





为了加快“去杆杠”的步伐、解决企业过重的财务负担，债转股再次成为探寻的出路。然而，今非昔比，完全由政府主导的债转股已不符合当前经济发展新常态，如何通过有效的市场化机制，实现自主选择、同股同权、防范道德风险、损失各方共担，或将是本轮债转股应当遵循的原则。

寻路债转股

文 | 本刊编辑部

债转股，似曾相识燕归来？

近期，中国债券市场连续爆出违约，从民营企业蔓延到国有企业，甚至是一些央企，“刚性兑付”正在被一点点打破。随着产融结合的深化，企业债违约已不再局限于债券市场，银行的不良资产也出现了明显上升，非银行金融机构的不良资产和非金融企业的不良资产越来越多，实体经济的风险正在向金融体系蔓延。

在供给侧结构性改革的大背景下，为了加快“去杆杠”的步伐，解决企业过重的财务负担，同时守住不发生系统性风险的底线，17年前曾经实施的债转股再次被提上议事日程。

进入违约高发期

有研究测算，中国非金融企业的负债率已经超过 60%。标准普尔发布的一份报告显示，截至 2013 年年底中国企业借款 14.2 万亿美元，超过了美国企业的 13.1 万亿美元，负债总量已经跃居全球第一。实际上，中国企业的现金流和杆杠使用情况从 2009 年就开始恶化。相对而言，私人企业的负债率还比较低，如果去除私人企业只测算国有企业，其杆杠率可能会更高。

导致近年来国有企业债务率上升有以下几个主要原因。

TIPS

偿债率



偿债率

=

当期本息支出

当期新增收入

一是企业融资渠道少。中国资本市场尚在发展、完善过程中，因此融资模式仍以间接融资为主，企业在资本市场发行股票融资程序复杂，各种规定和要求严格，再加上中国股市波动剧烈，一旦进入熊市，新股就会停发，增发也变得十分困难。

二是国企贷款政策便利。国有企业，特别是大型国有企业、中央企业获得政府一定程度的隐性担保，从国有商业银行获得贷款方便，且利率较低。这实质上还是国有企业“软预算约束”的体现。

三是金融危机后的刺激。全球金融危机之后，企业经营出现困难，不得不通过大量信贷来弥补流动性不足，而政府也出台了一系列刺激性政策，导致国企贷款规模迅速上升。

据统计，2015年年末，中国商业银行不良贷款额达9482.75亿元，较2014年年末增加48.61%；不良贷款率1.65%，上升0.43个百分点。面对加速暴露的不良贷款，上市银行也加大了处置力度。2015年18家上市银行累计核销及转让不良贷款3861亿元，为2014年的1.67倍。同时，上市银行的逾期贷款也大幅上升。数据显示，18家上市银行逾期贷款额15147.56亿元，较2014年末增长45.67%；逾期率2.70%，上升0.67个百分点。中国的整体负债已经增长到了经济规模2.5倍的水平，而且毫无放缓的迹象。这给银行带来很大的压力。

财务费用过高已成为影响企业经营效率的重要因素。根据2015年的上市公司年报显示，1512家上市公司财务费用总额与2014年相比增加了254.36亿元。值得注意的是，346家公司的利息支出高于亿元，其中有50家公司的利息支出超过10亿元，而财务费用超过亿元的公司中多数为中字头的国有企业。1512家公司中，财务费用大于去年净利润的公司有331家，也就是说，过去的一年中，这331家公司辛苦赚的钱还不如企业付给银行的利息多，来

源于此的负担可想而知。

根据一项研究报告显示，目前中国企业偿债率普遍高于121%。在经济下行压力持续增大，去产能、去库存的大背景下，很多传统行业的企业经营困难，企业债务已经进入违约多发期。东北特钢、南京雨润、中国铁路物资股份有限公司便是实例。如若出现大面积的企业违约，银行体系不良资产将会持续攀升，恶性循环，其衍生的资金流动性和安全性风险也会传染到资本市场。

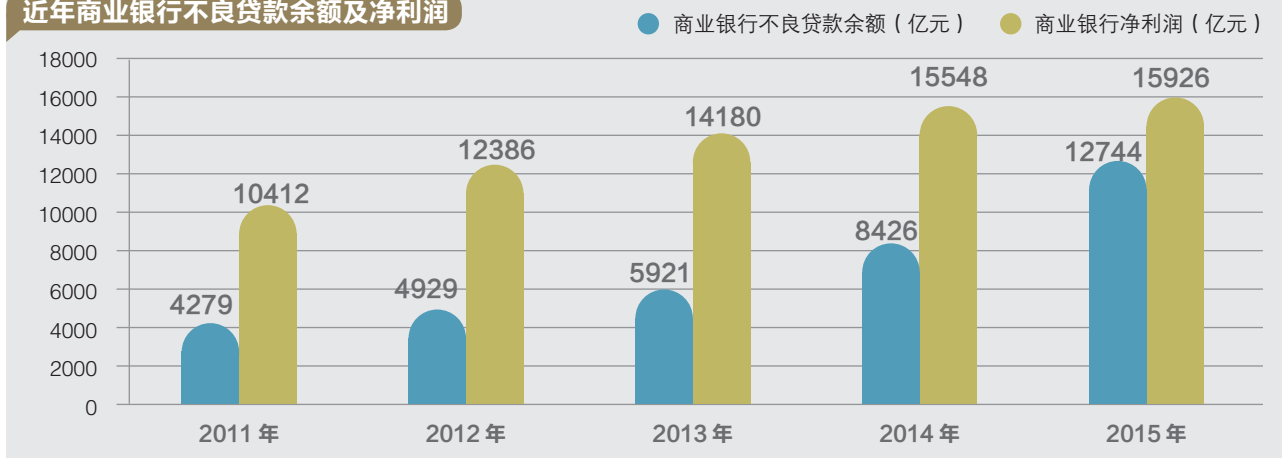
面对如此严峻的形势，如果能够再次启动债转股，对于行业内有发展潜力的企业，其杠杆率将明显下降，企业财务负担减轻，经营效益必然好转。这也有利于债权银行的资金回收。企业本息支出减少，企业违约概率下降，避免系统性金融风险出现。

政策性的权宜之计

20世纪90年代，国有企业债务负担过高的问题，不仅严重影响到企业正常的生产和经营活动，而且使银企关系难以理顺，阻碍了国有银行商业化改革的步伐。为实现国有企业三年脱困的任务，同时也解决国有银行居高不下的不良贷款问题，中国政府相继成立信达、东方、长城、华融四家资产管理公司，由财政部作为唯一股东向四大资产管理公司各注资100亿元，并担保四大资产管理公司向央行再贷款融资5700亿元，四大资产管理公司再向四大国有银行和国家开发银行共发行8200亿金融债券，以此作为全部资金按照面值购买四大行的不良资产。

上次债转股是政策主导下，不良贷款从银行剥离到资产管理公司之后，由资产管理公司实施的政策性债转股，可以说一次权宜之策。四家资产管理公司成立后，将与之对应的四大国有银行的不利贷款按照账面价格进行收购，也就是将风险从四大行完全转移至四家资产管

近年商业银行不良贷款余额及净利润



资料来源：根据公开资料整理

理公司，不良贷款账面价值与实际价值的差额损失由财政买单。

不良贷款转移到四家资产管理公司后，四家资产管理公司根据国家相关部门确定的名单，与企业进行协商确定转股的价格。在上报政府相关部门批准后，资产管理公司与企业签署协议，将原来的不良贷款转为企业股权。资产管理公司由企业的债权人变成了企业的股东。当时，债转股企业 580 户，金额 4050 亿元。值得一提的是，这次债转股的过程中，中国建设银行有部分贷款是在没有剥离到资产管理公司的情况下，直接实施了债转股。这实际上就形成了商业银行对实体企业的持股。为规避相关法律规定，建设银行将这部分债转股委托给了信达资产管理公司管理。

虽然国家政策只是针对不良贷款，但是不少企业认为这是一次减轻债务负担的好机会，乃至很多企业的贷款并没有形成不良，也争取到了债转股的政策。实际上，包括中国石油、中国石化、中国铝业、一汽、二汽等在内的很

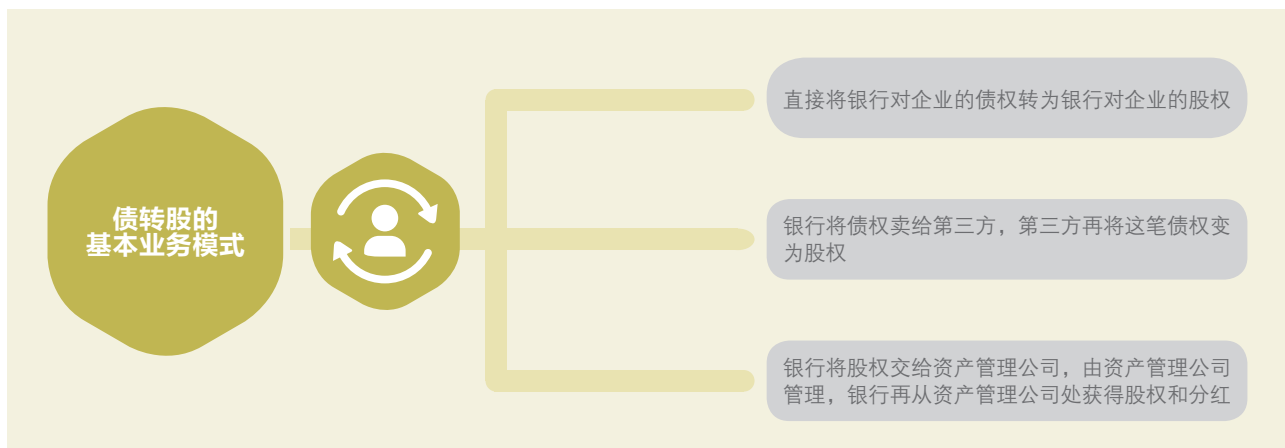
多大型国有企业都参与了这次债转股。

实施债转股后，大部分企业的资产负债率下降至 50% 以下，债务偿本付息压力缩减，80% 的企业扭亏为盈。与社会资本交叉融资后的国有企业更加明晰了企业的政策性和市场盈利目标，完善了企业的治理结构，加快国有企业内部现代企业制度的建立。另有部分国有企业通过债转股的形式在投资者和债权人之间建立起了贷款损失共担机制，获取可观的收益后长期持有债券或者退出市场。

也要看到，上次债转股在一定程度上延缓了中国产业结构的优化升级。经过债转股后的企业暂时缓解了其财务困难，商业银行的账面不良资产减少。但股权是一种长期投资，如果转股企业的盈利能力没有得到本质的改善，股权投资者所持有的公允价值必然遭受损失，那么这种债转股并不能化解风险，只是一种风险的转移或时间的延后。

由于形成的股权是一种类似于优先股的特殊股权，只拥有有限的经营管理权。即使实施

上次债转股是政策主导下，不良贷款从银行剥离到资产管理公司之后，由资产管理公司实施的政策性债转股，可以说一次权宜之策。



资料来源：根据公开资料整理

转股后，资产管理公司成为企业大股东，也无权委派企业的董事长和经理层，只能委派非执行董事，企业仍由原主管部门管理。因此，持有债转股的商业银行和资产管理公司很难影响到企业的重大决策和经营管理活动，以致股权投资收益的回收面临极大的成本和不确定性。

最终，股权的退出方式主要包括：企业回购、向其他机构转让出售、上市后出售股票、股权再转为银行贷款等。但能溢价退出的并不多，多数采取的是打折回购或转让，有些股权直到今天仍留在资产管理公司账上，无法实现处置和退出。

债转股能否去杠杆

有调侃说，以前炒股炒成股东，这下借债借成股东。作为企业融资最常用的两种主要途径，债权和股权的区别何在？

债权是一种契约性的权利，而股权是一种非契约性的权利。

贷款本息作为债务，不仅债权人具有强制性的索偿权利，而且企业要将这些债务作为负债或财务费用在企业资产负债表的负债方列示，它的增加直接影响企业的利润并决定了企业能否持续经营。

股本作为企业的资本金，股权人没有强制性的索偿权利，只在企业盈利时有分红的权利，而且股本在企业资产负债表的所有者权益中列示，它的增加不但不会影响企业的利润，而且增强了企业的持续经营能力。

债转股正是利用了这种区别，将债权转成股权，减少企业贷款的本息支出，增加企业的资本金，最终达到提升企业经营效益的目标。

在当前中国经济面临下行压力、企业经营困难、银行不良率上升的背景下，债转股在推出时点和政策支持力度上均有望超出市场预期。社会各界，尤其是一些产能过剩行业、经营比较困难的国有企业，对本次债转股寄予很大希望。这种情况在资本市场已有反映，相关

公司的股票出现了一定幅度的上涨。

实施债转股的好处在于，一方面，转股企业的财务状况得到改善，其资产负债比例过高的局面得到扭转，债务偿本付息压力会有所减小，有利于企业轻装上阵；另一方面，商业银行的不良资产比例会下降，账面会进一步美化。顺利的话，银行可以通过持有企业的股权，有效参与到企业的日常工作管理中去，帮助企业调整治理结构、提升经营绩效，实现盈利目标，有些企业可以增值、上市并实现溢价退出。

然而，道理总有一面，事实却有千万面。实际上，企业转股后能否转变原有的经营机制、银行贷款转为股权后能否顺利退出并收回投资等，都存在很大的不确定性。此外，实施债转股仍然存在一些问题和障碍。

首先，虽然债转股可以在短时间内增加企业利润，但企业的经营机制并不会因此发生根本的改变，盈利能力也不会自动得到提升。有学者论证，被银行持股的企业虽然更加容易获得融资便利，但这些企业并没有很好地运用这些资金，大量的无效率投资损害了企业价值。因为银行虽然持有企业股权，但银行很少会有机会真正参与到企业的日常经营管理中去，而且大多数企业亏损的原因来自于自身决策的失误，这种经营惯性势必会造成银行注入资金投资效率低下的状况。对于一些本来就不能健康生存的“僵尸企业”而言，债转股仅仅是延长了它有限的生命，实质会造成银行资金和社会资源的更大浪费。

其次，债转股很有可能会转变成一种“杠杆转移”，而非真正“去杠杆”。长期以来，中国的企业，尤其是国有企业的融资途径主要是银行贷款，导致企业的负债率居高不下。实施债转股之后，银行对企业的债权变成了股权，虽然能够直接降低企业的杠杆率，但也使企业与资本市场之间的关系更加复杂。因为银行的资金来源于存款，实施债转股之后，银行资金

发生了错配。如果被投资企业经营状况没有得到合理改善，银行将无法从股权投资中获取收益，也就无法支付存款人的利息，银行资金被困。如果企业的经营效率得不到改善，可能还需要银行不断地给予贷款支持。这样企业的债务杠杆率还会继续上升，最终仍无法防止违约现象的发生，仅仅是延后了违约事件的发生时间。

最后，债转股还存在政策、法律和制度方面的障碍，而债转股的损失由谁来最终买单也存在很大的不确定性。中国实行的是金融业分业经营，《中华人民共和国商业银行法》第43条的规定，“商业银行在境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外”。虽然上次债转股已经有银行持股的先例，但这次大面积的债转股仍然存在法律障碍。此外，目前中国主要的商业银行都已改制为股份公司，实施债转股必须经过股东大会的授权，必须保证金融机构全体股东的利益。而债转股企业多数是经营比较困难的企业，最终能否顺利退出并盈利回收难免存疑。根据国家开发银行领导透露，此次债转股的规模将达到1万亿元，预计损失将有数千亿元。如此巨额的损失必须要有机构来买单。

市场化是应有之义

当前的环境与17年前已大不相同。

17年前的国有商业银行，如今已经全部实施了股份制改造并成功上市，有的甚至是在海外上市，国有企业也多数变成了上市公司，不同性质企业公平竞争的态势正在形成。

17年前国有商业银行的不良资产率达20%左右，今天商业银行的不良率整体不到3%。

17年前国有企业普遍亏损经营困难，如今很多国企盈利很多，只有一些国企经营出现困难。

如果转股企业的盈利能力没有得到本质的改善，股权投资者所持有的公允价值必然遭受损失，那么这种债转股并不能化解风险，只是一种风险的转移或时间的延后。

在债转股过程中，应当引入多边协商竞价机制，仔细研究转股前资产的评估以及转股后风险的度量，按照市场原则对债转股资产及未来收益做出能够反映风险和回报的合理对价。

十八届三中全会明确提出，要让市场在资源配置中发挥决定性作用。因此，新一轮债转股必须要遵循市场化原则。

在债转股企业的选择上要市场化。债转股应该仅应用于因暂时资金流动性危机以致资产负债率过高、财务状况不良，但其产品有市场竞争力、有市场发展潜力的企业。对于该类企业的债转股也算是银行的一种长期价值投资。而对于“僵尸企业”则应采取资产重组、兼并收购或者清算等措施，而非采用债转股的方式剥离处置不良资产，实现不良资产价值变现最大化。在债转股过程中，应当引入多边协商竞价机制，仔细研究转股前资产的评估以及转股后风险的度量，按照市场原则对债转股资产及未来收益做出能够反映风险和回报的合理对价。同时也要考虑到转股企业未来在市场上通过并购、回购或清算处理的退出机制，以确保银行尽可能多地回收资金，保证经济效益最大化。

债转股后的股权与原股东要同股同权。国有商业银行改制上市以后，已经实行自负盈亏。尽管普通股享有公司的经营参与权，但银行没有能力、也很难实际上参与到企业的经营管理者中去，况且《证券法》规定银行不得控股企业，故而债转股只能作为减轻企业偿债压力、为企业盘活资金的辅助手段，而非主要措施。在这种情况下，建议首选转为优先股。优先股具有收益固定的特点，还能在特殊条件下按照优先股股票上所附注的赎回条款来要求转股企业将股票赎回，同时优先股在公司盈利和剩余财产的分配上享有优先权，这对于银行长期投资来说是一种安全保障。但现实情况是，大部分债转股企业缺乏偿债付息的能力，银行所持有的企业优先股有可能成为一张空头支票。所以在这种情况下，实施债转股必须要坚持同股同权的原则，提高银行将贷款转为股权的积极性。

防止企业利用债转股逃废银行债务，防止

系统性风险向金融系统蔓延和转移。虽然中国大多数的国有企业已经完成了股份制改造，但是国有企业软预算约束依然存在。一些国有企业的经营者认为，银行和企业都是国家的，无非是左手倒右手，债转股就是肉烂在锅里，也没有国有资产流失问题，因而存在利用债转股逃废银行债务的心理预期。实际上，如果银行转股后通过出售股权给第三方的方式，就可能将这种债务风险转移到证券市场。由于规模如此庞大，这种风险转移、损失转嫁的做法必然会扰乱市场秩序，引发金融市场动荡。因此，必须对转股企业严格审查和审计，防止这种道德风险的发生。要严格划定债转股企业的范围和条件，只允许符合产业政策和国家战略、因财务负担较重、经营暂时出现困难的企业实施债转股，不允许产能过剩行业和“僵尸企业”搭便车。

债转股的损失应该由各方承担，不应该由国家全额买单。债转股是处理不良资产的一种手段，成功与否还要看转股后的不良资产由谁买单。根据中国上一轮债转股的经验，新一轮债转股应坚持政府引导、企业参与、银行联动和资产管理公司尽责的资源配置模式。如果像上一次债转股一样全部由财政部兜底，有可能会面临因为国内货币供应量徒增而导致通胀上行的风险。通货膨胀一旦发生，企业面临的市场形势将会更加严峻，其名义债务也会随之递增。这种情况下带来的资产价格的上升也很容易引起资产泡沫。如果单纯由银行来买单，就会陷银行于两难的境地，除非政府给银行注资或放宽银行的经营权限。实际上，形成不良资产不仅有企业的原因，也与银行前期审查不严、风险把控不好有关。为此，有必要设计一种市场化的机制，让各方来共同承担各自应该承担的损失。□

（本文由本刊编委、中国建投研究院副秘书长、高级研究员张志前执笔）