

债转股大潮下的投资机会初探

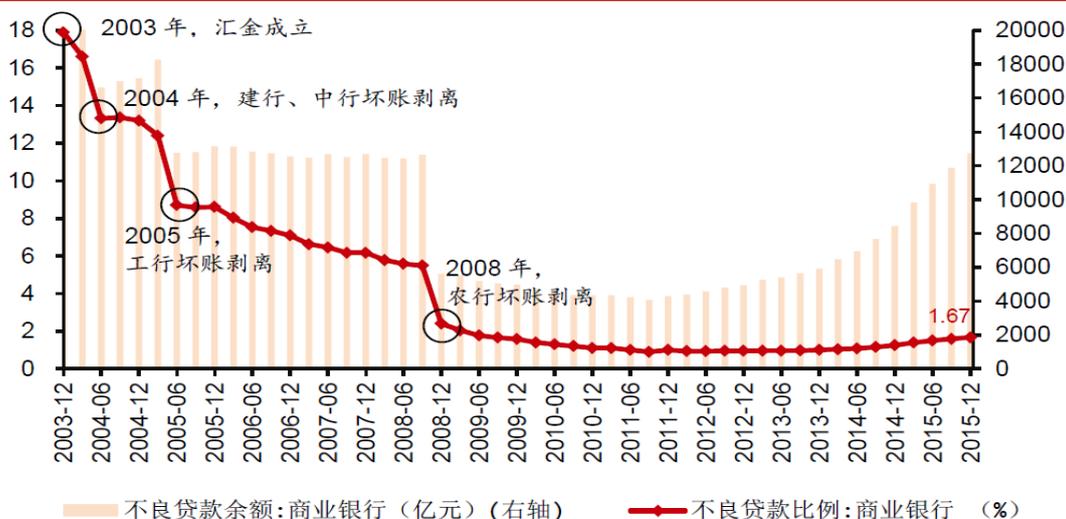
中财生生资本·投资部·丙科

摘要：在 90 年代的第一轮政策性债转股浪潮中，四大资产管理公司作为专业不良处置机构而诞生，至今仍为国内不良处置的主力军。在这轮债转股中，首批规模为 1 万亿元预计在三年甚至更短时间内完成。四大 AMC 受困于资本充足率的红线，本身无法承接那么大的量。再加上政府的目的是降低非金融企业的杠杆率，而非降低银行贷款不良率，这就使得银行占据了主导权。未来有可能形成债转股市场的分层，高质量贷款银行采用“子公司设立基金”的模式继续持有，低质量贷款则出售给资产管理公司。因为债转股项目动辄上百亿，我们公司无法直接参与。但银行子公司设立基金募集社会资金的模式给了我们间接参与债转股的机会。在认购债转股基金时，必须要侧重企业的选择，有三个要点可以帮助我们在最大程度上规避风险。第一，所转股的债权必须为正常类贷款，不能是不良贷款。第二，债务人最好是上市公司体内的资产，或是有可能被注入上市公司的资产。第三，与债务人签有回购协议。总之如果债转股针对的对象是有市场活力、但有债务困境的企业，那么债转股会给全社会带来长期价值。地方 AMC 对于本地有丰富的经验，对于地方政府有利益的需求，会导致其会是将来的中流砥柱。考虑到 11 月批准的浙江第二家 AMC 公司光大金瓯资产管理有限公司注册资本金只有 10 亿元，我们参与其未来的增资，成为其股东也不是不可能的。

1999年债转股是为了救银行的不良贷款率

1999 年成立 4 家金融资产管理公司（东方、长城、信达、华融），剥离四大银行不良贷款近 1.4 万亿元。当时财政部为四家 AMC 各提供了 100 亿元资本金，处理不良资产的方式包括：债务追偿、债转股、资产证券化、资产置换、债务重组、资产拍卖、资产租赁等等。债转股只是其中的一个手段，大约只有 30% 的不良贷款剥离是采用债转股形式进行的。

债转股实施后效果非常明显，盘活国有商业银行不良资产和国有企业扭亏为盈的目的基本达到。银行的不良资产率从 1999 年的 39% 下降到 2000 年的 29%，一年下降接近 10 个百分点。2008 年农业银行坏账剥离，商业银行的不良率首次降至 3% 以内。



本轮债转股目的是降低非金融企业的杠杆率

2015 年底，中央经济工作会议提出 2016 年经济社会发展主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。2016 年 10 月 10 日国务院发布了《积极稳妥降低企业杠杆的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，为明年落实降杠杆和债转股提供了明确的政策原则。市场化债转股被确定为降低企业杠杆率的重要途径，与 99 年债转股救助银行的目的不同。这一方面是因为当下银行贷款不良率仍在可控范围内；另一方面是因为当前我国非金融企业占 GDP 的比重非常高，居主要经济体首位，隐含着较大的风险。**本轮债转股目的是降低非金融企业的杠杆率，而非降低银行贷款不良率。**

受商业银行法限制，银行不能主动参与债转股，但一定是主导者。根据《意见》要求，除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权。“另有规定的除外”给债转股方案的可行性留了口子。银行将债权转为股权，可以通过设立一个 PE 等关联实体实现隔离，向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。

本轮债转股的实施模式

本轮债转股区别于与上一轮的最大特征就是其市场化原则，国家只出台政策的大框架进行指导。具体的操作实施由市场来完成。从债转股企业的筛选、资金筹集定价以及最后退出等方面均由市场来抉择，充分发挥市场在资源配置中的决定作用。总结来说，债转股的基本

模式有以下四种。

债转股的基本业务模式

模式一	银行将债权卖给第三方，第三方再将这笔债权变为股权	1999年四大银行不良贷款剥离方式
模式二	直接将银行对企业的债权转为股权	债转股第一单熔盛重工方案
模式三	银行将股权交给实施机构管理	云南锡业集团方案
模式四	“留债+可转债+有条件债转股”模式	中钢集团债务重组方案

模式一、国有四大 AMC 资产管理公司无力承接债转股

按照 12.5% 的资本充足率监管标准，国有四大 AMC 资产管理公司最多还能承接 3584 亿元不良资产（见下图）。2015 年商业银行共计出售约 4000 亿不良贷款给 AMC，若银行不良加速暴露，则 AMC 行业的承接能力或不足以支撑至 2017 年四季度，更别说承接三年内 1 万亿的债转股规模了。考虑到国家这次用市场化原则解决债转股问题的决心，财政部为四家 AMC 提供注资，支持其业务扩张的可能性很小。通常而言，最先出炉的方案有着极强的示范意义，可能成为未来市场化债转股的标杆。在试点方案中四大 AMC 参与程度十分有限，所以类似 1999 年由四大 AMC 主导债转股的情况将不会发生。

2016 年中期国有四大 AMC 资产管理公司资产统计情况

资产管理公司	净资产（亿元）	资本充足率	继续承接不良资产能力（亿元）
中国东方	943.62	13.5%（估算）	549
中国长城	569	16.24%	1048
中国信达	1108	16.11%	1987
中国华融	1,316.5	11.7%	0

模式二、直接将银行的债权转为股权，受到银行风险权重的制约

债转股第一单，直接将银行对企业的债权转为股权熔盛重工（现更名为华荣能源）。根据发布债转股公告，拟向债权人发行最多 171 亿股股票以抵消 171 亿元债务。其中，向中国银行发行 27.5 亿股股票以抵消 27.5 亿元债务。此次债转股完成后，中行将变成其最大股东，持股比例将高达 14%。

直接债转股方案不太可能成为不良资产的主要处置方式。其中最主要原因是，商业银行资本金面临资本金制约。根据当前的监管要求，债转股资产的风险权重介于 400%-1250%，而企业贷款的风险权重为 100%。直接债转股会侵蚀银行的资本充足率，熔盛重工的方案只会是个案。

模式三、由银行子公司设立基金募集社会资金将是未来主流

11月22日，农行打响头阵，率先公布将以100亿元自有资金设立全资一级子公司——农银资产管理有限公司。其余四家国有大行亦齐头跟进，均各以百亿自有资金，筹建专司债转股的AMC。在云锡集团债转股方案中，实施主体是建行与云锡集团成立的基金。基金的资金来源一小部分来自于建设银行，大部分来自于保险资管、养老金、银行理财等社会资金。退出可以按照上市退出的方式进行，将云锡集团未上市部分装到已有的旗下两家上市公司。此外，建设银行与云锡集团还签有回购协议。

未来由银行子公司设立基金募集社会资金进行交叉债转股的模式会是债转股的主流。使用子公司设立基金模式的优势是，一方面可以将风险进行隔离，另一方面也可以更好地将债转股的利益保留在本行体系内。未来有可能形成债转股市场的分层，高质量贷款银行采用“子公司设立基金”的模式继续持有，比如云南锡业在各家银行贷款均为正常类贷款。低质量的不良逾期贷款银行则会出售给资产管理公司。

模式四、“留债+可转债+有条件债转股”模式适用于已经违约的债务

中国银行、交通银行、国家开发银行、农业银行、进出口银行和浦东发展银行等六家银行与中钢集团签署《中国中钢集团公司及下属公司与金融债权人债务重组框架协议》。债务重组方案采取“留债+可转债+有条件债转股”的模式，按回收风险金融债权划分层级，设计差异化方案并分两阶段实施。中钢的模式主要是通过可转债的形式来实现，是因为中钢集团的公司债已经实际违约面临破产风险了。债权人怕直接转股不利于今后可能的破产清算，才选择了增加可转债这个环节。因为政府明确规定市场化债转股对象为信用状况较好，无故意违约的企业，所以可转债模式同样不会是未来债转股的主流。

债转股投资机会

债转股的模式是以时间换空间，使得短期内不良贷款暴露的压力减轻，给了企业价值恢复提供了一个选择。2015年全国重点钢铁企业亏损645.34亿元，财务费用就高达974.4亿元。根据发改委的测算债转股可以使企业资产负债率普遍下降约10到20个百分点，大幅降低企业财务费用，从而盘活资产。因为债转股项目动辄上百亿，我们公司无法直接参与。但银行子公司设立基金募集社会资金的模式给了我们间接参与债转股的机会。投资时要侧重企业的选择，不能因为企业有债转股了就投。如果债转股针对的对象是那些“僵尸企业”，那么对于全社会来说，并不能给全社会创造价值。如果债转股针对的对象是有市场活力、但有债务困境的企业，那么债转股会给全社会带来长期价值。我们有机会以较低价格介入问题企业的投资，并通过推动企业整改，获取回报是大概率事件。

在投资债转股基金时，有三个要点可以帮助我们在最大程度上规避风险。第一，所转股的债权必须为正常类贷款，不能是不良贷款。第二，债务人最好是上市公司体内的资产，或是有可能被注入上市公司的资产。第三，与债务人签有回购协议。特别是“上市公司”的属

