

# 通过债务置换化解 民营企业债务风险的思考

◎黄金老

**摘要：**本文在借鉴国内外债务问题处置经验的基础上，提出了通过债务置换方式化解民营企业阶段性债务问题的可行方案。通过债务置换方式化解债务风险，需要政府作为第一推动力，通过发行债券、购买企业有效资产的方式，联合金融机构和民营企业，将民营企业对金融机构的债务转换为对金融机构定向发行的特殊债券。相比现行资产处置方式，债务置换方案实现了专款专用，形成了资金闭环，有效解决了债务处置过程中的资金难题。但同时也要从三个方面做好政府出资方的风险防控：一是发挥政府对资产的盘活能力，设立资产回购和处置机制；二是撬动市场化资金参与；三是争取中央和省级政府补贴和优惠政策。

**关键词：**民营企业 债务风险 债务置换

近年来，受宏观层面结构性、体制性、周期性问题影响，国内一些大中型民营企业陷入经营和债务困境。数据显示，2018—2019年，合计304只债券出现违约事件，涉及金额达2650亿元。

---

作者黄金老系苏宁银行董事长兼苏宁金融研究院院长。

为化解民营企业债务违约风险，中央和地方政府综合利用减税降费、设立转贷基金、成立民营企业纾困和发展基金等一揽子方案，取得了明显成效。不过整体上看，当前大中型民营企业债务化解依然较难，主要原因有三点：一是处置债务问题的增量资金筹集难，民营企业缺少还贷资金，金融机构也不愿立即损失自身利益；二是资产处置难，民营企业资产变现差，或者估值极低，导致更加资不抵债；三是政府协调难，各方激励不足。背后的主要症结在于，缺乏解决问题的第一推动力。债务化解问题由此形成僵局。

为打破这一僵局，可考虑在综合借鉴国内外债务问题处置经验的基础上，由地方政府牵头，结合当地民营企业实际情况，通过债务置换方式化解民营企业阶段性债务问题。

## 一、债务置换有先例可循

债务置换是一种债务对另一种债务的置换，通过为债务人提供一个用现有债务置换新发行债务的机会，实现在非现金基础上对债务人现有债务的再融资。一般来讲，新发行债务到期日更长、利率更低，既能帮助债务人缓解迫在眉睫的偿债压力，也能切实降低负债成本，因此，债务置换也成为国内外处置债务问题的常见手段。

2015年，为缓解我国地方债务压力，财政部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号），明确提出地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。

根据财政部披露的数据，截至2018年，全国地方政府累计发行置换债券12.63万亿元，债务置换工作圆满收官。债务置换把高成本债务（如银行贷款、城投债、信托融资等）置换为低成本的地方政府债券，能够显著降低地方政府偿债压力。据财政部匡算，仅2015年和2016年的债务置换操作，就为地方政府节约了6000亿元的利息支出。2018年末，地方政府债券平均利率只有3.51%，远低于银行贷款基准利率。

此外，债务置换缓解了地方债务“短借长用”的期限错配问题。债务置换前，地方债务平均期限在3年左右；置换后的平均期限在6年以上，久期明显拉长。

从项目投资回报角度考虑，地方举债一般用于基础设施建设，一旦建成可使用至少十年以上，而现有债务期限只有几年，通过债务置换将短债变为长债，在经济上是可以接受的。从这个角度看，债务置换，并不单纯是把现在的问题推向未来，也有助于在发展中解决问题。

## 二、以政府作为第一推动力，推进债务置换

当前地方民营企业债务压力，也可尝试通过债务置换的方式予以缓解。具体来说，通过债务置换方式化解债务风险，需要政府作为第一推动力，通过发行债券、购买企业有效资产的方式，联合金融机构和民营企业，将民营企业对金融机构的债务转换为对金融机构定向发行的特殊债券。

具体而言，可按照以下步骤推进风险化解工作：

首先，发行民营企业纾困专项债券，购买企业有效资产。由政府所属国有全资投资机构或特殊项目公司发行低利率（如低于4%）民营企业纾困专项债，筹集资金以平价（成本价）购买高负债民营企业的有效资产（土地、房产等）。在此过程中，引入资产评估机构、会计师事务所、法律事务所等第三方机构，增加交易的公允性和透明度。

其次，民营企业用出售资产所得资金专项偿还债务。民营企业出售有效资产获得资金后，专项用来还贷。

最后，债权人购买民营企业纾困专项债。债权人（金融机构）收到还款资金后，专项用于购买上述民营企业纾困专项债。

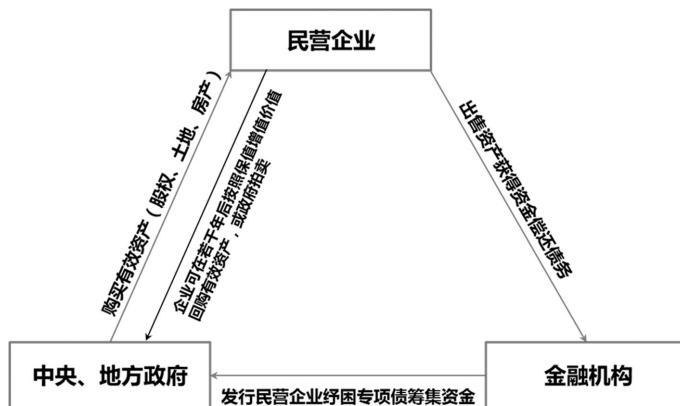


图1 债务置换闭环示意图

### 三、债务置换方式的优势

相比现行资产处置方式，债务置换方案实现了专款专用，形成了资金闭环，有效解决了债务处置过程中的资金难题。

首先对企业而言，通过出售资产快速回笼资金，降低偿债压力，轻装上阵，聚焦于经营和发展，并通过其产业链影响力提升本地经济活力；其次对债权人金融机构而言，用低风险专项债券置换高风险企业贷款，降低不良资产压力，激活放贷积极性；最后对政府而言，只需注入首笔资金，即可激活整个资金循环链条。同时，相比纯粹的资金投入，政府可获得有效资产，只要经济长期向好，保值增值空间可期。

同时，该方案应从以下几个方面确保地方政府出资方风险可控：

一是发挥政府对资产的盘活能力，设立资产回购和处置机制。政府以较低价购买企业的有效资产，并可在资产购买时双方约定回购条款，企业可在若干年后按照保值增值的原则进行回购。如无法回购，则可在各方达成一致的情况下继续经营或者通过转让、拍卖等市场化方式进行处置。

二是撬动市场化资金参与。有效资产的保值增值特性，决定了债务置换方案在财务上具有盈利可能性，据此可撬动市场化资金参与。同时，亦可争取国家层面或省级专项纾困基金的支持，综合多方力量化解资金来源问题。

三是争取中央和省级政府补贴和优惠政策。债务处置方案营造了多方共赢机制，地方政府可据此争取中央层面和省级政府层面优惠政策和专项补贴资金。比如，对于交易过程中涉及的税费问题，可争取税费减免政策；对于交易过程中涉及的合规问题，可争取专项试点政策。

#### 四、债务置换的实施路径及需要坚持的原则

民营企业的债务置换，需要政府作为第一推动力，争取多方主体积极参与，切实化解债务风险。

具体实施路径可参考如下几点：

1. 明确负责机构。可由地方财政局牵头，指定相关国资机构具体负责推动工作。
2. 引入第三方机构。撰写“债务置换方案”可行性报告，并制定基本流程，明确有效资产和试点企业筛选门槛和具体要求。
3. 争取上级政府支持。向省级政府和中央部委进行专项汇报，争取上级政府的支持。
4. 广泛动员社会力量。召集工商联、金融机构、行业协会等力量，商定首批试点企业名单。
5. 在试点过程中，不断对方案进行优化完善。

同时，为确保债务置换方案的顺利推进，应坚持以下几个原则：

一是强化监督，防控道德风险。在整个处置过程中，为了防控民营企业挥霍和转移资金等道德风险，出资方可参与企业重大经营决策，并对资金进行监管和封闭式运作，保证专款专用。

二是严控新增债务。地方政府和金融管理部门相互配合，以行政手段严格将民营企业的全口径债务年增长率限制在5%以内。对于新增负债，也要严

格控制资金流向，确保投资项目具备现金流支撑，否则只会积累更多负债，单纯地把问题推向未来。

三是在试点过程中坚持公开、透明原则。