



# 扫清障碍 推进债转股扩面提质

□中国社会科学院投融资研究中心主任 黄国平  
国家金融与发展实验室投融资研究中心研究员 方龙

近日,国家发改委、央行、财政部、银保监会四部门联合印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》(简称《工作要点》),明确了今年降低企业杠杆率的21项任务清单和时间表,提出要加大力度推进市场化法治化债转股增量扩面提质。简单而言,债转股将银行对企业的债权转换为实施机构对企业的股权,一方面有效降低了企业杠杆率水平,节省了企业财务费用;另一方面也减少了银行潜在不良贷款规模,因而成为国内结构性去杠杆的一个重要手段。

## 政策取得明显成效

供给侧改革正式实施后,我国就一直致力于推动市场化债转股项目的实施。至今,市场化债转股计划推进已将近三年,政策取得明显成效。国家发改委日前披露数据显示,截至2019年7月中旬,全国债转股累计签约金额达2.4万亿元,项目落地资金1万亿元,资金到位率达41.5%,涉及资产负债率较高的企业超过200家,仅今年以来新增签约的市场化债转股项目金额就达3900亿元,新增落地项目金额达3800亿元。

其中,国有大型商业银行尤其是其旗下金融资产投资公司(AIC)充当了市场化法治化债转股的主力军,五大行AIC债转股落地项目金额几乎占到全部落地项目金额的一半。尽管如此,在推进市场化债转股的过程中,仍存在着如各大行AIC债转股积极性不高、项目实际落

地率不及预期等诸多问题。为了更好地打好防范化解重大风险攻坚战,使得宏观杠杆率得以有效控制,下一步要在四部门印发的《工作要点》指引下,重点破解难题、打通堵点,推动市场化法治化债转股增量、扩面、提质。

## 发展问题亟待解决

对于当前市场化债转股面临的问题,笔者认为,一是资金募集存在一定困难。债转股所需资金主要来源于银行出资和社会募集两类渠道。无论哪一类资金募集方式,投资方均会要求获取相对稳定可观的投资回报。然而,债转股的股权投资却往往资金规模大、期限长、收益波动大,退出难度高,且目标企业大多陷入经营困境,盈利能力不足,甚至短期内很难产生正收益。

期限、风险、收益的不匹配,使得市场化债转股资金募集存在困难。以银行为例,尽管债转股暂时降低了银行不良贷款损失,但未来收益

却有着较大不确定性,银行持有企业债权时每年可获取稳定的利息收入,而实施债转股后固定的利息收入变成非固定的股息分红及股权退出收益,倘若企业未来经营得不到有效改善,不仅分红收益难以保证,甚至股权退出也存在很大风险;这也导致很多已经签约的债转股项目“明股实债”,即从表面看是债转股,实际上银行与企业约定了回购条款或签订类似“有息债转股”协议,要求企业每年支付不低于5%的固定收益或要求企业未来一定时期后必须回购股权,其本质上还是债务关系,违背了政府推进市场化债转股以降低企业杠杆率的初衷。

二是债转股配套机制不完善。一方面,本轮债转股的核心特征是市场化,但与之配套的市场机制尚不完善。例如,以市场较为关心的债转股定价机制为例,目前债转股定价大多仍是由实施机构与各个转股企业逐一谈判而成,市场上还没有独立专业的第三方评估机构或成熟有

效的转股定价、交易市场,这一定程度上制约了债转股的效率;另一方面,债转股退出机制至今尚不完善,市场担忧后续退出困难。

债转股的退出方式主要包括上市、股权转让、股权回购、管理层收购等。理论上,利用资本市场退出是最合适的渠道,因为资本市场具备价格发现与流动性创造功能。但目前我国资本市场的退出机制仍不完善,股权退出存在一定困难,尤其对非上市企业而言,由于其流动性较差加之交易体量往往偏小,导致一定程度上制约了其在中小企业股份转让系统、区域性股权交易市场的股权转让。而股权回购则需要以企业扭亏为盈且有一定资本积累为前提,短期内实现显然有一定难度。另外,现有体制机制下,作为主要实施方的银行或其所属机构不仅数量较少,新设专门机构审批进度缓慢,且持有的债转股股权风险权重较高、资本占用比例较大等,也一定程度上制约了银行等在债转股方面发挥更大作用。

三是债转股各方目标不一致。债转股主要参与方涉及商业银行、负债企业及政府部门等,但它们在实施债转股的过程中却有着各自不同的目标。对商业银行而言,其目标即要尽可能多地收回资本金并创造利益,这就要求其在债转股过程中一方面要尽最大可能地保护债权,另一方面又要掌握转股企业经营决策的主动权,这必然给具体的谈判带来不小的挑战;而负债企业则要凭借债转股切实降低其自身的资产负债率,同时尽可能地维护自身经营决策权,这也使得供需双方讨价还价的进程艰难而缓慢;作为政府部门,为了响应国家政策,当然希望更多地推进新一轮债转股项目实施落地,但是作为出资人又不希望因债转股导致对国有企业控制权被稀释或造成太大损失。

此外,资管公司与银行所属机构亦存在冲突,商业银行一般更倾向于将优质项目交由所属机构管理,而将劣质项目交给资管公司,这给资管公司参与新一轮债转股带来不小压力;同时,由于监管层鼓励向发展前景良好但暂时困难的优质企业开展市场化债转股,严禁将“僵尸企业”、失信企业及不符合国家产业政策的企业作为债转股对象,这使得实施机构更多倾向于选择对降低杠杆不那么紧迫的龙头企业,反而是行业二线或中小企业对债转股的需求更大却得不到满足。

## 多路径扩面提质

对于未来市场化债转股应该如何推进,笔者认为,一是进一步拓宽资金来源,大量引入社会资本。一方面,对当前债转股的主力军——银行及其设立的金融资产投资公司,将在政策要求及鼓励支持下继续通过扩大金融资产投资公司编制,充实金融资产投资人才队伍,建立符合股权投资特征的绩效评价与薪酬管理体系,从而更好激发开展债转股业务动力、更大程度满足转股企业负债管理需求。

另一方面,除了原定向降准或增加债转股子公司资本金供给外,也要拓宽社会资本参与债转股的渠道。例如,出台金融资产投资公司发起设立资管产品备案制度,将市场化债转股资管产品列入保险资金等长期资金允许投资白名单;探索允许在满足一定条件下公募资管产品依法依规参与优质企业债转股;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,以吸引更多市场化资金

# 激发市场活力 完善新三板市场机制

□山西证券新三板行业分析师 荆迪

## 深化改革不会止步

新三板在顶层设计上专门针对中小微企业放低了资本市场门槛,目的是为了具有一定规模,处于初创期、成长期,但仍达不到IPO门槛的企业既能够通过对接资本市场获得可持续发展的资金支持,又能够引导企业实现规范创新的高质量发展。

但从现有阶段的市场实践结果来看,一些挂牌企业并没有体现出很好的融资能力和资本支持。同时,近几年国内经济下行压力加大,民营企业经营难度提升,金融机构贷款和投资趋于谨慎。笔者认为,应从新三板制度规则的顶层设计入手,解答市场疑惑。

一是新三板的设立是针对中小微企业的改革红利,包容性强。

我国现行的A股IPO发行条件所覆盖的企业范围有限,资本市场规模与整体经济结构及社会发展现实不相匹配,不利于国家实现扶植中小微企业发展,激发实体经济活力和转向高质量发展发展的政策目标。

新三板是构建多层次资本市场体系的有效补充,其规则设计除落后产能、违法失信、缺乏持续经营能力的企业被限制挂牌外,不直接以营收规模、盈利能力等财务指标作为准入门槛,是给予暂时达不到IPO条件的企业获得平等参与资本市场机会的政策红利,市场覆盖了国民经济各种细分行业、各种商业形态,甚至很多具有高成长潜力但处于研发亏损阶段的企业都得到了投资机构的认可和较高的市场估值,这种规则设计充分体现了新三板市场的包容性。

一部分质地不高、规范意识不强的中小微企业跟风挂牌新三板,期望通过资本市场快速实现股东套现和高估值圈钱,结果在自身财务和税收规范后并不适应新三板的市场机制,难以获得预期的套现和融资能力,一旦企业在自身经营上出现业绩不稳定,就会加深对新三板的质疑和摘牌想法。这部分企业的质疑并不能完全代表新三板的真实现状,未来随着市场监管水平的持续提高、常态化退出机制的不断完善,必然会加快实现优胜劣汰,提高挂牌企业整

新三板是我国多层次资本市场的重要组成部分,是服务于中小微企业的全国性统一场外交易市场。经过6年多的运营发展,目前在新三板深化改革的背景下,有必要总结经验,从新三板的定位本质、制度规则的顶层设计和深化改革等方面回应市场关切,坚定挂牌企业信心。

## 体质量和市场活力。

二是新三板投资者适当性管理和交易机制是对市场风险的有效控制。

流动性不足一直以来是新三板市场反映最突出的问题。新三板现有交易机制与A股其它各层次市场相比,确实没有释放出充分的股票流动性。新三板的实践经验表明,现阶段市场低迷与流动性不足有一定关联,但并不是根本原因。

对于投资者来说,新三板现行的投资者适当性管理,要求具有500万元的金融资产。市场认为投资者门槛过高,能够引入的资金量太少,流动性自然会很差,其实这一点说明很多市场参与者对新三板的定位本质认识不足。新三板的定位在于对中小微企业的规范和培育,交易功能和流动性是在市场机制的顶层设计中只是补充,并不占主要地位。

500万投资者门槛的设置,是在总结A股存量市场经验教训的基础上进行的供给侧改革,



目的是将投资者锁定在机构和高净值个人,限制了机构和企业在二级市场上投机炒作、减持套现的接盘受众群体。中小微企业具有规范程度低、抗风险能力差、业绩不稳定的属性,在新三板市场机制仍有待改革完善的条件下,散户投资风险较高,不适合放低门槛让大量中小投资者参与市场交易来制造流动性。这一规则设计虽然限制了市场流动性,但却创新性的实践了中小投资者保护机制。

在与500万投资者门槛对应的交易机制设计上,分为做市交易、集合竞价和盘后协议转让三种方式。变革后新增的集合竞价交易制度,即使挂牌企业限售股份全部解禁,也无法实现股票在二级市场的大量快速减持,有效限制了机构和企业在二级市场操纵股价、套现减持的便利性。

对民营中小微企业来说,股票的流动性和估值融资决定于自身的规范性、成长性、创新

性。新三板投资者门槛和交易机制的设计,本质上是为了保护和引导企业规范创新。民营经济发展的好环代表着我国社会经济最基层的稳定健康和韧性活力,如果直接放开流动性,一部分挂牌企业的大股东、董监高,很可能会迷失在二级市场投机炒作、减持抛售的财富效应中,丧失了专注长期创新发展的动力。因此,企业选择挂牌新三板就要学会适应配套的规则机制,通过持续提升自身的创新性和成长性去得到资本认可,最终实现企业、股东的长期价值回报。

三是终身督导制度倒逼券商为民营中小微企业提供全生命周期的综合性服务。

终身持续督导制度是新三板市场机制的重大创新之一。现行A股的保荐制度,根据主板、中小板、创业板不同类型的业务情况,分为1-3年不等的持续督导期。与A股IPO所针对的成熟型企业相对比,新三板市场专门服务于初创型、成长型的民营中小微企业,采取终身督导作为资本市场的供给侧改革,符合挂牌企业的属性和生命周期特点。

终身督导机制“绑定”了企业和券商,倒逼券商通过综合化金融服务能力贯穿挂牌企业全生命周期,促进企业持续创新成长。券商对于拟挂牌的企业,业务服务不能仅仅局限于股改、推荐挂牌、后续持续督导、增发融资等,应当将企业的发展需求分割成初创期、成长期对应的财务规范、内控建设、三会治理、股权架构设计、成本管理、税务筹划等精细化的综合化服务。这样才能从企业的微观个体着手,深入实体经济助推经济转向高质量发展,实现新三板规范和培育民营中小微企业的历史使命。

## 最大化激发市场活力

实践证明,新三板作为资本市场供给侧改革的探索,成就和创新都是显著的,但市场机制仍有待进一步改革完善。未来新三板究竟如何深化改革,市场上有很多猜想和争议,目前主流意见集中在推进精细化管理、丰富融资工具、降低投资者门槛和交易机制改革等方面。这些改革措施必然会对新三板的市场活跃和创新带来积极影响,但也要防止改革实施的效果仅

参与;也可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供给,从而补充债转股资金来源渠道,以形成更加多元化、长期化的债转股资金流体系。

二是完善股权定价退出机制,促进优先股流通。股权定价是否公允、退出机制是否畅通,决定了各机构参与债转股的积极性和主动性,因此政策上应鼓励发展多层次资本市场,明确债转股实施机构持有股权的定价机制与退出方式,并制定相应的配套措施及操作指引。

具体而言,一是可通过现有的证券交易所或股权交易平台为转股股权转让提供交易便利。例如,在区域性股权交易中心施行做市商制度,提高市场流动性及价格发现功能;二是通过协商和协议约束,鼓励债转股企业回购其股权三是建立不良资产交易市场,活跃的不良资产市场有助于积极调动各市场主体的积极性,交易各方能及时获得债务人的财务信息、抵押估价与不良贷款出售情况,降低市场的准入成本,为非银金融机构开展债转股业务提供便利。

此外,优先股流通转让机制有待促进并完善。截至目前,我国仅九家上市银行及五家上市公司有优先股发行,但均没有上市交易,优先股发行对象仅限于保险、大型央企、银行等长线投资者,优先股的转让退出尚无先例,法律层面还缺乏可供参照的具体操作机制。未来可进一步加强优先股转让流通机制建设,完善有关配套政策措施试点实施。

三是建立有效的沟通机制,更好协调各方利益。目前,债转股参与各方目标不一致导致冲突不断、落地缓慢。为更好地促进债转股计划推进及落地,未来要考虑进一步协调并整合债转股各参与方的目标和利益。对商业银行与负债企业而言,双方应加大谈判力度,争取以市场化竞价方式解决分歧。

对于政府部门,应尽可能在国家公权力代表与国企出资人两个角色之间寻求平衡点,一方面积极为新一轮债转股做好配套服务工作,另一方面也要尽职尽责、严防债转股过程中可能导致地有国有资产流失等。金融资产投资公司与银行所属机构应加大在新一轮债转股过程中的交流合作、共生共赢,资产管理公司及地方资产管理机构也可针对各项目的不同特点,展开积极配合。此外,金融监管方面,针对金融资产投资公司等机构持有债转股股权风险权重较高、资本占用较多问题,可考虑进一步适度放松并表监管要求,以减轻银行资本负担。

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关阶段,建设现代化经济体系成为跨越关口的迫切要求和长期发展战略目标。十三五规划也明确要求重点做好供给侧改革,去产能、去库存、去杠杆、降成本及补短板保持我国经济韧性与长期可持续发展的的重要手段。

从宏观角度讲,本轮债转股是防范化解重大风险、结构性去杠杆之应有之义;从微观角度讲,市场化法治化债转股对于建设现代化企业制度,降低企业负债压力,提升企业投资意愿、盈利水平具有重要意义。未来应重点针对资金募集、配套机制建设及各方利益协调等方面的难点不足,进一步拓宽市场化债转股资金来源渠道,完善股权定价及退出机制、加强各利益方有效沟通协调能力,以切实扫清债转股路径上的层层障碍,加快推进市场化债转股扩面提质,有效稳定宏观杠杆率,助力经济平稳走向高质量发展。

能惠及少数头部企业和优质企业。新三板市场基础层占90%左右,沉淀了大量具备一定成长性和创新性,但自挂牌以来无融资、无交易的企业。如何扩大新三板改革红利的覆盖面,提升大多数挂牌企业的市场“存在感”和“获得感”应该是改革思考的主要方向。

笔者认为,新三板改革的实质在于如何通过资本市场手段扶植民营中小微企业,解决其融资难、融资贵的问题。民营中小微企业具有规范程度低、业绩不稳定、经营风险大的特点,自身可抵押物和其它增信措施不足,一般情况下难以获得银行和投资机构的青睐。

解决中小微企业融资难、融资贵的问题,是一个世界性难题。新三板挂牌企业性质以及制度规则顶层设计的特殊性,决定了新三板的深化改革,不能单纯依靠市场机制的修修补补,还需要协同国家和地方政府财政职能,在培育支持民营中小微企业方面体现出非市场化功能的有效补充。如新三板市场可以针对挂牌企业,在财务规范、税收社保缴纳、劳动就业、环保治理等方面所承担社会责任达到一定评价标准后,国家和地方财政应给予相应的专项资金支持,用于挂牌企业无息、低息贷款担保或日常贷周转等,解决挂牌企业融资难并配合新三板市场机制发挥培育企业的作用。

同时,大多数挂牌企业在新三板融资难与风险定价有直接关系。新三板市场机制的深化改革也需要券商更进一步发挥市场参与主体的作用,推进自身业务模式变革,在股改、推荐挂牌和持续督导过程中,精细化的分解和挖掘企业潜在业务需求,通过综合化服务能力对企业经营情况进行风险控制和科学定价,提升市场对挂牌企业的价值判断能力。

从根本上来说,新三板不是挂牌圈钱和投机炒作的市场,不论投资者门槛、交易方式等市场机制如何改革,都不可能违背新三板引导民营中小微企业规范创新,转向高质量发展的初衷。新三板深化改革也只有紧紧围绕规范和培育民营中小微企业的市场定位本质,不断提升挂牌企业质量,才能最终解决新三板特有市场机制所带来的流动性不足,最大化的激发市场活力。