

债转股是商业银行不良资产处置的重要途径，国际上债转股被广泛用于处置坏账，它既不增加国家财政负担，也可减轻企业到期债务压力及可优化资产负债表，更使商业银行可以有效降低贷款损失和有效控制不良率。

我国实施债转股的历史实践

早期的政策性债转股。为解决国有企业负债率过高、银行不良贷款激增等结构性风险，1999年原国家经贸委、中国人民银行颁布了《关于实施债权转股权若干问题的意见》。选择的企业范围是“七五”“八五”期间和“九五”前两年主要依靠商业银行建成投产，但因缺乏资本金和汇率变动等因素，导致负债过高甚至亏损，难以归还贷款本息，通过债转股后可扭亏为盈的重要工业企业。在此背景下，经国务院批准成立了信达、东方、长城和华融等“四大”资产管理公司（简称“AMC”）分别对口收购建设银行、中国银行、农业银行和工商银行的不良资产共约1.4万亿元，化解了国有商业银行的坏账风险，债转股企业的资产负债率由73%下降至50%以下，其中80%的债转股企业扭亏为盈。

市场化债转股。

2016年以来我国宏观经济处于下行周期，GDP增速低位徘徊，财政赤字率逼近国际警戒线，商业银行不良率上升较快。我国重要原材料、加工制造业、能源煤炭、外贸投资及金融业等均出现了不同程度的经济效益下滑、资产效率低位运行以及资产负债率高企等问题，整体债务风险与偿债能力表现出严峻态势。面临着经济持续下行的压力，深化供给侧结构性改革、调结构和去产能成为改革发展主线。2016年下半年之后，随着《关于煤炭、钢铁行业化解过程产能实现脱困发展的意见》《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》《中央企业深化改革瘦身简体工作方案》等标志性文件的出台，供给侧结构性改革的工作逐步转向了降成本与去杠杆。据Wind统计，截至2016年底我国国有企业负债占整体非金融企业负债的比例达68.1%，远超过民营企业的51.6%，实体经济融资结构的失衡，严重制约了我国国有企业的持续发展。

2016年9月22日发布的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》是本轮市场化债转股的全方位指导性文件。国务院后续密集出台了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称《指导意见》）《国务院办公厅关于同意建立积极稳妥降低企业杠杆率工作部级联席会议制度的函》《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》《“2018年降低企业杠杆率工作要点”的通知》等一系列文件，建立国家发改委牵头的企业降杠杆工作部级联席会议制度，明确债转股政策，以市场化、法治化方式开展债转股。

市场化债转股的特点与模式

市场化债转股的特点

一是参与主体市场化。债转股对象由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定；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和银行所属机构等四种类型机构（以下简称“四类机构”或“实施机构”）自主参与开展市场化债转股。

二是定价与退出机制市场化。参照可比市场，银行、企业和实施机构自主协商债权转让、转股价格和条件；实施机构对股权有退出预期的，可与企业协商约定所持股权的退出方式。

三是募集资金市场化。转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化手段和渠道来融资，鼓励实施机构依法依规面向社会投资者募集资金。

四是标的企业选择的导向性。本轮债转股的选择标准是“三鼓励、四禁止”。“三鼓励”：因行业周期性波动导致困难但仍有希望逆转，因高负债而财务负担过重的成长性企业；战略性新兴产业领域的成长型企业；高负债居于产能过剩产业前列的关键性企业，以及关系到国家安全的战略型企业。同时在《指导意见》中列出负面清单。“四禁止”：扭亏无望的“僵尸企业”；有恶意逃废债务行为的企业；债权债务关系复杂且不明晰的企业；有可能助长过剩产能和增加库存的企业。国家政策向暂时处于困难的三类企业大力的政策扶持，也显示出政府去库存、调结构、优化市场法治秩序的决心，避免债转股企业无法获得新生，痛失去杠杆良机，负债率重新反弹和深陷恶性循环的困境。

市场化债转股的主要模式

按照债转股方案的实质，可以将本轮市场化债转股模式概括为如下四种：

基金投资模式。

银行或实施机构先设立基金，再由基金投资置换债转股主体的债务或者基金直接投资债转股主体下属子公司的模式。因为在本轮市场化转股中，商业银行（或其主导的下属资产管理子公司）成为了实施主体。市场中大多都采用了银行与债转股主体成立诸如降本增效基金、产业基金、转型发展基金、去杠杆基金等（以下简称“债转股基金”或“基金”），由基金再投资债转股主体或者其控股子公司等模式。如武钢集团、云锡集团、山东能源、陕西焦煤、太钢集团、阳煤集团、西部矿业、国家电投等。

资产重组模式。

对债转股主体首先进行资产剥离、资产置换、资产出售或者定向减资等资本运作，

通过资产重组来优化其股权结构和提升资产质量，再引进债转股基金实现增资，并以增资资金偿还银行债权，改善其资本结构，实现债转股目的。如有条件，债转股主体的股东还可参与上市公司发行股份购买资产计划，通过以资产认购上市公司所发行的新股，成为上市公司股东。淮南矿业就是通过资产重组模式的典型案例，它完美实现了债转股和混合所有制改革双重目标。

破产重整模式。

是一种将企业破产与资产重组、债转股结合起来操作的一揽子综合性模式。其主要目标是实现破产和债务重组，法律层面上使得新主体与老主体完美隔离，并焕发青春。这是一种特别另类的模式，需要对应主管部门的特批。

上市公司模式。上市公司（债转股主体）在其控股子公司层面引进实施机构债转股，再通过上市公司发行股份购买实施机构所持子公司的股份，使得其“上翻”成为上市公司股东。它是本轮市场化债转股诸多模式中最为市场化的模式，在选择债转股主体、与实施机构沟通、实施方案、相关资产的定价、债转股退出等方面上述四种债转股模式的比较详见表1，均是通过市场化方式来决定的。

表1 4种债转股模式的比较

市场化债转股

的实施效果与主要问题

本轮债转股实施效果

2016年以来实施的市场化债转股在煤炭、钢铁、建筑、制造、有色、交通运输、能源、电力等重要行业“三去一降一补”方面取得了较好的成效，已经完成债转股的潞安矿业、中国建材、国家电投、中国铝业、中国重工、中国华能、中船集团、中国中铁等多数企业的负债率均得到不同程度的优化。根据央行《中国金融稳定报告2019》披露，债转股企业资产负债率平均下降15个百分点，其中44家企业降幅超过20个百分点，22家企业降幅超过30个百分点（云锡集团、中国铝业、中船重工合并口径负债率分别下降了15%、6.6%和4.6%），在供给侧改革、降杠杆、防风险、促转型、提升企业竞争力等方面取得了预期的效果。2020年5月6日，银保监会发布了《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》，鼓励包括保险资产管理机构在内的市场化债转股实施机构可以在依法合规的前提下使用自有资金、合法募集或管理的专项参与市场化债转股项目，提出保险资金、养老基金等可以依法投资债转股投资计划，为后续项目拓宽了市场化债转股的合法资金渠道。

市场化债转股存在的问题

方案落地难。

其主要原因是债转股在2016年初由建设银行、中国银行、工商银行等国有银行率先“破冰”推出武钢集团、云锡集团、中钢集团、华电集团、陕煤集团等大型质优企业债转股项目后，市场关注度相对弱化，有市场影响力的项目已经“名花有主”，银行等机构推进后续债转股项目的意愿有所下降。

方案推进慢。

以上市公司模式为例，方案需要分两步实施，需要对相关资产进行两次评估、两次备案（央企）、两次工商登记，需要沟通和满足多条监管体系的要求（如发改委、国资委、证监会、交易所等），既需要对接大量投资机构并遴选，又要履行评估、审计合规流程以及信息披露等审批流程，完成全部流程至少需要18个月以上。

投资意愿降低。

当前经济下行压力依然严峻，股市持续低迷，致使前期债转股投资者大多转股成本倒挂，处于浮亏状态，众多投资者投资意愿不强，不敢投也不愿意投。另外，资管新规自2018年4月正式发布后，投资机构的关注热点也呈现多样化，吸引和分流了部分资金，影响其投资意愿。

支持政策模糊。

2020年以来，“新冠肺炎疫情”施虐全球，重创各国民生和经济，世界政治经济和地缘格局都在发生着前所未有的重大变化。我国在较短时间内取得疫情防控阻击战的重大战略成果，尽量将疫情对生产生活的影响降到了最低。但受疫情冲击影响，保民生、促增长是我国未来一定时期内的主基调，而市场化债转股目前相对淡化，此后是否能继续获得监管部门的大力支持存在不确定性。

深化市场化债转股的

相关政策建议

债转股应成为新常态。

凭借市场各参与方精心设计和实施，本轮债转股成效显著。随着我国资本市场国际化、法制化、市场化的推进，实体经济债转股市场需求旺盛，建议将债转股作为资本市场日常工具常态化。

拓展实施机构。

充分发挥市场“看不见的手”的调控机制，整合社会各界资源，坚持市场化方向，对参与债转股的实施机构进行“负面清单”管理，鼓励社保基金、养老基金、公募基金、私募基金、外资合格投资机构等各类合法社会资源参与债转股。

优化和创新规则。

上市公司通过债转股实现“三去一降一补”，调结构和促转型的示范作用明显。建议监管部门适当调整和优化相关规则，为上市公司适当松绑：第一，适当扩大可转股债权范围，除银行金融债权外，建议扩大至企业集团的委贷、合并报表范围内的财务公司贷款、融资租赁债权、经营性债权等；第二，扩大募集资金规模：上市公司在定向增发募集资金时应适当允许突破现有规定中有关募集资金总额不得超过总股本20%的限制；第三，扩大所募集资金使用范围，募集资金除偿还金融债权之外，应扩大至补充流动资金等；第四，允许配套或并行开展相关资本运作。现有规定限制了上市公司在完成债转股之后，方可推进如优质资产注入、发行新股等其他资本运作。

融资政策创新

。债转股方案成功的关键因素是投资者和资金。建议央行比照之前通过定向降准、央行再贷款、准许AMC等实施机构发行金融债券等政策，支持实施机构获得合法、稳定、持续的资金来源。

本文观点不代表作者供职单位的观点

作者系中信建投证券股份有限公司

投资银行部执行总经理