

银行债转股大幕再启 债转股专项债券蓄势待发

2017年1月19日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 邮箱：lianhe@lhratings.com

PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

银行债转股大幕再启 债转股专项债券蓄势待发

作者：金融部 张甲男

近年来，国内企业杠杆率高企，债务规模快速增长，在总体经济环境下行压力仍较大的背景下，一些企业经营困难加剧，债务风险不断上升。在此经济背景下，为推进供给侧结构性改革，做好“三去一降一补”工作，降低企业杠杆率，2016年10月10日国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（下称《意见》）。《意见》中列出了七种降低企业杠杆率的途径，包括企业兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、银行债权转股权、依法实施破产、积极发展股权融资等。其中，针对银行债权转股权，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（下称《债转股指导意见》），标志着本轮市场化债转股正式拉开帷幕。而为解决银行市场化债转股过程中的资金需求问题，2016年12月19日，国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》（下称《债转股专项债券发行指引》），对债转股专项债券的多方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进符合要求的企业降低杠杆率。

本文将首先对本轮市场化债转股的特点进行介绍，其次对目前已经落地的债转股项目进行梳理，而后将重点关注债转股专项债券在市场化债转股中发挥的作用并对专项债券的发行实务进行介绍，最后本文会对市场化债转股和债转股专项债券的相关问题进行讨论。

一、本轮市场化债转股的特点

本轮市场化债转股是指债转股实施机构通过收购银行的债权，把银行与企业间的债权债务关系转变为债转股实施机构与企业间股权关系的过程。与上世纪90年代年以化解银行不良贷款为目的大规模政策性债转股相比，本轮债转股的主要特点为市场化程度高，所以称本轮债转股为市场化债转股；另外，本轮市场化债转股的参与机构和涉及的程序跟上次债转股也有不同。本轮市场化

债转股的主要参与机构为银行、实施机构和企业，涉及的程序主要为对债转股企业的选择、转股债权与转股价格和条件的确定、资金的筹集和股权的退出。

（1）市场化程度高

与上轮以政府为主导的政策性债转股不同，本轮债转股坚持市场化的原则，要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。《债转股指导意见》也明确提出“政府不强制企业、银行及其他机构参与债转股，不搞拉郎配”，而政府的作用也被规定为“通过制定必要的引导政策，完善相关监管规则，依法加强监督”。

（2）债转股企业和转股债权更加优质

上一轮债转股主要用于处置商业银行的不良资产，重点关注的是不良贷款类资产。而此次债转股对象聚焦于发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业，倾向于过剩行业中暂时困难的龙头企业或是大型国有企业，并禁止将“僵尸企业”列为债转股的对象。

转股债权的范围方面，《债转股指导意见》规定“转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权”。另外，《债转股指导意见》并没有对转股债权质量类型进行特别的规定，因此次债转股的主要目的是降低企业的财务杠杆率，并非是化解商业银行不良贷款，这表明正常类贷款、关注类贷款或将成为主要的转股债权。

（3）债转股的实施机构或将以银行系为主

债转股的实施机构实际上也就是债转股股权的承接机构，此轮市场化债转股的股权承接主体范围明显扩大。20 世纪 90 年代实施的债转股项目中，四大资产管理公司是主要的实施机构。就新一轮的债转股而言，一方面，《债转股指导意见》并没有突破《商业银行法》的规定，即也明确了“除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权”。另一方面，《债转股指导意见》明确提

出了债转股实施机构既包括金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司，也包括银行现有的所属机构和经批准新设立的机构。

有分析指出，对于此轮市场化债转股，银行系实施机构将发挥主导作用。银行如果通过第三方 AMC 来做债转股，相当于卖断不良资产或者信贷资产，转股之后的收益就没办法享受。而通过银行自己的子公司来做，会对进程更有控制权，同时可以获得后续的股权收益。从目前来看，银行方面对实施机构的选择有两种方式：一是设立银行系的资产管理公司。2016 年 11 月，国有大银行已经开始纷纷筹建设立属于自己的资产管理公司，专司市场化债转股业务，一些股份制银行也在积极筹备设立相关子公司；二是通过合法合规的结构设计，借助于基金子公司专项资产管理计划、券商资产管理计划或股权投资基金进行债转股。目前来看，由于银行系的资产管理公司尚未完成设立，而在此之前落地的债转股项目主要采用的是设立基金来承接债转股的股权。

除银行系资产管理公司外，国有四大 AMC 和地方性 AMC 也将在市场化债转股中发挥重要作用。不久前，监管部门允许有意愿的省市增设一家资产管理公司，新一批地方性资产管理公司随后纷纷成立，至此，地方 AMC 数量已经接近 40 家。另外，多家信托机构也纷纷表示愿意积极参与到本轮的债转股项目中。而就《债转股指导意见》中所提到的其他实施机构而言，目前市场上的普遍反映是监管机构的态度尚不明朗，需要监管部门的具体细则出台才会进一步参与到市场化债转股中。

（4）债转股所需资金依靠市场化方式筹集

上一轮债转股的资金来源主要是财政拨款、金融债和银行贷款。而对于本轮市场化债转股，《债转股指导意见》表示“债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集，鼓励实施机构依法依规面向社会投资者募集资金，特别是可用于股本投资的资金，包括各类受托管理的资金”。为了给债转股实施机构增加融资渠道，《债转股专项债券发行指引》规定，实施机构可以通过发行债转股专项债券进行资金募集。

本轮市场化债转股在资金筹集方面主要突出多元化的特点。由于《债转股专项债券发行指引》发布时间较短，目前已经落地的债转股项目的资金来源以资产管理计划、理财等资金为主。农业银行副行长楼文龙对此公开发文表示，银行附属机构作为实施机构，可充分利用银行自有资金，也可通过资产管理计划使用银行理财资金，还可以借助银行信用优势发行债券，资金来源更多样也有保障。此外，本轮市场化债转股在政策上也支持其他社会资本例如私募基金、保险资金、信托资金等的积极参与。

（5）债转股股权退出方式的选择有待探索

股权的退出往往是债转股实现最终受益的重要步骤，所以债转股股权退出的方式尤为重要。上一轮债转股的股权退出方式以企业回购为主。而本次市场化债转股中，上市公司可以通过二级市场转让退出；非上市公司可以利用并购、新三板挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。可见本轮市场化债转股的股权退出方式呈现多元化态势，但股权的退出往往是一项复杂的工作，尤其对于非上市公司来讲，如何能在利益最大化的同时又提高股权退出的效率，如何能在多元的退出方式中选出最优的选项仍然需要进一步探索。

（6）债转股的关键在于后续的股权管理

对于转股企业来说，债转股会降低杠杆率，但债转股实施机构能够做好后续的股权管理，是企业实现经营层面、公司治理等方面好转的关键因素。例如，在上次政策性债转股之后，银行的不良贷款有所化解，企业的杠杆率也略有降低，但是一些企业在后续的经营中仍未走出困境，主要原因在于没有做好后续的股权管理。所以本次市场化债转股的最终目的是通过债转股实施机构持股，来帮助企业完善公司治理结构，改进经营管理，提高发展的韧劲。这也就意味着，实施机构需要按照公司法的规定来行使股东权利，积极参与到公司的重大决定之中，并且如银行系的实施机构，可以在取得转股债权的同时，为企业提供所需的其他金融服务，扭转企业经营方面暂时困难的问题。

二、已落地债转股项目分析

下表为截至目前落地的债转股项目明细（见表 1）。从转股标的来看，企业所处的行业大部分为产能过剩行业，转股企业的信用等级都为 AA 以上，并且有接近半数企业信用等级达到 AAA。项目资金来源方面，除少量自有资金出资外，银行债转股专营子公司大多是通过设立基金的方式募集社会资本，资金最终来源包括保险资金、地方产业基金、银行理财产品等。另外，债转股实施机构绝大部分为银行系实施机构，其中多为建行和工行牵头落地的债转股项目。转股债券的后续管理方面，多个债转股协议显示，实施机构将会积极地派董事参与到公司的运营之中，帮助企业从实质上改善经营状况。

表 1 目前落地的债转股项目信息

单位：亿元

公司名称	协议时间	行业	参与转股方	债转股方式	规模
武钢集团	2016.10.11	钢铁	建行	分阶段设立两只总规模 240 亿元的转型发展基金	240
云南锡业	2016.10.16	有色	建行	建行基金募集 100 亿社会资金，承接云锡集团 100 亿元股份	100
海翼集团	2016.11.02	机械	建行	由建行及其关联方以权益投资等多种方式，向海翼集团及其下属企业提供 50 亿元资金	50
广晟资产	2016.11.08	有色	建行	由建行及其关联方以权益投资等多种方式，向广晟资产及其下属企业提供 150 亿元资金	150
广州交投集团	2016.11.9	交通运输	建行	通过市场化筹集 100 亿元资金投资广州交投集团下属企业权益	100
重庆建工集团	2016.11.10	建筑	建行	建行以权益投资、设立并购基金、设立资金投资 PPP 项目等方式向重庆建工集团提供 100 亿元资金	100
山东能源集团	2016.11.14	煤炭	建行	建行前头分阶段设立 3 只总规模为 210 亿元基金	210
山西焦煤集团	2016.12.08	煤炭	建行	双方共同出资设立总规模为 250 亿元的“山西焦煤增效基金”和“山西焦煤集团转型发展基金”	250
中钢集团	2016.12.09	钢铁	中行、农行、交行、国开、进出口银行、浦发	各债权机构提供“留债+可转债+有条件债转股”的综合金融服务。中钢集团金融机构债务规模约 600 亿元，其中留债规模约 300 亿元，利息较低；转股规模 270 亿元，是六年期的可转债，前三年锁定，从第四年开始，逐年按 3: 3: 4 的比例转股以退出	270
山东黄金集团	2016.12.09	有色	工行	基金	100
六枝工矿	2016.12.14	煤炭	农行	通过农行债转股实施机构，通过“企业分立+债务重组+债转股”的操作模式提供综合金	--

				融服务	
金隅股份、冀东集团	2016. 12.20	建材	工行	以“并购贷款+债务优化银团贷款+债转股”的一揽子金融服务，向金隅股份、冀东集团、冀东水泥提供 230 亿元融资支持	230
太钢集团、同煤集团、阳煤集团	2016.12.27	建材	工行	工行与太钢集团合作设立 60 亿元的“债转股”产业基金，同时采取资管计划以增资扩股方式投入 40 亿元；与同煤集团、阳煤集团分别合作设立 100 亿元“债转股”基金，用于下属企业股权投资	300
淮南矿业、淮北矿业、马钢集团	2016.12.28	钢铁、煤炭	建行	债转股基金，未来建行还将提供投行业务、结算业务、国际业务、养老金业务及子公司业务等综合金融服务	300
陕煤化集团	2016.12.28	煤炭	陕西金资、北京银行	由陕西金资成立基金管理公司，陕煤化集团与陕西金资各出资 10 亿元，北京银行西安分行出资 80 亿元，对陕煤化集团子公司进行债转股	100
陕西能源	2016.12.28	煤炭	工行	基金	100
陕西煤业化工、陕西有色金属、陕西能源	2017.01.05	煤炭、有色、能源	建行	基金	500
河南能化、平煤神马、安阳钢铁	2017.01.11	能源、煤炭、钢铁	建行	基金	350

数据来源：网络公开信息，作者整理

武钢集团和云南锡业债转股项目为政策出台后最先开展的一批债转股项目，对后期债转股的实际开展带来示范意义。因为以上两单债转股的转股债权都为正常类贷款，建行基金是按照 1:1 的比例来承接企业的账面债务。从股权承接主体方面看，两单债转股项目都是通过设立基金来承接债转股的股权。武钢集团债转股的股权承接主体为武钢集团与建信信托合资设立的基金，云南锡业债转股的股权承接主体为建行子公司设立的基金，建信信托则担任该基金的管理人。从资金来源方面看，武钢集团债转股的资金中，武钢集团出资 20 亿元，建行募集社会资金 100 亿元，分阶段设立总规模 240 亿元的基金承接债转股的股权。云南锡业债转股的项目总额为 100 亿元，其中设立基金的原始资金来源于建行，但规模很少，大部分资金来源于社会资金。从股权退出的方式来看，两家债转股的股权退出方式均未最后确定，但根据建行披露的相关信息来看，由于武钢集团和云南锡业均为上市公司，所以股权的退出将主要通过二级市场进行。

就目前落地的债转股项目来看，运营模式的多元化也是本次市场化债转股的特色之一。简单的在财务账面上的债权转为股权并不是本次市场化债转股的目的，而此次债转股也通常附加其他的金融服务，升级为综合金融服务，从根本上解决困难企业在经营和财务上的问题。

例如，工商银行向金隅股份和冀东集团提供的 230 亿元综合金融服务支持，是以“并购贷款+债务优化银团+债转股”的一揽子金融服务模式呈现的。这样的金融综合服务一方面通过并购贷款，促进较好的企业通过兼并重组的方式来承担困难企业可能发生违约的债务；另一方面，通过银团贷款，优化了较好企业的债务结构；此外，债转股的加入也使得企业的杠杆率有所降低。

又如，中钢集团的金融机构债务规模约为 600 亿元，中钢集团的债转股协议并没有将所有的中钢集团的债务都转股，而是留下了超过 300 亿元的债务进行了债务重组。对于留债的部分，债务重组的方式为降低银行贷款利率，减少了中钢集团利息偿付的压力；对于转股债务的处理上也没有一次性的都转为实施机构的股权，而是将债务转为六年期的共 270 亿元的可转债，其中前三年为锁定期，从第四年开始，逐年按 3:3:4 的比例转为股权以完成退出。这样的安排实际上是既通过可转债的方式降低了企业的利息偿付，又能通过转股的方式使得债转股实施机构完成股权的退出，从而降低企业杠杆率。

总体看来，本轮市场化债转股的模式呈现多元化，表现为针对每一家企业的具体债转股方案都有所不同。另外，市场化债转股不仅在处置企业债务方面起到作用，更关键的是实质性的改善企业的经营水平，盈利水平和公司治理水平等相关能力。

三、债转股专项债券

债转股项目中，单个项目的资金需求都在百亿以上，而解决如此庞大的资金规模的方式不仅仅是前文中提到的资产管理计划、理财等资金，发改委印发的《债转股专项债券发行指引》表明债转股实施机构可以通过发行债转股专项债券来筹集所需资金。

市场化债转股专项债券的主要作用是丰富了募集资金的渠道。尤其是对于刚刚成立的地方性 AMC，不能像银行系 AMC 一样借助母公司的理财产品来募集资金，因此融资渠道有限，融资成本较高。债转股专项债券能有效解决实施机构的资金筹集问题，对债转股的顺利开展起到了重要作用。

发行机构将会以地方性 AMC 为主

市场化债转股专项债的发行人特定为市场化债转股的实施机构，也就是上文中提及的“金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司，银行现有的所属机构和经批准新设立的机构”。以上机构可以分为银行系实施机构、四大 AMC 和地方性 AMC，由于债转股专项债券属于企业债券，市场化债转股专项债的发行人主要会是地方性 AMC，银行系实施机构和国有四大 AMC 等金融机构则可以发行金融债券来募集资金。

申报审核的效率将影响债转股项目的推进速度

《债转股专项债券发行指引》规定，实施机构向联席会议办公室（发改委牵头，由 17 个部门和单位组成的“积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议办公室”）报送项目基本信息后，即可向发改委提出发行市场化债转股专项债的申请。“债转股专项债券发行指引”另外规定，在“核准债券前，发行人应完成市场化债转股合同签订并正式生效”。也意味着，实施机构整体工作需要前移，提前参与到对象企业和债权银行的协商谈判工作中。而目前，由于还没有债转股专项债券正式发行，所以专项债券的发行效率是否能快速的与债转股项目的资金需求进行衔接还值得进一步关注。

专项债券的发行额度和资金运用都有所限制

发行额度方面，“债转股专项债券发行规模不超过债转股项目合同约定的股权金额的 70%”。这表明发行额度的依据是债转股项目合同约定的股权金额，而不是收购债权的金额，符合实施机构收债后可能有留债等安排的实际，对发行额度的限制也符合专债专用的政策。同时，发行额度被限定为股权金额的 70%，意味着另外 30% 的资金需要从其他的渠道来筹集，按照《债转股指导意见》中的规定，其他渠道指的是自有资金，也可能包括受托管理类的资金。

资金用途方面，“发行人可利用不超过发债规模 40% 的债券资金补充营运资金。债券资金既可用于单个债转股项目，也可用于多个债转股项目。对于已实施的债转股项目，债券资金可以对前期已用于债转股项目的银行贷款、债券、基金等资金实施置换。”表明了专项债券募集资金用途的多样性。债券资金既可用于拟转股银行债权收购，也可用于补充实施机构营运资金，但用于补充营运资金的部分不能超过发债规模的 40%；债券资金可用于单个或者多个债转股项目，说明专项债券的发行可以是针对多个债转股项目；债券资金既可用于刚开始启动实施的债转股项目，也可用于已实施的债转股项目，用于置换实施机构前期已用于债转股项目的资金，包括银行贷款、托管资金、基金等。这也为专项债券不断滚动发行以借新还旧提供了政策支持。

债券存续期方面，“对于有约定退出时间的债转股项目，债券期限原则上与债转股项目实施期限一致，到期一次还本”。表明专项债券存续期应与项目实施期保持“两期”一致。但是对于“两期”不一致的情况，《债转股专项债券发行指引》规定可以设置加速到期条款，期限偿还债务；也可以设置续期条款，延长债券存续期。上述规则切合实施机构的实际，消除了因“两期”错配增加额外再融资成本的顾虑。

专项债券的主要还款来源为股权的退出收益

“债转股专项债券优先以股权市场化退出收益作为偿债资金来源”，明确了偿债资金的主要来源。基于《债转股指导意见》中的规定，本轮债转股的股权退出方式也会呈现多元化状态。对于已经上市的公司，会主要通过二级市场进行股权退出；而对于非上市公司，也会参考同类上市公司的股权价值，再通过股东回购、并购等方式进行股权退出。

增信措施方面，以债项级别 AAA 为界，低于 AAA 的，“原则上应以转股股权作为抵押担保”，“如果该股权早于债券存续期提前变现，应将变现后不低于债券存续期规模的资金用于债券抵押”。“对于债项级别为 AAA 的债转股专项债券，可不提供上述增信措施”。可见监管部门对专项债券的增信措施做出了规定，而专项债券在市场化发行时，为了提升债券的信用等级，实施机

构也可能引入担保公司对专项债券进行担保，以此来提升专项债券的信用等级。

四、对一些问题的讨论

(1) 债转股实际上是对企业杠杆的转移

从目前落地的债转股项目来看，市场化债转股对企业的降杠杆率作用明显，据相关统计，此次债转股项目完成后，企业的杠杆率将下降 10%~15%左右。然而企业的债务实际上并没有消失，企业降低的杠杆实质上是转移给了债转股实施机构。例如，对于地方 AMC 而言，相当于企业部门杠杆向地方政府部门转移；对于国有资本运营公司而言，相当于企业部门杠杆向中央政府部门转移；对于银行系 AMC 而言，相当于企业部门杠杆向银行子公司转移。

对于债转股实施机构来讲，财务杠杆率的提高一方面会受到监管部门的限制；另一方面也考验着实施机构的财务管理水平，过高的财务杠杆率可能会加大实施机构的流动性压力，进而会加大债转股专项债券的偿还难度。

(2) 债转股实施机构对股权的后续管理尤为关键

银行成立资产管理公司存在着潜在风险。首先是因为债权与股权项相比，利息支付和破产清偿顺序都更靠前，债权的风险会小于股权。其次，银行系实施机构如何挑选企业也会成为对其的重大考验如果银行实施债转股之后，企业没有让新的股东履行股东权益，而只是被动持股。那么，银行实际上不仅失去了贷款，也失去了股东的权利。

已经落地的几个债转股项目显示，市场化债转股的实施过程中，实施机构为了更好的对股权进行管理，可能会在转股涉及的相关协议中安排下列事宜：一、股东权利保护和公司治理安排，包括投票权、董事会或管理层席位；二、对公司经营事项、未来债务融资行为进行相关约束、对资产负债率作出明确规定，对企业和其他股东对企业资产的处置行为进行限定；三、提前明确和建立将来的退出机制安排，如锁定期满后的受让承诺、上市退出等；四、要求转股对象的关联企业做出相应的救济承诺或补偿；五、预先约定未来可能获得的税

收和财政优惠的分配。此外，从银行的角度出发，银行可以与实施机构进一步约定退出后利益的分享，以弥补债权折扣转让带来的损失。

（3）转股债权价格通过市场化协商的同时也要考虑效率问题

从目前已经落地的债转股项目来看，如果转股债权质量为正常类贷款或是关注类贷款，则债权承接机构往往是按照 1:1 的比例来承接企业的账面债务，而如果转股债权是不良资产，则购买债权的价格会以 3~4 折的折扣率进行折价，再结合对应资产的抵质押状况、资产负债表估算出破产清算情况下的现金价值等因素进行定价。以上市场化定价过程与以往的资产管理公司收购不良资产的过程相似，由于本次债转股过程中收购的债权最终会转为股权，企业的未来发展能力以及未来盈利预期也会成为转股债权价格谈判时的重要影响因素。同时，债转股价格的确定会关系到整体债转股项目的推进效率，尤其是在有多家实施机构和多个转股企业参与的债转股项目中，能够在合理的价格范围内适当考虑效率因素也会使债转股项目推进的更加顺利。