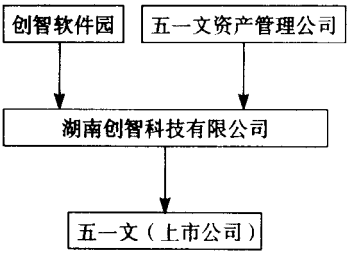


图6.8　创智科技收购五一文的交易示意图

就该案例而言，这种并购交易模式的优点是收购方非现金流出，以实体资产获得上市公司的控股权。从一定意义上讲，买方之所以没有要求获得现金或等价物，其主要目的是为了获得公司长期发展所带来的收益，非常看好公司重组后的管理能力、盈利能力和产业前景。

股票支付收购控股

股票支付存在狭义和广义之分，广义的股票支付是指收购方用持有的其他上市公司或非上市公司的股票或自身的股票作为收购目标公司的支付手段；而狭义的股票支付是指在收购方是上市公司的条件下，收购方用换股或增发股票的方式作为获得目标公司股权的对价。从一般意义上讲，股票支付一般就是使用自身的股票作为获得目标公司的对价，即狭义的股票支付方式，该方法在实际并购中得到广泛运用，尤其是在资本市场成熟的国家。

在狭义的股票支付方式中，股票支付可以采取优先股支付和普通股支付两种方式，中国上市公司并不存在优先股，所以一般是普通股支付。而在国外的股票支付中，普通股支付和优先股支付同样普遍，而且优先股更利于调整对公司价值的不同估值。

并购的目标一般是为了获得公司的控制权，无论是直接还是间接获得目标公司的控制权。但是，在股票支付方式中，有时难以判断谁最终获得了公司的

控制权。关键的问题是，并购后公司代理权的争夺。一般而言，从收购方的利益角度来看，并购方一般能够获得上市公司的最终代理权。

股票支付方式存在一定的使用范围和条件：其一，资本市场的有效性。如果资本市场非常有效，投资者对股票价值的估价接近于公司的真实价值，股票支付方式就非常便利，并且没有定价难题。在戴姆勒—奔驰跨国并购克莱斯勒的案例中，如果资本市场没有效率，并购价格就无从确定，并购就不可能完成；其二，并购的规模。并购的规模越大，其他的支付方式就越不可行。即使是规模较小的并购，股票支付方式同样存在优势。换言之，在大规模的并购中，一定会采取股票支付方式。难以想象，如果不采取股票支付方式，美国在线并购时代华纳、戴姆勒—奔驰并购克莱斯勒如何完成。现在的并购交易规模越来越大，如果完全使用现金，需要巨额的资金支付，几乎没有一个公司能够获得规模如此庞大的现金。即使能够获得足量的现金，也会影响并购后公司的财务状况。正是由于股票支付的使用，才促成了如此巨额规模并购交易的完成；其三，筹资渠道的难度和成本大小。在收购方资金压力比较大、筹资存在一定困难、筹资存在较高成本的条件下，通常选择股票支付。如果收购方所用的是业绩良好、存在良好的发展前景的上市公司的股票，出让方就会比较满意接受这种支付方式。

在股票支付方式的交易过程中，存在两个难点问题：其一，股份的价值，即使是在有效的资本市场中，同样存在对股票价值的争论，股票价值直接决定并购交易双方的换股比例和在收购后新的公司中所占权益的比例；其二，如何获得股东对股票支付方式的支持。在中国的股票支付中，还存在一个更为重要的问题，即在股权分置的条件下如何处理流通股、法人股和国家股的利益关系。正是该问题不能得到较好的处置，中国以股票方式完成的并购交易就凤毛麟角了。

以股票支付方式完成并购交易是大型企业并购的主流方式，但是，这种方式存在一定的适用限制。这种方式在中国的流行需要两个基本的条件：其一，股权分置问题的解决；其二，资本市场有效性的提高。

在股票支付方式的条件下，税法对并购存在很大的影响。以股票作为支付方式，存在两种会计核算手段：其一，权益合并法，选择权益结合法作为会计处理，不用负担商誉的摊销，此外，按照税法的规定，出让方只有在未来出售所换得的股票的时候才需要对其收入进行纳税，持股股东可以推迟收益实现的时间并享受推迟纳税或低税率的税收优惠；其二，购买法，购买法可以产生大量的商誉，为公司的盈余管理提供了广阔的操作空间。

虽然中国受到股票发行方式和监管方式的限制，股票支付方式在企业并购

交易中并没有得到广泛应用，但是这并不影响我们提出的并购支付方式的次序理论。随着中国股权分置问题的解决和资本市场有效性的提高，股票支付就成为企业并购交易支付方式的首选。

案 例

TCL 吸收合并

TCL 吸收合并案例已经成为经典，对成为经典原因的具体分析为中国后来的股票支付方式提供了借鉴，并可以针对公司的特点进行相应的灵活处理。在分析以下具体的案例的时候需要特别注意该案例的经典之处。

TCL 集团股份有限公司是由其前身 TCL 集团股份有限公司以整体变更方式设立的国有控股股份公司。惠州市投资控股有限公司作为公司的主发起人，其他发起人还包括南太电子（深圳）有限公司等境内外战略投资者、李东生等自然人。TCL 集团于 2002 年 4 月 19 日注册设立，注册资本为人民币 1591935200 元，总股本为 1591935200 股，全部是发起人股份。作为一家国内领先的消费电子和通讯产品的综合制造商，TCL 集团业务主要设计多媒体电子、通讯、家电、信息等产业群。

TCL 通讯设备股份有限公司的前身是创办于 1985 年的 TCL 通讯设备有限公司，为中外合资企业。公司股东为惠州市电子通讯工业总公司、惠州市邮电通讯发展公司、TCL 通讯设备（香港）有限公司、惠州市经贸投资公司。1992 年 TCL 通讯设备有限公司和 TCL 模具注塑产品有限公司合并改组为 TCL 通讯，以其部分净资产折为国家股 24984100 股，同时定向募集法人股 267 万股，内部职工股 1068 万股，性质为外商投资股份有限公司。TCL 通讯与收购方 TCL 集团之间的股权关系如图 6.9 所示。

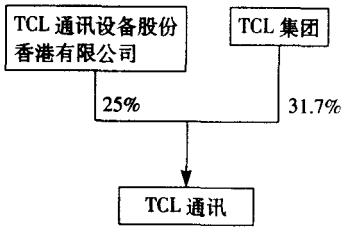


图 6.9　TCL 集团与 TCL 通讯的股权关系图

TCL 吸收合并的方案包括以下三个步骤：

首先，TCL 集团的新股发行。TCL 集团因此次公开发行的股票分为两个部分：一部分为向社会公众投资者公开发行，公众投资者以现金认购，预

计可募集资金20亿元；另一部分是换股发行，TCL通讯全体流通股股东按照折股比例获得TCL集团流通股股票。

其次，TCL集团以发行新股的方式换取TCL通讯的流通股，TCL通讯流通股将以2001年1月2日至2003年9月26日期间的TCL通讯流通股最高交易价格，每股21.15元作为计算的基础，与TCL集团发行的新股按比例进行置换，换股比例为TCL通讯流通股的折股价格除以TCL集团首次公开发行价格，即换股比例为21.15/4.26。

最后，合并完成后，TCL通讯全部资产、债权、权益并入TCL集团，注销TCL通讯的法人资格。

4. 现金、股票支付的风险收益模型

在现金交易的情况下，并购双方的定位非常明确，通过现金交易就可以完成所有权的转换。但是，在股票置换的情况下，到底谁是买家谁是卖家就是一个不易分清的问题。

在现金收购和股票收购中，收购者和被收购者面临着截然不同的风险和收益。在并购中，无论是收购者还是被收购者，需要清楚，在什么条件下面临着怎样的收益和风险。现金和股票支付方式的风险收益分析模型的目的是提供一个基本的分析框架，分析上述所刻画的问题。

实证研究结果表明，在对1200个并购个案分析后，研究发现：在并购宣布日，通过股票交易的公司比通过现金交易的公司的股价走势更不乐观。而且，随着时间的延续，这种差异不但没有缩小而且会越来越大。其背后的机制是什么呢？

价格是并购的核心问题。无论是公司经理、公司股东、公司的职工还是新闻媒体、学术研究，主要将注意力放到并购的价格问题上。不可否认，并购价格问题是并购双方股东关心的一个核心问题。但是，并购价格不是一个固定不变的数值，在以股票的方式进行并购时，所产生的问题不仅仅是某个时点的价

格问题，而且还是一个并购价格随着时间变化的问题，是在并购价格变化中并购双方承担风险的问题。这是一个含有价格因素和风险因素的分析框架，不仅是一个学术问题，更重要的问题是，为并购双方董事会的决策和公司股东的评估提供分析的基础和指导①。

为此，这个模型提供了一个总体性的分析框架，总共可以分为三步：第一步，比较现金和股票支付面临的不同收益和风险分布；第二步，在股票支付中，分析发行固定数量的股票和发行固定价值的股票之间的不同风险和收益分布；第三步，在上述分析的基础上，从并购双方的不同角度看，如何进行选择。其中，在这一步中，如何提高股东价值增加值（shareholder value added，简称“SVA”）② SVA 估值的准确性是整个问题的核心。如果能够准确地对 SVA 进行估值，亦就没有现金或者股票交易的权衡，这就不再是一个问题。

现金或者股票交易之间的权衡

现金交易和股票交易的主要区别是，在现金交易中，并购方的股东需要承担全部因为协同价值不能全部补偿并购升水而带来的风险；在股票交易中，这种风险将由并购双方的股东共同分担，协同价值未能实现的风险将由并购方股东按照获得的被收购方的股票比例来承担。

假定买方公司并购卖方公司，买方公司的市场价值是 50 亿美元，共 5000 万股，每股股价是 100 美元。卖方的市场价值是 28 亿美元，共 4000 万股，每股股价 70 美元。买方决策者经过一系列的估算，认为两家公司的合并将产生 17 亿美元的协同价值。在此计算的基础上，它宣布以每股 100 美元的价格购买卖方公司的全部股票。这样，卖方公司的价值就变成了 40 亿美元，比并购宣布前的公司价值升水 12 亿美元。

并购者的 SVA 是预计的协同价值超出并购升水的数值。如果买方公司选择以现金方式进行支付，SVA 的数额是 17 亿美元的协同价值减去并购升水 12 亿美元，即 5 亿美元。

但是，如果买方公司决定以发行股票的方式进行并购融资，公司股东获得的 SVA 值就会下降。假设买方公司的股票与卖方公司的股票进行 1∶1 的置换。这种交易方式与现金交易方式一样，对卖方公司的价值进行了相同的估价。但

① 本节的分析框架来源于“股票还是现金：并购中买卖双方的利益交换”，见施嘉岳译：兼并与收购，中国人民大学出版社 2004 年版。作者根据自己的理解和分析，结合中国的实际情况，作了许多变动。

② 股东价值增加值（SVA）是指并购者从交易中获得的预期净收益。

是，在这笔交易完成后，买方股东却发现，他们只是占有合并后新公司总股份9000万股中55.5%的份额。因此，买方股东仅仅获得预期的SVA数值5亿美元中的55.5%，即2.775亿美元。卖方公司的股东，获得了其余的SVA，因为卖方公司的股东已经成为新成立的公司的股东，新老股东一起分享并购的“股东价值增加值（SVA）”。

如果买方公司的原有股东想要获得与现金交易相同的SVA值，唯一的办法和途径是减少卖方公司的股东所能置换到的新公司的股票。那么，怎么才能做到这一点呢？需要说明的问题是，并购后的新公司的股价比并购前公司的股价更高，原因在于新公司含有并购所带来的协同价值，换言之，新公司的股价应该包含并购所带来的协同价值。新公司股票的价值应该反映的是买方公司的管理层对它的估价，其中包含并购所带来的协同价值，而不仅仅是并购之前的市场价格——100美元。从理论上讲，这种定价方法合情合理。但是，在实践中，卖方公司的股东一般不会以比买方公司股价更高的价格购买新公司的股票，在完全是股票置换的条件下，接受更少的新公司的股票，除非他们认为新公司的价值比买方公司决策者估计的价值更高。

从表面上看，股票交易方式为卖方股东提供了从潜在的协同价值与并购升水之差中获得利润的机会。在现金交易方式下，这种“之差”完全是由买方公司的股东获得。现在的问题是，由确定性的世界进入不确定性的世界，在不确定性的条件下，买方公司的股东在获得这个机会的同时面临着由此而来的风险。

在不确定的条件下，假设买方公司以股票交易的方式完成并购，但是并没有实现预期的协同价值。在完全以现金方式进行的并购中，总额为12亿美元的损失将全部由买方公司的股东承担，以并购价格升水的形式支付给了卖方公司的股东。但是，在以股票方式完成交易的条件下，买方公司股东的损失仅仅占到整个升水的55.5%，其余44.5%的升水损失由卖方公司的股东承担。

在多数情况下，并购公司的规模是被并购公司规模的几倍，在完全以股票支付完成交易的条件下，被并购公司的股东在新公司中只能占有少量比例的股份。但是，实证研究表明，公司的规模越大，以股票支付方式完成交易的可能性就越大。在这种情况下，被并购公司的股东面临的潜在风险就非常大，不可忽视。

在仕达屋国际酒店集团公司（Starwood Lodging）收购国际电话电报公司（ITT）的案例中，被并购方股东的经历就说明了以股票交易所带来的风险和收益。这个并购案例被视为20世纪90年代最为典型的并购案例之一，虽然案例以失败而告终。但是，所反映的在以股票进行的并购交易中的巨大收益和风险

是并购中不能不考虑的事情。

并购发生在1997年1月，当时的交易条件是：希尔顿酒店集团（Hilton Hotels）以55%的股份换取国际电话电报公司的股份，提供的股票升水为提出要约前公司股价的28%。根据并购要约的规定，国际电话电报公司的股东出卖1单位股票将获得27.5美元的现金和1单位的希尔顿公司股票。但是，国际电话电报公司拒绝了这一并购条件，希尔顿集团被迫在1997年8月将其收购价格抬升到每股70美元。

就在这个时候，另外一家竞标者——仕达屋国际酒店集团公司，参与了并购国际电话电报公司（ITT）的过程。仕达屋国际酒店集团公司是一家拥有大量酒店股份的房地产投资托拉斯。仕达屋提出的收购价格是每股82美元，它的支付条件是以15美元的现金和自己价值67美元的股票换取国际电话电报公司的单位股票。

作为回应，希尔顿集团提出了每股80美元的竞标价格，其支付结构如下：对于国际电话电报公司55%的股份部分，希尔顿为国际电话电报公司的股东支付80美元的现金为1单位股票的补偿，对于另外45%的股份部分，以希尔顿集团的两股换取国际电话电报公司一股的办法解决。希尔顿集团的管理层选择这种支付结构的目的在于一石三鸟：其一，可以为国际电话电报公司股东提供更多的现金，能够提供更多现金的竞争者可以在激烈的竞争中获胜，尽管价格存在小小的差异；其二，可以为并购后公司的股价变动留下足够的空间，股票较少是股价容易上升的前提；其三，可以有效地防止股价异常波动造成的并购损失。希尔顿的计划和方案非常完美，似乎可以稳操胜券了。

不料，仕达屋国际酒店集团公司迅速地做出了反应，它把收购价格进一步提高至每股85美元。这一次，它给国际电话电报公司的股东是一种选择权：要么全部以股票方式进行交换，要么全部以现金方式进行交换。但是，这里面存在一个潜在的条件：如果存在超过60%的股东选择以现金方式进行交易，那么，现金交易部分就要设定为25.5美元的上限，剩余部分以仕达屋国际酒店集团公司的股票进行补偿。尽管这是一个陷阱，国际电话电报公司的董事会还是投票决定同意接受仕达屋国际酒店集团公司的并购条件，放弃了希尔顿集团风险更小的要约。随后，这一决议得到了股东大会的批准。

希尔顿集团和仕达屋国际酒店集团公司的方案的差异在什么地方呢？希尔顿集团的现金支付比例高于仕达屋国际酒店集团公司，但是要约价格低于仕达屋国际酒店集团公司的报价，根据风险和收益的模型，两者之间的区别是风险和收益之间的权衡和比较。

具有讽刺意味的是，当国际电话电报公司董事会选择了存在更多股票成分

的收购条件时，公司股东实际上却存在强烈的套现要求。在投票决定交易方式时，几乎75%的股东选择了仕达屋国际酒店集团公司的现金支付方式，这一比例远远超出了公司管理层公布的预测数字，当然也达到了设定现金支付上限60%的条件。

在接受了仕达屋国际酒店集团公司的并购条件后，国际电话电报公司的股东最后在新合并的公司中占有了67%的股份。原因很简单，在并购宣布之前，国际电话电报公司的市值已经几乎是仕达屋国际酒店集团公司的两倍，况且仕达屋国际酒店集团公司还为国际电话电报公司提供了数额巨大的升水。

这使得国际电话电报公司的股东处于非常尴尬的境地，不得不品尝错误决策所带来的苦果。虽然仕达屋国际酒店集团公司的股价在进行并购期间一直稳定在55美元上下，但是在并购完成之后，股价急转直下。历史已经表明，在并购完成一年之后，股价跌至32美元。卖方公司的股东损失了多少?

对于那些选择以现金方式进行并购交易的股东来说，在这个价位上，原先仕达屋国际酒店集团公司提出的每股85美元的收购价格已经跌至64美元（现金+股票的价值）。而对于那些选择全部以股票方式进行支付的股东来说，损失更为惨重，现在手中持有的混合股票单位价值仅为49美元。

国际电话电报公司的股东因接受名义价格较高但风险较大的仕达屋国际酒店集团公司的收购条件而付出了沉重的代价，这个案例成为权衡并购支付方式的收益和风险的绝佳样本，是现金和股票支付选择的一个经典案例。

固定数量和固定价值股票之间的选择

基于现金和股票的风险和收益，在现金和股票之间做出选择以后，接下来的问题是如何构造并购支付的股票。公司的董事会和股东不仅决定是以现金还是股票的形式进行并购或者接受并购要约，还需要决定如何构造并购的股票。

一般来讲，存在两种方法构造股票置换的形式，公司既可以发行固定数量的股票，也可以发行固定价值的股票。任何一种方法的选择，都将对双方股东的收益和风险结构产生重大影响，并购双方的股东需要慎重选择。

①固定数量的股票

在以这种支付形式进行的并购中，发行股票的数量是确定的，也是固定的。但是，在并购宣布日和结束日之间，并购价值会因收购公司股价的变动而发生波动。并购双方都会受到这些变化的影响，不过，双方在并购后公司中所

占的股份比例却不会因此而发生变化。因此，双方在股东价值增加值（SVA）中的利益分配比例不会有所改变，即便 SVA 的实际数值与预期的数值并不一致。

在发行固定数量股票的并购中，被收购公司股东的利益容易受到收购公司股价下跌的损害，原因在于被收购公司的股东必须从并购宣布之日起就需要承担一部分收购公司股票价格变化的风险。

1998 年，绿树财务公司（Green Tree Financial）在接受康萨可保险公司（Conseco）价值 72 亿美元的并购要约后，公司股东就深受其苦。按照并购协议的规定，绿树财务公司的股票将按 1∶0.9165 的比例置换成康萨可保险公司的普通股。

1998 年 4 月 6 日，是并购宣布的前一天，康萨可保险公司的股价是 57.75 美元。按照这一价格，绿树财务公司股东的 1 单位的股票将置换成价值略低于 53 美元的康萨可保险公司股票。在并购宣布之前，绿树财务公司的股票价格是 29 美元，按照这个价格，其股东将获得高达 83% 的股价升水。

康萨可保险公司进行这次并购的理由是，更多地满足中等收入顾客的需要。公司在宣布这一并购时就表明，公司将会利用绿树财务公司的消费贷款推销它的保险和年金产品，从而进一步增强在这两个领域内的竞争力。但是，基于这种目的而进行的并购并不是没有风险。首先，从金额上讲，并购的规模巨大，对绿树财务公司的并购要比康萨可保险公司以前完成过的最大并购还要大 8 倍，是公司过去进行过的 20 多件并购案平均水平的几乎 20 倍，公司并没有大规模并购的经验；其次，绿树财务公司所做的业务是为那些需要购买活动房屋的消费者提供贷款，这种业务与康萨可保险公司所从事的业务存在较大差异，互补效应、管理效应和规模效应面临着巨大的挑战。公司需要花费很多精力以解决合并后公司的整合问题，两个不同领域公司的整合，难度更大，风险更大，不确定性亦更大。

资本市场对康萨可保险公司所进行的跨行业销售的协同效应以及在新业务领域内的竞争力表示怀疑，因为康萨可保险公司的迅速发展是建立在一系列在自己核心业务——生命健康保险——成功并购的基础上，而不是跨行业并购。市场将其并购目标的转移视为在生命健康保险领域内并购机会日渐稀缺的一个信号。这样，投资者就开始抛售康萨可保险公司的股票。

1998 年 6 月末，是完成并购的日子，股价已经从原来的 57.75 美元一路跌至 48 美元。股价的下跌明显损害了并购双方公司股东的利益。此时，绿树财务公司的股东获得的已经不是预期的每股 53 美元的理想价位，而是只能被迫接受每股 44 美元的价格，并购升水从原先估计的 83% 回落至 52%。

在并购完成后，选择继续持有康萨可保险公司股票的绿树财务公司股东的损失更为严重。截至1999年4月，即并购宣布后的将近一年，康萨可保险公司股票已经跌至每股30美元。在这个价位上，绿树财务公司股东不仅损失了全部的股价升水，另外还从并购公布前的股价上每股损失了1.5美元。

从这个案例的情况来看，如果选择以发行固定数量的股票作为支付方式，被并购方的股东将承担从宣布并购之日到并购完成之日间的并购方股价变动的风险。

②固定价值的股票

进行股票置换交易的另一种方法是发行固定价值的股票。在并购结束之前，股票发行的数量并不固定，需要根据并购结束之日的股票价格而定。在此种情况下，在并购结束之前，新的合并成立的公司的股份构成情况并不确定。

仍然以仕达屋国际酒店集团收购国际电话电报公司的案例为例，分析这种交易方式的运作方式。假设买方公司全部以公司股票进行并购的支付。但是，在并购截止日，公司的股价从100美元跌至76美元，正好将全部的并购价格升水抵消掉①。在这一价位上，买方公司为了实现对卖方公司的40亿美元并购出价的承诺，它需要发行5260万股公司股票出让给卖方公司的股东，而不是原来的4000万股。而在这种交易方式下，买方公司股票价格的下降使得买方公司的老股东在新的合并公司中所占股份的比例有所下降。与发行固定数量的股票相比，股票价格下降后，他们占有新公司48.7%的股份而不是固定数量下的55.5%。

在固定价值的股票置换交易中，收购方股东将承担全部的并购公布日与截止日之间的股价波动风险。如果股价下跌，并购公司就需要发行额外的股票以支付协议中规定的固定金额。这样，并购方的老股东在合并后的公司中所占份额将减少，而且获得的股东价值增加值亦相应减少。

在固定价值的交易方式下，被并购公司股东的利益能够得到很好的保护。在并购结束之前，它们的利益不会遭受任何损失。在分析的案例中，至少在并购公布日与截止日之间，卖方公司的股东不会在协同价值上遭受任何的风险，因为在他们获得的公司股票的价格中并不包括任何并购协同价值的预期，股票价格风险将由并购方支付更多的股票而得到补偿。

需要注意的一点是，如果在并购宣布日到并购完成日之间，市场对于并

① 50000000×(100-76)=1200000000，恰好是对卖方公司的并购升水数量。

购进行重新评估的结果是卖方公司的股价上升，那么买方公司的股东能够获得相应的好处，因为并购方公司的老股东在并购后公司中所占的股票价值增加了。

整体的选择分析

考虑到不同的并购方式对于公司股东价值的截然不同的影响，并购双方的董事会接受广大的公司股东的委托，应当努力建立一套科学合理的决策程序和分析框架以选择合适的并购方式。并购公司需要向其股东说明与被收购公司的股东一起分享并购后产生的协同价值的原因，而对于被并购公司的股东，需要说明获得并购公司的股票是一项新的投资，它可能会带来一定的风险。

①并购者的选择

并购公司的管理层和董事会在决定支付方式之前应该披露和公布三个重要的经济问题：一是并购公司的股票是被低估了还是被合理地估价抑或估价过高；二是如果偿付并购升水的协同价值没有实现，公司面临什么样的风险？这问题直接决定了并购公司是决定选择现金还是股票交易方式；最后一个问题是，并购公司股价在并购截止日之前下跌的可能性，这个问题直接决定公司如何在发行固定价值股票和固定数量股票之间作出正确的选择。

其一，并购公司股票的价值。如果市场低估了并购公司股票的价值，公司就不应该通过采取发行新股的方法进行融资并购，因为这会损害公司现有股东的利益。

信息传递理论表明，市场往往将公司增发股票视为管理层认为公司股价被高估的一个信号。因为，在信息不对称的条件下，市场认为，只有管理层才能对公司的发展前景存在一个明确而清晰的估计和认识。所以，当公司管理层决定以发行股票为并购融资时，市场就存在很多明确而肯定的理由预期公司的股价会下跌。

如果发行股票的价格是当前被低估的股票价格，这会造成并购公司为并购付出更高的成本。在假定的模型中，买方公司认为公司的股票价格是125美元而不是100美元，公司的管理者应该计划发行40亿美元而不是50亿美元，如果买方公司认为卖方公司的价值是40亿美元，那么，公司发行的股票是3200万股，但是实际支付的股票数量是4000万股。如果市场低估公司的股价，并购公司的股东会支付更高的并购成本。

当然，在现实并购的世界中，想让被并购的公司股东接受数量更少但是价

值更高的股票存在许多困难。因此，如果并购公司的管理者认为市场已经大大低估了公司股票的价值，那么从逻辑上讲，公司应该选择现金交易的方式进行并购，而不是股票交易。但是，许多并购管理者的行为存在悖论，一方面，公开宣布公司的股票价值被大大低估，另一方面，又乐于以所谓的低价位发行大量的股票进行并购交易。

这是一个交易策略，足球转会市场同样如此。在球员互换交易中，一方面，俱乐部经理宣称自己的球员价值被严重低估，另一方面，他又选择进行球员置换交易方式，岂不怪哉？

在复杂的并购交易中，市场信号本身就存在矛盾。在信息不对称的市场中，拥有信息优势的一方经常传递相互矛盾的信号，其目的是混淆直接而清晰的信号传递，以便从中渔利。市场到底应该遵从哪种信号呢？这就需要被并购公司的经验判断和缜密的逻辑判断，做出正确的选择。并购市场本身就是一个真真假假的博弈市场，实则虚之，虚则实之。

其二，协同风险。并购交易方式的选择同样亦会向市场揭示并购公司的信心。并购公司到底对并购协同价值的获得能有多大的把握？一个真正值得信赖的并购者总是被期望用现金进行并购。在此种情况下，公司股东就不用转移协同价值给被并购公司的股东了。但是，如果公司管理层认为，在公司并购完成后，公司的管理层认为公司的协同价值无法达到预期的水平或者存在很大的风险，市场就会预期并购公司的管理层存在强烈的动机以发行股票的方式为并购进行融资。通过稀释原有公司股东的利益，他们就能较好地控制并购后的不确定性损失。

但是，市场也会对此作出自己的判断。实际上，美国调查的结果表明，市场会对现金交易的并购作出积极的反映。相比之下，对以股票交易进行的并购就持比较消极的态度。

股票交易会向市场传递两个很强的信号：其一，并购公司的股票已被高估；其二，公司的管理层对于并购缺乏足够的信心。从原则上讲，如果一家公司对并购成功抱有信心，并且相信公司的股票价值已被低估，那么，公司应该选择现金交易进行并购操作。如果公司的股价已经被市场低估，而且被收购公司对并购公司的真实价值存有怀疑，现金交易可以完全解决其中的定价问题。

但是，选择股票还是现金的分析存在一个前提假设，并购公司拥有充足的现金以保证并购的进行。但是，实际情况并非如此简单，许多公司存在现金支付能力的约束。例如，经常发生的一种情况是公司当时并不具有充足的现金准备或者负债能力进行现金交易的选择，在这种情况下，就很难作出判断。

现在的难题就转移成为，公司是否具备足够的完成并购的现金。如果公司

拥有足够的完成并购的现金，而选择了股票支付方式，市场就有充足的理由相信，并购公司的股票高估或者对并购没有多大信心。如果公司没有足够的现金完成交易，情况就非常复杂了，没有一个明确的信号判断。

继续扩展公司的约束，假设公司拥有足够的完成并购交易的现金，但是，考虑到公司在完成并购后需要整合、需要进一步的投资，需要维持基本的流动头寸，公司可能不愿意支出现金。在这种情况下，选择现金还是股票就没有任何的信号价值。

在这种情况下，并购公司的难题是，在股票的并购交易中，并购的收益是否能够抵偿以低估的价格来发行额外股票进行并购融资的成本。在现金的并购交易中，并购的收益是否能够抵偿现金缺失所带来的成本。如果两者的一个答案是肯定的，就选择其中较大的一个。

其三，并购截止日之前的市场风险。并购公司的管理者在决定以股票交易方式进行并购之后，还需要确定合适的股份结构来平衡双方股东的利益。这项决定取决于并购公司的股票在并购公布日与截止日之间的价格波动风险。

研究结果显示，如果公司管理层能够通过承担更大的市场风险来表明他们对于自身公司股票价值的信心，市场反应就会较为积极。其中蕴含的道理是，只有自己相信自己，别人才更相信自己。

1997 年，乔尔·胡斯敦（Joel Houston）和米歇尔·里格特（Michael Ryngaert）在发表于《金融学期刊》上的一篇文章中提出，对大量银行并购案例的研究发现，被并购者对并购公司补偿变动越是敏感，市场对这项并购的反应就越差，如果并购双方在公布日与截止日之间的风险承担存在分歧、争论，市场就越不认同这项并购。这一研究结果从一个侧面反映了并购中应当遵循的一项基本的原则，并购截至日前的市场风险越大，并购者就越应该通过承担其中的风险来向市场表明自己对公司价值和这项并购的信心。

固定数量的股票交易方式起不到稳定市场的作用，因为当并购公司的股价下跌时，被并购公司股东的价值补偿部分就会遭受侵蚀和损失。所以，只有在并购截至日之前的市场风险比较小的情况下，这种交易方式才被使用。

此外，在并购双方处于同一行业时亦常采用这一方式，当然不能排除例外。其理由是，同类公司的股票价格都会受到同样经济因素的影响和支配，所以，即使在并购宣布之日到并购完成期间，并购双方公司的股价都存在许多变动风险，但是，并购达成的股份置换比例在并购完成时能够基本保持一致。

当然，可以在不向市场传递公司股票价格被高估的信号的同时，通过构建合理的股份结构来使用固定数量的股票交易方式。例如，并购公司可以向被并购公司的股东承诺，当并购公司的股票价格下跌到某一具体的价位时，公司可

以为他们提供相应的补偿。设置股价下限不仅可以保护被收购者的利益，减少它们因为市场价格波动所遭受的风险，同时亦减少了董事会退出并购协商或者股东不批准这一并购的可能性。

1994 年，大西洋贝尔在对电信公司的并购要约中就采取了错误的策略。如果采用这种策略，这项并购案例就很可能造就当时规模最为庞大的并购案。而在当时，因为没有采取市场风险的防范措施，在股价一路大跌之后，并购交易的风险就充分暴露出来了。随后，并购交易失败。

如果需要向市场传递更为积极稳妥的并购信息，那就应该采取固定价值的股票交易方式。这时，并购方在承担所有的并购截止日之前的股票价格下跌损失的情况下，保证了被收购方股东拥有协议的市场价值。如果公司能够实现并购的协同价值，同时并购公司的股价还会上升，那么，公司只要发行较少的股票给被并购方就可以完成并购交易。与此同时，并购方的股东可以通过占有较多的合并后公司的股份而能够保留较多的 SVA 值。

②被收购者的选择

在现金交易方式的情况下，被并购公司管理层的任务非常简单，它只需将公司的价值和收购者提供的价格进行比较就能作出决定。所面临的唯一风险是，是否能以更高的价格出售公司或者通过保持公司独立而产生更高的价值。

假定被收购公司得到的收购价格是每股 100 美元，高出公司股票价格 43%，同时假定公司将得到的现金投资于一项风险相对较小的资产，收益率为 10%，5 年之后就能得到 161 美元。如果公司拒绝了这项并购要约，公司在股价为 70 美元的基础之上必须保证能有 18% 的年收益率，这才能和接受并购的收益相当。换言之，未来不确定的收益至少需要与当前的实际收益相当才行。

然而，更多的情况是，卖方公司的管理层将得到的是现金与股票的某种组合。在这个时候，就需要对获得的并购后公司的股票进行价值评估。从本质上讲，被收购公司的股东将在合并后的公司中持有股票，他们与并购公司的股东一样，同样希望能够实现并购后的协同价值。如果预期的协同价值无法实现或者出现什么不利的意外的情况，他们就会损失一定比例的股票并购升水。因此，如果一家被收购公司接受了一笔股票置换交易，这不仅表明它认可了并购者提出的收购价位，也说明对于合并后公司的前景抱有信心。

在并购结束之日，无论并购公司的出价如何，被收购公司的管理层也不能假定并购公布时的价格就是并购截止日前后的价格。过早地出售被并购公司的

股票虽然可以控制股价波动带来的风险，但这项策略也会大大增加实施成本，因为在并购截止日之前被并购公司的股票交易价格经常低于并购公司的要约价格。当然，在并购结束之后再出售合并公司股票的股东同样没有很好的价格参照，是买还是卖都取决于他对公司未来前景的预期。

③进一步：SVAR 值的准确化

在进行一项重大的并购之前，并购双方的管理层都会对涉及各自股东利益的问题进行审慎的考虑。如果合并后公司的协同价值无法实现，他们该怎么办？换言之，存在多大的把握和确定性以说明公司的市场价值因此项并购而得以提升。

实际上，所有问题的核心是 SVA 数值的确定性。如果 SVA 没有任何的波动性，就没有现金和股票支付方式之间的选择难题，同样不会存在发行固定数量还是固定价值股票的问题。为此，需要提高 SVA 值估计的准确性。

下面的分析提供了两个简单的协同价值的收益风险评估工具以对卖方和买方的收益和风险进行衡量和比较，其目的是提高 SVA 估计的准确性。

其中一个有用的衡量买方协同价值风险大小的工具是股东的风险收益值（Shareholder Value at Risk，简称“SVAR”）。计算方法是用并购公司为此项并购提供的升水数值除以公司自身的在并购公布日的市场价值。可以将这个指标视为对公司价值的信心标志，表明公司的并购协同价值无法实现时的价值情况。并购的升水数值越大，被并购公司的市场价值相对于并购公司越大，SVAR 值就越高。

以 SVAR 值分析一下假定的并购案例，买方公司计划支付给卖方公司的并购升水为 12 亿美元，它自身的价值是 50 亿美元。在现金交易的方式下，其 SVAR 值是 12 除以 50 等于 24%。但是，如果卖方公司获得的是股票而不是现金，买方公司的 SVAR 值就会减小，因为其中的一部分风险会转嫁给卖方公司的股东。如果计算买方公司以股票交易方式进行并购的 SVAR 值，就应将原来用现金交易方式计算出来的 24% 乘以并购公司在合并后公司中所占的份额。利用前面的计算结果，这一份额是 55.5%。这样，利用股票交易的并购者的 SVAR 值为 13.3%，风险程度大大降低。

SVAR 的一个变形是风险升水比例（SPAR），它可以用来衡量卖方公司的股东在合并后公司的协同价值未能实现时的风险。被收购者面临的问题是，并购公司提供的并购升水中有多大比例存在风险。问题的答案是，被并购公司的股东将在合并后公司中占有的股份份额。在假定的案例中，并购升水中风险比例就是 44.5%。与前面 SVAR 值的分析一样，风险升水比例（SPAR）的计算其实是一种相对保守的估计方法，因为它总是假定公司的独立价值没有风险，

只有并购升水才有风险特征。但是，康萨可保险公司与绿树财务公司的合并经验表明，一项失败的并购给双方造成的成本损失要比股价升水大得多。

从被并购公司股东的角度分析，风险升水比例（SPAR）的计算很好地揭示了固定价值的股票交易方式相对于固定数量的股票交易方式的优越性。以案例说明，如果并购公司的股价在并购截止日之前跌去了全部的并购升水部分，按照固定价值的交易方式，被收购公司的股东将会得到额外的股票加以补偿。在这种情况下，被收购公司的股东得到的股票因为没有协同价值的预期，所以他们得到的并购升水的风险完全由买方公司承担。换言之，卖方公司股东只会得到更多的股票而不会因此承担更大的风险。但是，在固定数量的股票交易当中，情况就截然不同。在并购公司宣布这一并购之后，卖方公司的股东就需要承担全部的买方公司股价波动的风险。

每一个资本市场运营者都渴望成为摩根式的人物，有过一个时期，摩根一个人主宰整个美国的金融。摩根以资本的力量整合过美国的铁路、钢铁业，与中国曾经的产业整合非常相似。但遗憾的是，结果却有天壤之别，摩根成功了，并从中获得巨额的财富，为后世留下了不朽的事业。从个案的角度看，成功的资本市场运营都是一个连续的有机的过程。然而悲剧比喜剧更催人深思，本章分析了三个悲剧式的案例，从中感觉到资本市场运营是一个连续不断的过程。

第七章

资本市场运营的门道：中航油、安然、德隆案例

- 1 中航油事件所折射的命题
- 2 解析安然的资本市场运营
- 3 德隆资本市场运营的历史遗产

资本市场运营并不是由一个个独立的、割裂的、毫无内在联系的环节构成，不是一个个“运营单元”的杂乱无章的简单拼凑，而是一个过程，是一个有机而连续的过程，是一个存在内部逻辑联系的过程。毋庸置疑，构建一个和谐而有序的资本市场运营过程是一个非常复杂的事情。正因为如此，在资本市场运营中，只有顶级高手才能将独立的、割裂的环节衔接成为一个有机的过程，从而达到资本市场运营的最高境界。许多经典案例表明，资本市场运营的失败在于缺乏一个统一、有机的方案、步骤和计划。

中航油、安然、德隆还有许许多多的企业由于资本市场运营的失败而走向衰亡、枯萎。在中国，曾经辉煌一时的德隆、格林柯尔等企业系都以辉煌闪耀为开端，以身败名裂为结束，唐万里、顾雏军等曾经是神话中的人物，而最终却锒铛入狱，令人惋惜。所有发生的这些，不但当事人成为受害者，而且造就了一种氛围和舆论：普通大众都视资本市场运营为一种投机、掠夺、违法的行为。事情的真相究竟如何？

曾经被视为资本市场运营顶级高手的唐万里、顾雏军等，从他们的资本市场运营过程中，无法分离出有价值、含有金融创新意义的手段、工具和方法，他们唯一具备的是闯劲、敢想敢干的企业家品格，在内外环境的影响下，机遇和机会垂青了他们，他们成功了。但是，这是短暂的成功。同样是一代资本市场运营的高手，想起了米尔肯，就想起了他曾经创造的垃圾债券、凭一己之力造就了垃圾债券的二级交易市场、曾经5亿美元的年薪。想起了唐万里、顾雏军，就想起了他们的结局，而无法想起他们究竟创造了什么神奇的金融创新。这就是差距，是手段的差距，亦是资本市场环境的差距。

曾经奢望成为“摩根式”人物的他们，使用的是一样的武器，摩根曾经整合了美国的铁路业、钢铁业而获得了巨额财富，以今天时髦的话说，是产业整合或者产融结合。走向这条路的恰恰就是唐万里、顾雏军们，以产业整合追求财富，唐万里整合种子业，顾雏军整合冰箱业、制冷业，打造汽车零部件的产业链。但是，两者形似而神不似，威力自然存在天壤之别。摩根的财富来源于整合中的财富创造，是1+1>2的问题，是金融能量在实业领域的扩展。唐万里、顾雏军们是产业投机，是资金约束下的无奈之举。

一个企业的成长，资本市场运营是推动力量。企业的发展、成长和盈利是产品运营和资本市场运营两轮驱动的过程。问题不是“是不是需要进行资本市场运营”，而是“需要怎样的资本市场运营，如何提高资本市场运营的效率”。

在资本市场运营中，能够改变政策或者促使出台某种政策的企业并不多见，但是他们做到了。中航油、安然和德隆是不是使用了真正的资本市场运营手段、工具和方法？还是修炼了一套“歪门邪道的功夫”？短期内的威力

竟然如此巨大。一件资本市场运营的兵器，既可以保护自己，在战场上用其杀敌，又可以伤害自己；如果使用不当，反而会伤着自己。

值得说明的是，为什么选择了中航油、安然和德隆来举例呢？并不是因为他们的失败，而是因为他们在资本市场运营中所能体现出来的方法。同样，我们需要分析、解剖事情中的门道，而不能迷失于事情的精彩之中以至于忘记了事情的内在逻辑和经济必然，这一点才能被称为“道理”，剔出“道理”之后剩余的是“故事”。“道理”才能对我们有所启示，而不是“故事”。

1. 中航油事件所折射的命题①

中国航油（新加坡）股份有限公司（简称“中航油”）的总裁、中航油事件的制造者陈久霖在新加坡期货和期权市场造成的5.5亿美元损失，约合45亿元人民币，超出了公司的净资产，亦超出了公司市值，被喻为中国版的长期资本管理公司（Long-Term Capital Management，简称“LTCM”）事件②。

中航油和LTCM的确存在许多共同的地方，都从事高风险的金融衍生工具交易，造成的损失巨大，超出了人们的想象，最后的归宿相同——走向破产重组。但是，简单地比较中航油和LTCM容易得出错误的结论。

一位文学大师曾经说过，悲剧比喜剧更催人深思，悲剧是更大的历史遗产。但是，金融交易者经常遗忘悲剧的遗产，今天的陈久霖就是其中的一位，将来又会是谁？LTCM公司事件的历史遗产之一是资本市场存在资本耗尽的风险。陈久霖最令人印象深刻的一点反思是，如果再给他5亿美元，他就可以翻盘③。

金融衍生产品的交易者不该忘记这样一个远古的故事。

---

① 这一部分的主体内容曾经以“中航油事件和LTCM的历史遗产”的题名发表于《IT经理世界》2005年第1期。

② 读者如果需要详细了解LTCM事件，可以参见：尼古拉斯·邓巴著，俞卓菁译：《创造金钱》，上海人民出版社2002年1月版。

③ 徐克强：“中航油亏损揭秘：陈久霖亲自操盘期货期权一起上”，《21世纪经济报道》2004年12月8日。

16 世纪，一个意大利绝顶聪明的青年爱上了一个修道院的修女，该青年为了躲避世俗的歧视决定跟修女私奔。但是，他们缺少钱，没有钱，他们就无法私奔。在短期内，挣得足够多的钱是他的主要苦恼。他想到了赌博，因为足够聪明，他相信一定能够从中获利。当时，意大利流行一种赌博，赌博的规则是从一幅红黑色相等的扑克中随机抽出一张，如果是黑色，你输了，你就输掉自己下注的金额；如果是红色，你赢了，你可以得到与你下注金额相等的筹码。青年的聪明才智发挥了作用，他想到了一个只赢不输的方法，可以保证他每次获利 1 个单位。这个方法就是，第一次下注 1 个单位；如果是黑色，输了，在第二次就下注 2 个单位；如果再输了，第三次就下注 4 个单位，第四次就下注 8 个单位，以此类推，只要赢一次，就可以赢回所有的损失，还有一个单位的盈利①。因为最后总会出现红色扑克，所以他会只赢不输。几乎每个人都不假思索地断定，青年最后一定挣得盆满钵溢，最后跟修女过上了幸福的生活。但是，遗憾的是，青年赢得 1 个单位的前提条件是他必须有足够多的资本以避免连续出现黑色，最后没有将游戏继续下去的资本和进一步的赌注。

不幸的是，扑克连续出现了多次黑色，青年最后还是由于没有继续玩下去的资本而穷困潦倒，跟修女私奔的计划也泡汤了。在金融经济学上，这个赌博游戏就是有名的鞅过程，它能保证你最后一定赢利，但是需要足够多的资本将游戏玩下去。陈久霖所投机的期权和期货合约不是鞅过程，他并不能保证最后一定赢利，他注定是要承担风险。赌博资本的耗尽在一定条件下成为必然，否则衍生工具的交易中就不可能出现损失。

陈久霖没有防范资本耗尽的风险，遗忘了 LTCM 的历史遗产。因此，他又成为因为资本耗尽而失败的长长名单中的一位。意大利的青年没有翻盘的机会，陈久霖还能有翻盘的机会吗？

陈久霖以后亦不必后悔，因为 LTCM 公司被美国的美林、高盛等投资银行重组后，LTCM 的当家者麦利威泽就曾经指责这些投资银行是强盗，因为 LTCM 的交易头寸都是盈利的头寸，只是没有继续下去的资本。如果历史可以假设，如果陈久霖遇到麦利威泽，麦利威泽会告诉陈久霖什么呢？

LTCM 公司事件的历史遗产之二是资本市场流动性缺失的风险。

在金融市场交易中存在“墙倒众人推”的规律。巴林银行倒闭重组之后，

---

① 为什么说总会获得 1 个单位的收益呢？如果运气好，扑克第一次就出现红色，那么他获得 2 个单位，扣除 1 个单位的成本，即 2 - 1 = 1。如果第一次是黑色，而第二次是红色，其收益 = 2 × 2 - 1 - 2 = 1，其中扣除 1 和 2 分别是第一次和第二次的成本。如果第一、二次都是黑色，而第三次是红色，其收益 = 4 × 2 - 1 - 2 - 4 = 1，其中扣除 1、2 和 4 分别是第一、二、三次的成本。可以依次类推，在每一次博弈中，他最终都能获得 1 个单位的收益，只要他有足够的资本继续参与赌博。

尼克·利森（Nick Leeson）① 就曾经指责是日本银行家的阴谋，他们操纵“日经指数”导致巴林银行的倒闭重组。同样，在 LTCM 破产后，麦利威泽也指责其他的投资银行和对冲基金从事对他们不利的交易，将 LTCM 推向危险的境地。

其实，金融交易中最大的风险就是流动性缺失的风险，跳蚤经常（当流动性缺失时价格的非连续性变动）战胜蚂蚁（当存在流动性时价格的连续性变动）。可惜，陈久霖忘记了这一遗产，直到中航油事件被暴露出来的几个月内，由于市场不具备流动性，中航油还存有大量的期权风险没有对冲。

但是，中航油又存在与 LTCM 不同的地方。虽然中航油和 LTCM 都失败了，但失败的彻底程度和深层原因又不一样。LTCM 是在还存在净资产时就申请法院破产保护了，损失的是麦利威泽和他的同僚的巨额财富。但是，中航油在净资产为负后没有止损，在损失的数额超过市值后亦没有止损，只有在保证金不足被迫清算时才止损。换句话说，中航油的道德风险更强，投机劲头十足。

两者之间的巨大差异源于制度的不同，LTCM 是合伙制企业，无限合伙人承担无限责任，所以他们必须尽快止损以最小的代价退场。而中航油事件的肇事者无须在道德风险极大的金融衍生产品交易中承担无限责任，所以，他才到不得不退场时才退场，这也就从根本上解释了“陈久霖为什么没有及时止损的谜团和赌性十足的原因”。

可以借鉴欧美国家的经验，在从事金融交易的机构中设立类似于有限合伙制企业的风险报酬分担机制是解决金融交易中的道德风险的一个较好的选择。管理人是无限责任合伙人，而中航油公司成为有限合伙人。这样，既可以避免金融衍生产品交易中的道德风险，又可以进行必要的套期保值。如果愿意赌博，可以以自己的财富进行赌博。但是，目前没有相关的法律，期待相关有限合伙法律的尽快推出。

我们不该忘记金融交易悲剧史的历史遗产，谁忘记，谁就会成为主人公再次演绎悲剧。下一个遗忘 LTCM 历史遗产的人又在哪个国度和哪个公司呢？但愿不再发生。

根据普华永道对中航油事件的调查结果，就中航油事件提出了五个方面的失败理由。其一，在 2003 年第四季度对未来油价走势的错误判断；其二，看起来好像不想在 2004 年第 1、2、3 季度报告中记入损失的想法，最终导致了

---

① 1995 年，也是在新加坡，巴林银行驻新加坡交易员尼克·利森（Nick Leeson）在投机性外汇交易中损失 12 亿美元，导致这家老牌英国银行倒闭。更加详细的资料可以参看：［英］尼克·利森著，张友兴译：《我是怎样搞垮巴林银行的》，中国经济出版社 1997 年版。

2004 年的挪盘，公司草率承担了大量不可控制的风险，尤其是 6 月、9 月的挪盘；其三，公司未能根据行业标准评估期权组合价值，公司因此未能正确估算期权的价值，也未能在 2002～2004 年的财务报告及季报、半年报中正确反映；其四，缺乏正确、严格甚至在部分情况下基本的对期权投机的风险管理步骤与控制；其五，在某种程度上，对于可以用于期权交易（至少在精神上）的风险管理步骤与控制，管理层也没有做好执行的准备①。这是一个浅层次的反思，不能解决根本问题。

但是，无论如何，中航油都没有意识到资本市场运营中的固有规律，它的悲剧性色彩再次提醒资本市场运营中的弄潮儿，不要遗忘资本市场运营中的固有规律，不能再次重演“固定规律”下的失败经历。

2. 解析安然的资本市场运营

安然公司（Enron Corporation）的破产被视为“造假和财务舞弊”的典范，诸多的反思分析是从安然造假的动机、外部监管、外部审计、治理结构等方面展开②。但是，安然的资本市场运营的失误对于其破产起到了非常关键性的作用。其中的核心思想是，安然的资本市场营运手段都是典型的资本市场运营手段，错误并不在于资本市场运营手段，而在于安然不恰当地使用了这些手段。如何修正安然的错误呢？并不能简单地明令禁止公司的资本市场运营，禁止不是在“解决问题”而是在“回避问题”，问题的关键是提高公司的资本市场运营水平。

安然公司具有一个典型的金字塔式关联企业结构。在安然的金字塔式结构中，一共包括 3000 多家关联企业。金字塔式的公司结构和数目繁多的关联公司，为安然的资本市场运营提供了广阔的空间和良好的条件。

2001 年 12 月 2 日，安然公司申请破产，成为美国乃至世界资本市场中的

① 卢晓平、张喜玉：“中航油调查报告公布 误判油价走势等原因导致巨亏”，《上海证券报》，2005 年 3 月 30 日。

② ［美］罗伯特·布赖斯著，沈志彦等译：《安然帝国梦》，上海译文出版社 2002 年版。

一件标志性事件，几乎可以与美国的9·11事件相提并论，被视为“资本市场中的9·11事件”。

在资本市场运营上，究竟是什么因素导致了安然的破产呢？

安然复杂的金字塔结构和数目繁多的关联公司并不是安然破产的必然条件，许多公司都存在复杂的金字塔结构和大量的关联公司。例如，美国最大的通用电器公司的企业结构比安然的企业结构更为复杂，关联企业更多，可是通用电气公司不但没有破产，而且运营状况良好，在资本市场上频频进行资本市场运营，获得了大量的资本市场运营收益，促进了公司的快速、良性发展。通用电气公司的资本市场运营说明了一个重要的命题：产品运营的高级阶段就是资本市场运营，而且资本市场运营并不是洪水猛兽。如果恰当地进行资本市场的运营，可以为企业创造巨额的收益，其收益的来源在于资本配置效率的提高。

那么，什么因素导致了安然崩溃和破产呢？关键是安然运用它的金字塔结构和关联企业进行了错误的交易和错误的资本市场运营。

安然转型之惑

在公司的历史进程中，没有比公司的转型更为痛苦、艰难的事情了。一个公司所处的行业需求、技术变迁、市场壁垒的消除、监管政策、政府的行业发展政策都会引致公司的转型，是公司的巨大变革，公司转型不仅需要提前预知，而且还需要找到一条稳定的盈利模式和重新塑造公司的核心竞争力。但是，这恰恰是最为困难的事情，是企业家的智慧、机遇和灵感的结果。如果搞不好，企业从此“滑向深渊”“一蹶不振”。公司转型的痛苦、艰难存在于“定力与浮躁的较量”、“创业和投资的权衡”、“狂躁和谨慎的取舍”。

安然公司的破产在它的转型策略中就已经做出了选择。换言之，安然的破产是公司转型策略的必然结果。在面对市场剧变时，安然采取的策略是，充分利用关联企业结构，在灵活地扩大企业规模的同时，“革新性和创造性”地使用财务手段来避免直接的企业负担。其资本市场运营手段都是表外手段，在安然的资产负债表中并没得到体现。而且，安然主要通过财务技巧包装公司，而忘记了如何提高公司的盈利水平和核心竞争力。这种问题在公司转型时最容易发生。

事情的进程是这样的。1986年前，美国的能源市场处于联邦能源监管委员会的严格管制之下。一方面，安然等能源企业在自己的控制地域内不能进行垄断性定价；另一方面，安然也与竞争对手隔绝，没有竞争的压力和动力。当

时，政府的监管限制了股东的回报，安然尽量以增加企业负债率的方法扩大企业的规模，是债务融资而不是股权融资，提高公司杠杆率以增强公司的盈利能力和股东的回报率。增加企业负债率的方法不仅不会稀释现有股东的权益，而且债务利息可以抵税，从而增加企业的价值，实现企业价值的最大化。实际上，在存在税收和破产成本的条件下，MM 理论并不成立。在不超过破产成本的情况下，债务融资比例的提高可以提升公司的价值，此时的安然深谙此道。

一个公司并不能无限制地增加债务规模，因为债券评级公司会由于公司杠杆率的提高而调低公司的信用级别，从而导致债务融资成本的迅速上升。但是，尽管安然公司的负债率较高，由于公司盈利十分稳定，还受到能源管制政策的保护，安然的债券一直是“投资级”的债券，是信誉非常高、成本非常低的债券。债券投资者和评级公司认为，即使公司的经营环境恶化，例如，需求降低、能源价格提高等，政府亦会允许安然对其控制地区的能源进行价格调整，从而保证公司的稳定利润，债券持有者的利益自然就得到了保护。这个理论和想法非常类似于中国在 2004 年 12 月酝酿实施的煤电联动政策①，为了保证煤炭企业的利润和生产条件的提高，同时不损害电力企业的利益，国家能源监管部门——国家发展改革委员会通过提高能源价格的办法以保证能源企业的利润和利益。在几乎没有需求弹性的能源市场中，能够将市场波动的风险和成本轻易地转嫁到能源消费者身上，因为消费者的力量最弱，而且存在“搭便车”的行为，数量众多，集体行动的收益又小，没有集体行动，利益自然得不到保护。

但是，1985～1986 年，美国联邦能源监管委员会开始进行解除监管的改革，不但放开价格的管制，而且允许能源用户对其长期能源供应合同进行重新调整。这些措施大大加剧了美国能源市场的竞争，安然盈利的稳定性不再是一种必然，已经成为历史。1989 年，价格改革覆盖了石油开采和提炼的每一个环节。随着盈利波动性的上升，安然的债券被降为“垃圾债券”，这意味着安然借债成本的提升，并约束了安然的扩张。

面对能源市场的变化，安然需要寻找一条可靠的盈利途径和商业模式，面临的挑战主要包括以下几个方面。

其一，如何继续寻找业务增长点以扩大规模和保持长期的利润增长，从而提高企业的价值？安然原来稳定的盈利环境已经不复存在，许多企业不断进入能源市场，能源市场的竞争不断加剧。在此条件下，安然需要一个重新定位，

① 曾业辉：“煤电价格联动机制即将出台”，《中国经济时报》，2004 年 12 月 31 日。但是，这个政策没有在 2004 年最终实施。

并在该领域内拥有一定的核心竞争力。

其二，如何维持稳定的现金流以保持偿债能力？安然公司需要稳定的现金流，因为公司的杠杆率非常高。基于安然所在的能源市场的变化，安然需要调整公司的杠杆率，否则，安然容易陷入财务风险，由此损害获得资金的渠道和融资能力。

其三，如何寻找一个健康而适度的杠杆率，既有利于融资需要，又能保持管理层对投资项目的稳定控制？管理层经常面临一个两难选择：在保持公司控制权的条件下不断扩大公司的规模。安然的管理层使用了“金字塔”式的企业结构以解决这个两难选择问题。

面对能源市场的巨变，安然需要进行转型和调整。为了应对挑战，安然的基本思想是以资本市场运营为主要手段，以资本市场运营推动公司的实业经营，以实业经营带动公司的资本市场运营。其基本的资本市场运营模式是，在金字塔式的结构下，以与关联企业进行交易的方式，尽量“创新性”地使用财务手段来避免直接的企业负担，同时灵活地扩大企业规模，换言之，是以表外融资模式为主的资本市场运营模式。如果能够实现企业实业经营和资本市场运营的互动，安然就会成功。但是，做到这一点却非常困难。

纵横于“金字塔”式的企业结构之间

20 世纪 90 年代中期以后，安然不断地使用和完善金融重组技巧，建立了复杂的公司体系，其各类子公司和合伙公司的数量超过了 3000 个，它们是公司资本市场运营的主要载体。

组建“金字塔”式的企业结构，存在两个目的：其一，牢牢掌握其子公司的控制权；其二，以尽可能少的资本控制尽可能多的资产。在中国的资本市场上，这个方法已经成为资本市场运营高手顺手拈来的基本技巧。

为什么“金字塔”式的企业结构能够实现这两个目标呢？道理非常简单，如果 A 公司控制 B 公司 51% 的股份，而 B 公司又控制 C 公司 51% 的股份，尽管 A 公司实际只控制 C 公司 26% 的股份，但是，A 公司还是对 C 公司拥有控制权。根据这一道理，一直往下推，控股链层数越多，实现控股需要的资本就越少。如果一个公司存在 n 层控股链，那么，需要控制的股份比例只需 $(51\%)^n$。因此可见，控股链条越长，控制某个企业所需要的资本就越少，这样就实现了它的两个目标。

但在，在实际的操作中，如何构建一个“金字塔”式的企业结构呢？主要考虑的因素是税收、制度约束和融资的需要。因为企业不能控制税收和制度约

束的因素，可以这么说，在税收和制度约束外生条件下，企业在控制权和融资数量之间寻求最大化的利益。这样就将企业可以控制和非控制的因素截然分开了。

一个典型的案例是安然在1994年以在新兴市场国家的投资项目构建一个“金字塔”式的企业结构。在构建以前，安然拥有以下几个大型的境外能源投资项目：菲律宾电厂一号的50%股份；菲律宾电厂二号的50%股份；危地马拉电厂的50%股份；阿根廷天然气管道项目的18%股份。

在中国市场上，安然的主要投资项目是海南的160兆瓦BOT电力项目、成都284兆瓦合资煤炭火力发电项目和四川—武汉的765公里管线项目。

安然的目的非常简单，就是在不丧失企业控制权的条件下、在不增加公司负债的条件下尽可能多地获得资金，这与构建“金字塔”式的企业结构的目的不谋而合。怎样才能实现这个目的呢？为了获得资金，存在许多传统的途径。其一，发行股票融资，但是，发行股票容易引起市场的不良预期，导致股价的下跌，这是安然管理层和股东都不希望发生的事情；其二，发行企业债券融资，这样会增加公司的负债，安然公司不想在母公司的层次上继续负债，这样会影响到公司的形象和信誉，影响公司的资产负债表状况。另外，还有一个更为重要的原因是，发行债券需要到期还本付息，而安然的现金流能否支付到期的本息还是一个疑问，因为安然当时的项目盈利并不太好。从这一点上讲，安然抵触发行企业债券，其融得的资金最好是不用到期还本付息；其三，不能失去对某些项目的控制，至少能够拥有50%的投票权。如果失去控制，可以进行以资产出售为主体的公司重组，但这不是管理层所希望看到的事情。为此，安然公司想出了一个非常聪明的办法，可以同时实现三个目的：融资、获得对项目的控制权、不能在母公司的层次上增加负债。这个方法是，安然公司决定成立另外一个控股公司——“安然全球能源和管线公司”（Enron Global Power & Pipeline，简称“GPP”），以“金字塔”式的企业结构解决上面的三难问题。

安然公司的目的是控制GPP的50%股份，其余部分进行公开募股融资，达到获得资金的目的，其资金性质是股权融资，无需还本付息，作为安然公司梦寐以求的资本。为了不失去对资产或者企业的控制权，可以将各个项目的股权转入GPP，从而形成“金字塔”式公司控制链。这个资本市场运营技术是中国上市公司惯用的一个基本技术，经常以分拆上市的形式出现。

美国的公司组建这种企业控制链存在何种约束条件呢？这种资产腾挪转移实际上就是不同主体之间的资本交易，资本交易不同于一般商品的交易，不同于买卖一件衣服或者一捆火腿肠，亦不同于买卖一套机器设备，而是买卖资产或者企业的股权，称之为“资产重组”。因为它的特殊性，由此导致

两个问题。其一，税负问题。几乎任何商品的交易都需要缴纳税收，这样规模巨大的资产或者企业股权的交易不能造成公司不必要或者过高的税务负担。交易往往需要纳税，资本交易的数额巨大，如何避税就成为一个关键性的问题；其二，法律制度的障碍。其关键问题是，法律是否限制资本的这种交易。法律并没有限制安然公司的这种资产转移式的资本交易。在组建“金字塔”式的控股链中，安然公司恰当地规避了这两个方面的问题，这是一个富有财务技巧性的创造。究竟是怎样做的呢？

首先，安然需要考虑的问题是，在构建完毕“金字塔”式的企业结构之后，子公司在支付股息时面临的税务问题。公司的层次越多，发生利益、利润转移时的税务负担就越重。这使得安然不能将 GPP 注册成为普通公司“C”类公司，因为这类公司必须进行所谓的“双重征税”，即子公司的利润需要缴纳公司所得税，母公司或者个人投资者在收到股息时还需要缴纳公司所得税或者个人所得税。美国的大型股份公司几乎无一例外地注册成为“C”类公司，皆因这种公司结构对股东的要求非常低，便于公司的规模巨大的融资活动。

子公司不需要纳税，将纳税的责任传递到股东手中是安然公司的主要避税手段。在美国，有四种公司结构可以不在企业层面上缴纳所得税，而将纳税责任“传递”到股东手中。它们分别是独资公司、“S”类股份公司、合伙企业和有限责任公司（Limited Liability Corporation，简称“LLC”）。为了达到融资的目的，GPP 当然不会注册成独资企业，GPP 亦不能注册成为合伙企业，因为这会大大限制企业的融资能力，因为合伙企业对合伙人和相应的法律关系要求非常严格，合伙人的股份流动性非常小，流通成本非常高。尽管如此，美国许多企业还是注册成为一个合伙企业，其目的是为了获得税务上的豁免，它们没有规模巨大的融资需求，当然可以注册成为一个合伙企业。

经过筛选之后，安然公司选择了 LLC 的形式，这是美国最为流行的一种公司注册方式。可以说，LLC 本质上是一种“合伙”，但它没有公司层次上的所得税问题，而将纳税义务“传递”到股东那里。它亦可以发行股票，进行大部分“C”类股份公司可以进行的融资活动。但是，这些好处并不是没有任何代价，LLC 股东的报税程序非常繁琐。此外，美国税务机关在审查一个公司是否符合 LLC 的定义时，需要考虑公司的一些实质性问题：

①公司是否对所有权的转移有所限制。公司的股权必须有一定的流通性。

②公司的寿命。有限责任公司一般有 30 年的期限限制。

③公司管理的集中度。如果公司管理不集中，则不能注册成这类公司。

④责任的限制。投资失败后的责任和债务的清偿，必须是有限责任。

虽然美国的监管当局对 LLC 资格的审查非常严格，但是安然公司还是设法

度过了种种关卡和难关，注册成为了 LLC 的企业形式，获得了税务上的优惠，从而达到了避税的目的。

在确定了公司的结构和发售新股之后，安然公司面临的另一个问题是，如何进行公司资产的交易以构建一个“金字塔”式的企业结构，如何以最低的成本转移其资产，主要是降低资产转移过程中的税收成本。虽然是一个人不同口袋里的东西，但是倒倒口袋却不是一件容易的事情，因为将东西倒口袋就是交易，交易需要纳税。安然公司绝对不能进行类似于市场交易的重组，因为交易的税收成本太高。安然公司需要的是，选择一种税收成本最低的资产交易方式，即公司资产重组方式。简单来讲，根据美国的公司法，安然公司可以对自己的子公司和关联企业进行三种形式的重组。

其一，“A”类重组。GPP 可以与被收购的公司合并，这类重组的实质是收购方使用股票外加其他支付手段，例如，优先股和现金等，购买被收购公司的全部资产和负债。其优点是支付手段灵活，缺点是被收购的股东需要就现金收购部分缴纳资本利得税。但是，“A”类重组存在的一个主要法律限制是，参与此类重组的主体不能是外国公司。

其二，“B”类重组。GPP 可以与被收购的公司进行股票置换，这类重组的好处是被收购公司相当于成为收购公司的子公司，因此不存在资产转移中的手续问题。对于难以转移的资产，例如，特殊的产权、专利权等，更为方便、快捷。在股票置换时，原来的股东不必在交易发生时交纳资本利得税。从总体上说，这类重组的成本最低。

其三，“C”类重组。GPP 用自己的股票收购被收购公司的全部资产，被收购公司随即清盘，把股票分给原来的股东。

安然决定使用“B”类重组，因为股票置换时，原来的股东不必在交易发生时交纳资本利得税。但是，由于外国合资企业的股票经常存在许多限制性的规定，安然成立了一系列控股公司，然后 GPP 置换这些公司的股票。具体的交易结构示意图如图 7.1 所示①。

从 20 世纪 90 年代中期以后，安然公司不断地使用和完善这类公司重组技巧，建立复杂的公司“金字塔”式的结构，其各类子公司和合伙公司的数目超过了 3000 个，建立“金字塔”式的公司结构的目的是融资、不增加负债、不失去对资产的控制。当然，安然公司的许多子公司是为了进入某个新的产品领域而成立的子公司，例如，花园州纸业公司、安然金属产品公司、安然宽带公司和安然氮产品公司等。安然曾经自信地宣称，它可以进入任何传统行业并将

① 陈志武，周年洋著：《安然——华尔街完美案例》，中国城市出版社 2002 年版，第9 页。

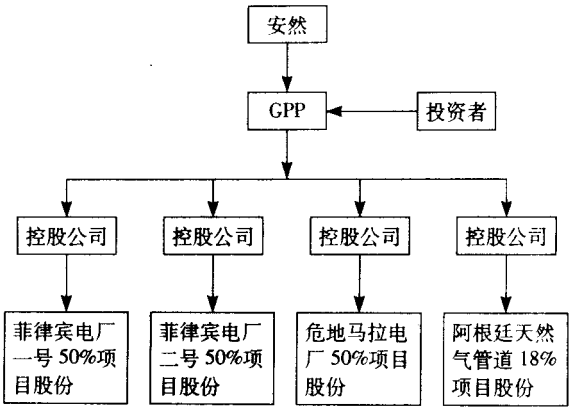


图 7.1　安然的重组示意图

其革新，这与德隆整合传统行业的目标非常类似。然而，德隆与安然的最大区别在于，资本市场运营手段的高明程度存在差异，安然的手段是具有一定技术含量的资本市场运营手段，例如，资产证券化等，而德隆的资本市场运营手段非常低级，例如，违规担保等。存在差异的原因可能是中国和美国的资本市场发达程度不一样，德隆没有使用高级资本市场运营手段的市场环境和条件。

真伪“互换协议”之辨

在美国资本市场上，公司需要盈余管理，保证公司利润的稳定性，便于公司股东的预期。安然公司为了熨平公司利润的波动性，使用的是金融工程中的经典的互换交易。金融互换交易的精髓在于，互换方在资产收益、风险承担等方面的比较优势的发挥。但是，安然却以互换交易进行地地道道的利润转移和控制，没有利用金融互换的精髓。

在安然的关联企业中，除了数量众多的以能源和宽带通信业为主的企业外，还包括一些基金管理公司，它们为安然提供所需的融资、套期保值、盈余管理或者风险控制的功能和手段。令人思索的是，恰恰是与这些基金管理公司的互换交易，导致了安然的加速破产。

安然又是怎样进行的互换交易呢？

一个典型的互换交易是，LJM 资本管理公司和安然的互换交易。LJM 资本管理公司是安然的关联企业，由安然的财务主管安德鲁·法斯托建立并亲任总经理，主要业务是投资管理，发行的基金包括 LJM 一号、LJM 二号、LJM（开曼群岛）等，规模最大的 LJM 二号基金的投资者包括第一波士顿、Wachovia

（美国最大的地方商业银行之一）、GE（通用电器）和阿肯色州的教师基金等信誉卓著的法人投资者。这种合伙基金非常类似中国的私募基金，是美国流行的投资者联合进行投资的一种载体。安然在 LJM 一号和 LJM 二号基金中分别投入了 1600 万和 3.94 亿美元的资本。

事情的起因开始于 2000 年的网络泡沫的破灭以及由此导致的宽带公司股价的持续下跌。安然在宽带业务中进行了大量的投资，网络泡沫的破灭和宽带公司股价的持续下跌使得安然公司甚为担心，担心公司股价的下跌会影响、波及到安然的股价和收益，进而影响到公司管理层的切身利益。

此时，安然的财务主管安德鲁·法斯托想出了一条妙计，建议关联企业 LJM 二号为其宽带业务等资产的价值提供保值服务。于是，安然与 LJM 二号签订了一份互换合同，条件大致如下：

其一，如果安然的宽带业务升值，LJM 二号将获得升值中的一部分；

其二，如果安然的相应资产贬值，LJM 二号必须弥补安然的贬值部分；

其三，安然首先需要获得 LJM 二号 12 亿美元的贷款；

其四，如果 LJM 二号因为资金不够而发生清偿危机，安然将为其提供价值 12 亿美元的安然股票或者现金。

一个值得注意的问题是，安然并没有事先确定所要发行股票的数量，而是保证所发行的股票价值等于 12 亿美元。其中的风险是，如果安然股价大幅下跌，它将被迫发行更多数量的股票才能募集到相应的资金，从而更加稀释原有股东的股票价值，导致股票价格进一步下跌，从此走向“负螺旋”。由于安然股票与这些宽带业务的价值存在较高的相关性，其结果是，恰恰在因为宽带业务价值的下跌而安然股东需要保护时，因这种担保导致的股票稀释反而促使其股价进一步下跌，导致安然股东背负更大的风险。实际上，这个互换协议构成了一个“负螺旋”，超过一定限度时，不是在减少风险，而是增大了风险。安然之所以采用这种互换交易的原因是可以利用互换协议进行利润操纵，而不是为了避免风险。

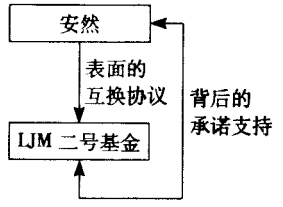


图 7.2　安然和 LJM 基金的交易图

LJM 二号与安然之间互换协议金额的面值高达 12 亿美元，在一定范围之内，在网络泡沫的破灭以及由此导致的宽带公司的股价持续下跌的情况下，安然在 2000 年至少从互换协议中“收益”5 亿美元，2001 年“收益”4.5 亿美元。但是，这些收益恰恰是由相应的资产损失而冲抵。安然只有在合约对自己有利时计入自己“收益”的部分，并把这些“收益”算作收入。从实质上讲，

安然并没有“收益”，而是玩了一个数字游戏，其目的是化解网络泡沫的破灭以及由此导致的宽带公司股价的下跌对公司的影响①。

非常危险的事情是，与此同时，超出了一定范围，由于这些支付，LJM 二号本身的资金不够了。按照互换协议，安然必须发行价值 12 亿美元的股票充实 LJM 二号的资金。但是，此时安然的股价在直线下跌，到 2001 第三季已跌至不到 40 美元。由于安然不想实施新股增售计划，只好依靠出卖不动产资产套现，赎回 LJM 二号中其他投资者的投资，使 LJM 二号变成安然的全资子公司。这样一来，安然原来没有合并进财务报表的亏损，一下子全部暴露出来了。

2001 年 10 月 16 日，安然在公布第三季的财务报表时，声称为了因中断与“某一关联企业”的财务合约而出现 10 亿美元的一次性重组和损失费用，同时亦从“股东权益”（shareholder equity）项中扣除 12 亿美元，这 12 亿美元就是上述的第四条款的责任。这个消息引起了一系列的反响，标志着安然巨轮沉没的开始②。

安然的这种“互换交易”是否违法呢？从美国的实践中来看，这种工业公司与金融机构签订互换协议对自己的业务进行套期保值已成常见行为。这类保险型的互换协议其实是一种金融工具，基金投资者可以从安然的宽带业务升值中得利，亦要承担相应的损失。这种“互换协议”使得安然得以“熨平”自己的盈利波动，避免行业暂时波动的影响，从而不会令华尔街“失望”。由于安然在 LJM 二号中的股份不足以引发合并报表，从法律意义上讲，安然钻了“法律的空子”。值得注意的问题是，“暂时”是一个核心字眼，是避免行业“暂时”波动的影响，而不是长期波动的影响。

从中可以看出，安然与 LJM 二号之间签署的金额面值高达 21 亿美元的互换协议，只不过是一个财务游戏，而不是一个利用互换方的比较优势的金融合约，错误地使用了金融衍生工具，其罪责并不在于金融衍生工具，而是在于错误的使用者安然。另外，一个金融工具，并不在于其名称如何，而在于其发挥的功能和作用。在宽带业务、IT 行业和通信行业以及其他的高科技行业持续萎靡不振的情况下，2000 年，安然至少从互换协议中“收益”5 亿美元，2001 年“收益”4.5 亿美元，这些收益并不是真实的收益。安然与 LJM 二号之间签署的互换协议并不是一个严格的互换协议，因为它没有起到分散和减少风险的作用，只不过是一个财务游戏工具和数字搬迁游戏。

---

①② 陈志武、周年洋著：《安然——华尔街完美案例》，中国城市出版社 2002 年版。

真伪“资产证券化”之辨

安然声称发现了能够使传统能源公司一跃成为高增长、高利润的“新型企业”的“秘诀”。但是，后来的事实证实，公司的大部分“价值”都来自于被隐藏起来的债务。安然隐藏债务的手段非常高明，其中一个主要手段是貌似资产证券化的“担保金融交易”。

根据美国通用会计准则（GAAP）的内在模糊性，安然虽然拥有许多子公司50%的股份，但是仍然无须合并会计报表。正因为如此，安然子公司的负债在安然本身的资产负债表中难以反映出来。但是，安然在实质上却控制着这些设立的子公司和投资项目。为了扩张企业家族，安然需要进一步的融资，但又不想增发股票或者增加负债，一种出路是以关联企业隐藏债务，变相增加公司的杠杆率，主要手段就是貌似资产证券化的“担保金融交易”。

安然以“信托基金”的形式构造了一个貌似而神不似的资产证券化交易，其中最著名的两个信托基金分别是“马林”（Marlin）和“鱼鹰”（Whitewing）。

“马林”信托基金是如何操作的呢？

在“马林”信托基金中，安然将自己在英国和其他地方的水厂资产出售给基金，让后者持有这些资产并以此为抵押发行债券。信托基金通过债券融得的资金转入安然，安然却无须将这些债务计入公司的资产负债表内，因为这是利用水厂的资产“换来的”。但是，安然承诺，在一定期限内赎回“信托基金”。合约中规定，安然可以以可转换优先股或者现金赎回信托基金。安然的如意算盘是，在“信托基金”的生命期内，尽量促使相应的资产增值，在信托赎回时，出售这些资产支付债券的本息。从中可以看出，这非常类似于中国曾经设想的资产证券化模式，不过中国的设想更有意思，因为担保的资产是不良资产，比安然的“创造”有过之而无不及。情况并非总随安然所愿，安然在英国和其他地方的水厂资产业务并没有升值，当“马林”信托基金的赎回期在2001年7月到期时，安然必须使用可转换优先股或者现金偿还本金。在这个“马林”信托基金中，唯一的缺憾是，没有真实销售，没有SPV。

故事到此并未结束，实际情况更加复杂。安然为了避免以可转换优先股或者现金偿还本息，安然的解决方案是，建立“马林二号”信托基金，将最终的赎回期限拖延到2003年，实际上是一个借新债还旧债的过程。“马林二号”信托基金的负债是10亿美元。安然宣称，即使出售信托基金所持的水厂资产的收入不足偿还其债务，安然还可以出售公司的其他优质资产，例如，波特兰电力公司等，来偿还到期的本息。评级公司据此应当把安然的杠杆率进行重新调

整，因为那样的话，公司的优质资产等于已经抵押给了信托基金，不能用于安然本身债务的清偿。无论如何，这是一个巧妙的资产证券化方案，唯一的不足是没有一个“真实销售”机制，因此不能视为资产证券化，而是“抵押融资”方案。问题的关键还是在公司的资产能否盈利，能否增值。如果资产盈利并且增值，这个方案没有任何风险。但是，安然资产恰恰没有盈利能力，并且没有增值。至此，安然的所有的资本市场运营和金融交易就是无水之源，无本之木，成为空中楼阁，尽管其中的金融交易非常富有创造性，但是缺乏实体基础，这亦是安然的软肋。

“鱼鹰”信托基金又是如何操作的呢？

“鱼鹰”信托基金以同样的方式发行了24亿美元的债券，作为抵押的资产包括中美洲的天然气传输系统、为欧洲电站设计的涡轮机组、在欧洲各个电厂中的股份以及其他能源资产。与“马林”信托基金唯一不同的是，抵押资产的不同。如果这些项目最终的价值超过负债金额，安然可以得到“额外”的利润，并安全渡过难关。由于这些资产和负债在安然的资产负债表中没有反映，这些“额外”的盈利造成了一种假象：安然用了很少的资本就得到了很高的利润，这亦是一种资本市场运营的技术。何谓资本市场运营的高手，以尽可能低的资本能够创造尽可能多的利润就是资本市场运营的高手，安然是资本市场运营过程中的高手，而不是运营结果的高手。

“鱼鹰”信托基金含有一个担保机制。在以下各项条款都满足时，安然必须立即以现金清偿基金债券：一是在安然股价低于一定的“门槛”时，对于“鱼鹰”是59.78美元，对于“马林二号”是34.13美元。二是在安然的信用评级低于“投资”级时。

2001年10月，安然股价早已低于30美元。第二个触发条件成为关键，这亦是所有与安然存在利益关系的主体所关注的焦点。如果这一条件也被满足，安然必须提前解散信托基金并偿还相应的债务。如果事情真得发生，安然只有破产一条路可走，因为安然没有足够的现金以偿还其债务。

2001年11月8日，安然宣布，在1997～2000年之间，由关联交易总共虚报了5.52亿的盈利，其股票迅速跌至10美元以下。由于急缺现金，安然开始与昔日的竞争对手德能公司（Dynegy Inc.）开始兼并谈判。2001年11月9日，德能公司宣布收购安然。2001年11月28日，安然宣布一周之内会有6亿美元的债务到期。当日，标准普尔公司在没有任何预兆的情况下，突然将安然的债券连降6级成为“垃圾债券”。这立即触发了解散“马林二号”和“鱼鹰”信托基金、并偿还总共34亿美元债务的合同条款。但是，安然没有资金，亦无法以增发股票的方式获得资金偿还基金，因为股价已经跌至60美分，唯一可

行的选择是申请破产①。

站在金融衍生工具的原理上进行分析，这种基金的构建存在许多问题。以“马林二号”基金为例，可把它拥有的资产和债务看成是一种套期保值策略的两部分。第一部分是“作空”的部分，是它卖给投资者的债券。第二部分是“多头”的部分，其中包括来自安然的电力资产等不动产抵押；安然增发股票的担保。换言之，这个基金的多头是由不动产和安然可供增发的股票组成。但是，这些不动产和安然股票的价值之间存在强相关性，在一定程度上讲，“多头”实际上就是安然的股票。“马林二号”基金的多头是安然股票，空头却是固定收入的债券，两头的风险特征千差万别，从任何意义上讲，这种“套期保值”的策略都无法把风险“对冲”掉，剩余的风险依然非常高，而“马林二号”基金所包含的所有风险实际上都由安然承担。从“马林二号”基金的运作过程看，基金的“多头”首先是电力资产等不动产，这些资产没有流动性，其价值不易估算，风险特征更是难以估测；基金“空头”的是流通性好的债券。LTCM 的失败表明，以流动性差的资产去“对冲”流动性好的证券存在非常高的危险性，因为这种对冲只会给基金操作者带来“不流动性”风险。在市场波动微弱时，“不流动性”的风险不会成为一个问题。但是，在市场波动剧烈时，它可能造成致命性的打击，这是安然的“套期保值”策略在资产证券化交易设计上的失败之处，没有实现资产证券化最根本的功能——破产隔离功能，反而成为安然破产的助推器。

3. 德隆资本市场运营的历史遗产

德隆能够名垂青史、引起人们的不断争论和关注就已经证明了它的能力，尽管是以一个失败的方式引起了人们的注意。德隆曾经是中国最大的民营企业之一、是“庄股时代”的典型，拥有调动上千亿元资金的能力。但是，它却成为中国资本市场运营失败的典型，这是中国资本市场环境和低劣的资本市场运营技术双重作用的结果。

① 陈志武、周年洋著：《安然——华尔街完美案例》，中国城市出版社 2002 年版，第15 页。

关注德隆，不是关注德隆有趣的发家史，不是关注德隆杂乱无章的管理，更不是关注德隆的违法腐败行为，而是关注德隆的资本市场运营，从一个历史和理论的视角，分析德隆的资本市场运营技术，分析资本市场运营环境，其目的就是求得它的经验教训，并珍藏它的遗产，给后来者警示和启迪。那么，德隆给资本市场留下了什么遗产呢？

德隆的问题始于2004年4月14日著名的德隆系的股票湘火炬、合金投资和屯河股份的首度全面跌停。德隆系的股票跌势起于2003年8月，“三驾马车”一改连续多年的上涨趋势，开始了漫漫的阴跌路程。2004年4月，在一个月的时间内，德隆将其所持上市公司的所有法人股全部质押给新疆的各家银行，其他各地企业和银行纷纷起诉德隆，四处保全资产，由此揭开了德隆事件的序幕。德隆开展了一系列的资产转让行动，将德隆非上市的部分资产回填到德隆控制的五家上市公司中，德隆问题全面爆发。2004年6月初，德隆的14家贷款银行组成债权人委员会，并聘请工商东亚作为财务顾问，进行债务重组计划，试图在最大程度上保全自身利益的同时挽救德隆于水火之间。但是，2004年8月26日，华融资产管理公司与新疆德隆、德隆国际、屯河集团签订了资产托管协议，这三家公司将其拥有的全部资产不可撤回地全权托管给华融资产管理公司管理，随后，由华融组成的托管组进驻公司，开始了以托管方式解决德隆问题的尝试。德隆问题的一个重要延伸和副产品是，2004年10月17日新华社播发的《有关部门就个人债权及客户证券交易结算资金公告做出解释》和2004年11月5日央行、财政部、银监会、证监会联合发布《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》，因一个民营企业引起中央出台一个政策，这并不是所有的民营企业能够办到的事情。但是，这种被动的政策出台亦不是希望看到的，结果看似了不起，但手段却不佳。

舆论的力量——金融危机的预期自实现理论

在公司治理中，舆论和媒体监督被视为整个治理体系中的重要一环。但是，不要忘记，当一个公司出现问题时，可能存在两种前途，公司破产是最优选择；另外，公司的困难可能是短期的、暂时的，并不严重，但是在舆论和媒体的渲染下，在各个利益主体的利益追求中，在“囚徒困境”博弈中，公司趋向破产，成为舆论和媒体的牺牲品。许多破产公司都认为是媒体和舆论摧毁了一个健康的公司，德隆亦不例外。

金融危机中的预期自实现理论是经典的危机理论，许多资本市场运营的企业成为预期自实现理论的牺牲品。同样，在资本市场运营中，如何摆脱失败的

预期自实现理论是资本市场运营主体的主要问题之一。换言之，资本市场运营有时并不是资本实力和盈利能力的较量，而是舆论导向和媒体力量的较量。

预期自实现理论是指无论一个经济体、企业或者资本市场运营的主体，当与之相关的利益主体，在一定的条件下，都预期这个经济体或者企业或者资本市场运营的主体必然失败时，他们的所作所为就促使它走向失败，结果它就真是失败了，无论它本身是健康的还是遍体鳞伤。

德隆的加速失败就在于三个小小事件的不断放大。现在，已经无法断定德隆的失败究竟与这三个事件之间存有何种密切关系，当然亦可列举德隆失败的一系列深层次原因。但是，毫无疑问，德隆的失败开始于三个微小的事件。

其一，从2004年3月2日起，德隆就出现了信贷危机，这一天是德隆的分水岭。在此之前，德隆信贷危机还没有形成。但是，在2004年3月2日，媒体开始在一定规模上报道德隆的资金链断裂了，这一信息迅速被传播、渲染和放大。银行出于安全考虑就停止了德隆的贷款，开始拖延、观望和等待。因为拖延、观望和等待存在收益，而继续贷款可能存在致命性的成本，没有一个银行家会在这个时候选择给德隆提供贷款。拖延、观望和等待的结果是什么呢？一是看一下德隆到底有没有问题；二是根据其他金融机构的行为作出自己的打算，所有的银行在观看其他银行的行为，当所有的银行都选择观看时，情况如何？没有一家银行提供贷款。

其二，2004年4月22日，一个陌生男子向《证券市场周刊》的记者拨打电话求救，希望借助于媒体的力量收回在德隆的委托理财资金，表明了德隆的问题已经非常严重，并在短期内迅速恶化。

这名男子是江苏亚星客车集团有限公司的董事长李学勤，因公司将7000万元资金委托给德隆系的新疆金新信托投资股份有限公司投资国债，这项委托合同早在2003年8月到期，2004年3月还未拿到本息，作为法人代表在合同上签字的李学勤当时泣不成声，并且绝食讨债，以死相求，这件事件被媒体充分渲染后成为德隆危机的一个明显标志①。

其三，2004年4月25日，德隆准备召开的重大新闻发布会突然被临时取消。此前的两天内，作为缓解危机的主要措施之一，德隆董事长唐万里准备接受近10家媒体的采访。为了让更多的媒体了解德隆的真实状况，德隆决定于2004年4月25日在北京名人国际酒店举行大规模的媒体见面会。但是，当20多名媒体记者如约而至时，德隆国际新闻发言人却宣布，新闻发布会已经取消②。这件事件成为德隆“说不明白”和“不敢大白于天下”的呈堂证据。

---

①② 李德林著：《德隆内幕》，当代中国出版社2004年版。

三个微小的细节事件让人们预期德隆真的出现了问题。此后，无论德隆怎么解释，德隆由此已经走上了失败的“负螺旋”，由此，德隆很快滑向深渊。在短期之内，造就了一个企业巨人的轰然倒塌，时间之快，并不是实体经济的单一因素的结果。

德隆的危机起源于媒体的不利舆论和消息，然后作为德隆资金最大来源的银行率先作出了反映，停止了对德隆的信贷，导致了德隆的信贷危机。紧接着，在德隆长期坐庄的股票中，形成了投资者的信任危机，进而形成连锁和反馈效应，造成了股价的暴跌。股价暴跌又加剧了德隆的损失，进而又引发德隆资金的第三条资金链——委托理财的危机，最终导致德隆危机的全面爆发。

在德隆危机的发生和发展过程中，德隆一直强调，德隆资产不存在质量问题，德隆是健康的。根据德隆的说法，德隆系的资金压力其实没有体现在上市公司这个层面上，而是主要体现在非上市公司的体系内。德隆合并报表的公司总资产是240多亿元，净资产大约是50亿~60亿元。德隆相当一部分的非上市公司还处于投入期，投资5亿元的乳业在德隆危机爆发的2004年才形成销售收入；另外，钾盐产业投入几个亿，还未到收获期；还有一个投资比较大的农业种植业，利润才几百万元，但是未来利润前景非常可观。可是，德隆等不到这一天的到来。

德隆的资料表明，德隆集团合并报表的总负债是130多亿元。在总负债中，绝大部分是德隆子公司的负债，而所有子公司都具有独立的法人资格。从法律的角度讲，子公司的负债由子公司自己消化。在德隆集团层面上，负债总额大约是8亿元。德隆借此表明，德隆的债务问题并不严重。

但是，所称无论是否为真，德隆已经进入了失败的“负螺旋”。即使假定德隆的资料是真实的，没有水分，但是，根据资本市场运营的预期自实现理论，关键的问题不是德隆的资料是不是真实，而是市场或者危机企业的关联者，包括企业的贷款银行、其他资金提供者、供货商等，是否相信企业资料的真实性。如果资料虚假，市场或者企业的关联者相信资料是真实的，危机绝对不会在那一刻发生；即使是资料真实，如果市场或者企业的关联者不相信资料真实，再好的企业同样会发生危机。

就德隆的案例而言，德隆的结果与德隆的愿望恰恰相反。市场参与者和德隆的关联者，尤其是银行和委托德隆理财的机构或者个人都不相信德隆的资料，而是相信德隆的债务已经远远高于公布的资产。德隆的危机就来临了，德隆已经没有机会了。因此可以得出，进行资本市场运营的企业，一定防止进入负向的预期自实现理论。一旦进入这个过程，无论你的身体如何健康，都无法抵挡它的摧残和破坏，何况是一个病人。

“风险分摊”和“木桩效应”

一个完整而成功的资本市场运营需要一个有效的风险隔离系统，许多融资方式或者资本运营方式本身就是为了克服资本市场运营中的风险而设立了风险隔离功能，例如，项目融资的有限追索权和资产证券化中的真实销售。现代公司制度的有限责任原则本身就存在一定的破产隔离功能。但是，在资本市场运营中，德隆不但没有设立破产隔离功能，为了规避市场的监管，它还成立了许多“壳”公司，将整个德隆体系连接起来。整个德隆就像靠得很近的竖立的木桩，一个倒下了，不是许多木桩站起来了，而是全部的木桩都倒下去了。而且，德隆以最直接的方式——挪用资金将不同的子系统连接起来，从而导致一个子系统出现问题而整体全部垮掉。在资本市场运营中，设立不同性质的破产隔离功能是资本市场运营成功的保证，并能有效防止“木桩效应”。

德隆系旗下的公司林立，股权关系盘根错节，资产负债状况一直“云山雾罩”，德隆自己可能都不知道自己到底拥有多少公司。按照德隆内部人员的说法，如果把德隆的所有公司写下来，一面墙可能都写不完。更要命的问题是，各个公司之间不但没有任何的防火墙，而且通过资金的挪用将各个公司串联起来，非常类似于赤壁之战中曹操的连环船。可惜，如果遇到火攻，正如历史表明的一样，整体连环船都会被烧掉，德隆系在资本市场的运营中重演了赤壁之战中的一幕。

德隆系的资产主要分为两大部分：其一，实业企业，总共有200多家，行业从番茄酱、水泥到重型汽车、铁合金，不一而足；其二，金融企业，德隆控股、参股的多家证券公司、租赁公司、信托公司、商业银行等。德隆是一个跨地区、跨产业的大型集团公司。为了进入金融领域和融资便利，德隆自2002年开始推行一项计划，即大量设立表面上看来与德隆没有股权关系的“壳公司”，并把大量资产转移到这些“壳公司”及私人手中。根据华融的重组资料，发现德隆设立的壳公司有几十家之多，弄清楚公司之间是投资关系还是借贷关系还是母子关系还是兄弟关系就是一个非常复杂的工程。

德隆系的各个公司之间以挪用资金的方式进行串联，根据湖南证监局对湘火炬巡查资料，截至2004年4月30日，其控股股东新疆德隆及其关联企业间接占用湘火炬的资金共计30427.2万元。新疆证监局对新疆屯河的巡查发现，新疆屯河的实际控制人的关联方占用公司资金2.9亿元，公司违规担保涉及资金超过8亿元，同时累计29313万元的抵押贷款和46907万元抵押资产未及时披露。同时，新疆证监局还对天山股份进行了巡检，发现天山股份对外担保累计22820.97万元，逾期担保是11497.97万元，为其控股子公司担保累计

17585 万元，公司的控股子公司之间的相互担保累计 94774.6 万元。此外，辽宁证监局还向合金投资下达了要求公司切实处置风险问题的通知。2004 年 6 月初，合金投资公布了根据通知要求所作自查的情况，公司自查出关联方占用资金 18062.25 万元，未披露的担保是 48280 万元，两项合计 66342.25 万元[①]。

证券监管部门对德隆控制的德恒证券挪用委托理财资金问题调查的情况表明，德恒证券挪用资金的问题除了涉及德隆系的合金投资和天山股份外，还牵扯到渝开发和莱织华等其他公司，涉及的资金高达 55900 万元。

德隆系的资金黑洞随着德隆的东窗事发正在逐渐浮出水面，德隆系的资金链由三部分组成：其一，银行借款；其二，控制股东占有或者挪用资金；其三，委托理财聚集的资金。事发后，仅仅新疆屯河、合金投资、湘火炬 A、天山股份 4 家上市公司爆出的资金黑洞就高达 35 亿元以上。

更为要命的问题是，资金的转移是非法转移和挪用，而非法转移和挪用是资本市场运营中最低级的资本运营手段，就这一点而言，德隆就不能成为“资本运营的高手”，最多可以被称为“资本运营的冒险者”。

“产融结合”还是“产融混合”

不知是否存在因果关系，德隆的产业整合模式非常类似于摩根的产业整体思路。20 世纪初，摩根曾经以整合美国的铁路和钢铁业而闻名于世，并获得了巨额财富，奠定了摩根家族的金融霸主地位。受此启发，德隆在复制摩根的商业模式，但是时代不同、环境不同、工具不同，命运也截然不同。有意思的是，虽然德隆失败了，现在还有许许多多的企业家在复制摩根的商业模式，希望成为一代金融霸主。

在资本市场运营中，一个始终值得拷问的命题是，是资本市场运营推动产业运作，还是产业运作牵引资本市场运营。将产业运作和资本市场运营整合成为浑然一体是资本市场运营的最高境界。

在产业和资本融合的旗帜下，德隆的产业横跨“红色产业”（番茄酱）、“白色产业”（棉花和乳业）、“灰色产业”（水泥）和“黑色产业”（汽车制造业和机电业），资产以百亿计。在德隆整合的产业中，水泥、番茄酱、电动工具、汽车配件、棉花等，无一例外地属于传统产业。传统产业的投资回报率低，投资周期长，而且对规模经济的要求非常高，是在中国资本市场上不受重视的产业。但是，德隆创造出了“产业整合”的概念，成为成功企业的典范，

① 刘骏：“用心良苦 监管机构查德隆”，《证券时报》，2004 年 6 月 9 日

受到人们英雄般崇拜，似乎成为了无所不能的代名词。

德隆的第一桶金来源自于证券的一级市场。之后，在登峰造极的资本市场运营中，德隆扛起了产业整合的大旗——以资本市场运营为纽带，通过企业并购整合传统产业，通过产业金融两条路线控制现金流，最终达到超常规发展的目的。但是，德隆商业模式的一个致命弱点是，德隆根本就没有理解资本市场运营的内涵。其实，资本市场运营的精华不存在于“花里胡哨和花拳绣腿”式的资产形态转换，而存在于产业运营对资本市场运营的牵引作用。如果没有产业运营对资本市场运营的牵引作用，资本市场运营就是海市蜃楼，“只是看上去很美”。

德隆的商业模式或者路径看上去很美，但在中国并不存在现实的商业环境。中国不仅没有成熟、开放、有效的资本市场，而且亦不存在市场化的企业并购环境。从一个善意的角度看，德隆采用了理论上的超前发展战略，但最终没有成功。在中国资本市场没有效率的条件下，德隆后来的资本市场运营剑走偏锋，走上“浮夸”之路。

德隆对产业的整合远远没有成功。从德隆整合的几个行业来看，业绩的增长依靠资金的不断注入来维持，按照惯常的说法，是需要培育期。就德隆“三驾马车”的财务数据分析，在销售收入高速增长的同时，企业债务也相应以相同的速度增长，企业并没有产生利润。

无论是通过资本整合产业，还是通过产业进行资本市场运营，都是目的与手段的错位，最终让德隆尝到苦果，在资本市场运营中留下了深深的烙印。在很长一段时间内，德隆承认产业投资的失败，产业投资失败的症状需要一段时间才能显现。随着危机的不断加剧，经过几年的加速扩张，导致企业自身的现金流和造血功能紧张。随后，德隆将进行适度收缩，严格控制投资规模和企业内部的现金流，最终回到产业牵引资本市场运营的道路上来。但是，德隆已经没有时间和机会了。

在进行产业投资时，德隆的商业模式只关注了“资本市场运营的双眼”，产业投资的失败和危机逼迫德隆关注产业投资的“效率双眼”。问题的关键是，德隆只有在失败时才能体会到的真理，它已经没有实践机会了。

德隆的商业模式并不是真正的“产融结合”，产融结合不同于“产融混合”。从更广阔的角度分析，德隆模式是“产融混合”模式，看起来是一体，但是之间存在明显的缝隙，“产”和“融”之间不是通过效率和利润连接起来，而是通过“概念”和“炒作”连接两者。

德隆的“产融混合”模式存在两个明显特征：其一，德隆系的股票价格在中国资本市场上存在强大的抗跌能力，即使中国股市长时间处于低位时，它们

[redacted]

却逆市而上，“人为”创造了资本市场的神话，其中不排除德隆从中渔利的可能；其二，德隆用资本去提升传统产业价值的产业战略，德隆染指的产业五花八门，在短时间内，旗下控制或者参股的相关产业企业更是多达数百家，产业强调的是概念，说明投资于产业的理由是“整合”而不是利润。

资本市场上的坚挺为德隆赢得了“中国股市第一庄”的称号，为它在产业领域的收购扮演了造血机的功能。而它在产业方面的声势又使它俨然成为战略投资者，是中国典型的虚假的“产融结合”的典范，这反过来却为股市提供了一个极好的概念。两相结合，就是所谓典型的“德隆模式”的两翼，两翼的实质是浮躁的“强庄”和“产业概念”的混合。

没有现金流的支持，德隆的“产融混合”模式可以在短期内取得成功。但是，时间一长，在突发事件的冲击下，这种模式就经不起考验和冲击了。2004年4月，德隆大量的股权质押引起了关于德隆资金链断裂的猜测，同时恰逢中央银行实行紧缩政策，结果就是德隆系的股价向低位调整，股价的下跌反过来又强化了人们关于资金链断裂的猜测。到后来，事情的发展便失去了控制，结果是在短时间内德隆旗下上市公司的市值疯狂缩水100多亿。

有效的“德隆产融模式”是用资本去提升传统产业的价值。换言之，金融是工具，是资源，提升产业的价值才是目的。但是，到了后来，在德隆的业务中，产业沦落为了金融的奴隶。德隆问题的核心恰恰是德隆没有彻底贯彻“德隆模式”。

参考文献

中文部分

[1] 武捷思. 粤海重组实录. 北京：经济科学出版社，2004

[2] 何小锋等. 资产证券化：中国的模式. 北京：北京大学出版社，2002

[3] 蒋殿春. 现代金融理论. 上海：上海人民出版社，2001

[4] 谢康，乌家培编. 阿克洛夫、斯彭斯和斯蒂格利茨论文精选. 北京：商务印书馆，2002

[5] 何小锋，张春煜主编. 奥运金融工程. 北京：同心出版社，2004

[6] 陈志武，周年祥. 安然——华尔街完美案例，北京：中国城市出版社，2002

[7] 施嘉岳译. 兼并与收购. 北京：中国人民大学出版社，2004

[8] 张爱玲，孙经纬译. 新金融资本家. 上海：上海财经大学出版社，2002

[9] 蒋殿春. 现代金融理论. 上海：上海人民出版社，2001

[10] 程继明编. 投资银行的中国实践. 北京：机械工业出版社，2004

[11] 郭雷编. 管理层收购——中国实践，北京：电子工业出版社，2004

[12] 陈勇等编. 财务管理案例教程. 北京：北京大学出版社，2003

[13] 丽塔·里卡多·坎贝尔著，爱丁等译. 阻击恶意收购. 北京：电子工业出版社，2004

[14] 梅君编. 重组并购案例. 北京：中国人民大学出版社，2003

[15] 比尔·维拉斯克，布拉德利·A·斯特茨，分久必合——戴姆勒—奔驰公司与克莱斯勒合并内幕，北京：华夏出版社，2004

[16] 成之德，盛宇明，何小锋. 资产证券化的理论与实践全书. 北京：言实出版社，2000

[17] 张维迎. 企业的企业家——契约理论. 上海：上海人民出版社，1995

[18] 何小锋等. 投资银行学. 北京：中国发展出版社，2002

[19] 张维迎. 博弈论与信息经济学. 上海：上海人民出版社，1996

[20] 张维迎. 企业理论与中国企业改革. 北京：北京大学出版社，1999

[21] 何小锋，黄嵩. 投资银行学. 北京：北京大学出版社，2002

[22] 戴国强，吴林祥．金融市场微观结构理论．上海：上海财经大学出版社，1999
[23] 里莎·埃迪里奇．高盛文化．北京：华夏出版社，2001
[24] 查尔斯·R·盖斯特．华尔街投资银行史．北京：中国财政经济出版社，2005
[25] 默顿·米勒著，刘勇，刘菲译．默顿·米勒论金融衍生工具，北京：清华大学出版社，1999
[26] 罗伯特·布赖斯．安然帝国梦．上海：上海译文出版社，2002
[27] 安德瑞·史莱佛著．赵英军译校．并非有效的市场——行为金融学导论．北京：中国人民大学出版社，2003
[28] 菲歇尔．利息理论．上海：上海人民出版社，1999
[29] 徐滇庆等．泡沫经济与金融危机．北京：中国人民大学出版社，2000
[30] 傅斌．我国银行资产证券化的关键环节及制度条件．金融研究，2000（4）
[31] 何小锋，刘永强．资产证券化理论及其在中国实践：对中国一个早期案例的研究．学术研究，1999（2）
[32] 周小川．重建与再生——化解银行不良资产的国际经验．北京：中国金融出版社，1999
[33] J·弗雷德·威斯通．兼并、重组与公司控制．北京：经济科学出版社，1998
[34] 中国收购兼并研究中心，东方高圣投资顾问公司编．中国并购评论，2004 年第二册
[35] 中国收购兼并研究中心，东方高圣投资顾问公司编著．中国并购评论，2004 年第四册
[36] 叶翔．美国的产业投资基金．金融研究，1998（10）
[37] 王松奇．莫须有的“产业投资基金”．中国投资，2003（2）
[38] 占卫华．大型国企海外 IPO：经验与教训．资本市场，2004（7）
[39] 陈新．MBO 问题．资本市场，2003（5）
[40] 刘锋．整体上市欣快症　一切先有征兆．新财经，2004（4）
[41] 钱启东等．关于“整体上市”的研究．上海综合经济，2004（5）
[42] 陈炳立．分拆上市的战略选择．财经界，2001（7）
[43] 张广慧．解决国有股减持：以股转债的思考．经济社会体制比较，2004（1）
[44] 林毅夫等．中小金融机构发展与中小企业融资，经济研究，2001（1）
[45] 王化成，程小可．分拆上市与母公司股权价值研究——“同仁堂”分拆子公司上市的实证分析．管理世界，2003（4）
[46] 王巍．MBO，从“阴”谋炒成“阳”谋．中国投资，2003（5）
[47] 朱武祥，李犁，姜昧军．MBO 的国际比较．资本市场，2003（8）
[48] 马忠，李学伟．MBO 上市公司所有权与控制权对治理结构的影响．中国软科学，2004（2）
[49] 刘纪鹏，刘研．“债转股”与“股转债”．改革，2000（1）
[50] 罗宏．股票回购在我国的实践研究．管理现代化，2000（6）
[51] 张鸿．项目融资的实践和成功基础．经济体制改革，2002（1）
[52] 杨亢余．合理利用可转债融资．资本市场，2001（11）
[53] 杨亢余．合理设计可转债条款．资本市场，2003（3）
[54] 朱武祥．冷遇可转债．财经，2002（11）
[55] 朱武祥，潘玉平．资本配置行为、资产置换与资源配置绩效：东方集团案例分析．管理世界，2002（8）
[56] 胡金焱，张乐．非正规金融与小额信贷：一个理论述评．金融研究，2004（7）
[57] 程卫红．评述信贷配给论．金融研究，2003（11）

[58] 杨育谋. 抢滩金融租赁. 中国投资，2003（8）
[59] 孙京菁. 资产管理公司运作的国际经验及对我国的启示. 金融论坛，2003（11）
[60] 高盛. QIFF 对中国资本项目开放的意义. 新财富，2002（12）
[61] 方德英，寇纪淞，李敏强. 基于实物期权的 IT 项目开发风险决策方法. 中国软科学，2004（2）
[62] 朱宝宪，唐淑晖. 上市公司债务重组的方式研究. 管理世界，2001（3）
[63] 葛家澎主编. 会计数字游戏：美国十大财务舞弊案例剖析. 北京：中国财政经济出版社，2003
[64] 张五常. 新制度经济学. 北京：经济科学出版社，1994
[65] 黄嵩，何小锋. 关于资产运营的一般模式建构. 学术研究，2002（2）
[66] 田国强. 现代经济学的基本分析框架与研究方法，finance. sina. com. cn，12 月 22 日，2004
[67] 钱颖一. 理解现代经济学，经济社会体制比较，2004（2）

英文部分

[1] Fama, E. F., 1970, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work* [J], Journal of Finance
[2] Gompers, P. A., and Lerner, J., 1998, *Venture Capital Distribution: Short-run and Long-run Reaction* [J], Journal of Finance, 53: 2161 - 2184
[3] Robert Lawrence Kuhn, 1990, *Investment Banking Library I - VI*, Richard D. Irwin Press
[4] Robert Lawrence Kuhn, 1990, Mergers, *Acquisition and Leveraged Buy-outs*, Richard D. Irwin Press
[5] Sharpe, W., 1964, *Capital Asset Prices: A Theory of Capital Market Equilibrium Under Condition of Risk* [J], Journal of Finance 19: 425 - 442
[6] Perter Williamson, 1993, *The Investment Banking Handbook*, Harper & Row Publishing
[7] Markowitz, H., 1952, *Portfolio Selection* [J], Journal of Finance 7: 77 - 91
[8] Estep, T., 1985, *A New Method for valuing Com Stocks* [J], Financial Analysts Journal
[9] John C. Hull, 1993, *Option, Futures, and other Derivative Securities*, Prentice-Hall, Inc
[10] Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, 2000, *The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns*, Journal of Finance, 55: 2219 - 2258
[11] Cowling, Keith, Paul Stoneman, John Cubbin, et al., 1980, *Mergers and Economic Performance*, Cambridge University Press: Cambridge
[12] Roll, Richard, 1986, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers* [J], Journal of Business, 59: 197 - 216
[13] Myers, S., 1977, *Determinants of Capital Borrowing* [J], Journal of Financial Economics, Vol. 5 (2), pp. 147 - 175
[14] Trigeorgis, L. 1996, *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*, Cambridge [M], MIT Press
[15] Trigeorgis, L., 1991, *A Log-transformed Binomial Numerical Analysis Method for Valuing Complex Multi-Option Investments* [J], Journal of Financial and Quantitative Analysis (September 1991), pp. 309 - 326
[16] Smith, J., and R. Nau, *Valuing Risky Projects: Option Pricing Theory and Decision alysis*, *ManagementScience* [J], Vol. 41, No. 5, May1995, pp. 795 - 816
[17] Bowman, E. H. and Hurry, D., 1993, *Strategy through the Option Lens: An Intergrated View of*

Resource Investments and the Incremental-Choice Process, Academy of Management Review [J], 18 (4): pp. 760 - 782

[18] Davis, G., *Estimating Volatility and Dividend Yield When Valuing Real Options to Invest or Abandon*, The Quarterly Review of Economics and Finance [J], Vol. 38, Special Issue, 1998, pp. 725 - 754

[19] Kelly, S., *A Binomial Lattice Approach for Valuing a Mining Property IPO*, The Quarterly Review of Economics and Finance [J], Vol. 38, Special Issue, 1998, pp. 693 - 709

封面
书名
版权
前言
目录
序言：告别江湖式的资本市场
第一章　资本市场运营的理论分析框架
1. 资本市场运营的经济学分析框架
【1】资本市场运营的对象
【2】资本市场运营的环境约束
【3】资本市场运营的目标
【4】资本市场运营的一般方法
【5】资产运营视角下的经济学
2. 无形资产市场运营的一般模式
【1】无形资产运营对象的性质
【2】无形资产运营的环境
【3】无形资产运营的目标
【4】无形资产运营的方式
【5】总结性的逻辑框架
3. 信息、市场规模、治理制度和信托金融
【1】信托金融的提出
【2】信托金融分析框架的构建
【3】信托金融的模型分析
【4】模型的政策含义
第二章　资产现金化
1. 资产现金化的经济理由
2. 现金资产现金化：QFII和QDII之间的机会
【1】现金资产现金化的可能路径
【2】QFII和QDII的经济合理性
【3】QDII：一种构想
【4】中国实施QFII制度的功能悖论
【5】QDII与QFII的盈利模式分析
3. 实体资产现金化：资产出售的分析框架
【1】实体资产现金化的可能路径
【2】资产出售的分析框架：许荣茂案例的一个猜想
4. 证券资产现金化：开放式证券投资基金的赎回和产业投资基金的退出

【1】证券资产现金化的可能路径
【2】开放式证券投资基金赎回中的效应
【3】产业投资基金中的证券资严现金化
5. 信贷资产现金化：专业处置不良资产AMC的转型
【1】信贷资产现金化的可能路径
【2】一个金融分析框架
【3】一个金融分析框架下的AMC
【4】AMC转型路径的选择
【5】不良资产处置的未来选择：美国经验
第三章　资产实体化
1. 资产实体化的经济理由
2. 现金资产实体化：以投资中的实物期权为例
【1】现金资产实体化的可能路径
【2】投资决策视角下的实物期权
【3】构造一个实物期权
【4】实物期权的构成要素
【5】实物期权的思想逻辑
【6】实物期权的来龙去脉
3. 实体资产实体化：资产置换、买壳上市和资产的优化配置
【1】资产实体化的可能路径
【2】资产置换的一个分析框架
【3】一个“买壳”的资产置换：中国重汽案例
4. 证券资产实体化：IPO的一个逻辑分析框架
【1】证券资产实体化的可能路径
【2】IPO的制度约束
【3】选择IPO的经济理由
【4】一个公司如何实施IPO
5. 信代资产实体化：MBO的前因后果
【1】信贷资产实体化的可能路径
【2】中国MBO的历史沿革
【3】MBO的全集：杠杆收购
【4】中国MBO的产生逻辑和约束条件
【5】实施MBO的经济理由
【6】MBO的一个战术决策框架
【7】中国MBO存在的悖论
6. 资产实体化的综合转换：PPP中的PFI融资
【1】资产实体化可能路径的综合

【2】PPP中的项目融资原理
【3】PPP项目融资的构建
【4】一个综合案例：亚洲某迪斯尼乐园
第四章　资产证券化
1. 资产证券化的经济理由
2. 现金资产证券化：股票回购的理论、案例
【1】现金资产证券化的可能路径
【2】中国股票回购的个案
【3】公司股利视角下的股票回购
【4】股票回购的经济动因
【5】如何进行股票回购的决策
3. 实体资产证券化：分拆上市还是整体上市
【1】实体资产证券化的可能路径
【2】分拆还是整体上市的一个理论分析框架
【3】基于分拆或者整体上市效应的一个决策分析框架
【4】分拆和整体上市方案设计中的核心问题
【5】分拆上市和整体上市的模式
【6】在分拆和整体上市之间的选择：神华集团
4. 证券资产证券化：可转债和一个延伸——认股权证
【1】证券资产证券化的可能路径
【2】可转债悖论的提出
【3】可转债的分析框架：制度和经济条件
【4】可转债的经济权衡和比较
【5】发行可转债的核心问题
【6】股权分置下的可转债：“茂炼转债”和“招行转债”
【7】一个可转债的延伸：认股权证
5. 信贷资产证券化：资产证券化理论
【1】信贷资产证券化的可能路径
【2】中国资产证券化的一个逻辑始点
【3】中国资产证券化的未来猜想
【4】资产证券化的制度框架：法律、会计和税收
【5】资产证券化的经济条件
【6】怎样进行资产证券化
【7】中国资产证券化突破模式的选择
第五章　资产信贷化
1. 资产信贷化的经济理由
2. 现金资产信贷化：信息不对称下的信贷配给

【1】现金资产信贷化的可能路径
【2】基于逆向选择的信贷配给
【3】基于道德风险的信贷配给
【4】金融抑制条件下的信贷配给
【5】信贷配给的解决方案
3. 实体资产信贷化：从应收账款到金融租赁
【1】实体资产信贷化的可能路径
【2】公司财务视角的应收账款运营
【3】金融租赁的核心原理
【4】一个分析框架下的中国金融租赁业：问题和出路
【5】金融租赁核心原理的应用：以中小企业为例
【6】金融租赁的一个纵向案例：飞机的金融租赁
4. 证券资产信贷化：证券质押融资、股转债和以股抵债
【1】证券资产信贷化的可能路径
【2】证券公司融资渠道分析框架下的证券抵押融资
【3】曾经的设想：“ 股转债 ”
【4】“ 以股抵债 ”的合理性条件分析
【5】“ 以股抵债 ”方案中的套利效应
【6】一个“ 以股抵债 ”的官方样本
5. 信贷资产信贷化：基于粤企案例的债务重组
【1】信贷资产信贷化的可能路径
【2】公司财务困境下的债务重组模式
【3】债务重组的条件分析
【4】债务重组方案设计的合理性
【5】一个经典案例：粤海债务重组
第六章　一个综合分析框架：企业并购融资模式的选择
1. 一个主流的并购分析框架
【1】并购的策略
【2】准确的估值
【3】并购后的整合
2. 并购支付手段选择的次序假说
3. 并购支付手段的选择
【1】现金收购上市公司的控制权
【2】资产支付方式收购控股权
【3】股票支付收购控股
4. 现金、股票支付的风险收益模型
【1】现金或者股票交易之间的权衡

【2】固定数量和固定价值股票之间的选择
【3】整体的选择分析
第七章　资本市场运营的门道：中航油、安然、德隆案例
1. 中航油事件所折射的命题
2. 解析安然的资本市场运营
【1】安然转型之惑
【2】纵横于“金字塔”式的企业结构之间
【3】真伪“互换协议”之辨
【4】真伪“资产证券化”之辨
3. 德隆资本市场运营的历史遗产
【1】舆论的力量——金融危机的预期自实现理论
【2】“风险分摊”和“木桩效应”
【3】“产融结合”还是“产融混合”
参考文献