

2016年4月22日

高級經濟研究員 蘇傑

## 內地新一輪債轉股的背景、方向與影響

### 內容提要

作為化解企業債務和銀行不良率上升風險，配合供給側和國企改革的重要舉措，內地新一輪債轉股蓄勢待發。有別於海外及上世紀90年代的情況，本輪債轉股將結合政策與市場導向、觸及現有法律法規修訂和頂層設計、主體聚焦銀行、標的更為多元化，探索改善企業公司治理結構與優先股等問題。債轉股若持續成功實施，短期內有助於避免企業債務違約、改善銀行資產負債水平，中長期可推進經濟結構轉型和金融體制改革。鑒於相關政策措施仍未出臺，值得持續跟蹤和關注。

隨著3月8日華榮能源發佈熔盛重工啟動債轉股公告，市場對內地新一輪債轉股熱議不斷。作為化解企業債務和銀行不良上升困境，配合供給側與國企改革的重要措施，目前官方政策仍未出臺。本文擬從債轉股的歷史與海外經驗入手，分析本輪實施的基本方向及其對經濟金融特別是銀行業可能的影響。

### 一、從海外與歷史經驗看本輪債轉股的背景

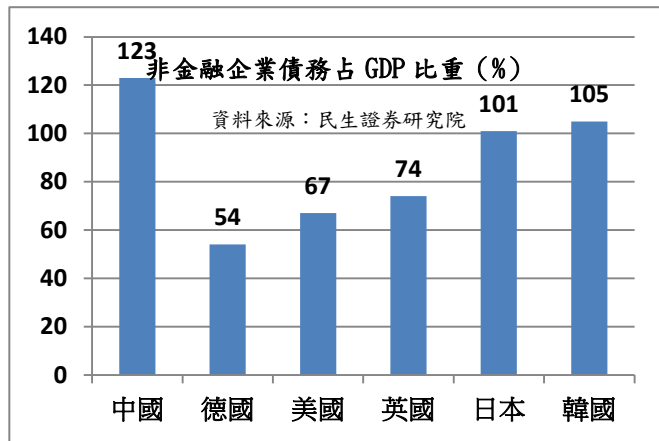
一般認為，債轉股可泛指一切將債權轉化為股權的行為，國際上將其分為以追求高額收益為目的的“收益型債轉股”和以處理不良債權為目的的“止損型債轉股”。後者又可分為市場主導的“商業性債轉股”和政府主導的“政策性債轉股”。從近期市場討論來看，內地的債轉股相當於“止損型債轉股”，即處置不良資產，進行債務重組的一種方式，相較於催收、一般性重組更為嚴重，但相對於破產清盤程度較輕，可看作債務重組的最後解決措施。

#### 1、海外債轉股有得有失。從全球範圍來看，發達經濟體一般多

採用商業性債轉股，主要依靠市場力量依法由債權人與債務人直接協商實現。如美國企業在破產程序中可通過債股實施重組、維持經營，但銀行不得長期持股；政策性債轉股則多發生在新興發展中市場轉軌期或經濟不景氣階段，往往採用政策與市場並重的手段。如智利在1985年開始允許外國企業將外債票據轉換成本國貨幣基金，央行每月進行債權拍賣轉股，債轉股比例占外債的30%，是市場化的典型例子。上世紀80年代，美國為應對“儲貸危機”，通過《金融機構改革、復興和實施法案》成立重組信託公司（RTC），專責管理、處置儲貸資產，2008年透過財政資金資助與私募基金介入重振汽車行業以及對兩房的救助，皆得益於政策與市場的高度配合。反之，主要由政策主導下的波蘭債轉股則由於國企稀釋股權與政府部門利益相悖，行政博弈導致效率低下，債轉股規模僅占總債務的2%。從海外經驗來看，依靠市場手段債轉股的成功率較高，但也存在財政注入、貨幣超發引發通脹、利率上升等問題。

**2、內地上一輪債轉股的經驗教訓。**1999年，為儘快化解國有企業經營困境（三年“脫困”），遏制國有銀行不良率高企（20%以上）的趨勢，內地財政部注資400億元成立四大資產管理公司，剝離收購四大商業銀行不良資產1.4萬億元，由資產管理公司將其管理的部份債權轉變為企業（580家）股權，最終債轉股4050億元（占比30%）。四大行由此甩掉歷史包袱，不良率下降10%左右，成功實現上市轉型；從債轉股企業來看，既有通過核心企業帶動地區性、行業性重組、上市的成功案例，也有轉股後仍基本維持原狀或陷入停產、破產的企業；四大資產管理公司作為中國特色的處置不良資產金融機構，在一度經歷業務低潮和轉型之後，逐漸成為全牌照、混業化、集團化的上市公司。但其持有的企業數目仍較高（華融資產截至去年中仍持有當年債轉股281家企業中的196家），成為難以化解的歷史問題。上輪債轉股的成效更多得益於全球化需求、人口紅利和房地產騰飛、股權分置改革推升牛市等內外環境因素，即經濟、金融市場發展使本質上債務延期的債轉股成功實現“時間換空間”。同時，債轉股引發的“免費午餐”（企業財務軟約束）、資源錯配（對傳統過剩行業的救助導致破產成本增加）、“賴帳文化”（劣幣驅逐良幣加“三角債”）以及財政負擔加劇等問題備受詬病。

3、當前債轉股的特殊背景。與海外經驗相比，新一輪的債轉股既非智利等南美國家化解外債的翻版，也不同於波蘭等中東歐私有化背景下的舉措，更缺乏美國在法律、市場、監管等方面的契合，具有強烈的中國特色，與企業去杠杆的進程密切相關。目前內地非金融企業債務占 GDP 的比重為 123%，遠高於德國、美國、英國的 54%、67%、74%，也超越日本、韓國約 100%的水平。近期渤海鋼鐵、東北特鋼、中鋼集團等不斷爆出債務違約、資金鏈斷裂等問題。兩大評級機構相繼調低中國前景展望，



也建諸於對企業債務攀升的憂慮；與上一輪相比，目前內外形勢發生重大變化：全球經濟步入增長乏力的疲弱期，發達與新興市場均面臨不少結構性問題；中國經濟總量雖躍居全球第二，但步入中高速增长和結構調整的新常態。在鋼鐵、水泥、電解鋁、煤炭、船舶製造等行

業產能嚴重過剩的背景下，以去產能為核心的供給側與國企改革壓力加重。當前債轉股的區域性特徵較明顯，長三角、東北、華北地區的不良貸款情況比中西部、珠三角更為嚴重，農村信用社、農村及城市商業銀行或是重災區。其中，去年底農商行不良率為 2.48%，遠高於整體的 1.67%。今年 3 月李克強總理表示要“用市場化推動，探索用債轉股降低企業杠杆”後，但有關債轉股政策至今仍未能出臺。

## 二、本輪債轉股基本方向

從新聞報導涉及的信息資訊看，此輪債轉股規模約 1-2 萬億元，持續時間或在三年以內。內地最大的民營造船廠熔盛重工重組開啟本輪債轉股的首個案例。3 月 8 日，華榮能源發佈公告表示，董事會計畫向 22 家債權銀行或其旗下實體發行股份，以抵消欠債。其中，擬向 22 家債權銀行發行 141 億股股份，以向債權銀行支付借款合計 141.08 億元。中國銀行是最大的債權人，持有熔盛重工 63 億股，如成功實施，中國銀行將成為熔盛重工第一大股東，持股比例將達 13.9%。儘管目前相關政策措施仍在討論研究中，但可從以下幾個方面來探究此輪債轉股的基本方向：

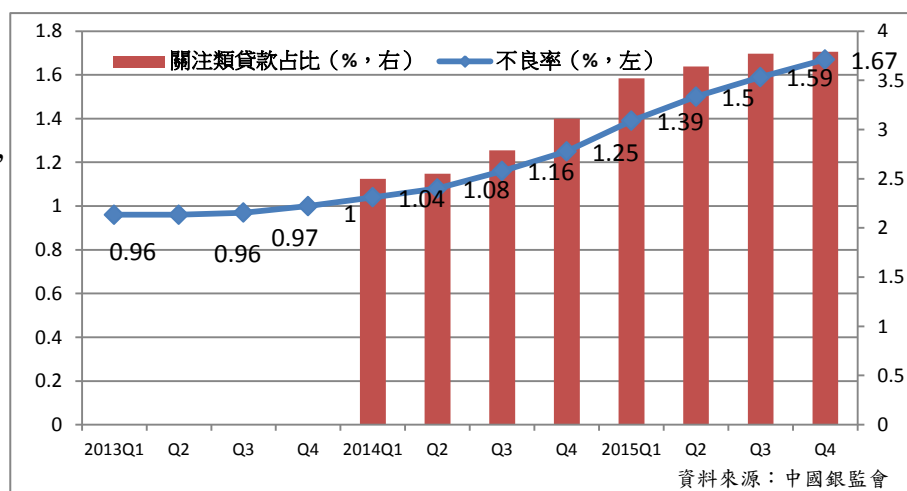
1、政策與市場取向。回顧上一輪債轉股，政府主導下的行政指令成為推動其執行的主要因素。如參與債轉股的企業名單由政府指定，資產管理公司基本不參與評估；轉股定價統一實行賬面價值收購；股權處置多採取企業打折回購，原債權人損失由財政兜底等。本輪債轉股強調

“市場化”：在企業選擇上，商業銀行可能引入第三方評審，增加企業核定的有效性；在轉股定價上，商業銀行或在企業債務成本高企的情況下，更多採用市場定價，減少國有資產損失和商業銀行虧損；在財政難以兜底的背景下，股權處置更多藉助社會資金，需依賴資本市場和多種金融工具（如資產證券化等）等市場化手段。因此，將此輪債轉股放在供給側去產能改革和國企改革的背景下，其市場化程度料遠高於上一輪，但仍需考慮中央、地方政府等因素，實難完全等同於發達市場的債轉股模式。其中，地方政府的角色頗受關注，如何在標的評估、作價、管理、分紅、退出等各環節規避地方政府利益考量（包括經濟增長、就業、政績等因素）具有相當難度。

**2、頂層設計。**法律障礙是此輪債轉股在制度層面的最大約束。從海外經驗來看，在推出相關措施之前，大多事先在法律法規層面提供明確指引。目前內地的《商業銀行法》不允許銀行投資非金融企業和持有非自用不動產，但不禁止銀行被動地持有非金融企業股權；《商業銀行資本管理辦法》則對被動持有股權有資本佔用規定：兩年內風險權重為400%，兩年後是1250%。《商業銀行法》還規定，銀行因行使抵押權、質權而取得的不動產或股權，應當自取得之日起二年內予以處分。銀行如想長期持股降低企業債務率，必須通過設立獨立的投資機構（投資公司、資產管理公司和股權投資基金等）運作。另外，除去商業銀行在准入與退出方式上均面臨法律制約，現有《公司法》、《破產法》也缺乏對債轉股的相關規範。由於相關法律的修訂過程較為漫長，短期內需通過國務院授權審批處理。

**3、主體聚焦銀行。**從熔盛重工的個案來看，政府主導的資產管理公司不再是本輪債轉股的主體，商業銀行取而代之，銀行或成為此次債轉股的主角。

由於目前企業負債的承接主體正是商業銀行，不僅不良資產率不斷攀升，而關注類貸款占比的上升勢頭預示着未來資產負債的持續壓力，銀行



須盡可能多地收回現金，與企業期望減輕債務負擔目標較為一致。上一輪銀行的缺位與分業經營管理框架有關，目前混合所有制與混業經營改

革料可為銀行定位提供制度上的支持。但是，銀行角色也存在爭議：一是內地銀行是否具備經營管理產業公司的能力，銀行參與會否對企業經營構成不正當干預？二是銀行與企業的關係會否重蹈日本“主辦銀行”制度的覆轍，造成經濟金融發展的停滯？三是銀行趁機開展證券、基金等業務，或形成更大的金融壟斷體系，不利於多層次資本市場建設，特別是證券、基金、信託等主體發展。

**4、標的選擇多元化。**儘管上輪債轉股高度行政主導，但在標的選擇上也強調參與企業應是產品具有市場前景，管理水平、技術水平較為先進，只是由於債務率較高而要設法降低其杠杆率的企業。這與此輪市場熱議的入選企業基本原則十分吻合。在企業屬性上，不僅局限於國有企業，更涵蓋大型民營企業；在企業性質上，既包括上市企業，也包括未上市的混合所有制企業；在行業選擇上，或更多集中於是鋼鐵、水泥、電解鋁、船舶製造、多晶硅、煤炭等產能過剩行業。有分析認為，債務問題較為嚴重的企業可根據國家需要控制和不需要控制兩類劃分，分別採用通過國有企業經營公司進行資本配置和通過在債權銀行主導下利用社會資金進行債轉股兩種方式，這種界定類似於國企改革商業類與公益類的分類，將一些國有企業排除在債轉股方案之外。另外，將僵尸企業排除在債轉股名單之外基本已形成市場共識。但是，由於僵尸企業一般投資規模大、債務多、員工多、地方稅務影響大，資產變現和職工安置難、歷史欠賬和遺留問題多，如何在現實操作中杜絕其搭乘債轉股的“順風車”，“借屍還魂”，或面臨地方政府、銀行、企業三方的利益博弈。與標的相對應的是，入選企業債務在銀行賬面上更多地反映為關注類貸款甚至正常貸款，而非不良貸款。

**5、企業治理結構與“優先股”問題。**從上輪經驗來看，成功實現債轉股的企業無不是伴隨著產業轉型、財務清理和公司治理結構整頓。作為當年首個債轉股個案，北京水泥透過轉股（信達資管承接6.7億元的債務轉化為股權）、上市（北京建材集團組織集團優質資產成立新公司北京金隅股份上市）、回購（建材集團回購2億元，上市公司配股回購4.7億元）三步走，3年減少利息支出1.2億元，大幅降低企業債務負擔。有分析認為，商業銀行受到財政部、央行以及巴塞爾協議的內外監管，可利用自有的激勵機制，倒逼債務企業整改、重組，解決原有的“內部人控制”問題，加強股東地位和話語權，完善公司治理結構，從而推進企業效益提升。近期優先股作為債轉股的表現形式被廣泛討論。優先股作為介於債券與股權的金融產品，相對於普通股而言具有特殊性：公司資產破產清算的受償順序（索償權）排在債權之後，比普通股優先；股利分配順序較普通股優先，通常按事先約定股息率發放。優先股通常在股東大會上無表決權。優先股雖在銀行利益保護上較為有利，但不能參與

企業經營權限，如何發揮改善企業治理作用值得商榷。

綜上所述，本輪債轉股基本確立市場化的方向，但在整體方針、法律規範、主體、標的、步驟等環節仍存在不少需要厘清的問題，涉及到內地經濟金融改革的諸多層面。

### 三、本輪債轉股的可能影響

相較於上一輪債轉股對於內地改革開放的重大影響和後遺症，市場普遍預計本輪債轉股不會作為化解企業債務的主要選項，只會作為一種特殊的債務重組形式，並不會迅速全面鋪開。但是，在全球經濟增長乏力、貨幣政策不同步以及中國經濟增速放緩、金融改革和開放持續推進的背景下，其可能產生的影響仍不容忽視。近期相關消息的陸續透露曾一度引發內地股市指數上揚。

從經濟層面來看，其利好主要在兩個方面：一是降低企業杠杆率。政策與市場相結合的債轉股若能持續並成功推進，可在短期內降低企業負債水平，減輕財務負擔，並幫助企業經營效益向好，一定程度上避免企業債務違約；二是推動改革轉型。本輪擬以銀行為主體，更多市場化導向的債轉股可望改變上輪資產管理公司“被動等待”的情況，增加參與者積極性，並以此為契機主動推進供給側和國企改革，加快經濟結構轉型步伐。可能產生的負面影響主要集中於兩點：一是“國進民退”憂慮。從熔盛重工的個案來看，不少傳統行業的民企當前面臨的經營困境較大，國有商業銀行控股後，變相成為國有控股企業，可能削弱民營經濟整體占比；二是引發通脹問題。債轉股實質上只是債務的延期，如市場化手段最終仍難化解又要避免破產潮和債務違約擴散，政府資金注入可能是最後解決手段。若財政注資，可能產生貨幣超發風險，引發通脹等問題。

從金融層面來看，債轉股有助於在規避風險的前提下加快各項改革措施的落實：短期內透過降低企業負債率和銀行不良貸款率，可打破企業違約向銀行體系傳導的惡性循環，避免系統性金融風險發生；債轉股既可作為國企混合所有制改革和銀行混業經營、投貸聯動試點的切入點，又可通過債權融資向股權融資的轉型，提升資本市場品質和效率，進一步探索資產證券化途徑。另一方面，其實施也蘊藏風險，須關注“道德風險”的連鎖效應。由於此輪債轉股並非覆蓋所有重債企業，如入選企業質素參差可能重現當年“劣幣驅逐良幣”現象，不利於整體金融環境的穩定。

債轉股對銀行的影響最受關注。相較於上輪銀行直接“撇賬”式的輕裝上陣，此輪銀行的責任重大，影響也是多方面的。若成功實施，其短期利好可能會較為明顯：一是改善資產負債水平。有機構估算，1萬億元規模的債轉股可能在三年內為銀行業節約撥備1500億元，增加淨利潤900億元。不良貸款上升趨勢或有望扭轉；二是增加盈利。一般認為，股本投資預期回報率高於銀行存款利率，銀行可望透過股權的成長性獲得更高利益。而銀行直接接手債轉股，可避免轉手資產管理公司的大幅折讓（目前資產包出售價格低至三折左右），在企業經營改善、時機成熟時擇機拋售，不僅可收回資金，還有可能盈利；三是啟動混業經營試點。銀行可借此契機設計配套產品，開展證券、基金業務，探索多元化經營方式。但也要看到，其不利影響主要存在以下幾個方面：一是交易金額影響資產質素。仍以熔盛重工為例，截至今年2月其在金融機構的負債升至226億元。若多家企業實行債轉，風險權重增加導致資本金佔用上升，對銀行資產負債的壓力愈加明顯；二是利息收入減少。由於債權轉股後不再產生利息收入，直接導致銀行當期淨利潤、所有者權益和總資產相應減少；三是折價出讓機會風險。債轉股拉長不良資產回收週期，降低資本周轉率，若企業經營狀況惡化，銀行所受損失或比作為債權人對企業進行破產清算更大；四是投資者利益或受損。上輪參與債轉股的銀行大多已完成上市，轉型成為公眾公司。若銀行參與債轉股，對其原有股東和投資者將產生不確定性風險，特別是在貸款企業經營狀況未能好轉的情況下，銀行股權勢必面臨低估，進而導致股價持續下跌，投資者利益受損。