

河南省哲学社会科学“九五”规划项目

项 目 名 称：“债转股”的市场化运作机制与风险防范研究

项 目 负 责 人：徐 荣 梅

负责人所在单位：河南财经学院

结 项 日 期：二〇〇〇年十一月

“债转股”的市场化运作机制与风险防范研究

项目负责人：徐荣梅

项目组成员：杨 华 王庆臣 孙 梅 任玉兰
杨淑霞 尤社香 李涤凡 赵紫剑
赵 辉 赵云波

项目参加单位：河南财经学院

信达资产管理公司

中保公司

河南大学

河南财税专科学校

河南省哲学社会科学“九五”规划项目

项 目 名 称：“债转股”的市场化运作机制与风险防范研究

项 目 负 责 人：徐 荣 梅

负责人所在单位：河南财经学院

结 项 日 期：二〇〇〇年十一月

目 录

第一部分 “债转股”的背景分析与目的意义	1
一、“债转股”的内涵及背景分析	1
(一) “债转股”的内涵	1
(二) “债转股”的背景分析与国际经验借鉴	2
二、“债转股”的条件和适用范围	3
(一) “债转股”企业必须具备的条件	4
(二) 适宜于“债转股”企业的选择范围	5
三、“债转股”的目的和意义	6
(一) “债转股”的直接目的与根本目的	6
(二) “债转股”的效用分析	7
第二部分 “债转股”运作模式的选择与实施	17
一、“债转股”的理论依据及模式选择	18
(一) “债转股”的理论依据	18
(二) “债转股”三种模式的比较与分析	19
二、“债转股”市场化运作机制的实施及成效分析	21
(一) “债转股”操作主体的确立	21
(二) “债转股”市场化运作机制的基本内容及实施措施	25
第三部分 “债转股”实施过程中的主要障碍与补救	39
一、“债转股”实施过程中的主要矛盾及补救措施	40
(一) 中央的基本设想和现实条件的矛盾	40
(二) 市场机制要求与实施操作手段的矛盾	40
(三) 各行为主体的矛盾	41
二、“债转股”实施过程中的法律障碍及补救措施	43
(一) “债转股”与《公司法》、《商业银行法》的矛盾与对立	43
(二) 相应法律、法规缺位, 严重影响了运用	
“债转股”处理不良资产的实际效果	44
三、“债转股”实施过程的机制障碍及补救措施	45
四、“债转股”实施中的人才缺乏障碍及补救措施	46
(一) 缺乏众多的战略投资家和专门的投资理财人员	46
(二) 缺乏高素质的企业管理人员	47
(三) 缺乏充足的协调人员	47
五、“债转股”实施过程中的动力障碍及补救措施	47

“债转股”的市场化运作机制与风险防范研究

1999年，国务院决定成立金融资产管理公司，专司管理和处置银行不良资产，表明了宏观决策层解决金融问题的决心。党的十五届四中全会通过的《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》再次明确要求，结合国有商业银行集中处理不良资产的改革措施，通过金融资产管理公司等方式，对一部分产品有市场、发展有前景，由于负债过重而陷入困境的重点国有企业实行债权转换股权，推动国有企业转换经营机制。为此，债权转股权已经成为当前盘活国有商业银行不良资产和促使国有企业摆脱困境的一个重要方法。

第一部分 “债转股”的背景分析与目的意义

债权转股权(以下简称“债转股”)作为正在实施的处置国有商业银行不良资产的一种主要方法已受到社会各界的广泛关注和重视，然而如何准确把握“债转股”的内涵，深刻分析其产生的历史背景，正确理解其正反两方面效应，严格把握“债转股”的条件和适用范围显得特别重要。

一、“债转股”的内涵及其背景分析

(一) “债转股”的内涵

所谓“债转股”即债权转股权，就是以金融资产管理公司作为投资主体，将有关商业银行原有的不良信贷资产转为金融资产管理公司对企业的股权。由原来商业银行与企业的信贷关系，转化为金融资产管理公司与企业的直接投资关系，由原来的还本付息转变为按股分红。其实质是金融机构的一种债务重组方式。

（二）“债转股”的背景分析与国际经验借鉴

作为解决债务及融资问题的手段，“债转股”当前已经成为国际上资产重组过程的重要手段。“债转股”方式在90年度初中东欧经济转轨各国得到不同程度的运用，如克罗地亚允许银行将约占总资产2.5%的不良贷款转为股权，银行期望能在未来股市回升时出售所持股权；波兰政府鼓励将债转股作为银企之间庭外和解的一部分，并希望其成为银行和企业重组的主要方式，以此促进银行与企业的私有化。匈牙利政府1993-1994年，采用银行与国家鉴定调整合同，向银行注资，调整范围包括管理体制、组织结构、操作系统现代化以及所有制结构变化等一系列内容，推进银行与企业债务人的重组，取得较好的效果。

早在90年初期，我国经济理论界，在国际解救债务危机经验的启发下，面对我国国有企业负债率太高，债务负担沉重，使许多国家重点企业因债务沉重而陷入困境的现实，希望利用“债转股”处理银企债务症结的思路在我国流行起来，后因1995年颁布的《商业银行法》不允许银行持有企业股权而陷于停顿。到了90年后期，我国国有商业银行不良贷款日益积累的问题已经凸现出来，与此相对应的是大量国有重点企业，产品有销路，发展前景

广阔，但因巨额的银行债务使之陷入困境，这实际上是一个问题的两个方面。为了克服商业银行持债权直接转化为股权带来的弊端和《商业银行法》的约束，通过成立金融资产管理公司(AMC)来集中处理不良资产是一种较为有效的选择。由于我国现阶段解决银行不良资产与企业债务问题的难点突出表现为：企业资本金不足，希望国家财政注资，清偿一些过渡的债务，但除非能得到足够的补偿，财政部门不愿用更多的财政资金为企业注资，造成国家财政紧张和赤字扩大；国有企业需要取得新的贷款以发展生产，也期望银行注销和减免更多的债务，但银行没有能力对这么多高负债的国有企业进行扶持，对企业新放贷款谨慎，反对注销和减免债务；银行需要资本重置，以增强呆坏帐冲销能力，但国家没有能力成立成本高昂的保险系统。解决上述矛盾，采用将银行的债权转化为企业的股权，既充实了企业的资本金，优化了企业的财务结构，使得企业可以重新获得融资能力，为企业的再生创造条件；同时，银行作为控股股东，可以监督和指导企业的生产经营，在保全自己资产的同时，积极寻求退出途径；在盘活企业和银行资产的同时，并没有新的增量资金进入，减轻了国家财政的压力。正是在这种背景下，“债转股”被我国政策决策层面接受并付诸实施，且成为今后一段时间资产管理公司处理不良资产的重要方法之一。

二、“债转股”的条件和适用范围

“债转股”是国家为盘活商业银行不良资产，加速不良资产的回收，增加资产的流动性，防范和化解金融风险，加快实现国有大

中型亏损企业转亏为盈，促进企业转换经营机制，尽快建立现代企业制度而采取的一项政策措施。为了保证“债转股”的质量，必须对“债转股”企业应具备的条件和适用范围进行严格界定和把关。

(一)“债转股”企业必须具备的条件

1、“债转股”企业必须是符合国家经贸委规定五项条件的企业。即：产品品种适销对路(即：国内有需求、可替代进口、可批量出口)，质量符合要求，有市场竞争力；工艺装备为国内、国际先进水平，生产符合环保要求；企业管理水平较高，债权债务清楚，财务行为规范；企业领导班子强，董事长、总经理善于经营管理；转换经营机制的方案符合现代企业制度的要求，各项改革措施有力，减员增效、下岗分流的任务落实并得到地方政府确认。

2、资产管理公司接收的不良资产中，经“债转股”后可最大限度提高回收率的债务人。

这类企业经过重组后，企业在某一方面具有较鲜明的特点，为国内外的投资人所青睐。例如：企业有较好的市场潜力；企业有较好的行业发展前景；企业产品有良好的品牌；企业拥有先进的技术设备；企业拥有某些特别专利和专有技术。

3、“债转股”后符合上市条件，在海内外上市的国有企业。

该类企业属于中国各行业中具有一定优势的企业，具有良好的经营管理能力，并获准中国证监会等有关部门到海内外上市的允诺或批文，但由于债务较重，盈利能力、资产结构等达不到企

业上市的条件和标准，企业“债转股”后正好可满足上市的要求。显然不是所有企业的不良债务都可以“债转股”。

(二) 适宜于“债转股”企业的选择范围

根据上述条件，适宜于“债转股”的企业一般为债务企业的负债率太高，总资产盈利率低于银行负债率与市场利息率的乘积，如果银行拟按期收回，企业将陷入困境，可能濒于破产，贷款将反而收回无望；如果银行予以妥协，不急于逼债，给企业以喘息机会，则可能最终盘活资产。这种企业大概可分为以下三种类型：第一类是国家经贸委在“意见”中确定的企业；第二类是资产管理公司接收的不良资产中，经“债转股”后可最大限度提高回收率的债务人；第三类是“债转股”后符合上市条件，在海内外上市的国有企业。具体如下：

1、“七五”、“八五”和“九五”前两年主要依靠银行贷款(包括外币贷款)建成投产，因缺乏资本金和汇率部分变动等因素，负债过高导致亏损，难以归还贷款本息，通过“债转股”后可转亏为盈的工业企业。

2、国家确定的512户重点企业中因改建、扩建致使负债过重，造成亏损或虚盈实亏，通过优化资产负债结构可转亏为盈的工业企业。

3、被选企业同时应是1995年及以前年度向银行贷款形成不良债务的工业企业。有些地位重要、困难很大的企业，时限可以延长至1996、1997、1998年。

4、工业企业直接负债方，作为“债转股”的企业，必须具有独

立企业法人资格。

5、国有企业拟在海内外上市，但未完全达到上市的标准和条件。在国有商业银行同意的条件下，由资产管理公司进行“债转股”，同时通过优化企业资产结构，企业可满足上市的条件。另外，还有一些未被剥离滞留于银行内部委托资产管理公司运作的不良资产，只要符合上述条件，也可以作为“债转股”企业对待。

总之，在资产管理公司接收的不良资产中，企业在某些方面有一定的优势。通过“债转股”等方式进行重组后，企业具有一定的发展潜力，有潜在的投资者愿意投资，资产管理公司拥有良好的退出通道的均属于适宜于“债转股”企业的范围。根据上述条件与范围，全国四家资产管理公司将接收的4500亿元不良资产，占接收不良资产总额的40%，共计601个项目，通过“债转股”的方式进行处置。由此看来，“债转股”已经成为资产管理公司处置不良资产的重要手段。

三、“债转股”的目的和意义

(一)“债转股”的直接目的与根本目的

“债转股”从政策层面的意图和实施的效果看，其直接目的不外乎实现“双赢”或“三赢”目标。所谓“双赢”目标，就是对符合上述条件和适用范围的企业通过资产管理公司的阶段性持股，使企业利用整改、重组来摆脱困境，改善经营管理，也使金融资产转劣为优，进而实现把银行办成“好银行”(即通过将银行不良资产剥离，使银行轻装上阵)，把企业办成“好企业”(即通过“债转股”企业的治理结构发生根本性变化)的目标。所谓“三赢”目标，就是在“双赢”

基础上，保持一个“好财政”(即通过资产管理公司的运作，使财政能最大限度地清收国有企业的不良资产)，尽快化解潜在的金融风险和金融危机，促进国有经济布局的战略调整，为下个世纪中国的快速发展打下坚实的基础。而“债转股”的根本目的是旨在解决重新搭配财政金融宏观关系，改革社会建设资金配置模式的基础上，具体处理已经堆积起来的债权债务，而并不仅仅是为了解决提高银企经营水平的问题。其实，我国的债权债务问题，不是企业问题，也不是银行问题，它是发生在企业、银行身上而根源于宏观领域的社会性经济问题。它主要涉及转型期我国社会资金的配置模式和财政金融搭配等宏观经济问题。从根本上说，我国债权债务问题和产生原因是经济转型期我国财政金融关系处理不恰当。这种失当主要表现在：当经济体制的转变使得财政供给制在包揽建设资金的实力已不再可能时，仍维持国家包经济建设、包企业生产的指导思想和以国家为主体的社会资金配置模式，把银行当作第二财政，使银行资金财政化，从而造成了企业过度负债和银行资产质量严重恶化的问题。为此，根本解决债权债务问题的宏观思路是，彻底摒弃国家包经济建设和社会再生产的指导思想，改变国家为主体包生产建设资金供给的资金配置模式，建立以市场为主体的市场配置资金模式；治理财政超收入搞建设的顽症，恢复和保持财政收支基本平衡；纠正银行资金财政化倾向，还经营自主权于银行，使银行回到货币市场运作中，健全资本市场和要素市场，建立起企业通过市场交易取得资金的融资机制。

(二)“债转股”的效用分析

“债转股”是我国推出的一项为化解金融风险，减轻企业负担、推动国企改革，促进国企三年脱困的重大举措，是我国金融业的一项重大创新，其积极作用主要有以下几个方面：

1、有利于盘活商业银行的不良资产，化解金融风险，充分发挥国有商业银行在国企改革中的主导作用。实施“债转股”，将不良资产从国有商业银行中剥离出来，降低它们的呆帐、坏帐及不良债权比率，提高资本金充足率，优化资产负债结构与质量，通过金融资产管理公司与企业推行债权与股权的重组，可有效地盘活不良资产、化解金融风险，从而使商业银行轻装上阵，在现代经济中发挥更重要的作用。同时，银行不良债权的减少，为国有商业银行进行制度创新、建立现代商业银行制度创造条件，因为，国有商业银行巨额的不良债权是国有商业银行实现产权制度创新的最大障碍之一。

“债转股”可以使银行摒弃那种催讨企业债务而得不到偿付，以致要迫使企业破产偿债以杀马分肉的积怨，转化成使企业经过重整恢复发展，即把病马养好了再分享运力而使债权人与债务人利益与共的合力，同时还使银行能够再拿出新的贷款来帮助企业重整辉煌。这样，就使对金融风险的消极防范，变成一种有利于企业和经济发展并进一步防范和化解金融风险的积极力量。

众所周知，在经济体制由计划经济走向市场经济的过程中，我国的投融资体制实现了由国家财政主导型向国有银行间接融资主导型的转变。这一转变使国有企业的融资结构发生了较大的变化，但国有企业使用资金的“预算软约束机制”却未能得到根本改

变，只不过是过去的财政预算软约束转变为现在的银行信贷软约束而已，从而引致了国有银行的巨额不良资产和国有企业不断升高的负债率，使得银企双方的改革陷入了相互制约的困境。目前，国有企业重组已成为我国经济发展以及国有企业改革的必然选择。国有企业重组也必将有效地启动国有资产存量，极大地增强国有企业的活力。因此，国有商业银行必须适时地调整经营策略，以支持国企改革为己任，发挥金融中介作用，推动国企资本重组。国有商业银行支持国企重组，重点在于为国企创造良好的金融环境和提供各方面的金融服务。

近年来，我国银企关系的一项重大改革是实行主办银行制度。但就目前情况来看，这一制度只是规定了银行的义务和责任，而对银行的权益则几乎没有涉及，银行没有任何有效手段影响企业经营决策过程，没有对企业进行“相机治理”的权力，无法对企业进行强有力的监督控制。因此，主办银行制度只不过是把过去对国有企业的全面支持变成现在对效益较好的国有企业的重点支持，不能有效解决怎样切实维护银行债权这一关键问题。

实行“债转股”后，作为最大债权人的银行或委托其代理人直接参与公司管理，更加积极地介入企业的经营管理活动，低成本高效益地获得企业的内部信息，通过事前、事中、事后监督保障信用安全。银企之间也由过去的投资信贷关系变成投资合作关系，真正建立起患难与共、风险共担、利益共享的新型银企关系，使国有商业银行在国有企业改革中的主导地位得以更有效地发挥。事实上，有不少企业已进行了股份制改造，为银行顺利参股、控

股准备了前提条件。

2、“债转股”可以帮助企业解困，推动企业建立现代企业制度。这一作用主要体现在两个方面：一则是实行“债转股”把一部分银行不良贷款作为过度负债企业的资本金，免去了支付利息的负担，使困境企业获得了一笔不需要偿还的、稳定的经营资金，随之也相应地增加了企业可以继续借贷的负债能力，真正使企业增强了实力，夯实了脱困基础。因为，据国家有关部门统计，我国国有企业的资产负债率由1980年的18.7%上升到现在的80%以上，相当一批国有企业资不抵债或达到了资不抵债的边缘，形成企业资产负债比例过高、负债结构极不合理的现象。据官方1997年统计，全国14933户国有大中型企业中，有40%约6000家企业的负债率超过80%，有15%约2000多家企业资产负债率在100%以上。这样高的负债率已经严重影响了我国国有企业的财务效益，阻碍了国企改革的进程和顺利发展。而债权变成股权以后，可以迅速缓解国有企业高额存量债务在短时期内的还本付息压力，从而给经营不好的国有企业一段较为宽松、从容的“软”时间约束，来解决其长期存在的问题，提高其竞争和盈利能力。由此看来，对于相当部分企业而言，“债转股”显得特别重要。二则是“债转股”作为一项重要的改革举措，将推动国有企业尽快建立现代企业制度，即通过资产管理公司的参股、控股、推动资产重组，构建完善的法人治理结构，促进企业经营机制的转换，加快建立现代企业制度。因为，“债转股”的操作条件是要求债务企业实现股份制改造。通过金融资产管理公司的阶段性持股，改变原有国有企业国家单一所有的股权

结构，使更多的大中型国有企业在“债转股”中建立公司治理模式。

3、“债转股”对于缓解我国当前的通货紧缩压力具有积极的影响。1997年底以来，我国经济已陷入明显的通货紧缩状态。通货紧缩的可怕之处，在于它具有一种自我强化机制：通货紧缩一方面使得企业的资产负债表恶化，信贷价值(credit worthiness)下降，融资困难，从而减低企业的支出能力；另一方面又会引发人们的通货紧缩预期，从而减弱人们的支出意愿；而支出能力和支出愿望的下降又会导致通货紧缩的进一步加剧。如果任由上述自我强化机制自发作用，中国经济势必陷入持续的低迷状态。政府因而采取了降息、扩大基础设施投资等一系列扩张性财政、货币政策。但是这些措施并未触及通货紧缩自我强化机制中最关键的链条：银行借贷的内生性减少。近几年来，人们普遍抱怨银行“惜贷”，但是银行“惜贷”是有原因的：一方面企业的信用风险随着企业净值(资产减负债)的下降而急剧上升，另一方面银行的信贷扩张能力也随着不良资产比例的扩大而下降。“债转股”虽然并不意味着资本成本的降低，但对于增加企业的信贷可得性显然是大有裨益的。因为随着资产负债率的下降，企业的信贷价值和融资能力将得到提升；另一方面，随着银行不良资产的剥离，新资金的注入，银行的信贷扩张能力将得到增强，因此，实施“债转股”，从理论上说，增加多少亿资本金，就能增加多少亿可以抵押的资产，相应地也就能增加多少亿的承债能力。可以设想，通过金融资产管理公司的阶段性持股，将数以千亿计的不良贷款转化为过度负债企业的资本金，相应增加信贷投入，无疑是有效地化解通缩的

一股巨大力量。

4、“债转股”为我国资本市场的形成和完善奠定了基础，促使国有经济布局发生战略性调整。“债转股”的关键是引入金融资产管理公司这个中介机构。它的基本职能是，通过多种方式集中国内外的投资者的资金，以此购买国有银行对部分国有企业的债权，转而对有国有银行债务的部分国有企业拥有股权，对企业进行改组和重组，逐步提高企业的市场竞争力。在此基础上，中介机构凭借出资人的权益，获取股息收益，并给予终极投资者合理回报。因此，通过中介机构参与债权转股权，可塑造一大批资本市场的投资主体，并为我国资本市场的形成与完善奠定基础。目前，我国国有经济布局不尽合理，必须将有限的国有资本集中于国民经济的战略性产业和支柱产业，而“债转股”则是调整国有经济布局的一个重要渠道。资产管理公司通过将所持股权向第三方转让，可以引进其它战略投资者，给国有经济带来新的管理、技术和产品，从而优化国有经济布局，实现国有经济的战略性退出。

5、通过实施“债转股”，解决国有产权主体虚置，出资者缺位的问题。长期以来，国有企业出现这样那样的问题，原因固然是多方面的，但其中一个主要原因就是出资人没有真正到位，而出资人到位是资产管理公司行使职能的重要途径。“债转股”就是通过资产管理公司尽股东责任来达到出资人到位的问题。

“债转股”在带来上述正面效应的同时，也可能带来一系列不利影响。

其负面效应主要表现在以下几个方面：

1、简单的“债转股”可能弱化企业的治理结构。因为，对于企业的经营者而言，债务通常是比股权更硬的一种约束。在一个完善的市场经济中，企业一旦资不抵债，就可能被迫破产，企业经营者也将被解雇，从而丧失控制权收益。为避免这一可能，企业经营者将被迫努力工作，从而使企业至少能保持其清偿能力。从这个意义上讲，债务约束有利于减少代理成本。就国有企业而言，虽然众所周知，债务软约束是一个十分突出的问题，但是相对于国有股权资本而言，银行的债权约束还是比较硬的。银行虽然不能也不愿轻易将资不抵债的企业推向破产，但是债台高筑企业的行动在相当程度上还是受到银行约束的。为避免这种约束，企业经营者存在改善其经营的激励。事实上，80年代中期的“拨改贷”的初衷正是试图通过用相对较硬的债务约束来代替过于软弱的股权约束，以增加企业改善业绩的压力。然而，简单的“债转股”正好相反，是在用一种较软的约束来代替相对较硬的约束。在国有企业还本付息的压力减轻、新的所有者又不能有效介入的情况下，国有企业的管理势必更加懈怠。

2、简单的“债转股”可能并发道德风险。

“债转股”作为银企债务重组的一剂良药，通过债权向股权的转变，使原来的借贷关系转变为不需还本付息的持股关系。其实施过程中既没有增加财政支出，又减轻了企业还债负担，银行也盘活不良资产，可以说“债转股”是一种现实代价最小而又行之有效的债务重组办法。尤其我国实行的“债转股”是以金融资产管理公司作为投资主体的将商业银行原有的不良信贷资产转为金融资产管