

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2017.02.006

市场化债转股参与主体演化博弈分析

——基于“政府引导+市场推动”的视角

王爱民^{1,2}, 麻勇爱^{1,2}, 章也微^{1,2}

(1. 浙江师范大学行知学院, 浙江 金华 321004; 2. 浙江师范大学 产经研究中心, 浙江 金华 321004)

摘要:以政府、市场在债转股中的作用作为研究视角,应用演化博弈研究方法,构建多主体参与市场化债转股的演化博弈模型,能够有效分析市场化债转股的演化过程。研究认为,目前我国采用市场化推行债转股应该坚持“政府引导+市场推动”的运行模式,坚持市场化、法治化之路。市场化推行债转股应该创新解决资金问题,商业银行及企业选择受托机构并搭建项目平台,通过建立资产管理计划、发行债券等多种方式,采用优先/劣后结构募集资金。此外,需要建立起双动力(政府与市场)、多主体(中央及地方政府、企业、商业银行和其他主体等)、多维度(政策、信息、理念、网络等)的市场化推行债转股推动机制。

关键词:债转股;市场化;法治化;演化博弈

中图分类号:F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2017)02-0040-07

中国经济步入转型升级关键时期,银行业承担的巨大风险开始显露。2015年,商业银行不良资产“双升”持续,不良贷款拨备覆盖率普遍降幅明显。面对如此严峻的形势,曾为国企纾困的债转股再度回到公众视野。2016年10月,国务院正式发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》,明确指出本次债转股以市场化、法治化为核心,政府不干预市场化债转股的具体事务,不承担损失的兜底责任,特别明确“四个禁止、三个鼓励”。这一指导意见为市场化债转股的实施创造了条件。

一、研究现状与问题提出

债转股的首要目标就是化解金融风险、降低企业负债率及财务费用负担,即解决商业银行高不良资产率和国有企业高负债率两大突出问题。^[1-2]然而,国有企业陷入债务困境的根源在于治理结构的

内在缺陷,^[3-4]必须从激励机制及约束机制等治理结构改善方面找到解决问题的途径,以防止问题再次产生。^[5-8]

1993年,日本野村证券大塚正修先生提出在中国实行债权-股权转换的设想。基于该设想,20世纪末,国内学者提出三种方案。^[9-11]最终选择的方案是国家批准成立四家金融资产管理公司(Asset Management Corporation,简称AMC),由AMC承接银行不良信贷资产并实施债转股政策。然而,由于我国制定的行政化债转股政策存在设计上的不足,导致功能有限。

当前中国经济步入增长转型的关键时刻,“三去一补一降”成为经济改革的重要内容,债转股在引导实体经济杠杆率合理下行中扮演重要角色,然而政府推动下的债转股绝不是包治百病的良药。目前,国

收稿日期:2017-01-05

基金项目:浙江省社会科学界联合会研究课题(2017B61)

作者简介:王爱民(1986-),男,山东滨州人,浙江师范大学教师,中级经济师,主要从事商业银行经营管理、公共财政研究;麻勇爱(1972-),女,浙江缙云人,浙江师范大学副教授,主要从事公共财政和农村金融问题研究;章也微(1962-),女,浙江金华人,浙江师范大学副教授,主要从事公共财政和农村金融问题研究。

内关于债转股问题的研究仍以 20 世纪末为背景,多停留在政府利用行政手段实施债转股政策的研究阶段,鲜有关于市场化债转股目标选择、实施路径、方式策略及风险规避方面的系统性研究,理论研究存在一定的“断档期”。国外关于债转股问题的研究主要集中在债转股的绩效评估和资产定价等方面,^[12-16]且与我国当前宏观背景存在较大差异。

首轮债转股主要是国务院决定设立的金融资产管理公司,用国家财政担保的金融债券,购买国有企业对银行所欠的债务。AMC 承担债务后获得对企业的债权,并将债权转换为对企业的投资股权。AMC 用从企业得来的投资回报(如红利、优先股利)来偿还对银行的负债利息,并最终将通过企业回购股权或其他的方式最大限度地回收原有资产(本金)。与之相比,市场化债转股实施遇到的经济环境、政策环境、法制环境及市场环境发生了巨大变化,参与主体性质、动机、结构等也与之迥异。

(一) 经济发展步入新常态

全球经济危机的大爆发宣告世界经济步入“大调整”与“大过渡”的时期。这种大时代背景与中国阶段性因素的叠加决定了中国经济进入增速阶段性回落的“新常态”时期,并呈现出与周期性调整不一样的新现象和新规律。经济呈现新常态,GDP 增长由高速增长转为中高速增长;经济结构不断优化升级;要素驱动、投资驱动转向创新驱动。新常态的宏观背景下,制造业、批发零售业等产能过剩行业坏账集中,成为此次市场化债转股的主要选择对象。

(二) 政府的角色显著变化

首轮债转股中,中央政府及各级地方政府发挥了主导作用。一方面,政府是国有企业、国有银行的代理人,作为利益相关者的政府,不断将追求政治租金最大化的目标输入到政策实施过程中。另一方面,首轮债转股目标企业选择均由政府通过行政手段实现,主要体现在范围选择行政化、实施方案行政化、价格制定行政化,且政府通过财政向 AMC 注资的方式保障债转股政策的实施。因此,政府在首轮债转股中博弈实力异常强大。市场化债转股中,政府职责定位于制定规则、完善政策、依法监督,维护公平竞争的市场秩序,保持社会稳定并做好职工合法权益保护等社会保障兜底工作,以确保债转股在市场化、法治化轨道上平稳有序推进。因此,政府的角色在此轮博弈中发生显著变化。

(三) 商业银行性质发生改变

首轮债转股中,国有商业银行是最大的债权人,由于缺乏追求利润和参与竞争的足够压力和动力,国有商业银行推动债转股企业重组和退出的动力十分微弱,政府尤其是地方政府成为推动首轮债转股主导力量。另一方面,首轮债转股中的商业银行属于国有性质,由于信息不对称,在债转股过程中存在将风险外部化而逃避自身责任的动机,即将自身经营管理缺陷导致的不良资产变为国家责任下的不良资产剥离给 AMC。目前,我国商业银行已经过股份制改造,股权结构多元化,成为相对自主的市场主体,政府干预力度减少。因此,本轮市场化债转股弱化政府作用的同时,商业银行将发挥更大的积极作用。

(四) 国有企业参与动机发生改变

首轮债转股采取行政方式阻碍了市场机制作用的发挥,软化了金融改革所硬化的企业预算约束。甚至出现对部分严重资不抵债、重组无望的国有企业实施债转股,且对国企控制权没有产生实质影响,甚至部分国有企业将债转股解读为一份“免费的午餐”。因此,行政方式推行债转股不利于国有企业改革及商业银行治理结构优化,易产生赖账行为。市场化债转股应抛弃首轮债转股“腾笼换鸟”方式,直接指向“双高问题”的根源——国有企业治理结构,通过国有企业控制权的转换,根除国有企业治理结构诟病。然后,通过技术升级、产品创新、补充资金等方式,提升国有企业的盈利能力,以保障转换后股权的顺利退出。基于此,国有企业参与市场化债转股的动机与之前不同。

市场化债转股是国家有关部门、商业银行、金融资产管理公司与各类企业和部门及地方政府之间的又一次大博弈,政策实施过程也就是有关利益集团围绕金融资源支配权及企业控制权展开的博弈过程。^[6]基于此,本文以“政府引导+市场推动”为切入点,对市场化债转股中参与主体演化博弈展开分析,力图构建市场化债转股有效运行的机制框架。

二、市场化债转股演化博弈模型构建

(一) 研究假设

本文出于对市场化债转股运行系统复杂性及参与主体有限理性特征的考虑,有必要进行假设及理论简化分析。

1. 市场化债转股运行系统中参与主体假定为

三部分,即债转股企业、商业银行及战略投资者。市场化债转股参与主体都是有限理性的,能够在市场中自由决策,但可能存在短视行为,而且有限理性是参与人的共同知识。

2. 政府不再作为市场化债转股的推动力量,而是将推动力转移至市场手中,由市场决定债转股政策的实施,政府只是作为机制框架的设计者和监督者。政府对市场化债转股作用力度设为 $g(g>0)$,其中,对债转股企业影响系数为 $\theta_1(0<\theta_1<1)$,对商业银行及战略投资者影响系数为 $\theta_2(0<\theta_2<1)$ 。此外,政府对市场化债转股的作用力度及影响系数为共同知识。

3. 债转股企业及商业银行属于风险中性偏好。其中,商业银行期望通过实施债转股提高债转股企业的盈利能力,然后通过股权收益弥补现有债权可能转为不良资产的损失。战略投资者属于风险爱好者,期望通过债转股获取更大的风险收益。因此,商业银行与战略投资者注重债转股企业未来的盈利能力。

4. 市场化债转股能够实施的关键在于债转股企业未来盈利能力的提升。然而,债转股企业未来的盈利能力取决于宏观经济形势、管理层的决策能力及产品市场前景等多重因素。基于模型构建的需要,本文假定未来经济形势出现明显好转或明显恶化的概率不大,以降低外部因素对市场化债转股的影响。

(二)模型构建

在参与主体有限理性条件下,市场化债转股存在短视行为,各参与主体的策略调整是一个不断调整的动态过程。商业银行与战略投资者注重债转股企业未来的盈利能力,具有相同的目标函数。基于此,将市场化债转股参与主体分为两个存在差异的有限理性博弈方:债转股企业 A 及商业银行-战略投资者联盟 B。假定在市场化债转股中,债转股企业及商业银行-战略投资者联盟都有事关自身利益考虑的两种策略选择{合作,不合作}。

债转股企业与商业银行-战略投资者联盟在债

转股中获取的总效用为 $\Delta\pi$ 。其中,债转股企业获取的效用在总效用中的占比为 $m(0<m<1)$,则 $[1-m]$ 表示商业银行-战略投资者联盟获取效用在总效用中的占比。债转股企业与商业银行-战略投资者联盟选择不合作的效用分别为 $\Delta\pi_1, \Delta\pi_2$ 。参与主体选择合作策略的必要条件为 $m \cdot \Delta\pi > \Delta\pi_1, (1-m) \cdot \Delta\pi > \Delta\pi_2$ 。债转股企业与商业银行-战略投资者联盟实施债转股的总成本为 c 。其中,债转股企业付出的成本占比为 $\lambda(0<\lambda<1)$,则 $(1-\lambda)$ 表示商业银行-战略投资者联盟支付的成本占比。参与主体选择合作策略的必要条件为 $\Delta\pi_1 < \lambda c, \Delta\pi_2 < (1-\lambda)c$ 。

W 表示债转股政策实施过程中对违反合作协议的罚金。 Q_1, Q_2 表示债转股企业、商业银行-战略投资者联盟在其他各方参与人合作而自己选择不合作所获取的额外收益。为防止参与各方达成协议后基于个体理性选择不合作的情况发生,违约罚金必须高于背叛收益,即 $W > \max\{Q_1, Q_2\}$ 。

债转股企业与商业银行-投资者联盟的博弈得益矩阵如表 1 所示。

假设,潜在债转股企业选择合作的概率为 $x(0 \leq x \leq 1)$,选择不合作的概率为 $[1-x]$ 。商业银行-战略投资者联盟选择合作的概率为 y ,选择不合作的概率为 $[1-y]$ 。下面给出债转股企业的复制动态进化博弈模型及推导过程。

债转股企业不同策略选择的期望效用:

$$E(u) = \begin{cases} u_1 = y(m\Delta\pi + \theta_1 g - \lambda c) + (1-y)(\Delta\pi_1 + \theta_1 g - \lambda c) \\ u_2 = y(Q_1 - W) \end{cases}$$

债转股企业的平均期望效用:

$$\begin{aligned} \text{average}[E(u)] &= xu_1 + (1-x)u_2 \\ &= xy(\Delta\pi - \Delta\pi_1 - Q_1 + W) + x(\Delta\pi_1 + \theta_1 g - \lambda c) + y(Q_1 - W) \end{aligned}$$

市场化债转股中,债转股企业合作意愿的动态变化情况可用以下动态微分方程表示:

$$\begin{aligned} \frac{dx}{dt} &= x\{u_1 - \text{average}[E(u)]\} \\ &= x(1-x)[y(m\Delta\pi - \Delta\pi_1 + W - Q_1) + (\Delta\pi_1 + \theta_1 g - \lambda c)] \end{aligned} \tag{1}$$

表 1 市场化债转股参与主体博弈得益矩阵

		商业银行-战略投资者联盟	
		合作	不合作
潜在债转股企业	合作	$m\Delta\pi + \theta_1 g - \lambda c,$ $(1-m)\Delta\pi + \theta_2 g - (1-\lambda)c$	$\Delta\pi_1 + \theta_1 g - \lambda c, Q_2 - W$
	不合作	$Q_1 - W, \Delta\pi_2 + \theta_2 g - (1-\lambda)c$	0, 0

该动态方程的含义是债转股企业合作意愿的变化率与某一时点上债转股企业选择合作策略的概率成正比,与其选择合作策略的期望效用大于平均期望效用的幅度成正比。

商业银行-战略投资者联盟不同策略选择的期望效用:

$$E(v) = \begin{cases} v_1 = x[(1-m)\Delta\pi + \theta_2g - (1-\lambda)c] + (1-x)[\Delta\pi_2 + \theta_2g - (1-\lambda)c] \\ v_2 = x(Q_2 - W) \end{cases}$$

债转股企业的平均期望效用:

$$\begin{aligned} \text{average}[E(v)] &= yv_1 + (1-y)v_2 \\ &= xy[(1-m)\Delta\pi - \Delta\pi_2 - Q_2 + W] + x(Q_2 - W) + y[\Delta\pi_2 + \theta_2g - (1-\lambda)c] \end{aligned}$$

市场化债转股中,商业银行-战略投资者联盟合作意愿的动态变化情况可用以下动态微分方程表示:

$$\frac{dy}{dt} = y\{v_1 - \text{average}[E(v)]\}$$

$$= y(1-y)\{x[(1-m)\Delta\pi - \Delta\pi_2 - Q_2 + W] + [\Delta\pi_2 + \theta_2g - (1-\lambda)c]\} \quad (2)$$

根据Friedman提出的方法,演化博弈均衡点的稳定性可由该系统的雅克比矩阵的局部稳定性分析得到。根据式(1)及式(2)可得该系统的雅克比矩阵,根据雅可比矩阵的局部稳定性分析法对平衡点进行稳定性分析。求解复制动态方程的平衡点是求得该模型演化稳定策略的前提。由 $dx/dt=0, dy/dt=0$,产生该演化博弈动态过程的五个平衡点,即 $(0,0)$ 、 $(0,1)$ 、 $(1,0)$ 、 (x^*,y^*) 、 $(1,1)$ 。

(三)稳定性分析

1. 参与主体合作收益均大于支付成本

市场化债转股参与主体选择合作策略收益均大于其支付成本,即 $0 < x^* < 1, 0 < y^* < 1$ 时,依据雅克比矩阵在五个均衡点的行列式和迹的符号判断该演化系统在均衡点的局部稳定性,具体结果见表2。

表2 演化系统局部稳定性分析($0 < x^* < 1, 0 < y^* < 1$)

均衡点	detJ	trJ	局部稳定性
$x=0, y=0$	+	-	ESS 稳定
$x=0, y=1$	+	+	不稳定
$x=1, y=0$	+	+	不稳定
$x=1, y=1$	+	-	ESS 稳定
$x=x^*, y=y^*$	-	0	鞍点

由表2可以看出,只有点 $(0,0)$ 、 $(1,1)$ 实现了

演化稳定策略(ESS),点 $(0,1)$ 、 $(1,0)$ 为不稳定点,点 (x^*,y^*) 为鞍点。具体相位图见图1。

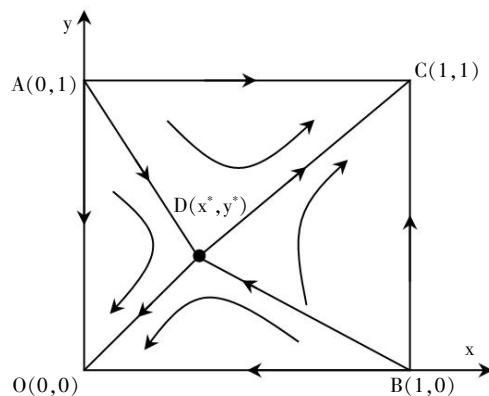


图1 市场化债转股演化博弈相位图($0 < x^* < 1, 0 < y^* < 1$)

根据图1可以看出,区域ADBC的面积表示市场化债转股过程中参与主体均选择合作策略的概率;区域ADBO表示市场化债转股过程中参与主体均选择不合作策略的概率。因此,市场化债转股能否实施成功的关键在于临界点D的位置。当临界线ADB向左下方移动,临界点D值变小,表明市场化债转股参与主体选择不合作策略的概率降低;当临界线ADB向右上方移动,临界点D值变大,表明市场化债转股参与主体选择合作策略的概率降低。总之,市场化债转股参与主体究竟选择何种策略是由临界点D的位置决定的。长期来看,既可能实现合作的演化稳定,也可能实现不合作的演化稳定。

2. 参与主体合作收益小于支付成本

情况一:如果市场化债转股参与主体选择合作策略收益均小于其支付成本,即 $x^* > 1, y^* > 1$ 时。此时,演化系统只剩下四个平衡点,即 $(0,0)$ 、 $(0,1)$ 、 $(1,0)$ 、 $(1,1)$ 。其局部稳定性分析见表3。

表3 演化系统局部稳定性分析($x^* > 1, y^* > 1$)

均衡点	detJ	trJ	局部稳定性
$x=0, y=0$	+	-	ESS 稳定
$x=0, y=1$	-	?	鞍点
$x=1, y=0$	-	?	鞍点
$x=1, y=1$	+	+	不稳定

由表3可知,只有点 $(0,0)$ 实现了演化稳定策略(ESS),点 $(1,1)$ 为不稳定点,点 $(0,1)$ 、 $(1,0)$ 为鞍点。具体相位图见图2。

情况二:如果债转股企业合作收益大于支付成本,商业银行-投资者联盟合作收益小于支付成本,即 $x^* > 1, 0 < y^* < 1$ 。此时,演化系统只剩下四个平衡

点,即(0,0)、(0,1)、(1,0)、(1,1)。其局部稳定性分析见表4。

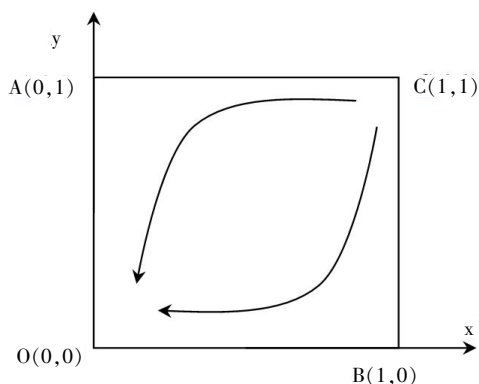


图2 市场化债转股演化博弈相位图($x > 1, y > 1$)

表4 演化系统局部稳定性分析($x > 1, 0 < y < 1$)

均衡点	detJ	trJ	局部稳定性
$x=0, y=0$	+	-	ESS 稳定
$x=0, y=1$	+	+	不稳定
$x=1, y=0$	-	?	鞍点
$x=1, y=1$	-	?	鞍点

由表4可知,只有点(0,0)实现了演化稳定策略(ESS),点(0,1)为不稳定点,点(1,0)、(1,1)为鞍点。具体相位图见图3。

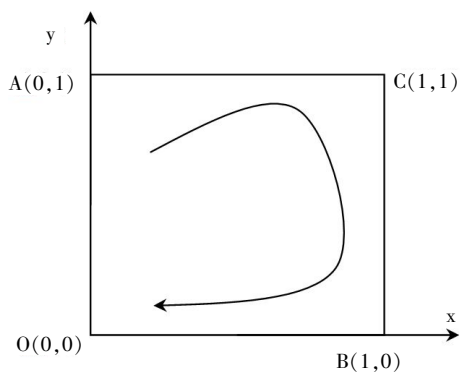


图3 市场化债转股演化博弈相位图($x > 1, 0 < y < 1$)

情况三:如果债转股企业合作收益小于支付成本,商业银行-投资者联盟合作收益大于支付成本,即 $0 < x^* < 1, y^* > 1$ 。此时,演化系统仅剩下四个平衡点,即(0,0)、(0,1)、(1,0)、(1,1)。其局部稳定性分析见表5。

表5 演化系统局部稳定性分析($0 < x^* < 1, y^* > 1$)

均衡点	detJ	trJ	局部稳定性
$x=0, y=0$	+	-	ESS 稳定
$x=0, y=1$	-	?	鞍点
$x=1, y=0$	+	+	不稳定
$x=1, y=1$	-	?	鞍点

由表5可知,只有点(0,0)实现了演化稳定策略(ESS),点(1,0)为不稳定点,点(0,1)、(1,1)为鞍点。具体相位图见图4。

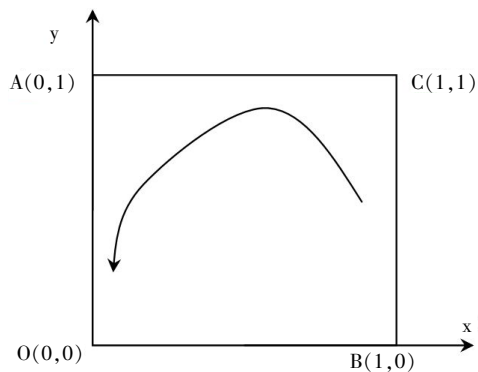


图4 市场化债转股演化博弈相位图($0 < x < 1, y > 1$)

从参与主体合作收益小于支付成本的三种情况可以看出,在市场化债转股实施过程中,如果参与主体一方的合作收益小于其支付成本,随着时间推移和系统的演化,市场化债转股演化系统最终都会收敛于(0,0)点,即各参与主体的演化稳定策略均为{不合作,不合作}。只有当市场化债转股中参与主体的合作收益大于其支付成本时,演化稳定策略才可能会出现{合作,合作}或者为{不合作,不合作},具体的演化状态与临界点D的位置有关。

三、研究结论及对策建议

基于以上研究,针对目前市场化债转股问题,有如下解决思路:

第一,政府应减少对市场化债转股的干预力度。首轮债转股中,中央政府及各级地方政府发挥了主导作用。然而,过于强大的政府博弈力量阻碍了市场机制作用的发挥,致使首轮债转股中出现逆向选择、道德风险等多种问题。因此,将债转股的主导力量交给市场,政府激励作用仅作为市场机制作用发挥的有效补充,降低政府作用力度(g),降低对债转股企业的影响系数 θ_1 ,降低对商业银行-战略投资者联盟的影响系数 θ_2 ,能够将临界点D的位置下移,提高市场化债转股参与主体选择合作策略的概率,促进市场化债转股的有效运行。作为市场机制的有效补充,政府应该在制度建设方面充分发挥作用(见图5)。

第二,市场化债转股应该彻底解决双高问题的根源。首轮债转股的前提假设为过高资产负债比率是国有企业陷入亏损困境的主因,通过债转股,降低国有企业负债压力,能够实现机制转换并扭亏为

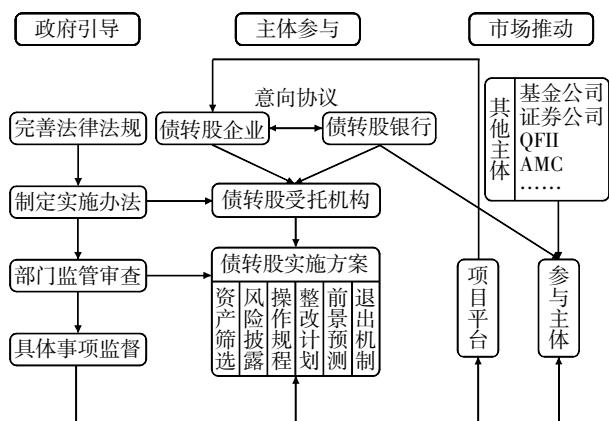


图5 市场化债转股的运行机制示意图

盈。然而,国有企业治理结构出现问题,导致决策失误、资金不足、产品滞销等才是经营困难的根源,而不是负债比率过高等非关键因素。因此,市场化债转股的核心目标在于改善国有企业治理结构、提升国有企业盈利能力,而初级目标才是降低企业杠杆比率、降低商业银行不良资产比率。此外,借助债转股契机,国家应该加快资产处置市场建设、完善资本市场、债券市场及清晰政府与市场的职能边界,以防止类似问题的再次出现。

第三,市场化债转股需建立双动力(政府与市场)、多主体(中央及地方政府、企业、商业银行和其他主体等)、多维度(政策、信息、理念、网络等)的市场化推行机制。市场化债转股政策目标与对象选择与首轮债转股相比发生的较大改变,因此实施主体应该遵循多元化原则。商业银行、投资银行、金融资产管理公司、基金公司、保险公司、合格境外机构投资者等作为资本市场主要成员均应具备参与市场化债转股的资格。多元化市场主体参与债转股的唯一动力在于通过资金投入,获得企业未来盈利的分配权,及相应的当前企业的控制权。因此,市场化债转股是否能够成功实施的关键在于,商业银行及其他市场主体是否对潜在债转股企业未来盈利具备足够的信心,以及多元主体在市场化债转股博弈中能够达成均衡。

参考文献:

- [1] Nicholas R. Lardy. China's Worsening Debts [N].The Financial Times,2001-06-22.
- [2] 王艳娟. 国有企业债转股产权分析 [J]. 金融研究,2002,(11):49-58.
- [3] 吴有昌,赵晓.债转股:基于企业治理结构的理论与政策分析[J].经济研究,2000,(2):26-33.
- [4] 庄乾志.债转股:功能缺陷与制度依赖[J].财经问题研究,2000,(1):49-53.
- [5] 钟正生. 理想与现实之间的债转股[EB/OL].<http://opinion.caixin.com/2016-04-11/100930376.html>,2016-04-11.
- [6] 彭小兵.国企债转股中的博弈行为及运作机制研究[D].重庆:重庆大学,2004.
- [7] 周小川.关于债转股的几个问题[J].经济社会体制比较,1996,(6):1-9.
- [8] 徐超.论我国商业性债转股制度的完善[D].苏州:苏州大学,2013.
- [9] 周小川,等.企业改革:模式选择与配套设计[M].北京:中国经济出版社,1994.
- [10] 刘遵义,钱颖一,银温泉.关于中国的银行与企业财务重组的建议[J].改革,1994,(6):25-38.
- [11] 吴晓灵.中国国有经济债务重组研究报告[R].北京:中国金融出版社,1997.
- [12] Peavy, John W. III and Jonathan A. Scott. The Effect of Stock for Debt Swaps on Security Returns [J]. Financial Review,1985,(20):303-327.
- [13] Marcia Millon Cornett, Nickolaos G.Travlos. Information Effects Associated with Debt-for-Equity and Equity-for-Debt Exchange Offers [J].The Journal Of Finance,1989,(44):451-468.
- [14] Bowe, Michael, Dean, James W. Debt-Equity Swaps: Investment Incentive Effects and Secondary Market Prices[J].Oxford Economic Papers(web site),1993,(1):130-147.
- [15] Jeffery A. Born, Victoria B. McWilliams. Equity-for-Debt Exchange Offers: Theory, Practice, and Evidence [J].The Finance Review,1997,(32):273-291.
- [16] Friedman D. Evolutionary Games in Economics [J]. Econometrica,1991,(3):637-666.

(责任编辑:刘同清)

Analysis on Participants' Evolutionary Game in the Marketization of Debt Turn —— Based on the Perspective of "Government Guide + Market Drive"

WANG Ai-min^{1,2}, MA Yong-ai^{1,2}, ZHANG Ye-wei^{1,2}

(1. Zhejiang Normal University, Xingzhi College, Jinhua Zhejiang 321004, China; 2. Research Center of Industrial Economy, Zhejiang Normal University, Jinhua Zhejiang 321004, China)

Abstract: On account of the role of government and market in debt turn, this article analyzes the evolution process of the marketization of debt turn through building a model of participants' evolutionary game in the marketization of debt turn. It is suggested that China use the running mode of "Government Guide + Market Drive" to carry out marketization of debt turn, with a persistent in marketization and legislation at present. Financial matter should be solved with innovativeness, such as to select the entrusted institution and establish the platform project, through the establishment of the asset management plan, issuing bonds and other way, using priority structure to raise money. In addition, marketization of debt turn should be pursued in double power (government and market), multiagent (central and local governments, enterprises and commercial Banks, etc), and multiple dimensions (policy, information, ideas and network, etc).

Key words: debt-to-equity swap; marketization; legislation; evolutionary game