全面剖析动因　解读政策框架　构建操作路径

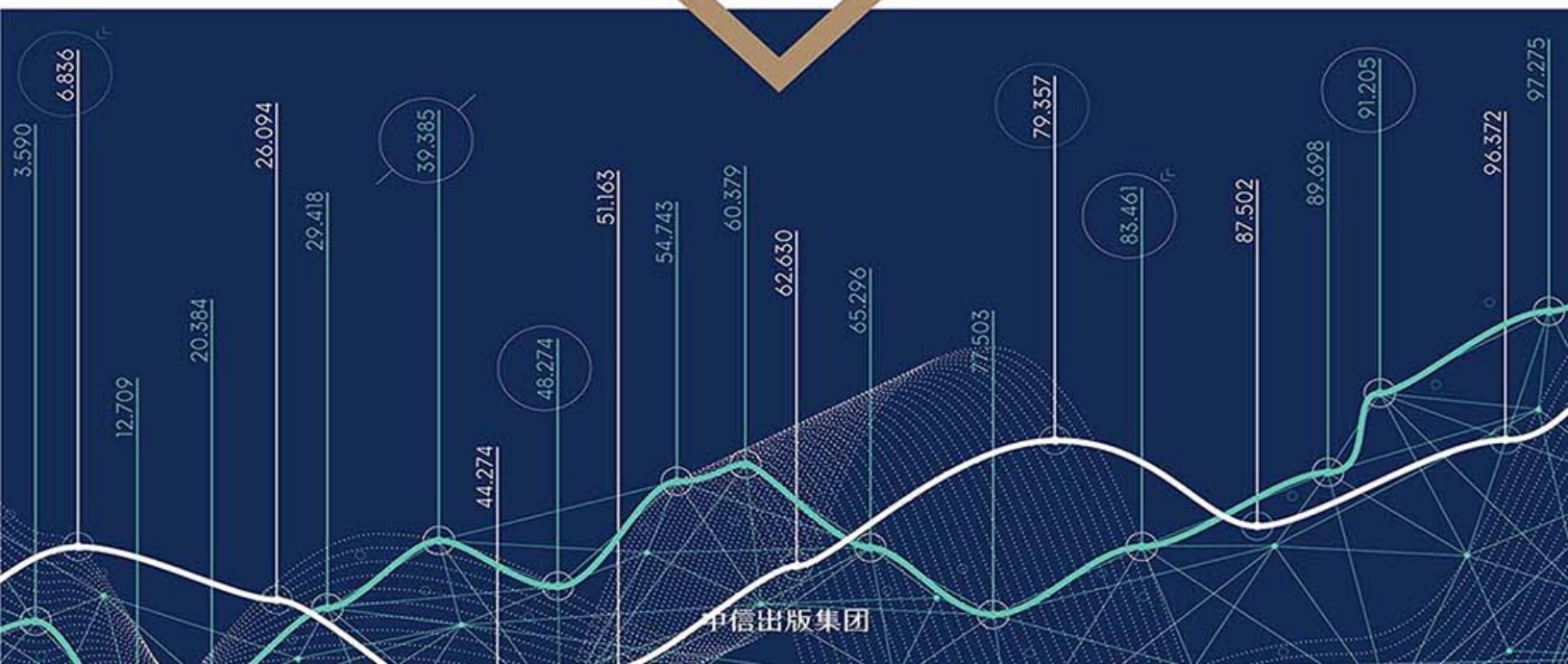
提出相关风险对策　梳理有效推进建议　深入解析典型案例

金融精英
卓越计划系列

市场化债转股指南

政策导读与案例解析

张劲松　李　波　沙　涛◎编著



中信出版集团

版权信息

书名:市场化债转股指南：政策导读与案例解析

作者:张劲松,李波,沙涛

译者:张劲松 李波 沙涛

ISBN:9787508679808

中信出版集团制作发行

版权所有·侵权必究

编写委员会名单

主编：张劲松 李波

副主编：沙涛 李桑 滕科

编委：方志刚 夏杉 池江 胡永鸣

编撰：胡顺涛 徐超 李剑 田庆伟 刘靳堃 康家智 王隐 曾若愚 曾伟利 王一敬 宋建波

序言

我国经济发展进入新常态，是党的十八大以来以习近平同志为核心的党中央做出的重大战略判断，是对当前我国经济发展阶段性变化特征的高度概括性表述。认识、适应、把握和引领经济发展新常态，必须坚定不移地将供给侧结构性改革推向深入，运用新思维、探索新动力、培育新动能、开辟新路径。推进市场化债转股，就是切实贯彻落实供给侧结构性改革、重点做好“三去一降一补”工作决策部署的实际行动，同时也是防范企业债务风险，服务实体经济发展，增强经济中长期发展韧性的重要路径。

问题导向，靶向施策 近年来，我国企业杠杆率高企，债务规模增长过快，企业债务负担不断加重，管理水平和效率较低。尤其是在国际经济环境更趋复杂、我国经济下行压力仍然较大的背景下，一些企业经营困难加剧，在一定程度上导致债务风险和金融风险的上升。积极稳妥地降低企业杠杆率，是问题倒逼的必然选择，是服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革，促进经济和金融良性健康发展的重要内容。债务重组是去杠杆的重要方式之一，而市场化债转股则是解决企业困境的综合性手段，是利用债务重组解决去杠杆问题的最优方式之一。

循道而行，功成事遂 相对于20世纪末为化解商业银行不良贷款率较高问题而启动实施的政策性债转股，市场化债转股突出政策引导、市场主导，是一项创新性强、社会关注度高、影响面广、期望值大的系统性工程。国发〔2016〕54号文件提供了市场化债转股的基本遵循政策，其务实有效推进的关键在于，在坚持市场化、法治化原则的基础上，综合运用好降杠杆的各种措施和操作路径，处理好存量与增量

的关系，做好加法与减法的文章。在转股前精准施“减”，在降债减负中去产能、去库存、去杠杆、去僵化机制；在转股后“加”出活力和效率，在改革增效中建立激励约束机制，完善现代企业制度。最终达到“通过主动减量清理退出一批，盘活存量重组整合一批，提升流量巩固加强一批，用好增量创新发展一批”的目标。

不忘初心，聚焦本源 近年来，银行业积极贯彻落实党中央、国务院决策部署，围绕“三去一降一补”五大任务，不断完善金融服务，取得积极成效。但同时我们也清醒地认识到，银行业支持供给侧结构性改革还存在差异化金融服务不足、有效金融创新不够等问题。“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措”，深入推进市场化债转股是贯彻落实全国金融工作会议的具体举措。金融资产管理公司、银行所属资产管理公司等实施机构和债权银行作为重要市场主体，需要主动作为，坚持聚焦本源主业这一底线，创新金融产品体系，防控金融风险，通过深入开展市场化债转股全面提高服务实体经济的效率和水平。

推进供给侧结构性改革是我国经济工作的主线，是调整经济结构、转变经济发展方式的治本良方。践行的路上，唯有驰而不息、久久为功，勇于创新、善谋善为，真抓实干、攻坚克难，才能将改革进行到底。在市场化债转股启动开展近一载、仍需加速探索和推进的关键时点，《市场化债转股指南》一书的出版具有重要意义。本书系统、全面地剖析了市场化债转股的动因，解读了政策框架，构建了操作路径，提出了相关风险对策和有效推进建议，同时梳理了典型的案例分析；对债转股这项专业性、技术性和综合性都特别强的工作而言，是一本难得的操作指南和工具书。

编写委员会全体成员

第一章
市场化债转股动因概述

第一节
厘清债转股的基本含义

一、债转股的基本概念

债转股是债务重组的重要方式之一，而债务重组则是解决企业困境的方式之一。陷入债务困境的企业正如患有重疾的病马，我们首先需要对病马的病情进行诊断；经过科学合理的诊断后，如果病马还有救活的价值和可能，那么开展治疗是最佳选择。开展债务重组就是对陷入债务困境的企业进行治疗的过程，债转股方式是治疗的处方之一。目前，我国《公司法》并未就“债转股”做出明确的定义，按照《企业会计准则第12号——债务重组》及《财政部国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）的规定，“债务重组”是指“在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的书面协议或者法院裁定书，就其债务人的债务做出让步的事项”。因此，“债务重组”必然涉及债权人和债务人各项基本权利和义务的调整，如图1-1所示。

图1-1 债务重组的基本方式

①资产清偿债务，即以资抵债，是指债务人转让其资产给债权人以清偿债务，资产可以包括现金、存货、金融资产、固定资产、无形资产等不同形式。

②债务转为资本，即债转股，是指债务人将债务转为资本，同时债权人将债权转为股权的债务重组方式。

③债务结构调整，是平常接触最多、操作最简易的方式，包括能否延长期限，能否降低利率，能否减免利息，能否减少本金等方式。

④以上三种方式组合，既可以是两两组合，也可以是三种方式同时配套使用，还可以根据企业不同阶段适时、灵活、择机选择具体方式。

比较上述债务重组的不同方式，可以看出“债转股”对债权人和债务人带来的变动更为激烈，调整更为深刻，改变更为彻底，影响更为深远；通过实施债转股将原有的债权关系变成了股权关系，这是一种根本性、结构性、系统性的变化。2011年11月23日，国家工商行政

管理总局令第57号公布了《公司债权转股权登记管理办法》（以下简称《债权转股权登记办法》），明确规定债权转为股权的，公司应当依法向公司登记机关申请办理注册资本和实收资本变更登记。其第二条对“债转股”的含义进行了界定：“本办法所称债权转股权，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者股份有限公司（以下统称公司）的债权，转为公司股权，增加公司注册资本的行为。”2014年2月20日，国家工商行政管理总局令第64号公布了《公司注册资本登记管理规定》，同时宣布废止《债权转股权登记办法》。《公司注册资本登记管理规定》第七条规定：“债权转为公司股权的，公司应当增加注册资本。”

进一步比较《债权转股权登记办法》和《公司注册资本登记管理规定》对于“债转股”的界定后可以发现，《债权转股权登记办法》中的“债转股”指的仅是债权人以其对公司的债权转为公司股权并增加公司注册资本的行为，属于增资，不适用于债权人以其拥有的第三方债权对被投资公司进行投资，并且，债转股不适用于公司设立，只适用于公司设立之后的增资，因为在被投资公司设立之前，此类债权没有相应的法律主体不可能存在。

二、债转股的分类

（一）按定义范围分类

赵幼力（2016）[注]对于广义债转股和狭义债转股的区别与联系进行了深入的论证，她认为区分的关键取决于在债转股的实际操作中，股权的持有人和原有债权的持有人是否为同一实体。

1.广义的债转股

广义的债转股是指债转股实施机构通过收债转股、增资偿债等多种方式实现在对象企业债务规模下降的同时持有对象企业股权的行为。

2.狭义的债转股

周小川（1999）[注]阐述了债转股的概念、动机和运作，并指出在债转股的实施和运作中需要防止的道德风险。狭义的债转股是指债权人将持有的对对象企业的债权资产转为对企业的股权投资。长期以来，我国企业的融资渠道相对比较单一，大量贷款来自银行，银行与企业之间的债权债务关系占企业债务的绝大比例。在贷款对象企业出现还款困难时，债转股是商业银行采取的一种资产保全方式，旨在通过债转股帮企业渡过难关，使其恢复赢利能力和财务健康状况，从而减少商业银行的贷款损失。

通过对比可以发现，广义的债转股在涵盖范围上更加宽泛，可以是跨地区、跨行业、跨企业的债权与股权的置换；在关联关系上更加多元，债权人和股权人之间既可以毫无关联关系，也可以具有紧密的关联关系（包括资产关联、股权管理、人际关联等关联方式）；在实施目标上更加多重，既包括宏观上实现“去杠杆”的政策目标，也包括微观上实现“创价值”的商业目标。而狭义的债转股则更偏向于强调企业经营的改革脱困、不良资产的消化处置、债务水平的降低控制。

（二）按主导对象分类

1.政策性债转股

政策性债转股是指在政府主导下进行的债转股行为，包括政府主导债转股企业的选择、债权转让定价、财政出资设立资产管理公司等。张训苏（1999）[注]、黄金老（2000）[注]、吴有昌和赵晓（2000）

[注]等专家学者对于债转股的理论基础进行了探讨，并认为国有企业陷入债务困境的根源在于治理结构的内在缺陷。需将债转股与国有经济的战略性退出结合起来，扬长避短并从根本上改善企业的治理结构，而不是简单地让国有企业“放下包袱、轻装前进”。王善平和王平（2000）[注]认为债转股是我国化解金融风险、搞活国有大中型企业的重要战略举措，并提出政策性债转股的目的不在于为国有企业“解困”而在于“改制”，资产管理公司的责任不仅是把拟转股的债权转换为股权，更重要的是使其价值最大化。结合我国政策性债转股实践，晏艳梅（2000）[注]提出，债转股成功的关键应该是在谨慎操作的原则下，将重点放在对债转股的目标企业进行全方位的重组上。王艳娟（2002）[注]则从产权角度分析了国有企业产权状况和缺陷对债转股的目标设定、制度安排的操作及效果的影响。众多专家学者针对17年前政策性债转股的经验梳理以及观点提炼，对于当今的债转股操作仍然具有十分重要的启发和参考意义。

2.市场化债转股

市场化债转股是指债权人与债务人在市场主导下为了各自的利益平等，自愿地将债权转换为对对象企业股权的商事行为。在债转股过程中，政府相关部门制定规则和政策、提供担保等适度介入行为不改变市场化债转股的性质。梁志兵和李世刚（2017）[注]梳理了债转股与经济转型之间的内在联系，认为市场化债转股将起到积极作用，既可“外消”实体经济“肿痛”，又可“内治”实体经济“病因”。李奇霖和梁路平（2016）[注]论述了债转股的优势：对于银行而言，有助于不良贷款率的降低和拨备覆盖率的上升，同时可以增加当期利润，获得潜在投资收益；对于企业而言，其优点愈加明显，既可以优化当前的资产负债结构，又可以拓宽潜在的发展空间。但却不应忽视其背后隐藏的风险，包括法律的障碍、处理的难点、操作的问题等。刘爱萍（2016）[注]指出，虽然我国经历过政策性债转股，但是其在实施过

程中所体现出来的与国家体制、机制、观念、法律等方面发生的冲突和矛盾，至今仍未得到有效的解决。胡建忠（2016）[注]认为，在目前的形势下实施大面积的债转股，条件尚未成熟，要审慎、稳妥地进行推进，并提出推进市场化债转股应重点从参与主体、交易意愿、定价机制、股东行权和退出机制五个方面展开。而周礼耀（2017）[注]则认为，在市场化债转股的实施过程中，金融资产管理公司需要重点把握协调机制、资产估值、转让定价、企业管理、退出渠道五个方面的关键问题。张明合（2017）[注]结合建设银行推动和参与市场化债转股的经验，认为国有控股大型商业银行应抓住去杠杆和债转股政策机遇，统筹兼顾、积极创新。

业界和学界对于本轮市场化债转股的观点和态度，主要可以分为两种：其一是认为市场化债转股是解决一切问题的灵丹妙药；其二则是认为应该以更加审慎的态度来看待市场化债转股。究竟该如何看待债转股呢？它到底是一剂良药，还是最后一根稻草？我们还是偏向于客观冷静地进行分析和判断，应该将债转股视为降杠杆的有效手段之一，同时在其具体实施过程中要更加注意和管控风险。

（三）按实施主体分类

债转股按实施主体划分的三种方式如图1-2所示。

1.直接债转股

直接债转股是指银行等债权人直接将其对对象企业的债权转化为债权人对对象企业的股权。

2.间接债转股

间接债转股是指银行等债权人将其对对象企业的债权出售给实施机构，再由实施机构将这笔债权转化为其对对象企业的股权。间接债

转股是本轮市场化债转股的主要模式。

3.委托债转股

委托债转股是指银行等债权人以其对对象企业的债权出资认购有限合伙企业份额，成为该有限合伙企业的有限合伙人，再由该有限合伙企业将债权转为对对象企业的股权。

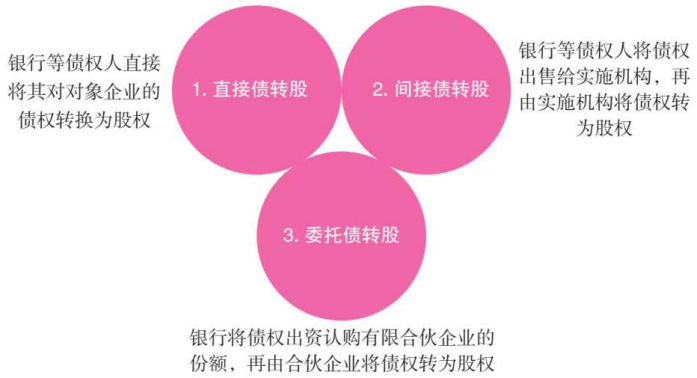


图1-2 债转股按实施主体划分的三种方式

（四）按债权人性质分类

1.控股股东债转股

控股股东债转股是指对象企业丧失对外融资能力后，控股股东对对象企业提供资金拆解形成的债权，控股股东为改善对象企业的财务状况，将该部分债权实施债转股。

2.普通债权人债转股

普通债权人债转股是指普通债权人将其因采购、借款等合同所形成的债权转成对象企业的股权。

（五）按注册资本变化分类

1.以股抵债型债转股

以股抵债型债转股是指对象企业原股东不能清偿债务时，将其持有的对象企业股权转让给债权人，达到以股抵债的目的。

2.增资扩股型债转股

增资扩股型债转股是指对象企业的债权人将其持有的对对象企业的债权以增资的方式转化成对象企业的股权。

三、国际实践综述

（一）国际债转股的共性及差异

1.各国债转股的背景及目标

由于经济发展所处的阶段和背景不同，不同国家债转股的处理方式也各不相同。我国学者从不同的角度对国际上的债转股背景与目标进行了梳理，归纳总结出值得我国借鉴和参考的建议。王益宏（2001）注从经济发展阶段的角度出发，重点对比了市场经济成熟的美国、经济处于转轨的波兰以及政府过度干预的韩国在债转股方面的不同做法，认为虽然债转股从理论上具有诸多好处，但是在实践中仍具有很大的不确定性。王朝阳等（2016）注从股权承接主体的视角出发，将债转股分为两类：一类为政府主导下的资产管理公司，其典型代表是韩国资产管理公司KAMCO；另一类为银行主导下的银行内设部门或银行设立的子公司，如波兰国有银行的不良资产处置部、日本大型银行子公司。董晓平等（2002）注对比了日本治理银行不良资产的经验和教训，从规范运作、同推改革、股权退出、培养人才、防范风险、健全市场六个方面提出了值得我国债转股借鉴和学习的部分。王信（2016）注介绍了国际金融史上三个著名的债转股案例，总结出五个共同点：一是总体特征表现为市场行为，在债转股过程中，投资者

按照契约原则自愿参与、自担风险，政府并未强制实施；二是整个过程公开透明，信息充分；三是同步配套一系列措施，提高了债转股的吸引力；四是政府的参与虽然增加了公司股票的吸引力，但也为股灾埋下了隐患；五是宽松、鼓励、支持的政策环境有助于债务问题的化解。李长银等（2016）[注]回顾了历史上其他国家利用债转股处置不良资产及救助企业的案例和经验，对我国当前实施的市场化债转股提出了针对性的意见。李变花（2000）[注]对比了美国、苏联、匈牙利、日本、韩国等国家的债转股实践，提出债转股的内容包括财务重组和管理重组两个方面，其中管理重组是核心。也就是说，除了通过财务重组改变企业的债权结构和股权结构之外，更重要的是从企业治理结构、人事任免体系、管理激励机制等各方面进行改造。

回顾世界各国开展债转股的历史经验，根据债转股的实施背景和主要目的的不同，我们可以将其归纳总结为以下四类：**一是应对国家债务危机。**20世纪80年代，中南美洲国家债务问题突出，导致发达国家银行业机构向其提供的大量贷款无法收回，逐级形成巨额不良贷款。为了削减这些巨额债务，相关国家通过政策性债转股将外债转化为外国的直接投资，从而达到减轻外汇利息支付、保存外汇储备、吸引外国投资的目的。**二是配合经济体制改革。**20世纪90年代，苏联解体后，东欧国家向市场体制转轨，债转股成为这些国家处理计划经济历史遗留的银行不良资产、加快私有化进程和减少外债并处理对俄债权的手段。在东欧经济体制改革中，债转股被作为国有资产私有化的一种工具。**三是应对金融危机。**早在1929年金融危机爆发之际，意大利便实施债转股，以防止企业无法归还银行贷款而导致银行倒闭。1998年韩国在应对东南亚金融危机中和2008年美国在对美国国际集团（American International Group，AIG）进行救助过程中，都采取过债转股模式。2013年，印度尼西亚最大的动力煤开采商与中国投资有限责任公司达成协议，将13亿美元债务的本金转换为几家附属公司的股权，很大程度上减轻了印度尼西亚这家煤炭公司的债务压力。**四是**

内置在相关制度中。日本的主银行制度是内嵌了债转股实质的银企结合制度。主银行在对企业提供贷款的同时也持有企业部分股权（包括具有投票权的股权），银行对企业拥有相机介入治理的权利。

2.各国债转股的共性及差异

债转股在世界范围内的实践脚步从未停歇，王朝阳等（2016）王朝阳，陈晓辉，詹莹雨.债转股的国际借鉴［J］.中国银行业，2016（11）：36-38.梳理了不同国家的债转股经验，总结出四个共同点及四个差异点。各国债转股的共同点（如图1-3所示），主要体现在以下四个方面。

图1-3 各国债转股实践的四个共同点

第一，债转股的推进基于特殊的经济背景。通常起源于企业的经营面临着严重的困难，进而导致银行不断积聚不良资产；银行风险的不断累积，又加剧了系统性金融风险爆发的可能。基于上述逻辑，既治标又治本的根本解决方法是切断风险源，即将救企业作为首要任务。事实上，若要救银行先需救企业，救企业也是在救银行，故实施

债转股通常为危机之下多方利益均衡考虑后的选择。除20世纪80年代发生在拉美的债转股是在国家层面，其他基本是在企业与银行或资产管理公司之间发生。

第二，债转股的推进需要法律制度的配合。例如，日本修订商业银行法为债转股奠定了政策基础，随后出台的《工业振兴特别措施法》《企业充足改革法》等对债转股的实施提供了法律支持；韩国的《资产管理公司法》、企业重组计划，以及波兰的《重组法》《银行调解协议》都发挥着相似的功能。只有法律制度创造政策条件，债转股才能逐步推进。

第三，在大规模不良资产处置中，债转股仅充当辅助角色。虽然债转股承载着多重目标，但在大规模不良资产处置中其规模占比皆不足10%。

第四，债转股实施效果难以量化。在已有信息条件下，很难量化股权以什么水平的转让价位退出，以及资本回收率有多少。同时，对于经济危机后不良资产问题得以缓解，很难将其简单归因于债转股的实施。

各国债转股的不同点主要体现在以下四个方面（如图1-4所示）。

图1-4 各国债转股实践的四个不同点

一是股权承接主体存在差异。政府主导和银行主导的债转股，在承接主体的选择上有着显著的区别。政府主导下的承接主体是资产管

理公司，其典型代表是韩国资产管理公司KAMCO；而银行主导下的承接主体是银行的内设部门或银行设立的子公司，如波兰的不良资产处置部、日本大型银行子公司。

二是对象企业筛选存在差异。对象企业的筛选没有固定的统一标准，不同国家在实施债转股筛选对象企业时，需综合考虑各自的特殊国情以及面临的实际问题。通常，转股对象倾向于选择对地方甚至国民经济具有重大影响的企业。但也要结合实际国情进行差异化选择。以日本债转股为例，其在考虑企业规模和对地方经济影响的同时，还会参考不良资产现值与不良资产账面价值之比，预估企业债务回收的可能性，从而进一步确定转股企业的范围。

三是退出方式选择存在差异。债转股后的股权退出方式主要取决于国家资本市场的成熟程度。美国国内有相对成熟的二级市场平台，其国内自发性债转股退出多以二级市场出售方式退出；日本债转股后二级市场机制尚不成熟，银行更倾向于通过一级市场转让方式退出；而韩国则通过制定法律规定退出方式为IPO上市退出、公开拍卖或出售给原股东。

四是转股退出周期存在差异。债转股的退出周期更依赖于国家经济的恢复状况，以及企业经营的改善情况。美国与拉美国家企业债转股的退出机制并不通畅，退出时间为12～15年。而韩国主要依靠法律规定的退出方式，其退出周期不超过5年。各国债转股后的退出周期视各国实际情况有较大差异，但是，超过5年的退出周期确实增加了较大的风险和不确定性。

3.典型债转股的模式

黄志凌等（2001）[注][注]根据各国债转股实践，将其归纳总结为可转换型债转股、收益型债转股、破产型债转股和政策型债转股四种模式。