

研究报告

2016年第41期

2016.05.03

执笔人：赵幼力

youlizhao@icbc.com.cn

广义“债转股”和狭义“债转股”的不同思路

要点

- 在债转股中，股权的持有人和原有债权持有人是否是同一实体，是区分广义和狭义债转股的关键所在。广义债转股指的是在全社会范围内债权和股权的置换，债权人和股权人并无关联；狭义的债转股就是将特定债权人的债权置换成他的股权，通过让渡一部分经营权，降低债务水平，释放抵押物。所以广义债转股与企业脱困、不良资产无关，但能够在宏观上实现“去杠杆”的政策目标。用狭义债转股替代广义债转股，认为债转股就是将不良债权转为不良股权，就以偏概全，只见树木，不见森林了。
- 于好企业而言，广义债转股是一个自发完成的过程，债权人和股权人没有关系，一切都在商业利益下进行。政府要做的是大力发展资本市场，推动商业银行综合化经营，放松对于商业银行设立投资公司和股权投资基金的限制，从法律上确立银行通过集团公司方法进行综合经营的模式。
- 进行狭义债转股，政府要做到有所不为，不搞拉郎配，没有额度规定，不设股权退出时限。让银行和企业自行谈判，谨慎博弈。强行推进狭义债转股，虽然能暂时改善银行资产负债表，但不能改变真实的资产质量。更为严重的是，行政命令下的狭义债转股容易造成全社会逆向激励、逃废债盛行、法制不张、诚信坍塌等不良后果。

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。

广义“债转股”和狭义“债转股”的不同思路

2016年年初以来，李克强总理在多个重要场合提出了“债转股”。一石激起千层浪，引起舆论的强烈反响。仿佛多年以前企业欠账和银行不良由财政买单，一笔勾销的往事将再度重演。

“可以通过市场化债转股的方式来逐步降低企业的杠杆率”——仔细观察总理的措辞，可以看出，“债转股”从来都没有被孤立地提出，而是时时刻刻与“市场化”与“降低企业的杠杆率”共同提出。而且，关于“债转股”的表述既没有提到“困难企业”，也没有提到“不良贷款”。但是无论从舆论讨论还是操作试点的实际情况来看，大家还是沉浸在“债转股”就是“不良资产处置”的思维定势中，无法自拔。若要从思维定势中突围，首先需要厘清广义“债转股”和狭义“债转股”的概念。

一、广义“债转股”和狭义“债转股”的区别

“债转股”，顾名思义，就是将债权置换成股权。既然如此，并不一定非得要求置换后股权的持有人和债权的原持有人是同一个实体。如果能够在更大的范围内统筹股权人和债权人的置换，企业通过股票融资，融资成功后用融到的资金置换商业银行的贷款，同样可以实现降低企业债务率，节约融资成本的目的。

在债转股中，股权的持有人和原有债权的持有人是否是同一实体，是区分广义债转股和狭义债转股的关键所在。广义债转股指的是在全社会范围内债权和股权的置换，债权人和股权人并无关联；狭义的债转股就是将特定债权人的债权置换成他的股权，通过让渡一部分经营权，降低债务水平，释放抵押物。

由于债权的受偿权是优先于股权的。如果二者必须选一个拿，选好企业的股权、差企业的债权，这是市场经济的常识。所以，对于好企业而言，不论是广义债转股还是狭义债转股，都不乏参与者。但是对于困难企业而言，除了原有的债权人出于债务重组的需要，可能会同意暂时性的债转股，恐怕不会有其

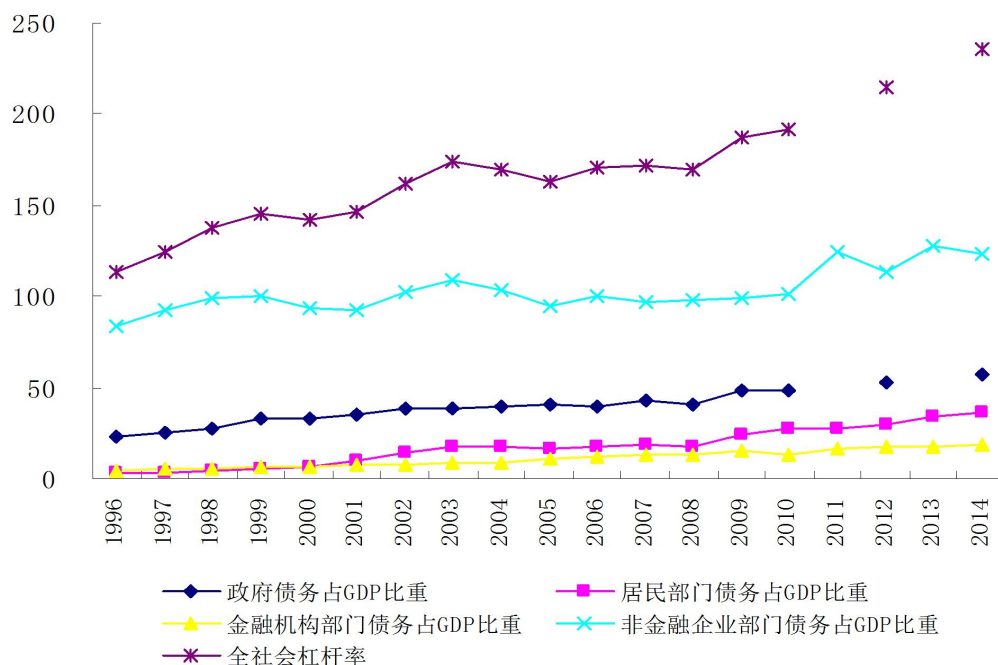


他投资人愿意做不良贷款的“接盘侠”。所以，如果债转股的原有债务人属于困难企业，恐怕这样的债转股无一例外属于狭义债转股的范畴。然而，用狭义债转股来替代广义债转股，认为债转股就是将不良债权转为不良股权，就以偏概全，只见树木，不见森林了。

二、“债转股”提出的宏观背景

2008年金融危机以来，在大规模的经济刺激下，中国整体债务水平不断攀升。分解各经济部门的债务情况：社科院《中国资产负债表》数据显示，政府的杠杆率并不算太高，居民和金融企业的杠杆率更低，全社会债务主要集中在非金融企业。2014年非金融企业部门杠杆率为123.1%，较2008年上升了25.1个百分点（见图1）。我国非金融企业部门的杠杆率不仅在国内各经济主体中占比较高，而且也高于美国、日本、德国等发达经济体。所以去杠杆的当务之急是去企业的杠杆。

图1 近20年来中国各经济部门杠杆率变化情况



企业杠杆率高主要原因是我国资本市场发育滞后，资本市场总融资比例较

低，民间的股本融资也相对薄弱，企业融资更多依赖于银行。2015年末，银行贷款在社会融资中的占比高达70%，如果再加上银行持有的债券、短融等直接融资产品，比例更高。企业缺乏股权融资渠道，导致资本金不足，高负债经营，在经济下行期，自然形成沉重的财务负担。

2015年以来，在经济下行期屡屡出现信贷狂飙的反常现象，资金投放边际效益下降，金融风险不断积累，更是突显出企业“去杠杆”的紧迫性。早在2015年中央经济工作会议上，中央就将“去杠杆”列为2016年经济工作的五大任务之一。在对“去杠杆”的阐述中，重点论证了去杠杆在降低企业融资成本中的积极作用。而在这方面“债转股”恰是一项对症的药方，它使企业不再通过高价举债度过寒冬，而是通过股权注资的方式赢得发展的时间和空间。

正是在这样的背景下，3月6日，李克强会见中外记者时表示“我国要坚定不移地发展多层次的资本市场，通过市场化债转股的方式来逐步降低企业的杠杆率。”此后在亚洲博鳌论坛、部分省市主要负责人经济形势座谈会等多个场合不断重申。可见从监管层的初衷来看，“债转股”是作为企业“去杠杆”和“降低融资成本”的手段而提出，而具体的操作过程一定是“市场化”的。

三、狭义“债转股”的过去和现在

据财新的报道，“一位国开行高层透露，首批债转股规模为1万亿元，预计在三年甚至更短时间内，化解1万亿元左右规模的银行潜在不良资产。”此消息的真实性并没有得到确认。但是如果债转股试点是为了“化解不良资产”，那么此轮债转股就属于狭义债转股的范畴，是1999年在国企脱困时期债转股的翻版。

（一）回顾1999年的债转股

1999年的宏观经济形势和目前有所相似，亚洲金融风暴之后中国经济增速放缓，国企困难重重，商业银行积累了大量不良资产。为此，国家提出了“国企三年脱困”，其中三大杀手锏中就有“债转股”。为此，国家成立了长城、信达、华融、东方四大资产管理公司，分别对应收购、管理农行、建行、工行和中行的不良资产。四大资产管理公司共接收银行资产13939亿元，采取的是账面价值收购方式，一块钱收购一块钱不良贷款，此举大幅改善商业银行资产



质量。资金主要来源为资产管理公司向对口商业银行发行的金融债券 5200 亿元（财政提供担保）和央行再贷款 5739 亿元。

在近 14000 亿元的资产中，近 1 万亿为不良资产，剩下的是经营暂时有困难的企业相关资产。国务院批准对这些资产进行债转股，金额 4050 亿元，涉及企业 580 户。一汽、二汽、宝钢、鞍钢、武钢、首钢、西飞、西南铝、长安汽车等不少重点企业都在当年的债转股名单里。

债转股后，“股东”虽然向企业派出了一些董事、监事，但作用很小，在改善企业法人治理机制、提高经营管理水平方面也难以发挥应有的作用，基本成为摆设。不少企业在相当长的时间里一直没有给股东分红。资产管理公司手里的股票通常有四种处理途径：一是企业回购，部分是原价回购，多数则是打折回购。二是转让，由于愿意接盘的下家不多，这部分比例很少。三是在企业成功上市后择机退出，这是最好的结局。最后还有一部分质量较差的股权，至今还在资产管理公司的手里，未能处置变现。

除了债转股之外，14000 亿的不良资产中有 1 万亿由资产管理公司自行处置，回收率约为 25%。不论是 1 万亿不良资产的处置还是 4000 亿不良资产的债转股，都形成了一定的损失。这些损失最终都在四大资产管理公司上市的过程，由财政买单，全部填平了。

实事求是地说，当年的债转股对部分国有企业的脱困发挥了不小的作用，为一些企业的后续发展包括改制上市创造了条件。总结上一轮债转股成功的经验，最重要的一条是选择了一个合适的时点，用时间赢得了空间。当年债转股的企业中多是钢铁、汽车、有色等重工业。2002 年开始，中国迎来了房地产市场的大发展、加入 WTO 后制造业的繁荣以及数十年的景气周期。这些企业的债转股避免了它们破产清算的命运，之后稍作喘息，逐步走上自力更生的道路。而且，财政兜底并没有形成巨额的赤字，也没有出现通货膨胀对全体纳税人进

行隐形征税的局面，归根到底还是中国经济很快迎来了新一轮的繁荣周期，增长的红利对财政形成有力的支撑，并不需要通过发行货币来稀释财政负担。

（二）当前债转股切实需要注意的问题

2016年3月8日，此轮债转股的第一个案例——华荣能源公布了债转股的具体方案。华荣能源前身是熔盛重工，内地最大民营造船商，也是产能过剩行业企业的典型：大幅亏损、债台高筑。熔盛于2014年正式陷入资不抵债。截至2015年6月底，集团负债总额达224.44亿元，其中约八成（179.3亿元）已经到期或将于今年6月到期。“债转股”方案显示，由于造船市场低迷，集团出现经营困难，故计划以每股1.2港元向22间债权银行及1000间供应商债权人合共发行171亿股新股。考虑到港元兑人民币汇率，方案实际上是“1元换1股”，以抵销171亿元债务。转换完成后，中行将以14%的持股成为华荣最大股东。

由此可见，华荣能源的债转股仍然是以帮助企业脱困为目的的狭义债转股。基于债权与股权的置换比例是1:1的等额置换，很难相信中行的心情是激动或是欣喜的。首先，债转股将明显降低当期收益。债权转股后原债权不再产生利息收入，放弃了对原有债权抵押担保的追索权，而期待亏损企业分红更是痴心妄想，因此会造成银行收入的减少。其次，债转股将蚕食资本充足率。目前《商业银行资本管理办法（试行）》中第六十八条的规定“商业银行被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内的风险权重为400%，两年后是1250%。”400%的要求由巴塞尔协议III所规定，未来也不能够为我国的国内法规所突破。第三，银行参与企业经营不太现实。理论上，在引入新的股权所有者尤其是控股股东之后，按照规范的法人治理机制要求，企业的重大事项决策权就应该交付给新的“老板”了。然而，三百六十行，行行情况不一样，上一轮债转股已经证明了资产管理公司并没有真正能够派出专家介入到各家企业的具体经营中去，最后就落入既不是债权人，也不像股权持有人，更不参与经营决策的尴尬境地。第四，大股东银行很容易成为掩护其他银行逃跑的冤大头。如果没有行



政压力，并不是所有的债权银行都会同意债转股。那么债权银行的心态就会变得微妙，率先同意债转股的银行很可能被其他银行搭便车，趁机逃跑了。

从上一轮债转股的历程中可以看出，“债转股”后，股权多元化，改善公司治理等都是非常重要的问题。“债转股”对债权债务双方最大的好处是给予企业休整喘息的时间，延缓商业银行不良贷款的暴露。然而，银行的坏账并没有得到实质性的处置和剥离，只不过现在不叫“贷款”，叫“股权”。如果贷款企业的经营状况没有好转，甚至进一步恶化直至破产，作为股东的银行，其清偿顺序排在所有债权人之后，最后可能颗粒无收，还不如当初作为债权人要求破产清算。

与上一轮债转股不同的是，中国经济已经告别快速城镇化、工业化，进入经济增速阶段性放缓的阶段。大规模的“等风来了就起飞”的幻想恐怕不再现实，“以时间换空间”的可能只针对个别出现暂时周转困难的企业，而这些企业需要商业银行的——谨慎甄别。

由财政兜底更不现实，且不论财政有无实力，从道理上讲都难以自圆其说。1999年财政兜底的时候，债权人、债务人产权结构单一，都是国有独资的背景下，财政的钱从左口袋到右口袋，有一定的合理性。现如今无论是企业还是银行的产权结构都很复杂，不仅有民资，更有外资。用财政的钱去补贴投资失败的私人企业甚至外资企业，从法理上都是讲不通的。

四、广义“债转股”是另一条道路

如前所述，广义债转股指的是在全社会范围内债权和股权的置换。比如，资本市场的发展，让更多的企业能够上市融资。放松金融机构和各类民间资本投资实体经济的限制，使得企业能够获得更多的股本融资。获得股本融资的企业自行替换原有的债务融资，从而在全社会范围内实现非“一对一”的债转股。

从目前的情况看，“债转股”试点与投贷联动试点相互配合，属于广义债转股的范畴，可以为企业去杠杆提供新思路。企业的发展需要有资金的投入，但是在企业生命周期里，从初创期、成长期，到成熟期，再进入衰退期，不同阶段所需要的资金性质不一样。在初创阶段、成长初期，更多的是需要天使基金，VC、PE 这类。银行信贷是在一个企业的商业模式比较定形、比较成熟的阶段才能进入，因为银行最终是要对存款人负责。随着行政审批制度改革和降税清费等一系列优惠政策持续发力，创业创新的氛围浓厚，新登记注册企业快速增加，各类创业集聚区、小微企业创业基地、孵化器、服务平台蓬勃发展。各类 PE、VC 和投资基金迎来巨大的盈利机会，传统的商业银行却遭遇“资产荒”。客观上要求商业银行的融资服务向企业生命周期的上游移动。投贷联动的基本想法是，支持银行成立投资公司对创新企业给予资金支持，既解决高科技创新企业在初创期的资本金难题，也降低银行贷款过早介入的风险。

独立法人的投资公司会消耗银行过多的资本，对银行来讲是不经济的，因而更好的办法是由银行设立资产管理公司或股权投资基金，运用社会资金完成对非金融企业的股权投资，承接银行债务，撬动社会资金实现广义债转股。

五、“债转股”中，政府有所为，有所不为

广义债转股通常针对的是具有股权投资价值的企业，银行通过主动选择风险共担来分享企业长期成长的收益，是商业银行对新兴企业的激进性融资安排。所以广义的债转股与企业脱困无关、与不良资产无关，但能够在宏观上实现“去杠杆”的政策目标。

对于好的企业而言，广义债转股是一个自发完成的过程，债权人和股权人没有关系，一切都在商业利益下进行。政府在其中要做的是大力发展资本市场，推动商业银行综合化经营，放松对于商业银行设立投资公司和股权投资基金的限制，从法律上确立银行通过集团公司方法进行综合经营的模式。

对于坏的企业而言，绝大部分需要被转成股权的是已经无法自我造血恢复到良性循环的传统企业甚至是僵尸企业，所以除了原有的债权人，恐怕没有投



资人对其进行股权投资。当然不排除个别企业存在暂时性的债务问题，形势有转好的可能，这个需要商业银行自行甄别，进行狭义的债转股。

所以进行狭义债转股，政府要做到有所不为，不搞拉郎配，没有额度规定，不设股权退出时限。让银行和企业自行谈判，谨慎博弈。置换对价，转成优先股还是普通股，这些细节都需要在博弈中产生公允的结果。如果政府坚持不加干预，最终仍然会有相当一部分企业无人接盘。只能该破产的破产，该兼并的兼并，政府做好职工的兜底工作就可以；商业银行的不良贷款该核销核销，该处置处置，坏掉的帐必须要拿真金白银的储备和利润填上。

可以想象，如果坚持市场化的导向，这样的债转股会进行得非常缓慢。政府想降的困难企业的杠杆降不下来，反而不急于降的好企业的杠杆倒是吸引了很多股权投资。所以，债转股对于帮助企业脱困、降低商业银行的不良贷款余额都是非常缓慢而且收效甚微的。然而这不正是市场经济的真谛——“天下没有免费的午餐”。僵尸企业就应该及时退出市场，不良资产就是要用拨备覆盖，这样市场才能出清，产能才能化解。相反，强行推进狭义债转股，只是账面的游戏，虽然能够暂时改善银行的资产负债表，但不能改变银行真实的资产质量。更为严重的是，行政命令下的狭义债转股容易造成全社会逆向激励、逃废债盛行、法制不张、诚信坍塌等不良后果。

问题可以一步一步来解决，但社会制度一定是在进步的。如果以社会制度的倒退为代价来拖延问题的爆发，这样的债转股难免每隔几年卷土重来一次。