

“债务与股权互换”综述

江 时 学

1982年拉丁美洲债务危机爆发后,国际社会和拉美债务国一起积极探索缓解这一危机的各种途径。被一些经济专家和世界银行等国际金融机构称作“债务与股权互换”的措施,即是其中之一。近年来,这种措施逐步付诸实践,颇受国际学术界和舆论界的重视。

“债务与股权互换” 的 实 质

所谓“债务与股权互换”,实质上是一种将债务转化成资本的尝试,因而常被称作“债务资本化”。它的基本程序是:投资者(即债务购买人)首先在二级市场上以打折扣的价格购买一笔债务,然后在债务国中央银行将债款兑换成债务国货币,就地进行投资^①。债务价格的折扣主要视债务国资信而定。以1987年11月为例,哥伦比亚1美元的债务价格为72~76美分,智利为50~53美分,委内瑞拉为49~53美分,墨西哥为48~52美分,巴西为37~41美分,阿根廷为33~37美分,厄瓜多尔为31~34美分^②。

这种“债务与股权互换”,使债权人、债务人和投资者三方都在一定程度上有利可图。从表面上看,由于债务在二级市场上打折扣出售,债权人必然要蒙受损失。但是,债权人可收回部分债款,加速资金周转;减少债务纠纷和缩小债务国倒帐的可能性。这样一来,债权人以低价出售其债权的损失就显得比较次要了。而债务国得到的好处是:减轻债务负担,吸引新投资;以本国货币“偿付”外债,缓和了外汇匮乏的紧张局

面。至于投资者,则可通过买卖债务的差价获利;在兑换债务进行投资时,还能享受较为优惠的汇率。正因为“债务与股权互换”具有上述各得其所的特点,近年来二级市场才较快地发展起来。据估计,在二级市场上成交的债务金额,1984年为10亿美元,1985年上升到30亿美元,1986年增至60亿美元^③;1987年可达100亿~150亿美元^④。

相比之下,在参与“债务与股权互换”的三者之间,债权人以低价出售其债权的意愿尤为重要。开始实行这种尝试性措施时,债权人方面只有少数欧洲和日本的小银行参与;美国和其他国家的大银行仍然指望债务国能够按期偿还债务。随着债务国经济形势的恶化,一些大的债权银行也不得不面对债务国基本丧失偿债能力的严峻现实,在“债务与股权互换”方面变袖手旁观为积极参与。例如,美国花旗银行在1987年5月宣布,将通过这种“互换”方式,于今后3年内减少它在发展中国家的50亿美元债权(约占发展中国家所欠该行债务的1/3)。此后,日本的一些主要银行相继决定:将发展中国家欠它们的400亿美元债务转换成投资,在加勒比海大开曼岛上设立合营企业^⑤。美国大通曼哈顿银行、加拿大蒙特利尔银行等一些大银行,也参与了这种“互换”。

①参见世界银行《1987年世界发展报告》,第22页;美国《经济影响》季刊,1987年第4期,第12页。

②英国《拉美一周报道》,1987年12月10日。

③美国《外交政策》季刊,1986年总第65期,第86页。

④美国《经济影响》季刊,1987年第4期,第12页。

⑤同④。

拉美国家的“互换”实践

迄今为止，第三世界的绝大部分“债务与股权互换”是在拉美国家进行的。这是因为，拉美国家的债务负担最重，它们与债权人都希望通过这种方式摆脱债务纠纷。

早在1982年12月，巴西就开始尝试性地进行“债务与股权互换”，到1986年初，这个发展中国家的最大债务国，已有19.26亿美元债务实现了“债务资本化”，居同类国家之首^⑥。当时，由于它的通货膨胀率居高难下，“债务与股权互换”行动已基本停顿，只有少数债务仍在通过这种方式解决之中。1987年底，巴西公布了新的“债务与股权互换”计划，其主要内容包括：（1）所有中长期贷款均可被转换成资产。据估计，有可能参与“债务与股权互换”的债务达660亿美元^⑦；此外，被中央银行冻结的利息也可参与。特别是，允许债务在投资者手中自由交换，这与以前大不相同。（2）通过这种“互换”方式所得的资金，只能用于投资或扩大再生产；抽回资本的年限为12年，而汇出利润则没有年限与数额的限制。

（3）鼓励投资进入亚马孙河流域和东北部等正在开发的地区。（4）巴西的股票市场也将对“债务与股权互换”开放；有关部门将设立专用于此的“外国资本转换特别基金”。

继巴西之后，智利于1985年5月开始进行“债务与股权互换”，到1987年3月，已有17.7亿美元债务实行“债务资本化”^⑧。指导它进行这种“互换”的智利《国际交换法》中，既有适用于本国居民和民族企业的条款，也有针对外国投资者的条款。这项法令规定，任何公共债务和私人债务，只要其偿还期限在365天以上，均可采用这种“互换”方式；而且，转换成的投资可进入任何经济

部门，4年后即可汇出利润，10年则可抽回资本。通过这种“互换”所得的资金除用作投资外，也可作为流动资金或用其支付内债。从1986年7月开始，智利中央银行还放宽了对“债务与股权互换”申请的审批和监督。智利政府计划通过这种方式，使外债相当于国内生产总值的比重从1987年末的109%下降到70~80%^⑨。

墨西哥于1986年4月开始实行“债务与股权互换”，但是仅限于公共债务参与，兑换率在70~100%之间。到1987年6月，这个国家共转换了15.2亿美元债务^⑩。通过这种方式所得资金的用途由有关部门确定，包括用来购买将被私有化的企业、归还已被国有化的银行的欠款和发展出口商品生产等。对于有利于创造出口收入和就业机会的投资，中央银行将给予优惠的兑换率；在最初5年内，投资所得利润的汇出不得超过原债务的利息额；抽回资本的年限为12年。据1987年初统计，在实行“债务资本化”转换成的投资中，有52%集中在汽车工业，11%投在冶金和机械工业，9%投在旅游业，5%投在电子工业，3%投入于农用工业^⑪。由于国内的年通货膨胀率高达135%，墨西哥政府已于1987年11月宣布暂停“债务与股权互换”，但仍计划在今后5年内“互换”100亿美元的债务，约占其债务总额的10%^⑫。

哥斯达黎加的“债务与股权互换”开始于1986年8月，公共债务和私人债务均可参与；到1987年5月，共转换了8300万美元债务^⑬。为鼓励这种投资进入非传统出口商品生产部门、旅游业和出口加工区，政府提供了不少刺

⑥ 联合国《拉美经委会评论》，1987年8月号，第109页。

⑦ 美国《拉美商情》周刊，1987年11月30日，第377页。

⑧ 英国《拉美特别报道》月刊，1987年8月号。

⑨ 英国《拉美一周报道》，1987年11月19日。

⑩ 同⑧。

⑪⑫ 同⑩。

⑬ 同⑥，第113页。

激性优惠，如免税和自由汇出利润等等。抽出资本的年限与原债务的偿还期限相同。

厄瓜多尔在1986年12月公布第395号法令，允许私人外债实行“债务资本化”。其利润汇出和抽回资本的年限分别为4年和12年。第一笔“债务与股权互换”于1987年3月完成。政府计划在今后几年内通过这种方式使外债减少13.46亿美元^④。

委内瑞拉的“债务与股权互换”计划始于1987年4月。同年第1521号法令规定：公共债务和私人债务均可参与这种“互换”。其利润汇出额不得超过投资的10%，期限为3年；资本抽回额不得超过12.5%，期限为6年。政府鼓励投资进入10个部门，即“进口替代”部门、农业、基础设施部门、旅游业、建筑业、电子工业、信息业、生物技术领域、化学部门和氧化铝冶炼部门。进入负债企业的投资则需遵循委内瑞拉《外国投资法》。由于这个国家为“债务与股权互换”确定的汇率（14.5博利瓦=1美元）缺少刺激性优惠，它的这项“互换”计划收效甚微。

阿根廷的“债务与股权互换”计划也始于1987年4月，但只限于公共外债参与；政府预计在5年内“互换”20亿美元债务。通过这种方式转换成的阿根廷货币，除用作投资外，还可偿付内债。一切“债务与股权互换”申请均须通过公开投标确定。投资者在进行“互换”的同时，必须用硬通货投入同等数量的投资；汇出利润和抽回资本的期限分别为1年和10年。1987年10月，阿根廷政府修改计划，将“债务与股权互换”所得资金在投资项目中的比重，从不超过50%提高到70%，并允许余下部分可用阿根廷货币代替硬通货。但是，这70%的投资不得用于进口其投资项目所需的设备，也不可购买不动产。

洪都拉斯政府于1987年6月批准了一笔总额为600万美元的“债务与股权互换”，债务资本化从此开始。它的中央银行按100%的汇率将债务兑换成本国货币。这笔资金

除用于投资外，还可存入当地银行。投资重点主要是出口商品生产部门和已经或即将被私有化的企业。

此外，秘鲁、玻利维亚、牙买加、哥伦比亚、多米尼加共和国和危地马拉等拉美国家，也在开始研究“债务与股权互换”的可行性或制订计划。其中，有些国家可望在近期内开始实施。

上述情况表明，拉美国家的“债务与股权互换”，既有许多共同点，也有不少差异性。在多数国家，公共债务和私人债务均可参与这种“互换”；而在阿根廷和墨西哥却仅限于公共债务、厄瓜多尔则只允许私人债务参与。在巴西、哥斯达黎加和厄瓜多尔，通过这种方式转换成的本国货币只准用于投资；而在其他国家既可用作投资，又能支付内债。购买债务的中间人通常是银行和跨国公司，但在有些国家，民族资本企业和本国居民也可参与“互换”。阿根廷、智利、厄瓜多尔和墨西哥分别规定了“互换”的最高限额，而其他国家则不然。中央银行的支付手段主要是本国货币，但在智利和委内瑞拉还包括债券。“互换”价格一般都是债务票据的帐面额；而哥斯达黎加则为70%以下（即最高额为70%），墨西哥在70~100%之间。除智利和厄瓜多尔外，其他国家都确定了投资的部门安排。这种投资必须遵守东道国的《外国投资法》，而智利和墨西哥则是例外。几乎所有国家都规定了汇出利润和抽回资本的年限。除巴西外，所有其他拉美国家通过“互换”转换成的资金都不准进入股票市场。

“债务与股权互换” 的消极面

在评价“债务与股权互换”的积极作用

④ 同⑥，第108页。

时, 还不能忽视其消极面:

首先, 这种“互换”导致债务国增加货币发行量, 从而削弱了控制通货膨胀的努力。当债务与资产在债务国的同一负债企业中进行“互换”时, 不会增加对通货的需求, 债务国的银根可不受影响。但这毕竟是少数。较多的“债务与股权互换”是在不同企业中进行的。换言之, “互换”所得资金不是投入原负债企业, 而是别的企业或投资者的跨国企业。在这种情况下, 债务国的通货实际上已被用来偿付外债, 它的货币发行量必然随之增加, 这就难免要加剧其通货膨胀。

少数国家在进行“债务与股权互换”时, 用债券来替代通货。这种做法虽可控制通货的增长, 但势必引起国内利率上升, 从而削弱了国内投资。而且, 这种做法实质上是将外债变成了内债, 从长远来说, 也无益于债务国国民经济的发展。

总之, “债务与股权互换”对于债务国金融体系的不良影响是不容低估的。正如许多拉美人士所说, 如果不采取适当的补救措施, 那么控制债务国金融体系(尤其是货币供应量)的主要力量, 将不再是本国中央银行, 而是外国投资者了^⑥。

其次, 不利于改善债务国的国际收支状况。“债务与股权互换”委实减少了债务总额, 因而也减少了利息支付额, 这本来是有利于债务国改善其国际收支状况的。但是, 这个长处却被“债务与股权互换”带来的两个不利因素所抵消了:(1) 这种“互换”投资排挤了真正意义上的外国投资。如前所述, 在所有进行“债务与股权互换”的拉美

国家中, 只有阿根廷明文规定外国投资者必须同时投入相应比例的硬通货。由此可见, 这种“互换”在多数情况下并没有增加资本输入。(2) 这种“互换”只是推迟了资本外流的时间。在债务国政府规定的利润汇出和资本抽回年限结束之后, 这两种形式的资本外流额将大于原债务的还本付息额。此外, 实践表明, 参与“债务与股权互换”的资产, 其售价一般都低于实际价格。毫无疑问, 这一损失也抵消了减少利息支付额的积极作用。

最后, 鉴于拉美债务国已经进行的绝大部分“债务与股权互换”均由外国投资者直接参与, 如果大规模地继续进行这种“互换”, 还将打击债务国民族资本的投资积极性, 削弱债务国控制和发展民族经济的能力, 从而加速国民经济“非民族化”的趋势。

综上所述, “债务与股权互换”对于债务国的影响是利害兼而有之, 拉美国家不得不慎重对待, 并采取有效措施以趋利避害。当然, 债务危机已困扰拉美国家多年, 任何有利于减轻债务负担的尝试无疑都具有积极意义。在尚无更佳方案可供选择之前, “债务与股权互换”仍不失为一种打破僵局的权宜之计。但是, 这种“互换”并不是彻底解决债务危机问题的“万能妙药”; 特别是对于拉美国家的4000多亿美元外债来说, 它只不过是杯水车薪而已。

(作者工作单位: 中国社会科学院
拉丁美洲研究所)

^⑥ 英国《南方》杂志, 1987年1月号。

(上接第29页)

反政府武装提供4800万美元的“人道主义援助”的提案。美国今后仍会采取各种手法力争使局势朝对自己有利的方向发展。苏联尽管不希望过多卷入中美洲冲突, 但为了保住自己在中美洲的影响, 只要美国不停止干涉,

苏联不可能袖手旁观。

因此, 从内外各种因素分析, 中美洲这个“热点”, 看来一时是难以消弥的。

(作者工作单位: 中共
中央党校)