

债转股实施过程中的 问题浅析

刘金

摘要 本文就不良资产的收购资金如何解决、不良债权转换的股权是否有足够的市场需求、资产管理公司的存续时间、上市公司如何债转股、如何降低道德风险、人才是否充足和法律是否完备等6个债转股具体实施过程中遇到的问题作了简要分析。

关键词 债转股 不良债权 资产管理公司

中国国企经过20年改革,现在已经到了攻坚阶段。国企由于诸多原因累积下来的负债长期挥之不去;相对应的是,国有商业银行贷给国企的巨额款项,则变成了不良债权。要促进中国这个转型发展中国家的的发展,当前必须解决好国企的改革和国有商业银行的改革。1999年4月20日,中国信达资产管理公司在北京成立;10月,东方、长城、华融资产管理公司也相继挂牌。4公司设立的主要任务是分别收购、管理、处置中国建设银行、中国银行、中国农业银行和中国工商银行剥离的不良资产,最大限度地减少损失,保全资产。而各资产管理公司首选的手段就是债权转股权。

债转股真能同时卸下国企的沉重负债,又扔掉商业银行的不良资产吗?而且,资产管理公司是否能很快抛售出这些债权转化来的股权,在理想年限内抽身退出。本文拟对债转股实施中的问题作一浅析。

一、不良资产的收购资金如何解决

我们知道,4个资产管理公司的注册资本都是100亿元人民币,由国家财政全额拨入。但仅信达公司一家接收不良资产所要涉及的金额就达到2500亿元。区区100亿元对于2500亿元而言,只能说是“杯水车薪”。而仅对信达的100亿元的注册资金,财政也不能一步到位:先由建行从现有资本金中划拨出一部分给财政部,再由财政部投资于信达资产管理公司,这笔资金将由财政部在今后以发债券筹集的资金返回给建行。信达资产管理公司向建行收购不良贷款所需要的庞大资金由人民银行提供特种再贷款解决。建设银行向信达资产管理公司出售不良资产所回购的资金,全部存入人民银行。信达资产管理公司用处置不良资产所获的收益归还人民银行再贷款本金。这等于人民银行首先要给每个资产管理公司一大笔启动资金,以保证其有足够财力去购买商业银行的不良债权。有人可能认为这种收购并不是一下子购买所有的不良资产,因而不需要占用很多资金。但由于资产管理公司不能存续过

久,因而每次收购的数量过少、速度过慢,对于不良债权的消除没有根本意义。这样,即使按“成熟一家批准一家”计算,5年处理完绝大多数不良债权,4个资产管理公司加起来,每年人民银行也要支出近2 000亿元人民币的贷款。这种贷款的回收速度要由资产管理公司出售这种由不良债权转化为股权的速度决定。这样,人民银行每年就要通过发行货币或发行债券来解决2 000亿元的贷款。发行货币会使当年的通货膨胀率上升,而发行债券只是推迟了通货膨胀的出现。治理了不良债权,导致了通货膨胀,从宏观经济整体考虑,值得斟酌。

当然,人民银行提供特种贷款,并不是资产管理公司唯一的资金来源。1999年4月26日,财政部副部长楼继伟在“世界经济论坛——’99中国企业高峰会”上说,“至于不良资产的购买者,我们最欢迎的顾客是战略型的投资者。我们期待具备强大资金实力、市场开发能力和丰富管理经验的投资者加盟。我们不会拒绝任何投资人,不管它是国有、私人还是境外投资者。”国有企业自有资金不足,目前我国的私人资金也毕竟有限。那么就只能让境外投资者提供了。但我们知道,只有符合5项基本条件,并且通过了资产管理公司严格评审的企业,才有希望实施债转股:一是产品适销对路,质量符合要求,有市场竞争力;二是工艺装备为国际国内先进水平,生产符合环保要求;三是企业管理水平较高,债权、债务清楚,财务行为规范;四是领导班子强;五是转换企业经营机制的方案符合现代企业制度的要求,各项改革措施得力,减员增效、下岗分流的任务得到落实。

由此我们看到,实行债转股的企业正是我国的骨干国企,是国有资产“有所为”的企业。这些企业转制成功后最终会成为上市公司。如果它们的股份大量被外资所有者把持,其性质是否还是国企?当然,这只是个极端的推论。有人认为我们只要规定外资控股的比例就可以避免国企变成外企。关键是债转股工程要涉及到很大的金额,把吸收外资的比例规定得过低不能解决资金方面的问题,规定得过高必然会影响到国企的控制力。而通过债转股,外资大量涌入国内的资本市场,大量控制重点国企,是否有悖于我们的初衷?有人可能认为,其实外资成为国企的大股东也未尝不可,也会促使国企现代企业制度的建立。对此,笔者认为这是一个谨慎而又敏感的问题,要予以更深入的研究。

二、以不良债权转换的股权是否有足够的市场需求

资产管理公司将银行的不良债权买下后(不管是折价还是平价买下),最终是要在资本市场交易的。而这就取决于市场对于这部分由债权转化的股权是否有足够的需求。有观点认为,有3点原因使不良债权具有一定的市场需求:其一,不良债权并不一定表现为贷款的绝对损失,因为它不是要素的灭失,而是一种呆滞,即贷款流动性呆滞。从长期投资者的角度看,不存在流动性问题。不良贷款还是有收益的贷款,因而是有价值的商品。其二,市场总是周期波动的,不良债权之所以有人买,正是由于投资者对不良债权今后的市场价格会回升,可能会高于其折扣价有心理预期。其三,银行以一个可接受的折扣价出手不良债权,这个价格明显地低于不良债权的帐面价值。这等于留给债权购买者一个低买高卖的机会,这样就可以对购买者产生较大的吸引力。但笔者认为:第一,既然不良债权在短期投资者看来是一种呆滞,对长期投资者而言不存在流动性问题。那么就需要有足够多的长期投资者去托起这个市场。而我们知道,中国证券市场兴起的这几年,“熊长牛短”,这种现象后面说明中国的投资者队伍并非以长期投资者为主,而是一支极富流动性和投机性的短期投资者组

成的队伍。尽管国家近来尽力扶持机构投资者,投资基金数量不断增加,但总体上中国证券市场目前仍不是一个机构投资者占主导地位的市场。投资于债权转来的股权能保证多高的收益,而且回收期能否定下来。如果没有担保的话,持有这种股权可能达不到预期目标。如果以财政担保的话,等于把这种风险又转嫁到财政头上,最终不良债权的风险只是从国家的银行转到国家的财政那里。这个具体操作问题值得认真考虑。第二,由于资产管理公司是平价从商业银行手中购买不良债权的。那么,资产管理公司以平价购买不良债权,折扣卖给投资者。中间这个差额资产管理公司如何承担?资产管理公司只是暂时存在的,它退出市场后,这个差额等于还是由国家财政承担了。但这对于并不富裕的中国财政来讲,无疑是个巨大考验。从泰国、韩国出售不良债权的情况看,不良债权的折扣率与其资信状况息息相关,资信状况越低,折扣率越低,甚至可以低到一折两折。这样说来,如果商业银行自身能承担一部分折扣,就可以使财政少负担一点。但我国商业银行也是近几年才开始提取坏帐准备,而且准备率只有3%~5%。如此低的准备率又能承担多少不良债权?

三、资产管理公司要存续多久

资产管理公司一方面收购银行的不良债权,另一方面大量从事投资银行业务。而中国许多证券公司也正在大力向国际投资银行的方向努力。不同的是,证券公司要自负盈亏,而资产管理公司却是国家垄断经营的。从前面的分析,我们知道,在中国目前的股权流通结构下,股权的变现将是一个漫长、困难的过程。但资产管理公司只能阶段性持股,不能长期性持股。否则,存续期过长,会干扰资本市场的健康运转。因为资产管理公司是国家政策性机构,享受税收优惠,而且注册资本100亿元,同时从事投资银行业务。而综合类证券公司也大量从事投资银行业务,但其注册资本根本无法与资产管理公司相比。目前国内最大的证券公司——国泰君安 of 的注册资本也不超过37.3亿元。况且,这些证券公司享受的税收优惠远不及4个资产管理公司。这4个资产管理公司长期存在,证券公司的部分投资银行业务必遭到威胁。这样,就会影响中国的证券市场发展。美国的RTC于1989年9月成立,在其处理了700多家倒闭的储蓄贷款协会,并且接近用完国会批准的损失补偿资金的时候,于1996年1月正式宣布解散。1998年日本的过渡银行存续期也只是1年。借鉴国外经验,我国的资产管理公司存续期不能过长。这样就又引出一个问题:既然其存续期并非遥遥无期,那么其目标是定在早日出售不良债权转化的股权上(即注重流动性),还是定在最大限度地解决所有不良债权?这必然存在一个解决不良债权的百分率的问题。但时至今日,还没有关于这方面的消息。国家只是界定了债转股的范围:1996年以前发放的逾期和呆滞贷款。而且,资产管理公司存续期完毕之后何去何从?是相互合并、重组为一、两家资产管理公司呢,还是转化为投资银行,抑或是从此淡出市场?

四、上市公司如何债转股

我们知道,尽管非上市公司是债转股的主要对象,但最便于实施债转股的却是证券市场中的国有大型企业。因为大型国企上市公司既是证券市场的中坚力量,同时,它们中的大多数还是国家支柱产业中的龙头企业,和非上市公司相比,它们更容易满足债转股的5个基本

条件。截至1999年8月11日,沪深市场共有大型国企117家(选取标准假定为国家股占总股本比例 $\geq 50\%$,并且流通股 ≥ 1 亿股)。如果资产管理公司把其欠银行的债务转化为股权的话,是转为国家股、法人股,还是转为流通股?如果转为非流通的国家股、法人股在市场上出售,卖给投资者,固然可以降低国家股东持有国家股的比率,达到减持国有股的比率,又可盘活资产。但问题是投资者一旦购买了这些不能流通的国家股、法人股,就不易转手,变现力差,从而购买欲望不强。这样导致这种债转股由资产管理公司无法脱手而无法实现价值。如果这些债权转化为流通的普通股,卖给投资者后,由于转手容易,大量地在股市中抛售必使市场大幅波动。可能有人认为上市公司完全可以通过配股解决资金问题,不必再去进行债转股。但“特别处理”的上市公司没有配股权,还是要进行债转股的。如果我们回避这个问题,不让上市国企享受债转股的权利,那么,正如前文所言,非上市公司债转股后最终还是要上市的,那时我们一样要面临这个难题。

五、如何降低道德风险

在1999年的全国人大会议期间,中国人民银行戴相龙行长向记者承认,组建金融资产管理公司有可能产生一定的负面影响,要防止商业银行和企业发生新的道德风险。据中国建设银行统计,1999年前3个月建行的预期贷款大幅上升,不少企业想搭乘上这最后一班车,故意造成不良资产的扩大。对于此,管理层明确指出:1996年后新增贷款所产生的不良债权不在剥离之列。同时由于目前债转股实际操作中,资产管理公司以平价购买企业欠银行的债务,而且资产管理公司要花费精力去出售。作为始作俑者——企业,却逍遥在外。这样贷款的企业在没有约束的压力下就有可能改变债转股的初衷——由信用经济变为赖帐经济。尽管新增贷款不在剥离之列,但如持这种债转为股的股东不对赖帐企业进行约束,其运行发展会如何很难预期。如果让资产管理公司去插手管理这些企业,成本又过高。当然,不用债转股,用其他手段也很难避免道德风险。如能让买到这种股权的投资者去监督这些企业,效果可能会好一些。但这些债转为股的企业大部分并非上市公司,未上市前信息披露不全,所以公众对之监控力度就可能不够。

六、人才是否充足,法律是否完备

资产管理公司无疑属于中国金融业中知识技术最为密集的公司,它横跨证券业、投资银行业、企业管理、市场营销等各个领域,这就需要这些领域的专家。我们知道,每笔不良贷款的重组都需要一个专家组很长时间的 effort,总体上对人才的需求是很大的。假定平均每笔贷款3000万元,需一个3人小组一年收回资金,那么处理10000亿元的不良贷款就需要10万人工作3年才能完成任务。何况,我国目前合格的专业人才还很缺乏。从各银行抽调一部分人员应不成问题,但这些人员的结构和素质如何不能保证。

同时,我国目前的《证券法》、《商业银行法》等相关法律中还没有对资产管理公司的行为作一专门规定。如果没有一个专门的管理条例或是专门的法律,资产管理公司实际操作起来很难保证顺利进展。

(作者单位:上海对外贸易学院)