

市场化债转股的特点、难点和操作选择

王国刚*

中国人民大学财政金融学院，中国财政金融政策研究中心

摘要：市场化债转股是 2017 年中国推出的降低企业杠杆率的一个重要举措。与 1999 年处置商业银行不良资产过程中的债转股相比，此轮债转股在操作目的、内在机理、市场条件、对象企业、对象资产和操作灵活程度等方面都有着新的特点。市场化债转股存在一系列难点，主要表现在运作机制、关联交易和操作风险等方面。目前展开的市场化债转股，并未真正落实市场化，它至多只是在商业银行体系内引入了某些市场化的做法。要真正落实以“市场化取向”为基本点的债转股，必须深化改革，大胆创新，贯彻对内开放的政策取向，面向国内各类经营运作机构开放债转股操作；强化债转股过程中的竞争机制，提高贷款资产交易中的透明化和公允程度；利用各种金融渠道，支持债转股之后的股权交易，增强债转股在降低对象企业杠杆率中的作用。

关键词：市场化债转股；难点；操作选择

在经济新常态发展过程中，落实“三去一降一补”的供给侧结构性改革任务，是一场复杂的攻坚战，其中，有效降低实体企业的杠杆率更是一项直接涉及经济、金融和社会多方面的系统工程。2016 年 10 月 10 日，国务院出台了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，将“市场化银行债权转股权”（简称“市场化债转股”）作为降低实体企业杠杆率的 7 大措施之一，并以附件方式公布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》。2017 年 8 月 2 日，由中国建设银行投资 120 亿元设立的全资子公司——建信金融资产投资有限公司在京正式开业，主要从事市场化债转股及配套业务。这是全国首家市场化债转股专业化实施机构，标志着市场化债转股进入了实施阶段。据报道，截止 2017 年 7 月底，中国建设银行已与 41 家企业签订了总额为 5441 亿元的市场化债转股框架协议，到位资金已达 488 亿元；一些商业银行已与 50 多家企业签订了总额超过 7000 亿元的市场化债转股框架协议¹。8 月 7 日，中国银监会向社会各界征求对《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（以下简称“管理办法”）的意见，其中明确规定：实施机构应由 1 家中国境内注册成立的商业银行作为主出资人，出资比例不低于拟设实施机构全部股本的 50%；实施机构的最低注册资本为 100 亿元；商业银行应承诺 5 年内不转让所持有的股权，不将所持有的股权进行质押或设立信托；实施机构不得对下列企业实施债转股：

* 王国刚（1955-），中国社科院学部委员，中国人民大学财金学院、中国财政金融政策研究中心 教授。

¹ 参见《范一飞：债转股从试点转入推广阶段》，载《中国证券报》2017 年 8 月 3 日。

扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”，有恶意逃废债行为的失信企业，债权债务关系复杂且不明晰的企业，不符合国家产业政策，助长过剩产能扩张和增加库存的企业，其他不适合实施债转股的企业。8月23日，国务院常务会议在部署央企深化改革降低杠杠工作中指出：“要积极稳妥推进市场化法治化债转股，督促已签订的框架协议抓紧落实。推动发展前景好、有转股意向的央企创新模式，加快推进债转股……支持债转股实施机构多渠道筹资。鼓励国有资本投资、运营公司及有条件的央企基金采取各种市场化方式参与债转股。”可以预期，市场化债转股将成为今后一段时间内中国金融运作中一个令人瞩目现象。与1999年处置国有独资银行不良资产处置过程中的债权转股权相比，此轮的市场化债转股既有自己的特点，也存在诸多难点，因此，有必要进一步深入探讨。

一、市场化债转股的特点

在中国的金融运作中，债权转股权（即“债转股”）在1999年的国有独资银行不良资产处置中就已实施过（为了叙述的方便，以下简称“前轮债转股”），就此而言，它并非一种新的运作方式，对参与这一运作的各方并不陌生。但如果不是停留于概念或表面现象，而是深入到这一方式的运作过程，则可发现此轮市场化债转股与前轮债转股有着一系列重要差别。这些差别构成了市场化债转股的特点。

第一，目的不同。实施债转股的最终目的在于，通过调整银行与实体企业之间的债权和股权关系及结构，有效防范和化解相关商业银行的资产风险和实体企业的债务风险，提高经济金融的资产质量、运行质量和安全程度。从这个角度上说，市场化债转股与前轮债转股的目的是一致的。但市场化债转股是在深化供给侧结构性改革背景下展开，主要是针对实体企业的负债率过高，直接目的在于降低实体企业的杠杆率，提高实体企业资产总额中的资本性资金占比，以有效防控它们经营运作中的风险和由这些风险引致的负面效应，因此，是“金融服务于实体经济”的具体表现。与此对比，前轮债转股是在深化金融体制改革背景下展开的，主要是针对国有独资银行不良资产比重过高，直接目的在于化解国有独资银行运作中的金融风险。这一直接目的的差别决定了，市场化债转股与前轮债转股在具体的资产对象、操作方式、操作流程、操作时间限制和操作结果等方面的诸多差别。

第二，内在机理不同。债转股的内在机理既受制于债转股的一般原理，也受制于债转股的特定背景和运作机制。

前轮债转股是在推进国企改革深化、为国有独资银行的公司化改制创造条件等的背景下展开。自1978年底迈出了改革开放步伐以后，在实施“拨改贷”、“投改贷”政策过程中，国有独资银行向国有企业和国有投资项目等投放了大量贷款，国有银行人民币信贷余额从1978年年底的1849.96亿元快速增加到1998年年底的68442.11亿元²，20年间增长了近36倍。这些信贷资金，在支持经济发展、投资项目建设和国企改革的同时，也引致了两个问题的严重发生：一是一些国企因债台高筑而陷入了经营困境；二是国有银行因不良贷款数额剧增，严重影响了市场

² 引自苏宁主编《中国金融统计（1949-2005）》，中国金融出版社2007年版。

化改革的推进。1996 年，“九五计划”开始实施，为了减轻国企债务负担，在优化资本结构试点城市中，工、农、中、建等国有独资银行按照以 1996 年为基点、此后各年每年递增 100 亿元的规模（即 1996 年为 100 亿元、1997 年为 200 亿元、1998 年为 300 亿元等等）核销国企贷款债务。但实践证明，要缓解国企的债台高筑所引致的经营困难，这些债务核销的力度依然只是杯水车薪，更不用说，这些债务核销进一步加重了国有银行的不良资产风险，给它们的经营运作带来了更为不利的影 响。另一方面，解决国企债务负担过重和国有银行不良资产过高的问题又刻不容缓。这主要由三个因素决定：一是 1997 年 7 月以后的东南亚金融危机教训，防范和化解金融风险应成为各国和地区经济金融运行中的不容忽视之事。债务负担越重，则爆发金融危机的可能性越大。二是中国已开始进行加入世贸组织的谈判。一旦加入世贸组织，中国境内银行的存贷款市场和金融市场等就将对外开放，由此，境内市场将成为国际竞争的市场。如果国有银行背着沉重的不良资产负担，将严重降低它们在这一国际市场中的竞争力。三是从 1996 年起，中国商品市场的供不应求格局就开始发生变化，到 1998 年 95% 以上的工业消费品均出现了供过于求，由此，市场格局从卖方市场转向了买方市场。与此对应的是，工业部门出现较为严重的产能过剩，这决定了经济结构优化调整、技术进步和产品创新、经营运作转型成为国企的当务之急，但沉重的债务负担严重制约了经营转型。面对复杂的境内外局势，国务院果断决策从工、农、中、建和国开行中剥离出了 1.4 万亿元的不良贷款（这些不良贷款的成因相当复杂，大多数是在改革开放 20 年时间内因政策变动、体制机制转变、管理不善等因素引致的），并利用体制机制改革的有利时机，运用财政机制和行政机制对这些不良资产进行处置。其中，财政机制的运用主要表现有三：一是国有银行不良资产处置中的净值损失全部由中央财政承担；二是由中央财政拨款投资设立华融、信达、东方和长城等 4 家金融资产管理公司（每家 100 亿元注册资本）；三是这些不良资产的处置过程，在中央财政部门（或其委托机构）的监督下展开，并且规定处置期限为 10 年。行政机制的运用主要表现有三：一是各家国有银行的不 良资产剥离和金融资产管理公司的设立按照国务院的统一部署展开，剥离的不良资产按照国务院批准的数额执行；二是各家金融资产管理公司的运作资金筹集和调配在国务院的安排下展开，如从中央银行获得再贷款等；三是从不良资产的购买到处置，全过程在对应的金融系统内部操作（如华融金融资产管理公司从工商银行购买不良资产并处置这些不良资产，信达金融资产管理公司从建设银行购买不良资产并处置这些不良资产等等），不存在市场的竞争性机制。

与此不同，此轮的市场化债转股是在深化供给侧结构性改革背景下展开的。一方面在“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”的过程中，实体企业的债务率居高不下（且有着持续上行的可能）已成为一个严重影响各项主要举措落实和经营运作健康发展的制约因素，为此，要推进供给侧结构性改革的深化，就必须有效解决实体企业（尤其是央企）高杠杆的痼疾。另一方面，实体企业的高杠杆给有效防控系统性金融风险带来严重隐患。实体企业债务中 80% 左右来自于金融体系，它们的产能、库存在很大程度上是由银行贷款、债券融资等金融债务形成的，由此，“去产能、去库存”也就意味着对应的金融债务的损失，这将给相关金融机构的经营运作带来严重风险，并可能通过资产→负债→资产的联动机制将这些风险传递给其他经营性机构。鉴此，要守住不发生系统性金融风险的底线，就必须着力降低实体企业的债务率。值得注

意的是，进入 21 世纪以来，尤其是十八大以后，中国经济的市场化程度明显提高。在发挥市场机制在配置资源中的决定性作用背景下，市场运作的规范化、透明化和法治化已深入资源配置的各个领域，同时，大多数国有银行已通过改制和发股上市成为上市银行，公开披露的各种信息受到投资者和社会各界的关注，与此对应，行政管制和行政干预程度大为弱化，这决定了此轮市场化债转股已不可能继续贯彻财政机制和行政机制。鉴此，国务院《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》中明确规定：应“以市场化法治化方式开展债转股。由银行、实施机构和企业依据国家政策导向自主协商确定转股对象、转股债权以及转股价格和条件，实施机构市场化筹集债转股所需资金，并多渠道、多方式实现股权市场化退出”。

第三，市场条件不同。前轮债转股，不论是资本市场（包括股市、债市等）还是公司并购市场、股权投资市场（如 PE 等）或是资产处置运作方式都还不发展，所以，债转股后续的市场操作前景并不明晰也不乐观。此轮债转股是在资本市场发展相对成熟且充分的条件下展开的，股市已有了主板市场、中小板市场、创业板市场、新三板市场和地方股权交易市场（包括区域性产权交易市场）等，为不同条件的股权交易提供了市场条件；债市，不论是银行间市场还是交易所市场，在品种、规模、交易量、活跃程度等方面都已大大提高扩展了。虽然市场走势依然不可完全预测，但市场规范化法治化程度已明显提升，这为债转股的后续操作提供较为可预期的市场环境。鉴此，中国银监会对此轮债转股的操作做出了 4 个方面规定：其一，形成对象企业的债务率限制机制。《管理办法》规定：“实施机构应当与相关主体在债转股协议中对企业未来债务融资行为进行规范，共同制定合理的债务安排和融资规划，对企业资产负债率作出明确约定”。其二，规划股权退出机制。《管理办法》规定：“实施机构应当明确股权退出策略和机制。对股权有退出预期的，可以与相关主体协商约定所持股权的退出方式。实施股权退出涉及证券发行或交易的，应当符合证券监管的有关规定”。其三，规范实施机构的行为。《管理办法》规定禁止实施机构做出如下行为：与债务人等串通，转移资产，逃废债务；违反规定对禁止性对象企业实施债转股或变相实施债转股；违规接受银行承诺或签订私下协议；超越权限或违反规定程序实施债转股，以及未经规定程序审批同意更改债转股实施方案；伪造、篡改、隐匿、毁损债转股相关档案；其他违法违规及违反本办法要求的行为。其四，建立风险防控机制。《管理办法》一方面规定：“实施机构和主出资人商业银行之间应建立防火墙，在资金、人员、业务方面进行有效隔离，防范风险传染”，另一方面规定：“实施机构应当建立与其业务规模、复杂程度、风险状况相匹配的有效风险管理框架，制定清晰的风险管理策略，明确风险偏好和风险限额，制定、完善风险管理政策和程序，及时并有效识别、计量、评估、监测、控制或缓释各类重大风险。”

第四，对象企业不同。前轮债转股是处置国有银行不良资产过程中的一种方式，重心在国有银行不良资产而不是具体的企业类型及其资产，因此，债转股的对象企业和对象资产相对宽泛。此轮债转股是为了降低对象企业的债务率，以落实供给侧结构性改革的要求，因此，在对象企业及其资产方面有着较为具体的界定。从《管理办法》看，对象企业的经营运作应当符合国家产业政策的要求，重点是因行业周期性波动导致经营运作困难但仍有希望逆转的企业、因高负债而财务负担过重的成长型企业（特别是战略性新兴产业领域的成长型企业）、高负债居于产

能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业等三类企业。与此对应，那些扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”，有着恶意逃废债行为的失信企业，债权债务关系复杂且不明晰的企业和不符合国家产业政策的高污染企业或助长过剩产能扩张和增加库存的企业等不能进入债转股范围。此外，那些经营运作正常、资产负债率不高从而仍然可从商业银行等金融机构获得正常贷款的企业也不在此轮债转股范围。

第五，对象资产不同。商业银行等金融机构的贷款实行五级分类，即按风险程度将贷款划分为正常、关注、次级、可疑和损失等五类。其中，次级、可疑和损失等三类属于不良资产范畴。前轮债转股处置的是不良资产，所以，它的对象资产主要由次级贷款和可疑贷款两类构成。此轮债转股的任务是降低对象企业的负债率，从操作的难易程度看，对象资产很可能以正常贷款和关注贷款两类为主。

第六，操作的灵活程度不同。前轮债转股在财政机制和行政机制安排下展开，国有银行的债权只能转为对应实体企业的普通股股权，且有着明确的债转股操作期限界定（即 10 年）；由于一些实体企业的负债是由不同国有银行的贷款形成的，在具体实施中各家利益有别，容易产生扯皮或掣肘。鉴于前轮的操作经验，中国银监会对此轮债转股的操作事项做出了明确规定，一方面强调：“债转股对象企业、转股债权及转股价格和条件由实施机构、债权银行和企业根据国家政策导向依法自主协商确定”，“债权可以转为普通股，也可以经法定程序转为优先股”。另一方面，指出“对于涉及多个债权银行的，可以由最大债权银行或主动发起债转股的债权银行牵头成立债权人委员会进行协调”，将操作中的选择权交给各个利益有关的当事方，由此体现了“市场化”的要求。

二、市场化债转股的难点

市场化债转股在运作过程中存在着一系列值得关注的难点，主要表现在：

第一，运作机制。《管理办法》规定，市场化债转股应有实施机构展开运作。实施机构，是指经中国银监会批准的，在中华人民共和国境内设立的，主要从事银行债权转股权及配套支持业务的非银行金融机构。它应当由一家境内注册成立的商业银行作为主出资人，由此，实施机构实际上是作为主出资人的商业银行的子公司。实施机构的注册资本最低限额为 100 亿元人民币（或等值的可自由兑换货币）且应为一次性实际缴纳的货币资本；注册资本中，主出资人的出资比例不得低于 50%，其他境内法人机构的出资比例不得高于 50%。由此引致三方面问题的产生：

其一，主出资人的利益权衡。假定实施机构注册资本 100 亿元完全由对应的商业银行出资，则这 100 亿元应从该商业银行的资本充足率计算中扣除。为了计算方便，假定商业银行的核心资本的充足率监管要求为 10%，那么，100 亿元的出资就意味着该商业银行减少了 1000 亿元的贷款能力。在净息差率为 2.5 个百分点的条件下，这意味着该商业银行每年减少利息收入 25 亿元。由于作为出资人的商业银行应“承诺 5 年内不转让所持有的股权，不将所持有的股权进行质押或设立信托，并在实施机构公司章程中载明”，所以，5 年间该商业银行将损失利息收入 125

亿元。另一方面，由于进入转股的对象资产主要是商业银行的正常类贷款和关注类贷款，与不良贷款相比，这些类型贷款的经营运作风险较低。这些贷款的形成，商业银行在市场竞争中付出了较大努力和成本（在银行业面临“资产荒”的背景下更是如此），将它们用于转股，对商业银行来说，并无直接利益可得。虽然一旦债转股所形成的股权可以上市交易，由此，商业银行所得的利益可能几倍乃至十几倍于息差收入，但它是 5 年以后才可兑现之事，此间变数甚多，且股权是否一定能够上市交易也还有诸多变数。鉴此，国务院《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》已经出台 1 年多时间，但一些商业银行对市场化债转股依然逡巡不前，也就不难理解了。

其二，可实施的债转股规模及其经济社会效应。假定实施机构按照贷款数额的面值从对应商业银行购买拟进入债转股的正常类贷款或关注类贷款，那么，它能够实现的市场化债转股数额最大值为注册资本数额（考虑到实施机构的经营运作成本开支，实际可操作的债转股数额将小于注册资本），由此，全国即便设立了 10 家实施机构且每家实施机构的注册资本达到 100 亿元，它们可操作的资金总额也仅有 1000 亿元。不论是与对象企业的债务数额相比，还是与对应商业银行的贷款余额相比，或是与每年新增贷款数额相比，这些资金数额都显得过小；如果考虑到这些资金数额还需分布到多年使用（即不可能在 1 年内就全部投入债转股的使用），那么，每年可用于债转股的资金数额就更加有限。

虽然《管理办法》规定，实施机构可以“依法依规面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股”、“发行金融债券，专项用于债转股”、“通过债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金”等路径来扩大经营运作的资金规模，但是，这些筹集资金的路径也受到诸多因素的制约：一是合格投资者是否愿意将巨额资金（少则几亿元多则几十亿元）以投资入股的方式转为实施机构的注册资本（须知，实施机构股本结构中，作为主出资人的商业银行拥有绝对控股权）并由实施机构展开经营运作，是否愿意将这些资金几乎以锁定方式若干年内固化在实施机构资产之中？是一个不确定的因素，因此，实施机构“面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股”在多大程度上能够符合预期难有肯定的答案。尤其是考虑到，10 多年来，已经有了数以万家计算的各类直投公司、股权投资基金（PE）等，它们也在采取种种方式广泛争取可运作的资本性资金，使得资本性资金供给者的可选择市场空间大大扩展，由此，给实施机构争取社会资本进入提高了难度。二是《管理办法》对实施机构发行金融债券的条件作了明确规定，其中包括“资本充足率不低于监管部门的最低要求”和“最近 3 年连续盈利”等。按此规定，实施机构发债将是 3 年之后的事，因此，3 年内的经营运作还主要依赖注册资本等资金。为了缓解这一难题，《管理办法》规定，“对于资质良好但成立未满 3 年的实施机构，可由具有担保能力的担保人提供担保”，发行金融债券；但这恐怕只能涉及到个例。如果各家实施机构都能够在未满 3 年就发行金融债券，那么，《管理办法》对实施机构发行金融债券所作的条件规定就形同虚设了。三是受制于中国银监会对资本充足率的要求和风险监管指标的规定，实施机构“通过债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金”数额也相当有限，尤其是考虑到债转股后股权变现的期限较长（准确的期限并不确定），这些资金要投入债转股运作更是困难。

如果市场化债转股的规模太小，它在有效降低对象企业负债率（即“去杠杆”）中的规模效

应就将大打折扣，与前轮债转股所引致的经济社会效应相比，影响力度也将大为减弱。

其三，对象企业的负债规模。对单对象企业来说，实施债转股之后，由于在资产总额不变的条件下一部分债务转为了股权，所以，债务总额从而债务率必然下降。但这只是一种静态的结果。如果将时间序列延长，这家对象企业还是需要继续扩展经营运作规模的。由于债务率已下降，腾出了继续承担债务的资产空间，这样，它就可以向商业银行申请新的贷款（或通过其他路径获得债务资金），同时，由于它的股权结构中有着实施机构的股权、实施机构的股权背后又有着对应的商业银行，这使得它的隐形信用能力提高了，所以，它提交的新贷款申请获得商业银行批准的可能性大为提高。如此延续展开，经过若干年，在债务性资金持续增加的背景下，它的负债率也在持续提高，最终的结果依然是“债台高筑”。一旦这种情形较为普遍地发生，也就意味着市场化债转股的失效。

第二，关联交易。关联交易，是指母公司与子公司之间在买卖商品（包括金融产品）、劳务、担保、融资、租赁、代理等方面所发生的非公开非竞争性的交易。在市场化债转股中，作为主出资人的商业银行与实施机构之间存在着由股权机制决定的母子公司关系，同时，实施机构与对象企业之间因债转股也将存在由股权机制决定的母子公司，由此，在市场化债转股中将引致一系列关联交易的发生；。

其一，进入转股的贷款交易价格。实施机构从母公司购买贷款是市场化债转股实质性操作的第一阶段内容。由于作为交易标的物的贷款属于正常类或关注类，所以，这一交易的关键有二：一是进入债转股的对象企业贷款；二是这些贷款资产的价格。从前者看，各家对象企业的产业定位、经营运作的特点、技术领先程度、产品创新能力、市场竞争力和发展前景等诸多方面不尽相同，这决定了在同一数额贷款资产条件下，不同的对象企业资产状况将对实施机构在债转股以后运作的有着实质性影响。从后者看，贷款资产价格的确定至少有两种情况：贷款的账面值和贷款账面值（1+到期利率）。如果母公司将贷款资产以账面值卖给实施机构，则意味着将尚未收回的利息无偿让渡给实施机构，这是一种利益输送；如果母公司以“贷款账面值（1+到期利率）”的价格将贷款资产卖给实施机构，则至少做到了形式上的“公平”。由于这些交易是在母公司与实施机构之间以“私下”谈判方式展开的，既无竞争者，也不需公开信息，所以，它们之间的关联交易是否符合市场化原则也就很难做出预判。

其二，转股价格。实施机构从母公司购买了进入债转股范畴的贷款资产以后，将与对象企业谈判贷款资产债权转为对象企业股权的相关事宜。需要谈判协商的事宜很多，但债转股的价格是其中不可或缺的也是关键性内容。转股价格的确定有着多种方式和计算公式，其中包括市盈率法、市净率法、参照对应上市公司的股价法、参照 PE 基金的入股价格法等等，选择不同的方法，转股价格有着很大差别，对实施机构和对象企业股东的各自权益有着不同的影响，对后期运作也有着不同的效应。但实施机构与对象企业之间的债转股和转股价格谈判是“私下”进行的，因此，是一个非公开非竞争的过程。这决定了，这种谈判协商的结果能否与市场机制的要求相符合难以说清。

其三，后续贷款。在完成了债转股之后，对象企业随着经营运作规模的扩展，还将需要增加新的贷款，由此，“近水楼台先得月”的机制就将发挥效能。在其他条件与众多申请贷款的公

司大致相同的情况下，对象企业可通过实施机构便捷地从“祖母”（即实施机构的主出资人）获得贷款，甚至可能利用实施机构的持股机制，直接与“祖母”联系，谈判所需新增贷款数额及放贷条件。这种对象企业与“祖母”之间的新增贷款谈判可以有多种“私下”安排，依然是一个非公开非竞争的过程。对众多未进入债转股的实体企业来说，这种谈判的结果是否公平恐怕不容易找到答案。

第三，操作风险。对介入市场化债转股的各方来说，从债转股伊始到最后将股权卖出、资金回收的全过程存在着一系列操作风险，其中至少包括：

其一，补充资本金的风险。资本充足率是金融监管的一项主要指标。商业银行作为主出资人将一部分资本投入到实施机构（成为该实施机构注册资本的主要组成部分），由此，使得可纳入资本充足率计算范畴中的核心资本数额减少，这在直接关系上将影响到贷款资产的增加和经营发展。对未上市的商业银行来说，发股募资的空间较小，要募集资本性资金困难重重，补充资本金并非易事。对上市银行来说，由设立实施机构所减少的资本数额也许可以通过增发新股募集资本性资金予以弥补，但受制于各方面条件，要通过增发新股募资的活动也不是随时可以展开的。

其二，道德风险。股权投资市场是一个完全竞争市场，目前国内从事股权投资的机构（即 PE）数以万家计。在“资产荒”的背景下，各家金融机构和股权投资机构都在寻求最适合自己的投资取向和价格意向的投资对象。在市场化债转股中，实施机构可以借助母公司的实力和影响力，将相关贷款资产转变为股权资产，与一般的股权投资机构相比，具有一定的优势。但股权投资是一项长期的操作，面对众多可转股的信贷资产，实施机构有限的注册资本和通过发行债券所募集的资金可能在不太长的一段时间内就用完了，同时，实现债转股的实体企业也难保均有良好的发展前景，由此，在实施机构面临经营运作困境之时，作为母公司的商业银行恐怕很难不伸手援救。既然母公司的救援是可期待之事，那么，实施机构就可放手大胆地展开债转股股权的运作（更何况还有“交学费”等诸多理由），结果可能引致实施机构躺在母公司的怀里过日子，把债转股运作的不良后果让母公司分担。

其三，母爱风险。市场机制强调公开公平原则，但在市场化债转股中作为主出资人的商业银行与实施机构之间的股权纽带机制，在一些重要场合，妨碍着这种公开公平原则的贯彻。例如，在实施机构经营运作展开遇到困难时，对应的商业银行可能为了业绩的面子，将一些质量较高的信贷资产降级（如将“正常类”下调为“关注类”）给实施机构进行市场化债转股，由此，既显示了母公司的支持力度又可为债转股价格的谈判提供有利条件。又如，在债转股谈判中，对应的商业银行承诺给予对象企业在后续贷款方面的某种便利，为实施机构顺利推进债转股扫清障碍。在这些场合，市场机制的公平性和公开性都将受到挑战。

其四，收益风险。实施机构通过债转股持有了对象企业股权，试图通过将这些股权在上市交易（或股权转让）中实现溢价收益，由此，可获得高于贷款利率的收益。对主出资人的商业银行来说，借助信贷优势的支持，在市场竞争中，实施机构选择的对象企业可能好于直投公司和股权投资公司，所以，获得股权溢价收益的期待不是毫无根据的。但是，这种预期可能过于乐观，忽略了其他角度的计算：一是在可发股上市的公司数量有限（每年 A 股市场的首次发股

上市的公司大约在 200 家左右)的条件下,有着诸多公司在排队等待发股上市,其中,既包括非债转股的公司(包括股权投资机构先期已投资入股的公司),也包括有着投贷联动支持的公司。在这种条件下,债转股的公司再挤入首次发股上市行列,很难说有多少优势,也就很难确定通过发股上市核准的公司是否能够集中于债转股的公司(且不说,在市场化债转股扩展过程中,各家商业银行的实施机构通过债转股所涉及到的对象企业恐怕不是以百家为限的)。这种发股上市排队的“吃紧”状况决定了,实施机构要如期获得股权溢价收入可能难以如愿。另一方面,由于实施机构持有对象企业的股份相当有限(作为财务投资者通常持有 5%左右的股份;持股超过 10%就将进入前 10 位股东范畴,公司上市后的股份减持将受到比较严格的限制),所以,即便是对象企业发股上市了,按照股市交易价格乘以可减持股份所计算的售股溢价收益,是否能够与预期相符也还是一个不确定的结果。更不用说,受各种因素制约,如果对象企业中有一部分长期难以发股上市或股份难以转让,则风险更大。

市场化债转股中的这些难点并非不可克服或缓解,重要的是深化体制机制改革,真正落实“市场化”的原则和机制。

三、市场化债转股的操作选择

在经济学中,市场是各种交易活动的总称。它由三个基本要素所构成:交易主体、交易对象和交易规则。在经济运行和资源配置中,市场是一个有规则的开放系统,一方面各种交易主体、交易对象(即各种资源)可以自由地进入或退出交易活动,另一方面交易规则应满足各类交易主体和各种交易对象自由进出市场的内在要求。因此,“市场”建立在社会化基础上,它随着社会化程度的扩展(从而进入交易的资源种类和规模的增大)而扩展,随着社会化程度的提高而深化。从这个意义上说,没有社会化就没有市场化。

在经济体制改革过程中,市场化相对于行政化而言,它是指在承认市场机制配置资源决定性作用的条件下推进各项资源按照市场规则展开配置的过程。中共十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确指出:要“建立公平开放透明的市场规则。实行统一的市场准入制度,在制定负面清单基础上,各类市场主体可依法平等进入清单之外领域。”

在市场化债转股中,《管理办法》中能够体现出“市场化”要求的规定主要表现在四个方面:一是参与主体。《管理办法》第三条规定:“实施机构应当遵循市场化、法治化原则运作,与各参与主体在依法合规前提下,通过自愿平等协商开展债转股业务,切实防止企业风险向银行业金融机构转移,防范相关道德风险。”二是交叉操作。《管理办法》第二十八条强调:“鼓励商业银行向非本行所属实施机构转让债权实施转股,支持不同商业银行通过所属实施机构交叉实施市场化债转股。”三是真实出售。《管理办法》第二十九条规定:“实施机构向商业银行收购银行债权应严格遵守洁净转让、真实出售的要求,通过评估或估值程序审慎评估债权质量和风险,进行市场公允定价,实现资产和风险的真实完全转移。”四是股权转让。《管理办法》第四十五条说:“鼓励实施机构通过市场化措施向合格投资者真实转让所持有的债转股企业股权。”仔细琢磨这些规定,不难看出市场化债转股中的“市场化”主要局限于商业银行系统内部,它的主

思路与 1999 年的不良资产处置及其债转股如出一辙。具体来看：第一，此轮债转股是由商业银行作为主出资人的实施机构为主展开具体操作的，这与前轮债转股由工、农、中、建各家商业银行各自投资设立的金融资产管理为主操作并无实质性差别。第二，交叉实施债转股，虽然改变了前轮债转股中商业银行与金融资产管理公司一一对应地展开不良资产处置和债转股的格局，但依然限制在商业银行的体系中，缺乏作为“市场化”基础的“社会化”理念和机制。所不同只是原先独家商业银行的“小锅饭”变成了各家商业银行的“大锅饭”。这种改变虽然有可能激发各家商业银行和实施机构在购买商业银行贷款资产中的某些竞争，但竞争机制施展的空间相当有限，远低于社会化条件下可能展开的程度。第三，商业银行贷款债权在进入债转股之前所展开的评估（或估值）、市场公允定价等，也局限于商业银行体系内，并非是一个与社会化相对应的过程，由此，即便贷款债权的“真实出售”要求可以满足，但价格是否符合“市场定价”也不见得可以说清。第四，鼓励实施机构将所持有的对象企业股权向合格投资者转让只是一个有着象征意义的安排。按照《商业银行法》规定，商业银行不能持有实体企业的股权，同时，各家实施机构相互转让对象企业股权既缺乏实际操作意义也无法使这些股权“走出”商业银行体系，在这种条件下，实施机构所持有的对象企业股权要变现并获得溢价收益，除了发股上市之外，只能是向合格投资者转让了。不难看出，所谓市场化债转股至多只是在商业银行体系内引入了某些市场化的做法。这也许是在目前的条件下，权衡各方面因素和条件所做出的一种“求稳”安排。

推进市场化债转股，应以“市场化取向”为基本点，跳出前轮债转股的套路，深化改革，大胆创新。这一基点的关键点有三：一是贯彻对内开放的政策取向，面向国内各类经营运作机构开放债转股操作，以广泛利用各种社会资源创造性地优化债转股进程，提高各项操作的效率。二是强化债转股过程中的竞争机制，在“公开、公平、公正”原则中完善市场定价，提高贷款资产交易中的透明化和公允程度。三是利用各种金融渠道，支持债转股之后的股权交易，拓展债转股规模，增强债转股在降低对象企业杠杆率中的作用。要落实这些关键要点，在市场化债转股中完善如下几项政策：

第一，通过公开招拍挂出售贷款资产。“招拍挂”是国有资产出售转让中实施的招标、拍卖、挂牌的简称，目的在于防范国有资产的流失和暗箱操作。它同样适用于商业银行贷款资产的出售。商业银行贷款资产的含金量至少可以有两种估价：账面金额和以股论价。在债转股过程中，商业银行出售的贷款资产直接指向“转股”，由此，股权的含金量就将影响到贷款资产的实际价值，贷款资产的含金量就可能超过账面金额。以“正常类贷款”为例，即便不考虑它是否含有利息，仅仅因为如下因素的影响，各笔贷款由股权引致的实际含金量也不尽相同：其一，产业状态。各实体产业的发展前景差别甚大。在供给侧结构性改革中一些产业属于产能过剩、一些产业属于库存过多、一些产业供求基本平衡、一些产业则属于供不应求，由此，产业面的状态不同将直接影响到对象企业的发展前景不同。在此背景下，位于不同产业的对象企业即便贷款数额相同，也将因为发展前景差别，引致这些贷款的含金量有着明显差别。其二，环保压力。在推进绿色经济、生态经济发展中，各产业面临的治理污染、降低碳排放、节约资源、使用可再生资源、提供无害产品、创新环保技术等不尽相同，由此，一方面为达到绿色经济要求所付

出的成本和可拓展的市场空间差异甚大，另一方面由环保技术和绿色技术进步所引致的市场格局变化也不一致。在此条件下，由产业因素引致的对象企业经营运作中成本、市场前景、产品创新空间等也就有了明显差别，等量的贷款余额所具有的含金量也就不同。其三，对象企业的资产结构。资产结构决定着企业的经营运作效率、质量和现金流等。在贷款余额相同的条件下，资产结构越优化的企业，不仅违约还款的可能性越小，而且获得较高利润率的可能性越大，由此，股权价值越高；反之，利润率可能较低，股权价值较低。其四，技术进步。对象企业的技术创新和运用高新技术的能力越强，产品的市场竞争力越高，则股权价值越高；反之，则股权价值较低。其五，公司治理结构。对象企业的公司治理结构越优化，经营运作越规范，在相同条件下，风险越小，股权价值越高；反之，即便一时有着较高利润率，也可能因后期的风险爆发而引致股权价值下跌。不难看出，所有能够影响对象企业股权价值的因素都可能影响进入“债转股”范畴的贷款资产价值。这决定了，在贷款资产交易中，要能够真实（或最贴近）地反映由股权价值引致的贷款资产含金量，较好的方式应是将拟转让的贷款资产通过招拍挂向符合条件的实施机构发包招标，通过竞争性机制确定其出售价格。

第二，扩展实施机构的范围。在市场化债转股中，受利益溢损的制约，实施机构需要尽可能具体准确地把握由股权引致的贷款资产含金量变化状况，以在参加招拍挂的竞标中做到心中有数，由此，就必须对债转股的对象企业展开尽可能全面的尽职调查。对众多的股权投资公司、直投公司和证券公司等来说，这种尽职调查已有 10 多年的历史，积累了丰富的经验、流程、技术、方案、管控机制和运作团队，但对商业银行新设的实施机构来说，则是一件全新的业务，需要在实践中摸索、形成和提高尽职调查能力。在此背景下，如果仅由商业银行设立的实施机构参加贷款资产出售的招标竞标，很可能使得招拍挂的结果难以反映对象企业股权的真实价值。一个可选择的方案是，扩大实施机构的范围，将其扩展到符合条件的股权投资公司、直投公司、金融资产管理公司、信托公司和证券公司等，一方面使得贷款资产出售价格在有实力的竞争者的较量中形成，另一方面使得贷款资产出售真正贯彻市场机制，以实现“市场化”的内在要求。

需要说明的是，《管理办法》规定，金融资产管理公司、信托公司和其他境内法人机构等可以作为实施机构的出资人参与开展市场化债转股。但它们作为实施机构的股东与它们作为独立法人机构在参与开展市场化债转股中有着实质性区别。其一，竞争机制不同。在作为实施机构出资人的场合，金融资产管理公司等机构只能作为实施机构的股东和业务合作者参加市场化债转股，不可能与实施机构就这项业务发生直接的竞争关系；但当以自己独立法人的名义参与市场化债转股时，它们与实施机构之间就处于相互竞争的关系之中。其二，操作规模不同。实施机构可操作的资本规模主要由作为主出资人的商业银行投入的资本数额和其他法人机构投入的资本数额决定。由于商业银行投入的部分不得低于 50%，其他法人机构投入的部分不得超过 50%，所以，金融资产管理公司、信托公司等法人机构可投入实施机构的资本规模受到对应商业银行投入数额的严重限制。如果单家实施机构的注册资本为 100 亿元，那么，10 家此类实施机构可操作的债转股总规模大致也就在 1000 亿元左右。与此不同，国内的股权投资公司、直投公司、金融资产管理公司、信托公司、证券公司等的法人机构数以万计，它们拥有的可作为股权投资资金达几万亿元之巨。这意味着，如果它们能够直接介入市场化债转股过程中，可实现债转

股的规模将大大扩展。其三，操作难点不同。在由商业银行作为出资人的实施机构展开市场化债转股の場合，上述的实施难点自然发生，但在股权投资公司等法人机构介入市场化债转股の場合，由于它们与出售贷款的商业银行之间基本不存在母子公司机制，所以，这些难点通常不会形成。

第三，推进转股价格的市场化机制形成。转股价格的高低，对债转股双方利益的影响程度不同。对实施机构来说，转股价格越低越有利，它意味着等量的债权获得了更多的股权；对对象企业来说，转股价格越高越有利，它意味着较多的债务折成了较少的股权，由此，公司资产负债表中的净资产更充分，每股净资产更多。为此，是否能够通过市场过程寻求一个有利于协调（或均衡）双方利益的转股价格，是债转股贯彻市场机制的一个关键点。对上市公司而言，双方可以若干天的平均股价为基准来确定转股价格；如果对象企业是非上市公司，一个可选择的思路是，借鉴股票发行中公开询价机制，通过路演，在竞争中形成转股价格。

第四，鼓励实施机构成为战略投资者。战略投资者相对于财务投资者而言，是指不以在短期内通过对对象企业发股上市而出售股权获得股权溢价收益为目的的持股者。持股后，他们通常将主要注意力集中于公司治理结构的改善、资产质量的优化、创新能力的提高、市场竞争力的扩展和经营运作可持续性等方面，通过增强公司质量和资产价值来获取公司长期发展的利益。降低对象企业负债率是一项持续的长期的工作，鉴此，实施机构就不应作为财务投资者，将主要精力放在对象企业发股上市后卖出股权获得溢价收益方面。鼓励实施机构成为战略投资者的政策措施很多，其中，根据它们对所持对象企业股权的运作情况，给它们在后期招拍挂贷款资产的竞标中给予某些优惠，是可选之项。

第五，强化监管，防范金融风险。近年来，在脱实向虚的金融运作中出现了包括明股实债在内的一些试图突破金融监管规则的不规范操作。2017 年以来，中国银监会先后出台了一系列规范性文件，严格治理“四不当、三违反和三套利”（即“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”，“违法、违规、违章”，“监管套利、空转套利、关联套利”）行为，以有效防控不发生系统性金融风险。但在金融运作中，不论对实体企业来说还是对股权投资机构来说，资本性资金依然属于稀缺性资源，它的金融撬动效应远大于债务性资金，它对金融运作的约束力度也远大于债务性资金，由此，一些实施机构在某种程度上选择类似于明股实债的操作方式依然可能。要有效防范市场化债转股中的各种不规范行为的发生，防控由此引致的各种金融风险，就必须强化对相关商业银行、实施机构和对象企业的金融行为监管，包括穿透式监管、追踪式监管、多部门联合监管等等。

参考文献:

- 胡援成编著《国有企业“债转股”与资本结构优化》，清华大学出版社 2004 年版
- 江曙霞、郭晔《债转股的风险和时机分析——为当前债转股设计最优机制安排》，《金融研究》2000 年第 5 期
- 吴有昌、赵晓《债转股：基于企业治理结构的理论与政策分析》，《经济研究》2000 年第 2 期
- 王善平、李志军《银行持股、投资效率与公司债务融资》，《金融研究》2011 年第 5 期
- 周天勇《债转股的流程机理与运行风险》，《经济研究》2000 年第 1 期
- 周小川《关于债转股的几个问题》，《经济社会体制比较》1999 年 6 期
- 国务院和中国银监会的相关文件。

The Characteristics, Difficulties and Operate Selections in Market-Oriented Debt-to-Equity Swap

Wang Guogang

Abstract: Market-oriented debt-to-equity swap is an important move, which is introduced by Chinese government in 2017, targets to decreasing the enterprises' leverage ratio. Comparison to the debt-to-equity swap operates in the process of disposal of commercial banks' non-performing assets in 1999, the recently debt-to-equity swap has some new characteristics in following areas: its purposes of operations, internal mechanisms, market conditions, object enterprises, object assets, and operating flexibility. There are series of difficulties in market-oriented debt-to-equity swap, mainly performed in operation mechanisms, related-transaction, and operation risks. Current operations of debt-to-equity swap do not truly implement the market-oriented; them, at best, introduced some market-oriented measures within the commercial banking system. In order to truly carry out the debt-to-equity swap that is based on "market-oriented", it must deepen the reform, courage to innovation, implement the open-to-inside policy orientation, permit various domestic operating agencies to operate debt-to-equity swaps; enhance the competition mechanism in the process of debt-to-equity swaps, upgrade the transparency and fairness in the transaction of loaning assets; make use of various financial channels to support the equities trading after the debt-to-equity swaps, then enhance the role of debt-to-equity swap in reducing the object enterprises' leverage ratio.