

慢，也是一种进步

债转股，没有那么高大上，它只是商业银行资产负债表调控的一种工具；目前债转股进展缓慢，没有典型案例出现，恰恰就是“一企一策”的体现，是此轮市场化债转股进步的表现。

文 | 曹远征

相比于本轮债转股，上一轮债转股的政策性意义更大。

彼时，97年的亚洲金融危机刚过，中国经济GDP增速下滑，1998年和1999年CPI一度为负，分别为-0.8%、-1.8%。经济在下行压力较大的同时还伴有较大的通缩压力。当时的国有企业，尚未建立现代企业制度，承担的社会负担过多，在预算软约束下普遍存在举债过度的问题。1990年以来国有工业企业亏损额不断上升，1997年共亏损830.95亿元，是1990年的2.4倍，1996-1997年国有工业企业亏损金额甚至高于其利润总额；同时国有企业资产负债率也在不断上升，如1995年一度高达85%。经营不佳加上高负债率使得企业债务负担压力很重，国有企业陷入债务困境。而当时，商业银行贷款的主要对象是国有企业，1995年国有企业贷款占银行各项贷款总额的58.73%。国有企业无力偿还贷款，直接导致银行形成过高的不良资产比例。

从企业的角度看，上一轮债转股的主要目的是帮助国有企业建立现代企业制度。1998年，中国政府机构改革，一大批承担生产和经营任务的国家部委改组为企业。成立之初，其企业治理结构薄弱，商业化经营意识不强，债转股降低这些初创企业的财务重组外，还在于帮助这些

企业进行股份制改造，并为上市创造条件。换言之，通过建立了现代企业制度，不仅实现扭亏为盈；而且为企业的示范经营奠定基础。从银行的角度看，政策性债转股通过停息挂账并转为投资，从技术层面缓解了银行不良资产压力并为银行的改革赢得了时间。从2004年开始，从国有独资银行纷纷转为股份制银行，几大国有商业银行全部实现股份制改造并完成上市。使银行开始具备商业化的可持续经营能力。由上，上一轮债转股的改革意义大于其他意义，因此是政策性的，是具备全局意义的改革政策安排。

此时，在中国经济历经十多年的快速发展背和市场经济体制巩固的景下，国有企业及金融机构已经基本建立了完整的现代企业制度并具备创造“真金白银”的能力。在这种条件下的债转股已不同于当年，不再是具有全面意义的改革政策安排，而更对地是市场化手段，即允许银行将债转股作为一种资产负债表调整工具，与贷款企业进行平等协商谈判，目的是在商业化的基础上实现双方利益最大化。

只是阶段性安排

与上一轮债转股相比，此轮具有两个鲜明的特点：

一是债转股化解的是企业一时之困。

本次债转股市场化的体现就是参与各方的谈判基础已经比较完备，转股债权质量类型由债权人、企业和实施机构自主协商确定，主要还是由作为债权人的银行主导。

从之前的债转股相关文件也可以看到，银行选择合作的企业需要面临三个条件：发展前景好，具有可行的企业改革计划和脱困安排；产业方向好，抓哟生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；信用状况好，无故意违约转移资产等不良信用记录。债转股不是对企业的扶贫，银行对企业的最低要求是对转股债权财务上能做到还本付息的水平。

而且，债转股的目的尽管是为了帮助企业去杠杆。但从宏观上看，去杠杆的核心是去“僵尸企业”。扭亏无望、恶意逃废债、债权债务关系不明、可能助长产能过剩和增加库存的企业不仅都在债转股被禁之列，而且银行从自身的长远利益考虑，也不会与这些“僵尸企业”进行债转股谈判。

二是做银行不会长期持有企业股权。

银行的本质是一个资产负债类机构，要确保对居民存款的安全性，如果变成投资公司，就会对居民存款的安全性造成很大风险，所以中国的商业银行法一直禁止银行持股。如今，即使银行可以通过债转股子公司将债权转为股权，银行也是倾向于变现为上，只是阶段性持有，而不会长期持有，作企业的股东。至于持有的时间多长，则需要相机决策。因为即使银行持有的是上市公司股权，要及时变现大量股票，也非易事。

对银行而言，债转股类似于其资产负债表中的一个科目，即停息挂账，暂停计息账务处理，贷款本金余额及以前产生尚未归还的利息仍记在原借款人名下，债务仍旧存在的，但利息不会增加。债转股类似于优先股的安排，短期内不要求

分红，长期还是会要求分红。未来若企业经营状况改善，可以将其股权转回债权，重新进行还本付息；若企业经营状况持续恶化，银行可以这部分股权转让售出。

没那么高大上


此次推出的债转股于银行而言只是一个金融工具。从市场和法治的眼光看，它也只是一种正常的操作手段。

从政策意义变成操作工具，唯一的不同就是银行、实施机构和企业可以自主谈判协商，银行由过去的不能投资股权到利用这个工具可以持有股权，如此而已。有舆论将其解读为市场利好，将其与混改、银行转型等连在一起讨论，都没有太多意义。它只是银行可以选用的一个资产负债表调整工具，没有那么高大上。

此轮债转股正式启动近10个月以来，有越来越多的声音反映债转股项目实际落地的进程缓慢，尚未见一个典型的债转股案例。截至2017年6月9日，本轮债转股共签约56个项目，涉及45家企业，签约规模7095亿元。但成功落地的项目只有10个，涉及金额734.5亿元，仅占签约规模的10%左右。

进程缓慢、没有典型，恰恰是此轮债转股市场化的表现。

银行、实施机构和企业自主协商谈判，期间涉及转股债权定价、股权定价、退出机制等多个问题，除却机构间的来回博弈，还有政府相关部门的审批时间，每一个环节都不可速打，进展缓慢在情理之中。

而市场化是多元化的一个安排，债转股所涉及的企业，行业与行业之间有差异，行业之间各个企业也存在诸多不同，个体谈判的结果就是一个企业差异化的决策，即所谓的“一企一策”。

（作者系中银国际研究有限公司董事长）

如今，银行可以通过债转股子公司将债权转为股权，银行也是倾向于变现为上，只是阶段性持有，不会长期持有。