

研究报告

2016 年第 115 期

2016.11.15

执笔人：樊志刚 杨 荇

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

市场化债转股对银行 既有挑战更有机遇

要点

- 10月10日，国务院下发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股的指导意见》，明确了要以市场化、法治化方式推进债转股，并对债转股交易对象、实施机构、价格确定、股东权利、退出方式等方面作出规定。
- 在当前宏观经济增速下行趋势延续、企业降杠杆压力突出的背景下，债转股具有重要的实践意义，具体可归纳为“一转促三转”，即促进困难企业转好，促进融资结构转变，促进商业银行转型。
- 商业银行在市场化债转股中具有渠道、平台、人才等突出优势，可以社会化高效地募集大额低成本的资金投资债转股项目，但也要高度关注债转股推进过程中可能出现的风险，试点先行、摸索前进；审慎选择债转股实施对象；灵活选择债转股实施机构；做好风险隔离，避免企业债务风险向社会投资者、居民和银行转移。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

市场化债转股对银行既有挑战更有机遇

10月10日，国务院下发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称《意见》）。那么，商业银行如何清晰认识市场化银行债转股的背景、性质和特点？如何准确把握市场化债转股带来的机遇和挑战，并在有效防范风险的前提下，积极稳妥推进市场化银行债转股？本文拟对此进行探析。

一、市场化银行债转股的背景、性质与特点

上世纪90年代末，我国实施过大规模的“政策性债转股”。与之相比，本轮债转股的市场环境、政策目标和方式手段都迥然不同，具有鲜明的市场化和法治化特点。

第一，当前开展市场化债转股的条件已基本成熟。1999年债转股主要基于市场经济刚刚起步、国有企业大量濒临破产、商业银行不良贷款率超过25%的大背景下，由政府将四大国有银行及国开行的1.4万亿不良资产剥离至四家资产管理公司（AMC），再由AMC将部分银行对企业的债权转为公司对企业的股权。该轮债转股共计转股企业580户，转股金额4050亿元，体现出行政性、计划性的特点，且由财政兜底，化解债务危机。

当前的宏观经济背景已与当时大不相同，经过20多年的发展，社会主义市场经济体制逐步完善：**一是多层次资本市场快速发展，社会融资结构发生深刻变化。**尽管以银行为主的间接融资依然占据主导地位，从趋势上看，直接融资占社会融资总量比重一直呈上升态势，已从2002年的不到5%上升至2015年的24%，为市场化债转股提供了广阔的市场空间和多元化的处置工具。**二是国有企业的规模和实力有了极大的增长。**截至2015年底，全国实有公有制企业229.47万户，注册资本达到60.45万亿元。户均注册资本由2010年底的1216.66万元增长到2015年底的2634.18万元，增长了1.17倍。多数企业已搭建了较为完善的现代企业制度和公司治理结构，经营和管理更为市场化。



三是法律法规更加健全。2011年11月，国家工商行政管理局制定并颁布了《公司债权转股权登记管理办法》，对企业实施债权转股权过程中的登记管理问题首次进行明确。而《公司法》、《担保法》、《商业银行法》、《破产法》、《证券法》等相关法规条款的相继出台和修订，也为市场化债转股提供了基本法律依据。

第二，市场化债转股是实现企业杠杆率和银行不良率“双降”的有效手段。近年来，随着我国经济增速放缓，宏观经济结构调整，部分企业特别是国有企业面临盈利下降、应收账款规模大、资金链条脆弱、债务高企的困境。截至2015年底，我国非金融企业的杠杆率为131.2%（不含地方政府融资平台），处于国际较高水平；资产负债率超过60%，且债务不断向国有企业集中。同时，受产能过剩、销售不畅，以及“三角债”、“多角债”等因素影响，企业资金周转压力仍然较大。截至2016年9月，据沪深上市公司数据，中国932家制造企业资金周转效率正处在15年来最差水平：这些企业过去12个月营运资本与收入之比升到32.5%，为2001年以来新高，远超22.5%的全球水平。与之对应的是，在“去产能、去杠杆、去库存”的大背景下，商业银行的不良贷款规模正处于快速上升阶段。截至2016年9月，商业银行的不良贷款余额近1.49万亿，不良贷款比率达到1.76%，已连续21个季度攀升；拨备覆盖率也从2013年1季度的291%下降至目前的175%。作为帮助企业降杠杆、降成本的重大政策举措之一，债转股将对支持配合国有企业改革和供给侧结构性改革发挥重要作用。商业银行作为市场化债转股的主要参与主体之一，应结合自身发展战略和多元化经营的实际，积极组织、参与、配合好债转股工作，实现银企双赢。因此，本轮市场化银行债转股不仅是政府提出的要求，更是市场发展的必然趋势和要求。

第三，市场化、法治化是本轮债转股的核心原则。《意见》明确了要以市场化、法治化方式推进债转股，避免行政性、一刀切，具体体现在对象企业、交易结构、价格确定、资金来源、股东权利、股权退出等方面。从对象企业来看，市场化债转股对象企业由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定，也就是说不明确规定债转股涉及贷款的五级分类类型。目前已经实施的武钢、云锡债转股都是对正常类贷款进行债转股。从交易结构来看，本轮债转股，银行不得直接将债权转为股权，实施机构多元化。实施机构可以是金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等，也可以

是银行符合规定的子公司。目前已经落地的五单债转股，主要采用银行（或联合其他机构及企业等）设立股权投资基金，吸引 AMC 与其他社会投资者投资合作，对企业进行股权投资同时归还银行贷款，并且通过基金参与企业经营管理，监督并督促企业良性发展的形式。**从价格确定来看**，与上世纪末政策性债转股不同，本次债转股的债权转让、转股价格主要依据市场形成的公允价格自主协商确定，国有企业的转股定价也要遵循市场化原则，同时履行相关程序。相关市场主体自主决策、自担风险、自享收益，政府不承担损失的兜底责任。**从资金来源来看**，债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集，鼓励实施机构依法合规面向社会投资者募集资金。支持符合条件的实施机构发行专项用于市场化债转股的金融债券，探索发行用于市场化债转股的企业债券。**预计社会理财资金将会成为资金的重要来源**。**从股东权利来看**，实施机构享有公司法规定的各项股东权利，在法律和公司章程规定范围内参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理。由此可以确定，债转股不是财务投资，而是股权投资，享有股权投资权益。**从退出方式来看**，二级市场可能是主要的退出方式。《意见》指出，债转股企业为上市公司的，债转股股权可以依法转让退出，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、区域性股权交易市场、证券交易所上市等渠道实现转让退出。

第四，《意见》对政府行为作出了“一不五不得”的规定，确保债转股在市场化、法治化轨道上有序推进。即：各级政府及所属部门不干预债转股市场主体具体事务，不得确定具体转股企业，不得强行要求银行开展债转股，不得指定转股债权，不得干预债转股定价和条件设定，不得妨碍转股股东行使股东权利，不得干预债转股企业日常经营。政府在市场化债转股中的职责定位，就是制定规则，完善政策，依法监督，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，做好职工合法权益保护等社会保障兜底工作，不能搞债转股“拉郎配”。

总体来看，此次债转股突出“市场化”“法治化”的原则，并与深化企业改革、化解过剩产能、企业兼并重组和混合所有制改革等工作有机结合、协同推进，将国企改革的要求内置于债转股的具体落地工作中，使解困与改制同步推进，短期效果与长期效果同时兼顾。在当前宏观经济增速下行趋势延续、企业降杠杆压力突出的背景下，决策层



和企业都对债转股寄予了较高的期望，也将得到商业银行积极响应和快速推进。

二、本轮债转股的重要意义和积极作用

首先，债转股有利于改善企业资产负债表，降低企业的财务成本压力。通过将银行贷款置换成权益融资，企业的资产负债率可以得到有效降低，这不仅有利于减轻企业当期的债务偿还压力，促进账面业绩的改善，也有利于改善企业的市场融资能力，增强造血机制。对于本身具备核心市场竞争力和持续发展能力的企业而言，债转股有助于企业在逆境中卸下包袱，渡过难关，待市场环境好转后，再度焕发活力，创造新的价值。

其次，债转股有利于改善我国社会融资结构，降低国民经济的整体杠杆率。企业部门杠杆率过高是当前我国经济体系的重要风险因素。债转股提供了一种对存量社会融资结构进行优化调整的重要途径。如果标的资产转换方式选择得当，债转股将有助于提升社会融资中股本融资的占比，降低债务占 GDP 的比重，缓解金融体系的总体风险水平。

第三，债转股不仅有利于缓解商业银行资产质量恶化的压力，提升支持实体经济的能力；同时，债转股也为十分迫切的商业银行综合化经营打开了又一条通道。对于那些短期因素造成还款能力下降而陷入偿付困难的企业，银行通过债转股方式不仅可以暂时缓解优质资产劣变的压力，而且还能获得分享企业未来市场价值上升收益的权利，即从被动受益转变为主动受益。通过债转股，银行得以解放一部分信贷资源，降低拨备计提需求，有利于提升放款能力，增加对投入产出效率更高的企业和项目的支持。

此外，与传统信贷业务比，市场化债转股业务横跨债权和股权，银行及其所属实施机构必须提供包括资本市场产品在内的综合化服务。债转股过程，涉及机构设立、资金筹措、股权投资、兼并重组和股权交易等众多新的业务机会。因此，商业银行要更加关注企业价值和资本市场变化，还要学会当好股东，积极参与企业管理，搞好经营。通过债转股，银行及所属实施机构可以更加深入理解客户，发现新的业务机会，推动业务创新。这些都是国企改革的重点和难点，也是商业银行的短板，补好这些短板可促进银行加快转型，在专业素质、运行效率、考核问责等方面建立优势，进一步向综合性商业银行集团转型发展。

三、商业银行推进债转股应循序渐进、扎实推进

就商业银行而言，在市场化债转股推进中具有渠道、平台和人才等突出优势，可以社会化高效地募集大额低成本的资金投资债转股项目。但同时，商业银行也要高度关注债转股推进过程中可能出现的风险，未雨绸缪做好风险防范工作，避免企业债务风险向社会投资者、居民和银行转移。

第一，债转股的实施应试点先行、摸索前进。考虑到商业银行财务承受能力的有限性，债转股必须按照《意见》要求，采取试点先行、摸索前进的方式。试点期间，建议不设规模和数量目标，而是结合各参与主体的意愿和能力，成熟一家、实施一家，待总结出成熟经验之后，再逐步推广。

第二，审慎选择债转股实施对象。《意见》明确提出“四严禁四鼓励”，即债转股对象企业应满足发展前景良好、技术先进、能够盈利、无不良记录等四方面条件，禁止将扭亏无望的僵尸企业、有恶意逃废债行为的企业、债权债务关系复杂的企业以及可能助长过剩产能扩张的企业作为市场化债转股对象。这些限定，使债转股既有利于解决当前一些企业的困难，又有利于供给侧结构性改革目标的实现。建议商业银行在企业类型上，主要选择符合国家政策导向、目前只是由于负债率高、财务压力大而暂时困难的企业。在贷款质量形态上，主要选择正常和关注类贷款，以兼顾企业去杠杆和银行优化资产质量的目标。

第三，灵活选择债转股实施机构。大型银行可以选择符合条件的现有或新设附属机构，或长期合作的金融资产管理公司。由于信息更加对称，相关的商业谈判、尽职调查、价值评估等程序要畅通得多，能够加速推进债转股进程。而中小型银行可以多选择其他实施机构，如金融资产管理公司或保险资产管理公司进行合作。

第四，关注推进债转股面临的主要风险。对于商业银行而言，当企业的贷款债权被转换成股权之后，主要面临两类新的风险。一类是股权投资风险。另一类风险是流动性风险。若涉及债转股的资产规模较小，银行尚能通过内部调剂保持整体流动性平衡；若债转股规模占比较大，股权投资流动性不足的问题可能引发银行整体流动性风险的上升，从而影响银行经营的稳定性。



四、相关政策建议

首先，债转股的实施应遵循制度先行的原则。当务之急是修订完善债转股有序推进所需的各类法律法规和制度体系。首先解决商业银行持有企业股权的合法性问题，其次构建完善债转股的监管政策体系，最后还要做好银行股权投资的退出机制安排。

其次，相关部门应尽快出台债转股相关配套政策。一是尽快出台银行实施债转股附属机构管理规定，以便尽快批复银行实施债转股法律主体资格和牌照；二是出台对市场化债转股采取适当财政激励的细则，明确税收优惠和财政补贴的对象、范围和享受条件；三是适当简化实施机构发行用于市场化债转股的企业债券的审批程序，可以考虑开辟相关债券审批绿色通道，确保债转股筹资渠道的通畅；四是尽快公布参与市场化债转股投资的投资者资格与条件，尽可能拓宽合格投资者范围，以提升社会投资者对转股企业的信心。

总之，债转股在规则制定和具体操作模式的选择上，应按照有利于改善企业的经营状况、有利于改进公司治理和管理水平、有利于维护银行正当权益及业务发展的要求，审慎、稳妥地推进。