

# 市场化债转股的实施进展

李广子 谢作翰

**现**阶段，高杠杆已经成为我国金融风险的主要来源。中国社会科学院国家金融与发展实验室的数据显示，截至2017年第三季度，我国非金融企业部门杠杆率为154.8%，远高于居民、政府、金融等其他部门，是实体经济总杠杆率的最主要组成部分。2017年12月召开的中央经济工作会议把防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治作为今后3年内需要打好的三大攻坚战，其中防范化解重大风险的重点是防控金融风险。随着供给侧结构性改革进入实质性推进阶段，以有效降低实体经济杠杆率为目标的债转股再一次登上历史舞台。

## 实施进展与特征

其实，早在2016年，国务院就出台

了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股的指导意见》（以下简称《指导意见》），标志着新一轮债转股正式启动。自此，我国市场化债转股稳步推进，呈现以下几方面特点。

第一，债转股取得一定进展，但总体规模较小。从实施情况看，目前达成意向的项目相对较多，但落地项目偏少，落地项目在签约项目中占比约为10%左右。其中，大型商业银行发挥了先导作用。至2018年2月5日交通银行成立债转股实施机构，5家大型商业银行已经全部成立自己的债转股实施机构。其中，建行和工行实施机构注册资本为120亿元，其他3家均为100亿元，5家实施机构均由大型商业银行全资成立。落地项目也以大型商业银行为主。

第二，转股企业多处于强周期行业，目前面临暂时经营困难。从已经签约或落地的债转股项目来看，多数转股企业处于能源、煤炭、钢铁、有色金属行业等强周期行业。随着近年来我国宏观经济下行和经济结构转型升级，这些行业面临不同程度的经营困难。但从长远来看，上述行业关系到国计民生，在较长时期内仍将是我国经济体系中的重要组成部分。特别是其中的一些龙头企业，本身拥有较为先进的生产技术和较高的内部管理水平，在本行业中处于领先地位。对于此类企业，其面临的经营困难更可能是暂时的而不是长期的。从这个角度看，转股企业选择基本上符合《指导意见》的政策导向。

第三，转股企业以国有企业为主。尽管本轮债转股并非针对国有企业，但从

业提供服务。

第三，允许资管机构通过投资组合管理解决长期资金来源问题。可以借鉴国际成熟资管业务经验，允许金融机构采用组合久期管理机制。将募集资金的组合久期与资产的组合久期统筹管理，实现系统性防范并控制整体组合流动性风险的目的，为产业升级和创新性企业发展提供传统信贷无法提供的金融服务。资管新规不允许期限错配一刀切的做法，会导致长期投资资金严重匮乏。通过投资组合管理创新，发挥金融机构自身流动性管理优势，利用底层资产配置解决长期资金募集问题。这样既能满足期限匹配的监管要求又能解决长期资金来源问题。如果再配合强势监管的

负面清单，就可以通过增量渐变逐步有序化解存量风险，避免一刀切引发金融机构投资行为的逆向选择。

第四，从系统性风险防范高度有序打破刚性兑付。资产管理回归本源、有序打破刚性兑付是大势所趋，但是刚性兑付打破的路径和节奏值得商榷和讨论。如净值类产品也可以按基准收益刚性兑付，预期收益率产品也可以打破刚性兑付而不实现预期收益。关键是投资者是否能够理解，以及什么样的投资者认可什么样的产品。本质上，风险偏好高的投资者大多集中于资本市场，在银行购买理财的客户主要是风险厌恶型。因此，应该允许银行从满足客户选择的角度出发提供多样化产品，根据投资者需求设计产品。目前银行

按新规销售的产品普遍不被市场认可，这一点值得引起重视。

当前去杠杆无疑是决定中国经济可持续发展的关键问题。但是去杠杆目标顺利实现的前提是融资结构的优化。2018年初至今市场流动性相对宽松，但是实体经济融资仍然非常困难，很多企业已经处于资金链断裂的边缘，导致风险偏好进一步降低，形成了恶性循环。问题根源在于货币政策的传导路径。我们认为经济进入新常态以后，政策选择需要充分考虑企业融资需求，引导不同属性资金流向实体经济。■

作者系浦发银行资产管理部副总经理

（责任编辑 张晓哲）



实际情况看,国有企业仍然是转股企业的主体,其中又以非上市的地方国有企业为主。转股企业地域分布比较分散,山西、山东等省份签订债转股意向协议的地方国有企业数量比较多,可能与上述省份的产业结构有关。与之相比,民营企业数量非常少。

第四,操作模式较为灵活。根据《指导意见》要求,商业银行需要通过实施机构负责实施市场化债转股。实际中主要采取以下两种模式。一是全资资产管理子公司模式。这种模式下,银行首先将债权资产转让给全资资产管理子公司,由子公司再将债权按照一定价格转换为企业股权。二是外部基金模式。由实施机构和外部机构共同设立有限合伙基金,所募集的资金以股权形式投资于企业或其下属优质子公司,企业以所获得的资金偿还贷款,偿还的贷款可以来自对应的转股银行,也可以来自其他银行。在股权管理方面,实施机构一般通过派驻董事或其他高管的方式参与转股企业的经营决策。与第一种模式相比,第二种模式通过引入社会资本,扩大了实施债转股所需的资金来源,有助于降低实施机构的资金压力。

第五,多数债转股项目具有“明股实债”特点。主要体现在以下两方面:一是部分债转股项目在转股之后对转股

企业设置了固定的分红要求。对于转股企业来说,固定分红与债务利息类似,都会形成固定的现金流出,对企业形成固定的财务负担。二是部分债转股项目存在股权回购承诺。一般由转股企业控股股东在特定条件下对实施机构持有的股权进行回购,这种承诺构成转股企业或其控股股东的一项或有负债。由于以上原因,尽管债转股之后在名义上形成股权融资,但对企业来说与债务融资并无实质上差异,即具有“明股实债”特征。从目前情况来看,债转股之后形成真正意义上股权投资的还比较少。

### 存在的主要问题

第一,金融机构和转股企业积极性有待提高。从金融机构角度看,一是资金募集困难。采取全资资产管理子公司模式时,入股资金完全来自实施机构自有资金,对实施机构形成较大的资金压力。而且,从规模上看,实施机构的资本规模与转股企业债务规模相比非常小,对于优化企业融资结构、降低宏观经济杠杆率作用有限。采取外部基金模式时,尽管可以筹集外部社会资金参与债转股,但目前主管部门对于资管资金、保险资金、信托资金、私募基金等各类社会资金如何参与债转股还没有出

台细则,导致实施机构在筹集社会资金时面临一定困难。此外,过去一段时间内市场利率总体处于上行通道,资金成本较高,也加大了实施机构筹集社会资金的难度。二是股权投资增大银行资本损耗。目前主管部门对于债转股形成的股权投资如何计提资本尚未给出明确界定。根据现行《商业银行资本管理办法》,商业银行被动持有的对企业的股权投资在法律规定的处分期限内,因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权投资的风险权重为400%,商业银行对工商企业其他股权投资的风险权重为1250%。如果参照这一办法,债转股形成的股权投资将会给银行带来较大资本计提压力。从转股企业角度看,一是由于很多项目在转股之后需要支付固定的股利或者存在股权回购义务,企业仍面临较高的财务成本,其财务压力并未从根本上得以减轻;二是部分国有企业在股权定价过程中受到国有资本不能减值等约束,导致其与金融机构在债转股定价谈判中很难达成一致。

第二,参与转股的金融机构和转股债权类型比较单一。从金融机构角度看,实施机构以大型商业银行为主,其他类型商业银行还比较少。此外,除商业银行以外的其他金融机构参与市场化债转股的程度还比较低,包括金融资产管理公司、信托公司、保险公司等。从转股债权来看,目前转股债权以银行贷款为主。除银行贷款外,对于财务公司贷款债权、委托贷款债权、融资租赁债权、经营性债权等其他类型债权资产进行转股的还比较少。

第三,转股企业覆盖范围比较窄。前文已经提及,目前转股企业集中于能源、煤炭、钢铁、有色金属等强周期行业,上述行业普遍存在着产能过剩问题。对此类企业实施债转股如果操作不当可能在一定程度上延缓去产能的进程。此外,转股企业以地方国有企业为主,民营企业较少。在这一过程中,地方政府在转股企业筛选、转股方案制定

表1 市场化债转股相关政策

日期	文件	主要内容
2016年10月10日	《关于市场化银行债权转股的指导意见》	以市场化、法治化原则，有序开展银行债权转股
2016年12月19日	《市场化银行债券转股专项债券发行指引》	明确了市场化银行债权转股专项债券的发行条件和工作要求
2017年3月5日	《政府工作报告（2017）》	促进企业盘活存量资产，推进资产证券化，支持市场化法治化债转股，加大股权融资力度，强化企业特别是国有企业财务杠杆约束，逐步将企业负债降到合理水平
2017年8月7日	《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿）	对商业银行新设债转股实施机构的设立变更与终止、业务范围和业务规则、风险管理、监督管理等进行规范
2018年1月19日	《关于市场化银行债权转股实施中有关具体政策问题的通知》	对债转股实施过程中有关具体政策问题进行规定

资料来源：作者整理。

等方面仍然存在一定影响，不利于市场化操作。而且，转股企业集中于国有企业也容易强化政府对困境国有企业进行救助的市场预期。

第四，操作模式有待进一步优化。如前所述，目前已经落地的债转股项目中存在“明股实债”问题。尽管这种模式有助于降低实施机构风险，在市场化债转股开展初期对推进项目落地会产生积极影响，但是，这种模式的弊端也很明显。从转股企业角度看，“明股实债”情况下，债转股只是将当期需要发生的债务本金和利息支出转化为未来的固定的股利或股权回购资金支出，转股企业的财务负担并未从根本上得以减轻，金融风险只是被延后而未从根本上予以消除。从社会角度看，“明股实债”并未真正将债务融资转化为股权融资，没有从根本上增加股权融资比重，也未能有效降低宏观经济杠杆率。

第五，债权定价机制尚待进一步完善。在股权定价方面，主要基于转股企业股权净值确定转股价格，股权定价基本上体现市场化原则。与股权定价相比，目前在债权转让和定价方面还没有完全形成市场化的定价机制。

### 优化建议

着力提高金融机构和企业参与积极性。从金融机构角度看，一是丰富和完善资金筹集渠道，扩大市场化债转股的资金来源。在相关业务资质等方面为实

施机构募集社会资金提供便利，根据具体情况降低或取消各类资金参与市场化债转股的门槛。二是在资本要求上对市场化债转股形成的股权投资给予一定差异化对待，降低对金融机构造成的资本损耗。与被动形成的股权投资相比，市场化债转股对于金融机构来说是一种自主行为，由此形成的股权投资风险相对较低。因此，可以考虑适当降低对市场化债转股形成的股权投资的资本要求。三是引导和鼓励各类金融机构和债权资产参与债转股。要加大政策宣传力度，积极引导除大型商业银行以外的其他类型商业银行以及非银行金融机构参与债转股。另外，《指导意见》规定，“转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权”，而在2018年1月出台的《关于市场化银行债权转股实施中有关具体政策问题的通知》中，已经明确“允许将除银行债权外的其他类型债权纳入转股债权范围”。可以看到，将银行债权以外的其他债权纳入债转股范围符合政策导向。从转股企业角度看，对于国有企业债转股中涉及国有股权的定价问题给予指导性意见，避免由此影响债转股的实施。

扩大转股企业覆盖范围。在行业范围上，要引导转股企业从能源、煤炭、钢铁、有色金属行业等强周期行业向其他行业拓展，提高行业覆盖面；对于在上述强周期行业开展的债转股，要对债转股过程加强检查和指导，防止转股企业和地方政府利用债转股保持落后产能，

延缓市场出清。在转股企业性质上，通过加强政策宣传等手段引导金融机构针对民营企业实施债转股，对那些符合政策导向和条件的国有企业和民营企业一视同仁。

促进市场化债转股向真实股权投资转变。前文已经述及，当前多数债转股项目具有“明股实债”特点，并未形成真正意义上的股权投资。针对这种情况，主管部门可以通过财税政策加以引导，对于那些真正形成股权投资的债转股在财税政策方面给予适当倾斜，引导债转股向真实股权投资转变。以此来提高股权融资比重，降低企业财务危机成本和宏观经济杠杆率。

在债权转让过程中引入市场化竞价机制。可以考虑由各类实施机构通过竞价获得金融机构的债权资产，通过市场竞价形成相对公允的债权资产转让价格，提高债权资产定价的合理性，实现各方利益的平衡。

加强监管防范金融风险。一是对现有监管指标进行优化。考虑到债转股使得金融机构的业务结构和风险更加复杂，主管部门需要对相关监管政策进行调整，结合具体情况对实施债转股的金融机构设计有针对性的风险监管和监测指标，提高风险监管的针对性。二是加大对市场化债转股实施过程的监督和检查力度。强化对债转股过程中可能存在的恶意逃废债、延后或转嫁债务风险、腐败寻租行为等问题的检查和监管，维护市场公平竞争环境。三是建立和完善跨部门协调机制。市场化债转股涉及金融机构、转股企业、国资部门、各类监管机构等多个部门，涉及利益众多。在这种情况下，有必要建立和完善跨部门协调机制，协调不同主体的利益，共同推动市场化债转股的发展。■

作者单位：中国社会科学院金融研究所、国家金融与发展实验室；上海大学上海研究院

（责任编辑 植凤寅）