

股债结合中商业银行近期业务创新的风险防范

中国社科院金融研究所 王国刚

《金融科学》2017年第1辑

内容提要：进入2016年以后，在加快“去杠杆”和“降成本”步伐的背景下，中国的商业银行等金融机构在推进股债结合过程中逐步推出了投贷联动、明股实债和债转股等运作方式，既带来了新的业务发展契机，也带来了新的金融运作风险。本文着重从投贷联动、明股实债和股转债等金融运作的风险展开分析，揭示这些金融运作方式中容易被忽视的金融风险形成机制，指出要防范这些运作风险，需要着重解决好五个方面问题：通过严格的尽职调查，选择好科创企业；制定科学周全的财务规划；确立资产组合管理思维，推进资产组合管理运作；强化公司治理，发挥程序性机制的功能；建立投贷联动项目的评估和淘汰机制。

关键词：股债结合 商业银行 业务创新 风险防范

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中强调指出：在“十三五”期间，要“开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式”。进入2016年以后，在加快“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”背景下，商业银行等金融机构积极探索，在推进股债结合中逐步推出了一些新的金融业务运作方式，其中包括投贷联动、明股实债和债转股等等。它们既给商业银行等金融机构带来了业务拓展的新契机，也给一些地方政府和相关企业带来了增加融资的新期待，因此，受到各界的广泛关注。但这些股债结合的方式尚不成熟，其中存在着一系列未曾深究的各种风险。如果不加重视，将引致事与愿违的后果。为了推进这方面的研究深化，本文着重探讨这些股债结合方式中金融风险状况，以期给相关研究者提供一个可深入探究的“靶子”。

一、股债结合的经济背景

“十三五”期间实行股债结合的融资方式是由中国经济金融运行的走势决定的。2012年以后，随着经济进入新常态，GDP从高位增长转向了中高位增长。经济增速的下行引致了

表1 工业生产者出厂价格指数（PPI）变化（2012-2015） 单位：%

时间	当月同比	时间	当月同比	累计值	时间	当月同比	累计值	时间	当月同比	累计值
2012.01	100.7	2013.01	98.4	99.09	2014.01	98.4	97.51	2015.01	95.7	93.32
2012.02	100	2013.02	98.4	98.4	2014.02	98	96.43	2015.02	95.2	91.80
2012.03	99.7	2013.03	98.1	97.81	2014.03	97.7	95.56	2015.03	95.4	91.16
2012.04	99.3	2013.04	97.4	96.72	2014.04	98	94.79	2015.04	95.4	90.43
2012.05	98.6	2013.05	97.1	95.75	2014.05	98.6	94.41	2015.05	95.4	90.07
2012.06	97.9	2013.06	97.1	95.06	2014.06	98.9	94.01	2015.06	95.2	89.50
2012.07	97.1	2013.07	97.7	94.87	2014.07	99.1	94.02	2015.07	94.6	88.94
2012.08	96.5	2013.08	98.4	94.96	2014.08	98.8	93.82	2015.08	94.1	88.29
2012.09	96.4	2013.09	98.7	95.15	2014.09	98.2	93.44	2015.09	94.1	87.93
2012.10	97.2	2013.10	98.5	95.74	2014.10	97.8	93.63	2015.10	94.1	88.11
2012.11	97	2013.11	98.6	95.64	2014.11	97.3	93.06	2015.11	94.1	87.57
2012.12	98.1	2013.12	98.6	96.73	2014.12	96.7	93.54	2015.12	94.1	87.85

数据来源：根据国家统计局每月公布的PPI数据整理

海内外各方的关注和广泛议论，所谓的“硬着陆”、“软着陆”乃至经济危机等说法不绝于耳。但中国的经济增速依然位于全球各主要经济体前列，新增值在各主要经济体排位中首屈一指。2012-2015年的几年间GDP绝对值从534123亿元增加到676708亿元，增长了26%。既然经济总量还在正增长（且增速不慢），那么，经济形势就应当令人满意。但在微观经济面，众多企业却有着严冬难熬的感受，这不仅反映了经济增速的微观基础还不坚实，而且对就业、投资和金融也有着严重的负面影响。2015年中央经济工作会议提出了在推进供给侧结构性改革中要以防范化解金融风险为金融工作的重心。

从微观经济面的工业企业看，表1反映了2012年以来4年时间内工业生产者出厂价格指数（PPI）走势情况。从中可以看出，工业企业的出厂价格从2012年3月下降至今已近50个月（且尚难看到PPI增长率转为零增长或正增长的时点）。价格机制有着很强的关联性，是市场机制发挥作用的基本点。从宏观面看，工业企业创造的工业增加值是GDP的主要构成部分，PPI负增长意味着它对GDP增长率的贡献率在降低（反过来，如果PPI正增长，则工业增加值上升，它对GDP的贡献率也随之提高）。从微观面看，PPI负增长直接意味着按照出厂价格计算的工业增加值的减少，这对工业企业的经营运作有着至关重要的影响（微观经济学又被称为“价格理论”）。

PPI负增长的直接成因在于库存增加，即在库存数额持续增大的条件下，大多数工业企业不免选择降价销售的策略，尽力将产品卖出，由此，引致PPI持续负增长。从表2中可见，

表2 工业企业存货（2012-2014） 单位：亿元、%

时间	数额	增长率	时间	数额	增长率	时间	数额	增长率
2012.02	79559.18	17.6	2013.02	87806.52	9.4	2014.02	93736.17	8.5
2012.03	81643.19	15.8	2013.03	89257.63	8.1	2014.03	95189.10	8.3
2012.04	83227.39	14.7	2013.04	90622.46	7.4	2014.04	96130.40	8.4
2012.05	84455.05	13.5	2013.05	91422.14	6.8	2014.05	97291.60	8.7
2012.06	84541.29	12.6	2013.06	91480.81	6.6	2014.06	97449.70	8.6
2012.07	85045.84	11.4	2013.07	92347.75	6.8	2014.07	98652.20	8.9
2012.08	85444.03	10.2	2013.08	92976.12	7.1	2014.08	99729.40	9.3
2012.09	85689.35	9.3	2013.09	93663.78	7.5	2014.09	100138.20	8.9
2012.10	86471.41	8.8	2013.10	94576.99	7.4	2014.10	101084.00	8.7
2012.11	87170.21	8.6	2013.11	95803.92	8.2	2014.11	101297.40	7.5
2012.12	86475.76	8.3	2013.12	95402.36	8.4	2014.12	99565.70	6.2

资料来源：国家统计局网站。由于该网站的数据仅截止到2014年，所以，本表缺2015年的数据。

2012年以后，工业企业的“存货”数额不论是按照月度计算还是按照年度计算都有着快速

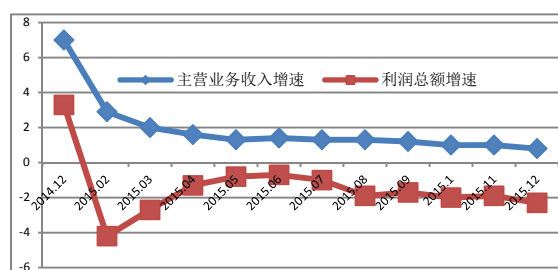


图1 2015年工业企业利润增速 (%)

资料来源：国家统计局。

增加的趋势，“存货”的增长率超过了当年的GDP增长率。2011年底，全国工业企业的“存货”为80583.15亿元，到2014年底这一数额增加到了99565.7亿元，增长率达到23%。这一趋势在2015年并没有减弱（可从表1的PPI负增长程度中得到验证）。“存货”大幅增加所引致的PPI持续负增长走势，既严重影响着经济结构调整，也严重影响着“稳中求进”的宏观经济目标实现，它证明了“去产能、去库存”的供给侧结构性改革摸准了经济运行的动脉，切中了关键所在。

利润是价格的一部分。PPI 持续负增长的一个主要结果是，工业企业的利润(和利润率)随之大幅减少。从表 1 中可见，与 2012 年同月相比，2015 年下半年以后工业企业的出厂价格已累计降低了 10 个百分点以上。如果舍去各工业部门之间的出厂价格降幅差别（例如，石油、煤炭、钢铁等产业的出厂价格降幅较大），那么，这意味着只要出厂价格中毛利率低于 10%的工业企业均已处于亏损境地。进入 2016 年以后，虽然 PPI 月度环比的数据有所缩

表 3 工业企业利润总额变化 (2011-2014) 单位：亿元、%

时间	利润总额	增长率	时间	利润总额	增长率	时间	利润总额	增长率	时间	利润总额	增长率
2011.02	6454.58	34.3	2012.02	6060.06	-5.2	2013.02	7091.53	17.2	2014.02	7793.14	9.4
2011.03	10659.23	32.0	2012.03	10449.14	-1.3	2013.03	11740.08	12.1	2014.03	12942.40	10.1
2011.04	14869.21	29.7	2012.04	14525.20	-1.6	2013.04	16106.91	11.4	2014.04	17628.70	10.0
2011.05	19203.15	27.9	2012.05	18434.13	-2.4	2013.05	20812.45	12.3	2014.05	22764.40	9.8
2011.06	24105.42	28.7	2012.06	23116.61	-2.2	2013.06	25836.64	11.1	2014.06	28649.80	11.4
2011.07	28003.56	28.3	2012.07	26784.50	-2.7	2013.07	30032.16	11.1	2014.07	33491.60	11.7
2011.08	32280.88	28.2	2012.08	30596.66	-3.1	2013.08	34863.90	12.8	2014.08	38330.40	10.0
2011.09	36834.02	27.0	2012.09	35239.53	-1.8	2013.09	40452.81	13.5	2014.09	43652.20	7.9
2011.10	41217.25	25.3	2012.10	40240.05	0.5	2013.10	46263.22	13.7	2014.10	49446.80	6.7
2011.11	46637.90	24.4	2012.11	46625.26	3.2	2013.11	53338.01	13.2	2014.11	56208.00	5.3
2011.12	54544.43	25.4	2012.12	55577.70	5.3	2013.12	62831.02	12.2	2014.12	64715.30	3.3

资料来源：根据国家统计局网站数据整理。由于国家统计局网站数据仅到 2014 年，所以，本表数据也截止到 2014 年。

小，但从 2012 年以来的累计降幅数值还在进一步降低（其中，2016 年 3 月的累计降幅值为 87.24%）。对任何企业来说，利润数量是它们抵御市场风险的第一道防线。利润大幅降低意味着企业抵御市场风险的能力明显降低。从表 3 中可见，2011-2014 的 4 年间，工业企业的利润增长率明显回落，从 2011 年的 20%以上降低到 2014 年的 10%以下。另一方面，图 1 显示了 2015 年工业企业的利润增速转向了负数（2015 年 12 月为-2.3%）。2014 年末以后有关政府部门出台了一系列企业减负措施（包括降低税收和收费，下调贷款基准利率等），其中包括从 2014 年 11 月 22 日起，央行连续 6 次下调从贷款基准利率，1 年期贷款基准利率从 6%下调到 4.35%（减少了 1.65 个百分点），由此对 130 多万亿元的各类贷款（包括影子银行贷款）来说 1 年内利息减少了 1 万多亿元。考虑到在这些因素影响下，2015 年工业企业的利润依然处于负增长通道，情形就更加严重了。

上市公司是各类企业中的佼佼者，相比非上市公司有着许多优势，但 2015 年上市公司的经营情况也发生了较大程度的滑坡。具体表现在：第一，上市公司业绩增速大幅下滑。截止 4 月 30 日，2821 家上市公司发布了 2015 年年报，合计实现营业收入 294100.97 亿元，增长 1.16%，低于 2014 年的 6.18%；实现归属上市公司股东的净利润 24740.57 亿元，增长 0.63%，低于 2014 年的 6.37%增幅¹。第二，减值损失大幅增加。截止 4 月 18 日，已发布年报的上市公司 1762 家中有 1755 家出现减值损失，合计 8032.51 亿元，占它们 2015 年净利润的 38.4%²。第三，地方政府补贴大幅增加。截止 4 月 19 日，已发布年报的 1856 家公司中有 1792 家获得政府补助，占比高达 96.5%；补助总额达到 868 亿元，比 2014 年同口径总补助额 684 亿元大幅增长近 27%，2013 年这 1792 家企业补助额为 567 亿元³。

¹ 参见《上市公司一季度净利下降 0.45%》，《中国证券报》2016 年 5 月 3 日。

² 参见《上市公司大额计提频现》，《中国证券报》2016 年 4 月 19 日。

³ 参见《A 股超九成上市公司吃政府“补药”》，《羊城晚报》2016 年 4 月 21 日。

PPI 持续负增长意味着工业企业的销售回款更加困难，由此，影响到了商业银行等金融机构的到期本息收回和金融市场的流动性。另一方面，随着利润增速的降低，工业企业的利润率持续下行，给投资运作和金融运作都带来了不可小视的负面影响。

为了缓解实体企业经营业绩持续下滑给经济金融运行带来的各种关联性影响，2014 年以后有关部门先后出台了一系列措施。进入 2016 年以后，各金融监管部门更是想方设法出台各种政策以加大金融对实体经济的支持力度。其中一个重要方面是推出各种股债结合的运行方式，以提高实体企业的股权资产比重，降低它们的负债率，在实现“去杠杆”的预期目标的同时，实现“降成本、补短板”的期望。

二、投贷联动的运作特点和风险

2016 年 4 月 15 日，中国银监会、科技部和中国人民银行联合出台了《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（以下简称“意见”），强调指出：“投贷联动是指银行业金融机构以‘信贷投放’与本集团设立的具有投资功能的子公司‘股权投资’相结合的方式，通过相关制度安排，由投资收益抵补信贷风险，实现科创企业信贷风险和收益的匹配，为科创企业提供持续资金支持的融资模式”；在此基础上，对投贷联动的基本原则、试点目标、适用对象、业务管理与机制建设等都做出了明确规定，同时，公布了 5 个试点地区和 10 家试点商业银行。

从市场运作角度看，投贷联动已存在多年。它的主要表现方式有三：第一，商业银行在境外设立的从事直接投资业务子公司进入中国境内设立投资公司并进行股权直接投资过程中，该商业银行从贷款方面予以配套，从而，形成“股权投资+贷款”的联动业务模式。第二，商业银行与股权投资机构（如 PE）的合作模式，即商业银行通过与股权投资机构签订合作协议（协议中包括商业银行对 PE 投资企业的贷款约定、商业银行与 PE 机构的股权收益分享约定等）基础上实现 PE 机构股权与银行债权之间的联动模式。在这种模式中，根据协议内容的具体约定，又可分为投贷联盟模式和选择权贷款模式。其中，投贷联盟指的是在商业银行与 PE 机构签订的协议中包含有对 PE 机构投资企业予以一定比例的信贷支持方面的条款；选择权贷款指的是商业银行与 PE 机构签订的协议中包含有在一定条件下可以将商业银行的贷款作价转换为一定比例股份期权的条款（据此，在 PE 投资的企业实现 IPO 或股权转让时，商业银行可以按照预先的约定，与 PE 机构分享股份溢价收入）。第三，直接向 PE 机构发放贷款的模式，即商业银行在审贷的基础上直接向 PE 机构发放专门用于科技创新型企业的贷款。这是一种投贷间接联动模式。

与这些模式相比，此次中国银监会等监管部门推出的投贷联动特点有三：一是投贷联动的组织机构由进入试点的商业银行和由其投资设立的投资子公司构成，由此，形成了母子公司之间的投贷联动机制。二是对投资对象（即科创企业）做出了明确界定。“意见”指出：科创企业是指试点地区内符合下列条件之一的科技型中小微企业：满足高新技术企业认定条件、获得国家高新技术企业证书，或者经试点地区政府认定且纳入地方政府风险补偿范畴，或者经银行业金融机构审慎筛查后认定。由此，既限制了试点地区之外的各类企业进入投贷联动范畴，也限制了试点地区中的非科创企业进入投贷联动范畴。三是投贷联动的目的在于，探索符合中国国情且与科创企业发展相适应的金融服务模式。“意见”指出，推出投贷联动旨在“推动银行业金融机构基于科创企业成长周期前移金融服务，为种子期、初创期、成长期的科创企业提供资金支持，有效增加科创企业金融供给总量，优化金融供给结构，探索推动银行业金融机构业务创新发展”。

对商业银行来说，投贷联动扩展了业务范围，使得它们一方面可以通过具有投资功能的子公司直接介入股权投资领域，分享投资收益（包括股份上市交易的收益、股份转让收益和

股份分红收益等等），既达到由投资收益抵补信贷风险，又扩展经营收益的新来源；另一方面，可以扩大对科创企业的信贷规模，支持科创企业的发展，提高金融服务质量和程度；再一方面，可以以此展开一系列相关的金融创新，介入资本市场运作，扩展综合经营。因此，是一个有着多元效应的金融创新。

对科创企业来说，投贷联动扩展了资金来源，使得它们可以获得股权性资金，支持长期性科研开发和市场开发；可以对应地获得贷款资金，保障经营活动的流动性需求；可以借助投贷联动的市场信誉吸引其他多方面的投资和扩展销售渠道。因此，也有着多元效应。

但是，投贷联动也存在一系列值得关注的风险，其中包括：

第一，投资风险。投贷联动以投资为贷款的先导。投资从项目选择、项目运作和投资收回是一个长期且复杂的过程，不易简单把握。尽管“建议”规定了“试点机构投资功能子公司应当作为财务投资人”，但财务投资与战略投资之间并无严格的法律界定和金融运作界定（在期限上，受制于各种条件，有时财务投资的实际期限可能长于战略投资），由此，投资风险有可能成为影响投资子公司从而影响商业银行自身的严重隐患。尤其是，投资与放贷虽同属金融范畴，但为运作机理、资金性质和法律关系等的差别甚大所决定，在业务层面上几乎是两种完全不同运作。商业银行拥有放贷的优势，也有着丰富的经验和完善的机制；一旦迈入其知之甚少的投资领域就可能露短显怯，由此，引致的运作风险将加重投资风险。

投资项目的选择状况对防范投资风险至关重要。如果在试点地区内存在大量有着良好发展前景且尚未有股权投资机构介入的科创企业，那么，对商业银行的投资子公司来说，选择一些合意的投资对象、展开股权投资相对容易。但现实情况是，全国有着数以万计的PE机构、上市公司及其他投资机构（如投资公司等），它们在寻求合意的投资对象方面已历经10多年的历史。具有较好投资价值的科创企业只要稍露苗头，众多投资机构就蜂拥而至。在这种背景下，商业银行的投资子公司即便引入了尽职调查团队和投资运作团队，要选择合意的投资对象也不是一件容易之事。这从一开始就决定了防范投资风险不是一厢情愿所能达到的。

第二，收益风险。投贷联动使得商业银行有可能通过投资子公司的股权投资获得股权溢价（例如，该科创企业发股上市）收益。在假定被投资的科创企业可能发股上市的条件下，这似乎是一项只挣不赔的买卖。但实际情形并不如此。其一，投资收益可能难以充分抵补贷款利息的损失。按照巴塞尔协议的规定，商业银行发放贷款的规模应受到资本数额的限制。中国银监会规定，一般商业银行的资本充足率应达到10.5%（系统重要性商业银行应达到11.5%），由此，如果某家商业银行设立的投资子公司注册资本为10亿元（假定均由该商业银行出资），那么，对应减少该商业银行记入资本充足率范畴的资本10亿元，受此制约它的放贷能力缩减近100亿元。在存贷款净利差为3个百分点左右的条件下，对商业银行来说，减少100亿元贷款就意味着减少3亿元左右的利息收入。几年下来，利息收入的累计减少数额就可能不是投资股权的溢价收入所能抵补的。其二，股权分割引致收益分割。既然商业银行创设的是投资子公司，那么，它就应由多个投资方共同投资发起设立的，不可能是某家商业银行独资的（否则，就是“分公司”）；既然是财务投资者，那么，该投资子公司投入科创企业的资本占科创企业股份比例就不会太高（通常在5%左右，达到10%就容易进入前5大股东范畴）。在这种条件下，且不说投资子公司和科创企业两层的各家股东持股结构、公司治理状况、各家股东的权益诉求等一系列问题已不是该商业银行可以独断的，就是发股上市（或协议转让及其他的股权退出方式）后，股份的溢价收入也不是该商业银行可独家获得的（但前述的利息收入减少却是该商业银行独自承受的）。这将引致收益风险复杂化。

第三，关联交易风险。在投资子公司投资于科创企业之后，作为母公司的商业银行可以给被投资的科创企业发放贷款，由此，形成了该商业银行贷款与子公司投资之间的关联交易。虽然“意见”明确指出投资子公司“不得使用负债资金、代理资金、受托资金以及其他任何

形式的非自有资金”投资于科创企业,但因该投资子公司背后有着商业银行贷款跟随,所以,“贷款”与“股权”之间的价格、数量乃至机制等安排所形成的关联交易还是可能发生。其一,从价格关联看,因有着后期的贷款支持,投资子公司进入科创企业的股份价格可能较低。虽然贷款和投资分属不同渠道,也不同时展开,但这种较低价格购买的科创企业股份实际上以贷款价格较低或其他条件放松为交易对价,因此,关联交易的直接结果是,一方面投资子公司以较低价格投资于科创企业,获得了股份权益上的便宜;另一方面,其他投资机构因缺乏后期贷款支持,与商业银行的投资子公司相比,在向科创企业投资入股中处于劣势,使得市场竞争的公平程度发生变化。其二,从数量关联看,投资子公司向科创企业的投资入股数额与后期商业银行贷款数额将形成一定的比例(联动)关系。对一些科创企业来说,只要能够有效保证后期贷款数量满足经营发展的需要,投资子公司占有的股份多点或少点是不重要的;但对投资子公司来说,在其他条件相同的场合,占有股份的多少直接关系着未来股份溢价收入的多少,所以,利用贷款优势争取股份的特殊地位和特殊权利可能成为这种数量关联的落脚点。与此对应,其他跟投的PE机构也乐于借助投资子公司的优势“搭顺风车”地获得自己的利益,由此,通过数量关联,投资子公司对科创企业的有关决策影响力大为增强,甚至可能成为实际控制人的一部分。其三,从机制关联看,投资子公司的财务投资目的在于,加快科创企业的发股上市(包括新三板等,下同)进程,获得股份的溢价收入,由此,在投贷联动之后,不论是投资子公司还是作为母公司的商业银行都将利用各种资源来尽力争取被投贷联动的科创企业早日发股上市。在这个过程中某些不规范的操作,不仅将形成接受投贷联动的科创企业与未接受投贷联动的科创企业之间的不公平竞争,而且也会给投贷联动带来意想不到的风险。

投贷联动只是股债结合中的一种方式,如果将后续的几种股债结合方式一并考虑在内,投贷联动、明股实债和债转股等相互串通、连为一体,那么,它们结合起来的总体风险将可能大于单个相加之和。

三、明股实债的特点和风险

明股实债,是指投资方在将资金投入目标企业形成股份的同时与该目标企业的大股东(乃至主要原股东)签署一系列相关协议,这些协议中规定在一定期限内(如3年左右)若不能实现预期目标(如发股上市)则由大股东(或者主要原股东)按照投资方入股价格全额回购股份并附加利息的股份投资情形。明股实债的运作有着三个要点:第一,“明股”是指在明面上(即法律关系上)是投资入股。如果目标企业的经营状况能够达到相关协议中商定的业绩并且能够实现预期目标(如发股上市或在新三板上市等),则投资方乐于持有股份。内在逻辑是,当目标公司发股上市或在新三板上市后,投资方可以将手中持有的股份溢价卖出,获得溢价收益。这种溢价收益率将明显高于协议中商定的利率。第二,目标公司的经营业绩。在实行“明股实债”中,投资方与目标公司大股东(或主要股东)签署的协议中包含了投资方入股后若干年内每年应实现的税后利润指标(这一数额逐年增加)。这个利润指标瞄着发股上市或在新三板上市的盈利水平要求而定,因此,有着明确的指向。如果在最初年份,目标公司不能实现预期利润指标,则下年应将缺额补回,以保证发股上市的需要。第三,“实债”是指一旦目标公司在协议商定的时间内不能达到发股上市或在新三板上市的条件,则投资方的入股资金转为投资方对目标公司的借款,由此,目标公司的大股东(或主要股东)就要承担偿还这些资金本息的义务。

在中国,明股实债方式的运用已有10多年的历史。它最初发生在上市公司收购非上市公司股份的“对赌”交易中,此时的明股实债更强调“明股”,“实债”只是投资方在“明股”的意图难以实现后采取的一种保护资金安全、防范风险的机制。但2013年以后,随着PPP

的展开，在这一领域内“明股实债”更多的成为一种融资机制的安排，“明股”常常转化为“名股”，即名义上是投资入股，实际上是一种借款安排，由此，“明股实债”的重心从“股”转变为“债”。

作为一种股债结合的方式，明股实债以投资入股为先导，投资方在进行股份收购以后，通常有一个增资扩股的过程，这有利于增加目标公司的股本金额、降低负债率，因此，是一种“去杠杆”的方式。另一方面，投资方通过股本资金的支持和协议安排的其他方面支持，积极推进目标公司的发股上市进程，不论对目标公司的原股东还是投资方来说都是有利的。但是，明股实债也存在一系列运作风险，主要表现在：第一，法律风险。在明股实债运作中，投资方的资金是以投资入股方式进入目标公司的，这些资金在法律上被认定为购股资金；同时，在工商注册、目标公司的资产负债表及其他相关文件中这些资金都被界定为股东权益范畴，由此，在目标公司难以实现协议商定的预期目标时，将这些资金从股本性资金转为债权性资金存在着法律风险。如果协议签字方的大股东（或主要股东）能够并且愿意支付这些资金的本息，则法律风险还只是一种潜在的担忧。但如果他们不愿意支付这些资金的本息并且对簿公堂，则法律风险就将成为现实。从法律角度看，股本性资金和债权性资金分属不同的法律调整范围，由此，在法庭上能否认同有关协议中的“股转债”条款还是一个不确定的因素。一旦法庭不认同“股转债”，则投资方的投资资金要收回就将困难重重。近期，一些地方以明股实债方式运作的PPP项目已经出现了法律纠纷，法院对其中的“名股”转为“实债”尚未予以认同。第二，运作风险。在上市公司收购非上市公司股权的对赌过程中曾发生一些目标公司采取非规范操作（包括虚假交易、业绩造假等）以实现协议中业绩指标的情形。如果这些情形在明股实债中展开，一旦曝光，那么，不仅将严重危及目标公司的长期发展，而且将给投资方带来更加严重的损失（绝非仅仅投资资金的损失，甚至可能面临市场信誉和社会声誉损失）。第三，政策风险。明股实债的运作以已有的制度和政策为投资方和目标公司大股东（或主要股东）之间制定各项协议的前提。但在随后的几年运作过程中，这些政策可能发生一系列重要变化，致使投资方的预期目的难以实现。一旦此类风险发生，投资方就将处于进退两难的境地。

在推进投贷联动过程中，如果投资子公司以明股实债方式操作投资，那么，可能引致的风险不仅将给投资子公司的运作带来严重的负面效应，而且可能对应的商业银行带来市场声誉乃至财务方面的更大风险。

四、债转股的特点和风险

债转股，是指将商业银行贷款所形成的对实体企业的债权通过金融资产管理公司的处置机制转化为金融资产管理公司对实体企业的股权。债转股有着五个要点：第一，确认需要处置的商业银行贷款数额和实体企业的经营状况。在中国，接受商业银行放款的实体企业为数众多，其中，有些经营状况较好、能够按时偿付贷款本息，有些经营状况较差、难以按时偿付贷款本息。如果是处置不良贷款为对象展开债转股，那么，就需要对经营状况较差的实体企业所接受的贷款数额进行清理，弄清楚数额、利息、逾期期限、可能的解决方案等一系列问题。第二，确定处置不良资产的机制。处置商业银行不良贷款有着多种机制，既可以是商业银行自己处置，也可以是商业银行以招标方式委托其他金融中介机构（如资产管理公司、信托公司和投资银行等）处置，还可以是成立专门的金融资产管理公司进行处置。每种方式的内在机制不同，进行资产处置的前提条件、资产处置活动状况和资产处置后的结果也不尽相同，因此，需要确定选择哪种机制展开不良资产的处置。第三，确定商业银行不良资产的转移方式。如果选择商业银行自己处置不良资产，那么，进入处置范畴的不良资产一般没有转移问题；但如果选择的是由其他金融中介机构处置不良资产，那么，这些不良资产是通过

由这些金融中介机构从商业银行手中直接购买还是商业银行以委托方式划拨就成为需要明确的事项。第四，设立不良资产处置的评判机制。同一不良资产选择不同的处置方式所面临的风险不同、处置后剩余的资产净额也有着很大差别，同时，在不良资产处置过程中政策变化、市场走势变化等诸多因素也将影响处置后的资产净额的多少，那么，哪种处置方式是稳妥的？这需要设立一套不良资产处置的评判机制。可选择评判机制包括：由资产评估事务所进行背对背的资产价值评估、由相关各方建立不良资产处置的监督机制、招标方式中承诺机制等等。第五，债转股的对价。在不良资产处置中，资产净额明确后，债权转为股权的数量受到转股价的直接影响。在资产净额不变的条件下，转股价越低则债权转为股权的数量越多，反之亦反。例如，10 亿元不良资产处置后的资产净额为 4 亿元，在转股价为 4 元/股的条件下，这笔债权转为股权的数量为 1 亿股；在转股价为 2 元/股的条件下，这笔债权转为股权的数量为 2 亿股。

债转股将实体企业因接受贷款所形成的债务转变为股权，在其他条件不变的情况下，有着增加实体企业所有者权益数额、降低负债率的积极效应，因此，是“去杠杆”的一个重要机制。同时，在债转股条件下，实体企业原先以利息方式支付给商业银行的财务成本转变成了利润，所以，它有利于降低实体企业的财务成本，提高它们盈利水平，是一种“降成本”的重要机制。

对中国而言，债转股在 1999 年之后的一段时间内曾经展开过，有着一定的机制积累和操作经验。但时过境迁，在如今的条件下展开债转股与 90 年代末的债转股相比，既有着一些有利条件的变化，也有着一些不利条件的增加。从有利条件看，经过 10 多年的发展，中国金融市场的规模、机制和成熟程度明显提高，金融产品的多元化复杂化程度大幅增强，金融机构的操作水平也有了长足进步，因此，与 90 年代末相比，债转股的市场条件和技术条件更加充分。从不利条件看，90 年代的债转股处于经济增速快步上行的区间（GDP 增长率，1999 年为 7.6%，2000 年 8.4%，2003 年以后就突破了 10%），各种资源价格从而资产价格的上行促进了股权价格的上行，由此，转股后的资产比较容易处置；与此相比，如今的经济增速正处于减缓区间（从高位步入中高位区间），产能过剩、库存增加、PPI 持续负增长等一系列因素都使得资源价格从而资产价格面临着严重的下行压力。另一方面，在 90 年代末处置不良资产中，工、农、中、建等都是国有独资商业银行，由国家财政来承担这些商业银行自改革开放以后因政策性因素引致的不良资产处置后果，比较容易为社会各界所接受；但在经历了 2004 年以后的股份制改革、不良资产剥离和发股上市以后，这些商业银行已成为公众公司，在财务硬约束条件下，再将它们因经营不善引致的不良资产以债转股的方式进行处置，可能就没有那么容易让各方达成共识了。这也决定了拟进入债转股的不良资产处置处于较为困难的境地。如果将国际环境考虑在内，那么，如今债转股的国际条件就更加严峻。不难看出，受各方面条件制约，如今的债转股运作风险将大于 90 年代末的债转股。

债转股的机制设置对处置不良资产和债转股运作都有着至关重要的影响。90 年代末的不良资产处置通过设立金融资产资产管理公司的机制并由央行给金融资产资产管理公司提供再贷款来展开，但如今再以此展开不良资产处置已不再容易了。不仅将商业银行的不良资产以账面价格直接卖出，金融资产资产管理公司不容易接受（因为如果接受，就意味着金融资产资产管理公司要承担这些不良资产处置后的损失），而且将不良资产处置限定由金融资产资产管理公司操作有着“政策性垄断”的色彩，不容易为各类具有处置不良资产能力的金融中介机构所接受；更不用说，有的金融资产资产管理公司已发股上市，相关信息处于公开披露状态，其董事会等高管层是否会接受此种方案也还带有不确定性。如果换一种机制，即由商业银行投资设立资产管理公司来处置对应的不良资产，则情形也未必乐观。第一，新设资产管理公司需要投入数百亿元计的注册资本，对贷款快速增加从而按照资本充足率规定资本数额处于捉襟见肘的各家商业银行来说，这不是一件轻松之事。第二，如果将眼界局限于不良资产处置，相关商业银

行每家设立1家资产管理公司也许还能操作的话，那么，将眼界扩展到投贷联动，就将提出1家商业银行究竟将设立多少家子公司来运作不同的股债结合方式问题，由此，单设资产管理公司子公司的模式可能难以达成共识。但如果将处置不良资产的职能交给投贷联动中设立投资子公司来承担，不仅将与前述“意见”中的相关规定冲突，而且将使投资子公司的业务范围（从而职能）处于混杂状态，引致新的运作风险。第三，拟处置的不良资产如何进入资产管理公司依然是一个在机制上不易解决的难题。如果由作为子公司的资产管理公司向作为母公司的商业银行按照账面价格购买，则子公司可能缺乏足够的资金；如果由母公司直接将不良资产划拨给子公司，则双方的财务账面都不好处理，日后也难以算清财务得失。机制设置上的各个难点强化了此轮债转股的不确定程度，也意味着相关风险的不可预测程度。

五、股债结合中的风险防范

股权和债权是金融运作的两个基本机制。股权通过投资而形成，在金融资产关系中处于基础性地位，是承担各种债务性资产的物质条件和数量边界，也是防范债务风险的物质基础。债权的对应面是债务，债权通过债权人向债务人放出资金等的借贷关系而形成，是债权人运作资金等资产的一种方式。在金融运作中，债权债务工具种类繁多，既包括银行存贷款、债券、租赁等，也包括保单、贷款、实物等。股债结合试图将股权与债权相结合，拓展商业银行等金融机构支持实体企业的资金力度，这是一个良好的初衷和期待。

在金融运作中，已有的股债结合大多发生在金融产品层面上，如优先股、可转债、参与债和基金证券等。每种产品中均设定有防范风险的机制。优先股是股权特点与债权特点的结合物，在股份公司（发行人）能够按时付给股息的前提下，优先股股东通常不行使股东权；但在不能按期支付股息的前提下，优先股股东就可行使特别股东权，否定或限制普通股股东大会的决定。因此，行使特别股东权，召开优先股股东会议，就成为优先股股东维护他们权益、防范风险的基本机制。可转换为股票的公司债券（简称“可转债”）是股权机制与债权机制在时间延续中结合物，在实现转换前它就是债券，在实现转换后它成为股票，其中，转换价格和公司发展前景成为债权人决定是否将债权转换为股权的主要因素，也是债权人防范运作风险的主要机制。可参与公司债券（简称“参与债”）是债权权益与股权权益在收益分配中的结合物，参与债的利率由固定利率和浮动利率两部分构成，当公司（债务人）分配的股息率低于或等于固定利率时，债券持有人只能获得固定利率，但当公司的股息率高于固定利率时，债券持有人就可以参与股息分配，获得固定利率与股息率之间的差额（即浮动利率），因此，浮动利率成为债券持有人防范风险的主要机制。开放式基金证券是股权与活期存款（债权）的结合物，基金持有人既可以参与基金运作收益的分配（以体现股权）又可以随时赎回基金份额（以体现债权），其中，“赎回”成为防范风险的主要机制。与这些股债结合的产品方式不同，在投贷联动、明股实债和债转股等运作方式中，既无股债结合的产品也看不出资金供给方（如商业银行）防范运作风险的主要机制。

在商业银行的股债结合运作方式中，不论选择何种方式，资金均来自商业银行。虽然就单笔交易而言，它所发生的风险可能不至于影响到提供资金的商业银行自身正常经营运作，但如果不予以充分重视，投贷联动、明股实债和债转股等项目累加的风险将给该商业银行带来严重的经营运作风险。要有效防范股债结合运作方式中的风险，对商业银行和金融监管部门来说，至少需要注重解决好五个方面的问题：

第一，通过严格的尽职调查，选择好科创企业。科创企业为数众多且位于不同产业部门，它们各自的技术、产品、市场、成本和发展前景等差别极大。要能够达到通过股权投资来获得股权的溢价收益，首先需要选择那些具有良好发展前景且市场潜力巨大的科创企业，因此，尽职调查成为股权投资的“可行性研究”首要步骤。其次，在对多家科创企业进行尽职调查

的基础上，通过复合对比（包括同类上市公司）选择出那些可能进入投资入股范围的科创企业，然后，再次进行更加深入的市场化尽职调查。由于投资入股的科创企业选择结果直接决定了投贷联动的风险和运作结果，所以，这一环节应当慎之又慎。

第二，制定科学周全的财务规划。投贷联动是一个连续性过程。一次投资入股可能有着多次的贷款投放跟进，在运作中也可能发生投资入股与贷款跟进的交叉运作，或者除投贷联动外，又借助其他金融机制（如金融租赁、发行债券、担保等）推进科创企业的业务发展和市场拓展。要使得各种金融机制能够在运作过程中协调运用，从一开始就要有一个符合各项金融监管要求且符合市场运作机理的财务规划，对各种金融机制运用的条件、时点、规模、风险、效应和协同等进行周全的分析安排，形成一套具有较强操作性的财务方案，以此，防范运作过程中因考虑不周或程序失误引致的风险。

第三，确立资产组合管理思维，推进资产组合管理运作。对投资入股而言，理想的结果当然是“每单必中”，但科创企业的运作风险常常难以预期（更难预先选择充分的方法予以完全防范）。在海外创业投资领域有着“十投一中就可满意”的说法，它的含义是，投资 10 家科创企业，有 1 家能够发股上市获得股权的溢价收益就足以补偿另外 9 家的投资损失。中国的股票市场不如海外成熟，科创企业发股上市也不那么容易，这决定了对商业银行及其投资子公司来说，从一开始就要有进行资产（包括股权资产、贷款资产及其他资产）组合管理的思维，避免急功近利式的冲动和追求每一投资项目的成功。

第四，强化公司治理，发挥程序性机制的功能。投贷联动涉及到商业银行和投资子公司两层的公司治理，要避免因信息不对称、道德风险和逆向选择等引致的投资运作风险或贷款运作风险或二者的联动风险，就需要发挥商业银行和投资子公司各自公司治理的独立性。这既包括项目选择、尽职调查、财务安排、信息分析等方面的独立性，也包括投资决策（或贷款决策）、项目跟踪、运作评价和风险防范等方面的独立性，杜绝因内幕交易可能引致的重大风险。

第五，建立投贷联动项目的评估和淘汰机制。科创企业属于创新型高风险企业范畴，其中相当多企业的技术、产品、成本、价格和市场等均处于尚未成熟状态，与此对应，它们的资产规模、管理模式和运作方式也尚未定型，这决定了即便予以投贷联动的支持，也不见得能够每项均成功如意。鉴此，在跟踪分析中，需要及时地对已展开投贷联动的项目进行系统评估，对那些难以达到预期目标的项目应及时转让已持有的股权和退出投贷联动运作。

与此对应，对那些确实已经失去发展前景的科创企业，即便前期已有较多的投资和贷款，也应坚决退出，不应再展开所谓的债转股等运作。另一方面，对那些虽然还有发展前景但空间不大或与其他同类企业相比劣势明显的科创企业，也应考虑逐步退出股权，不应简单选择“明股实债”的方式运作。

主要参考文献

1. 中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》。
2. 2015 年中央经济工作会议公报。
3. 中国银监会、科技部和中国人民银行《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》。
4. 魏国雄《投贷联动的风险防控》，《中国金融》2016 年第 5 期。
5. 王国刚《资本市场导论（第二版）》，社科文献出版社 2014 年版。
6. 张小松、叶军《商业银行多渠道多模式尝试投贷联动业务》，《中国银行业》2015 年第 7 期。

作者联络地址：100028 北京朝阳区曙光西里 28 号 中冶大厦 11 层 中国社科院金融研究所

