

市场化债转股路径选择与实施方案



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——不良资产处置专题报告之二

❖ 市场化债转股发展现状

根据央行发布的《盘点央行的 2019 | 重点领域金融改革》显示，2019 年央行积极推进市场化债转股工作，初步统计，截至 2019 年末，市场化债转股投资规模超 1.4 万亿元。此前央行披露的数据显示，截至 2019 年二季度末市场化债转股投资规模为 10015 亿元。

❖ 市场化债转股模式之一：收债转股

“收债转股”模式的债转股主要运用于第一轮的政策性债转股，指的是先承接债权再将债权转为股权。在政策性债转股实施过程中，债转股实施机构为财政部出资成立的四大资产管理公司，其对口承接四家国有大型商业银行的不良贷款，债转股对象企业为尚不需要破产清算的负债企业，资产管理公司对负债企业实施债转股，即以股抵债。

❖ 市场化债转股模式之二：入股还债

“入股还债”模式是市场化债转股的主流模式，指的是债转股实施机构先以股权投资的形式给高负债企业增资扩股，企业再以该笔注资偿还银行债务。“入股还债”最具代表性的模式是并表基金模式：由债转股实施主体（一般为商业银行）、负债企业和社会资金三方共同发起设立基金，并以有限合伙的形式入股企业，通过合伙协议将基金并入少数股东权益，用于偿还债务，从而达到降低企业资产负债率的目的。

市场化债转股模式之三：股债结合

“股债结合”模式的市场化债转股指的一般是银行债转股实施机构在跟企业签订债转股协议时，通常还会为其新增授信，并提供综合性金融服务。“股债结合”的作用主要体现在两个方面，一是可以对企业同时做股权和债券投资，不需要设法把债包装成股；二是对于债务融资结构不合理的高负债企业，可以采用低息债务替换高息债务、长期债务替换短期债务的方式进行债务结构调整，以此降低企业杠杆。

❖ 市场化债转股模式之四：债转优先股

“债转优先股”模式指的是债转股实施机构将债权转换为负债企业的优先股。优先股在某些方面与债券具有共同之处，但又与普通债券很不同。对于商业银行来讲，通过“债转优先股”，可避免负债企业因暂时性经营困难或因抽贷、断贷而造成坏账，使有潜力的负债企业通过未来的经营改善，偿还贷款。

❖ **风险提示：** 外部经济形势不明朗，下游需求低于预期，宏观环境超预期变化。

📄 证券研究报告

所属部门	总量研究部
报告类别	宏观专题
报告时间	2020/10/13

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、我国市场化债转股的发展与现状.....	4
1.1 市场化债转股的概念.....	4
1.2 市场化债转股发展历程.....	5
1.3 市场化债转股发展现状.....	6
二、我国市场化债转股的运作模式.....	7
2.1 市场化债转股的主要模式.....	7
2.2 市场化债转股的主要操作流程.....	11
三、市场化债转股案例	13
3.1 武钢集团开启首单央企市场化债转股.....	13
3.2 中国黄金集团市场化债转股探新路.....	14
四、市场化债转股实施困境及发展建议.....	16
4.1 我国市场化债转股实施困境.....	16
4.2 市场化债转股发展建议.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图 1：2017—2019 年市场化债转股实施规模（单位：亿元）	7
图 2：收债转股模式市场化债转股	8
图 3：入股还债模式市场化债转股	9
图 4：股债结合模式市场化债转股	10
图 5：债转优先股模式市场化债转股	11
图 6：武钢集团市场化债转股	14
图 7：中国黄金集团市场化债转股	15
表格 1. 债转股企业适用范围	4
表格 2. 2016 年市场化、法治化债转股开启	6

一、我国市场化债转股的发展与现状

1.1 市场化债转股的概念

市场化债转股是指通过市场化方式将商业银行、资产管理公司等金融机构与企业之间的债权、债务关系转化为持股人与被持股人的关系，相对直观的降低了企业杠杆率和银行的不良贷款率，有效防范了金融风险。我国宏观经济当前面临的其中一个问题就是企业的高杠杆率，市场化债转股可以起到降低企业杠杆率的作用，有潜力的企业就可以获得发展的机会。同时，市场化债转股也可以降低银行的不良贷款率。

企业要想进行债转股，也需要满足一定的条件。根据 2018 年 6 月 29 日中国银行保险监督管理委员会发布的《金融资产投资公司管理办法（试行）》（以下简称《办法》）第三十五条的规定，可以作为债转股对象的企业应具备以下条件：发展前景良好但遇到暂时困难，具有可行的企业改革计划和脱困安排；主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。

表格 1. 债转股企业适用范围

债转股企业	具体要求
应具备的条件	发展前景良好但遇到暂时困难，具有可行的企业改革计划和脱困安排 主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标 信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录
三个鼓励	因行业周期性波动导致困难但仍有希望逆转的企业 因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业 高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业
五个禁止	禁止扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”债转股 禁止有恶意逃废债行为的失信企业 禁止债权债务关系复杂且不明晰的企业 禁止不符合国家产业政策，助长过剩产能扩张和增加库存的企业 禁止金融业企业

资料来源：中国银保监会；川财证券研究所

1.2 市场化债转股发展历程

根据 2016 年 10 月《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（54 号文）的颁布作为分水岭，将债转股的发展分为两个阶段。

第一阶段为 1999 年至 2016 年 9 月。由于此次债转股的主要目的是化解国有大行的不良资产风险，这一阶段被称为“政策性债转股”。1999 年原国家经贸委、中国人民银行颁布了《关于实施债权转股权若干问题的意见》，用于解决国有企业负债率过高、银行不良贷款激增的问题。债转股的企业范围是在“七五”“八五”期间以及“九五”前两年主要依靠商业银行贷款，最终杠杆率过高甚至亏损难以还本付息，但是通过债转股可以实现盈利的工业企业。为缓解这一情况，财政部与央行注资成立四大资产管理公司（AMC）——东方、华融、长城、信达。资产管理公司根据国家经贸委推荐的债转股企业名单，与目标企业谈判具体的债转股方案和企业改革重组方案；债转股方案需要由国家经贸委会同财政部、中国人民银行进行审批，审批后上报国务院批准，最后将批准的方案交由资产管理公司实施。此次债转股属于政策性债转股，有效的实现了国有商业银行不良贷款的剥离，行政干预色彩较浓。

第二阶段为 2016 年 10 月至今。2016 年以来，我国商业银行不良贷款率上升较快，企业面临的债务风险与偿债能力表现出严峻态势。在这样的背景下，国家贯彻供给侧改革“三去一降一补”，随着《关于煤炭、钢铁行业化解过程产能实现脱困发展的意见》《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》《中央企业深化改革瘦身简体工作方案》等标志性文件的出台，供给侧结构性改革的工作逐步转向了降成本与去杠杆，不良资产债转股的侧重点转移到了降低企业负债率上。2016 年 10 月，《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（54 号文）的颁布，标志着市场化债转股的序幕由此拉开。2016 年发改委、央行等五部委在大型商业银行试点“市场化、法制化”债转股，“商业化债转股”时期到来。本轮债转股中收购不良资产的主体就更加多元，涉及到 AMC、保险资管、国有资本投资运营公司、银行附属机构等等。所以本次债转股更加强调的是市场化、法治化的大环境。

表格 2. 2016 年市场化、法治化债转股开启

时间	监管文件
2016. 07	关于做好银行业债权人委员会有关工作的通知
2016. 09	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见；市场化债转股纲领性文件
2016. 10	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》
2016. 10	《关于市场化银行债权转股权指导意见》
2016. 12	关于印发《市场化银行债权转股权专项债的发行指引》的通知
2016. 12	关于做好市场化银行债权转股权的通知，提出设置债转股白名单

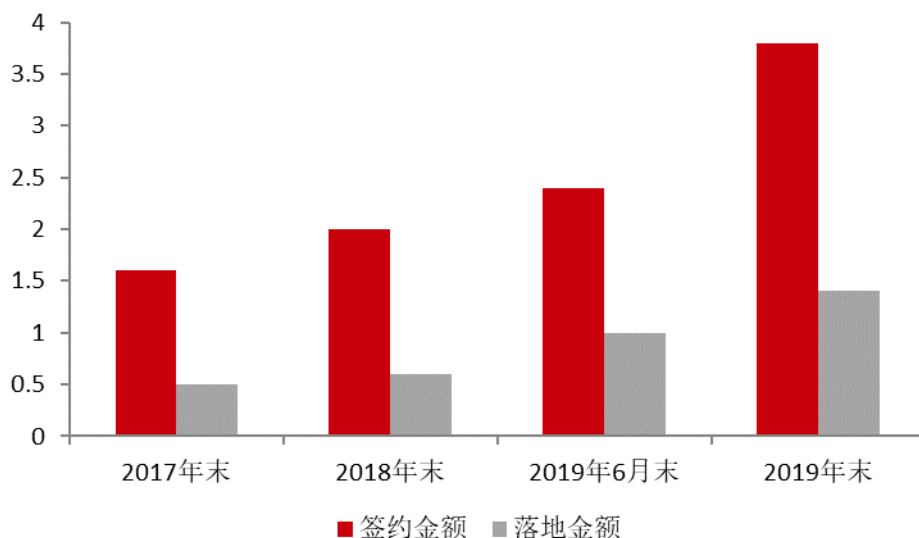
据央行公布数据，2019 年全年，我国实施市场化债转股规模 1.4 万亿元，较 2019 年上半年增长近 3000 亿元；2019 年地方国企转股成功落地，市场化作为一种重要的债务处置方式。

在债务重整或不良资产处置的需求中，市场化债转股正在下沉。在 2015-2019 年债务违约的 143 家企业中，共有 14 家企业通过不良资产债转股完成重组。

1.3 市场化债转股发展现状

根据央行发布的《盘点央行的 2019 | 重点领域金融改革》显示，2019 年央行积极推进市场化债转股工作，初步统计，截至 2019 年末，市场化债转股投资规模超 1.4 万亿元。此前央行披露的数据显示，截至 2019 年二季度末市场化债转股投资规模为 10015 亿元。

图 1：2017—2019 年市场化债转股实施规模（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行，川财证券研究所；

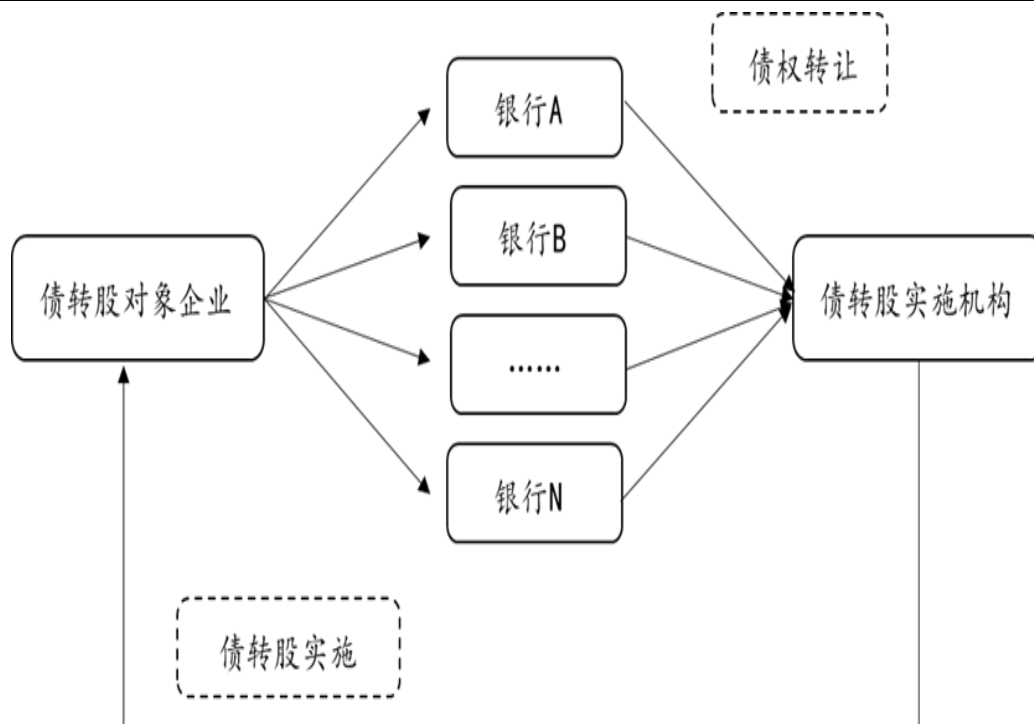
二、我国市场化债转股的运作模式

2.1 市场化债转股的主要模式

（1）收债转股模式

“收债转股”模式的债转股主要运用于第一轮的政策性债转股，指的是先承接债权再将债权转为股权。在政策性债转股实施过程中，债转股实施机构为财政部出资成立的四大资产管理公司，其对口承接四家国有大型商业银行的不良贷款，债转股对象企业为尚不需要破产清算的负债企业，资产管理公司对负债企业实施债转股，即以股抵债。“收债转股”模式存在一个不容忽视的问题，如果采用“收债转股”模式，银行往往要先将债权折价出售给债转股实施机构，实施机构再以债权入股企业；但是由于一般情况下大型企业债权人众多、谈判周期长、成本高，银行的积极性就不会太高。因此，这种模式没有成为债转股的主流模式。

图 2： 收债转股模式市场化债转股



资料来源：川财证券研究所；

(2) 入股还债模式

“入股还债”模式是市场化债转股的主流模式，指的是债转股实施机构先以股权投资的形式给高负债企业增资扩股，企业再以该笔注资偿还银行债务。

“入股还债”最具代表性的模式是并表基金模式：由债转股实施主体（一般为商业银行）、负债企业和社会资金三方共同发起设立基金，并以有限合伙的形式入股企业，通过合伙协议将基金并入少数股东权益，用于偿还债务，从而达到降低企业资产负债率的目的。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2130

