

新金融评论

New Finance Review

2016年第4期 (总第24期)

专题

- 债转股：历史、现状及政策局限 钟 伟
- 把握不良资产演化趋势 审慎推进市场化债转股 胡建忠
- 中国企业外债知多少：一个更新 缪延亮 饶 璨
- 货币条件与债券风险溢价 高占军

宏观经济

- 中国经济面临的挑战 余永定
- 趋势下行叠加周期上行 探寻新增长动力 中国金融四十人论坛课题组
- 货币超发的偏见与悬案 张 斌

改革实践

- 融资租赁业营改增概况及其影响分析 廖 岷

新金融

- 金融央地关系视角下的P2P网络借贷监管 郭 峰

新金融评论

New Finance Review

2016年第4期（总第24期）

 **上海新金融研究院**
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 **中国金融出版社**

责任编辑：丁 芊

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

新金融评论（Xinjinrong Pinglun）. 2016年. 第4期：总第24期/上海新金融研究院编. —北京：中国金融出版社，2016.9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8694 - 8

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2016）第222803号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 9.25

字数 135千

版次 2016年9月第1版

印次 2016年9月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8694 - 8/F.8254

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

新金融评论

New Finance Review

顾问：(按姓氏拼音排序)

陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 黄奇帆 蒋超良 姜 洋 李剑阁
林毅夫 秦 晓 沈联涛 屠光绍 万建华 王 江 吴敬琏 吴晓灵
谢 平 易 纲 余永定 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄益平 李迅雷 连 平 廖 岷 王 庆 缪建民 阎庆民
袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：王乾箏

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物,致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果,强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国领先的非官方、非营利性的专业智库,专注于经济金融领域的政策研究,由40位40岁上下的金融精锐组成。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的专业智库,与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2016年第4期

总第24期

专 题

- | | | |
|------|-----------------------|---------|
| (1) | 债转股:历史、现状及政策局限 | 钟 伟 |
| (9) | 把握不良资产演化趋势 审慎推进市场化债转股 | 胡建忠 |
| (24) | 中国企业外债知多少:一个更新 | 缪延亮 饶 璨 |
| (40) | 货币条件与债券风险溢价 | 高占军 |

宏观经济

- | | | |
|------|--------------------|--------------|
| (50) | 中国经济面临的挑战 | 余永定 |
| (59) | 趋势下行叠加周期上行 探寻新增长动力 | 中国金融四十人论坛课题组 |
| (81) | 货币超发的偏见与悬案 | 张 斌 |

改革实践

- | | | |
|-------|------------------|-----|
| (102) | 融资租赁业营改增概况及其影响分析 | 廖 岷 |
|-------|------------------|-----|

新金融

- | | | |
|-------|---------------------|-----|
| (114) | 金融央地关系视角下的P2P网络借贷监管 | 郭 峰 |
|-------|---------------------|-----|

债转股：历史、现状及政策局限

◎ 钟 伟

摘要：债转股将在引导中国实体经济杠杆率合理下行中扮演重要角色。本文拟结合不良资产处置和债转股的历史回顾，对当下中国债转股的可能取向给出政策建议。中国在亚洲金融危机后经历了三次和债转股相关的不良资产处置。从国际比较和中国历程来看，债转股和不良资产处置有如下值得关注之处：一是金融机构资产质量和盈利能力的顺周期性，决定了无论采取债转股还是其他处置方式，都需要耐心等待经济周期的复苏；二是债转股不应成为重整强制裁定机制的序曲；三是在债转股中，市场化取向永远是积极因素，而非可有可无。

关键词：债转股 资产管理公司 不良资产 资产回收率

当下中国经济步入增长转型的关键时刻，“三去一补一降”成为经济改革的重要内容，其中如何引导实体经济杠杆率的合理下行至为关键。而其中债转股扮演着重要角色。在2016年3月16日，李克强总理指出，不管市场发生怎样的波动，我们还是要坚定不移地发展多层次资本市场，而且也可以通过市场化的债转股方式来逐步降低企业的杠杆率。这指出了当前债转股的主要目的是帮助企业降低杠杆率，而不是快速处置不良资产；主要特色是债转股

作者钟伟系北京师范大学金融研究中心主任。

的市场化因素，而不是单纯的行政手段。本文拟结合不良资产处置和债转股的历史回顾，对当下中国债转股的可能取向给出政策建议。

第一，债转股和资产管理公司模式与美国储贷危机密切相关。就法律本质而言，政府主导的债转股，大致是一种股权抵偿债权，并进而有可能引发企业重整强制裁定的政府行为。1984—1995年期间，美国的储贷机构（Saving and Loan Association）陆续陷入困境。此时外部监管和救助机构开始介入，其中包括美国联邦存款保险公司（FDIC）、储贷监管保险机构（FSLIC），以及为解决储贷危机而成立的重组信托公司（RTC），这些机构大量持有陷入困境的储贷危机的股权，甚至直接接管储贷机构。然后试图对储贷机构进行清理，再出售或者直接破产关闭。尽管FDIC、RTC本身就由经验丰富的律师、会计师和投资银行专家组成，但它们面对储贷机构时，并未能通过改善其法人治理而使储贷机构恢复稳健经营，更普遍的例子是，这些实施债转股和集中持有大量不良资产的专门机构，最终在旷日持久的拉锯战中，采取了关闭储贷机构的做法。在长达12年的储贷危机处置进程中，有超过1000家储贷机构被关闭，大量储贷机构过失人员遭遇诉讼并被投入监狱。也许我们可以说，储贷危机中催生的RTC，是由联邦政府支持的、专门通过债转股等手段集中处置不良资产的资产管理公司。但对其评价至今仍有巨大争议。

第二，储贷危机的成因清晰，处置成本高，周期长。当我们回顾储贷危机的成因时，并没有那么复杂，储贷危机吸收公众存款，主要贷款投向为房地产长期抵押贷款。从20世纪70年代开始，美国实施利率市场化改革，这导致储贷机构存款来源成本急剧上升，但资产端的按揭贷款收益难以调整，这导致储贷机构陷入难以摆脱的困境。换言之，如果金融机构面临负债成本较高并且波动性较大，但其资产端中利率固定且久期较长的资产占比过高时，陷入经营困境是难以避免的，除非资产端收益或者调控性可以调整，或者负债端的成本可以持续下降。在长达12年的储贷危机处置进程中，RTC等资产管理公司尽管十分努力，但不太可能改变储贷机构所面临的宏观经济和经营环境。因此，问题储贷机构涉及的不良资产大约在60000亿美元，最终长期艰难处置所付出的成本，可能明显高于直接买下全部问题资产并予以注销的

代价。以FDIC、RTC等主动接管、介入、重组、破产清算的主动债转股模式,可能并不优于财务注资、等待型的被动债转股模式,甚至可能不优于联邦政府直接买单模式。在处置储贷危机中,较为意外地推动了抵押支持债券(MBS)市场和房地产信托投资基金(REITS)的出现。

第三,亚洲金融危机之后,受到危机困扰的东亚经济体也广泛采取了债转股等注资手段,也成立了各种以国家信用为支撑的资产管理公司。但东亚各经济体应对危机的政策差异性很大,各国资产管理公司所扮演的角色也迥异。例如马来西亚在危机中强化了国有化政策,对金融机构不良资产的定义和处置采取了更宽松的姿态,同时马来西亚不良资产管理公司也并没有采取过于激进的手段去处理不良资产,而更多地是在等待经济周期的复苏。总体上,亚洲金融危机后,急切地试图清理不良资产的国家,并不等同于经济复苏快和资产处置效果好的国家,其中悲剧性的例子是印度尼西亚,更戏剧性的是,容忍有毒资产并耐心等待经济复苏的国家,却反而可能较早迎来经济复苏,其中马来西亚则是另类的幸运儿。我们很难观察到亚洲金融危机中,各国经济复苏进程和债转股实施方式之间的关联性,经济复苏进程和本国金融体系是否稳定,以及货币政策能否维持独立性的关系更大一些。

第四,次贷危机之后的美国债转股模式有了较为明显变化。在储贷危机阴影飘散后仅13年,次贷危机再度袭来。这次美联储担任了危机救助的主角。一个不太确切的概括是,美联储的救助重点集中在三点,一是直接持有大量有毒资产,这些有毒资产基本是由政府支持,或者具有系统重要性意义的金融机构的债权和股权,至今这些有毒资产并没有得到明显的清理处置。二是谨慎评估物价和就业为前提的量化宽松政策和扭曲操作,使市场无风险处于接近零利率的水平。三是关注信用利差和资产价格的波动,中央银行能够创造的是货币供给,而未必是信用供给,与企业财务稳健性密切相关的中长期企业债的信用状况以及持续高涨的资产价格都处于美联储的关注之下。当然美联储在宏观审慎政策框架下的地位也不断提升。次贷危机至今,无论是美联储,还是基于不良资产救助计划(TARP)的美国财政部,尽管也持有了部分大公司的债权和股权,但这并非传统意义上的国有化,更不是类似储

贷危机中积极参与者，美联储始终没有对受救助的企业派出股权董事，表明其更愿意扮演被动的财务投资者的角色，考虑到次贷危机后，受到政府注资的企业更接近因危机遭遇暂时困难而仍有市场潜力的企业，因此，谈不上美联储对受救助企业以强制重整影响公司治理。由于美联储尚未对其自身的资产负债表进行收缩，上述救助的最终退出机制仍不清晰。

第五，中国在亚洲金融危机后经历了三次和债转股相关的不良资产处置。第一次是在1999年，政府将四大商业银行及国家开发银行的约1.4万亿元不良资产剥离至四家资产管理公司（AMC），采取的是账面价值收购方式，其中包含专项国债所形成的债转股股权。事后一些商业银行抱怨称，四家AMC的不良资产回收率和商业银行直接处置相比并没有显示出巨大的优越性。第二次是在2004年5月，中国银行和中国建设银行不良资产被剥离，其中部分资产并没有像1999年那样按账面价值转移，而由财政部给出一个适宜价格比例，并由AMC之间进行竞标。从事后的结果看，似乎AMC比较认可这种方式，但财政部倾向于认为，在改善资产回收率方面仍有余地。第三次是在2005年，中国工商银行4500亿元可疑类贷款被分为35个资产包，按逐包报价原则出售。这提高了AMC处置不良资产的成本和难度，并引来了一些抱怨。经过上述三轮不良资产处置潮之后，中国四家AMC一度陷入了业务低潮和转型之痛，并在其后的长期摸索中，逐渐形成了今天四家AMC趋向于全牌照、混业化、集团化和成为公众公司的特征。同时，四家AMC也成为在中国金融体系中，很可能是仅见的，具有处置大规模处于不良状态的基础资产能力的金融机构。而商业银行在处置类似基础资产方面的能力有所弱化。迄今为止，我们很难对中国所经历的债转股和不良资产处置进行具有共识性的评价。

第六，从国际比较和中国历程看债转股和不良资产处置，也许有如下值得关注之处。一是金融机构资产质量和盈利能力的顺周期性，决定了无论采取债转股还是其他处置方式，都需要耐心等待经济周期的复苏。以美国为例，目前其经济呈现微弱但持续的复苏，但美联储仍未有大规模启动有毒资产清理和退出的迹象。以中国为例，2005年中国经济在复苏起点时，银行资产的不良率仍在两位数，而中国经济增速在2010年度过拐点之后，直到2012

年，银行业却录得了不良资产率0.96%的最低点。因此，即便选择债转股方式降杠杆，也需要有相当的耐心等待经济周期的复苏。在经济困境中清理不良资产可能不是一个恰当的选择。二是尽管债转股可能使金融机构成为问题企业的重要股东，但看起来金融机构本身并不是“企业医生”，它们作为积极股东的努力介入的效果可能不显著，债转股似不应成为重整强制裁定机制的序曲。即便我们将债转股的企业定义为有潜在价值、暂时遭遇市场困难的企业，并且把相关银行债权定义为潜在不良债权而非现实不良债权，但问题企业的康复之路仍然高度不确定。问题企业之所以陷入困境，更多的是宏观经济气候、行业境遇困窘等宏观和中观因素，而改善公司治理则仍属于微观因素。美国从大萧条危机到储贷危机，再到次贷危机，政府救助更多的似乎是注资、监督和防范系统性风险的财务投资人角色，而不是积极股东角色，救助本身也不意味着国有化。三是在债转股中，市场化取向永远是积极因素，而非可有可无。其中资产回收率是衡量市场化程度的关键指标。一些人认为，这个指标似乎并不重要，如果政府对被剥离的不良资产所界定的回收率较低，那么溢价部分最终会体现在诸如AMC较好的财务数据上，相反，如果政府期待不良资产回收率较低，则AMC的财务数据就有可能不突出。这种看法值得斟酌。只有政府在强调和关注以资产回收率等一系列市场化指标，并引入竞标制度之后，才能促使资产处理方更谨慎地出价，更积极地进行资产保全和防止债权股权的逃废，更具进取心地与地方政府和问题企业斡旋，更关注成本提高效率地执行处置过程。否则，国有银行或AMC可能会对不良资产处置压力不足，约束不足并进而导致处置能力不足。而当下债转股是银行成为股东还是AMC成为承接股东，或者两者兼顾，是以债权原值向外剥离，还是按一定的回收比例向外剥离，尚不清晰（这也就意味着债转股的资产贬损的最终承担者的不确定性）。四是地方政府所扮演的角色和司法体系的有效性，在很大程度上决定着债转股等不良资产处置的成败。不良资产如何定义和处置，必然涉及企业、金融机构、中央和地方政府等多主体的利益博弈，地方政府在此进程中扮演的角色具有多面性和易变性，司法体系的有效性也受到较大考验，在面临一些牵涉面错综复杂的债转股处置等问题时，巡回法

庭也许是必要的选项之一。

第七，无论中外，中国过往和现在的债转股实践有何异同，债转股的局限性始终是显而易见的。美国20世纪80年代以来政府处置不良资产的努力，并没有从问题企业中培育出代表未来美国经济创新方向的企业。中国可能也很难例外。从中国历次的债转股历程来看，包括鞍钢、武钢、首钢等钢铁企业，以及有色、汽车制造等行业的国有企业，都曾受到债转股的支撑，这并没有改变这些行业本身的运行轨迹。困境中的东北特钢也许是一个浓缩样本。以当下被实施债转股的熔盛重工为例，一个所有者权益为负，在过去两年亏损逾百亿元的企业，很难判定其经营困境是暂时的还是漫长的，通过向债权人定向发行股票以置换债权的方式，使得银行等债权人究竟获得了权益还是背负了包袱？也许在不利情况下，这些股权需要进一步转移到政策性金融机构甚至中央银行，并最终由全体纳税人终极买单。债转股带来的地方政府、金融机构和企业之间的利益博弈将十分复杂，同时债转股也很可能带来债转股企业以及未得到债转股照顾的企业之间，竞争环境的扭曲化等一系列更为棘手的问题。

第八，当下债转股和1999年之后的历次债转股的政策目标、背景和路径存在明显的差异性。一是政策目标不同，以往的债转股主要目标指向为化解不良资产，而当下则为降低杠杆。其中主要是为实体经济降杠杆，而政府部门、住户部门和银行体系可能面临一定程度的加杠杆压力。尽管中国经济的总债务/GDP比例为217%，与全球主要经济体相比不算高，但非金融之外企业部门的总债务/GDP比例为123%，比美国、德国的约60%以及俄罗斯、印度、巴西的约40%要高得多。如果将60%作为一个可以容忍的企业债务负债率，那么中国实体经济需要降杠杆的总规模差不多相当于GDP的60%以上，这无疑是1万亿元债转股无法独挑大梁的。二是债转股必须考虑金融体系，尤其是银行的承受力。维系银行体系必要的盈利空间是非常关键的因素，目前中国银行业已面临资产风险收益率滑坡和负债端成本居高不下的压力。对《商业银行法》第四十三条的突破，仍应在谨慎范围之内，对金融机构积极采用《企业破产法》第八十七条推动企业重整则更应审慎，微观法人治理结构

的改善并不意味着宏观和行业状况的改善。三是逆周期监管是必要选择。为实体经济降杠杆意味着金融体系必须为之保驾护航，中国银行业目前的资产不良状况，也远远好于1999—2005年时期，因此针对金融机构的监管框架，宜在坚守宏观审慎和不触发系统性风险的前提下，适当关注逆周期监管的余地。四是作为降杠杆执行主体的银行和AMC深化混合所有制改革的余地颇大。国际上系统重要性银行的股权结构相对分散，第一大股东的持股比例通常在6%~8%之间，而中国大型银行和四家AMC的国有持股比例较高，可能有引入非国有股东，强化外源性融资的较大余地，这对防范金融机构本身杠杆率上升的压力有所裨益。五是问题企业的宏观环境和2005年之前大为不同，其中较为突出的是，2005年之前，处置不良资产最棘手的是职工安置问题，事后扮演重要角色的是不良资产中以土地为基础资产的巨幅升值问题。当下尽管社会保障体系的兜底能力明显强化，但员工安置的难度仍大，同时，全国性的房地产去库存问题，也使问题资产中不动产前景明显具有不确定性。这意味着降杠杆之后的不良资产处置环境较之1999—2005年更加复杂，或者说债转股等不良资产处置进程更艰难，回收率面临更大考验，需要政府注资的压力也更严峻。六是中央银行在债转股中扮演的角色令人关注。次贷危机以来，美联储扮演了持有和封闭不良资产的主角，迄今仍无清晰的退出途径。在未来债转股进程中，如果商业银行逆周期监管空间明显收窄时，中央银行如何协同银行体系共同努力，为实体经济降杠杆，也是值得进一步思考的。

Debt-to-Equity Swap: Past, Present and Limits of Policies

ZHONG Wei

(Beijing Normal University)

Abstract: Debt-to-equity swap will play an important role in lowering the leverage ratio of China's real economy. The article reviews the history of disposition of non-performing assets and debt-to-equity swaps in China, and offers recommendations on how to implement debt-to-equity swaps today. After the East Asian financial crisis, China has gone through three rounds of debt-to-equity swaps. Considering global and Chinese experience, the following three things call for attention. First, cyclical quality of asset quality and profitability of financial institutions decides that no matter what disposition method is chosen, people need to patiently wait for the recovery of the economy. Second, debt-to-equity swap should not be the prelude to mandated rectification. Third, in debt-to-equity swaps, marketization is an essential and positive factor.

Keywords: Debt-to-Equity Swap, Asset Management Companies, Non-performing Asset, Rate of Return on Assets

把握不良资产演化趋势 审慎推进市场化债转股

◎ 胡建忠

摘要：通过市场化债转股的方式逐步降低企业的杠杆率，是深入推进供给侧结构性改革的一个重要思路。针对债转股，本文首先总结了20世纪90年代首轮政策性债转股的成效和问题，从多角度分析了当前不良资产的演化趋势，重点对当前实施大面积债转股的可行性进行了探讨。研究认为，当前形势下实施大面积的债转股条件还不成熟，要审慎稳妥地推进；与商业银行相比，资产管理公司更适合作为债转股的直接实施主体；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。

关键词：不良资产债转股 市场化

经济下行期间，实体企业的高杠杆率在增加自身财务负担的同时，加剧了经济金融风险。促进实体企业去杠杆，积极化解金融不良资产，既是深化供给侧结构性改革重点任务的应有之义，也是维护经济金融系统稳定发展的重要举措。2016年3月，李克强总理也提出“可通过市场化债转股的方式逐步降低企业的杠杆率”。

作者胡建忠系长城资产管理公司副总裁。

债转股是一种债务重组的方式，但较之一般的债务重组而言，债转股将原有的借贷关系变成了股权关系，是一种根本性的变化（杨凯生，2016）。债转股涉及到债务企业、债权银行、第三方机构甚至还包括地方政府等多方的利益诉求和调整。是否将不良债权转化为股权，应是债权人利益最大化考量后的结果（吴晓灵，2016）。关于债转股，有四个基本问题需要探讨：第一，20世纪90年代政策性债转股取得的成效和存在的问题是什么？第二，当前形势下实施大面积的债转股是否可行？第三，债转股的实施主体应当如何选择？第四，市场化的债转股又该如何操作？

一、首轮政策性债转股的成效与问题

在20世纪90年代国有企业改革和银行业重组时期，政府将四大国有商业银行和国家开发银行的约1.4万亿元不良贷款剥离至四家资产管理公司，其中包含对部分国有企业的不良贷款实施债转股。按照原国家经贸委的建议名单，首轮债转股涉及近600户国有企业，不良贷款总额约4000亿元。作为实际执行机构，资产管理公司对转股企业实施了债务重组、资产重组和管理重组，积极推动了国有企业脱困，帮助国有企业建立了现代企业制度，有效化解了银行体系的金融风险，为部分国有企业的后续发展包括改制上市创造了条件。

（一）取得的成效

1. 有效化解金融风险，有力地支持了国有银行改革发展。

市场化改革以前，尤其是1985年实施“拨改贷”之后的一段时期，国有商业银行承担了很多政策性职能，包括以政策性贷款的形式对国有企业进行财政性注资（张杰，2010）。1996年国有四大商业银行政策性贷款约1.6万亿元，占其贷款总额的比重达34.66%。20世纪90年代开始，国有大中型企业开始出现严重的亏损现象，纺织、煤炭、有色、建材等行业几乎全面亏损。在承接国有商业银行不良贷款的同时，资产管理公司通过对部分国有债务企业

实施政策性债转股，大大降低了国有银行的不良资产，及时有效化解了金融体系风险。国有银行在资产质量和财务结构得到改善的同时，经营负担大为减轻，为其后续的财务重组和公开发行上市奠定了重要基础。

2. 加快实现国有企业减负脱困，维护了社会稳定。

通过对国有企业实施债转股，企业资本金得到补充，财务负担得以减轻，资产负债率大幅下降。以中国长城资产管理公司为例，实施债转股后相关企业的负债率从平均超过80%下降到50%以下，财务结构基本趋于合理，避免了企业倒闭风险。大量职工免于失业，维护了社会稳定。很多企业由此扭亏增盈，重新焕发生机活力，部分企业进一步抓住了上一轮经济增长和扩大开放的有利机遇，一举成为行业龙头。

3. 积极促进国有企业改制，推动了企业治理结构的完善。

首轮债转股的实施对象，主要是尚未建立现代企业制度的国有企业。受历史因素影响，政企不分、事企不分等现象在企业组织结构中广泛存在。资产管理公司在承接国有商业银行的不良资产后，通过债转股实现国有企业的股权多元化，将企业改组为有限责任公司或股份有限公司，设立了“三会一层”，初步建立了有效的企业法人治理结构。通过向转股企业派出董（监）事，依法行使股东权利，有效推进了现代企业制度建设和企业法人治理结构的完善。

4. 综合运用多元金融服务手段提升资产价值，协助国有企业上市。

针对债转股企业及其关联方，所处的行业、区域乃至产业链的上下游，资产管理公司针对性运用投资投行、资本运营、并购重组等业务手段，充分发挥综合金融控股集团的业务优势，为企业提供全方位金融服务，实现企业和资产管理公司的共赢，为部分国有企业的后续发展包括改制上市创造了有利条件。例如，一汽、宝钢、首钢、西飞等重点企业当年都曾实施过债转股。资产管理公司还先后成功推进了“酒钢宏兴”、“太行股份”、“晋西车轴”等数十家大中型国有企业改制上市，积极协助中石化、中石油、中铝股份在境内外上市等。

（二）存在的主要问题

受多种因素的影响，首轮政策性债转股在操作过程中，也存在不少的现实问题和教训，值得思考和总结。

1. 部分地方政府强行搞“拉郎配”，不符合标准的企业入选债转股名单。

原国家经贸委、中国人民银行《关于实施债权转股权若干问题的意见》（国经贸产业〔1999〕727号）中，规定了政策性债转股备选企业应具备的条件，强调了债转股企业应当是产品具有市场前景的，管理水平、技术水平较为先进的，只是由于债务率较高而要设法降低其杠杆率的（杨凯生，2016）。然而，在实施过程中，这一要求落实的并不尽如人意，存在“搭便车”现象，一些不符合标准的地方国有企业得以入选。有些地方政府甚至“强制”资产管理公司予以配合，造成部分企业转股后未能达到预期效果，有的转股后很快又陷入困境，有的最终仍然破产。这直接导致各家资产管理公司目前仍然持有一些当时债转股留下的股权未能处置退出，其中不少股权是难以处置、无人愿意接盘的。可以说，强行的“拉郎配”，往往影响到债转股股权资产的整体价值和处置前景。

2. 资产管理公司受限于“不参与企业生产经营活动”的规定，难以充分发挥管理效力。

资产管理公司虽是债转股企业的新股东，但是根据《关于实施债权转股权若干问题的意见》的规定，“不参与企业的日常生产经营活动”。这一规定隐含了造成企业法人治理上的缺陷，造成资产管理公司无法充分实施股权管理，难以在完善企业的经营管理机制上充分发挥作用。例如，有的转股企业甚至拒绝向作为股东的资产管理公司提供基本财务报告，资产管理公司无法通过正常渠道了解企业生产经营情况，不能充分发挥管理效力。

3. 部分地方政府过于强势，新股东的权益遭到侵害。

债转股后资产管理公司作为新股东，经济利益没有得到充分保护。例如，有些地方政府或其支持的大股东利用资产管理公司的相对弱势地位，侵害资产管理公司及其他小股东权益，如出资不到位，任意占用、转移、挪用甚至掏空企业资产，多年不分红等，导致企业无法按市场规则正常运行，未