



## 给债转股多些时间

市场化债转股是一个多方利益不断博弈的过程，且由于评估和审批周期的限制，要达成一个各方可以接受的交易往往需要很长的时间，我们不应该急于求成，应给债转股多些时间。

文 | 本刊记者 刘伟 张琴琴

上一轮政策性债转股，直接催生了华融、信达、东方、长城四大金融资产管理公司的诞生，作为实施机构，四大金融资产管理公司承担了涉及 601 户国有大中型企业、总规模为 4050 亿元的政策性债转股任务。2016 年，市场化债转股重现历史舞台。和上一轮政策性债转股相比，本轮债转股的背景和环境变了，实施机构和操作方式更加多样化。四大金融资产管理公司已经相继完成市场化改革，对市场化债转股又有哪些话要说？为此，本刊记者专访了中国华融资产管理股

份有限公司副总裁王利华先生。

### 依法合规是前提

《英大金融》：上一轮政策性债转股发生在亚洲金融危机、国有企业改革等大的背景下，回头看，它有没有实现当初预期的目标？

王利华：上一轮政策性债转股主要有三个目标：一是降低商业银行不良贷款率，防范和化解金融风险；二是帮助国有重点大中型企业扭亏脱困；三是促进国有企业完善治理结构，建立现代

企业制度。从化解金融风险方面看，华融公司截至2016年末的债转股资产处置回收率为82%，通过剥离不良资产等方式助力商业银行完成了市场化改革。从支持国企脱困来看，华融公司持股债转股企业亏损比例从1999年的53%下降到1/3左右，减少了20多个百分点。

总体而言，金融资产管理公司一手托两家，既盘活了银行不良资产，又化解了国企债务危机，有效防范和化解了金融风险，发挥了“安全网”和“稳定器”的重要作用，基本达到了国家实施政策性债转股的目标。

**《英大金融》：**上一轮债转股在实施过程中，有没有什么问题呢？

**王利华：**问题也是存在的。一是部分不符合条件的企业搭了便车，把债转股当成“免费的午餐”，借机从国家和银行获得无成本或低成本的资源，达到债务豁免的目的。还有部分企业背负着大量的社会负担和历史包袱，盈利能力低下，虽然实施了债转股，但最后还是走上了破产清算的道路。二是部分企业的经营管理机制未能彻底转换，没有完全建立起规范的法人治理结构和现代企业制度。三是金融资产管理公司所持股权缺乏退出保障机制，至今仍有部分债转股股权尚未实现退出。

**《英大金融》：**作为主要实施机构，华融在上一轮政策性债转股中有哪些经验和体会？

**王利华：**一是依法合规是做好债转股工作的基本前提。在上一轮债转股中，个别企业出现了利益输送和贪腐问题。华融公司成立之初就树立“制度管人、流程管事”的企业文化和管理理念，严格遵守国家法律法规和政策要求，坚持“公平、公正、公开”的原则有序开展债转股相关工作。二是完善法人治理，建立现代企业制度是重要保障。在对债转股企业的日常经营管理中，华融公司严格遵守公司法和公司章程，在企业“三会”框架下有效履行国有出资人义务，依法行使股东权利。三是充分认识到债转股仅是缓解企业流动

性风险的财务性救助措施之一，不是唯一工具，需要认真甄别、区别对待，综合运用破产清算、分立重组、债务重组等方式促进企业健康发展。四是档案信息管理是夯实股权管理的基础。华融公司自主开发建成了“股权资产信息管理系统”，实现了股权资产和持股企业信息数据档案管理的信息化和系统化，用清楚明白的档案信息夯实股权管理的基础。五是以债转股为纽带，拓展增量投资。围绕服务国企深化改革，助推产业转型升级等国家战略，华融公司充分发挥综合金融服务优势，打好“组合拳”，切实服务实体经济转型发展，实现多方共赢。

## 主旨还是去杠杆

**《英大金融》：**这轮市场化债转股从提出到现在，实施了近一年，从这一年的进展来看，我们应该如何认识“市场化”的内涵？

**王利华：**新一轮债转股最显著的特点就是遵循市场化、法治化原则，采取政府引导与市场化运作相结合，充分发挥政府和市场各自的作用，不搞行政“拉郎配”，不搞“一刀切”，政府不兜底损失。一是把市场化债转股放到供给侧结构性改革和国资国企改革的大框架下推进。债转股与降低实体企业成本、化解过剩产能、行业并购重组等工作有机结合起来成为降低企业杠杆率的重要举措之一，是稳增长、促改革、调结构、防风险的重要结合点。二是转股对象选择坚持市场化原则。政府主要当好裁判员，划定了“三个鼓励”、“四个禁止”的政策红线，负责政策引导和监管；转股对象选择完全采用市场化的方式，由各参与主体自主协商确定。三是参与实施机构和实施方式多元化。债权类型从过去单一的银行贷款拓展到其他类型债权，并且不再仅仅局限于不良债权；转股价格、条件通过谈判和自主协商确定，资金来源渠道也更加多元化。四是强化依法运作。法治化是市场化的前提和保障。在更为完善的法律法规规范和监管下，债转股在债权转

在第一轮债转股中，金融资产管理公司一手托两家，既盘活了银行不良资产，又化解了国企债务危机，有效防范和化解了金融风险，发挥了“安全网”和“稳定器”的重要作用，基本达到了国家实施政策性债转股的目标。

## 市场化债转股的主要模式



## 市场化债转股面临的困难

### 落地少

权益投资决策周期较长  
债转股资金来源有限  
外部审批决策不可控

### 融资难

理想资金来源  
银行理财资金  
保险资金  
债券融资

资料来源：中国华融

让、公允定价、转股流程以及股权退出等操作环节上都更为合理规范，能够更好地防范道德风险，体现风险共担的市场化精神。

**《英大金融》**：除了购买债转股的方式以外，这轮债转股还有哪些主要模式？

**王利华**：一类是“并表基金”模式，这是商业银行开展债转股主要采用的模式。在这种模式下，实施机构通过市场化方式筹集资金并与标的企业合资设立有限合伙制基金，基金并入标的企业资产负债表。标的企业用上述资金偿还高成本银行贷款或其他负债，达到减轻财务负担的目的。基金未来通过原股东回购、将股权装入上市公司等方式退出。这类模式主要适用于集团类企业，且不参与企业实际管理，股性不强。

“收购债转股”模式是传统的债转股模式，也是上一轮金融资产管理公司实施债转股的方式。由于商业银行等金融机构已经实现了完全市场化运作，持有的优良债权资产转让意愿不强，有意转让的不良债权往往转股价值不高或不符合转股条件。为积极稳妥推进本轮市场化债转股工作，提高债转股实施效率，切实服务实体经济，华融公司创新了“发股还债”模式，即向对象企

业进行权益投资用于偿还有息负债，所投股权未来通过原股东回购、二级市场减持、股权重组置换等多种方式退出。这种模式股性特征明显，债转股新股东与企业原股东根据公司法 and 公司章程行使股东权利、履行股东义务，参与企业重大事项的经营决策。

此外还有“以股抵债”模式，主要适用于面临偿债困难或债务违约的企业，银行与企业协商进行庭外债务重组或破产重整，将原有银行贷款转为可转换债权。该模式往往需要法院介入，目前市场化债转股很少采用该模式。

下一步，华融公司将加大市场化债转股工作力度，加快筹建“中国华融债转股并购重组基金”，将华融公司的不良资产经营管理主业优势与社会资本有机结合；同时将积极推进项目筛选，从有发展前景但暂时陷入经营困难的问题企业重组中积极寻找债转股商机，在债转股中配套提供“一揽子”综合金融服务，进一步提升服务实体经济的成效。

**《英大金融》**：关于市场化债转股的不同模式，实操中也有保底协议引发的明股实债问题，对此您怎么看？



**王利华：**还是要从这一轮债转股出台的背景来看问题。本轮市场化债转股的主旨是“降杠杆”，无论是降宏观经济的杠杆，还是降微观企业的杠杆，只要达到了降杠杆的目的，都可以被称为债转股。判断清楚这一点就可以了。

华融公司以降低企业杠杆率为中心开展市场化债转股工作，服务“一带一路”建设、军民融合等国家战略。目前已有多个项目落地实施，涉及有色金属、基础设施建设、特种化工等多个行业，帮助企业降低了资产负债率、减轻了财务负担，有效发挥了服务实体经济、助力供给侧结构性改革的积极作用。

**《英大金融》：**银行是最大的债权人，也在相继成立自己的债转股子公司，华融与这些银行系债转股实施机构相比有何优势？

**王利华：**四大金融资产管理公司在成立之初，国家就明确了其从事债转股的法律主体地位。以华融公司为例，通过 17 年的项目运作和积累，形成了一套成熟、规范和高效的债转股操作流程，培养了一批具有丰富债转股实施经验和股权经营管理经验的专业队伍，为新一轮债转股储备了经验和人才。此外，华融公司目前已经实现了金融全牌照，可以综合运用一揽子金融服务功能，打业务“组合拳”，在实施债转股的同时有效救助问题企业，化解金融风险。

**《英大金融》：**无论采取哪种方式，都会面临定价和退出这两大环节，从以往的经验看，这也是债转股实施的主要难点。市场化债转股在这两个方面体现出了哪些新特点？

**王利华：**债转股定价主要包括债权收购定价和转股定价两个方面。对这两个定价，本轮市场化债转股在政策上均有重大突破。在债权收购定价中，政策性债转股是按照债权原值定价，而市场化债转股允许银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让价格，并强调了银行必须“洁净转让”的原则。在转股定价中，原政策性债转股要求按照企业评估后的净资产值确定转股价格；而

市场化债转股允许国有非上市公司参考竞争性市场报价或其他公允价格确定转股价格；对于国有上市公司，允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，突破了必须以市场公允价值与评估净资产孰高为原则的限制，转股价格更为灵活、公允。

与上一轮政策性债转股相比，本轮市场化债转股退出方式也更加多元化。政策性债转股股权主要依靠原国有出资人、原控股股东及实际控制人受让退出。市场化债转股是各参与主体自主协商的结果，因而可以采取更为多样的退出通道。债转股标的企业为上市公司的，可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定；债转股标的企业为非上市公司的，鼓励利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。我国资本市场的不断完善和发展将为市场化债转股股权的退出提供有力保障。

## 将来还有大发展

**《英大金融》：**相关数据显示，截至 2017 年 6 月初，市场化债转股签约总规模为 7095 亿元，但已成功落地的项目仅有 10 个，涉及金额 734.5 亿元，资金到位率仅 11%，您如何看待目前市场化债转股落地慢的现状？

**王利华：**距 2016 年市场化债转股政策出台还不足一年时间，签约规模已逾 7000 亿元，充分说明了各实施主体响应和参与市场化债转股的极高热情。市场化债转股的实质是权益类投资，与债权投资比，其本身就具有资金量大、流动性低、风险高、周期长的特点，实施机构对转股标的的筛选、尽职调查和内部决策更为审慎，相应的决策周期也更长，短期来看不可能实现债转股规模爆发式增长。

以目前市场化债转股的几种主流模式看，在“收购债权转股权”模式下，转股定价需以审计评估为基础，从确定审计评估时点到完成评估报告

**本轮市场化债转股的主旨是“降杠杆”，无论是降宏观经济的杠杆，还是降微观企业的杠杆，只要达到了降杠杆的目的，都可以被称为债转股。**

随着探索实践工作不断推进，债转股终将厚积“勃”发，降低企业杠杆率、助力供给侧结构性改革和增强经济中长期发展韧性的目标也必然会实现。

备案，至少需要3-6个月时间，有些大型项目的评估周期更长；在“发股还债”模式下，上市公司披露非公开发行股份预案到董事会、股东大会决策，再到国资部门和中国证监会审查审批，往往需要半年到一年的时间。而“以股抵债”模式常常发生在法院主导的企业债务重组或破产程序中，参与主体较多，司法程序复杂。目前，有关部门和监管机构在密集调研基础上正在完善相关配套政策和监管细则，包括华融公司在内的各实施机构也都在积极稳妥推进前期相关工作，预计在不久后债转股落地实施情况将大有改观，也有利于市场化债转股提升政策实施效果“行稳致远”。

**《英大金融》**：以华融的角度看，作为债转股的实施机构，目前面临的主要困难是什么？

**王利华**：实施市场化债转股所需资金量较大，且债转股投资风险高、周期长，单纯依靠实施机构现有融资渠道尚存局限。除自有资金外，债转股实施机构的资金主要来自于银行保险等机构。从银行理财资金看，由于证监会和商业银行对于理财资金安全性要求较高，所以银行理财资金通过认购基金份额来大规模投资市场化债转股的可能性不大；从保险资金来看，根据保监会的规定，保险公司投资权益类资产的账面余额合计不得高于其上季末总资产的30%，且保险公司权益类资产投资多以上市公司为主，参与非上市权益类投资比重较小；从债券融资看，国家发改委鼓励国有资本投资运营公司和地方资产管理公司发行债转股专项债券，但规定融资规模不得超过债转股项目合同约定股权金额的70%，约束较多，审批流程较长。

同时，在非银行同业机构借款利率一路高企的情况下，融资成本居高不下，也增加了债转股资金筹措的难度。

**《英大金融》**：针对上述困难，作为债转股的实施机构，华融对政策有何建言？

**王利华**：对实施机构而言，建议发债的方式可以更灵活一些。在这方面，2016年末，国家

发改委已经印发《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》来进一步拓宽债转股实施机构的资金筹措渠道。对标的企业而言，建议财政税务部门出台税收优惠政策，对符合条件的债转股企业按规定享受企业重组相关税收优惠政策，并根据需要采取适当财政支持方式激励引导开展市场化债转股。

从全社会去杠杆的角度来看，债转股最终解决的是企业直接融资和间接融资的关系问题，因此应大力发展资本市场，提高企业直接融资的比例。此外，建议国家进一步完善市场化债转股的配套支持政策，比如调整对金融资产管理公司的资本监管要求；发行特别国债作为债转股的重要资金来源，发挥财政资金的引导作用；创新非银行金融机构债券管理方式；允许金融资产管理公司发行专项金融债券；建立专项基金等。

**《英大金融》**：就目前债转股的进展和遇到的一些困难，您预期债转股未来的发展会怎样？

**王利华**：从标的企业筛选、尽职调查、审计评估、定价、形成方案到各方达成一致，完成一单债转股项目并不容易。华融公司也是这一轮市场化债转股的发起人之一，我们一直坚信市场化债转股“大有可为”，也看好市场化债转股的未来发展。在这轮市场化债转股中，华融公司将依托不良资产经营管理的专业优势，发挥“主力军”作用；依托“一体两翼”的综合协同优势，通过打业务“组合拳”为企业提供一揽子多元化综合金融服务；依托大客户战略资源，在国家重点支持领域力促银行、央企、地方国企等各类机构的合作；依托设立并购重组基金的资金优势，多举措提高市场化债转股的成效。

市场化债转股还只是刚刚开始，目前财税支持、司法程序以及实施机构管理等方面的细则都在陆续探讨出台中，随着探索实践工作不断推进，债转股终将厚积“勃”发，降低企业杠杆率、助力供给侧结构性改革和增强经济中长期发展韧性的目标，也必然会实现。□