



三位专家学者谈企业债务重组出清——

债转股，如何“转”出一片新天地

主持人:本报记者 张 忱

嘉宾:
中信证券全球首席经济学家 彭文生
社科院世经政所国际投资室主任 张 明
国泰君安固定收益部研究总监 周文渊

债转股是近期热门话题。债转股主要针对杠杆率较高的公司,并不是针对特定规模或产权结构的某一类企业。业内专家认为,债转股需要在风险和收益之间进行艰难权衡,如果本着市场化的基本原则,措施得当,以适宜的标准甄选标的,债转股会成有序的债务重组方式,对降低企业财务负担、加速银行不良风险处置、完善社会融资结构等有着诸多好处——

企业甄选是成败关键

有观点认为,债转股试点将主要针对已经违约或即将违约的企业,长期内可能导致更多“僵尸企业”和坏账。如何看待这种观点?到底应当以何种标准来甄选债转股企业?

彭文生:当前,我国经济仍面临较大下行压力。因此,债转股未来的市场风险还比较大。所以选什么样的企业、怎么选,就成为决定债转股成败的关键。国内外债转股的经验与教训均表明:只有那些有优质项目支撑、市场潜力可观,但又仅仅是由于负债率过高而陷入困境的企业实施债转股,才能给各方带来较高收益。

我国经济发展进入新常态,供给侧结构性改革成为主线,结构调整和去产能重任在肩。所以债转股实施企业范围的选择要在遵循一般标准的同时,服务于去产能和产业转型升级等宏观政策目标。一方面,要把符合经济结构调整方向、债务较高的企业列为优先转股对象。主要包括成长潜力大、综合效益好的战略性新兴产业,以及与国家当前投资方向相符,有望获得广阔发展前景的企业。

另一方面,产能严重过剩企业、“僵尸企业”及环保不符合要求的企业等,则不能进入债转股范畴,要尽力避免债转股成为去产能的障碍。例如,对于连年亏损、资不抵债的“僵尸企业”,即便实施债转股也很难实现扭亏为盈,而且也不利于化解过剩产能和结构调整。

周文渊:债转股的企业标的选择,要坚持市场化原则制定明确标准。按照上世纪九十年代的标准,实施债转股企业要具备5个条件:一是产品适销对路,质量符合要求,有市场竞争力;二

是工艺装备为国内、国际先进水平生产符合环保要求;三是企业管理水平较高,债权债务清楚,财务行为规范;四是企业领导班子强,董事长、总经理善于经营管理;五是转换经营机制的方案符合现代企业制度要求。

因此,当前推进债转股的标的企业,首先必须是符合国家相关产业政策鼓励的行业或者是在国民经济中具有重要地位的企业,对于产能过剩、产能落后、经营管理水平差的企业,则保持谨慎态度。其次必须是那些主营产品在行业内具有一定竞争力,却因短期流动性问题而造成困境的企业。只有这样的企业,才能在经济周期向上时有能力恢复经营。第三必须是公司治理结构、产权清晰、管理完善的企业。此外,实施债转股的企业,要尽量避开地方政府介入较深的地方性国有企业,特别是没有主营业务的地方融资平台型企业。

张明:目前,有比较多的分析仍然认为“债转股主要就是处置不良资产”。这种观点有失偏颇。事实上,如果将债转股看成投融资联动的重要组成部分,很多疑惑便可迎刃而解了。某些不良贷款债务人虽然逾期,却是良好的逆周期股权投资标的,通过适当的产业整合,在未来可实现价值重估。某些正常贷款债务人具备高成长性,银行完全可以介入股权投资,获取更大收益。



张明
社科院世经政所国际投资室主任

虽然《商业银行法》禁止商业银行直接从事股权投资,但银行通过旗下的股权投资机构代为持股就可以合理规避

法律支持需更为全面

《商业银行法》禁止商业银行直接从事股权投资,《商业银行资本管理办法》也对被动持股设置了惩罚性的风险权重。如果进行债转股试点,是否存在法律上的障碍?

周文渊:要推进市场化方式的债转股战略,必须完善一些法律法规。比如,按照《商业银行法》现行规定,商业银行不能投资非银行企业,不能直接持有企业的股票。银行持有任何工商企业股权将面临高达1250%的惩罚性风险权重,经国务院特别批准的此类投资风险权重可降至400%。

名不正则言不顺。当务之急,必须从法律的角度,更加全面、严谨地赋予商业银行参与债转股的合法性。同时,在债转股过程中,要避免由于缺乏明确的法律制度规定和统一的实施细则,而产生道德风险。

张明:债转股具备实施的法律基础。《公司法》第二十七条规定:“股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并

可以依法转让的非货币财产作价出资。”国家工商行政管理总局令第64号《公司注册资本登记管理规定》第七条规定:“债权人可以将其依法享有的对在中国境内设立的公司的债权,转为公司股权。”以上法规框架并未对债转股的实施对象进行限制,因此可以广泛适用于不良及正常资产。

虽然《商业银行法》禁止商业银行直接从事股权投资,《商业银行资本管理办法》也对被动持股设置了惩罚性的风险权重。但银行通过旗下的股权投资机构代为持股就可以合理规避。比如说,商业银行可以先在境外设立下属直接投资机构,再由该机构在国内设立股权投资管理公司。目前,许多拥有境外机构的大型商业银行均已设立股权投资机构,为涉足股权投资做好了准备。



彭文生

中信证券全球首席经济学家

只有那些有优质项目支撑、市场潜力可观,但又仅仅是由于负债率过高而陷入困境的企业实施债转股,才能给各方带来较高收益



债务重组应有序出清

为什么要在当下试点债转股?债转股能否解决目前存在企业债务率和杠杆率高的问题?其对银行逐渐上升的不良贷款率又将带来哪些影响?



周文渊

国泰君安固定收益部研究总监

从实践政府与企业、经济与社会效益最大化的角度看,充分发挥各类市场主体作用,无疑是本轮债转股的最优选择

彭文生:此前积累的企业债务问题不断凸显,成为抑制经济增长、扩大金融风险的重要因素。债转股作为有序的债务重组方式,是有效解决上述问题的重要手段之一。

目前,国际上存在着两种极端的债务重组出清方式,即危机式的无序出清方式和久拖不决的出清方式。我国目前所走的则是第三条路,即有序出清的道路。由于体制方面的原因,很多债务问题仅依靠市场本身难以解决。因此,早在去年,政府就已经开始进行一些有序的调整。如对3万亿元的地方政府债务进行了置换,使得大量地方政府负有偿还义务的企业债务得以削减,而此次债转股则是进一步的举措。

债转股能够降低杠杆率,减轻企业财务负担,有利于实体经济的可持续发展,同时加速银行风险释放和资产处置。长期看,也有利于银行业的健康发展和金融稳定,有利于完善融资结构、促进混合所有制发展。

周文渊:宏观上,债转股是降低企业债务率的重要途径。企业债务问题从2013年开始显现,当时采取了较

为偏紧的去杠杆措施,但是债务率下降并不明显,2014年至2015年政策有所调整,债务率继续上升。根据统计,目前政府(含地方政府)债券率在60%左右,企业债务率在150%左右,主要工业企业资产负债率超过60%。债务状况还给经济带来潜在的系统性风险,一旦短期流动性出现紧张,信用违约的问题可能会较多出现。如何降低债务率,是目前政府在稳定增长之后急需解决的问题。

同时,债转股可以适当降低商业银行的不良贷款率。目前商业银行是国内最大的债权人,近两年来不良贷款率已经迅速提升。截至2015年末商业银行不良贷款率上升至1.67%。要减少不良率,商业银行需采取措施确保坏账不出现大规模集中爆发。而在当下的经济环境下,去产能、去库存、去杠杆必然带来一定的信用违约压力。通过将一些潜在的不良债务转换为权益,可以短期内降低不良率,确保企业在困难时期平稳过渡。另外,推进债转股还有利于加快从债权融资向股权融资的转型,提高市场整体效率。

市场主导是最优选择

毋庸讳言,债转股试点依然面临着一定的风险和挑战。应采取什么样的方式进行债转股,才能避免道德风险和利益输送,实现经济和社会效益最大化?

彭文生:受我国当前经济形势、产权结构、商业银行的经营状况各种条件所限,预计本轮债转股将更多采取市场化主导的方式。从实现政府与企业、经济与社会效益最大化的角度看,充分发挥各类市场主体作用无疑是最优选择。

目前,推进债转股需解决好三个问题。一是如何提高银行积极性。债转股可能加速隐性不良资产暴露、降低银行当期利润,银行的业务模式也决定了其更倾向于保留对企业的债权属性而不是转股。因此,需要通过政策提高银行积极性,如财政资金支持 and 税收优惠等。二是如何减少信息不对称带来的道德风险。银行是最了解不良债权核心信息的,而其他参与方信息不足,道德风险和逆向选择可能阻碍市场交易,强化信息披露和监管有利于债转股的实施。三是如何实现债转股退出。特别是非上市公司债转股

或通过基金方式认购债转股,股权或基金的退出是渠道不畅,未来需要在政策上给予支持,如可在“新三板”开辟专门的流通板块。

周文渊:债转股实施的模式要坚持市场化原则。上一轮债转股政府主导型强,财政资金投入较大,本轮债转股战略实施,可由银行设立资产管理公司或其他子公司,发起设立股权投资基金,撬动社会资金承接债权,完成对非金融企业的股权投资。

此外,也可以探索商业银行逐步混业经营,银行内部机构的重组与调整,将原商业银行为“商业银行+投资银行”,把专业银行转变为多功能的但内部又实行分业经营的银行,投行部发行金融债,受让企业股权。

在债转股过程中,是转为优先股还是普通股,也要区别对待。优先股是介于债券与股权的金融产品,其清偿顺序在普通股之前,在债券之后;虽然优先股的清偿

顺序早于股权,但优先股没有股东表决权。因此,持有优先股的银行并不能干涉企业经营。转为优先股有一定优势,避免商业银行过度参与企业经营,形成甩不掉的困境,但也有劣势,由于不能参与企业经营权限,对银行的保护不够,因此债转股的权益形式也要针对不同主题灵活选择。

张明:这次提出的债转股与“投贷联动”概念类似,本质上是银行实施混业经营的一轮新的尝试。简单说,投贷联动就是商业银行与专业投资机构联手为企业提供服务。投资机构负责筛选企业和股权投资,银行负责放贷。通过在投贷联动框架下灵活使用债转股工具,银行单一的放贷收取息差模式将变为股债综合主动管理模式。

具体的方式可以是将部分债权直接转为股权,并转让给银行的专业股权投资子公司运作,实现体系内的贷款与投资联动;银行也可以与专业机构合作成立产业基金,银行直接以债权或转为股权出资,由产业基金代表各方利益参与公司治理,通过多种渠道实现投资收益;或者存量债权可以不直接转股,而是附加转股权,配合产业和资本市场运作后,在适当时机转股退出。

通过投贷联动,银行不仅可以保留债权人的定期收益和优先求偿权,也可以在适当时候转为股权获取超额收益,实现风险收益匹配。同时,通过引入专业投资机构,还能帮助企业梳理产业资源,促使企业增强上下游实力,切实帮助企业提升股权价值。