

# 研究报告

2016年第34期

2016.04.06

执笔：樊志刚、金昱

jinyu@icbc.com.cn

## 当前实施债转股的原则与条件探讨

### 要点

- 债转股涉及债权和股权两种不同性质资产的转换。由于债权与股权在所代表的契约关系、求偿顺序、现金流特点、风险特征等方面的差异，当银行对企业的债权被置换成股权时，客观上意味着银行承担的风险水平也随之提高，主观上则要求银行在风险管理模式上要从债权投资模式切换到股权投资模式。
- 在当前形势下，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；有利于缓解商业银行资产质量恶化的压力，提升银行支持实体经济的能力；也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。然而，债转股并不能消除资产风险，而是将当下的贷款信用风险转换为更长期限内的股权投资风险，这个转换的过程本身可能引入新的风险因素。
- 目前我国相关的法律法规还不够健全，债转股的大范围推广还存在一定的技术障碍。如商业银行持有企业股权缺乏明确的法律制度支持和规范，债转股后商业银行的资本占用政策、银行的资产安全和权益保障制度等都有待进一步明确和健全。
- 不应该把债转股简单的看做缓解企业偿债压力的权益之计，而应作为有效管理金融体系风险，优化社会融资结构，提升宏观经济运行活力的重大战略举措，遵循制度先行、市场化运作、维护商业银行正当权益等原则，审慎、稳妥地推进。

**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。

近期，债转股作为企业不良债务的一种可选途径，受到了从中央决策层到金融市场的广泛关注。国务院总理李克强在两会答中外记者问时提出“可以通过市场化债转股的方式来逐步降低企业的杠杆率”。银监会主席尚福林在两会期间也表示，“实施企业债转股的相关政策正在研究过程中”。

与此同时，市场上通过对债转股的实践尝试也已悄然展开。3月8日，中国最大的民营造船厂华荣能源（HK.01101）发布公告，拟进行债务处置，以减轻偿债负担。其中，对于债权银行的处置方案为，22家债权银行以每股1.2港元的价格认购华荣能源141.08亿股股份，公司以认购款支付对债权银行的141.08亿元人民币的欠款。这实际上是一个债权和股权以1:1比例置换的债转股方案。

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，决策层和市场都对债转股寄予了较高的期望。然而，债转股涉及债权和股权两种不同性质资产的转换，与一般的债务处置方法相比，不仅面临较大的政策不确定性，其最终成效的影响因素也更为复杂。因此，在全面实践推广之前，有必要对债转股的性质、风险因素、实施条件等问题进行全面分析与评估。

## 一、债转股的概念与性质特点

根据2011年颁布的《公司债权转股权登记管理办法》，债权转股权，即通常所说的债转股，是指债权人以其依法享有的对在中国境内设立的有限责任公司或股份有限公司的债权，转为公司股权，增加公司注册资本的行为。正确理解债转股首先要对两者的性质差异有清晰的认识。具体而言，债权与股权的性质差异主要体现在以下四个方面。

**一是所代表的契约关系性质不同。**债权关系的本质是以信用为基础的资金使用权的让渡。在债务合约中，债权人具有按照约定的时间收回出借资金，并获得一定利息补偿的权利。而债务人必须按照约定偿还借款本金，否则就将视为违约。而股权合约确定的是对特定资产的所有权关系。投资人通过支付约定的交易对价，获得对标资产的所有权。具体到公司股权这种特殊资产，股东一



般依法享有公司资产收益权，参加重大决策和选择管理者等基本权利。

**二是求偿顺序不同。**债权的偿付具有法律强制性，企业在资金安排中，必须首先考虑对债权人的偿付。而股权投资人所享有的是对公司经营成果的剩余支配权，公司的股利发放必须在履行了对各类债权人的偿付义务和纳税义务后，按照股东大会审议通过的净利润分配方案才能实现，在求偿顺序中排在最末位。

**三是资产的现金流特点不同。**债权资产一般都具有明确的还本付息日程安排，在不发生违约的情况下，其现金流具有较强的规律性和稳定性。而股权资产的现金流主要来自于现金股利发放、公司回购股票、股权转让等情况，主要受公司经营状况、战略决策、股票市场行情等因素决定，难以事先预知，其不确定性远高于债权资产。

**四是投资人所承担的风险不同。**在持有到期的债务关系中，债权人面临的主要是信用风险，也就是企业债务本息能否按期偿付的风险，其风险水平主要取决于企业的流动性状况。而股权投资人的投资回报主要通过企业市场价值的增长来实现，因此其所面对的主要风险是企业的经营风险，风险水平受与企业经营相关的内外部各类因素综合影响。因此，股权投资人面临的风险状况较债权投资人更为复杂，再加上偿付顺序靠后，一般认为，对于同一家公司，股权投资人所承担的风险要高于债权投资人。

由于债权与股权在资产属性上的这些差异，两类资产的投资者在风险偏好、专业能力等方面往往也有较大不同。一般而言，债权资产投资者的风险偏好低于股权投资者。例如，商业银行的资产配置以贷款、固定收益类证券投资等债权资产为主，是我国金融市场上最主要的债权资产投资人。由于负有保护存款人存款资金安全的重要职责，银行需要在风险偏好上更趋向保守、稳健。现行《商业银行法》也严格禁止商业银行直接投资于非银行类企业股权或直接持有一般企业股票，从根本上说，就是为了保证银行的风险偏好与其风险承受能力相适应，确保广大存款人的根本利益和整个金融体系的安全稳定。

另一方面，债权投资人和股权投资人对于投资标的的主要关注点也不相同。一般而言，债权投资人注意力主要集中在债务人的还款意愿和还款能力上。比

如，银行在贷款的贷前审核与贷后监控中，会更多关注借款人的信用记录和还款来源，特别是抵押、质押、外部担保等增信措施。借款人的经营前景和盈利能力作为影响还款能力的重要因素，也是银行贷款决策的重要依据，但并非直接决策依据。而股权投资人在投资决策中则主要关注于投资对象的发展前景、盈利能力、投资收益的实现形式等要素。这体现了债权投资和股权投资人在投资逻辑和投资风险管理模式上的差异。

因此，当银行对企业的债权被置换成股权时，客观上意味着银行承担的风险水平也随之提高，主观上则要求银行在风险管理模式上要从债权投资模式切换到股权投资模式。

## 二、债转股的积极意义和潜在的风险

在当前形势下，债转股作为企业债务重组的重要手段，具有重要的实践意义。

**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。**通过将银行贷款负债置换成权益融资，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，促进企业账面业绩的改善，也有利于改善企业的市场融资能力，增强造血机制。对于本身质地优良，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，债转股有利于缓解商业银行资产质量恶化的压力，提升银行支持实体经济的能力。**债转股为商业银行处置不良贷款或潜在的不良贷款提供了一种新的途径。对于那些由于短期因素造成企业还款能力下降而陷入偿付困难的贷款资产，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。通过债转股，银行还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。



最后，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。

然而，以上积极作用的发挥都是基于一个共同的前提条件，就是债转股之后，企业能够成功走出经营困境，实现市场价值的有效提升。债转股并不能消除资产风险，而是将当下的贷款信用风险转换为更长期限内的股权投资风险。无论是对于银行，还是宏观经济体系而言，这个转换的过程本身可能引入新的风险因素。

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。首先是股权投资风险。若企业经营状况并未好转，反而进一步恶化，导致市场价值下降，银行必须按照市场公允价值变动确认投资损失，不仅影响净利润水平，还可能加大银行的资本压力。这时银行如果继续持有股权，可能面临盈利和资本的双重压力，如果选择转让股权，则可能遭受进一步的折价交易损失。更极端的情况下，如果企业最终走向破产清算，银行作为股东的偿付顺序将明显后置。最终的资产损失可能较不实施债转股的情况下更大。这种情况下，债转股非但不能起到缓解银行资产质量压力的作用，反而将进一步拉低整体资产质量。

另一大风险是流动性风险。股权投资现金流不稳定、不确定性强，如果商业银行在获得股权的同时，不能在公司的利润分配等重大事项决策中拥有足够的话语权，则可能失去对投资回报现金流的控制权。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，严重影响银行经营的稳定性。

鉴于商业银行在我国金融体系中的重要作用，债转股的潜在风险可能经由银行向整个金融体系传导。如果银行业债转股整体规模过大，银行整体资产质



量的下降和流动性状况的恶化可能对客户存款资金的安全性造成不利影响，从而引发系统性风险的上升，金融体系优化资源配置的作用和效率也将因此大打折扣。

### 三、当前实施债转股存在的主要法律制度障碍

由于潜藏着复杂的风险因素，债转股的实施需要有健全的法律法规体系做支持。然而，目前我国相关的法律法规还不够健全，债转股的大范围推广还存在一定的技术障碍。

#### （一）商业银行持有企业股权缺乏明确的法律制度支持和规范

根据现行《商业银行法》，商业银行在中华人民共和国境内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。按照《公司债权转股权登记管理办法》的定义，债转股在性质上属于股东以债权出资的一种形式，银行因此取得的企业股权应当属于对企业的投资行为，为了不违反《商业银行法》，需要有其他国家规定来规范。

原国家经贸委和中国人民银行曾于1999年共同下发了《关于实施债权转股权若干问题的意见》，然而该文件主要针对当时商业银行对企业不良贷款处置的具体情况做出规定，相关规定在目前已不具备适用性。如果没有适用于当前情况的政策规定，则商业银行通过债转股持有企业股权就不具备合法性基础，只能通过个案审批的方式来进行，难以得到有效推广。

#### （二）债转股后商业银行的资本占用政策尚待进一步明确

根据现行《商业银行资本管理办法（试行）》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%，超过处置期则可能达到1250%。这里的“处置期”，按照《商业银行法》第四十二条的规定，对于因行使抵押权、质权而取得的不动产或者股权，应当为两年。

然而，对于通过债转股方式取得的股权是否属于银行被动持有的股权投资，并适用相应的风险权重，目前尚无明确的规定。同时，由于债转股与银行通过



行使抵押权、质权而取得股权的情况有本质区别，不能适用《商业银行法》第四十二条，因此对于银行通过债转股取得的企业股权是否有处置期要求，也需有明确的界定。只有上述政策界定清晰了，商业银行才能具备完备的信息进行债转股的成本收益分析。

若按照现行资本管理办法，对商业银行通过债转股取得的股权要求不低于400%的风险权重，而对一般企业债权的风险权重为100%，对符合国家相关部门规定的微型和小型企业债权的风险权重仅75%，则债转股将显著增加商业银行的资本消耗。在当前银行盈利增速大幅下降、资本充足率偏紧的情况下，银行实施债转股的能力和意愿都将受到较大影响。

### （三）债转股之后银行的资产安全和权益保障制度尚不健全

债转股之后，商业银行所持股权资产能否实现保值增长是衡量债转股成功与否的主要标准，也决定了企业的信用风险是否得到了真正的化解。这其中有两个环节至关重要。

一是银行能够充分享有和行使作为公司股东应有的各项权利，包括对公司经营状况的知情权、公司重大经营管理决策的表决权等。特别是在债转股之后银行取得控股地位的情况下，银行应该享有与持股比例相适应的话语权，能够在公司经营决策中发挥主导作用。

二是成熟的股权投资退出机制，保证银行可以根据自身经营和战略需求，决定退出时机，并在较短时间内、以较低成本实现股权转让。

然而，目前上述两个环节都缺乏成熟、操作性强的制度指引和规范。特别是对于非上市公司而言，债转股之后商业银行在有效行使股东权利，顺利实现投资退出等方面仍面临较大挑战。

## 四、对有序推进债转股的政策建议

基于我国经济金融体系的现实状况，债转股的实施必须以维护金融市场运行秩序、有效防范系统性风险为基础，稳步、有序推进。

### （一）债转股过程中应当遵循的基本原则

**第一，不应该把债转股简单看做缓解企业偿债压力的权益之计，而应作为有效管理金融体系风险，优化社会融资结构，提升宏观经济运行活力的重大战略举措。**因此，必须在周密研究论证的基础上，形成系统性的实施方案。切忌只重眼前和局部利益的短期化政策和实践导向。

**第二，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。其次构建完善对债转股程序的监管政策体系，明确游戏规则，消除灰色地带；最后还要做好商业银行股权投资的退出机制安排。

**第三，债转股的实施应遵循市场化的原则。**尽管债转股在当前形势下具有较强的宏观政策意义，然而其潜在的巨大风险性决定了在具体推进实施过程中不能通过行政指令性方式推进，而必须尊重市场规律，允许商业银行与借款企业通过平等谈判自助确定交易价格和条件。政府和监管部门可以在交易规则制定、交易意愿撮合、信息服务等方面发挥积极作用，但不应干涉交易的具体过程。

**第四，债转股的实施应遵循维护商业银行正当权益的原则。**对债转股风险进行有效管控的关键是实现商业银行资产的保值增值。为此必须从制度上保障商业银行在债转股之后，能够依据其所持股权，在企业的经营管理中发挥与其所承担的风险相适应的作用，享有企业经营收益分配权和资产处置权。

## （二）操作层面的几点建议

### 1. 适度控制债转股总体规模

基于债转股对商业银行整体风险水平和流动性状况的影响，其操作规模应该控制在一定范围内。具体操作中，可以商业银行的一级资本规模为基础，规定通过债转股方式取得的非金融企业股权价值与一级资本的比例上限。监管机构可以根据银行的资本充足率、流动性状况和风险管理能力差异，对适用的上限比例进行微调。

### 2. 严格债转股企业准入标准

债转股主要适用于具有较强市场竞争力和持续发展能力，但资产负债率较





高、因周期性原因造成暂时性还本付息困难的企业。因此，监管机构和商业银行都需要建立企业债转股的审核标准和条件。考虑到后期股权转让的便利性，商业银行在实践中可以优先考虑将符合条件的上市企业作为债转股试点的对象。

### 3. 优化银行持有企业股权资产的风险权重

商业银行通过债转股方式取得的企业股权与此前的贷款资产具有一定的连续性，其风险特征有别于因行使抵押权、质权等情况而被动持有的工商企业股权。因此对其风险权重的设定也应以资产的实际风险状况为基础，在充分调动商业银行实施债转股的积极性和防止盲目扩大对企业股权投资两个目标之间求得平衡。具体的风险权重应当较现行被动持有股权的 400%有所下调，但仍应明显高于企业贷款风险权重。

在股权的处置期限要求方面，从增强企业可持续发展能力、降低短期化经营倾向考虑，可以在现行 2 年处置期限基础上适当延长。但银行在持有期间每年都需要对所持企业股权公允价值进行重估，并根据评估结果计提相应的股权投资减值准备。

### 4. 允许商业银行将对企业的债权转换为优先股投资

由于优先股在股利分配和剩余资产分配顺序上先于普通股股东，且具有固定的股息率，对于商业银行而言其投资风险小于普通股，在现金流特点上又与贷款资产有一定的相似性，因此将债权转换成优先股对于商业银行的整体风险水平和流动性状况的影响更小。商业银行还可以在债转股协议中加入一定的回售条款，以保证更为顺畅的退出机制。特别是对于债转股后商业银行参与企业经营管理决策存在现实困难的情况，优先股将是银行和企业更易接受的选择。

### 5. 健全和完善银行对企业股权投资的转让退出机制

一是要充分利用包括两大证券交易所、全国中小企业股份转让系统、各地产权交易所等公开的股权交易平台资源，为由债转股形成的银行股权投资提供交易便利。

二是积极探索通过由专业资产管理公司等第三方机构或成立专项资产管理

计划等方式承接商业银行对企业的股权投资。在充分信息披露的基础上，引入更多社会资本参与企业债务重组。

三是鼓励企业在经营状况好转后，及时回购银行所持股权。除赋予银行股份回售权外，还可以通过在债转股协议中附加对企业经营管理行为的约束性条款，如限制企业管理层薪酬增长、企业的非主营业务投资支出，强制分红政策等，负向激励企业回购股份的积极性。

总之，债转股的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的要求，审慎、稳妥地推进。