

解困债转股

现阶段，市场化债转股要实现降低杠杆率和债务风险、助推国有企业改革和改善金融结构的目的，仍面临诸多亟需解决的困难。有些困难涉及体制机制深层次顽疾，有些困难则是市场环境不够完善所致。

文 | 梁志兵

与上世纪末的政策性债转股相比，此次债转股至少表现出了以下四个本质性的变化：

市场环境方面，相对于上世纪末，公司法、证券法、破产法、公司注册资本登记管理规定等法律法规均有实质性完善，为开展债转股提供了法治基础。银行、金融资产管理公司、私募股权机构已实现成熟的商业化运作，资本市场发展也更加完善，与债转股相关的资产处置、企业重组和股权退出等业务的开展更加顺畅。

参与方式方面，在遵守法律法规的前提下，由相关银行和实施机构通过平等协商谈判的方式，来确定转股对象企业的类型、转股债权和股权类型及规模、转股价格、股权退出等，政府不强制不干预具体转股方式，实施方式更加规范和自由。

目标方面，上次政策性债转股主要目标在于处置银行不良资产和降低银行坏账率，而此次债转股的目标则定位于实体经济，通过债转股实现降低企业杠杆率、实现深化企业改革、振兴实体经济和改善金融结构的目标。

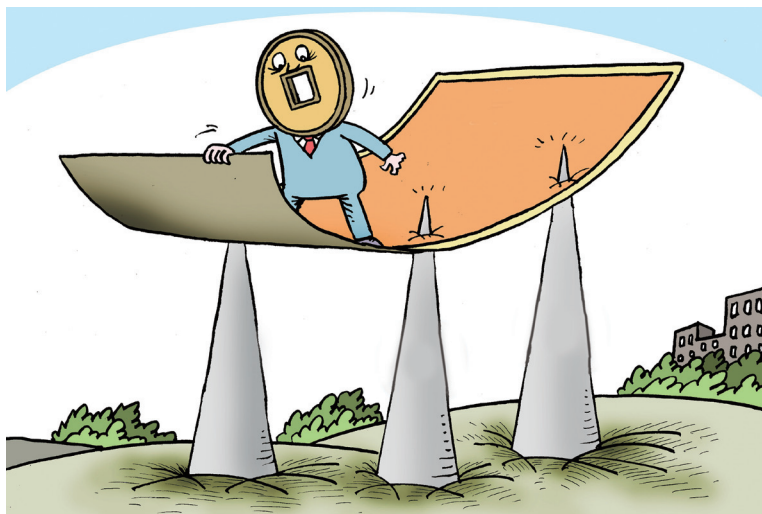
实施机构方面，上次债转股的实施机构是四大全国性资产管理公司，而此次债转股的实施机构，既包括全国性和地方性资产管理公司，也包括保险资产管理机构、国有资本投资运营公司，以及银行所属符合规定的实施机构，更加多元的实施机构必会带来更加充分的市场竞争，也更有助于发现真正具有发展前景的高负债企业。

诸多困境待解

现阶段，市场化债转股要实现降低杠杆率和债务风险、助推国有企业改革和改善金融结构的目的，仍面临诸多亟需解决的困难。有些困难涉及体制机制深层次顽疾，有些困难则是市场环境不够完善所致。

国有资产转让的市场化程度不高。国有企业债转股涉及将债权转为国有企业的股权，而股权定价的市场化程度，则是吸引投资者参与市场化债转股的关键。根据《企业国有资产交易监督管理办法》，国有资产按评估结果转让无法实现时可降低转让底价，“新的转让底价低于评估结果的90%时，应当经转让行为批准单位书面同意”。但在实践中，即使企业股权的公允价值明显低于评估的账面价值，国资管理部门也会因为害怕担责，而不敢同意按照公允价值定价，以至于债转股定价的谈判无法按照市场化方式进行，投资者难以获得市场化的合理投资回报率，降低投资者的投资意愿，自然导致债转股项目难以实施，企业因此无法实现降杠杆和脱困转型升级，“看着冰棍在手里化了”，更遑论以债转股促进国有企业混合所有制改革。

银行和国有企业的考核机制过于僵化。在银行业绩考核方面，《指导意见》提出了对符合一定条件的正常类贷款也可实施债转股。这在实践中似乎难以实现。在实践当中，一些严重亏损甚至资不抵债的企业往往对贷款借新还旧，虽然按



照银行贷款分类标准，这些贷款表现为正常类贷款，但其公允价值已低于账面价值。由于正常类贷款仍是生息资产，实施正常贷款债转股后银行当期收入和利润都会下降，打折转让的话会使得贷款从正常类和关注类调整为不良类贷款，影响会更大，没有银行会做这种傻事。按照银行现有考核制度，当期利润下降会直接降低银行员工的收入，产生不良贷款的客户经理往往被终身追责。因而如果不对银行业绩考核规定作相应调整，银行无论如何也没有动力实施正常贷款债转股。在国有企业业绩考核方面也类似，债转股过程中确认的损失不仅对股东企业当期利润影响巨大，对企业经营管理层考核产生负面影响，还会引起历史损失责任的追究问题，一些企业管理者因而非常惧怕市场化的债转股，开展债转股的积极性也因此受到限制。

金融市场环境尚需完善。众所周知，债转股涉及的投资是股权投资，不确定性较大，投资回报实现的期限较长，需要在期限和回报率上与之相对应的资金供给。在当前市场流动性趋紧的背景下，完全市场化筹集债转股资金的成本高、期

限短，市场上普遍存在刚性兑付，且投资者偏好于固定收益类或名股实债类产品，自担风险自享收益的股权类投资资金供给严重不足，债转股资金的需求与供给不匹配。此外，国内未上市企业的产权交易市场流动性不足、市场化程度不高，股权的估值和定价困难，导致债转股投资的退出渠道有待通畅，影响债转股的投资意愿。

相关金融监管仍不清晰。我国非金融企业债务的主体是银行贷款，这导致商业银行具有掌握企业资金状况的信息优势和网点人员优势。银行设立实施机构相对于其他类型实施机构而言可更迅速地从更多对象企业中，选择债转股目标企业，同时利用对企业现金流的掌握，更有效地管理企业风险。令人遗憾的是，银行新设实施机构的相关监管规定迟迟未能正式出台，监管部门公开征求意见的规定对实施机构的业务模式要求与多数已签约债转股的模式存在明显冲突，市场化债转股模式创新可能因此受到一定限制，未来债转股规模的继续扩大和对降杠杆及经济转型升级的促进作用也有可能受此影响。

企业可能借机“逃废债”。由于当前我国信用体系仍不完善，有些企业存在恶意停止偿还原本为正常类贷款利息的动机，企业抽逃注册资本、非法转移资产、假破产真逃债等现象还较为常见，如实施债转股，银行担忧自身的利益将更难以保障，因而不敢轻易对企业实施债转股。

税收成本有待降低。市场化债转股是债务重组的一种方式，会涉及债权转让、资产划拨和转让、股权交易和退出等多种交易，涉及增值税、所得税等多种税收支出。虽然以往财税部门已针对债务重组制定过一些优惠政策并在债转股政策发布初期对相关政策加以明确，如财政部和国税总局联合印发《关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知》（财税[2016]125号），但税收负担仍旧过重，税收优惠力度仍显不足，不利于市场化债转股的开展。

社会负担尚需进一步剥离。国有企业往往因

为人员负担过重、承担过多社会负担而效率低下，企业债转股后，只有精简管理、裁减人员、剥离企业办社会的负担、聚焦主业等，才能有效改善经营提升效益。然而，当前经济下行背景下地方财政吃紧，部分中西部地区应付日常财政支出已显捉襟见肘，对于解决人员安置和承接企业社会职能方面缺乏足够的资金，而由债转股的投资方单方面支付此类支出会导致投资回报率下降，降低了投资方参与债转股的意愿。

标本兼治综合施策

为实现债转股实现其战略目标，建议政府有针对性地出台政策，集中发力，标本兼治、长短结合、综合施策，推动市场化债转股切实发挥促进我国经济转型升级的重要作用。

市场化债转股是解决中国非金融企业债务过高问题的一把利剑。要充分发挥实施机构，尤其是银行新设实施机构资金、渠道、综合经营的潜力，允许实施机构运用多种创新性模式、整合多方面资源开展市场化债转股；相关监管机构应在确保不发生系统性金融风险的前提下，适度修改正在公开征求意见的《商业银行新设债转股实施机构管理办法》，为此创造适宜的监督环境。一是允许实施机构与对象企业在平等协商的基础上，自主决定采取“承债转股”、“发股还债”等多种方式开展市场化债转股。二是除债转股业务外，应该明确赋予其开展与债转股相关的配套债务重组业务权限，如资产证券化、发行债转股专项投资计划等，允许银行所属机构有多重权限配合债转股，切实推动企业改组改制改造和转型升级。三是在持有转股股份的风险权重方面，相关监管机构在确保不发生系统性风险的前提下，根据实际情况酌情考虑放宽银行所属实施机构的风险权重要求。

提高市场化定价程度。一是简化完善国资转让程序，实质性放宽“新的转让底价低于评估结果的90%时，应当经转让行为批准单位书面同意”中90%的限制，增加国有资产转让的价格弹性，

提高国有企业股权定价的市场化程度。二是加快完善区域性股权交易市场建设，建立多省市股权市场联网系统，提高非上市国有企业股权市场化定价的便利程度与透明度。三是调整国有商业银行和国有企业的监管和业绩考核方式。只要是按市场化对债权定价，就应落实尽职免责，适当允许改革的损失，豁免相关责任人的责任，提高他们参与供给侧结构性改革的动力。

多方式降低项目成本。一是加大税收优惠力度。由于市场化债转股对于经济转型升级具有重要作用，国家应该加大在债转股各个环节的税收优惠力度，降低债转股成本。二是发挥政府出资产业投资基金的激励引导作用。地方政府应视情况设立市场化债转股投资基金，通过政府性资金以保本微利或作为劣后等方式提高社会资金参与市场化债转股的投资回报率和投资安全程度。现有中央政府出资产业投资基金，如中国国有资本风险投资基金、中国国有企业结构调整基金等也可以适当方式参与市场化债转股，切实发挥政府出资产业投资基金在促进优化存量、结构调整中的积极作用。

完善信用体系，加大监督打击力度。建立债转股专用信用记录，并纳入地方和全国信用信息共享平台，对借债转股之机逃废债的企业法人、法人代表、高级管理人员等进行失信联合惩戒。同时，要对债转股的全过程依法进行监督检查，严禁违法违规操作，对违法行为严厉打击，提高违法违规的成本。在债转股的过程中，要在增强国有资产定价市场化程度的同时，注意增加国有资产交易定价的透明性，禁止暗箱操作导致国有资产流失。

政府要做好职工安置等社会兜底工作。中央政府应采取更为积极的财政政策，借鉴对去产能相关企业发放专项奖补资金的做法，加大对债转股过程产生的职工分流和企业社会责任剥离加大支持力度，使相关对象企业轻装上阵，降低债转股项目的隐性成本，减少投资者的顾虑，提高债转股对社会资本的吸引力。□

（作者供职于国家发改委经济研究所金融研究室）

市场化债转股是解决中国非金融企业债务过高问题的一把利剑。要充分发挥实施机构，尤其是银行新设实施机构资金、渠道、综合经营的潜力，允许实施机构运用多种创新性模式、整合多方面资源开展市场化债转股。