

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 美利云市场化债转股实施效果研究

研究生姓名: 陈宣霖

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 和晓登 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 陈宣霖 签字日期： 2023. 6. 9

导师签名： 胡弘 签字日期： 2023. 6. 12

导师(校外)签名： 李强 签字日期： 2023. 6. 14

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 陈宣霖 签字日期： 2023. 6. 9

导师签名： 胡弘 签字日期： 2023. 6. 12

导师(校外)签名： 李强 签字日期： 2023. 6. 14

**Research on the Implementation Effect
of Market oriented Debt to Equity Swap of
Meili Cloud**

Candidate :

Supervisor:

摘要

早在 20 世纪 90 年代，我国就已经实施了第一轮债转股，这次债转股主要由政府主导，国企参与，用以解决国有企业出现的大幅亏损、银行不良贷款率居高不下的问题。自党的十八大以来，我国经济发展呈现出速度变化、结构优化、动力转换等新的特点，部分能源行业和制造加工行业出现产能过剩等问题，企业的杠杆率在这时期不断上升，企业的债务负担加大，企业经营出现困难。这也使得企业的经营风险加剧，债务违约风险升高，银行不良贷款的情况越来越多见。基于此问题，国资委在 2016 年启动了新一轮债转股，本轮启动的债转股最明显的特点是突出市场的主导性作用，而不是以上一轮单纯以政府为主导的债转股。这也意味着大多数企业可以通过债转股减轻债务负担、提升盈利能力、实现可持续发展。这一政策于 2016 年开始实施，距今仅过去六年多时间，实施市场化债转股的企业在这段时间里究竟实现了怎样的效果还有待探究。

基于此背景下，本文研究对象美利纸业是一家以造纸为主营业务的国有控股上市公司，受国内宏观经济低迷，行业产能过剩的原因影响，美利纸业陷入了严峻的生产经营困局，2016 年美利纸业通过非公开发行股份募资偿还债务方式完成市场化债转股工作同年更名为美利云，其债务风险也得到有效缓解，转型成为一家以造纸业、数据中心业、光伏产业三大支柱的多元化产业上市公司，在当时也成为市场化债转股的模范企业，但在 2022 年 11 月美利云通过资产重组告别造纸业务，“上车”新能源，这不禁使人开始质疑市场化债转股的实施效果。所以，本文将美利云市场化债转股案例作为研究对象，综合运用文献研究法和案例分析法，首先对美利云公司发展历程、行业背景、债转股前财务与经营状况以及债转股的应用背景进行简要概述，深入解读市场化债转股的运行模式，探究市场化债转股的过程，阐释上市公司市场化债转股的行为逻辑。然后揭示了市场化债转股对市场表现效果、财务效果、公司治理效果、经营效果、社会效果的作用机理，综合应用事件研究法、因子分析法等方法衡量市场化债转股的应用效果并进行综合评价。最后，指出美利云市场化债转股实施效果存在的问题并提出进一步的优化建议和措施，为其他面临相似困境的企业提供借鉴和指导。

关键词：市场化债转股 公司治理 财务效果 美利云

Abstract

As early as the end of the last century, China launched the first round of debt to equity swap, which was mainly led by the government and participated by state-owned enterprises to solve the problems of large losses in state-owned enterprises and the high rate of non-performing loans in banks. Since the 18th National Congress of the Communist Party of China, China's economic development has shown new characteristics such as speed change, structural optimization, and power conversion. Some energy industries and manufacturing and processing industries have experienced overcapacity issues. During this period, the leverage ratio of enterprises has been rising, the debt burden of enterprises has increased, and the operation of enterprises has encountered difficulties. This has also exacerbated the operational risks of enterprises, increased the risk of debt default, and increased the incidence of non-performing loans by banks. Based on this issue, the government launched a new round of debt to equity swap in 2016. The most obvious feature of this round of debt to equity swap is to highlight the dominant role of the market, rather than the previous round of solely government led debt to equity swap. This also means that most enterprises can reduce the debt burden, improve profitability, and achieve sustainable development through debt to equity swaps. This policy was implemented in 2016, and it has only been over six years since then. It remains to be explored how effective enterprises implementing market-oriented debt to equity swaps have achieved during this period.

Based on this background, the research object of this article, Meili Paper Industry, is a state-owned listed company with paper making as its main business. Due to the domestic macroeconomic downturn and overcapacity in the industry, Meili Paper Industry has fallen into a severe production and operation dilemma. In 2016, Meili Paper Industry completed the market-oriented debt to equity swap work through non-public offering of shares to repay debts, and its name was changed to Meili Cloud in the same year. Its debt risk has also been effectively alleviated, Transformed into a diversified industry listed company with three pillars of paper manufacturing, data

center industry, and photovoltaic industry, it also became a model enterprise for market-oriented debt to equity conversion at that time. However, in November 2022, Meili Cloud bid farewell to the paper business through asset restructuring and "embarked on a new energy project", which can not help but make people begin to question the implementation effect of market-oriented debt to equity conversion. Therefore, this topic will take the case of Meili Cloud's market-oriented debt to equity swap as the research object, comprehensively using the literature research method and case analysis method. Firstly, it will briefly summarize the development history, industry background, financial and operating conditions before debt to equity swap, and the application background of debt to equity swap of Meili Cloud, deeply understand the operation mode of market-oriented debt to equity swap, and explore the process of market-oriented debt to equity swap, Explain the behavioral logic of market-oriented debt to equity swap of listed companies. Then, it reveals the mechanism of the effect of market-oriented debt to equity swap on market performance, financial effect, corporate governance effect, business effect, and social effect. It comprehensively applies event research methods, factor analysis methods, and other methods to measure and comprehensively evaluate the application effect of market-oriented debt to equity swap. Finally, it points out the problems existing in the implementation of Meili Cloud's market-oriented debt to equity swap, and proposes further optimization suggestions and measures to provide reference and guidance for other enterprises facing similar difficulties.

Keywords:Market-oriented debt to equity swap,Corporate governance,Financial effects,Meiliyun corporation

目 录

1. 绪论	4
1.1. 研究背景、研究目的及研究意义.....	4
1.1.1. 研究背景.....	4
1.1.2. 研究目的.....	5
1.1.3. 研究意义.....	5
1.2. 文献综述.....	6
1.2.1. 关于债转股实施动因的研究.....	6
1.2.2. 关于债转股实施效果的研究.....	7
1.2.3. 关于债转股实施风险的研究.....	11
1.2.4. 关于债转股模式与路径研究.....	12
1.2.5. 国内外文献述评.....	14
1.3. 研究内容、研究方法及其基础框架.....	15
1.3.1. 研究内容.....	15
1.3.2. 研究方法.....	16
2. 相关概念界定和理论基础	18
2.1. 相关概念界定.....	18
2.1.1. 债转股.....	18
2.1.2. 政策性债转股.....	18
2.1.3. 市场化债转股.....	18
2.1.4. 资产重组.....	20
2.2. 债转股的比较及模式.....	20
2.2.1. 两轮债转股的比较.....	20
2.2.2. 债转股的模式.....	20
2.3. 相关理论.....	22
2.3.1. 信号传递理论.....	22
2.3.2. 代理成本理论.....	22

2.3.3. MM 理论	23
2.3.4. 权衡理论	23
3. 美利云市场化债转股案例概况	24
3.1. 行业基本情况	24
3.2. 造纸行业发展趋势	26
3.2.1. 行业竞争激烈，造纸业集中度提升	26
3.2.2. 节能减排政策，造纸业供给端收缩	26
3.2.3. 禁止进口固废，造纸业原材料减少	26
3.2.4. 双减政策影响，市场需求量减少	27
3.3. 美利云公司基本情况	27
3.4. 债转股前财务状况	28
3.5. 美利云市场化债转股动因	30
3.6. 美利云市场化债转股方案	33
3.6.1. 美利云市场化债转股相关程序	34
3.6.2. 美利云市场化债转股定价机制	34
3.6.3. 美利云市场化债转股资金运用情况	35
3.6.4. 美利云市场化债转股退出流程	35
4. 美利云市场化债转股实施效果分析	37
4.1. 市场效果分析	37
4.1.1. 选取事件日和事件窗口	37
4.1.2. 计算超额收益率并判断市场反应	37
4.2. 财务效果分析	41
4.2.1. 偿债能力分析	41
4.2.2. 营运能力分析	43
4.2.3. 盈利能力分析	46
4.2.4. 发展能力分析	48
4.3. 经营效果分析	49
4.3.1. 业务发展	49
4.3.2. 技术创新	51

4.4. 公司治理分析	52
4.4.1. 股本结构	52
4.4.2. 三会情况	53
4.4.3. 高管构成	53
4.4.4. 股东结构分析	55
4.5. 社会效益分析	56
5. 美利云市场化债转股产生出现的问题及解决措施	58
5.1 市场化债转股进程缓慢	58
5.2 企业效益减弱	58
5.3 债转股市场化程度低	59
5.4 市场化债转股设计上存在的风险	60
5.4 解决措施	62
5.4.1 进一步健全和完善相应的法律法规	62
5.4.2 剥离低效业务加快产业转型	62
5.4.3 加强公司治理保障中小股东权益	62
6. 结论与展望	64
6.1 结论	64
6.2 展望	65
参考文献	66
致谢	70

1 绪论

1.1 研究背景、研究目的及研究意义

1.1.1 研究背景

近些年以来，我国宏观经济增速由高水平逐渐过渡到中高水平，呈现出高质量稳步增长的新常态，整体经济稳中向好。但其中部分企业尤其是处于周期性的行业企业，这些企业长期适应了高速增长宏观环境，在经济高速增长阶段盲目扩大生产规模，而如今经济高质量发展阶段，企业出现产能过剩问题，而维持这种经营发展状况又需要大量资金支持。这些企业一般有着较大的债务压力，其高杠杆率、高财务风险一直困扰企业的发展。而当前外部形势严峻复杂、存在许多不确定性因素，如美联储加息增加全球金融市场动荡；俄乌冲突增加地缘和能源不确定性；中美经贸关系世界和平，这些给中国经济的健康发展带来了新的压力。现在，非金融企业部门的负债比率呈现出一种每年都会上升的趋势，很多的商业银行也出现了一些不良贷款，而且还有越来越严重的问题，因此，为了保持现在的经济状态，政府需要迅速地制定出一些行之有效的对策来处理这些问题。同时，对具有市场潜力的公司实行以市场化和法律为基础的债转股，也是一项非常关键的措施，可以帮助公司缓解债务压力，促进稳增长和抗风险。市场化债转股是“去杠杆”的一项重要手段。

市场化债转股对于公司方面，“债转股”能够让一部分优秀的公司整合了资源，提高了公司的竞争力，让一部分一时陷入困境的公司走出了危机，让一部分接近倒闭的公司走上了良性发展的道路，让一部分高债务的公司减少了杠杆。对银行来说，“债转股”能够减少银行的不良贷款额，在处理不良资产时，将债务人和公司之间的债务转化为所有者权益，能够有效地遏制不良资产比率的升高。而在投资人方面，则是由过去的借款转为了所有者权益，从而使得投资人的所获得的回报可能更高。

在 2016 年 3 月，国务院第一次正式地对以市场为导向的债转股提出了有关的建议和方法，随后，各种有关的政策文件也陆续出台。《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权的指导意见》于 2016 年 10 月 10 日公布，标志着我国新一轮市场化债转股已经启动。此次市场化债转股，本着市场化、法治化的原则，以促进优胜劣汰为目的开展。此外，该文件还指出，要支持多元化的执行主体，并禁止将债务转换成股票。在这一大环境下，五家国有商业银行相继组建了金融资产投资公司，从而

构成了“四家资产管理公司”“五家金融资产投资公司”和“保险资产管理公司”并存的局面。目前，进行“债转股”的企业越来越多，其主体也从国营企业扩大到民营企业 and 外资企业，包括中国宝武、国电投和中船等大企业，以及华友钴业、远兴能源和东方园林等民营和外资企业。许多企业实行了一系列的市场化债转股方案，其中大部分公司在短时间里达到了降低杠杆率和优化资本结构的目的，但是从长远角度来考虑，这些公司能否实现可持续和高质量的发展，这一点值得商榷。

1.1.2 研究目的

由于受我国经济增速下滑及造纸行业生产周期等因素的作用，2015 年美利云上市公司正处于严峻的金融危机及退市的边缘，公司期望能以市场为导向进行债转股，以增强公司的运营实力，从而规避退市的风险。为此，笔者试图从美利云市场化债转股的动机、实施效果等方面，对美利云市场化债转股进行剖析，并在此基础上，对国内上市公司市场化债转股的具体实践作一个归纳总结，以期为其他同类市场化债转股公司提供参考。

1.1.3 研究意义

(1) 理论意义

通过本论文的研究，以公司为个案，全面评估以市场为导向的债转股的执行成效提供了新的思路。在 20 世纪 90 年代末，为解决国有企业高额债务和银行不良贷款问题，我国曾实行过政策性债转股。在各种背景条件的考量下，此次债转股在各个方面都有了显著的改进，并进行了新的探索。自 2016 年《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》出台至今已逾 6 年，但对其进行长期实施效果的案例分析尚不多见。本研究为债转股在新环境下的实施效果探究提供案例基础。

在混合所有制经济的大环境下，国家政策引导的企业改革发展的主要方向“三去一降一补”。其中，债转股作为去杠杆方向中的常见手段，它肯定了在政治支持引导下，混合所有制改革的核心是市场化。而本次债转股也遵循了市场化原则的特点，混合所有制改革成为国企改革的主要方针，本次市场化债转股也将助力国企改革。在我国国有企业的性质、行业、实行多样化的背景下，对某一家企业的债转股活动展开了研究，它可以应用于不同企业的债转股企业中所出现的具体问题和具体情形，从而为我们提供了一个新的研究视角。

(2) 实践意义

在混合所有制经济的大环境下，“三去一降一补”是由国家政策引导的企业改革发展的主要方向。其中，债转股就属于去杠杆方向中的常见手段，它肯定了在政治支持引导下，混合所有制改革的核心是市场化。而本次债转股的特点也遵循了市场化原则，混改成为国企改革的主要方针，本次债转股也要适时顺应其特点，助力国企改革。

1.2 文献综述

1.2.1 关于债转股实施动因的研究

经过对有关的文献进行了广泛的查阅，结果表明，当前的国内外学者对于债转股的实施动机，大部分是从企业想要通过实施债转股来减少企业的资产负债率，从而对其进行改进，同时还可以对其进行优化。Hand（1989）在他的调查中发现，公司进行债转股的动机有两个，一个是公司利用将公司的债务转换成了债权人的股份，从而减少了公司的债务，从而可以实现对公司的财务报告进行粉饰，从而进一步地吸引投资人。第二个观点是，以“债权换股权”的方式，将公司有限的资本进行再利用，以获得更多的利润。夏荣静（2016）认为，通过减少公司的负债，从而减少对经济发展的压力，并使真实经济中的负债达到一个理性的水平，这是一项以债券为基础的、以债券为基础的、以债券为基础的债券。周文渊（2016）认为，以公司债券为基础的以公司债券为基础的以公司债券为基础的债券发行，是减少公司负债的一种有效途径，而目前公司债券发行仍处于高位，因此，如何减少公司债券发行是一个迫切需要解决的问题。吴臣刚（2019）提出，就当前的体制和政策而言，政府应大力支持以市场为导向的债转股权方式来解决公司的负债问题，并对处于困境中的公司实施救助；从其基本目的来看，是为了减少公司的负债，减少公司的负债，并有助于健全公司的现代公司制度。吴凡，谢文秀（2019）提出，随着国家不断推行以债券为主的“以债券为主”的国策，推动证券市场以债券为主，是减少公司负债，减轻股市下行压力的一个主要途径。谢志华，吕泽龙（2019）在对“降负债”与“以市场为导向”的债务转换之间的联系进行分析后，得出结论：要想缓解公司所面对的金融危机，公司必须进行“降负债”，而降负债的一种主要的实施方式就是“降负债”。王善平（2000）在对债转股问题进行了研究，他指出，对于公司进行债转股的目标，当前存在着两种观点，一种是通过债转股来缓解公司现金流不足，从而让公司重新回到正常的生产和运营状态，并将债转股作为一种让国企摆脱困境的方法。此外，本文还指出，以“纾困”理念为其唯一目标，将会引发两个问题：一是公司违约，二是资产

管理公司亏损。二是通过“债转股”方式，推动了我国公司的建设，提高了政府对公司的资金投资。郭东和左美琪（2019）以中国铝业公司作为案例，提出了中国铝业公司高债务水平的主要原因是公司实行以债券为主的公司治理结构，而以债券为主的公司治理结构，可以有效地减少公司的债务负担，从而有效地减少公司的融资成本。罗鹏（2019）将泸天化的“以市场为基础”的“以债券为基础”，认为企业、银行、政府等多个主体为了应对泸天化面临的“负债”与“运营”问题，采取了一种“以债券为主，以债券为主”的模式来应对企业所面临的各种风险。陆岷峰、是一种能够迅速地为公司进行减杠杆的一种行之有效的办法，在非常时刻，还可以将公司激活来预防财务风险。贾凯龙（2018）也从防范财务风险的视角出发，提出了一个观点，即：可以利用市场化的债转股来减少财务杠杆，从而达到预防和消除财务风险的目标。王欣新（2018）从破产重组的视角对市场化的债转股展开了研究，她指出，采用债转股的重组方式，是为了通过做出对的选择来拯救公司。Franois- Xavier Lucas，种林，张文（2019）指出，将市场导向的债转股作为一种债务清算和企业重组的手段，是得到了国家的认可和支持的，企业还可以利用市场导向的债转股运作，来规避由于实施了一系列的债务豁免政策所带来的税务问题。Yuta Seki（2002）在对债转股案例进行了很多的分析之后，认为，在这种情况下，债转股可以推动企业结构的优化调整和可持续发展。Schulz（2016）指出，中国公司通过“债转股”方式实现了“以人换人”，以提升公司效益、促进公司治理、优化公司结构等目标。张明合（2017）认为，以市场为导向的“债转股”是由于公司中出现的过度的“负债”，其实质是为了提高公司的资金质量，并持续地对公司的治理进行改进。屈炜杰（2018）认为，通过市场手段进行“债转股”，既可以降低银行的坏账，又可以减轻公司的运营压力。同时，“以债权代资”也符合我国“降负债”、促进行业转型和经济转型的需要。

1.2.2 关于债转股实施效果的研究

债转股是我国上市公司改制的主要形式之一，其改制后的结果将是显著的。通过对有关的资料进行整理，笔者认为，“债转股”的执行效应可以概括为：一是从公司的整体效益来看，“债转股”能够降低公司的资产负债表比率，从而提高公司的整体效益；其次，实行“债转股权”能够使公司的公司管理得到改善；第三，“债权转换”对公司的资产配置和公司治理有较大的促进作用；对于债权人而言，实行“以市场为导向的债转股权制度”，能够更好地保护其权益。

（1） 财务效果方面

债务折价是处理公司不良资产的一种方式。债权改股权的实施，可以有效地减少资产负债表中的债务比率，从而改善公司的运营状况。John D. Finnerty（1985）提出，当公司的负债比率太高的时候，通过债务换股能够减少公司的负债比率，从而提高公司的运营水平，从而给公司带来利益。Thomas Lys, Konduru（1988）在对债转股的具体案例展开了研究之后，得出结论：在公司的发展过程中，债转股的执行具有一定的正面作用，能够对公司的财务情况有所改进。

葛和平（2016）认为，“债转股”既能降低公司的财务风险，又能有助于银行处置坏账。黄剑平（2003）以江西盐矿业公司为案例，提出了用“债转股份”的方式，可以使公司快速地增加资本，降低债务，降低资产负债率，改善公司的资产质量，从而增强公司的融资能力，增强公司的发展潜力。Elhanan Helpman（2006）指出，通过对公司进行债转股，可以使公司的负债下降，从而降低公司的负债水平，同时还可以对公司的财务状况产生影响，从而可以吸引更多的投资人，从而对公司的运营情况有所改善。周万阜（2016）提出，“债权式股权转让”既能使公司的资产比率下降，又能使公司的利率水平下降；同时，通过对公司进行债转股，能够让公司得到更多的长期发展资金，从而可以防止公司的长期持续经营因为巨大的偿债压力而受到不利的情况。刘国辉（2016）在对上一轮“债转股”的情况进行的研究中认为，20世纪90年代的“债转股”，能够有效地防止因过度负债而导致的大规模国企破产，从而推动了中国的宏观经济的顺利运转。谷裕（2017）提出，“以债换股”的本质是提高了公司的资产净值，同时也是公司的负债规模，从而实现了公司资产负债表的快速下降；而且，为了降低融资成本，公司将债转股项目所得到的钱，大部分都被用来还清高息债务。赖小民（2017）认为，实行以市场为导向的“债转股”能够促进国企的进一步改革，从而能够有效地减少公司的负债，减少公司的融资费用，从而帮助公司走出困境，实现公司的资产配置的最大目标。周梅（2018）认为，“债转股”能够在一定程度上缓解公司的债务危机，从而实现公司的资产质量控制。柳昊（2019）认为，通过以市场为基础的债券转换，能够改善公司的短期偿付能力，扩大公司的发展空间，从而增强公司的发展实力。张甜、彭亦廷（2019）在对煤矿工业股权转让前、转让后的业绩进行了分析，认为以市场为导向的债权转让能够对公司的负债进行最短时间内的调整，从而能够提升公司的资本利用效率，并减少公司的资产负债率。廖净、邓哲非、许于欣（2020）在对五个建设集团进行了市场化的债务转换的基础上，发现这五个集团都取得了较好的结果，即债务下降，债务下降，并引进了股权基金。

（2）企业的资本结构

多数学者认为,通过“以债转股权”方式进行公司股权转让,既可以改善公司的资产质量,又可以推动公司走向现代公司的经营管理方式,但也有人提出“以债转股权”可能对公司的资产质量产生不利影响。贺云龙(2003)提出,实行“以债换股”可以使公司的资产结构得到改进,公司的资金结构得到了优化,公司的金融风险得到了减少。李国贵(2003)通过债转股能够促使公司扭转亏损,并能够使公司得到最好的发展,从而使公司能够更好地转变运营方式,从而构建出一个现代化的公司体系王景兰(2004)认为,通过将其所持的转股企业的股份进行转移,能够使公司的资金结构更加多样化,并将其转变成一个现代化的公司治理方式。Leary, Mark T, Roberts 等(2005)指出,在进行了债务改股以后,公司的资产结构会变得更好,公司的信用等级也会变得更好,从而提升了公司的财务便利。Nobuyuki Isagawa(2008)提出,通过对公司进行债务转换,既能够对公司的资金进行合理的配置,又能够协助经理人对公司进行增值的项目进行投入,从而可以更好地解决因公司内部的利益冲突所导致的投资效益低下问题。Isagawa N(2010)指出,用股对债进行资产重组,能够提高因经营机会主义而导致的无效率状况。Respatia W(2017)指出,可以用债转股的方式来改变公司的债务状态,进而产生一种更加优化的资本结构,也就是被称为的资产重组。吴有昌和赵晓(2000)指出,“以债代股”对公司也会产生负面效应,即随着国有资产负债水平的下降,公司的资产质量不断下降,公司处置坏账的费用不断增加。

(3) 企业治理结构

目前,国内外大多数的研究都相信“债转股”能够提高企业的公司管理水平,但是也有人提出“债转股”之后,企业并未真正参与到企业的管理活动中来,其效果并不明显。从文田(2000)的观点来看,实行“以债权换股权”制度,有助于构建和完善公司的公司治理。在进行了转股之后,资产管理公司就会变成了企业的股东,这对国有企业的股权结构的进一步优化起到了积极的作用,从而推动了企业的构建。文韬(2002)认为,基金经理参与对上市公司的公司治理有两种影响。首先,基金经理有权利派遣员工参加基金公司的运营决策,并对基金公司的发展策略等进行干预;而在另外一种情况下,可以利用其自身的资产管理能力为公司的发展提出专业的意见。在许志超(2003)的文章中,他认为“以股抵债”可以使公司的产权结构改变,从而提高公司的运营效率,但是当前的抵债抵股没有能够从根本上改变公司经理人员的选取以及公司的激励和制约,这表明“以股抵债”并没有完全改变国有公司存在的体制上的弊端,在构建现代公司的过程中还需要进一步的探索。E. Fama(2012)认为,可以通过设立监管机构,促使公司实现更

好地发展，从而促使公司实现其自身的负债结构。对于破产重整企业来说，债转股能够让公司脱离危机，将债务转化为公司股东，让其能够积极地参与到公司的日常运营及决策当中，进而对公司的治理结构进行优化。李志军（2012）认为，引进一种市场化的投资主体，并完善公司的产权结构，可以帮助公司的改革进一步深入。在他（2018）看来，以“债转股”方式对公司的经营产生了一定的作用，这种作用既表现在企业的产权，也表现在企业的资金来源。首先，债权债务重组后，基金管理人对债权债务重组企业有了一定的控制权，并对其运营决策产生了一定的作用。此外，还可以发挥对债转股公司的监管功能。对资本结构的影响体现在，企业利用债转股，使得其股份总额增加，债务总额降低，从而改变了企业的资本结构。周之田（2020）认为，以市场为导向的债转股能够让公司形成一个多元化的股份架构，从而推动国企的变革，并改善公司的公司管理体制。相对于“债转股权”能够提高公司的公司质量，一些研究表明，“债转股权”对公司的影响是消极的。Aggarwal. R（2006）提出，通过合理的价格体系，引进更多的机构投资者，能够提高公司的股本水平。王丽丽（2016）提出，“以债权代持”能够在短时间内对公司的治理进行调整，并对公司内部的各种利益进行调整，但是却对公司造成了一些消极影响，她觉得，“以股权代持”并没有对公司的运营起到积极的促进效果，因此并没有给公司带来很大的提升。唐建伟（2018）认为，以债务为基础，债务改股权不一定能够解决公司暂时的问题，要想达到改善公司的治理效果，还必须与公司的发展策略和经营方法相配合。

（4）保障债权人权力

实行以市场为导向的“债转股”制度，能有效地保护债权人的权益。

Bowe, Michael, Dean 等（1993）认为，实行债转股对债权人和债务人都是有益的，可以达到“共赢”的效果。同时，他还提出，在一个健全的产权交易市场中，实行债转股能够激发债务人强化对公司的投资。陈敏（2000）将“债转股改”视为公司进行资产重组的一种特别方式，是拯救陷入财务危机的公司所采用的一种方法。从债权方来讲，它有了回收负债公司的资金和保护其权益的可能。对于社会而言，能够保证更多人的就业，能够保持社会的稳定，能够完成企业的社会责任。Barnea A, Haugen RA, Senbet LW（2012）指出，缩短负债期限的方法是一种对债权人的利益保证的一种行之有效的方式，它与债务偿付和债务转换的方式相似，会对企业的利益获取方式产生影响。戴璐和邹磊（2016）提出，“债转股”本质上就是把对银行所持的对公司的债权转变成对公司所持的股份，这是一种债务结构调整。所以，推动债转股有着非常重要的作用，它可以帮助银

行减少不良贷款率，提高银行信用资产的质量。

1.2.3 关于债转股实施风险的研究

外国学者从企业价值和股价波动两方面对债转股的风险进行了分析，Juhn D. Finnerty（1985）对债转股行为表达了忧虑，在对股市上公司在债转股前后股价的变化和股东的行动进行了研究之后，他发现在公司做出债转股这一决定之后，公司中其他持股比重不高的股东会因为害怕自己的权益受到损害，所以会在二级市场上进行抛售流通股份，这样就会更加让外界投资者对公司的投资信心丧失殆尽，最后会让公司的股价在短时间内下降，从而对公司的价值产生了一定的冲击。但是 John R. M 等（1996）也在对公司债转股前后的股票价格进行了分析之后，得出结论：在公司宣布实行债转股之后，会对股票价格带来不利的影响，这很有可能是由于股份被稀释所导致的，但是之后，股票价格就会出现回升，并且公司在实行债转股还可以减少系统风险。Wimba（2018）认为，在公司的债务超过了正常水平，并且持续地进行扩张的情况下，各种风险也会相应地增加，比如，公司的经营风险、债务风险等。公司可以用债转股来减少部分风险水平，但也会由此产生道德风险和投资风险等。在我国资本市场调控制度尚未完善之前，关于“以债为股”的风险问题，我国的研究已有多种观点：周小川（1999）认为实行以“以债为基础”的公司因资本不足而引发的一套“以债为基础”的风险管理体系。其中的原因，就是在那个时候，公司拥有着单一、薄弱的管理架构和对其的内部风险的管理。还有，在有关的法律和监督法规还不健全的情况下，债转股实施公司存在着较高的道德风险。站在债权人银行和债务人企业双方的利益风险的角度来观察，黄金老（2000）在与当时的特定国情相联系的基础上，在我国当时的市场外部条件还不够完善，有关法律制度还不健全的情况下，他建议建立一个资产管理公司，专门对国有银行债权转成的股权进行管理，这样就可以避开了与有关银行法的矛盾，还可以持续地将债转股的优点充分地展现出来，从而保护银行的权益。李华民（2000）首先在总结了“债转股”的本质之后，从公司和金融机构之间的博弈角度出发，认为“债转股”是一种由各个参与政策在对金融资产的重新分配和各方面所能得到的经济收益进行的一种博弈。与此同时，为了防止由于利益不平衡而导致的风险和财产的亏损，他需要国家制定相关的法律来对“债转股”中各个主体之间的协作进行规律性的规定，从而推动银行制度的进一步深化。钟伟（2000）还提出，应当制定相应的债务和股份转让制度，并采取相应的手段，以抑制债转股可能存在的道德风险。期望通过法律途径对不良资产进行处理，并对债转

股双方的权利与责任进行清晰的界定，席波与李祥林（2004）在对“债转股权”的理论分析中，在对“债转股权”效应进行初步分析的同时，指出“债转股权”并不能完全解决公司与银行的问题，必须将“以制度为基础”，以“以制度为基础”，以“优选”公司。在面临债转股的风险时，他们归纳了一些新的风险：第一，其中就有政府部门的报批流程比较呆滞的问题，不让债务转股的流程成为一种层层申报，只是一个简单的批准方式。由于若公司若以债换股方式取得了过渡的资金支援，则反复的负债减免将会造成公司对营运负债的损失与项目的投资的损失；其次就是债券置换带来的价格风险。由于股票价格涉及执行机构的切身利益，因此，必须遵守法定、公开性的规则，以确保股票价格与股票价格的一致；最后是由债务转股所导致的股权结构的风险，转股企业对于所转让的股份要保持在一个理性的程度而且应该与公司的发展潜能相匹配。通过对债务转移的本质与特征的研究，樊志刚与金昱（2016）提出，因债务与权益的本质特征，导致投资者面临的风险也不尽相同，并且权益型投资者的收益更大。当进行债务互换时，商业银行必须处理股本的投资和流动资金的危险，并且这些危险也会波及整个金融体系。李冕（2017）在对债务转股的风险进行了研究时，也提及了以上两类风险，此外，债务转股的公司存在着的道德风险以及在债务转股过程中出现的一些问题。他指出，要警惕一些公司出现的“倚靠”“投机取巧”等现象，从而造成“债换股”“失败”。李广子（2018）将“债转股”的风险分为企业、金融机构，以及整个社会三个层面进行了分析：1、企业进行债权置换时，其股票的资金费用比债权要高。另外，如果是财务公司参与到公司的运作中，并不是很有经验，也会给公司带来麻烦。二、金融机构可以进行债券转换的公司，其自身的风险性很大，在其长期的风险性下，债券转换所产生的效果也很小；三、对于社会来说，如果以债代股的方式对“僵尸企业”不加筛选，将导致不公平的分配，乃至产生一种资源的消耗。另外，债务转股从时间上将债务从债务转变为权益，在某种意义上也使得财务风险变得更加复杂。

1.2.4关于债转股模式与路径研究

对于“以债为股”的模型，在20世纪，当学界对“以债为股”的资产进行了广泛认同时，就有一些“以债为本”的学者开始了对“以债为本”的改革实践。许小年（1995）为解决国企负债过重的问题，建议通过中间商来实现“债一股”两次交换，即：由银行首先将债转换成股份，中间商通过资产抵押物来实现公司所持股份的转换。但是，要实现这样的目标，还必须有政府的支持措施。在中国90年代后期，在中国正式对国企进行了债转股

之后，周天勇（2000）对债转股的过程进行了分析，他认为可以按照能否将银行或资产管理公司所持的股份进行社会化，将债转股划分成两个不同的时期，即封闭性和开放性。在“以债权为基础”的封闭式“以债权换股权”模式下，财务危机得以缓解，但前提是能够改善“以债务为基础”。而实行公开债券转换，将债券转换为债券，并将其发行到证券交易的方式，将其分散在证券交易的各个环节，从而将一些银行系统的财务风险，从根本上消除。鉴于与《商业银行法》不抵触，且有利于激励金融机构和金融机构的工作热情，金先生（2000）提出，AMC可以成立专门的经营控股公司，并将其收益分开分配。在新一轮的市场化债转股启动之后，因为其具有的制度特征，在其参与的对象变得更为多样化，并且可以进行更为灵活的自主谈判，因此，对债转股的方式以及具体的执行方案进行了更为深入的探讨。刘国辉（2016）通过对国内外债转股实践的归纳，将其归纳为四种主要的方式：一是美国的“破产型”债转股；在波兰推行的分散化债转股权改革取得了进展；日本在第二次世界大战后实行了由银行牵头的债券转换，其实践的成功经历对我们今后债券转换的发展有一定的借鉴意义。李冕（2017）就在参考了外国的债转股以及我们上一次的债转股之后，将其按照其组织形式的差异，分为了两种类型：集中型和分散型；按照参与的方式，他跟周田勇一样，也提出了同样的观点，他觉得上一次的债转股是集中的，公司存在着很多的问题，比如有很多的问题，如果采取分散性的方式，可以取得更好的结果。杨文华（2019）通过分析目前市场上债券转股的运作模式，总结出了五种典型的运作模式：1.直接运作模式，该模式的特征是手续简便，但是由于相关的法律规定，无法将其作为债务人。二、上市公司以定增方式进行股权转让，此种方式具有较好的退出机制，但对执行主体的要求较高。三、准备金转为股权，要求股东对股权进行一定程度的股权分割，操作起来比较困难。四、可转换债券股票，这种方式的债务人有很大的热情，但是公司的运营会受到很大的影响。五、基金合并股权转让，通过这样的转让，可以达到债券的到期时间，进行资产转让。李建（2018）通过对债转股落地项目的商业模式进行了分类和整理，归纳出了四种最重要的模式，即：收债转股模式、入股还债模式、股债结合模式以及债转优先股模式。并且，他还指出，这一轮所表现出来的多元化特征，对于公司来说，在进行债转股的时候，并没有一个一成不变的最佳方式，如果能够实现规范的运作，减少风险，提高公司的管理水平，就可以采取这种方式。吴凡和谢文秀（2019）对此表示赞同，他们指出，在市场上，债转股没有一成不变的方式，他们强调，各参与者应该按照自己的需要，进行自主谈判，并承担相应的风险，从而达到“一企一策，一事一议”的运作方式。至于本例中的“债转股”，因为时间太短，学

术界对它的理论和实践都很少，所以它的名称也没有得到很好的认可，但大多数人都把它命名为“两步走”模式。

1.2.5 国内外文献述评

通过对相关研究的归纳和整理，我们发现，“债转股权”能够有效地缓解公司的负债问题，并且能够提高公司的公司治理水平。相对于中国对“以债换股”的相关研究，在外国已经开展了较长的历史，其相关的理论也比较完备。所以，这些国家对债转股制度的探讨，对我们进行债转股制度的探讨具有借鉴意义。在此基础上，结合以上几位专家关于“债转股权”各个环节的论述，得出了“债转股权”的结论。首先，从动机上来说，公司进行“以债换股”，一方面是因为国家的政策扶持，另一方面是因为公司希望通过以“以债换股”的方式来化解自己的负债问题，同时也是因为公司希望改善公司的公司治理。从我国的实际情况来分析，我国国有商业银行进行“债转股”，其原因既在于国有商业银行能够高效地进行“债务置换”，又在于国有商业银行加快了其“转轨”的步伐。其次，关于“债转股”的运作模式和执行机制，由于“以市场为导向”的运作机制必然会产生多种运作模式，但是，“以股权为基础”的多样化运作机制，也给“以股权”运作的运作带来了一定的困难，使得现有的“理论”并不能完全适用于公司的复杂状况。比如，就论文所论述的模型而言，因为它产生的比较迟，所以人们对它的理解还停留在初期。当前，还不够完善的债转股运营方式，从最初的政府引导到现在的市场自治谈判，这反映出了中国的经济发展、市场化水平的持续提升以及市场的多样性的需要。根据债转股的对象和对象，其对以市场为导向的债转股的运作方式也应有所区别。第三，关于债转股的执行成效，尽管有些学者对其含义和作用还存有疑虑，但其正面效应已被众多的专家和学者完全肯定。债转股对公司和银行等金融机构都会产生一定的作用，它符合国企混合所有制改革的要求，加快了公司的转型升级进程，还能帮助商业银行剔除不良资产，助推进商业银行的多元化发展。最终，因为这次的债转股完全体现了市场化的原理，所以它的执行中也存在着诸如经营风险、财务风险、道德风险等多种风险，所以必须要强化与之有关的风险的预防和控制措施。当前，我国的宏观经济形势正在不断地改变着，而在公司进行“债转股”的过程中，也无法简单地照搬学术界的理论和方法，不同的国家、政策背景和国家的发展状况，使得“债转股”的含义有了很大的改变。为此，课题拟以美利云公司为个案，全面、系统性地探讨其原因和执行效应，既可充实有关的实证分析，又可为“高杠杆”公司走出负债危机，重振其生产运营的活力，具有重要的理论和现实意义。

1.3 研究内容、研究方法及基础框架

1.3.1 研究内容

本论题主要分六个部分进行研究，具体内容如下：

第一部分：绪论

本章主要阐述研究背景，研究目的及意义、研究内容、研究方法等基本框架。

第二部分：理论基础与文献综述

本章将从债转股的相关概念介绍进行综合的理论研究，为后续案例研究具体内容的展开提供充实的理论依据。综合运用委托代理理论、契约理论、权衡理论和信号传递理论，为后文打下理论基础；同时梳理和总结债转股动因和效果相关的国内外文献，了解该项领域的最新成果。

第三部分：案例简介

本章将以美利云市场化债转股进行案例介绍，首先对美利云的发展历程、市场化债转股前财务、经营状况进行概述，然后对其市场化债转股的实施背景、实施动因、退出机制进行简要介绍，接着对美利云市场化债转股的具体运行模式细化为股权战略和债务战略，并对其运行过程进行阐述。

第四部分：美利云市场化债转股的实施效果分析

债转股带来的资本结构的改变，直接影响到债转股之后企业的业务能力和营收状况，本文将运用事件研究法和因子分析法从市场表现、财务效果、经营效果、公司治理、社会效益进行多角度衡量实施效果并对美利云市场化债转股做出综合评价。

第五部分：市场化债转股存在的问题及优化建议

结合经济发展与现行债转股政策，总结美利云市场化债转股应用效果的局限性并提出进一步的优化建议，美利云实施债转股虽然使企业转危为安，但债转股的应用仍存在问题和局限性。针对企业存在的问题提出进一步的优化建议，以帮助企业长期发展。

第六部分：研究结论和展望

总结和评价美利云市场化债转股的实践成果，对当前问题和改进方向进行总结归纳，为其他存在“高杠杆”的企业化解债务危机提供参考和借鉴。

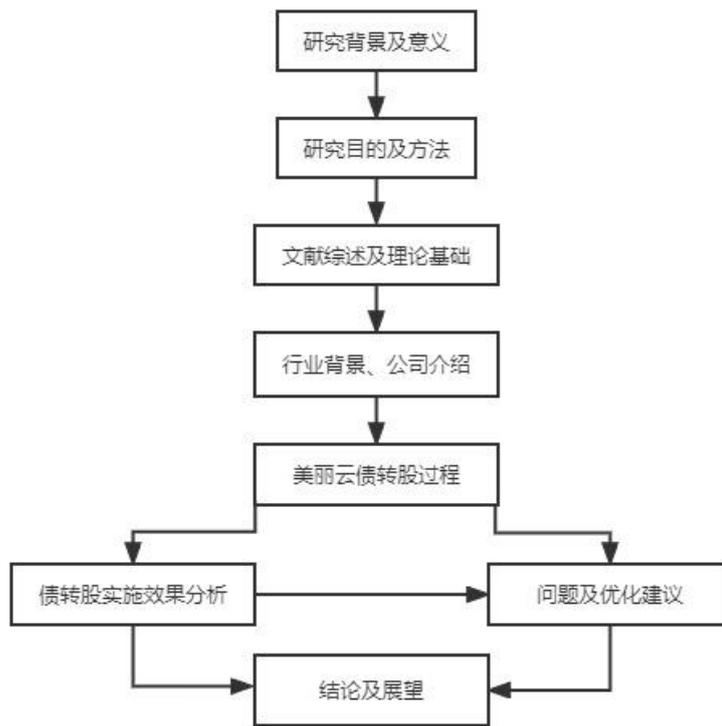


图 1.1 论文框架图

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

在论文写作前，通过查阅和梳理相关文献，了解掌握国企混改、债转股和资本结构相关基础理论和应用背景，对相关文献进行评述。为本文研究提供理论支撑。

(2) 案例研究法

本文以美利云（中冶美利云产业投资股份有限公司）为研究主体，运用案例研究方法，分析了美利云实施市场化债转股的背景和过程，拟着重分析美利云市场化债转股的实施效果，最后得出一定的结论，为其他实施市场化债转股的企业提供参考。

(3) 事件研究法

本文在对美利云市场化债转股案例市场效果中运用了事件研究法。该方法通常被用来衡量突发事件中发生及其对企业股价波动影响的一种方法。本文将通过运用事件研究法来检验股票市场对美利云市场化债转股这一事件的反应程度，从而论证美利云市场化债转股这一事件产生的市场效果。

(4) 因子分析法

本文在对美利云债转股案例财务效果分析时选择因子分析法，是一种多元统计方

法。目的是希望获取尽可能少的共同因子，能代表若干具有复杂关联且包含信息重复较高的变量，保证所归纳的共同因子能够反映原始变量的大部分内容，通过数值定量反映美利云市场化债转股的财务效果。

2 相关概念界定和理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 债转股

一般来讲，债转股就是公司和它的债权人协商，把他们对公司的债务转化成公司的股票。在一些公司面临着严重的运营困难，无力清偿到期的债权时，“债改股权”就产生了。以“债转股”的方式，使公司的债权人成为公司的持股主体。对企业来说，既可以避免企业因为资不抵债而倒闭，又可以通过债权人在公司管理和监管中的积极作用，提高企业的运营水平。从债权人的角度来说，第一，可以减轻公司倒闭带来的损害。其次，如果公司有了更好的发展，那么公司也会得到更多的回报。与国际上其他国家相比，中国的“债转股”模式有着自己的特点。所谓“债改股”，就是当公司因为无力偿付债务而陷入经营困难时，由银行成立“债改股”执行公司，把公司的债务转化为公司所拥有的股份。这样，由银行设立的执行机关变成了公司的控制，从而可以对公司的运营进行有效的监管。当公司的运营情况可以被有效地提高的时候，执行机关可以采取公司回购的方法，或者是在二级市场上将股票卖掉的方法来达到有效地退出。

2.1.2 政策性债转股

政策性债转股，就是由政府设立的一家金融资产管理公司，来处置国有商业银行的不良资产，将其持有的不良贷款转变为在其持有的公司中所持有的股份，从而将原来的国有商业银行与该公司之间的债权和负债的关系，转变为在其被执行债转股的企业中，由其持有的股份，转变为在该公司持有的股份中所持有的股份。第一次“债转股”以国家为主体，以国企为主体，带有一定的政治性。

2.1.3 市场化债转股

市场化的债转股，主要体现在债券转股的主体选择，资金来源，实施机构和退出途径等几个环节。与政策性债转股的行政性质不同，市场化的债转股更多的是一种基于利害关系人的自主决策，而非在国家介入的情况下进行。在我国的“供给侧”体制下，以减少公司的负债、减少公司负债为目标，以提高公司的负债水平为目标，以提高公司的负债水平为目标。市场化的债转股，着重的是要遵守市场化原则，转股的方法是企业、银

行以及实施机构可以自主地对转股的方法和转股的价格进行选择,而且,在这种情况下,国家不会为转股企业、债权人等各方提供任何保障,转股的结果可以由转股企业、债权人等各方自行承担。另外,市场化的债券转换所要求的转换基金,一般是通过银行理财基金和专项金融债券等渠道,从公共市场上筹集到的。以债券为代表的市场化债券,因债券市场性质的特殊性,吸引了各种类型的投资者,如保险公司和基金公司等。所以,公司制债券的市场属性还体现在公司制债券的社会资本的多元化和公司制债券的市场属性上。

表 2.1 市场债转股相关政策

时间	文件	债转股内容
2016 年10 月	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	坚持以市场为导向,以法律为指导的原则,积极推进以债券为基础的“以债券为基础的债券转换”。
2016 年10 月	《关于市场化银行债权转股权的指导意见》	银行不得直接将债权转化为股权,需要通过实施机构实行,政府不会为所造成的一切损失负责。
2016 年12 月	《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》	对债转股的发行主体、申报标准、资金使用方式和期限等问题进行了明确的规范。
2017 年5 月	《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》	积极推进保险业以债转股为主的金融创新活动,推动债转股的发展。
2017 年8 月	《商业银行新设债转股实施机构管理办法(试行)》(征求意见稿)	对债转股权执行机构的设立、业务范围等问题进行了详细的阐述。
2018 年1 月	《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》	鼓励各种类型的国有公司进行以市场为导向的债券交易;在股权转让索赔中,可以包括各种种类的索赔;通过建立私人股本的形式,可以进行以市场为导向的债券股票的发行。
2018 年6 月	《金融资产投资公司管理办法(试行)》	对我国商业银行债转股的资金来源和商业模式等方面做出了规定。
2018 年11 月	《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》	鼓励银行、信托和证券公司等按照法律法规,发行资管产品,参与市场化债转股。
2019 年7 月	《2019 年降低企业杠杆率工作要点》	在融资渠道、评估体系和资产定价等多个环节上,有关部门应进一步健全债转股的制度。
2020 年5 月	《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》	提出保险资金、养老基金等可依法投资债转股投资计划。

资料来源:根据公开资料整理

2.1.4 资产重组

对于企业资产重组的概念，在理论上分为狭义和广义两种，狭义的资产重组概念通常是指对企业资产及其负债部分的重新划分和重新组合，而广义的资产重组概念则是在此基础上还包含了对企业机构、业务、人员、管理体制等的调整和优化。一般而言，所说的资产重组，如果没有特殊的解释，都是指广义上的资产重组，这是学界和企业界的惯例。资产重组是市场经济条件下企业开展财务活动的一项重要内容，通过合理有效的资产重组，企业能够改善原有的经济结构，改善原有的存在方式，增加原有的生产资源配置的优化率，从而使其市场竞争能力和经济运行效率都得到了明显的增强和提高。

2.2 债转股的比较及模式

2.2.1 两轮债转股的比较

表2.2 市场债转股相关政策

	政策性债转股	市场化债转股
主导对象	政府	市场
目的	解决国有大行坏账，国有大中小企业亏损	降低企业资产负债率，从整体上推动国家供给侧结构性改革
债转股企业	仅限国有企业	由各相关主体自由协商而定，鼓励虽有经营困难但仍具发展前景的企业
实施机构	四大国有资产管理公司	各类资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等
标的债权	银行不良资产	可以是银行正常类、关注类和不良类贷款，也可以是财务公司贷款、委托贷款等
资金来源	国家	市场
协商机制	政府选择企业、审批方案、确定价格	各参与方遵循市场化原则相互选择、自主协商
退出渠道	回购	上市退出、第三方退出、回购退出、平台转让等多种渠道

资料来源：根据公开资料整理

2.2.2 债转股的模式

(1) 收债转股模式

通常情况下，收债改股的方式是，公司的债权人将债改股的对象公司所拖欠的债务

卖给债转股的执行机关，然后，债转股的执行机关与公司协商，以其手中持有的债权来交换公司的股权。“收债转股”并非我国新一波“以债权换股”改革的主要方式。由于在这个方式中，涉及了标的企业、实施机构、债权人等各个方面，要进行相互之间的协商，尤其是在债转股的规模比较大的时候，增资、定价等债转股的流程比较繁琐和冗长，要想让所有的参与者都能得到一个让他们都感到满足的结果，还会耗费很多的时间和人力物力，成本比较高。

(2) 发股还债模式

通常来说，以发股还债的方式，是由进行债改股的公司首先由债转股的公司出资，然后将公司的部分股权转让给该公司，公司将所获得的钱用来向银行还款。这一方式已成为目前我国债券市场的主要方式。由于这种方式可以和收债改股结合起来，而且如果项目的规模比较小时，其流程会比较容易，而且可以避免债务人参加谈判。然而，这种方式也存在着一些不足之处，与收债转股方式不同，债转股的执行机构必须要投资，然后企业方可以还款，这在某种意义上也比较耗时。此外，执行机构对企业的投资，也有可能被企业用来做其他事情，因此，在债改股过程中，要对其进行监管和控制。

(3) 优先股模式

优先股模式通常是由债转股的执行主体向标的公司注资，获得公司所发行的优先股票，然后公司用该注资来偿付公司的债务。在持有了标的公司的优先股之后，执行机关对公司的控制比较薄弱，不需要他们亲自去参加公司的运营管理，但是他们也可以在第一时间参加公司的分红，所以他们的利润也比较稳定。但是，该方式限制更多，涉及的对象包括上市公司和非上市机构，而且还只是在试行阶段进行。

(4) 股债结合模式

股债结合模式属于比较全面的一种，一般情况下，债改股的公司为改善经营能力，降低债务风险，与执行机关签署协议，获得由公司所设的执行机关提供的贷款限额以及其他的金融服务，例如，调整公司的债务结构。这样的方式，既可以减轻公司的债务压力，又可以减少公司的负债比例，让公司保持长久的发展。这就导致了“明股实债”这一制度在我国已经成为一种多余的安排。

2.3 相关理论

2.3.1 信号传递理论

信号传递的概念源于劳工市场，它是在 1974 年被 Spence 所提出的。其后，美国学者罗斯于 1977 年将其引进到金融研究中，并将其应用到金融研究中。这一问题的核心在于：在非对称性的条件下，信息占优的公司是怎样把自己的消息传递给占优的公司，从而使公司股票的价格达到一个均衡。上市公司通常会公布分红、分红和融资等相关的公告，而这些公告又是上市公司向上市公司发出的一种重要的、具有代表性的、具有代表性的、具有代表性的公司。不同类型的公司有其自身的特点和特点。实行以市场为导向的“以债权为基础”的债券发行方式，将对公司的资产构成产生不同的影响。上市公司公开发行业市场为导向的债券，是一种向社会发出的正面信号。由于，公司可以采取债转股的方式，将公司的一些负债转化为股份，这对公司的债务压力和运营风险有所帮助，公司的经营绩效将会得到提高，公司的前景是非常看好的。这则消息的发布，让投资人更加重视公司的运作，增加他们对公司的信任，进而对他们的判断和决定产生积极的影响。

2.3.2 代理成本理论

随着公司因筹资引起的负债费用提高，债权人要尽量减少自己的债权被公司的违约危险所损害，就需要加强对公司的监督，并把相应的费用转移给公司，公司的财务杠杆因子就会随之提高，从而需要对公司的负债支付更高的利率，这就是“代理费用”的意义。可以看出，在公司的资本结构中，如果负债占到了很高的比重，那么与之对应的公司的股东价值也会随之下降。所以，对负债在公司的资本结构中的比重进行恰当的调节，可以有效地提高公司的股东价值。负债利息与股利对公司的税负有不同的作用，因为股利属于运营费用，所以在计算收入时可以冲销，而股利却需要在税后支付。当一个公司进行债权转换的时候，其资金的费用就是给予执行公司的资金的费用，它要比银行的同期贷款利息要高得多。当一个公司以“债改股权”方式进行股权转让时，如果没有取得公司的实际控制权，那么在进行投资和融资时，就很难减少公司的委托费用。通常而言，在对国有控制的公司进行“债转股”后，其公司的股权结构并未发生重大变化，仅仅是新增了一个国家的财产权代理人，所以也难以实现代理费用的减少。

2.3.3MM 理论

莫迪格利亚尼和 Miller 建立了一个解析的模式，并且设置了一些理想的先决条件，比如：公司的经营风险是可控的，负债利率是安全的，投资收益和投资风险是可控的，新债务的价值不会对旧债务的价值产生任何影响，现金流量完全为年金。在以上的情况下，公司的资本结构不会对公司的总价值产生任何影响，即使公司负债率达到 100%，也不会对公司的成本和价值产生任何变化，公司的资本结构与负债也没有任何关系。1956 年，上述两人将上述结果发表于《资本结构、公司财务与资本》一书，并被《美国经济评论》刊登。本文所述的观点在学界引发了一场争论，有一些人认为，这种观点的先决条件太理想，与现实不符，因而得出的观点也不能成立。因此，Modigliani 和 Miller 在原有的理论的前提下，将公司的债务在税前扣除的影响因素纳入了考量，得出结论：公司的债务比率与公司的债务比率并不一致，公司的债务比率随着公司债务的增长而下降，公司的权重平均费用也随之下降，所以公司的总体估值仍然会提高。

2.3.4 权衡理论

权衡理论的关键是公司怎样调节其资本结构，以达到公司的偿债能力与股权能力的均衡。债务能够有助于公司减轻或消除税收负担，亦称“税收屏障”。当债务比率升高时，公司有可能或已经出现无力偿债、无力支付利息等情形时，公司会陷入非常高的财政困难，相反，公司的价格也会因于税盾收益而提高。当公司的债务比率不断提高，公司的债务比率与公司的税务盾利得的边界影响逐渐凸显，当公司的债务比率与公司的债务比率接近时，公司的债务比率就会变得最优，公司的资产净值也会变得最优。所以，企业在进行这种操作的时候，不但要对其进行仔细地权衡，而且要对企业债权人、企业股东以及经营管理者之间的利益冲突成本进行综合考虑，并结合其自身的具体情况，来选择最佳的债务股权比。所以，从行业角度来看，折中说与优先级说有着各自的优势。由于各个公司的具体条件不同，所以负债比率的目标也存在着不同。当一个公司拥有较好的资产质量和较高的风险时，它就会设定一个较高的债务比率。而且，这种公司还可以通过实行债改股的方法来减少负债率，从而减少公司的财务困难的费用，从而达到公司的价值最大化。

3 美利云市场化债转股案例概况

3.1 行业基本情况

造纸工业是国民经济的一个重要的支撑产业，目前，中国的造纸工业已经形成了一个相对完善的工业系统，由制浆造纸生产、科研、教学、设计、设备制造、建筑工程安装等组成。

其中，在整个工业中，装备类的投入占到了整个工业的 60%左右，并且比普通的造纸类工业的生产效率更高；而新增 10000 吨的制浆能力，则需投资 1.6 亿至 20 亿元人民币；新增 1 万吨的浆料和板料，所需的资本投资在 1 万~1200 万元左右，百元的产值所占的固定资产与冶金、石油和化学工业的投资相当。

在我国的造纸厂，由于其装备投入巨大，且具有较高的固定成本，所以，进行规模化生产是降低成本，提高市场竞争力的一个行之有效的方法。

造纸业是以天然的木材、竹子、芦苇等为主要原材料，以废弃纸张等为主要原材料，是一个高度依靠纤维源的行业。与全球森林覆盖率高、原料资源丰富的制浆国相比，我国的原料供应与需求之间存在着严重的矛盾。

当前，在中国，大多数的制浆纸张企业都是中小型的，这样的情况不利于企业的规模效应的发挥，制约着企业的技术水平、装备水平、产品档次的提升，也制约着对环境的有效控制。

由于纸浆生产原料结构和规模结构的不科学，加之生产工艺和设备的落后，造成了水、能源和材料的大量消耗，并已是中国纸浆生产的重要污染物，对环境造成了很大的影响。

随着产能的扩大，生产成本的不断上升，市场的变化以及市场的不断变化以及市场的不断增长，这些都会推动着公司加速进行转型，从原来的依赖于投入的不断增长，转变为以提升生产的质量和产品的质量，降低生产成本为目标的质量效益型，这也会加速公司的过时设备的更新换代，以及公司之间的并购重组以及资源的整合。

表 3.1 造纸行业周期变动表

时间	供给端	需求端	上市企业业绩表现	行业景气度
2006 年底— 2008 年初	环保政策趋严，行业整合加速	GDP 保持双位数增速增长	2007 年：晨鸣纸业/博汇纸业/太阳纸业净利润同比+136%/+40%/+29%	上行
2008 下半年— 2009 年初	新增产能尚未投产	1、受金融危机影响，需求下滑 2、企业、社会库存高企，行业处于去库存阶段	2008 年：太阳纸业/山鹰国际/华泰股份净利润同比-45%/-77%/-27%	下行
2009 年初— 2010 年	产能投放缓慢，供应端趋紧	全球经济开始复苏，需求快速回暖，行业进入主动补库存阶段	2009 年：山鹰国际/华泰纸业/太阳纸业净利润同比+404%/+191%/+128%	上行
2011 年— 2016 年初	上一轮高景气度周期带动行业供给端扩张	“四万亿”政策边际改善效果减弱，造纸行业增速放缓	2011-2016 年山鹰国际/晨鸣纸业/太阳纸业/博汇纸业净利润复合增速为+57%/+28%/+16%/+9%	下行
2016 上半年— 2017 年底	供给侧改革，中小产能退出，但整体产能保持稳步增长	库存需求提振，行业进入主动补库存阶段	2017 年岳阳林纸/山鹰国际/博汇纸业/太阳纸业/晨鸣纸业净利润同比+1131%/+462%/+307%/+94%/+92%	上行
2018 年— 2019 年	包装纸新增产能陆续投产，经过2018 年价格战后行业开始整合	建国 70 周年文化纸需求增长	2018 年博汇纸业/晨鸣纸业净利润同比-70%/-32%	下行
2020 下半年— 至今	1、APP 入主博汇，行业格局进一步优化 2、环保政策陆续出台实施，中小产能再淘汰	1、国内经济率先恢复，国外复苏相对滞后 2、核心纸种涨幅出现分化，白卡纸涨幅居首	2021 年 Q1 晨鸣纸业/博汇纸业/山鹰国际/太阳纸业净利润同比+490%/+337%/+112%/+106%	上行

资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 造纸行业发展趋势

3.2.1 行业竞争激烈，造纸业集中度提升

中国造纸行业企业众多行业分散，市场集中度低是纸行业的一大特点，大型造纸企业较少，大部分纸浆造纸企业规模较小，产品同质化问题严重，产能多集中于低端产品，纸行业一直以来是集中度相对较低的产业，产业门槛较低技术及资金水平要求低，有区域性的特点，地方小企业凭借低廉的价格和较强的本地订单盈利。自 2015 年以来随着中国环保政策的出台，造纸门槛被提高，企业压力增大造纸行业企业数逐年减少；随着中国经济的发展，政策的推行纸业的集中度也慢慢提升，达到了 CR4 约 30%为低集中寡占型。

3.2.2 节能减排政策，造纸业供给端收缩

原来政府限电主要针对“两高企业”，造纸业不在核心管控的六大行业内，对造纸业的实际影响有限；造纸业在全社会电力消费占比不高，仅占到 1%；能耗双控下，部分省份能耗不降反升，高能耗省份扩大限电范围，对纸企生产造成影响；十四五时期，能耗总量和强度双控的力度加大，国家发改委印发各地区能耗双控目标完成情况晴雨表，各地也在扩大限电范围并督促采取强有力措施。今年来部分核心纸厂增加主动停机次数，以响应国家节能减排政策，执行限电限产工作。限电对纸企影响较大，两者的叠加导致供给端加速收缩。

3.2.3 禁止进口固废，造纸业原材料减少

海外进口的固体废物一直为中国带来巨大的环境问题，为对进口固废带来的环境问题进行治疗，中国从 2014 年开始逐步对进口固废进行管制；2020 年颁布的《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》和《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》明确表示中国将于 2021 年起全面禁止洋废物的进口至此进口固废限制条例的颁发接近尾声；在禁止进口固体废物的同时，中国提出需加速发展废物内循环，加大固体废物回收使用率，进一步推进中国的废纸回收系统的建设。废纸一直是支撑中国造纸工业发展的重要纤维原料，由于国民对环境保护和资源回收利用的重视度越来越高，2021 年起，中国将完全禁止进口固体废物，而生态环境部将不再接受和批准固体废物的进口申请，中国废纸浆缺口进一步拉大。

3.2.4 双减政策影响，市场需求量减少

《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》正式通过；文件中提出，减轻学生过重作业负担，严格压减中小学生学习过重的作业负担，通过对书面作业时长的管控，来达到作业减负的目的。中国严厉打击校外学科类辅导机构，政策表明目前中国的补习机构存在严重过多过滥的现象，各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构；学科类培训不得占用国家法定节假日、周末休息日和寒暑假进行培训。“双减”政策的落地，有效地减轻学生的学业负担，书面作业时长的标准化控制和校外培训机构的减少，使学校教材、书面作业和培训资料的印刷需求锐减，大幅降低文化纸的消费量。考虑到此些因素，下游囤货积极性减弱，导致库存堆积问题，纸价快速下滑。

3.3 美利云公司基本情况

中冶美利云产业投资股份有限公司是一家国有控股上市公司，实际控制人为中国诚通控股集团有限公司。公司原名为宁夏美利纸业股份有限公司，由中冶美利纸业集团有限公司、珠海市国盛企业发展公司、北京市德瑞威狮纸业发展有限公司、宁夏回族自治区百货总公司、宁夏电化总厂五家发起人共同发起，采取社会募集方式设立的股份有限公司，公司注册资本 6.95 亿，注册地为宁夏银川，拥有员工 1300 余人。公司于 1998 年在深圳证券交易所上市，证券代码为 000815，证券简称“美利云”。公司主要经营范围为云平台服务、云基础设施服务和云软件服务以及文化纸与特种纸的生产与销售。2016 年，公司的云创数据中心项目于 2014 年开工建设，总投资 22 亿元，将建设 8 栋数据中心，安置 19680 个机柜，容纳 20 万台服务器。公司未来将充分利用上市公司平台，以数据中心业务为依托，着力打造美利云品牌，在云基础设施服务的基础上，积极开展云平台服务，主要包括工业云、旅游云、能源云、教育云应用、软件开发等工作，努力将公司打造成国内领先的云计算上市公司。

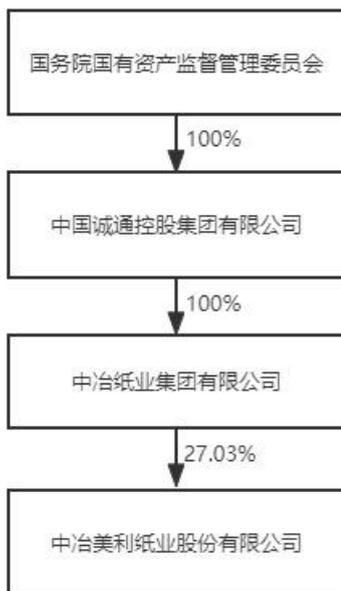


图 3.1 美利云与实际控制人之间的产权及控制关系图

3.4 债转股前财务状况

美利云于 2016 年开始实施市场化债转股，通过分析在债转股前企业的财务和经营状况，可以对美利云计划进行债转股的动机有更全面的了解。

表 3.2 美利云市场化债转股前资产负债情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总负债(万元)	301219	324342	244753	202643	167508	137208
总资产(万元)	386456	390533	313461	247236	150593	140694
资产负债率(%)	78%	83%	78%	82%	111%	98%

资料来源：网易财经数据整理



图3.2 美利云市场化债转股前资产负债率

美利云作为典型的传统造纸行业企业，高杠杆特征明显，其于 2016 年 4 月开始实施市场化债转股。由表 3.1 可以看出，美利云在市场债转股之前，总资产与总负债规模都在不断缩小。这是由于美利云在报告期内出售了中冶美利浆纸有限公司、中冶美利建筑安装有限公司、中冶美利安装工程有限公司三家公司股权，并对外转让了部分闲置资产、在建工程 and 无形资产，资产转让款项主要用于归还公司债务。如图 3.1 所示，2010 年到 2015 年之前美利云的资产负债率一直呈快速增长趋势，并于 2014 年达到最高值 110%。2015 年资产负债率有所下降但仍然达到 98% 的高位。适度的负债经营可凭借杠杆效应弥补资金不足，扩大生产规模，提高企业综合实力，但过高的负债水平将会带来财务风险，影响企业正常经营。总体来说，美利云在实施市场化债转股之前，其资产负债率整体呈现先上升后下降的趋势，但是仍然偏高，整体处于 80% 以上，公司债务压力过重，偿债能力差，资本结构风险大，尤其是在面临经济衰退期、行业周期性下行等不利环境影响时，公司的资本结构承受风险能力较弱，可能会出现无法到期清偿债务本息、资金链断裂等一系列财务危机。

表3.3 美利云市场化债转股前盈利状况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
净利润	-11779	-18974	2478	-23715	-64910	14808
销售净利率	-10%	-17%	2%	-43%	-104%	27%
净资产收益率	-3%	-5%	1%	-10%	-43%	11%

资料来源：网易财经数据整理

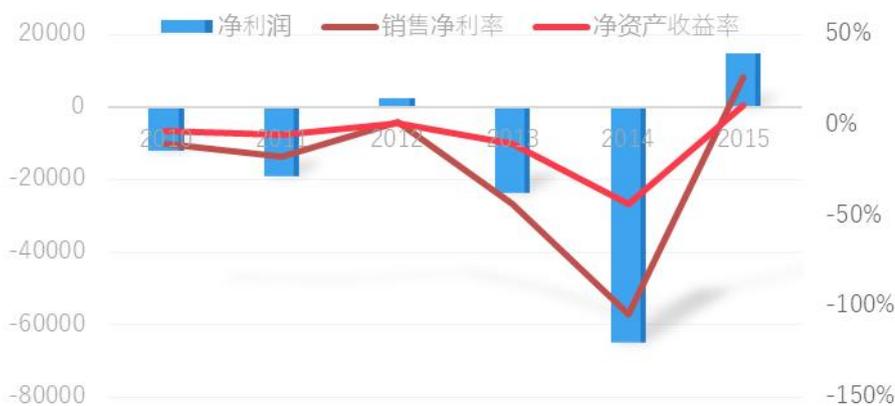


图 3.3 美利云市场化债转股前盈利指标

从盈利水平来看，由表 3.3 可知，在美利云在市场化债转股前的净利润大体为负，只在 2012 年和 2015 年净利润短暂为正，在 2010、2011、2013、2014 年企业处于亏损状态，企业经营效率很低。通过图表可以看到，美利云销售净利率和净资产收益率也连年为负，仅在 2012 年和 2015 年有小额增长。从整体上来看，在市场化债转股前美利云的盈利水平明显减弱，企业竞争力不强，企业常年亏损。究其原因，美利云单一化主营造纸业，在 2013-2015 年间造纸销售收入合计占同期主营业务收入的的比例分别为 93.45%、100.00%和 100.00%。其盈利能力很大程度上受行业发展的变化而变化。受经济增速减缓和行业周期性下行的影响，纸张价格持续走低，市场需求疲软，业绩表现低迷。由此可看出纸张价格的下跌以及需求量的下降对美利云的盈利能力产生较大的负面影响。

3.5 美利云市场化债转股动因

（1）宏观经济下行压力

当前，自从改革开放以后，我国的经济质量已经有了质的变化，经济增长速度已经从高速稳定地下滑，变成了稳定的增长。但是，伴随着经济的不断发展，也暴露出了经济过快增长的风险，越来越多的公司面临着巨额的债务问题，这在某种意义上也对我国的经济的发展产生了影响。2011 年以后，国有企业的负债持续增长，并且逐年上升。在我国正式实施以市场为导向的债转股之前，国有企业的负债已经达到 101 亿元，比 2011 年的 48.6 亿元翻了一番。根据 BIS 的统计，到目前为止，非金融行业的杠杆率达到了 167.6%，而国有企业所占比例达到了 70%。由此可以看出，在很长一段时间里，我国国有企业的债务规模一直在持续增长，背负的债务也在变得越来越重，已经对企业自身的生产经营活动造成了严重的影响。

（2）企业去杠杆需求

由于受到纸浆工业周期性波动的影响，美利云成材产业整体呈现出产能过剩、负债偏高的状况。中国造纸业协会曾建议，要在 3-5 年内，将全行业的资产负债表规模控制在 60%以内，并将美利云类企业的资产负债表规模控制在合理范围内，即降低资产负债表规模。

目前，很多公司的财务状况都比较糟糕，公司的财务状况和公司的财务状况都不太理想。在目前的经济环境中，有些企业面临着较大的还债压力，债务风险增大，甚至经营困难。尽管在降杠杆的刺激下，一些公司的资产负债率有所降低，但由于存在着严重

的产能过剩，以及其他一些原因，目前纸业的资产负债率仍然很高。由于受到全球经济衰退的冲击，2010-2015年度美利云的整体业绩出现了下降，导致美利云无法依靠自己的力量获得足够的资本来支持公司的发展。另外，由于环境保护的搬迁成本很高，所以，要想获得发展所需的资金，就必须通过政府补贴，从公司或者金融机构贷款来获得。美利云公司的外债不断上升，使得公司处于较高的资产负债比率。2010年，美利云的资产负债表比率是78%，到2015年，该比率已经达到98%。2014年，美利云的负债达到了1.69亿人民币，再加上不断攀升的资产负债率，使得美利云的金融危机越来越大，这也是美利云陷入金融危机的原因。因此，美利云急需找到一条降低公司资产负债比率的途径。但是，市场化债转股能够减轻企业的债务负担，让企业的资产负债率得到明显的下降，从而对企业的资本结构进行改进，从而帮助企业摆脱经营困境，提高企业的持续盈利能力，从而为企业创造出一个良好的经营环境。

（3）优化股权结构

从表3.4和3.5可以看出在市场化债转股前，美利云所持有的十大股份在流通股份中所占有的比例为32.72%。在进行了债转股之后，美利云所持有的十大股份已经达到了67.51%的流通股份。前十名的持股比例显著提高，与市场化债转股之前相比，这一次新增的前十大股东持股比例更为接近，其在股权结构上也变得更为多元化。分散化的所有权结构可以防止大股东“一言堂”，防止对公司的不利影响，保护小股东的合法权益。

表3.4 美利云2015年末前十大股东股权结构统计表

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（万股）
中冶纸业集团有限公司	国有法人	27.03%	8563.1
中国工商银行	国有法人	2.68%	850.08
王孝安	境内自然人	1.16%	367.99
中国银行	国有法人	0.75%	238
李强	境内自然人	0.65%	206.32
范祖康	境内自然人	0.62%	196.55
阮小根	境内自然人	0.51%	160.78
金枝	境内自然人	0.48%	150.75
章萍	境内自然人	0.47%	147.53
吕相男	境内自然人	0.44%	140.36

资料来源：新浪财经

表3.5 美利云2016年末前十大股东股权结构统计表

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（万股）
北京兴诚旺实业有限公司	国有法人	20.86%	14500
中冶纸业集团有限公司	国有法人	11.38%	7913.1
赛伯乐投资集团有限公司	战略竞争者	9.79%	6809.34
北京云诺投资中心	战略竞争者	4.76%	3307.39
南京创毅投资管理中心	战略竞争者	4.76%	3307.39
吉林省卓创众银股权投资基金合伙企业	战略竞争者	4.76%	3307.39
宁波赛客股权投资合伙企业	战略竞争者	4.76%	3307.39
宁波赛特股权投资合伙企业	战略竞争者	4.76%	3307.39
高雅萍	境内自然人	1.27%	884.22
中国新元资产管理公司	国有法人	0.93%	650

资料来源：新浪财经

（4）企业多元化发展的需要

最近几年，因为造纸行业总体上呈现出供过于求、竞争加剧的局面，导致公司的经营规模不断缩小，与此同时，公司的低效率、低效率的资产也在不断增加，这对公司的盈利造成了很大的影响。2013—2015年，造纸销售收入合计在同期的营业收入中，分别为93.45%、100.00%和100.00%。美利云的主要营收来自西北，由于短的运输距离和低廉的价格，美利云的主要销售区域是其主要的销售区域。在纸业的持续不景气的情况下，美利云的价格一直很低，而在另外一个情况下，由于发行公司的产能有限，导致美利云

的生产成本增加，使得公司的利润空间变小。为了降低对纸业的依赖性，美利云打算涉足云计算数据中心，但美利云的高负债水平导致了其高企的负债水平，使得其很难实现行业的转变，从而进入了一个恶性循环。通过以市场为导向的“债转股”方式，美利云公司的净资产会有所提高，资产负债率会有所下降，资产结构会有所优化，美利云公司的资金实力会有所提高，偿还债务的能力会有所提高，公司的财务状况也会有所好转。美利云的商业架构将会有很大的变化，将会是一个“两个主业”的商业架构。

3.6 美利云市场化债转股方案

通过对美利云的财务情况进行分析，发现美利云目前正处于连年亏损、负债累累、经营策略过于激进的困境之中，为了减少公司的负债，提高公司的经营业绩，增强公司的竞争力，必须进行变革和转型，以实现公司的经营目标。

《关于中冶美利纸业股份有限公司调整非公开发行股票有关问题的批复》，通过了对该项目的审核。美利云上市于 2016 年 4 月 21 日，在深圳股票交易所进行了股票的发行，股票的名称是“美利纸业”，股票的代码是“000815”。

美利云公司拟以“债转股”的方式，以新的有限制的流通股为基础，以非公开方式向特定的目标主体进行上市。美利云债转股的实施主体，定价方式，以及退出方式，都是以市场为导向的。

表3.6 美利云市场化债转股前履行程序表

时间	类型	主要内容
2014年9月24日	董事会	通过非公开发行股票议案
2014年12月16日	国资委	同意本次非公开发行股票方案
2014年12月29日	股东大会	同意董事会提交的非公开发行的议案
2015年1月16日	董事会	通过非公开发行股票（修订版）议案
2015年2月2日	股东大会	同意董事会提交的非公开发行（修订版）的议案
2015年7月28日	董事会	通过非公开发行股票补充协议的议案
2015年8月14日	股东大会	同意董事会提交的非公开发行补充协议的议案
2015年11月11日	证监会	审核通过本次非公开发行股票申请
2015年12月11日	董事会	通过延长非公开发行股票决议有效期议案
2015年12月29日	股东大会	同意董事会提交的延长决议有效期的议案
2016年1月5日	证监会	核准公司非公开发行 378,463,035 股新股

资料来源：美利云非公开发行股票公告书整理

3.6.1 美利云市场化债转股相关程序

3.6.2 美利云市场化债转股定价机制

本次非公开发行预计发行数量 37,846.3035 万股，募集资金总额 194,530 万元。本次非公开发行的发行对象为北京兴诚旺、赛伯乐集团、卓创众银、北京云诺、宁波赛客、宁波赛特、南京创毅。其中赛伯乐集团、卓创众银、北京云诺、宁波赛客、宁波赛特、南京创毅以现金 120,000 万元认购，北京兴诚旺以其对发行人的 69,390 万元债权及 5,140 万元现金认购，本次非公开发行在扣除发行相关费用人民币 17,000,000 元后，募集资金净额为人民币 1,928,300,000 元，其中转入股本人民币 378,463,035 元，余额人民币 1,549,836,965 元转入资本公积。

表3.7 美利云新增股份发行概要表

股票类型	人民币普通股（A 股）
股票面值	人民币 1.00 元/股
发行方式	向特定对象非公开发行
发行数量	378,463,035 股
发行价格	本次发行价格为 5.14 元/股

资料来源：美利云非公开发行股票公告书整理

而以市场为导向的价格是最能反映出“市场化”的基本原理的一种可操作性措施。将其价格划分成两个部分：一是对债务进行了价格的确定，另一种是对债务进行了价格调整，价格将会对各方的积极性以及债转股项目的执行结果产生直接的影响，因此，价格的确定是一个非常重要的因素。在债券的价格上，普通债券的价格是 1:1，目前大多数公司都是如此，而坏账一般原价格的 3-四成，而北京兴诚旺就是以 1:1 债券的价格，购买了 69390 万的债券。

此次拟发行的股票总数为 37846.3035 万股，共筹集到 194530 万元人民币。赛伯乐集团，卓创众银，北京云诺，宁波赛客，宁波赛特，南京创毅，分别以现金方式对云创集团进行了投资，并将出资的一部分用来进行中卫云网信息中心的建设；北京兴诚旺以其对本公司之全部股权认缴 69,390 万元人民币，北京兴诚旺以其对公司的债权认购 69,390 万元，该部分在发行时不直接募集现金，以现金认购 5,140 万元，该部分现金

扣除发行费用后将用于补充公司流动资金。

3.6.3 美利云市场化债转股资金运用情况

本次非公开发行预计发行数量 37,846.3035 万股，募集资金总额 194,530 万元。其中，赛伯乐集团、卓创众银、北京云诺、宁波赛客、宁波赛特、南京创毅以现金认购 120,000 万元，该部分认购资金全部用于向云创公司增资并建设中卫云数据中心项目；北京兴诚旺以其对公司的债权认购 69,390 万元，该部分在发行时不直接募集现金，以现金认购 5,140 万元，该部分现金扣除发行费用后将用于补充公司流动资金。

表3.8 美利云募集资金运用表

资金投向	项目投资总额	募集资金投入金额
增资云创公司建设中卫云数据中心项目	228840 万元	120000 万元
归还北京兴诚旺债务	69390 万元	69390 万元
补充流动资金	5140 万元	5140 万元
合计	303370 万元	194530 万元

资料来源：美利云非公开发行股票公告书整理

3.6.4 美利云市场化债转股退出流程

在我国，以债券为基础的以债券为基础的以债券为基础的债券市场的发行，其成功与否直接影响着我国债券市场的发展。其中一个最大的难点在于，当一个公司拥有了公司的股份之后，它是否能够通过一个畅通的退出通道来实现公司的股份的回收。这也是债券发行后，债券发行主体是否能够达成共识的重要原因。如果这些投资机构能够成功地撤出，将对以债券为基础的以债券为基础的以债券为基础的债券发行产生正向的正向回馈，向公司的信誉和盈利水平传递信息，从而更好地吸引外来投资者。另外，在选择上市公司的时候，还要结合上市公司的具体状况以及资本公司的意向来确定上市公司的具体退出途径。比如，一家公司可以在二次交易中收购股份，而一家非上市公司可以通过一家公司的股份转让来实现自己的股份。一般来讲，在“债转股”的运作中，有三种方式可供选择：一是将所持的股权直接让与被换股的公司；第二种，就是通过交易的方式，将公司的股票卖出去。第三，等到“以债换股”的操作完成之后，再将股票放到第二个交易的交易中去。

美利云此次增发的股份是一种有限制的流通股，将于 2016 年 4 月 21 日在深圳证券交易所挂牌，其股票价格是非除权的，并且有涨跌幅度的限定。所有 7 家公司所认购的

股份均有 36 个月的限制，并且在 2019 年 4 月 22 日可以在市场上自由流通。美利云公司在发行有限制地流通股时，要求从其所获股份自上市后三年之内，不能再进行任何交易。美利云所采用的方法是以股票的形式，以股票的形式，以股票的形式来收购执行公司的股票。在“债转股”程序中，关于锁定期间的安排是这样的：当对方拥有目标公司的股票，而且持股时间已过一年，那么对方可以在重组程序中用手中的股票换取美利云的股票，并保证在美利股份完成后三年之内不能再转让。尽管三年锁定期被设定，但美利公司在业内的声誉和其所持有的股份的流通量，使得三年锁定期得到了大部分投资者的认同。

第三种模式，其特征是具有较高的灵活性，能够保证大股东的持续掌控，同时，如果买方取得了买方的股份，则有更大的可能从二次市场中获取股权溢价，所以，这一类的退出模式，被许多金融机构所采用。

4 美利云市场化债转股实施效果分析

4.1 市场效果分析

美利云公布了以市场为导向的债转股方案，给市场发出了一个吸引大众关注的信号。本课题拟采用事件研究方法，对美利云引进战略投资者进行市场化债转股后，美利云股票价格会不会发生显著变化，会不会出现“超常回报”现象，并从这一现象所传达出的信息来判断美利云股票价格变化与其进行市场化债转股之间是否存在某种联系。

4.1.1 选取事件日和事件窗口

采用事例研究方法，第一步就是要明确事例日期。美利云公司为实现以市场为导向的债转股，共引进 8 个战略投资人，并以其股票的发行时间为 2016 年 4 月 21 日。事件分析方法中的时间窗既有事件周期，也有估计周期。事件发生时间通常是在发生时间之前 30 天的时间间隔内，我们选择了美利云在非公开发行前 30 个交易日以及在非公开发行股票之后 30 个交易日的时间间隔内的时间间隔。这一时期可以作为美利云公司股票价格与其以市场为导向的债券转换之间是否存在不正常的关系。所选择的估计时间，往往要比事件时间更长，一般是超过 100 天，少于 300 天，因此，我们选择了事件时间之前的 120 个交易日作为估计时间。

4.1.2 计算超额收益率并判断市场反应

股票的异常收益通常使用市场模型来估计， R_{it} 表示美利云在估计期的收益率， R_{mt} 指的是深证指数在估计期的收益率， ε_{it} 表示回归误差。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

回归分析如图 4.1 所示：

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	120
Model	.035198748	1	.035198748	F(1, 118)	=	32.05
Residual	.12958229	118	.001098155	Prob > F	=	0.0000
Total	.164781037	119	.001384715	R-squared	=	0.2136
				Adj R-squared	=	0.2069
				Root MSE	=	.03314

Rit	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Rmt	.6247137	.1103441	5.66	0.000	.4062023	.8432251
_cons	.0037289	.0030251	1.23	0.220	-.0022616	.0097195

图4.1 回归分析具体情况

经过回归分析，Rmt 的 T 值为 5.66，大于 1.96，统计学意义显著，可得回归方程 $R_{it}=0.0037289+0.6247137R_{mt}$

超额收益率是事件期内的股票的实际报酬率和没有出现事件时正常报酬率的差，累计超额收益率为事件窗内任意时间段超额累计收益的时间加总。美利云第 t 个交易日的超额收益率采用 ARit 表示，美利云第 t 个交易日的累计超额收益率用 CARit 表示。超额收益率和累计超额收益率的计算公式如下：

$$AR_{it}=R_{it}-R_{mt}$$

$$CAR_{it}=\sum AR_{it}$$

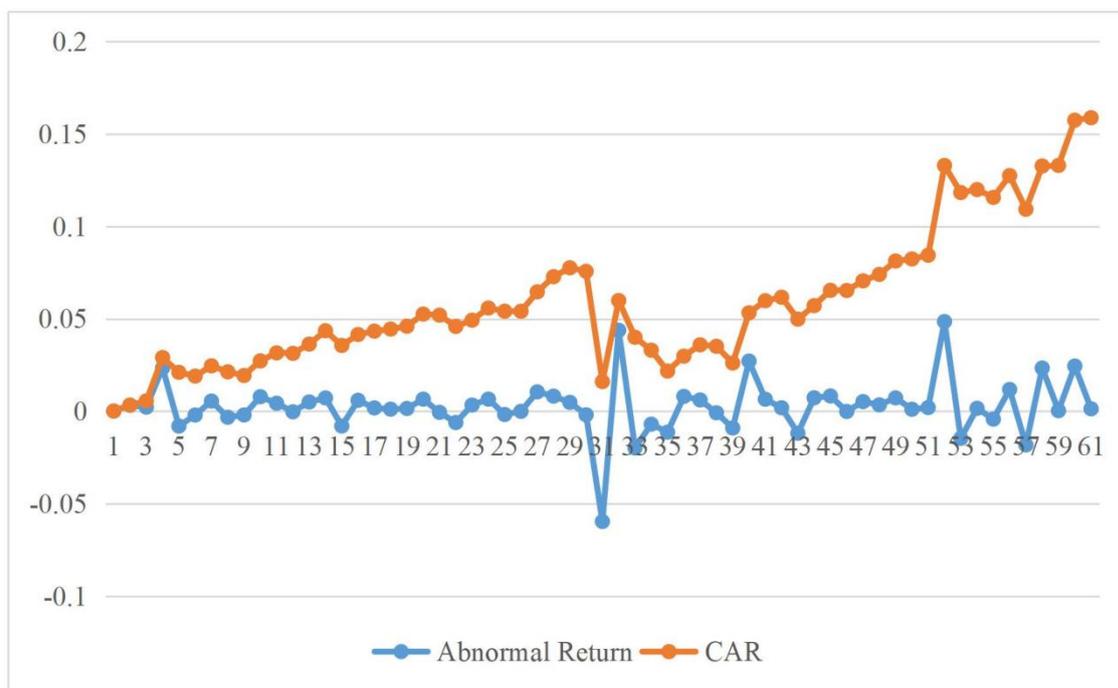


图4.2 美利云事件日前和事件日后的AR和CAR

从图 4.2 可以看到，美利云在市场化债转股停牌前的超额收益率较为稳定，大致在正负向 3% 水平上下波动。而在事件日之前的两天超额收益率大幅下降至 -2%，随后又恢复到正常水平。总体来说，美利云在事件日前超额收益率波动较大，累计超额收益率波动下降且比事件日前下降幅度要小，资本市场对美利云市场化债转股持悲观态度，这也是由于 2016 年当时市场化债转股的企业数量较少，没有相关政策文件，对美利云市场化债转股信心不足。如表 4.1 所示，美利云市场化债转股事件期间的累计超额收益率为 -31.75%，累计超额收益率显著为负，说明资本市场对美利云进行市场化债转股不看好。

表 4.1 美利云事件窗期间的超额收益率与累计超额收益率表 1

tradedate	dif	股票实际收益率	指数收益率	预期收益率	超额收益率
2016/3/8	-30	0.049957	0.002978	0.005589338	0.044367664
2016/3/9	-29	-0.023993	-0.021534	-0.009723645	-0.014269356
2016/3/10	-28	-0.05	-0.013945	-0.004982693	-0.045017306
2016/3/11	-27	-0.028509	-0.002869	0.001936637	-0.030445637
2016/3/14	-26	0.050113	0.032224	0.023859715	0.026253285
2016/3/15	-25	0.00172	-0.009409	-0.002148991	0.003868991
2016/3/16	-24	0.004721	-0.010984	-0.003132915	0.007853915
2016/3/17	-23	0.020931	0.034092	0.025026681	-0.004095681
2016/3/18	-22	0.033473	0.034185	0.025084779	0.008388221
2016/3/21	-21	0.036437	0.026421	0.020234501	0.016202498
2016/3/22	-20	-0.037891	-0.004816	0.000720319	-0.038611319
2016/3/23	-19	0.017052	0.009503	0.009665594	0.007386405
2016/3/25	-18	0	0.005446	0.007131131	-0.007131131
2016/3/28	-17	0.057485	-0.006078	-6.80696E-05	0.057553068
2016/3/29	-16	-0.04681	-0.017722	-0.007342236	-0.039467763
2016/3/30	-15	0.033267	0.034769	0.025449611	0.007817389
2016/3/31	-14	0.018398	0.000927	0.00430805	0.01408995
2016/4/1	-13	-0.034249	-0.007242	-0.000795236	-0.033453763
2016/4/5	-12	0.020265	0.025109	0.019414878	0.000850122
2016/4/6	-11	-0.016043	0.004097	0.006288392	-0.022331392
2016/4/7	-10	-0.039596	-0.016752	-0.006736264	-0.032859735
2016/4/8	-9	-0.040825	-0.008695	-0.001702945	-0.039122056
2016/4/11	-8	0.040877	0.018827	0.015490426	0.025386574
2016/4/12	-7	-0.021053	-0.007181	-0.000757129	-0.020295871
2016/4/13	-6	0.027295	0.014384	0.012714823	0.014580177
2016/4/14	-5	0.013688	0.008114	0.008797867	0.004890133
2016/4/15	-4	-0.01112	-0.003526	0.0015262	-0.0126462
2016/4/18	-3	-0.038554	-0.015345	-0.005857292	-0.032696709
2016/4/19	-2	0.023392	0.003173	0.005711157	0.017680842
2016/4/20	-1	-0.083673	-0.041285	-0.022062365	-0.061610635
2016/4/21	0	-0.055679	-0.010423	-0.002782451	-0.052896548

数据来源：stata 整理计算得出

表4.2 美利云事件窗期间的超额收益率与累计超额收益率表2

tradedate	dif	股票实际收益率	指数收益率	预期收益率	超额收益率
2016/4/21	0	-0.055679	-0.010423	-0.007872451	-0.057896548
2016/4/22	1	0.009434	0.009242	0.009502545	-6.8545E-05
2016/4/25	2	0.025701	-0.00443	0.000961459	0.024739541
2016/4/26	3	0.013212	0.010202	0.01010227	0.00310973
2016/4/27	4	-0.016187	-0.003501	0.001541818	-0.017728819
2016/4/28	5	-0.018282	-0.002383	0.002240248	-0.020522248
2016/4/29	6	0.007449	-0.000824	0.003214176	0.004234824
2016/5/3	7	0.027264	0.029619	0.022232337	0.005031663
2016/5/4	8	-0.017544	-0.001831	0.00258509	-0.02012909
2016/5/5	9	0.011905	0.004913	0.006798159	0.005106841
2016/5/6	10	-0.056561	-0.035658	-0.018547101	-0.038013898
2016/5/9	11	-0.039329	-0.030697	-0.015447897	-0.023881104
2016/5/10	12	0.005492	0.00028	0.00390386	0.00158814
2016/5/11	13	-0.007944	-0.001232	0.002959293	-0.010903293
2016/5/12	14	-0.019019	0.001578	0.004714739	-0.023733739
2016/5/13	15	0.008163	-0.003809	0.001349406	0.006813594
2016/5/16	16	0.003036	0.015454	0.013383267	-0.010347267
2016/5/17	17	-0.001009	-0.00013	0.003647728	-0.004656728
2016/5/18	18	-0.044949	-0.021598	-0.009763626	-0.035185374
2016/5/19	19	-0.017451	0.004019	0.006239665	-0.023690665
2016/5/20	20	0.05436	0.008529	0.009057124	0.045302875
2016/5/23	21	-0.00051	0.010331	0.010182858	-0.010692857
2016/5/24	22	-0.022983	-0.009726	-0.002347025	-0.020635976
2016/5/25	23	0.046524	-0.003777	0.001369397	0.045154605
2016/5/26	24	-0.020979	0.004246	0.006381475	-0.027360475
2016/5/27	25	0.002041	-0.001273	0.00293368	-0.00089268
2016/5/30	26	-0.008147	-0.004564	0.000877747	-0.009024747
2016/5/31	27	0.095483	0.040035	0.028739354	0.06674365
2016/6/1	28	0.011246	0.004843	0.006754429	0.004491571
2016/6/2	29	0.018536	0.006355	0.007698996	0.010837004
2016/6/3	30	-0.00546	0.006899	0.00803884	-0.01349884

数据来源: stata 整理计算得出

4.2 财务效果分析

4.2.1 偿债能力分析

偿债能力是一家公司在一段时间里，利用自己的全部财产来支付所欠的债务的能力，是一家公司能否继续经营发展的一个关键指标。如果企业在经营过程中有足够的流动资金来偿还债务，而且不会对日常运营造成影响，那么就表明企业的偿债能力比较高。在偿债能力上，论文选择了流动比率，速动比率，资产负债率，所有权比率，以反映美利云上市公司以市场化方式进行债转股后的偿付能力。下面的图表显示了美利云以市场为导向进行债券转换之前和之后的偿付能力指数。

表4.3 2011-2021美利云债转股前后偿债能力指标变动表

	流动比率(%)	速动比率(%)	资产负债率(%)	股东权益比率(%)
2011	0.69	0.32	83.05	16.95
2012	0.48	0.17	78.08	21.92
2013	0.45	0.08	81.96	18.04
2014	0.7	0.15	111.23	-11.23
2015	0.65	0.08	97.52	2.48
2016	3.07	2.08	30.32	69.68
2017	3.04	1.87	27.75	72.25
2018	2.03	1.29	33.36	66.64
2019	1.93	1.24	35.61	64.39
2020	2.35	1.42	31.33	68.67
2021	2.32	1.4	30.96	69.04

数据来源：美利云年报整理

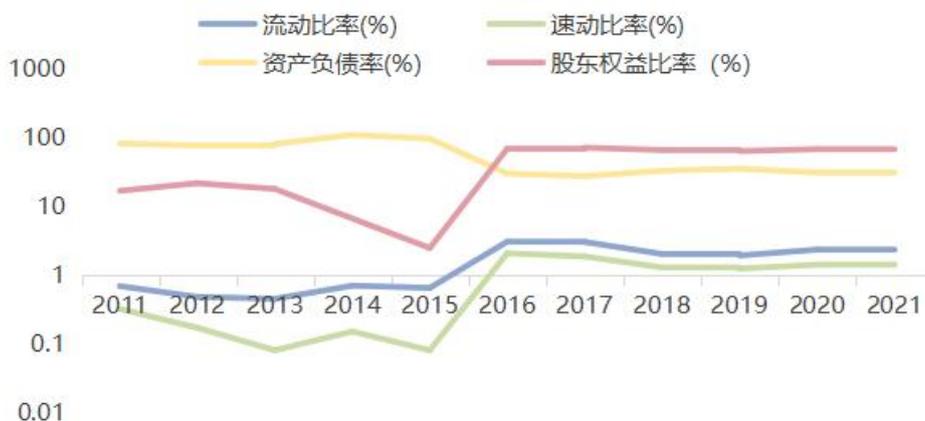


图4.3 2011-2021美利云债转股前后偿债能力指标变动图

从短期的偿还能力来看，从图 4.3 的分析可以看出，美利云的债务转股之前的流动性比例在 1 以下，而在实行市场化的债务转股之后，流动比例总体高于 2（2019 年的债务比例为 1.93）。在市场化债转股之后，在 2016 年，速动比率达到了最高的 2.08，之后逐渐降低到了 1.4，在实施市场化债转股之后，公司的短期偿债能力得到了极大地提升。在长期偿债能力方面，如图 4.3 所示，美利云公司的资产负债表整体上表现出了一个先上升后下降的态势，但是在市场债转股之前，资产负债表的资产负债表仍然维持在 80% 之上。从 2016 年开始，美利云的负债比率就开始急剧下降。特别是在 2017 年，与去年相比，公司的资产负债率降低了 3.46 个百分点，这是因为美利云公司利用了市场的优势，进行了以债券为基础的市场化改革，公司的股东利益得到了提高，同时，美利云公司的运营和管理也得到了提高，公司的资金也得到了一定的补充。而在 2018 年底，由于美利云对大数据、新能源等行业的业务进行了重组，使得公司的资产负债率出现了小幅的提升；其次，在“双减”的冲击下，公司的开工率降低，公司借钱购置原材料制造的纸产品的利润也随之降低。以上种种因素加在一起，导致了债务的增加而非资产的增加。从股东与股权的比例来看，从表 4.3 可以看出，美利云在市场化债转股之前，股东与股权的比例很低，在 2014 年的时候，甚至是负的，但是在 2016 年市场化的债转股之后，这个比例已经上升到了 60%，这说明它的长期偿债能力也得到了改善。整体而言，美利云在以市场为导向的债转股过程中，实现了经营发展与杠杆压缩之间的合理均衡，并对其进行了优化，从而在公司层面上实现了资产负债率的下降，从而减少了公司的债务压力，同时也减少了财务风险，提高了美利云的短期偿债能力。而从以上的指标

可以看出，美利云的长期债务偿还能力是好的，但是有下滑的趋势，公司在将来仍然有债务偿还的风险。

4.2.2 营运能力分析

营业能力是企业如何有效地运用其所拥有的资产，从而获得利润的一种能力。如果公司的资源管理效率更高，公司的资产就会更高，公司就会更快地得到回报。本研究以美利云股份有限公司为研究对象，以市场为导向的债转股方式，对其营运能力进行评估。

表4.4 2011-2021美利云市场化债转股营运能力指标变动表

	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	流动资产周转率（次）	总资产周转率（次）
2011	3.94	1.09	0.64	0.29
2012	5.7	1.51	0.98	0.39
2013	4.61	0.95	0.66	0.2
2014	6.47	1.1	0.85	0.31
2015	7.26	0.91	0.8	0.38
2016	12.48	0.96	0.49	0.28
2017	15.97	1.24	0.51	0.3
2018	15.01	1.52	0.66	0.36
2019	12.57	1.45	0.61	0.33
2020	7.17	1.57	0.67	0.36
2021	4.94	1.72	0.74	0.39

数据来源：美利云年报整理



图4.4 2011-2021美利云市场化债转股营运能力指标变动表

表4.5 2011-2021美利云市场化债转股营运能力指标变动表

	存货周转天数 (天)	应收账款周转天数 (天)	总资产周转天数 (天)
2011	330.09	91.4	1225.32
2012	238.77	63.14	929.99
2013	379.11	78.07	1824.63
2014	327.09	55.66	1151.26
2015	393.57	49.6	941.92
2016	375.31	28.85	1309.09
2017	290.21	22.54	1211.31
2018	237.15	23.98	1012.37
2019	247.83	28.63	1101.93
2020	229.27	50.22	998.06
2021	209.13	72.86	915.1

数据来源：美利云年报整理

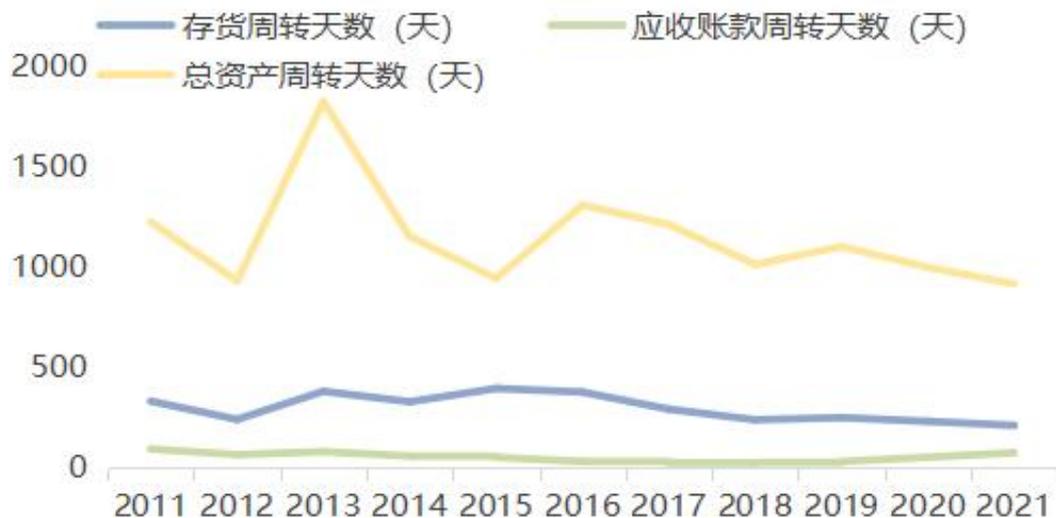


图4.5 2011-2021美利云市场化债转股营运能力指标变动图

由图 4.5 可以看出,美利云公司的四个经营能力指数在以市场为导向的债转股之前并没有发生明显的改变。但是,在市场化的债改股之后,无论是应收账款周转率还是存货周转率,都出现了不同程度的增长,特别是,应收账款周转率的增长幅度比较大,而存货周转率的增长幅度则比较缓慢。从表 4.4 可以看出,美利云公司的应收账款周转比率从 2015 年年底的 7.26 迅速增长到了 2019 年的 12.57,而库存周转比率从 2015 年年底的 0.91 增长到了 2021 年的 1.72。可见,市场化的“债改股权”不仅使美利云公司的负债有所减轻,同时也使公司的知名度、品牌知名度得到了提高,同时也使公司的应收账款得到了快速的回笼,从而使公司在市场上的销量得到了进一步的提高。另外,美利云还在积极地通过各种手段,强化对各类票据的管理,加快了承兑、催收的速度,加速了工程款、售款的回收,实现了资金的迅速回笼,进而提高了应收账款的周转率。以上的措施,能够有效地解决库存的问题,改善流动资产的状况,提升企业的经营能力。2015-2020 期间,流动资产周转率总体呈波动趋势,市场化债转股后,总资产周转率保持在 0.3-0.4 的范围内,这表明,市场化债转股后,美利云的资本输入和输出都得到了一定的提高,运营能力也得到了改善。

从图 4.5 可以看出,美利云的库存周转天数、应收账款周转天数、总资产周转天数都表现出先降后升的趋势,在市场化的债转股之前,美利云的库存周转天数、应收账款周转天数、总资产周转天数都有不同程度的降低,说明美利云的市场化的债转股在短期内取得了明显的成效。但是,自 2020 年开始,因为疫情的影响,市场需求降低,出现了供大于求的局面,造成了生产的停滞,使得美利云的库存周转天数、应收账款周转天

数、总资产周转天数等都出现了明显的增长，但是整体的运营能力仍然是行业内的佼佼者。

从以上的角度来看，以市场为导向的债转股使得美利云公司的应收账款周转速度加快，而库存周转速度加快，从而使得公司的资金周转速度加快。但是，在我国，应收账款和库存总额在流动资产和总资产中所占的比重很小，因此，其变化幅度不大。总的来说，美利云公司实行以市场为导向的“以债券为基础”的债券转换制度，对于公司的经营水平是有促进作用的。

4.2.3 盈利能力分析

一个公司在自己的运营中所取得的收入，是它盈利能力的一个重要指标。企业经营的目的为了赚取利润，利润的高低会对企业经营造成很大的影响，因此，盈利能力对企业的生存和发展非常重要。通过三个指标对美利云上市公司进行了市场债券转换后的利润进行了比较。

表4.6 2011-2021美利云市场化债转股盈利能力指标变动表

	总资产净利润率 (%)	净资产收益率 (%)	主营业务利润率 (%)
2011	-4.9	-25.79	5.31
2012	0.72	3.72	12
2013	-8.61	-53.18	-3.69
2014	-32.63	/	-3.44
2015	10.17	424.76	5.15
2016	0.18	0.18	5.51
2017	0.9	1.28	13.66
2018	1.52	2.17	11.99
2019	1.62	2.44	12.36
2020	1.53	2.27	10.41
2021	-0.52	-0.82	6.55

数据来源：美利云年报整理

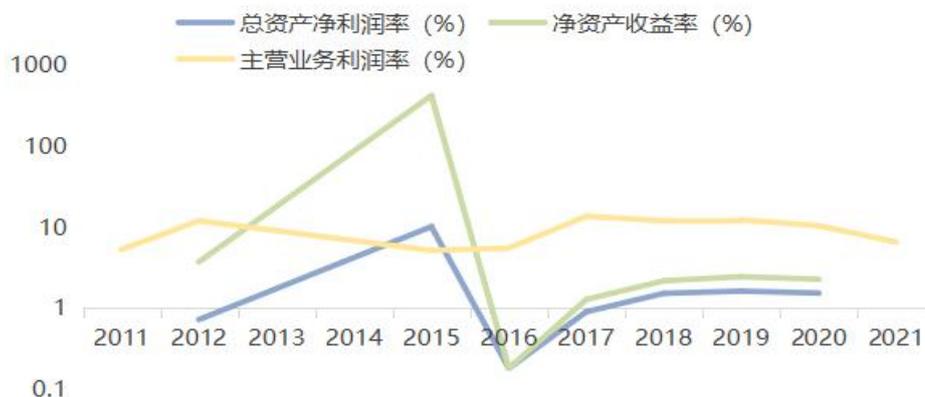


图 4.6 2011-2021 美利云市场化债转股盈利能力指标变动图

从图 4.6 可以看出，美利云公司的净资产收益率，主营业务利润率，以及总资产净利润的变动趋势基本一致。在这些指标中，资产净额、净资产回报率的变化幅度最大，而营业收入的变化幅度最小。

三个指数的增长率在市场化改股以前是不明显的，2016 年以后三个指数的增长率较低。从表 4.5 中我们可以看到，经过以市场为导向的债转股之后，美利云公司的总资产净利润从 2017 年末的 1.78% 快速上升到 2018 年末的 1.95%，这表明公司的整体资产利用率得到了提升。美利云 2018 年的净资产收益率较 2017 年下滑了 1.37 个百分点，主要原因在于，通过“债转股”方式，公司债务增速明显放缓，净资产增速快于总资产增速，进而影响到公司股东的每股收益。而在 2019 年，美利云公司的股东权益回报率再次快速增长，这表明公司股东的投资回报得到了改善。从图 4-12 可以看出，美利云在 2017-2018 两年间，其主要业务净利润和权益回报率都有了很大的提高。这是由于美利云以市场为导向进行债券转换后，由于其利息放款量有所下降，因此公司的融资成本有所下降。其次，美利云由于业务的扩展，营收的增长，再加上它的成本支出的节制，使得净利润的增长。2020 年，上述三项数据都有所下滑，部分原因是受新冠病毒的冲击，美利云的盈利增速低于往年。

从以上的角度来看，美利云公司在进行以市场为导向的债券转换时，对以上三个方面的收益性进行了全面的改善。尽管在 2020 年，由于新冠疫情的出现，导致了一些指数的下滑，但是，整体来看，以市场为导向的债券转换，对于美利云公司的利润增长还是有正面的作用的。

4.2.4 发展能力分析

一个企业在经营中扩大了自己的规模，提高了自己的经济效益，从而反映了它的发展能力。它是以公司的历史和目前的经营成长状况为基础，以外部大环境的影响因素为基础，对公司的潜力成长能力进行了分析评价。本文选择了四项指标，从四个方面对美利云上市公司市场化债转股的前后发展进行了评价。

表4.7 2011-2021美利云市场化债转股发展能力指标变动表

	主营业务增长率 (%)	净利润增长率 (%)	净资产增长率 (%)	总资产增长率 (%)
2011	-2.06	/	-22.35	1.05
2012	19.39	/	3.8	-19.74
2013	-59.41	-1059.16	-35.1	-21.13
2014	12.44	/	-137.93	-39.09
2015	-10.5	/	/	-6.57
2016	5.51	-97.34	5625.7	103.6
2017	43.23	548.42	1.26	-2.33
2018	24.65	75.36	2.22	10.83
2019	-0.47	15.34	2.5	6.08
2020	11.33	-5	2.27	-4.1
2021	6.04	-133.17	-0.83	-1.36

数据来源：美利云年报整理



图4.7 2011-2021美利云市场化债转股发展能力指标变动图

如表 4.6 所示，2015 年到 2017 年，美利云的主营业务收入增长率从 1.76%上升到了 7.90%，但是 2018 年的增长率有所降低，第一，由于最近几年，政府不断提升节能和降低损耗的标准，以及对环保的重视，使得该项目的执行进度变得很慢。其次，由于

前期基建投资的资金储量比较少，基建投资的增幅也比较小。2016年，公司的营业收入增长速度有了很大的提高，这是由于美利云公司在进行了以市场为导向的债转股之后，抓住了政府对基建方面的支持，公司的运营和生产管理水平得到了很好的改善，公司的研究和开发也得到了很好的发展，公司的营业收入也得到了很大的提高。从图 4.7 可以看出，在进行市场化的债转股之前，美利云的净利润增长率、净资产增长率和总资产增长率都是负向的，但是到了 2018 年，净利润增长率和净资产增长率分别达到了 22.76% 和 30.89%，这是由于美利云进行了一次市场化的债转股，引进了一批股东，向公司注入了一笔巨额的股本，从而提高了股东的股权结构，再加上公司的管理水平提高，营业收入的增加，从而使公司的净利润增长率和净资产增长率都有了很大的突破。美利云公司在债转股后，公司的总资产增长率持续攀升，这是由于公司经营范围的扩大以及公司重组带来的公司资产的增长所致。2019 年，净利润增速快速攀升，达到 45.55%，其中，一方面是由于当年的营收快速增长，另一方面，美利云旗下的中铁交通，将持有中铁高速 51% 的股权转卖给其他公司，这一转卖也被纳入到了 2019 年度的合并报表之中，使得净利润大幅提升。而在 2020 年，由于新冠病毒的影响，净利润增速明显下降。整体而言，美利云在实行以市场为导向的债转股制度后，以上四个方面均有改善，但在 2020 年，由于新冠疫情的原因，其主营业务的营收成长率与净利润成长率均出现了下滑。从以上几点来看，以市场为导向的债转股能够在某种程度上提高美利云公司的可持续发展能力，但其带来的效果随着时间的推移不断减弱。

1.1. 经营效果分析

2016 年，美利云集团的实际控制人中国诚通被认定为“国资公司”试点单位。中国诚通将积极参与美利云的日常运营，协助其不断提升运营水平，完成公司的战略转变。

1.1.1. 业务发展

伴随着经济的高速发展，以及全球一体化的趋势在持续增强，企业之间的市场竞争也变得越来越激烈。出于拓展市场、提高企业竞争力、增强风险抵御能力的目的，很多企业集团都开始向其他的产品或行业进行发展，从一个专业化的企业迈入了一个多元化经营的新时代。美利云原作为一家单一的纸浆制造公司，2014 年起进入了大数据、云计算、2017 年起进入了光伏领域，目前纸浆工业正处于连年亏损、负债沉重的状态，但新兴的云、光两个领域却有着良好的发展空间。在 2014—2021 年期间，美利云公司的造

纸业、光伏发电业务和云计算业务分别选择了四个主要的业务类型，分别对其业务类型进行了分析和比较。

表4.8 2011-2021美利云市场化债转股发展能力指标变动表

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入(万元)	云业务	0	39	503	3412	7911	23701	22208
	光伏发电	0	0	0	0	2750	2563	2817
	造纸业	53036	54873	80962	99537	91490	86695	95129
营业成本(万元)	云业务	0	34	270	2295	5532	19337	17093
	光伏发电	0	0	0	0	1055	1088	1097
	造纸业	50715	52105	70845	88103	82835	80810	93383
营业收入占比	云业务	0	0.07%	0.60%	3.25%	7.58%	20.40%	18.02%
	光伏发电	0	0	0	0	2.64%	2.21%	2.29%
	造纸业	100.00%	93.42%	96.23%	94.92%	87.65%	74.60%	77.20%
毛利率	云业务	0	12.53%	46.33%	32.74%	30.07%	18.41%	23.03%
	光伏发电	0	0	0	0	61.63%	57.55%	61.05%
	造纸业	4.38%	5.04%	12.50%	11.49%	9.46%	6.79%	1.84%

数据来源：美利云年报整理



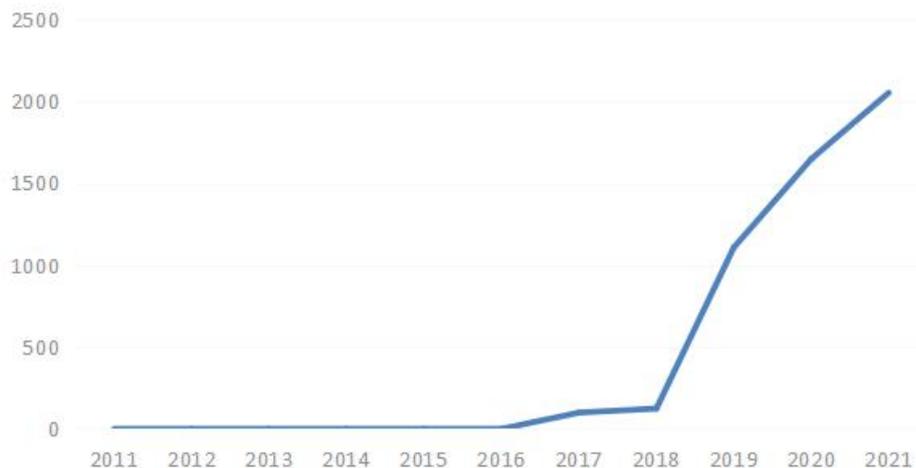
图4.8 2015-2021美利云各项业务毛利率表变化图

从表 4.7 中可以看出，2015—2021 年，美利云纸业、云计算、光电等行业的相关数据中，造纸业仍然是行业中的主要行业，在营收中所占比重始终保持在 75%以上。2016

年以市场化方式进行的“债转股”之后，造纸企业的营收稳步上升，2018年达到了一个高峰，之后出现了下滑，2021年出现了回升。而在2015—2021年期间，造纸企业的运营费用也出现了波动性增长。而且，公司的成长速度比公司的营运收入要快。美利云在2016年开发了云计算，在2018年开发了光伏，这两个项目在营收中所占的比例不高，但是它们的平均毛利率却是纸张行业的三倍和九倍，这说明它们在行业中的发展潜力很大。但受限于造纸行业的巨大经营费用，美利云的总利润并不高。在造纸业上，随着新的生产规模的不断扩大，这将会导致整个产业的竞争与洗牌更加激烈，而目前的市场供求关系仍然处于一个相对均衡的状态，这将会是一个结构性的调整过程。在新的市场规模不断扩大的情况下，市场竞争将更加激烈的情况下，今后应该逐步减少对纸浆行业的投资，并充分发挥美利云公司位于宁夏荒漠边缘的地理位置，在数据中心、云计算、光伏等领域进行投资，加速产业结构调整。

1.1.2. 技术创新

实行以市场为导向的债转股，不仅可以降低美利云的资产负债率，提升资金实力，还可以有效地防止债务风险，还可以增加公司的发展潜力，推动公司的改革，推动公司的发展，提升公司的发展质量和效率，让股东们能够更好地享受到公司的发展成果。根据目前美利云公司的经营状况，公司盈利仍以纸张类为主，但大部分产品并无特别的优势，且在市场上的竞争能力不强，毛利水平不高。在“以市场为导向的债转股”的大环境下，美利云将加速其产品结构的调整，推动美利云的产业链条朝着中高端、高附加值的方向发展，并以此来拓展其产业链，拓展其利润率，增强其可持续发展能力，寻求新的利润增长点。美利云在2016年之前一直专注于纸业，并没有进行任何的研究和开发。随着美利云以市场为导向进行债转股，美利云在云计算行业的发展中，每年都会对其进行大量的研究与开发，到2021年底，公司的研究与开发成本达到了1.67%，研究团队成员达到了12.42%，研究团队成员达到了16.12%，研究团队成员达到了16.12%。总之，在以市场为导向的债转股后，美利云公司的创新投入和专利成果都得到了一定程度的提高，但因为技术的投入和研发不能急于求成，要想将其成果转化为成果，还需要一段时间，因此，其研发的输出能力并不强。



数据来源：美利云年报整理

图4.9 2015-2021美利云研发支出变化图

1.2. 公司治理分析

公司治理结构是决定公司绩效的关键因素，而公司治理结构与公司绩效之间的关系是决定公司绩效的关键因素。在《关于深化国有企业改革的指导意见》发布的大背景下，美利云公司以国企改革为契机，积极探索化解公司历史上累积的管理问题与运营缺陷的方法，推动公司制度与制度创新。

1.2.1. 股本结构

美利云公司从 2016 年起，以市场化的方式进行了资本运作，之后的资本总额一直维持在稳定水平，2016 年 4 月 21 日新增的 31679.16 W 股，2019 年 6 月 26 日从限制性股票变成了可流通股票，其中管理层持股变动是导致公司资本结构变动的重要因素，但所占比重较小。

表4.9 2015-2021美利云股本结构变动表

时间	总股本(w)	流通 A 股(w)	受限 A 股(w)	变化原因
2015.12.31	31680	31679.16	0.84	高管股份变动
2016.04.19	31680	31679.23	0.77	高管股份变动
2016.04.20	69526.3	31679.23	37847.08	增发 A 股上市
2016.06.30	69526.3	31679.16	37847.14	股份性质变更

2017.06.30	69526.3	31680	47846.3	高管股份变动
2019.06.26	69526.3	69526.3	0	网下配售股份上市

资料来源：根据公开资料整理

1.2.2. 三会情况

美利云设立了股东大会，董事会，监事会，并以“三会”的形式对公司进行有效的管理。看看美利云公司的股东大会，董事会，监事会，就知道了这一点。美利云公司“三会”从1998年开始，就一直在发挥着自己的作用，并且在每一次的董事会上都有独立董事、监督员出席。其次是公司在经营与经营方面的有关计划与提案，均经股东会决议而获得通过。最后，就我国的公司管理体制而言，《公司法》规定，持股比例超过50%或者2/3的股东在股东会会议上作出的决定，即为公司的决定。美利云“三会”对其权力的行使和行使既是合情合理的，也是合乎法律的，并未出现“一股独大”的局面。

表4.10 2014-2022美利云三会情况表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股东大会（次）	4	4	4	2	5	3	3	3	3
董事会（次）	11	9	12	11	13	10	8	8	10
监事会（次）	5	3	3	4	6	6	4	5	6
备注	全部参加	全部参加	2人未参加	3人未参加	2人未参加	全部参加	全部参加	全部参加	全部参加

资料来源：根据公开资料整理

1.2.3. 高管构成

公司的管理人员队伍是公司人才培养的关键，也是公司发展的灵魂。

对于国有企业，其高层管理人员的任免采取的是一种首先通过国资委或者组织部门发布的任免文件，然后通过董事会投票的方式进行。从美利云最近三届（2013-2023）的高层组成来看，公司的高层组成包括：一位董事长、三位副总经理、三位非独立董事、三位独立董事、一位总会计师、一位监事会主席、一位监事以及一位职工代表监事美利云的高级管理人员大部分来自它最大的股东——中国诚通集团。

从历任董事长的情况来看，历任董事长在任前都有过与造纸行业有关的工作经验，并且历任董事长不但与公司的国有法人的控股方都有这一明确的联系，而且在任前和任后都与其代表的政府有这一联系，董事长均属控股方的代表，但其高管与控股方的密切

关系却并未公开。

表4.11 美利云第6-8届高管构成表

	第六届（2013-2016）		第七届（2016-2019）		第八届（2019-2023）	
成员	董事会	监事会	董事会	监事会	董事会	监事会
	张强 严肃 许仕清	闫学廷 黄中 刘岩	许仕清 朱磊 田生文	梁珉 任小平 谢燕	张春华 刘雨露 朱磊	马东 谢燕 杨奎毅
	张子珉 田生文 吴东旭 张小盟 孙卫国 刘景省	杨奎毅 王新芳	杨生浩 蒋利亚 刘岩 任小平 任林 季向东 刘景省 王玉涛 张小盟 陈尚义	杨奎毅	杨生浩 任林 吴登峰 钟志祥 陈尚义 王玉涛 王新	

资料来源：根据公开资料整理

表4.12 美利云第6-8届董事长情况

第六届	第七届	第八届
张强 严肃	许仕清	刘雨露 张春华
张强：中国物资开发投资总公司运营管理部副经理、战略发展部副经理	岳阳林纸股份有限公司副总经理 中冶纸业集团有限公司副总经理 中冶纸业银河有限公司党委书记、 董事长	刘雨露：岳阳林纸股份有限公司副总经理、财务总监、总经理、董事 沅江纸业有限责任公司执行董事 广东冠豪高新技术股份有限公司董事
湛江冠龙纸业有限公司常务副总经理		中国纸业投资有限公司副总经理 中国诚通生态有限公司董事长 北京兴诚旺投资有限公司副总经理
广东冠豪高新技术股份有限公司总经理助理		张春华：珠海红塔仁恒包装股份有限公司总经理助理
中国纸业投资有限公司战略发展部经理		华新（佛山）彩色印刷有限公司党支部书记、董事、总经理
严肃：中国纸业投资有限公司副总经理		
佛山华新包装股份有限公司董事		
佛山华丰纸业有限公司董事长		
广东冠豪高新技术股份有限公司董事		

资料来源：根据公开资料整理

1.2.4. 股东结构分析

从表 4.9 中可以看出，在进行债务互换之前，美利云所持有的十大股份在流通股份中所占比例为 32.72%。在进行了“债转股”之后，其控股股东将从中冶纸业集团变成了北京兴诚旺实业有限公司。美利云在其十大股东中所持有股份的比例为 67.51%。前十名的持股比例显著提高，与市场化债转股之前相比，这一次新增的前十大股东持股比例更为接近，其在股权结构上也变得更为多元化。分散化的所有权结构可以防止大股东“一言堂”，防止对公司的不利影响，保护小股东的合法权益。但是，因为信息不对称，投资者这一小部分的股东，是否能够发挥其对公司的制约和监管功能，真实地理解公司的

经营状况和发展趋势，并参与公司的经营、投资、融资等重大决策的制定，从而减少公司的代理成本，仍然是个未知数。

表4.13 美利云2015年末前十大股东股权构成统计表

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（万股）
中冶纸业集团有限公司	国有法人	27.03%	8563.1
中国工商银行	国有法人	2.68%	850.08
王孝安	境内自然人	1.16%	367.99
中国银行	国有法人	0.75%	238
李强	境内自然人	0.65%	206.32
范祖康	境内自然人	0.62%	196.55
阮小根	境内自然人	0.51%	160.78
金枝	境内自然人	0.48%	150.75
章萍	境内自然人	0.47%	147.53
吕相男	境内自然人	0.44%	140.36

资料来源：新浪财经

表4.14 美利云2016年末前十大股东股权构成统计表

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（万股）
北京兴诚旺实业有限公司	国有法人	20.86%	14500
中冶纸业集团有限公司	国有法人	11.38%	7913.1
赛伯乐投资集团有限公司	战略竞争者	9.79%	6809.34
北京云诺投资中心	战略竞争者	4.76%	3307.39
南京创毅投资管理中心	战略竞争者	4.76%	3307.39
吉林省卓创众银股权投资基金合伙企业	战略竞争者	4.76%	3307.39
宁波赛客股权投资合伙企业	战略竞争者	4.76%	3307.39
宁波赛特股权投资合伙企业	战略竞争者	4.76%	3307.39
高雅萍	境内自然人	1.27%	884.22
中国新元资产管理公司	国有法人	0.93%	650

资料来源：新浪财经

1.3. 社会效益分析

美利云是西北地区规模最大的纸业上市公司，在其面临着退市的危机之际，对其进行以市场为导向的债股，不但可以使该公司扭转亏损，摆脱目前的财务状况，而且还对社会产生了积极的作用，具体分为四个部分。第一其有利于共建生态文明，共享绿色未

来。传统的造纸工业在生产过程对环境造成的污染非常严重，美利云所处的宁夏地区三面环沙，生态环境敏感脆弱，水资源和森林资源短缺，美利云利用市场化债转股募集资金，通过投资对企业设备进行改造，实现公司的清洁生产，减少环境污染，达到环保与生产的有效结合和统一平衡，并促进当地的公众生态环境恢复和改善。

第二其有利于当地经济的发展。我国经济发展不平衡，西部地区发展最为缓慢。2015年宁夏GDP为2579.4亿元，而美利云2015年的营业收入为5.57亿元。作为大型央企中国诚通控股集团有限公司下属的一家大型国有企业，其发展与当地经济密切相关，面对退市危机，美利云打出了以市场为导向的债转股“强心剂”，取得了良好的业绩，对当地的经济、社会稳定起到了很好的促进作用，同时也促进了相关行业的发展和发展。

第三其有利于有助于稳定投资者情绪，保障投资者利益。而美利云则是通过以市场为导向的债转股方式，使公司脱离了金融危机，避免了被退市的危险，当公司重新开始正常生产经营时，投资人仍然能够持有公司的股份，具有持续盈利的依据。美利云通过市场化债转股，投资人的相应权益也能获得一定的保护。

第四其有助于避免职工失业，维持社会的安定。美利云公司2015年有1510名员工，员工工资总额达6866万元。美利云因为经营问题，势必要裁减人员，一些员工将面临着下岗的危险，失去了原本的经济来源，这将会对当地的劳动力市场和社会造成极大的影响。市场化债转股有效降低企业负债率，成功地解决了员工的债务，让员工们的工作得到了保障，获得了更多的收入，从而减轻了员工们的压力。

2. 美利云市场化债转股产生出现的问题及解决措施

5.1 市场化债转股进程缓慢

美利云上市公司的债转股过程较慢，其原因在于上市公司的债转股程序繁琐，准备时间较长。具体表现为：在政策层面，美利云公司于2014年以非公开的形式进行以市场为导向的债转股，由于其是国内首家进行债转股的国企，所以相关的政策并不健全，美利云公司目前正处于摸索阶段。从融资的角度看，债转股融资的低收益率和长期融资的高收益率是矛盾的。以市场化债券为对象的债券市场，由于其发行对象是一些有发展潜力但短期内难以盈利的公司，其发行对象是中低收益的公司。但同时，因为市场化的债券转股往往具有很长的期限，所以市场上能够获得与债券转股相对应的长期资金回报往往很高，尤其是在资产管理公司新规出台后，市场上很难获得长期的低价资金，所以从国资委批准美利云债券转股到美利云债券转股，已经过去了一年多的时间，其中一个重要原因就是债券转股的融资比较困难。在公司价值评估中，美利云公司是一家国企，进行“债转股”交易，既要与当地政府进行博弈，还要避免国有资产流失的问题。要将这两个问题都解决好，并不是一件容易的事情。此外，操作过程繁琐、周期较长，因此对资产管理公司的参与积极性和推进进度产生了一定的影响。

5.2 企业效益减弱

在我国，以债转股的公司普遍存在着资本回报率偏低的问题，这使得以债转股的政策目的难以达到。已经进行了债券互换的公司，因为可以免除本金和利息，降低了财务成本，将实现盈利。但是许多公司的盈利远低于股票发行前所应该支付的利息，而且其资本回报率也非常低。只通过减少负债和利息来扭转公司的经营状况，不能从根源上改变公司的经营状况。将原本应有的利息转化为利润的扭亏为盈，也绝不是债转股政策所要达到的目的。它的真正目的是，用减免债务本息的方式，在缓解企业的债务压力之后，从根本上进行重组和改制。等企业的效益显著提升之后，资产管理公司才会出让债转股股份，将资金回收回来，从而将金融风险彻底化解。从美利云的现状来看，虽然美利云能够以市场为导向进行债务重组，但是因为其主要的纸浆业务太过巨大，所以很难在短时间内将其分拆出去，即便是在云计算、数据中心等方面进行了大量的资金注入，但是到了2022年，其纸浆业务依然占到了公司总营收的80%，而且因为在纸浆业务上的弱势地位，导致公司的净利润一直为负值，如不采取措施美利云很可能会再次跌入经营困

境。

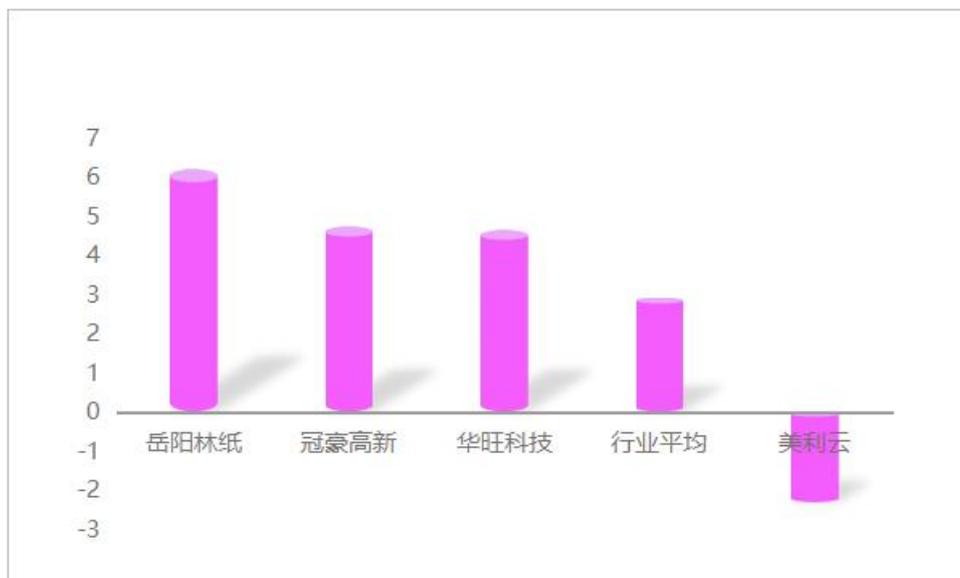


图5.1 造纸行业主要企业2022年净利润表

5.3 债转股市场化程度低

这一次“债转股”的主要特征是投资的市场化。美利云公司在进行债转股时，所采取的转股方式、转股定价机制以及转股后的退出机制均具有很强的市场特点。另外，“美利云”还引进了8个机构投资人参与债转股，投资人人数众多，完全符合了市场化债转股对公司股权结构优化的需要。在美利云与发债方赛伯乐公司签订的有条件的认购协议中，赛伯乐公司拥有提名美利纸业两个董事候选人的权利。另外七个机构，仅以现金分别认购了4.76%的股份，合计为33.32%，新晋的股东掌握了一定的控制权，应该能够更好地参与到公司的运营中来，对公司的管理起到一定的作用，但实际上，他们并没有太大的发言权。在债转股之后，控股公司从中冶造纸集团公司变成了北京兴诚旺工业股份有限公司。这两个公司都属于中央企业——中国诚通控股集团有限公司。可以看出，这次以市场为导向的美云债转股，执行机构都是国企背景和政府的影子。尽管政府性质实施机构能够利用自身的资产规模优势与特殊地位优势，为实施债改股的企业提供实质性的帮助，并给予企业更多的专业信息与政策引导。通过对债转股方式的分析，我们可以看到，在这一轮以市场为导向的债券转股过程中，政府的作用应该逐步减弱。在市场化的债转股的顶层设计上，政府应该在整体的规章制度、法律规范和政策引导下给予更多的引导和监管，而不应该过多地介入到公司的债转股的运作中。

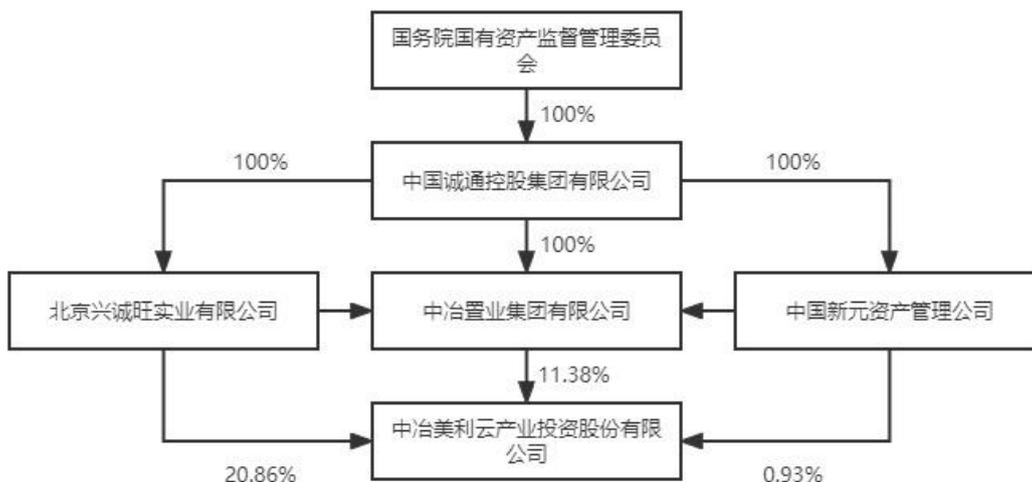


图5.2美利云债转股后产权关系图

5.4 市场化债转股设计上存在的风险

债转股的策略，可以说是“一石二鸟”：一方面，它可以从账面上，剥离出大量的坏账，另一方面，它可以让银行的财务状况变得更好，从而轻装上阵，以崭新的姿态，进入市场；对于公司来说，它可以减轻自己身上的重担，公司不再需要每年承担银行借贷的本金、利息，而是要向股东进行分红，利用借债转股的机会，来转换经营机制，最终构建出一个现代企业制度。然而，目前我国的债转股制度和制度还不健全，使得我国目前的债转股制度设计中还存在着很多的风险。

债券互换对于债务人来说是一份“免费午餐”。那些本来应该倒闭的企业，却没有倒闭，反而进行了债权互换，结果公司又拖了好几年，最后不得不资不抵债，这让国家的财产蒙受了更大的损失。

对于债改股的公司来说，通过实施债转股政策，可以让得到这个机遇的公司马上卸下重担，降低公司的财务成本，缓解公司的经营压力，而且以后公司也不用再还本付息了。于是，各公司纷纷使出浑身解数，争先恐后地争取“债转股”。债转股的本意是“对一些产品有市场，发展有前途，但是因为负债过重而面临困难的重点国有企业，实行债转股，从而解决公司负债率过高的问题”。但是，这对那些运营状况良好，有能力按时还款和还本付息的国企而言，就显得不公平了。他们之所以没有“无偿”地拿到资金，是因为他们的管理很好。有些原本能按时偿还债务的公司，一看“债转股”能免去利息，便有意不履行债务，造成了整个社会的“赖帐文化”。

对于地方政府来说，通过“债转股”方式进行“债转股”，由于二者之间的利益紧密相

连，其参与的热情也是不相上下的。如果一家公司可以摆脱负债的窘境，走上良性发展的轨道，它可以给当地带来税收、解决就业等一系列的利益，可以促进一个地区或一个部门的经济增长。对地方和行业来说，债转股是一种重新配置债务资源的方式。当地政府会鼓励一些已经破产，没有任何市场可言的公司去包装自己，抬高自己的身价；对那些自身经营良好的公司，将其纳入“债转股”条款中的公司，则将其纳入“债转股”条款中。因为，债转股工作是由国家经贸委、相关银行和金融资产管理公司共同完成的，所以，上下信息的流动是不对称的，所以，运营一方并不能完全掌握企业的真实信息，再加上运营方的人员数量有限，出于成本和时间的考量，企业的申报和其条件的筛选仍然是由当地经贸委来完成，这就更加削弱了监管机制。改革和结构调整不够有力，退让太多，故意将负担转移到财政上，将股份廉价卖给了民间等。

对于银行业来说，四家大型商业银行将会是最大的直接受益群体。按照规定，金融资产管理公司将按照账面价值 1:1 的比例，对银行的不良资产进行收购，银行可以通过一定的流程，将这次剥离范围内的所有不良资产转化为金融资产管理公司对该公司的股份，而其自身，则可以获得由财政部保证的债券。如此一来，四大国有商业银行中的绝大多数不良资产，就会在一瞬间烟消云散，取而代之的是一个完整的资产负债表，没有了巨大的不良资产的压力，银行可以重新梳理自己的经营理念，轻装上阵，更好地参与到市场中去。此外，从当前银行的资产质量来看，需要进行债转股的这部分坏账，其实要比那些不能被纳入债转股名单的坏账要好，这是因为这些企业有可能实现扭亏为盈。而且，对于一些更糟糕的，银行也不抱什么希望了，所以，他们的第一个想法就是把这些真正的坏账剔除出去。从当前的经营情况来看，银行继续发放新的贷款，还存在着较大的风险。至于一些按照政策要求可以剥离的不良资产，考虑到这些资产还能给银行带来一定的收益，所以银行也不会太过着急。在这种情况下，银行将会根据自己的实际情况，采取适当的行动，尽量把那些不应该被买走的不良资产买走，把那些应该被买走的不良资产买走。很多公司都有抢着把债券换成股票的意愿，银行和企业之间可能发生作假的合作。

5.4 解决措施

5.4.1 进一步健全和完善相应的法律法规

美利云公司债转股的市场化速度较慢，其关键在于进一步完善相关的法律制度，债转股的推行不能仅仅注重实际操作，而忽略了理论的探索。政策体系与实践探索既相互补充，又必须以法律为基础。美利云是第一批以市场为基础进行债转股的公司，但在这个时候，相关的法律和制度并不健全，大部分的投资者都在等待着市场上的债券，他们的投资热情并不高，因此，他们必须要尽快出台相应的政策。建议财政部、国资委、银保监会、证监会、税务总局等有关部门，要加速对有关政策的落实，并对这些政策的执行情况进行密切跟踪和关注，并要针对在实施过程中产生的新情况、新问题，对有关政策进行相应的调整，使其更加完善。因此，应建立以“债转股”为核心的监管机构，以规范地方政府的行为，防止因政策因素而导致的““拉郎配””现象，以保证我国以“账转股”方式顺利、依法、有序地进行。

5.4.2 剥离低效业务加快产业转型

在日益激烈的经济全球化和市场竞争中，公司的发展重心是不断地调整的。而在多种产业混杂发展的情况下，会造成企业精力分散，经营亏损等负面影响。在此背景下，寻求主营业务的明晰已逐步成为很多公司提高业绩的重要需求。纸浆业务属于美利云的低端业务，长久以来的低回报率和高成本已经成为制约美利云发展的瓶颈，美利云的高管们应该“壮士断腕”，坚决处理纸浆业务，放松对纸浆业务处置的要求，找到适合自己的客户，在必要的时候，可以做出一些价格方面的妥协。

本次债转股并非一次简单的债务转让股权，它的基本目标是，在借助外界资本将债务转成股权后，可以对公司的经营状况进行改进，完善公司治理，充分地发挥出股东的积极作用，最终达到提高公司价值的目标。从公司的观点来看，美利云应该充分发挥这一次“债转股”的作用，将变革的力量注入公司的制度和制度之中，促进公司的发展，并从中吸取经验和教训，想办法解决变革过程中遇到的障碍，从而达到公司长期发展的目的。

5.4.3 加强公司治理保障中小股东权益

本次“债转股”其重点在于市场化与“第一轮债转股”有所比较和区分。市场化的提

出，也是我国目前经济发展的产物。要坚定地遵守市场化的原则，政府只需要为构建一个良好的经济秩序，为债权人和投资者的利益提供合理的保障，对政府的职责范围进行界定，并将在转股过程中出现的种种问题进行处理。这个过程，涉及了很多参与方，他们的目标，就是帮助公司发展，保护公司利益，美利云集团是国有公司，相对来说对小股东的权益保障不够重视。对此，应当加强对股东的知情权、对董事、监事的问责权、对控制股东的控制；加强对董事的义务与责任，并对其违约行为进行补偿。董事在行使职权时，蓄意损害少数股东利益的，应当向少数股东负责；加强对经营者等高管的职责与责任，对经营者不履行保护中小股东权益义务的救济机制进行规范。在企业追求业绩高质量增长的过程中，也要积极推进公司治理结构不断优化，持续提高信息披露水平，切实强化中小投资者利益保护等各项工作。

6. 结论与展望

6.1 结论

本文选取实施市场化债转股的国有企业美利云公司进行研究，文章首先分析了美利云实施市场化债转股的背景、动因以及过程，随后重点分析了美利云市场化债转股的效果，并对其产生的主要问题提出优化建议。

中冶美利云产业投资股份有限公司位于中国西北的塞上江南宁夏回族自治区，作为当地大型造纸企业，尽管美利云在西北地区是第一大造纸企业，但其仍于东南沿海经济发达地区造纸企业有较大的差距。一方面，美利云所处的西北地区水资源和森林资源较不丰富，环境脆弱，美利云生产成本较高，另一方面，美利云在经济快速上升时期大力扩张规模，资产负债率也在这段时间有明显的上升。在经济转型期，行业的周期性以及美利云产能过剩，持续的负债经营使其盈利能力差，经营压力重。在 2013、2014 年经营连续亏损，成为退市风险警告的企业，也是在这一危险时期，美利云寻找出路通过市场化债转股并成功化解了财务危机，实现转型发展。

企业债转股的实施受企业本身财务状况和经营状况的影响，其中资产负债率是影响债转股实施的一个重要原因。企业陷入财务困境之后选择通过市场化债转股进行重整，降低企业的资产负债率，化解企业债务危机，改善企业经营状况，使企业获得新的发展机会。此外，行业现状以及国家去杠杆政策也是影响企业债转股实施的原因。当前造纸行业杠杆率居高不下，去杠杆成为造纸行业急需解决的问题。加之国家出台一系列债转股的政策鼓励企业通过实施市场债转股降低企业的资产负债率。通过市场化债转股可以实现多方共赢的局面。

本文从市场表现、财务效果、经营效果、公司治理、社会效益等角度剖析市场化债转股实施效果可以得出以下几条结论：

其一，从市场表现来看，由于市场化债转股实施时间短，对于监管机构及债转股参与者来说都是处在摸着石头过河的境况，市场对债转股并不看好。

其二，从财务效果来看，美利云在实施债转股后，其资产负债率大幅降低，企业的偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力在短期内有较大提升，这说明市场化债转股帮助美利云提升其偿债能力，明显改善了企业经营绩效，化解债务危机，使企业转危为安。

其三，从公司治理角度来看，市场化债转股能够改善美利云的治理结构，使得股权更加多元化，但深入来看，因其国企业的性质美利云的实际控股方并没有发生变化（中国诚通），外部投资方并没有获得多少参与公司决策的权力，外部监督不够，高管与控股方关系密切。

其四，从经营效果和社会效益来看，美利云实施债转股后实现了企业的转型发展，由原有的单一造纸业务转为造纸-云计算双主营业务的多元化企业，其科技研发投入也在不断增加，市场竞争力有明显的提高。美利云的债转股也间接促进了当地的繁荣稳定发展，降低环境污染率，提高资源利用效率，实现可循环发展。

但是美利云市场化债转股仍面临诸多问题与挑战，在 2020 年后，美利云的业务发展呈现疲态，主营造纸业务盈利能力继续下降，极大的制约了美利云未来的发展，公司不得已在 2022 年启动重大资产重组，全面转型云计算业务和锂电池业务，这说明市场化债转股带来的经济效果不是一劳永逸的，企业还要持续改善经营情况，降低企业经营与财务风险，加大改革转型的力度，才能保证企业旺盛的生命力。

6.2 展望

本文通过对美利云市场化债转股的案例进行梳理研究，并对其实施原因和市场化债转股后的效果进行分析。但由于受时间、笔者水平等限制条件的影响，本文还存在一定的缺陷。针对不足之处，笔者提出了几点展望。

首先，对于市场化债转股的实施效果方面的分析，还可以从其他多个角度开展。其次，由于 2022 年 11 月美利云启动重大资产重组，相关方面内容未能在论文中显现，可以在今后继续对其进行研究。

参考文献

- [1] Drobetz W.,Pensa P.Wanzenried. Firm Characteristics,Economic Condition and Capital Structure Adjustments.Working Paper, 2006.
- [2] Khanrisya Ayu Effendi.The optimization of capital structure in maximizing profit and corporate value[J].Business Review, 2017, (1):41-47.
- [3] Frank and Royal.Preferences as Behavior Towards Risk Review of Economic[J].Studies Management, 2012:(1):6-8.
- [4] Husted BW, Allen D B. Strategic corporate social responsibility and value creation[J].Management International Review, 2019, 49(6):781
- [5] Saibal Ghosh. R&D in Indian manufacturing enterprises:what shapes it?[J].Economic Innovation and New Technology, 2009, 18(4)74-92.
- [6] Gustavo Grullon,DavidL.Ikenberry.What do we know about stock repurchases?[J]Journal of Applied Corporate Finance, 2000, 13(1):31-51.
- [7] Alexander Hillert, Ernst Maugy. Stock Repurchases and Market Liquidity[J].Journal of Financial Economics, 2013, (3):62-67.
- [8] D.Brandeis.Other Peoples Money and How the Bankers Use it,National Home Library Foundation.2016(02):88-89.
- [9] Nissim D,S.H.Penman.Financial Statement Analysis of Leverage and How it informs About Profitability and Price-to Book Ratios [J].Review of Accounting Studies.2015(02):531-560
- [10] Billett,T.M.T.D.King,D.C.Mauer.Growth Opportunities and the Choice of Leverage Debt Maturity,and Covenants[J].The Journal of Finance.2007(02):697-730.
- [11] John R.M.Hand.Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Paper Profit or True Financial Gain [J].The Account in Review , 1989,64(4):587-623.
- [12] C. Smith.and.J. Warner,On Financial Contracting: an analysis of bond covenants.Journal of Financial Economics, 1979(07):117-161.
- [13] Michael Blackwell,Simon Nocera.The Impact of Debt to Equity conversion[J].Finance and Development,1988(01):15-20
- [14] Heshmati. A. The dynamics of capital structure:The evidence from Swedish-micro and small firms[J].Research in Banking and Finance, 2001(02):199-241.

- [15] Eli Schwartz,J.Richard Aronson.The preference for accumulationvs.Spending: Gift and estate taxation, and the timing of wealth transfers[J].National Tax Journal.1969,22(3).
- [16] Lee Remmers, Arthur Stonehill, Richard Wright, Theo Beekhuisen.Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally[J].Financial Management.1974,3(2).
- [17] Hall G, Hutchinson P, Michaelas N, Industry Effects on the Determinants of Unq-quotedSMEs Capital Structure [J].International Journal of the Economics of Business.2000(7):297-312.
- [18] Franco Modigliani and Merton H. Miller.The cost of capital,corporation finance a -nd the theory of investment[J].The American Economic Review.1958(05):261-297.
- [19] Hackbarth.D,Miao JJ,Morellec. E.Capital Structure,Credit Risk and Macroeconomic Conditions[J].Journal of Financial Economics.2006(03):519-550.
- [20] John D Finnerty. Stock-for-debt swaps and shareholder returns.[J].Financial Management,1985(14):5-17
- [21] Yuta Seki.The use of debt-to-equity swaps by Japanese companies. Capital Research Journal,2002(3):35-40
- [22] John R.M.Hand.Do firms undertake debt-equity swaps for An Accounting PaperP ro-fit or True Financial Gain[J].The Accounting Review,1989,64(4):587-623
- [23] Fiorina Silaghi.The use of equity financing in debt re&egotialion[J].Journal of economic danamics and control,2018,86(01):123-143
- [24] Peavy, John W and Jonathan A .Scott.The effect of stock for debt Swaps on security returns[J].Financial Review.1985(20):303-327.
- [25] 谢蓬. 新一轮债转股浅析[J]. 现代经济信息, 2017(16) :289.
- [26] 连维良. 积极稳妥降低企业杠杆率有序推进市场化银行债权转股权[J]. 宏观经济管理, 2016(11) :4-6. DOI:10. 19709/j. cnki. 11-3199/f. 2016. 11. 002.
- [27] 李坤. 中国民生银行债转股方案设计[D]. 燕山大学, 2017.
- [28] 叶文辉. 市场化债转股:国内外实践、存在问题和对策研究[J]. 国际金融, 2017(08) : 64-70. DOI:10. 16474/j. cnki. 1673-8489. 2017. 08. 009.
- [29] 汪伟, 范林凯. 新一轮债转股对商业银行的影响与对策[J]. 清华金融评论, 2016(1

- 1):75-77. DOI:10.19409/j.cnki.thf-review.2016.11.021.
- [30] 黄梦成. 市场化背景下云锡集团债转股案例分析[D]. 江西财经大学, 2018
- [31] 黄倩怡. 市场化债转股政策研究文献综述[J]. 北方经贸, 2021(09):102-104.
- [32] 尹燕海. “债转股”利弊及新一轮债转股取向探讨[J]. 金融会计, 2016(06):73-77.
- [33] 杨雪. 当前市场化债转股需要关注的问题及建议[N]. 金融时报, 2019-02-18(009).
- [34] 贾美玉, 张君妍. 新一轮债转股对我国商业银行的影响及对策分析[J]. 时代金融, 2017(24):74-75.
- [35] 何玉坤. 国有企业市场化债转股方案的有效性探究[J]. 科技经济市场, 2021(08):102-103+106.
- [36] 王国刚. 市场化债转股的特点、难点和操作选择[J]. 金融研究, 2018(02):1-14.
- [37] 张炎炎. 去杠杆政策对企业投融资决策的影响研究[D]. 吉林大学, 2022. DOI:10.27162/d.cnki.gjlin.2022.007580.
- [38] 李珊珊. 债转股市场化路径的“法治”缺失与规制[J]. 发展改革理论与实践, 2017(09):48-53. DOI:10.13814/j.cnki.scjyjg.2017.09.013.
- [39] 吴晓灵. 用市场化思维和手段去杠杆——兼谈对债转股手段的运用[J]. 清华金融评论, 2016, (05):43-45.
- [40] 刘依婷. 中国中铁市场化债转股案例研究[D]. 湘潭大学, 2021. DOI:10.27426/d.cnki.gxtdu.2021.001254.
- [41] 陶子珏. 长航凤凰债转股对财务绩效的影响研究[D]. 广东工业大学, 2017.
- [42] 李志军. 债转股治理效应的问题研究[D]. 湖南大学, 2013.
- [43] 王建新, 罗志恒. 新一轮债转股的业务模式研究[J]. 经济研究, 2017, (05):26-33.
- [44] 丁云霞. 基于B-S期权定价模型的可转债定价研究[D]. 哈尔滨商业大学, 2022. DOI:10.27787/d.cnki.ghrbs.2022.000592.
- [45] 梁伟亮. 经济新常态下债转股的困境及其破解机制研究[J]. 浙江金融, 2016, (07):3-9.
- [46] 黄金老. 稀释债转股企业——债权转股权问题研究[J]. 国际贸易, 1999(06):42-44. DOI:10.14114/j.cnki.itrade.1999.06.012.
- [47] 杨凯生. 关于债转股的几点思考[J]. 清华金融评论, 2016, (05):48-49.
- [48] 彭小兵. 国企债转股中的博弈行为及运作机制研究[D]. 重庆大学, 2004.
- [49] 王丽丽. 债转股对国有企业治理结构的影响分析[J]. 企业技术开发, 2016, 35(05):

- 120-121+123.
- [50] 唐建伟. 关于中国企业去杠杆问题的分析[J]. 新金融, 2018(1):22-26.
- [51] 戴璐, 邹磊. 以市场化为核心原则稳妥有序推进债转股[J]. 宏观经济管理, 2016(08):43-45+57.
- [52] 刘晨. 市场化债转股路径优化研究[D]. 山东大学, 2022. DOI:10.27272/d.cnki.gshdu.2022.004343.
- [53] 辛灵, 王大树, 高鹏飞. 去产能企业债转股的市场化机制研究[J]. 经济体制改革. 2020(02):144-150
- [54] 栾甫贵, 赵雨彤. 长航凤凰破产重整的案例分析及启示[J]. 财务与会计, 2017(09):30-33.
- [55] 马彦铭. 长航凤凰债转股的实施效应及问题研究[D]. 河南财经政法大学, 2017.
- [56] 高宏红. 钢铁企业政策性和市场化债转股案例研究[D]. 华中科技大学, 2021. DOI:10.27157/d.cnki.ghzku.2021.002595.
- [57] 余瑞瑞. 江苏国信(原ST舜船)债转股案例研究[D]. 安徽工业大学, 2018.
- [58] 朱聪瑶. 我国破产重整中的债转股与债权人利益保护问题的研究[D]. 山东大学, 2019.
- [59] 付优生, 于金霞. 企业重整中债转股的财务效应分析——以永泰能源为例[J]. 财务管理研究, 2022(08):55-58.

致谢

三年研究生生涯已接近尾声，回想三年时光，这是我人生中最充实和满足的一段经历，我在学校里丰富了我的知识储备，提升了我的专业能力，以便在日后的工作中得到应用。在学校里，我认识了许多老师、同学、朋友，在这里真心感谢大家在学校对我的帮助与照顾。

首先要感谢我敬爱的导师胡凯老师，在胡凯老师的悉心指导下论文才得以完成。从论文选题、开题、论文整体框架以及论文的完成的整个过程，胡老师都对我严格要求，花很多时间帮我一遍遍修改，句句斟酌，给了我很大的帮助，感谢胡老师对我的认真指导和不懈支持。他的专业素养和严谨认真的学术态度深深的感染着我。也非常感谢老师对我的鼓励和安慰，是他的支持让我成为更好的自己，在我撰写论文遇到困难时也是他帮我理清了思路，使我得以完成论文写作。

其次要感谢我的父母，感谢父母在我多年求学路上的支持。我的父母是普通的工薪阶层，他们除了给我必要的物质保障，还关心我的生活以及未来的工作。感谢你们的无私奉献，我会用我的毕生报答你们的养育之恩。

最后要感谢我的同学和挚友，三年时间，虽然不长，但我们结下了深刻的友谊。你们都是我人生道路上不可多得的知己。我们一起开心欢乐，一起面对挫折，一路陪伴成长。

时间过得飞快，总会有分别的时候，感谢你们与我的邂逅，只言片语不足以表达我的心情，愿我们都有美好的未来。