

政策配套密集落地，助力市场化债转股

曾刚

国家金融与发展实验室 副主任

栾稀

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

6月以来，市场化债转股的配套政策开始加速推出。6月24日，人民银行公告自2018年7月5日起，下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点，可释放资金约5000亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目，同时撬动相同规模的社会资金参与。

6月29日，银保监会印发了《金融资产投资公司管理办法（试行）》（以下简称《办法》），标志着债转股子公司的发展步入常态化。在建立基本监管制度的同时，在股东结构，业务范围以及资金来源方面，均为债转股子公司提供了更大的发展空间。为提高市场化债转股的规模和效率，创造了更为良好的市场环境。

一、“债转股”实践与主要障碍

从国务院2016年颁布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债转股的指导意见》以来，债转股已成为降低企业部门杠杆率的重要手段，基本遵循了市场化法治化原则。债转股项

目均由实施机构、对象企业等市场主体自主协商确定，实施机构按照市场化的原则选择企业、对标的企业进行尽职调查，双方对债转股的实施方案及相应条款反复谈判协商，在双方协商一致后，签订债转股框架协议。

从“债转股”的模式看，主要包括并表基金、发股还债、收债转股等方式，其中，发股还债是主要业务模式，主要原因在于该模式较好地解决了“一企多债”的难题。**资金来源上**，目前已落地实施的债转股项目的资金来源以银行理财资金为主，同时吸收了包括保险资金、股权投资基金和产业基金等多元化社会资金，平均资金成本约为5%-6%；在以债转股资产为底层资产的理财产品募集时，也注意向投资者披露了产品相关信息。**退出机制上**，主要有通过资本市场退出、企业回购两种方式，如果企业经营状况良好、分红较好，投资者可以选择不退出，选择基金延期。**公司治理上**，实施机构普遍比较积极参与，认为自身有能力也有意愿按照《公司法》等法律法规依法行使股东权利，通过派驻董事等参与公司治理，推动相关企业完善现代企业制度。

尽管取得了一定的进展，但市场化债转股仍面临落地率低的问题，具体原因多种多样，最重要的有两个方面：

一是资金募集难度大、成本高。自成立专门的债转股子公司之前，银行理财是市场化债转股资金量最大、成本最低的资金渠道。不过，与公募基金、私募基金、券商资管和基金专户等股权投资类产品相比，银行理财投资市场化债转股，存在期限不匹配、成本收益不匹配、风

险不匹配等一系列问题。市场化债转股期限长、收益不确定且周期性行业的平均年化收益率并不高、投资具有一定的风险，而银行理财的投资者普遍愿意接受一年期以下的短期产品。在资管新规打破刚兑、净值化管理以及限制期限错配的监管思路下，通过银行理财来为债转股项目提供长期险、低成本资金来源的空间急剧萎缩。尽管资管新规明确提出，“鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股”，但仍缺乏具体实施细节，难以有效落地。资金募集难、成本高成为债转股落地率低最重要的因素。

二是银行资本损耗高。商业银行资本监管规定，对于银行被动持有股权的资本占用，两年内风险权重为 400%，两年后是 1250%。银行资金在两年内退出的难度较大，两年后“债转股”对银行的资本占用将上升。29 日颁布的《办法》规定，金融资产投资公司自身的资本监管参照资产管理公司的标准，按 150% 的风险系数计算。但对并表的风险系数，《办法》并未提及。目前实践中，并表的风险权重均按 1250% 执行，这对母银行提出了较高的资本要求。考虑到当下金融监管环境日益强化，“影子银行”大规模回表的背景下，银行资本补充业已面临很大压力，如此高的资本损耗显然会制约银行参与债转股的空间。

原则上，只要并表监管的风险权重大于 100%，债转股均会加大银行的资本消耗（因为贷款的风险权重为 100%）。不可否认的是，股权的风险客观上的确高于贷款资产，但与贷款资产风险权重差异过大，

必然会显著抬高债转股的成本，进而影响银行和企业参与市场化债转股的积极性。

二、近期政策的影响

总的说来，定向降准和《办法》的落地，对推进市场化债转股均有相当积极的影响。

从**定向降准**来说，一是可以为银行释放更低成本的资金，降低银行平均的资金成本，提升了参与市场化债转股的积极性；二是降准给予了银行新增贷款的空间，用扩大新增利润空间弥补银行部分折价“债转股”可能带来的利润损失；三是释放出银行资金，用于购买债转股子公司发行的金融债或资管产品，间接投入市场转股领域。

从根本上讲，降准对“债转股”的支持，不是简单释放资金让银行直接用于“债转股”（原则上，银行不能直接持有非金融机构股权，也无法将释放的流动性直接挪到表外进行“债转股”），而是给“债转股”赋予了降准这样的正向激励，降低了银行平均资金成本，扩大了商业银行新增生息资产的空间，减轻银行在防风险背景下的利润压力，并充分发挥银行债转股子公司的专业能力。同时还可以优化银行信贷资源配置，有利于改善银行的资产负债结构。此外，人民银行在定向降准的同时，辅以按季报送、宏观审慎评估等监管手段，也能更好低保证银行将相关的资金投向市场化债转股领域。

从《办法》的颁布来看，债转股子公司步入常态化，势必会吸引更多的资金，尤其是银行机构以外的社会资金及外资参与到市场化债

转股领域。而多元化的资金筹措安排（包括向合格投资人募资、设立私募股权投资基金、发行金融债以及同业融资等），尤其是理财资金用于交叉债转股的规定，在一定程度上可以缓解资金来源的瓶颈。不过，如前文所述，在理财细则落地之前，仍难判断其空间究竟如何。此外，《办法》还明确金融资产投资公司的审慎监管规则与金融资产管理公司一致，为有效防范债转股过程中的风险，确保债转股子公司稳健运营奠定了制度基础。

三、未来政策优化的方向

从未来看，要进一步推动市场化债转股发展，仍然需要在破除主要障碍方面进行探索：

一是继续拓宽资金来源。除定向降准和拓宽债转股子公司资金来源外，政策还应考虑在资管新规实施细则上，对债转股的专项产品提供更为明确的激励制度安排，以吸引更多的市场化资金参与。此外，也可适度考虑成立专项投资基金或进行其他形式的专项政策性资金，以形成多元化、长期化的债转股资金来源体系。

二是适度放松并表资本监管要求。此外，如前所述，市场化债转股还存在另一个重要障碍（即并表监管问题），制约着定向降准的效果和债转股子公司的发展空间。理论上说，银行以通过与专业子公司的交易（如购买子公司的债券或专项理财产品），将定向降准或理财资金投向市场化债转股领域。但在目前 1250%并表风险权重要求下，这意味着巨大的资本损耗，银行很难承受。对此，建议有关部门

加快研究制定统一的市场化债转股的监管规则。一是适度降低由于债转股业务并表监管的风险权重（建议降到 100%，与表内贷款的风险权重相同），以提高银行业机构参与的积极性，并降低整个业务操作的成本；二是充分考虑参与机构的多元性，尽可能地确保不同类型机构的监管成本相一致，避免造成机构之间的不公平，或形成新的监管套利空间。