

# The Mode and Innovation of Debt-to-Equity Swap Reform in Commercial Banks

Yuezhi Zhu, Yujun Yan

School of Banking & Finance, University of International Business and Economics, Beijing

Email: uibezyz@163.com, yujun\_yan@163.com

Received: Aug. 31<sup>st</sup>, 2017; accepted: Sep. 14<sup>th</sup>, 2017; published: Sep. 21<sup>st</sup>, 2017

---

## Abstract

As an important measure to reduce the leverage and promote the economic transformation, the reform of the debt-to-equity swap has received wide attention since its reopening. This round of reform not only improves the third party ownership mode which used to be the dominant in the late 1990s by highlighting the role market plays, relaxing the restrictions about subjects and introducing social capital, but also puts forward the creative bank's subsidiary ownership mode having both advantages and disadvantages. After introducing and explaining these two modes respectively, combined with foreign previous reforms and domestic economic dynamics, this paper provides some suggestions for the future developments of the debt-to-equity swap reform based on different subjects.

## Keywords

Mode, Operation Method, Innovation, the Third Party, Bank's Subsidiary

---

# 商业银行债转股改革的模式与创新

朱约之, 严渝军

对外经济贸易大学, 金融学院, 北京

Email: uibezyz@163.com, yujun\_yan@163.com

收稿日期: 2017年8月31日; 录用日期: 2017年9月14日; 发布日期: 2017年9月21日

---

## 摘要

作为降杠杆、推动经济转型的重要举措, 债转股改革自重启之日起便受到广泛关注。本轮改革不仅对第三方机构持股这一90年代后期主导模式进行完善, 突出市场作用、放宽主体限制、引入社会资本, 更创

新提出银行新设子公司持股模式, 但同样兼具利弊。在对两种模式分别进行阐述后, 本文结合国外先行改革、国内经济动态, 按照不同主体进行划分, 对债转股的未来发展提出建议。

## 关键词

模式, 操作方法, 创新, 第三方机构, 银行子公司

Copyright © 2017 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

### 1.1. 债转股改革经济背景

欧日等发达国家经济停滞不前、美联储收缩流动性、东南亚国家廉价劳动力竞争加强, 造成我国出口增压; 经济增速放缓, 人口和收入分配问题凸显, 导致内需不足, 经济转型势在必行。同时 2009 年信贷扩张救活大批僵尸企业遗留问题显露, 加剧产能过剩, 以重工业为代表的企业库存积压、效率低下, 利润急速下滑、资产负债率提高、违约风险加剧。自 2012 年一季度起, 商业银行不良贷款余额和比例进入上升通道, 截至 2016 年 12 月, 已连续四季度同比增长 1.75% [1]。商业银行如何化解坏账风险、助推金融去杠杆和供给侧改革, 成为当前形势下我国经济稳增长、促改革、调结构、防风险的重要结合点[2]。2016 年 10 月 10 日, 国务院发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发 54 号文)、《关于市场化银行债权转股的指导意见》, 重启商业银行债转股进程, 受到广泛关注。

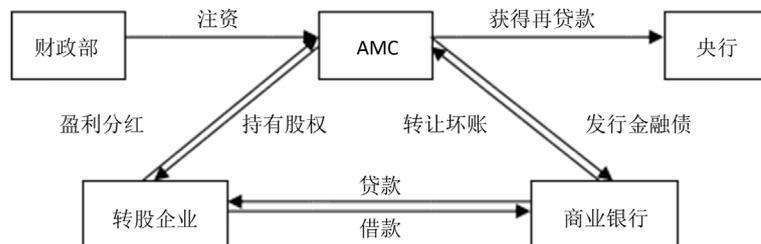
### 1.2. 债转股改革三大模式

所谓债转股, 即债权人将持有的企业债权转化为股权。商业银行债转股改革主要存在银行直接持股、第三方机构持股和银行新设子公司持股三种模式。其中商业银行直接持股模式弊端众多, 一方面, 挑战分业经营原则, 不仅曾在上世纪 90 年代初期滋生众多乱象, 而且银行本身不擅长运作企业, 控股后银行考核指标是否变动、银企间报表如何合并将面临考验; 另一方面, 风险权重成倍增长, 与正常贷款风险权重 100% 相比, 银行一旦股权投资工商企业, 风险权重将变为 400%, 两年后上升为 1250%, 需要大额资本补充以满足巴塞尔协议[3], 故此模式在本轮改革中需经国家特批, 不具备广泛适用性, 本文重在论述其余两种模式。

## 2. 90 年代后期债转股改革主导模式: 第三方机构持股模式

### 2.1. 90 年代后期操作方法

1995 年《商业银行法》叫停银行直接债转股后, 适逢亚洲金融危机爆发, 国有企业违约问题愈发严重。截止 1999 年, 银行不良贷款余额 25,000 亿元, 不良贷款率高至 39% [4]。同年中央决定剥离四大银行 14,000 亿元巨额坏账, 对口华融、长城、东方、信达四大资管公司设立 AMC, 在唯一股东财政部向各家注资 100 亿元、担保其从央行获得 6041 亿元再贷款后, 由 AMC 向四大行、国开行发行共计 8110 亿元金融债券, 按账面价值 1:1 收购不良资产[5]。90 年代后期第三方机构持股模式操作方法见图 1。



**Figure 1.** The third party ownership mode operation method in the late 1990s

**图 1.** 90 年代后期第三方机构持股模式操作方法

## 2.2. 利弊分析

### 2.2.1. 经济效益良好

此举推行后，对企业而言，一方面，到期还本付息压力减轻，资本结构改善，在资本运作健康前提下，盈利预期还可能增长、提升估值，2000 年全国 80% 的债转股企业已实现扭亏为盈[6]；另一方面，也能够避免因破产而连带损害其他关联产业，引发就业等危机。

站在商业银行层面上，出售不良资产意味着隔离风险，免受企业债务爆发波及。以矿业为例，仅工行一家，2015 年半年报采矿业贷款就高达 4656.8 亿元[7]，一旦企业破产无法偿还债务，高额呆坏账将大幅减值银行资产。

资产管理公司将获得较长坏账处理缓冲期，按《公司法》享有各项股东权利，进行资本化运作、提高债转股资产组合流动性，进而谋求股权估值提升，赚取包括金融服务中介收益、股权转让处置收益、重组收益、分红收益等在内的多项收益[8]。截至 2006 年底，AMC 已累计处置不良资产 12,100 亿，占接收总额 83.5%，回收现金约 2110 亿元[9]。

### 2.2.2. 教训揭示风险

其一，大量股权难以退出，占用第三方机构流动性。当时资产管理公司股权退出途径主要有企业回购、股权转让、IPO 上市三种，由于资本市场尚未完善，以企业回购最为常见，占债转股协议 90%。大多数协议约定回购期限在 10 年以内，从第三年开始企业可运用自主支配资金陆续进行回购，以债权价值原值作为回购价格，除财政部核准外不得折价回购。未进行折扣处理的高估坏账和 100% 回购股权压力，直接导致 AMC 不得不长期持有这些企业股权，以华融资产为例，1999 年对接 281 家债转股企业，直至 2015 年 6 月末仍持有 196 家，占比接近 70% [10]。

其二，财政兜底助长 AMC 与企业道德风险，影响金融体系内部稳定、推升金融风险。一方面，过去未对 AMC 回收率设硬性指标，由国家承担运营损失，助长 AMC 寻租空间，引发合谋收购违规不良资产、虚构财务报表、违规挪用资金、低价处置债权造成国有资产流失四大问题。2005 年初，涉及 AMC 违规、不规范操作资金达 700 多亿元，2006 年底，四大 AMC 整体回收率仅 20% 水平[9]；另一方面，企业易借助债转股进行风险转移，实现债务豁免。由于 AMC 不参与实际经营决策，转股企业仍沿用原先领导班子和经营模式，难逃破产命运，兜底政策使得不良资产实际上由财政部、央行以通胀和税收的方式核销，最终由全体公民买单。2002 年，扭亏为盈企业比例降至 70% 以下，超过 10% 的债转股企业出现“返困”现象[11]。

## 2.3. 本轮改革加以完善

### 2.3.1. 强调市场作用，丰富参与主体，减轻政府干预

90 年代“政策性”债转股行政干预过强、限制条件严苛，由政府决定转股企业名单，部分地方政府

甚至强行捆绑严重亏损企业转股来达到指标。本轮改革提出，各主体自主决策、自担风险、自享收益，政府角色转变，不再承担兜底责任，仅负责事前指导和事后监管。

具体表现为：第一，倡导市场化方向，放宽参与主体限制，力图建立对象市场化选择、价格市场化定价、资金市场化筹集、股权市场化退出等长效机制。支持金融、保险资管和国有资本投资公司等作为债转股实施机构，与股权投资机构合作，转股价格参考二级市场交易价格、竞争性市场报价，鼓励发行专项债券募集转股资金，同意上市公司债转股股权依法转让退出，非上市公司利用并购重组、新三板等渠道退出。第二，规范政府行为，由涉及主体协商促成项目落地。政府不得干预债转股具体事务，仅在前期负责向银行出具企业“黑名单”，杜绝问题企业死而复生、后期坚守审慎监管规定，确保银行转股债权洁净转让、真实出售，由实施机构依据国家政策导向确定转股企业，摒弃按账面价值直接接收坏账、忽略资产损失折价的处理方式，改为基于不良资产真实市场价值自行定价，同时协议约定股权退出方式。

### 2.3.2. 创新筹资方式，拓宽资金来源，引入社会资本

2016年12月19日，国家发展改革委印发《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，提出第三方机构可凭借债转股项目，向社会公众发行市场化债转股专项债筹集资金，收购银行债权转化为股权，待股权退出、项目完成后到期，一次性还本付息。操作流程如图2，体现灵活性强、对投资者权益保障完备的特点。

灵活性强包括发行主体灵活、方式灵活和用途灵活三方面，以四大AMC为首的金融机构发行金融债、其余机构发行企业债，可基于单个项目发债、也可多个项目共同发债，可选择公开或非公开发债、一次性或分期发行，可用于拟收购、刚启动项目，也可用于已实施项目，置换前期投入的银行贷款、债权、基金等。

权益保障完备则包含四方面内容：第一，发行条件严格，审核程序规范。实施机构需报送涵盖七方面信息在内的企业、项目基本情况材料，获得发债核准资格；第二，发债规模适度，自有资本参与。以股权金额取代收购债权金额作为参考标的，额度上限为股权金额70%，用于为进展中项目补充流动资金的部分不能超过发债规模40%，要求实施机构事先筹集部分收购债权资金、具备一定实力；第三，期限设置合理，质押担保增信。为匹配项目进度，项目实施期内存续期已至的债券可设置续期条款，反之可加速到期，未达AAA级别债券需以实施机构转股股权作为质押担保；第四，信息及时披露，加强监督管理。发行后及时披露专项债信息，每半年披露转股企业信息，出现失信行为者将受到联合惩罚机制依法追责。

综合来看，推行市场化债转股专项债券，不仅为社会资本参与债转股改革提供渠道，引导第三方机构有效解决营运资金瓶颈问题，更是激励外部企业成为债转股实施机构、进一步壮大第三方机构队伍、服务实体经济的重要举措。

## 3. 本轮债转股改革创新模式：银行新设子公司持股模式

本轮改革中，国发54号文允许银行利用所属机构或申请设立新机构开展债转股，创新提出银行新设子公司持股模式，操作方法如图3。

### 3.1. 利弊分析

#### 3.1.1. 损益内化、降本增效

第一，目前银行转让债权存在大幅折价空间，处于买方市场时折扣幅度更大，甚至可低至三折[12]，除传统可转股企业外，本次改革新纳入“特别关注类”和“正常类”中的高杠杆企业，打折损失叠加利息机会成本，将令本身利润较低的银行难以承受。与第三方机构持股相比，通过新设子公司实行债转股，

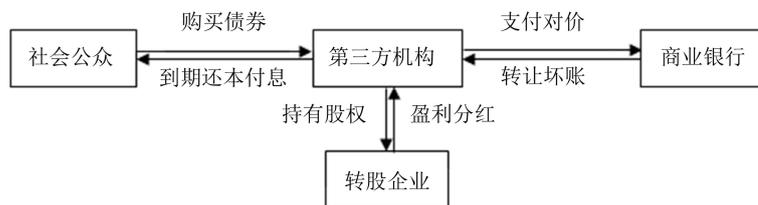


Figure 2. Special debt financing operation method

图 2. 专项债融资方式操作方法



Figure 3. The bank's subsidiary ownership mode operation method

图 3. 银行新设子公司持股模式操作方法

可以避免不良资产大幅折让导致的损失。

第二，响应审慎监管号召，2017 年春季成为“最严 MPA 考核季”，将表外业务纳入广义信贷，意味着银行信贷增速在未来将受到严格限制，通过发放风险、收益双高的贷款绕开监管套利的做法不再可行，新设子公司转股无疑成为银行降杠杆、应对央行考核的重要途径。

第三，通过子公司持股模式，商业银行能将潜在收益归入合并报表增厚银行业绩，必要时甚至可以重新组合资产出售，转嫁风险至二级市场，向轻资产交易型银行转型[13]。

第四，由银行新设子公司获取企业股权，可以有针对性的处理潜在不良资产，掌握杠杆调整主动权，甚至从根源处遏制不良资产形成[3]。2016 年潜在不良资产余额已达 6640 亿，占比 0.77%且逐年上涨[1]，基于商业银行杠杆率高于企业、风险可传染性特点，构建多样化资产结构来分散风险尤为必要。

第五，在传统存贷业务遭遇瓶颈的今天，子公司还可为商业银行未来发展投资银行、资产证券化等新兴市场业务提供实践基础，甚至为社会大众及其他投资公司创造投资渠道[14]。

### 3.1.2. 三大风险

对银行自身而言，其一，由于市场信息不对称，难以掌握企业内部信息，可能遭到地方政府操纵，接手濒临破产企业，资产风险增大；其二，股东新身份放弃了债权人原有的稳定利息收入，而股利分红、股权增值都要建立在企业盈利的基础上[3]，收益风险增大；其三，转股后房产、土地抵押、第三方担保等债权保障性措施消失，回收不确定性增大。

## 4. 总结与建议

作为债转股改革中适用性较强的两种模式，第三方机构持股模式和银行新设子公司持股模式存在各自优劣之处。第三方机构持股模式曾在上世纪 90 年代后期发挥重要作用，本轮改革对经验教训反映出的问题进行修正完善，进一步放开对第三方机构的限制，突出市场配置资源作用，同时提出银行新设子公司这一新模式，推动改革深化发展。基于上述分析，借鉴发达国家先行案例，可按照政府、央行、商业银行、第三方机构、企业划分主体，对债转股的未来发展提出以下建议。

### 4.1. 央行联动调节工具，完善 MPA 考核细则，分级收取贷款利息

央行最新 MPA 考核细则共分为资本和杠杆情况、资产负债情况、资产质量、信贷政策执行等七大方面，其中资产质量直接涉及不良贷款率、拨备覆盖率指标，资本和杠杆情况由资本充足率与杠杆率构成，与银行负债比率密切相关。

2017年4月13日，央行重启暂停13天的公开市场操作，逆回购1100亿元，未对2170亿元到期MLF进行续作，5至7月还将分别有4095、4313、3575亿元MLF到期。大量MLF到期意味着银行需要大额资金来偿还央行债务，过去多以申请新一期MLF，借得资金后归还到期MLF的做法偿债，以OMO代替MLF，OMO期限短、灵活性强，央行可随时回笼资金，将促使商业银行通过降杠杆的方式提升流动性，兼有MPA考核压力，债转股无疑成为解决这一难题的双赢之举。

未来央行可参考MPA考核结果，对商业银行进行分级，按照评级调整贷款利率，坏账率越高的银行，则需支付越高的利息费用，以此倒逼商业银行债转股进程。

#### 4.2. 银行设立专业部门，推出相关理财产品，引入风投股权投资

在欧洲国家改革中，德英两国都曾设立专门机构或银行特殊部门来统一处置不良资产，德国银行同时打包不良资产出售给外国投资机构。2009年德国出台2000亿欧元“坏账银行”计划，允许商业银行将不良资产剥离转移至单独的坏账银行，HRE曾向隆星集团出售总计36亿欧元资产，以此减少75%的不良贷款余额<sup>[15]</sup>。

我国商业银行可参照经验，将新设子公司作为专门处置不良资产的机构，母公司将坏账剥离报表，转移至子公司账上，由于避免了债务转让折价，子公司可将银行较为优质的资产与不良资产打包，推出相关理财产品，以低于第三方机构的价格出售给投资者。同时针对发展前景良好、暂时性周转困难的企业，银行新设子公司可与风投展开合作，以股权作为标的引入风投资本，作为债转股项目的营运资金。

#### 4.3. 银行匹配转股模式，灵活处理遗留坏账，适当延长贷款期限

通过分析两种持股模式发现，对于转股风险较大、股权未来退出难度较大的企业，商业银行可考虑转售第三方机构进行债转股，实现风险隔离，但将忍受一定程度的折价损失；而对于尚处于成长发展期、暂时出现经营困难的企业，商业银行可选择新设子公司持股。此外，商业银行还可以采用适当延长部分企业还款期限等多种方式，灵活处理遗留坏账、盘活不良资产。

#### 4.4. 企业提升盈利水平，保留自身核心资产，增强股权融资能力

对企业而言，借助革新技术、降低费用等途径提升利润、摆脱对债权融资的依赖是重中之重，也是未来增强自我造血能力、回购股权以实现持股方股权退出的核心动力。涉及并购重组的企业，仅剥离坏账、保留核心资产，将优质资产注入新公司经营也是可取之举。

#### 4.5. 第三方机构完善退出渠道，确保股权增值退出，合理管控融资风险

从第三方机构角度出发，一方面，应发掘多样化渠道实现股权到期退出，可具化为借助转股企业与上市公司重组契机、参与有上市意图的公司转股改制等增强转股资产流动性，或灵活置换股份，多置换央行和政府等高信用股权等；另一方面，在充分利用各渠道筹集债转股资金时，引入社会资本注重控制风险、遵守相关法律规定。

#### 4.6. 政府加强宏观调控，扶持负债企业发展，壮大第三方机构队伍

2008年美国次贷危机冲击本土汽车行业，三大车企资不抵债，政府与私营机构联手，运用类似债转股的措施实行救助。首先，政府向企业提供贷款，持有重组后新公司部分股权，启动破产保护程序，倒逼债权人接受转股；随后，推行优惠政策扶持产业发展、压缩成本费用、拉动市场需求、提升盈利增长，例如减免节能环保机动车消费税、汽车保修承诺计划等；最后，支持私募基金低价参与汽车企业重组，完成政府股权退出，例如博龙资管就曾以76亿美元收购原戴姆勒入资400亿美元持有的克莱斯勒80.1%股权。

可见, 政府发挥好宏观调控和顶层设计作用极为必要。政府一方面可以通过减免税收、政府购买等方式支持高杠杆行业发展, 设立适度标准、加强监管来减少寻租空间、完善改革环境, 防范“劣币驱逐良币”现象; 另一方面对于指导文件中未列明的实施机构, 可采取措施鼓励风投、民企龙头等入场, 促进银企良好合作, 丰富第三方机构主体。

## 参考文献 (References)

- [1] 数据来源: Wind 数据库.
- [2] 伍广强. 稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险——聚集 2017 年中央经济工作会议[J]. 广东教育(高中版), 2017(1): 48-52.
- [3] 徐堃. 商业银行实施债转股的利弊分析[J]. 中国商论, 2017(2): 25-27.
- [4] 施华强. 国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度: 1994-2004[J]. 金融研究, 2005(12): 25-39.
- [5] 陈海威. 股权回购、股权转让与金融资产管理公司退出问题[J]. 现代管理科学, 2001(4): 30-32.
- [6] 徐明圣. 存款保险、金融稳定与道德风险[J]. 中国经济问题, 2003(2): 29-35.
- [7] 王琼杰. 债转股不是僵尸企业的救命稻草[N]. 中国矿业报, 2017-02-11(001).
- [8] 李锦成. 新一轮债转股推出对新常态的积极意义[J]. 债券, 2017(1): 45-46.
- [9] 毛羽. 关于 AMC 打包处置不良债权的思考[J]. 金融经济, 2005(20): 36-37.
- [10] 易宪容. 四大资产管理公司必须转型[J]. 资本市场, 2005(9): 18-19.
- [11] 张彬. AMC 在债转股过程中面临的道德风险及对策[J]. 华东经济管理, 2000(1): 44.
- [12] 刘静. 关于金融债权打包转让存在问题分析及对策建议[J]. 经营管理者, 2013(2): 60.
- [13] 陈一洪. 商业银行资产负债结构变化的风险收益分析——基于 50 家城商行动态面板数据 GMM 方法[J]. 北京社会科学, 2017(1): 119-128.
- [14] 孙丽, 孙玉兰. 债转股重启: 历史镜鉴、现实问题与对策[J]. 南方金融, 2016(11): 24-30.
- [15] 冯彦明, 黄晶. 中国如何向欧洲借鉴不良资产处置经验[J]. 银行家, 2015(10): 09-10.

### 期刊投稿者将享受如下服务:

1. 投稿前咨询服务 (QQ、微信、邮箱皆可)
2. 为您匹配最合适的期刊
3. 24 小时以内解答您的所有疑问
4. 友好的在线投稿界面
5. 专业的同行评审
6. 知网检索
7. 全网络覆盖式推广您的研究

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: [fin@hanspub.org](mailto:fin@hanspub.org)