

# 经济学家

学术顾问:(按姓氏拼音排序)

巴曙松 蔡继明 陈东琪 陈栋生 陈全生  
程恩富 迟福林 戴圆晨 范恒山 樊纲  
高尚全 顾海兵 葛志荣 贺茂之 洪银兴  
黄范章 贾康 江春泽 金碚 李成勋  
李江帆 李文文 李维安 刘诗白 刘伟  
茅于軾 任玉岭 宋洪远 宋守信 宋养琰  
谭崇台 王东京 卫兴华 魏杰 吴澄  
徐长友 晏智杰 杨家庆 杨启先 张曙光  
张晓山 张卓元 赵人伟 郑新立 朱铁臻  
周叔莲 周天勇 邹东涛

第 170 期 (总第 282 期) 2016 年 10 月 21 日 星期五 丙申年九月廿一 投稿邮箱:jixzb@163.com 地址:北京市海淀区大慧寺路 8 号 邮编:100081 电话:010-62135959 本刊订阅方法:网易“云阅读”搜索“经济学家周报”即可订阅。本报所刊载文章系作者观点,均不代表本报意见

“债转股”作为刚性债权到软性股权的转变,决定其成败的要素,是经济复苏与企业价值提升。

## 中国经济如何实施“债转股”?

黎轲 刘杰

10月10日,中国国务院发布《关于市场化银行债权转股的指导意见》(以下简称《指导意见》),这标志着中国新一轮债转股大幕已正式拉开。本轮债转股最主要的政策诉求在于降低企业杠杆率。这是因为,在当前中国债务风险中,企业债务最为严峻,其负债速度在2009年之后急剧飙升,据中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬统计,目前中国非金融企业债务占GDP比重高达131%。

### 债转股的成功要素

通常而言,债转股主要可以分为两种模式,即商业银行主导模式和政府主导模式,前者由商业银行主导,将对企业的债权转变为对企业的股权,这种模式更符合市场化规则,波兰、捷克、日本等国家曾采用过这一模式。后者通常在集中式不良资产处理模式下被采用,商业银行将不良贷款剥离至政府设立的实施机构中,通过实施机构转换为股权。政府主导型债转股多发生在历次经济衰退或经济转轨中,带有较强的政策性,历史上美国、韩国以及中国均曾实践过此模式。

银行主导型债转股有着较为明显的优势和不足,一方面,银行主导模式下,由于银行需要对股东负责,则银行对转股企业的选取会较多地考量企业自身的经营能力、竞争实力,以及生产效率等企业价值因素,这有助于企业在债转股之后可以更快地恢复竞争力。不仅如此,银行主导模式也增加了银行自行处置不良资产的力度和灵活性,银行得到了企业的管理权和最终剩余资产的处置权,此外银行凭借在信息生产和监控等方面的优势,能更加有效地改善转股企业的经营和治理水平。

另一方面,如果制度设计不当也会引发一些风险,如银行的资本充足率可能触及监管底线,银行与企业的混业经营风险,银行盈利的不确定性,以及信贷资源的“预算软约束”等。同时,银行模式下,部分暂时处于经营困境,但对地方政治、经济、金融、民生等影响较大的潜力企业很难获得银行青睐,容易造成相关负面影响。

政府主导型债转股也是优缺点并存:一方面,政府主导型债转股将银行不良资产转移至第三方,可以在一定程度上隔离银行和企业之间的混业经营风险,还可以利用资产管理公司的综合金融平台支持企业发展,使之带来良好的经济效益。同时,政府主导型债转股能较大幅度地发挥政府对经济的管控优势,并可以在实施过程中按照政府的规划引



导市场实现诸如深化改革、促发展、调结构等政策目标。最后,政府主导模式下,一些暂时处于经营困境,但对由于社会、经济、民生等影响较大的企业将得到支持。比如,对于一些处于产能严重过剩、连年经营不善的企业,市场化债转股方式下,理性的资金选择它们的可能性不大。相反的,政府却可能由于非市场化考量因素而将其纳入救助名单。

另一方面,政府主导的不良资产剥离具有较强的政策性,难以有效甄别债转股目标企业的市场价值,容易造成市场的逆向选择。同时,它也难以防范商业银行、转股企业产生道德风险。

综合来看,两类债转股模式的各有利弊,并不存在孰优孰劣之分。实践中,二者的共同点在于,着力防范和控制债转股过程中可能产生的道德风险和制度成本,为微观主体赢得经济复苏的时间。债转股作为刚性债权到软性股权的转变,主要在于为有经营潜力企业主体消减短期债务冲击,提振企业经营活力,等待经济复苏。因此,从历史经验来看,主导债转股成败的要素是,经济复苏与企业价值提升。政府部门或者银行均可以作为债转股的主导者,或不良资产处置的执行人,这取决于所在国家的经济结构和法律规定。

### 上一轮中国债转股成功的成因分析

上世纪90年代末,为处理四大国有商业银行居高不下的不良贷款,帮助国有企业渡过当时困难时期。中国政府相继设立信达、东方、长城、华融四家资产管理公司(AMC)分别

对口建行、中行、农行和工行四大国有银行,通过债转股等方式处置四大行的1.4万亿坏账。

彼时的中国经济状况较当下更为严峻,国有企业亏损严重,银行坏账高企。在当时,债转股被不少经济学家们称为最后的晚餐,寄希望通过债转股为最终解决国有企业问题赢得时间。在债转股的同时进行了大规模的国企改革,大量企业破产、工人下岗,给国家经济运行带来较大的压力。然而2000年后,中国经济出现了新的变化。随着中国经济的发展和改革的深化,新的经济增长引擎应运而生,它们迅速地引领中国经济驶入发展的快车道,并消化吸收了大量的社会富余劳动力,帮助中国经济迅速走出困境。具体而言,经济复苏周期中,企业生产得到恢复,企业利润得到改善,企业价值得到提升。

2001年,中国正式加入世界贸易组织,从此揭开了中国出口高速发展的序幕。凭借中国劳动力成本低廉,生产资料丰富等资源,中国对外贸易迅速发展,占国家经济规模比重由2001年的2.1%,迅速增长至2007年的8.69%。基于出口导向的中国经济有了显著的增长,恢复了上行动力。在此背景下,大量企业的市场经营得到显著提升,利润率增加,企业运营得到恢复,企业资产负债得以修复,股价上扬。这就使得四大资产管理公司的相关资产价值提升。

不仅如此,随着房地产市场的蓬勃发展,大量企业凭借手中的土地获得了可观的溢价,这使得企业权益得到较大增长,对于企业偿还负债,以及提升企业价值具有重要作用。总而言之,受益于加入WTO和房地产

市场化,中国经济经历了一轮上行周期。而经济周期和企业的盈利周期是几乎同步的,相关数据显示,1999年后企业盈利的改善是伴随经济周期的上行而兴起的,这表明周期因素是企业后期利润改善的重要原因。

### 本轮债转股的思考

与上一轮的债转股背景不同,当下中国人口红利消失,叠加长期债务周期下的增长乏力,中国经济面临潜在增速逐渐放慢的境况,实施债转股比上一轮面临的不确定性更大。这就意味着,政府在进行本轮债转股实践时,提升企业价值应成为核心考量。

通常而言,企业实施债转股之后企业价值能够得到提升。一方面,债转股能完善公司治理结构;另一方面,债转股能降低企业负债率,缓解还本付息压力,提升企业融资能力,有利于企业经营改善。这就要求在债转股过程中,避免选取那些效率较低、技术不发达、处于行业结构调整的企业,从而规避出现逆向选择,造成社会配置功能紊乱,市场淘汰机制失效。

然而,在上一轮债转股进程中,转股企业的选取倾向于选取经营规模较大、行业或地区影响力较强的国有企业,如东北特钢、宝钢、武钢等企业。转股之后,这类企业竞争力并没有得到显著提升,在本次经济下行中,企业仍然出现了经营不善的情况。

借鉴了上轮的有益经验,本次《指导意见》明确指出,本次债转股的实践原则遵循市场化与法治化,通过明确适用企业、实施机构、股东权利落实等内容,最大程度地对潜在道德风险和制度成本实行了控制。以适用企业为例,本次债转股明确提出了“三个鼓励”和“四个禁止”,确立了债转股的政策边界,强调市场的决定性作用,不搞拉郎配。

然而与其他改革在实践中面临的困境相似,各级政府目标函数的不一致或将导致实践效用的弱化。由于中国中央政府对于长期经济发展更为关注,而与之相对的是,地方政府对于短期经济增长更为敏感,“GDP崇拜”盛行。因此,虽然政策明确诸如僵尸企业等将不能参与本轮债转股,但放任这类企业在经济下行周期中违约、破产,将对地方政府造成巨大的社会、政治、经济等冲击。因此,所在地方政府具有一定动力使其参与债转股实践。同时客观上,甄别僵尸企业与暂时陷入经营困难的优质企业有一定的难度,究其原因,二者在很多经营特征上具有一定的相似性。我们预计,这类企业或将对政策实践形成一定程度的干扰。如何发挥市场的决定性作用,减小政府行政干预,将考验政府的智慧与勇气。

市场与企业是契约运作的过程与结果,2016年诺奖得主哈特

与霍姆斯特姆的贡献可视为打开黑箱的努力。

## 诺贝尔经济学奖对中国有何启发?

徐瑾 FT中文网首席财经评论员

比起其他门类奖项,诺贝尔经济学奖对中国而言,基本还处于看别人热闹的阶段,连中国人何时得奖的焦虑,都连带降低了几分。然而,这并不意味着经济学理论离中国很远。

2016年诺贝尔经济学奖给予哈佛大学奥利弗·哈特(Oliver Hart)和麻省理工的本特·霍姆斯特姆(Bengt Holmström),表彰其对契约理论做出的贡献。人类社会因契约而缔结,两人贡献实至名归。正如颁奖词所言,他们提出的全新理论工具,“对理解现实生活中的契约、制度及契约制定中潜在的陷阱等问题具有重要价值。”

对于瑞典皇家科学院来说,今年的选择很合理,回归微观,也有回归制度经济学的意思,也是经济学家对真实世界关注的努力的承认。

两位经济学家,一个英国人,一个芬兰人,对于中国学者来说并不陌生,尤其是哈特。哈特资历不浅,90年代就来过中国,当时是参加“京伦会议”。这次会议被中国经济学家钱颖一视作经济政策研究推动中国经济改革的三个案例,前两次是莫干山会议和巴山轮会议。这次会议背景是在十四届三中全会“决定”之后,建设市场经济基本框架为重点,当时中外经济学界在伦敦饭店召开“中国经济体制的下一步改革”国际研讨会,除了哈特,青木昌彦、麦金农等人也参加了这次会

议。钱颖一评价,与巴山轮会议以宏观经济学为主线不同,京伦会议则是“以微观经济学为主线,特别是围绕着转轨时期的产权、公司治理结构、债务重组和破产程序等”。

两人的研究,放在更宏大的背景之中,如何评价?新古典经济学传统上将企业视为一个简单的黑箱,最理想化的黑箱,自然就是在经济学101里完全竞争市场中作为价格接受者而出现的,它可以被简化为一个生产函数。有一段时间,新古典经济学家们很反感制度经济学家打开黑箱的努力,这对于他们建构自己漂亮优美的一般均衡模型没有帮助。后来,看到后者锲而不舍的努力,新古典学派大致是漠视的。

制度经济学家们的一个重大研究领域,可以归在“企业理论”这一大旗之下,哈特与霍姆斯特姆的研究也大致可以归在这一范畴内。企业理论研究一些很明显的问题,例如,如果亚当·斯密的看不见的手可以通过市场机制配置资源,为什么不能使用契约关系处理所有的经济活动,而不能使企业存在?企业与市场的边界在哪里?企业内部如此复杂的结构,如雇佣关系、所有权结构、融资结构,是怎样决定的?这一系列问题的解答者包含着许多带着辉煌的名字。科斯的交易成本理论被用来解释企业的存在,阿尔钦重视监督成本的概念,威廉姆斯则分析了所谓资产的专用性在企业中的作用,甚至更加久远的奈特,其著名的“不确定性”概念也被联系到企业理论

中。

哈特与霍姆斯特姆的贡献是从契约角度观察这一问题。市场与企业可以视为一系列契约运作的过程与结果,而注意到现实中的契约不可能是完备契约,不完备契约理论可以为上述问题提供一个强有力的分析视角。

有趣的是,新古典经济学基本上忽视了企业理论家们的进展,带着一种骄傲的冷漠,主流宏观经济学继续以“有微观基础”的一般均衡模型为自己的追求,这在RBC(真实周期理论)及其后的DSGE(动态随机一般均衡模型)中得到充分体现。而他们所依赖的微观基础,在企业理论看来,简单到如此程度,以至于它们不是现实的简化,而是现实的扭曲。以这种扭曲为基础,宏观经济学家们得以建立其漂亮的数学模型,而当它无法解释现实的时候,他们只好“捏着鼻子”接受了“丑陋”的新凯恩斯主义的各种“摩擦”或者“扭曲”。这种妥协的学术路线中产生的理论,看不到企业、货币等复杂现象,付出的代价是2008年金融危机之后的嘲笑。这甚至使得在2011年诺奖颁给宏观领域以建模闻名的托马斯·萨金特和克里斯托弗·西姆斯时,尽管颁奖词小心翼翼,也被人评价是“恶搞”。

有趣的是,今年不少人继续押宝宏观经济学,尤其是刚刚被任命为世界银行首席经济学家的保罗·罗默(Paul Romer)呼声很高,国际货币基金组织(IMF)首席经济学家布兰查德(Olivier Blanchard)也有不少呼声。罗

默是内生增长理论的先驱,近期又因为抨击宏观经济学骤然变为网红,甚至之前在网上传出他获得诺奖的页面。罗默近期的炮轰,或者今年的诺奖拒绝颁给宏观,并非偶然,宏观经济学还有不小的进步空间。

换言之,企业理论——或者说整个经济学——面临的挑战,是如何在理性概念基础之上,对企业现象给出正式的形式化的理论分析,而不仅是描述性质的分析,更进一步,是如何让这一复杂企业理论构成一个更加现实的宏观理论的基础。这一挑战在智力上十分艰巨,却可以预见将会产生丰厚的理论成果。

对中国而言,哈特与霍姆斯特姆的得奖可谓恰逢其时。目前中国经济遭遇的困境,说到底还是改革滞后的结果。其理论对于中国急需的国企改革、金融市场改革、政府机构改革等等,从激励兼容与监督失效等方面,提供了锐利的分析武器。他们的获奖,无疑会鼓励更多的经济学家拿起契约理论的解剖刀,让中国改革中遇到的很多问题,呈现出更加清晰的结论。

每年竞猜诺贝尔奖得主,也是经济学人的乐趣之一,我所在的经济人读者群也是如此。群友马光远猜对了哈特,尽管是2015年的预测,问他诀窍,他说其实很简单,重点圈定几个人选,然后一直坚持,总有猜对的时候。

霍姆斯特姆和哈特的研究并没有说明一份好的合同应该是什么样的,而是帮助当事人想清楚重要的设计问题。

## 诺贝尔经济学奖缘何颁给契约理论专家?

克里斯·贾尔斯 英国《金融时报》

本特·霍姆斯特姆(Bengt Holmström)和奥利弗·哈特(Oliver Hart)赢得了2016年诺贝尔经济学奖。他们发展了思考如何写合同的现代化方式,这些合同涉及多个领域,包括汽车保险、首席执行官的奖金,以及公共服务的提供。

哈特教授是在哈佛大学工作的英国人,霍姆斯特姆教授是在麻省理工学院(MIT)执教的芬兰人。他们两人将分享来自瑞典央行颁发的92.5万美元奖金,以表彰他们在20世纪70年代和80年代“对契约理论作出的贡献”。诺贝尔经济学奖是为了纪念阿尔弗雷德·诺贝尔而设立的。

他们的研究并没有说明一份好的合同应该是什么样的(因为这要视乎具体情况而定),而是帮助当事人想清楚重要的设计问题。有些合同写起来直截了当。但在很难监测人们是否履行他们的义务,或者很难列举所有未来可能事态的情况下,他们的研究给出了实用建议,阐明如何实现对双方都是最好的结果,以及如何避免常见的合同设计陷阱。

契约理论有助于理解绩效奖金的设计,为什么“零工经济”企业可以采用硬性合同,以及美国司法部为什么决定逐步淘汰在监狱系统使用私营部门的承包商。

许多合同设计要素在被契约理论正式纳入之前就广泛存在。例如,汽车保险合同几十年来一直避免完全覆盖事故,而是迫使驾车者为碰撞事故支付一定比例的代价。契约理论正式确立了这种常识:自掏腰包的额外费用有助于阻止粗心驾驶,而后者是保险公司无法完美监测的。同样,雇主早就会提供固定报酬以外的奖金以激励更好的绩效。霍姆斯特姆教授的贡献是确定一份最优化的合同应该把报酬与结果(揭示任何一方履行合同的表面)联系起来。即使在当今,许多首席执行官们也会因为公司股价表现强劲而获得奖励,尽管人们广泛承认,有时这可能只是由于他们的运气较好,在金融市场上涨期间执掌公司。霍姆斯特姆教授的研究显示,对股东来说更好的做法是根据其公司相比业内同行的相对表现来奖励管理人员。

霍姆斯特姆教授的研究发现,越难观察一个人行动的效果,与绩效挂钩的薪酬比例就应该越低。现代契约理论认为,若存在显著不确定性,最好支付固定薪酬。但是,对于优步(Uber)司机或快递员,该理论展示了为什么他们的报酬可以如此大幅度取决于绩效。支撑零工经济的技术使雇主能够几乎完全掌握有关工人的信息,这些企业通过采用在很大程度上基于绩效的薪酬,就可以实现更为强劲的业绩。然而,尽管优步司机的绩效也许容易监测,但在某些职业(产出更难衡量、人们在团队中工作、某些激励可能导致扭曲结果),要做到这一点就比较棘手。

哈特教授自20世纪80年代中期以来对契约理论作出的贡献,围绕着如何写合同最好,以覆盖不能预先精确列举的各种可能事态。他的远见是,在试图罗列未来情形徒劳无益的情况下,重要的是写明若合同双方意见不同,哪一方将有权做出决定。

这在财务契约中(比如为创业家提供资金)最为有用。哈特教授发现,与其把人才当作雇员,支付工资让他们创新,不如让他们成为拥有控制权的创业家,获益于自己努力所取得的大部分利润。结果是,如果绩效良好,创业家能控制自己的企业,而如果绩效恶化,他们将逐渐失去控制。

有些合同特别难写,比如提供公共服务的合同。公共部门提供商由一名拿固定工资的管理人执掌,往往毫无提高效率或服务质量的动力,而私营部门提供商往往以牺牲质量为代价削减成本。

多年来,私营部门提供商被认为是比公共部门提供商更好的解决方案,但哈特教授的研究突显了监狱服务合同的困难。他对此类不完全合同的深入研究,效率激励太强大了,其结果是监狱条件出现了不可接受的恶化。这些发现对美国政府决定把监狱服务转回公共部门起到了重要作用。