

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年11月22日報

中國加速債轉股化解企債危機

李家濤

香港科大商學院資深副院長、管理學講座教授及利國偉商學教授

自中國國務院有關市場化債轉股的指導意見公布後，多個債轉股項目已經正式落實。截至目前，據最新公開披露的訊息、由建設銀行參與的多個債轉股項目，當中涉及央企和多個地方國企，整體債轉股專案預計規模達 950 億元人民幣。

較早前，中國銀行業監督管理委員會（中銀監）公布了調整地方資產管理公司有關政策，除了放寬每省一家的名額限制外，還鬆開了「不良資產不得對外轉讓」的束縛，加速推進企業「債換股」政策，以化解企業龐大債務的潛在金融危機。可以看到，加快落實以債換股的政策措施，已成為當前政府紓解企業龐大債務風險的方法。

不良貸款率持續上升

筆者曾在《清理「僵屍企業」刻不容緩》一文（刊本欄 7 月 6 日）闡述了中國企業債台高築的風險。按照國際貨幣基金組織（IMF）《全球金融穩定報告》的統計資料，中國的「在險債務」（debt at risk）佔債務總額 14.1%，據此推算中國商業銀行的企業貸款中，潛在風險貸款比例為 15.5%，規模達 1.3 萬億美元（8.2 萬億元人民幣）。

另據資料顯示，中國的商業銀行不良貸款率已從 2012 年底的 0.87%，上升至今年第二季度末的 1.75%；不良貸款餘額達到 1.4 萬億元人民幣（見銀監會網頁，《銀行不良貸款的幾個問題》一文，

<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/2EB2F5BCC9DB4A8B93FB95BE0316B2BC.html>）。事實上，中國企業過度的信貸，不僅降低了資金投資的效率，更重要的一點是，企業的財務表現惡化，會傳導滲透到金融機構的資產負債表，埋下爆發金融系統性風險的隱患。

債轉股須有全盤政策布局

面對企業須「降槓杆」的迫切形勢，國務院於上月 10 日正式公佈《關於積極穩妥降低企業槓杆率的意見》（下簡稱《降槓杆意見》及其附件《關於市場化銀行

債權轉股權的指導意見》，以化解壓在深化改革頭上的企業債務風險問題。

這一輪債轉股，無疑是繼 2015 年深化國有企業改革後，中央又一項重大經濟改革措施，為國企改革增加動力，並貫徹國家主席習近平所提出供給側改革的「三去一降一補」——去產能、去庫存、去槓杆、降成本、補短板等五大任務，一舉向中國經濟轉型作出攻關。

不過，債轉股必須有一個全盤的政策布局，包括識別具發展生機的企業，在債轉股的同時，確立風險共同負擔的市場行為、並且進行企業重組、公司治理改革、強化預算約束、優化市場準入等綜合手段來徹底加以整治。否則，不排除成為「僵屍企業」苟延殘喘的「補藥」平台，政策成效不彰，基於債轉股多為國有企業，政策到最後只是把國有產業資本，淪為國有金融資本，左手轉右手，徒然失去寶貴的改革時間。

兩輪債轉股比較

看深一層，今輪債轉股與 1999 年的這一次，無論在政策背景和操作等方面都有所不同。1999 年這一輪，主因是受到 1998 年亞洲金融風暴的衝擊，宏觀經濟放緩，眾多國有企業經營困難，而銀行亦積累了大量呆壞帳，在這種情況下，加上當時正在進行國有企業改革過程當中，故政府推行債轉股，以化解當時的困局。在操作上，由國家經貿委進行篩選，以陷入債務困境的國有企業為主要對象，政策立足點在於協助經營困難的國有企業渡過難關，力挽即將倒閉的國有企業於既倒，以確保經濟和產業改革可以穩定地繼續進行。

但今次這一輪債換股，嚴格來說，是化解中國過往建基於資本和勞動力積累去推增增長的投資驅動型、如今轉換至基於提高生產率去促進經濟增長的新模式，亦即是舊增長模型完成了歷史任務所遺留下來的問題。過去利用高投資率去提升經濟增速，導致企業債務持續上升，部分行業產能嚴重過剩。換言之，今輪債轉股是由經濟內生因素迫出來的。因為過去刺激經濟增長的「三頭馬車」中，如今投資和出口都疲憊了，拉不動經濟。因此，若這個舊增長模型所遺留下來的問題不解決，中國經濟改變增長結構便寸步難行。

細看今輪債轉股的對象，主要是聚焦具發展前景，但暫時遇到經營困難的優質企業，其中包括因行業周期性波動導致經營困難卻仍可扭轉乾坤的企業、戰略性新興產業領域的成長型企業等領域；並開宗明義嚴禁扭虧無望、已失去生存發展前景的「殭屍企業」等。

三個禁止 三個鼓勵

據《降槓桿意見》明確了「四個禁止，三個鼓勵」，除禁止「僵屍企業」，還有那些惡意賴債的企業；債權債務關係複雜且不明晰的企業；有可能助長過剩產能擴張和增加庫存的企業；而鼓勵面向發展前景良好但遇到暫時困難的優質企業開展市場化債轉股，包括因行業周期性波動導致困難但仍有希望逆轉的企業；因高負債而財務負擔過重的成長型企業，特別是戰略性新興產業領域的成長型企業；高負債居於產能過剩行業前列的關鍵性企業以及關係國家安全的戰略性企業。

在操作層面，債轉股指定由相關實施機構（包括金融資產管理公司、保險資產管理機構、國有資本投資運營公司等多種類型實施機構），收購銀行的不良資產，把原來銀行與企業間的債權、債務關係，轉變為實施機構與企業間的股權關係，並強調市場化、法制化的執行原則，體現在債轉股的對象選擇、資產定價、籌集資金、股權退出等具體實施方案將由債權人、企業和實施機構三方，依據國家政策導向自主協商並以市場化方式確定，政府只作政策頂層設計和推動具體實施，而不干預具體事務，更不會承擔兜底責任。

舊增長模型遺留的難題

表面看，政府是要避免今輪債轉股變成無效率經營企業的「免費午餐平台」，也不承擔銀行、企業以至實施機構三者的「道德風險」，在這種情況下，必須把政策落至實處，將有待援手的企業資產盤活，把資源重新有效整合，透過投資或併購重組等手段，把「呆壞」的資產，化腐朽為神奇，並配合企業的治理改革和預算約束等手段。

由於銀行不良貸款的規模相當龐大，即使不計及非金融機構、地方融資平台和不良貸款風險敞口（non-performing exposure·到期但已逾期三個月未償還的貸款）等，光是已確定的不良貸款餘額已高達 1.4 萬億元人民幣，金融風險確實不容忽視，因而必須及早「拆彈」。對於無法經營的企業便應讓其破產，與此同時，政府須同時制定一個可讓各市場參與者清楚了解、健全而統一的破產機制。

歸根究柢，今輪債轉股是舊增長模型完成了歷史任務而遺留下來的難題。當前這一輪債轉股的政策的目的，是促進經濟轉型升級、去產能和去槓桿。由於金融風險很大程度是實體經濟風險的反映，因此，根治問題的方法，還是回歸到實體經濟身上。

讓市場主導金融資源配置

從過去經濟發展的模式看到，逾三十年的經濟改革，在勞動力和產品市場上，市

場力量的確扮演了相當的角色，然而，在資本配置上，市場力量顯得疲弱無力。內地的主要銀行為國有，加上在資本配置管理上，政府一直實行金融抑制（Financial repression）政策，扭曲相對資本的價格，並為其偏好的部門（主要的國有企業）提供資本。另一方面，國內金融市場又不成熟，以致貸款結構是以銀行中介的間接融資為主，透過金融市場的直接融資未成氣候，這種做法，是造成今日企業債務風險沉重的因素。

對於 1999 年企業債轉股的一役，麻省理工學院（MIT）學者 Edward Steinfeld 曾以《China's Program of Debt-Equity Swaps: Government Failure or Market Failure?》為講題（中國金融改革論壇，2001 年 11 月 11 至 13 日舉行），分析該輪債轉股的政策措施，他在總結部分指出，中國金融體系中的借款人和貸款人，都有「道德風險」和「逆向選擇」的行為，說明中國體系的市場力量不足與制度缺陷。

綜合來看，面對企業債務佔國內生產總值（GDP）160%的嚴峻局面，推動企業債轉股化解風險，必須從一個更根本的層面來徹底解決問題。除了盡快徹底推行國企改革外，更須認真提高經濟體系中各市場的競爭環境，加快金融體系的市場化改革，在資源的配置上，讓市場發揮主導作用，鼓勵銀行向私人企業融資，減少國有企業總貸款額中的貸款比例，在國企壟斷經營或寡頭壟斷經營的產業領域，放寬市場準入，避免當前企業的債務風險鏈，向擔保鏈和產業鏈蔓延，最終一發難以收拾。可以說，目前債轉股其實是在跟時間競賽，必須高度警惕和把握當中的挑戰與機遇。