

FINANCIAL SCIENCE

金融科学

2017年第1辑（总第1辑）

- 王国刚：股债结合中商业银行近期业务创新的风险防范
- 贺力平：昔时中国货币金融业的成就与缺憾
——《中华帝国的银行、通货和土地产权》读后感
- 王一鸣、梁志兵：金融机构危机和金融危机
——一个宏观金融模型的视角
- 宗良、熊启跃：国债期货套期保值策略研究
——基于中国的经验证据
- 夏鑫、甘柳、杨金强：管理者心理偏好、股权激励与企业投资



对外经济贸易大学金融学院 编



中国金融出版社

2017年第1辑（总第1辑）

FINANCIAL SCIENCE

金融科学



对外经济贸易大学金融学院 编



中国金融出版社

责任编辑：王效端 王 君

责任校对：张志文

责任印制：张也男

图书在版编目 (CIP) 数据

金融科学 (Jinrong Kexue). 2017 年, 第 1 辑/对外经济贸易大学金融学院编著. —北京: 中国金融出版社, 2017. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8964 - 2

I. ①金… II. ①对… III. ①金融—文集 IV. ①F830 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 067163 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](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 185 毫米 × 260 毫米

印张 13. 75

字数 275 千

版次 2017 年 4 月第 1 版

印次 2017 年 4 月第 1 次印刷

定价 46. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8964 - 2

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

出版社编辑部邮箱: [jiaocaiyibu@126. com](mailto:jiaocaiyibu@126.com)

《金融科学》编委会

Financial Science

名誉主任：刘鸿儒

委 员：（按姓名汉语拼音为序）

巴曙松	丁志杰	范小云	范 英
方 颖	甘 犁	郭 沛	韩立岩
赫国胜	贺力平	贺学会	李建军
李建平	廖 理	刘莉亚	刘 亚
史永东	宋清华	汪昌云	王广谦
王 能	汪 洋	汪勇祥	王一鸣
吴 军	吴卫星	吴文锋	熊 熊
徐信忠	杨之曙	叶永刚	易行健
殷剑峰	尹志超	张成思	张 杰
张桥云	张 维	郑振龙	周开国

执行主编：吴卫星

序 言

不忘初心，继续探索

在对外经济贸易大学金融学院（原中国金融学院）成立 30 周年之际，《金融科学》以书的形式重新与学者们见面了！

《金融科学》原是一本“老”杂志，创刊于 1988 年，前身是中国金融学院的学报，具有良好的办刊质量，于 1998 年首批被列入 CSSCI 期刊目录，在原对外经济贸易大学与中国金融学院合并后于 2001 年暂时停刊。经过一届又一届金融人的不懈努力，16 年后，《金融科学》以书的形式再次出版，主要目的是汇集金融学科及相关的经济、管理、统计等领域的原创性和综述性的研究成果，促进学术交流。

30 年前《金融科学》杂志诞生时，我国的金融体制改革尚处于摸索阶段，国内金融学的研究基本局限于银行业。30 年后，中国改革持续深化，各种新的金融现象与金融研究领域不断涌现，极大地拓展了金融学术探索的广度与深度。随着中国成为全球第二大经济体及在世界经济与金融体系中影响力显著提升，对中国金融问题的研究，在国际学术领域中已从不被重视的边缘问题，逐渐变为越来越重要的研究问题。对广大金融学者来说，运用现代经济与金融分析方法来研究和理解中国金融问题，更是责无旁贷，急需一个高水平的学术交流平台。

30 年前，时任人民银行副行长周正庆同志为《金融科学》撰写了创刊词，把《金融科学》定位为“联结金融实践、金融理论、金融教学的纽带和桥梁”，要“为金融改革服务”“为金融理论研究服务”。今天，我们将坚持这个宗旨，不忘初心，继续探索，努力把《金融科学》一书办成国内外学者高水平学术交流的平台。

王国刚	股债结合中商业银行近期业务创新的风险防范 (1)
贺力平	昔时中国货币金融业的成就与缺憾 ——《中华帝国的银行、通货和土地产权》 读后感 (16)
王一鸣 梁志兵	金融机构危机和金融危机 ——一个宏观金融模型的视角 (41)
宗 良 熊启跃	国债期货套期保值策略研究 ——基于中国的经验证据 (76)
夏 鑫 甘 柳 杨金强	管理者心理偏好、股权激励与企业投资 (91)
尹志超 张号栋 杨 阳	金融普惠和京津冀家庭财富差距 ——来自 CHFS 数据的证据 (107)
周铭山 刘 畅	基金管理模式对股票型基金绩效、现金流入和 投资风格的影响 (123)
陈 阳 周鸿博	基金代投公司的雇佣及解雇 (143)
马 琳 何 平 王 琨	终极控股权、政府干预与产业结构 (173)
吴卫星 魏晓璇 吴 锴	金融素养与金融满意度 (188)

股债结合中商业银行 近期业务创新的风险防范

◎ 王国刚^①

内容摘要：进入2016年以后，在加快“去杠杆”和“降成本”步伐的背景下，中国的商业银行等金融机构在推进股债结合过程中逐步推出了投贷联动、明股实债和债转股等运作方式，既带来了新的业务发展契机，也带来了新的金融运作风险。本文着重从投贷联动、明股实债和股转债等金融运作的风险展开分析，揭示这些金融运作方式中容易被忽视的金融风险形成机制，指出要防范这些运作风险，需要着重解决好五个方面的问题：通过严格的尽职调查，选择好科创企业；制定科学周全的财务规划；确立资产组合管理思维，推进资产组合管理运作；强化公司治理，发挥程序性机制的功能；建立投贷联动项目的评估和淘汰机制。

关键词：股债结合 商业银行 业务创新 风险防范

中图分类号：F832.33 **文献标识码：**A

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中强调指出：在“十三五”期间，要“开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式”。进入2016年以后，在加快“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”背景下，商业银行等金融机构积极探索，在推进股债结合中逐步推出了一些新的金融业务运作方式，其中包括投贷联动、明股实债和债转股等。它们既给商业银行等金融机构带来了业务拓展的新契机，也给一些地方政府和相关企业带来了增加融资的新期待，因此，受到各界的广泛关注。但这些股债结合的方式尚不成熟，其中存在着一系列未曾深究的风险。如果不加以重视，将引致事与愿违的后果。为了推进这方面的研究深化，本文着重探讨这些股债结合方式中金融风险的状况，以期给相关研究者提供一个可深入探究的“靶子”。

^① 作者简介：王国刚，中国社科院金融研究所所长，研究方向：金融市场、公司金融和经济体制改革等。

一、股债结合的经济背景

“十三五”期间实行股债结合的融资方式是由中国经济金融运行的走势决定的。2012 年以后，随着经济进入新常态，GDP 从高位增长转向了中高位增长。经济增速的下行引来了海内外各方的关注和广泛议论，所谓的“硬着陆”“软着陆”乃至经济危机等说法不绝于耳。但中国的经济增速依然位于全球各主要经济体前列，新增值在各主要经济体排位中首屈一指。2012—2015 年的 GDP 绝对值从 534123 亿元增加到 676708 亿元，增长了 26%。既然经济总量还在正增长（且增速不慢），那么，经济形势就应当令人满意。但在微观经济面，众多企业却有着严冬难熬的感受，这不仅反映了经济增速的微观基础还不坚实，而且对就业、投资和金融也有着严重的负面影响。2015 年中央经济工作会议提出了在推进供给侧结构性改革中要以防范化解金融风险为金融工作的重心。

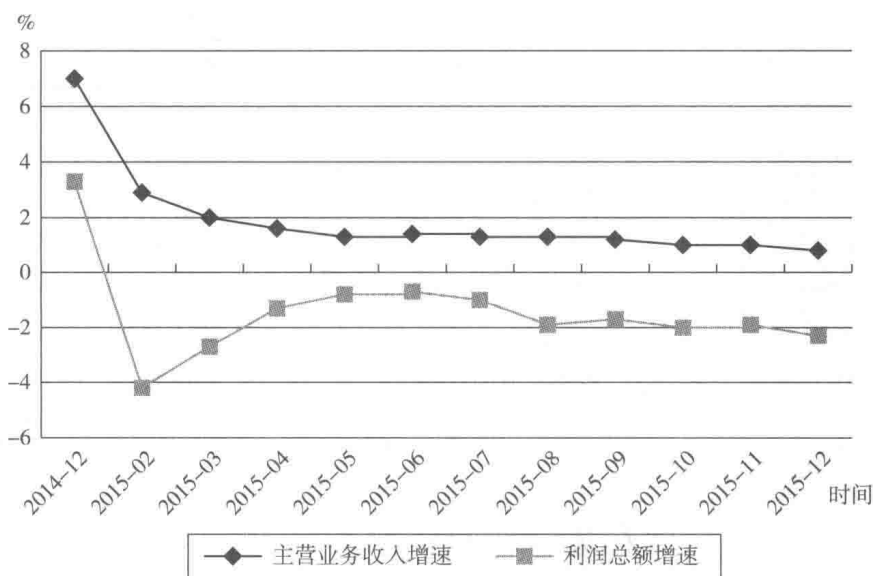
表 1 工业生产者出厂价格指数（PPI）变化（2012—2015 年） 单位：%

时间	当月同比	时间	当月同比	累计值	时间	当月同比	累计值	时间	当月同比	累计值
2012.01	100.7	2013.01	98.4	99.09	2014.01	98.4	97.51	2015.01	95.7	93.32
2012.02	100	2013.02	98.4	98.4	2014.02	98	96.43	2015.02	95.2	91.80
2012.03	99.7	2013.03	98.1	97.81	2014.03	97.7	95.56	2015.03	95.4	91.16
2012.04	99.3	2013.04	97.4	96.72	2014.04	98	94.79	2015.04	95.4	90.43
2012.05	98.6	2013.05	97.1	95.75	2014.05	98.6	94.41	2015.05	95.4	90.07
2012.06	97.9	2013.06	97.1	95.06	2014.06	98.9	94.01	2015.06	95.2	89.50
2012.07	97.1	2013.07	97.7	94.87	2014.07	99.1	94.02	2015.07	94.6	88.94
2012.08	96.5	2013.08	98.4	94.96	2014.08	98.8	93.82	2015.08	94.1	88.29
2012.09	96.4	2013.09	98.7	95.15	2014.09	98.2	93.44	2015.09	94.1	87.93
2012.10	97.2	2013.10	98.5	95.74	2014.10	97.8	93.63	2015.10	94.1	88.11
2012.11	97	2013.11	98.6	95.64	2014.11	97.3	93.06	2015.11	94.1	87.57
2012.12	98.1	2013.12	98.6	96.73	2014.12	96.7	93.54	2015.12	94.1	87.85

数据来源：根据国家统计局每月公布的 PPI 数据整理。

从微观经济面的工业企业看，表 1 反映了 2012 年以来 4 年时间内工业生产者出厂价格指数（PPI）走势情况。从中可以看出，工业企业的出厂价格从 2012 年 3 月下降至今已达 50 个月（且尚难看到 PPI 增长率转为零增长或正增长的时点）。价格机制有着很强的关联性，是市场机制发挥作用的基本点。从宏观面看，工业企业创造的工业增加值是 GDP 的主要构成部分，PPI 负增长意味着它对 GDP 增长率的贡献率在降低（反过来，如果 PPI 正增长，则工业增加值上升，它对 GDP 的贡献率也随之提高）。从微观面看，PPI 负增长直接意味着按照出厂价格计算的工业增加值的减少，这对工业企业的经营运作有着至关重要的影响（微观经济学又被称为“价格理论”）。PPI 负增长的直接成因在于库

存增加，即在库存数额持续增大的条件下，大多数工业企业不免选择降价销售的策略，尽力将产品卖出，由此，引致 PPI 持续负增长。从表 2 中可见，2012 年以后，工业企业的“存货”数额无论是按照月度计算还是按照年度计算都有着快速增加的趋势，“存货”的增长率超过了当年的 GDP 增长率。2011 年底，全国工业企业的“存货”为 80583.15 亿元，到 2014 年底这一数额增加到了 99565.7 亿元，增长率达到 23%。这一趋势在 2015 年并没有减弱（可从表 1 的 PPI 负增长程度中得到验证）。“存货”大幅增加所引致的 PPI 持续负增长走势，既严重影响着经济结构调整，也严重影响着“稳中求进”的宏观经济目标实现，它证明了“去产能、去库存”的供给侧结构性改革摸准了经济运行的动脉，切中了关键所在。



资料来源：国家统计局。

图 1 2015 年工业企业利润增速

利润是价格的一部分。PPI 持续负增长的一个主要结果是，工业企业的利润（和利润率）随之大幅减少。从表 1 中可见，与 2012 年同月相比，2015 年下半年以后工业企业的出厂价格已累计降低了 10 个百分点以上。如果舍去各工业部门之间的出厂价格降幅差别（例如，石油、煤炭、钢铁等产业的出厂价格降幅较大），那么，这意味着只要出厂价格中毛利率低于 10% 的工业企业均已处于亏损境地。进入 2016 年以后，虽然 PPI 月度环比的数据有所缩小，但从 2012 年以来的累计降幅数值还在进一步降低（其中，2016 年 3 月的累计降幅值为 87.24%）。对任何企业来说，利润数量是它们抵御市场风险的第一道防线。利润大幅降低意味着企业抵御市场风险的能力明显降低。从表 3 中可见，2011—2014 的 4 年间，工业企业的利润增长率明显回落，从 2011 年的 20% 以上降低到 2014 年的 10% 以下。另外，图 1 显示了 2015 年工业企业的利润增速转向了负数

(2015 年 12 月为 -2.3%)。2014 年末以后有关政府部门出台了一系列企业减负措施 (包括降低税收和收费, 下调贷款基准利率等), 其中包括从 2014 年 11 月 22 日起, 人民银行连续 6 次下调从贷款基准利率, 1 年期贷款基准利率从 6% 下调到 4.35% (减少了 1.65 个百分点), 由此对 130 多万亿元的各类贷款 (包括影子银行贷款) 来说 1 年内利息减少了 1 万多亿元。考虑到在这些因素影响下, 2015 年工业企业的利润依然处于负增长通道, 情形就更加严重了。

表 2 工业企业存货 (2012—2014 年) 单位: 亿元, %

时间	数额	增长率	时间	数额	增长率	时间	数额	增长率
2012. 02	79559. 18	17. 6	2013. 02	87806. 52	9. 4	2014. 02	93736. 17	8. 5
2012. 03	81643. 19	15. 8	2013. 03	89257. 63	8. 1	2014. 03	95189. 10	8. 3
2012. 04	83227. 39	14. 7	2013. 04	90622. 46	7. 4	2014. 04	96130. 40	8. 4
2012. 05	84455. 05	13. 5	2013. 05	91422. 14	6. 8	2014. 05	97291. 60	8. 7
2012. 06	84541. 29	12. 6	2013. 06	91480. 81	6. 6	2014. 06	97449. 70	8. 6
2012. 07	85045. 84	11. 4	2013. 07	92347. 75	6. 8	2014. 07	98652. 20	8. 9
2012. 08	85444. 03	10. 2	2013. 08	92976. 12	7. 1	2014. 08	99729. 40	9. 3
2012. 09	85689. 35	9. 3	2013. 09	93663. 78	7. 5	2014. 09	100138. 20	8. 9
2012. 10	86471. 41	8. 8	2013. 10	94576. 99	7. 4	2014. 10	101084. 00	8. 7
2012. 11	87170. 21	8. 6	2013. 11	95803. 92	8. 2	2014. 11	101297. 40	7. 5
2012. 12	86475. 76	8. 3	2013. 12	95402. 36	8. 4	2014. 12	99565. 70	6. 2

资料来源: 国家统计局网站。由于该网站的数据仅截止到 2014 年, 所以, 本表缺 2015 年的数据。

表 3 工业企业利润总额变化 (2011—2014 年) 单位: 亿元, %

时间	利润总额	增长率	时间	利润总额	增长率	时间	利润总额	增长率	时间	利润总额	增长率
2011. 02	6454. 58	34. 3	2012. 02	6060. 06	-5. 2	2013. 02	7091. 53	17. 2	2014. 02	7793. 14	9. 4
2011. 03	10659. 23	32. 0	2012. 03	10449. 14	-1. 3	2013. 03	11740. 08	12. 1	2014. 03	12942. 40	10. 1
2011. 04	14869. 21	29. 7	2012. 04	14525. 20	-1. 6	2013. 04	16106. 91	11. 4	2014. 04	17628. 70	10. 0
2011. 05	19203. 15	27. 9	2012. 05	18434. 13	-2. 4	2013. 05	20812. 45	12. 3	2014. 05	22764. 40	9. 8
2011. 06	24105. 42	28. 7	2012. 06	23116. 61	-2. 2	2013. 06	25836. 64	11. 1	2014. 06	28649. 80	11. 4
2011. 07	28003. 56	28. 3	2012. 07	26784. 50	-2. 7	2013. 07	30032. 16	11. 1	2014. 07	33491. 60	11. 7
2011. 08	32280. 88	28. 2	2012. 08	30596. 66	-3. 1	2013. 08	34863. 90	12. 8	2014. 08	38330. 40	10. 0
2011. 09	36834. 02	27. 0	2012. 09	35239. 53	-1. 8	2013. 09	40452. 81	13. 5	2014. 09	43652. 20	7. 9
2011. 10	41217. 25	25. 3	2012. 10	40240. 05	0. 5	2013. 10	46263. 22	13. 7	2014. 10	49446. 80	6. 7
2011. 11	46637. 90	24. 4	2012. 11	46625. 26	3. 2	2013. 11	53338. 01	13. 2	2014. 11	56208. 00	5. 3
2011. 12	54544. 43	25. 4	2012. 12	55577. 70	5. 3	2013. 12	62831. 02	12. 2	2014. 12	64715. 30	3. 3

资料来源: 根据国家统计局网站数据整理。由于国家统计局网站数据仅到 2014 年, 所以, 本表数据也截止到 2014 年。

上市公司是各类企业中的佼佼者，相比非上市公司有着许多优势，但2015年上市公司的经营情况也发生了较大程度的滑坡。具体表现在：第一，上市公司业绩增速大幅下滑。截至4月30日，2821家上市公司发布了2015年年报，合计实现营业总收入294100.97亿元，增长1.16%，低于2014年的6.18%；实现归属上市公司股东的净利润24740.57亿元，增长0.63%，低于2014年6.37%的增幅。^①第二，减值损失大幅增加。截至4月18日，已发布年报的上市公司1762家中有1755家出现减值损失，合计8032.51亿元，占它们2015年净利润的38.4%。^②第三，地方政府补贴大幅增加。截至4月19日，已发布年报的1856家公司中有1792家获得政府补助，占比高达96.5%；补助总额达到868亿元，比2014年同口径总补助额684亿元大幅增长近27%，2013年这1792家企业补助额为567亿元。^③

PPI持续负增长意味着工业企业的销售回款更加困难，由此，影响到了商业银行等金融机构的到期本息收回和金融市场的流动性。另外，随着利润增速的降低，工业企业的利润率持续下行，给投资运作和金融运作都带来了不可小觑的负面影响。

为了缓解实体企业经营业绩持续下滑给经济金融运行带来的各种关联性影响，2014年以后有关部门先后出台了一系列措施。进入2016年以后，各金融监管部门更是想方设法出台各种政策以加大金融对实体经济的支持力度。其中一个重要方面是推出各种股债结合的运作方式，以提高实体企业的股权资产比重，降低它们的负债率，在实现“去杠杆”的预期目标的同时，实现“降成本、补短板”的期望。

二、投贷联动的运作特点和风险

2016年4月15日，中国银监会、科技部和中国人民银行联合出台了《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（以下简称《意见》），强调指出：“投贷联动是指银行业金融机构以‘信贷投放’与本集团设立的具有投资功能的子公司‘股权投资’相结合的方式，通过相关制度安排，由投资收益抵补信贷风险，实现科创企业信贷风险和收益的匹配，为科创企业提供持续资金支持的融资模式”；在此基础上，对投贷联动的基本原则、试点目标、适用对象、业务管理与机制建设等都作出了明确规定，同时，公布了5个试点地区和10家试点商业银行。

从市场运作角度看，投贷联动已存在多年。它的主要表现方式有三种：第一，商业银行在境外设立的从事直接投资业务子公司进入中国境内设立投资公司并进行股权直接

① 参见《上市公司一季度净利下降0.45%》，载《中国证券报》，2016年5月3日。

② 参见《上市公司大额计提频现》，载《中国证券报》，2016年4月19日。

③ 参见《A股超九成上市公司吃政府“补药”》，载《羊城晚报》，2016年4月21日。

投资过程中,该商业银行从贷款方面予以配套,从而形成“股权投资+贷款”的联动业务模式。第二,商业银行与股权投资机构(如PE)的合作模式,即商业银行通过与股权投资机构签订合作协议(协议中包括商业银行对PE投资企业的贷款约定、商业银行与PE机构的股权收益分享约定等)基础上实现PE机构股权与银行债权之间的联动模式。在这种模式中,根据协议内容的具体约定,又可分为投贷联盟模式和选择权贷款模式。其中,投贷联盟指的是在商业银行与PE机构签订的协议中包含有对PE机构投资企业予以一定比例的信贷支持方面的条款;选择权贷款指的是商业银行与PE机构签订的协议中包含有在一定条件下可以将商业银行的贷款作价转换为一定比例股份期权的条款(据此,在PE投资的企业实现IPO或股权转让时,商业银行可以按照预先的约定,与PE机构分享股份溢价收入)。第三,直接向PE机构发放贷款的模式,即商业银行在审贷的基础上直接向PE机构发放专门用于科技创新型企业的贷款。这是一种投贷间接联动模式。

与这些模式相比,此次中国银监会等监管部门推出的投贷联动特点有三个:一是投贷联动的组织机构由进入试点的商业银行和由其投资设立的投资子公司构成,由此形成了母子公司之间的投贷联动机制。二是对投资对象(即科创企业)做出了明确界定。《意见》指出:科创企业是指试点地区内符合下列条件之一的科技型中小微企业:满足高新技术企业认定条件、获得国家高新技术企业证书,或者经试点地区政府认定且纳入地方政府风险补偿范畴,或者经银行业金融机构审慎筛查后认定。由此,既限制了试点地区之外的各类企业进入投贷联动范畴,也限制了试点地区中的非科创企业进入投贷联动范畴。三是投贷联动的目的在于探索符合中国国情且与科创企业发展相适应的金融服务模式。《意见》指出,推出投贷联动旨在“推动银行业金融机构基于科创企业成长周期前移金融服务,为种子期、初创期、成长期的科创企业提供资金支持,有效增加科创企业金融供给总量,优化金融供给结构,探索推动银行业金融机构业务创新发展。”

对商业银行来说,投贷联动扩展了业务范围,使得它们一方面可以通过具有投资功能的子公司直接介入股权投资领域,分享投资收益(包括股份上市交易的收益、股份转让收益和股份分红收益等),既达到由投资收益抵补信贷风险的目的,又可扩展经营收益的新来源;另一方面,可以扩大对科创企业的信贷规模,支持科创企业的发展,提高金融服务质量和程度;再一方面,可以以此展开一系列相关的金融创新,介入资本市场运作,扩展综合经营。因此,是一个有着多元效应的金融创新。

对科创企业来说,投贷联动扩展了资金来源,使得它们可以获得股权性资金,支持长期性科研开发和市场开发;可以对应地获得贷款资金,保障经营活动的流动性需求;可以借助投贷联动的市场信誉吸引其他多方面的投资和扩展销售渠道。因此,也有着多元效应。

但是,投贷联动也存在一系列值得关注的风险,其中包括:

第一，投资风险。投贷联动以投资为贷款的先导。投资从项目选择、项目运作和投资收回是一个长期且复杂的过程，不易简单把握。尽管《意见》规定了“试点机构投资功能子公司应当作为财务投资人”，但财务投资与战略投资之间并无严格的法律界定和金融运作界定（在期限上，受制于各种条件，有时财务投资的实际期限可能长于战略投资），由此，投资风险有可能成为影响投资子公司从而影响商业银行自身的严重隐患。尤其是，投资与放贷虽同属金融范畴，但为运作机理、资金性质和法律关系等的差别甚大所决定，在业务层面上几乎是两种完全不同运作。商业银行拥有放贷的优势，也有着丰富的经验和完善的机制；一旦迈入其知之甚少的投资领域就可能露短显怯，由此，引致的运作风险将加重投资风险。

投资项目的选择状况对防范投资风险至关重要。如果在试点地区内存在大量有着良好发展前景且尚未有股权投资机构介入的科创企业，那么对商业银行的投资子公司来说，选择一些合意的投资对象、展开股权投资相对容易。但现实情况是，全国有着数以万计的 PE 机构、上市公司及其他投资机构（如投资公司等），它们在寻求合意的投资对象方面已历经 10 多年的历史。具有较好投资价值的科创企业只要稍露苗头，众多投资机构就蜂拥而至。在这种背景下，商业银行的投资子公司即便引入了尽职调查团队和投资运作团队，要选择合意的投资对象也不是一件容易之事。这从一开始就决定了防范投资风险不是一厢情愿所能达到的。

第二，收益风险。投贷联动使得商业银行有可能通过投资子公司的股权投资获得股权溢价收益（如该科创企业发股上市）。在假定被投资的科创企业可能发股上市的条件下，这似乎是一项只挣不赔的买卖。但实际情形并不如此。其一，投资收益可能难以充分抵补贷款利息的损失。按照《巴塞尔协议》的规定，商业银行发放贷款的规模应受到资本数额的限制。中国银监会规定，一般商业银行的资本充足率应达到 10.5%（系统重要性商业银行应达到 11.5%），由此，如果某家商业银行设立的投资子公司注册资本为 10 亿元（假定均由该商业银行出资），那么，对应减少该商业银行记入资本充足率范畴的资本 10 亿元，受此制约它的放贷能力缩减近 100 亿元。在存贷款净利差为 3 个百分点左右的条件下，对商业银行来说，减少 100 亿元贷款就意味着减少 3 亿元左右的利息收入。几年下来，利息收入的累计减少数额就可能不是投资股权的溢价收入所能抵补的。其二，股权分割引致收益分割。既然商业银行创设的是投资子公司，那么它就应是由多个投资方共同投资发起设立的，不可能是某家商业银行独资的（否则就是分公司）；既然是财务投资者，那么该投资子公司投入科创企业的资本占科创企业股份比例就不会太高（通常在 5% 左右，达到 10% 就容易进入前 5 大股东范畴）。在这种条件下，且不说投资子公司和科创企业两层的各家股东持股结构、公司治理状况、各家股东的权益诉求等一系列问题已不是该商业银行可以独断的，就是发股上市（或协议转让及其他的股权退出方式）后，股份的溢价收入也不是该商业银行可独家获得的（但前述的利息收入减

少却是该商业银行独自承受的)。这将引致收益风险复杂化。

第三, 关联交易风险。在投资子公司投资于科创企业之后, 作为母公司的商业银行可以给被投资的科创企业发放贷款, 由此形成了该商业银行贷款与子公司投资之间的关联交易。虽然《意见》明确指出投资子公司“不得使用负债资金、代理资金、受托资金以及其他任何形式的非自有资金”投资于科创企业, 但因该投资子公司背后有着商业银行贷款跟随, 所以, “贷款”与“股权”之间的价格、数量乃至机制等安排所形成的关联交易还是可能发生。其一, 从价格关联看, 因有着后期的贷款支持, 投资子公司进入科创企业的股份价格可能较低。虽然贷款和投资分属不同渠道, 也不同时展开, 但这种较低价格购买的科创企业股份实际上以贷款价格较低或其他条件放松为交易对价, 因此, 关联交易的直接结果是, 一方面投资子公司以较低价格投资于科创企业, 获得了股份权益上的便宜; 另一方面, 其他投资机构因缺乏后期贷款支持, 与商业银行的投资子公司相比, 在向科创企业投资入股中处于劣势, 使得市场竞争的公平程度发生变化。其二, 从数量关联看, 投资子公司向科创企业的投资入股数额与后期商业银行贷款数额将形成一定的比例(联动)关系。对一些科创企业来说, 只要能够有效保证后期贷款数量满足经营发展的需要, 投资子公司占有的股份多点或少点是不重要的; 但对投资子公司来说, 在其他条件相同的场合, 占有股份的多少直接关系到未来股份溢价收入的多少, 所以, 利用贷款优势争取股份的特殊地位和特殊权利可能成为这种数量关联的落脚点。与此对应, 其他跟投的 PE 机构也乐于借助投资子公司的优势“搭顺风车”获得自己的利益, 由此, 通过数量关联, 投资子公司对科创企业的有关决策影响力大为增强, 甚至可能成为实际控制人的一部分。其三, 从机制关联看, 投资子公司的财务投资目的在于, 加快科创企业的发股上市(包括新三板等, 下同)进程, 获得股份的溢价收入, 由此, 在投贷联动之后, 不论是投资子公司还是作为母公司的商业银行都将利用各种资源来尽力争取被投贷联动的科创企业早日发股上市。在这个过程中某些不规范的操作, 不仅将形成接受投贷联动的科创企业与未接受投贷联动的科创企业之间的不公平竞争, 而且也会给投贷联动带来意想不到的风险。

投贷联动只是股债结合中的一种方式, 如果将后续的几种股债结合方式一并考虑在内, 投贷联动、明股实债和债转股等相互串通、连为一体, 那么, 它们结合起来的总体风险将可能大于单个相加之和。

三、明股实债的特点和风险

明股实债, 是指投资方在将资金投入目标企业形成股份的同时与该目标企业的大股东(乃至主要原股东)签署一系列相关协议, 这些协议中规定在一定期限内(如3年左右)若不能实现预期目标(如发股上市)则由大股东(或者主要原股东)按照投资方

入股价格全额回购股份并附加利息的股份投资情形。明股实债的运作有三个要点：第一，“明股”是指在明面上（即法律关系上）是投资入股。如果目标企业的经营状况能够达到相关协议中商定的业绩并且能够实现预期目标（如发股上市或在新三板上市等），则投资方乐于持有股份。内在逻辑是，当目标公司发股上市或在新三板上市后，投资方可以将手中持有的股份溢价卖出，获得溢价收益。这种溢价收益率将明显高于协议中商定的利率。第二，目标公司的经营业绩。在实行“明股实债”中，投资方与目标公司大股东（或主要股东）签署的协议中包含了投资方入股后若干年内每年应实现的税后利润指标（这一数额逐年增加）。这个利润指标瞄着发股上市或在新三板上市的盈利水平要求而定，因此，有着明确的指向。如果在最初年份，目标公司不能实现预期利润指标，则下年应将缺额补回，以保证发股上市的需要。第三，“实债”是指一旦目标公司在协议商定的时间内不能达到发股上市或在新三板上市的条件，则投资方的入股资金转为投资方对目标公司的借款，由此，目标公司的大股东（或主要股东）就要承担偿还这些资金本息义务。

在中国，明股实债方式的运用已有 10 多年的历史。它最初发生在上市公司收购非上市公司股份的“对赌”交易中，此时的明股实债更强调“明股”，“实债”只是投资方在“明股”的意图难以实现后采取的一种保护资金安全、防范风险的机制。但 2013 年以后，随着 PPP 的展开，在这一领域内“明股实债”更多地成为一种融资机制的安排，“明股”常常转化为“名股”，即名义上是投资入股，实际上是一种借款安排，由此，“明股实债”的重心从“股”转变为“债”。

作为一种股债结合的方式，明股实债以投资入股为先导，投资方在进行股份收购以后，通常有一个增资扩股的过程，这有利于增加目标公司的股本金数额、降低负债率，因此，是一种“去杠杆”的方式。另一方面，投资方通过股本资金的支持和协议安排的其他方面支持，积极推进目标公司的发股上市进程，无论对目标公司的原股东还是投资方来说都是有利的。但是，明股实债也存在一系列运作风险，主要表现在：第一，法律风险。在明股实债运作中，投资方的资金是以投资入股方式进入目标公司的，这些资金在法律上被认定为购股资金；同时，在工商注册、目标公司的资产负债表及其他相关文件中这些资金都被界定为股东权益范畴，由此，在目标公司难以实现协议商定的预期目标时，将这些资金从股本性资金转为债权性资金存在着法律风险。如果协议签字方的大股东（或主要股东）能够并且愿意支付这些资金的本息，则法律风险还只是一种潜在的担忧。但如果他们不愿意支付这些资金的本息并且对簿公堂，则法律风险就将成为现实。从法律角度看，股本性资金和债权性资金分属不同的法律调整范围，由此，在法庭上能否认同有关协议中的“股转债”条款还是一个不确定的因素。一旦法庭不认同“股转债”，则投资方的投资资金要收回就将困难重重。近期，一些地方以明股实债方式运作的 PPP 项目已经出现了法律纠纷，法院对其中的“名股”转为“实债”尚未予以认

同。第二，运作风险。在上市公司收购非上市公司股权的对赌过程中曾发生一些目标公司采取非规范操作（包括虚假交易、业绩造假等）以实现协议中业绩指标的情形。如果这些情形在明股实债中展开，一旦曝光，那么不仅将严重危及目标公司的长期发展，而且将给投资方带来更加严重的损失（绝非仅仅投资资金的损失，甚至可能面临市场信誉和社会声誉损失）。第三，政策风险。明股实债的运作以已有的制度和政策为投资方和目标公司大股东（或主要股东）之间制定各项协议的前提。但在随后几年的运作过程中，这些政策可能发生一系列重要变化，致使投资方的预期目的难以实现。一旦此类风险发生，投资方就将处于进退两难的境地。

在推进投贷联动过程中，如果投资子公司以明股实债方式操作投资，那么，可能引致的风险不仅将给投资子公司的运作带来严重的负面效应，而且可能给对应商业银行带来市场声誉乃至财务方面的更大风险。

四、债转股的特点和风险

债转股，是指将商业银行贷款所形成的对实体企业的债权通过金融资产管理公司的处置机制转化为金融资产管理公司对实体企业的股权。债转股有五个要点：第一，确认需要处置的商业银行贷款数额和实体企业的经营状况。在中国，接受商业银行放款的实体企业为数众多，其中，有些经营状况较好、能够按时偿付贷款本息，有些经营状况较差、难以按时偿付贷款本息。如果是以处置不良贷款为对象展开债转股，那么，就需要对经营状况较差的实体企业所接受的贷款数额进行清理，弄清楚数额、利息、逾期期限、可能的解决方案等一系列问题。第二，确定处置不良资产的机制。处置商业银行不良贷款有着多种机制，既可以是商业银行自己处置，也可以是商业银行以招标方式委托其他金融中介机构（如资产管理公司、信托公司和投资银行等）处置，还可以是成立专门的金融资产管理公司进行处置。每种方式的内在机制不同，进行资产处置的前提条件、资产处置活动状况和资产处置后的结果也不尽相同，因此，需要确定选择哪种机制展开不良资产的处置。第三，确定商业银行不良资产的转移方式。如果选择商业银行自己处置不良资产，那么进入处置范畴的不良资产一般没有转移问题；但如果选择的是由其他金融中介机构处置不良资产，那么，这些不良资产是通过由这些金融中介机构从商业银行手中直接购买还是商业银行以委托方式划拨就成为需要明确的事项。第四，设立不良资产处置的评判机制。同一不良资产选择不同的处置方式所面临的风险不同、处置后剩余的资产净额也有着很大差别，同时，在不良资产处置过程中政策变化、市场走势变化等诸多因素也将影响处置后的资产净额的多少，那么，哪种处置方式是稳妥的？这需要设立一套不良资产处置的评判机制。可选择的评判机制包括：由资产评估事务所进行背对背的资产价值评估、由相关各方建立不良资产处置的监督机制、招标方式中承诺

机制等。第五，债转股的对价。在不良资产处置中，资产净额明确后，债权转为股权的数量受到转股价的直接影响。在资产净额不变的条件下，转股价越低则债权转为股权的数量越多，反之亦反。例如，10 亿元不良资产处置后的资产净额为 4 亿元，在转股价为 4 元/股的条件下，这笔债权转为股权的数量为 1 亿股；在转股价为 2 元/股的条件下，这笔债权转为股权的数量为 2 亿股。

债转股将实体企业因接受贷款所形成的债务转变为股权，在其他条件不变的场合，有着增加实体企业所有者权益数额、降低负债率的积极效应，因此，是“去杠杆”的一个重要机制。同时，在债转股条件下，实体企业原先以利息方式支付给商业银行的财务成本转变成了利润，所以它有利于降低实体企业的财务成本，提高它们盈利水平，是一种“降成本”的重要机制。

对中国而言，债转股在 1999 年之后的一段时间内曾经展开过，有着一定的机制积累和操作经验。但时过境迁，在如今的条件下展开债转股与 20 世纪 90 年代末的债转股相比，既有着一些有利条件的变化，也有着一些不利条件的增加。从有利条件看，经过 10 多年的发展，中国金融市场的规模、机制和成熟程度明显提高，金融产品的多元化复杂化程度大幅增强，金融机构的操作水平也有了长足进步，因此，与 20 世纪 90 年代末相比，债转股的市场条件和技术条件更加充分。从不利条件看，20 世纪 90 年代的债转股处于经济增速快步上行的区间（1999 年 GDP 增长率为 7.6%，2000 年为 8.4%，2003 年以后就突破了 10%），各种资源价格从而资产价格的上行促进了股权价格的上行，由此，转股后的资产比较容易处置；与此相比，如今的经济增速正处于减缓区间（从高位步入中高位区间），产能过剩、库存增加、PPI 持续负增长等一系列因素都使得资源价格从而资产价格面临着严重的下行压力。另一方面，在 20 世纪 90 年代末处置不良资产中，工、农、中、建等都还是国有独资商业银行，由国家财政来承担这些商业银行自改革开放以后因政策性因素引致的不良资产处置后果，比较容易为社会各界所接受；但在经历了 2004 年以后的股份制改革、不良资产剥离和发股上市以后，这些商业银行已成为公众公司，在财务硬约束条件下，再将它们因经营不善引致的不良资产以债转股的方式进行处置，可能就没有那么容易让各方达成共识了。这也决定了拟进入债转股的不良资产处置处于较为困难的境地。如果将国际环境考虑在内，那么，如今债转股的国际条件就更加严峻。不难看出，受各方面条件制约，如今的债转股运作风险将大于 90 年代末的债转股。

债转股的机制设置对处置不良资产和债转股运作都有着至关重要的影响。90 年代末的不良资产处置通过设立金融资产管理公司的机制并由央行给金融资产管理公司提供再贷款来展开，但如今再以此展开不良资产处置已不再容易了。不仅将商业银行的不良资产以账面价格直接卖出，金融资产管理公司不容易接受（因为如果接受，就意味着金融资产管理公司要承担这些不良资产处置后的损失），而且将不良资产处置限定由金融资