



Policy Brief No. 201660

December 2, 2016

姚枝仲: yaozz@cass.org.cn

债转股，难在哪里？^①

债转股的大规模兴起是在上世纪八十年代。1982年墨西哥政府宣布暂停偿还对外债务，由此引发一场发展中国家的大范围外债危机，亚非拉诸多国家相继停止偿还外债。继两次石油危机和布雷顿森林体系解体之后，国际金融市场再一次出现动荡。这不是发展中国家的第一次外债危机，但在应对这次外债危机中，债转股第一次成为一种重要的债务重组方式。

债转股在外债违约处置中的大规模使用，与当时的债权人与债务人结构变动有很大关系。上世纪七十年代以前，发展中国家的外债，主要债权人是发达国家的政府，或者国际货币基金组织和世界银行这样的国际金融机构；主要债务人是发展中国家的政府。

在这样的债权人和债务人结构中，一旦发展中国家宣布违约，作为债权人的发达国家或者国际组织除了减免债务和附加部分政治经济条件外，别无选择。当发展中国家发生政权更迭以后，那些政治经济条件是否能够得到遵守更是一个大问题。在这种情况下，债权人的利益不容易得到保障。于是发达国家逐渐减少了对发展中国家的这种“政府对政府”的贷款，转而支持商业银行对发展

^①姚枝仲，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。



中国家进行贷款。

国际商业银行之所以大规模参与对发展中国家的贷款业务，主要有三个方面的原因：其一，石油价格大幅度提升之后，石油出口国获得了大量的“石油美元”，并将这些石油美元存放于国际商业银行中。因而国际商业银行具有跨国寻找贷款对象的资金基础和动力。

其二，国际商业银行对发展中国家的贷款获得了发达国家的隐含担保，这种隐含担保主要体现为发达国家将出面协调发展中国家的债务违约问题。

其三，国际商业银行不仅从事对发展中国家公共部门的贷款，而且从事对发展中国家私人商业部门的贷款，从而可以获得更高的收益。正是国际商业银行对发展中国家私人商业部门贷款业务的发展，导致债转股成为处理外债违约问题的重要方式。

1983年，巴西出现了那次债务危机后的第一笔债转股交易。在巴西的债务重组方案中，有个一揽子协议，规定私人部门将到期外债等值的克鲁赛罗（当时的巴西货币）存入巴西中央银行，无须兑换成美元即算完成了偿债义务。外国债权人获得使用这部分克鲁赛罗的权利。一部分债权人继续将其用于放贷，一部分债权人直接将其转换成股权，还有一部分债权人将使用这部分克鲁赛罗的权利卖给跨国公司，那些跨国公司则用其在巴西进行直接投资。后两种方式就是广泛流行于当时的债转股方案。

1984年，阿根廷成为外债危机后第二个使用债转股的国家，1985年智利成为第三个使用债转股的国家，此后，墨西哥、菲律宾、厄瓜多尔、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼克、牙买加、摩洛哥、尼日利亚、秘鲁和乌拉圭相继使用



债转股方案。由于大多数债务人或债务国都能得到一定的债务折扣，债转股成为通行于亚非拉地区处理外债危机的重要方式之一。债转股的范围，从私人部门的外债扩展到公共部门的外债，国际商业银行或者跨国公司的股权投资对象也扩展到了原始债务人之外的其他商业机构或者企业。

债转股在当时似乎是一个能使各方受益的方案。首先，商业银行作为债权人，在一般的债务重组计划中，经常被要求推迟偿债并增加新的贷款，这实际上会使更多的资产处于更大的风险之中。而在债转股方案中，虽然原有的债权无法得到完全偿付，但是可以获得在发展中国家的直接投资机会。即使商业银行不愿意直接持有发展中国家的企业股权，也可以将其出售给跨国公司或其他投资机构，从而迅速处理了自己的不良资产。其次，债务人获得了一定程度的债务减免，并能获得充实资本金的机会，降低未来的财务成本。第三，债务国在不需要使用外汇的情况下，降低了外债余额。最后，参与债转股方案的跨国公司或者投资机构获得了原本可能无法得到批准的投资机会。本来令人头疼的违约事件，却发展出了照顾到所有相关方利益的处理方案，债转股于是迅速得到广泛关注。

然而，债转股的实施很快就受到了阻力。首先是作为债权人的商业银行，尤其是美国的商业银行，发现债转股的成本实在太高。美国会计师协会要求，由于打折出售债转股资产会有损失，因此，一家商业银行一旦出现某个债转股案例，就要对所有相似资产重新估值，并记录损失或者提高损失准备。这一会计要求，使得对发展中国家贷款较多的大银行成本更大。因而越是大银行，越不愿意债转股，对发展中国家贷款较少的小银行参与债转股的意愿更大一些。



大银行的参与意愿下降，导致债转股的规模最终很难发展起来。

其次，债务国担心本国能够获得高收益的投资机会给了外国公司，实际上会导致更大的利润和资本外流，因而对债转股的股权投资对象进行严格限制，并对资本和利润回流也进行了一些限制。比如在秘鲁的债转股方案中，股权投资收益必须在四年之后才能汇出国外，股权投资的资本，必须在十年之后才能套现撤出。有些国家甚至规定股权投资资本撤回的金额不能超过原始债务余额。接下来，参与债转股方案的跨国公司和投资机构，发现在购买债权时能够获得的折扣和在发展中国家获得的好的投资机会越来越少，参与热情也逐渐下降。四类参与方，只有债务人的热情一如既往的高。这个仅仅有利于债务人的债转股方案，最终还是制约了债转股的推广。

实际上，在一般的债转股操作中，如果不做一些特殊安排，很容易形成一个仅仅有利于债务人而不利于债权人的方案。从一个高度简化的例子中可以比较清楚地看出这一点。假定一个资产负债率为 80% 的企业，其息税前的资产收益率是 5%，再假定其负债的平均利息率为 10%，则该企业的税前资产利润率为 -3%。也就是说，高额的利息成本吞噬了该企业的收益，导致本该可以盈利的企业变为亏损企业。亏损还会直接减少企业资产，并进一步降低盈利能力，几年以后就会变为资不抵债，最终破产倒闭。如果该企业实行债转股，所有的债务全部转为股本，企业没有利息支出，马上就会扭亏为盈。在所得税率为 25% 的情况下，企业税后的股本收益率将为 4%。债转股通过降低财务杠杆和财务成本，挽救了一个企业。这似乎也是债转股的合理性之所在。在这一方案下，企业不会破产，员工不会被解雇，甚至不需要降薪，股东仍然可以获得回报。唯一吃亏的是债



权人，其收益率从 10% 下降到了 4%。如果原始债权人将其债权出售给资产管理公司，则要么资产管理公司忍受低收益投资，要么原始债权人忍受更大的损失、通过打折出售债权来提高资产管理公司的投资收益。

由债权人主导设计一个债权人吃亏、债务人获益的债转股方案，显然是有问题的。其更大的不合理之处在于，这种债转股方案保护的其实是低效的、市场竞争力较弱和盈利能力较低的企业。股权投资进入盈利能力低、且风险较大的企业，本身也不符合金融资源配置的基本原理。更何况，债务人如果不在债务重组过程中受点损失，还会产生道德风险问题，会鼓励债务人利用高债务从事高风险投资。

一个有效的债转股方案，需要增加一些特殊的安排。这些特殊的安排主要包括两点：第一，考虑到经营状况良好的企业不需要进行债转股，进行债转股的企业一定是经营不善的企业，因此进行债转股的企业和股东一般都应该承担一定的损失。这是防止道德风险的需要。第二，债转股不能仅仅为了降低企业财务成本，而是要将重点放在提高企业的盈利能力上，尤其是要将重点放在提高资产利润率上，因此要真正地重组企业，改善治理结构、改善内部管理、并进行必要的业务重组。无法显著提高资产利润率的债转股方案都算不上成功的方案。

上世纪九十年代以后，债转股仍然频繁出现在不同的债务危机之后。中国在 1998 年之后的国企改革中也进行了债转股的实践。债转股在实践中的成败与效果很大程度上都取决于债转股企业是否改善了治理，提高了盈利能力。然而，要普遍地改善治理和提高盈利能力，并非易事，因而债转股的大规模推进也不



是件容易的事情。

目前国内五大商业银行正在紧锣密鼓地推进债转股。如上所述，推进债转股，不能仅仅为了完成去杠杆任务，而要切实改善企业治理，提高企业盈利能力。对于不参与企业经营的商业银行来说，这并非其长项。商业银行要有效地主导和推进债转股过程，实属不易。

IGI 简介：国际问题研究系列（Inside Global Issues）是由中国社会科学院世界经济与政治研究所国际贸易研究室组织和发布的。该系列涉及的研究领域主要为国际经济与贸易；主要成员包括余永定研究员、宋泓研究员、姚枝仲研究员、倪月菊研究员、田丰研究员、东艳研究员、李春顶副研究员、高凌云副研究员、马涛副研究员、张琳博士和苏庆义副研究员。

声明：本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际贸易研究室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表作者的个人观点，并不代表所在单位的观点。

欢迎通过扫描下面的二维码订阅和关注我们的微信公众平台（微信号：iwep_ite，名称：IWEP 国际经济贸易研究）

