

如何解决中国企业债务问题：附录

附录 1：推动国有企业重组试点工作

企业的债务重组过程应当注意以下几点：依据法律、遵守市场化方法、顾及金融稳定、并避免道德风险。试点工作的展开可以在产能过剩问题显著，并且处于不同程度危机的部门中选取一小部分国企着手。试点应当遵循庭外方法（out-of-court），由国企重组专项小组监督，组内包括财政部、央行、银监会、证监会、发改委和国有资产管理委员会等相关机构。

选定目标企业后，试点工作可按照以下步骤进行：

1. 确定主要债权人持有债权的公允价值——银监会将对其进行评估，确定账面损失。

2. 两个方案：（a）以公允价值向新设的资产管理公司（AMC）出售贷款；（b）相关银行组建债权人委员会。上述两个方案需要以下三个重要前提：将进行重组或出售贷款的银行官员纳入“安全港”（safe harbor）机制；为 AMC 设立恰当的监管框架；独立的重组专家的参与。

3. 目标企业的重组/解决方案——AMC 或债权人委员会将评估每个目标企业的可行性，即比较其持续经营价值和清算价值。如果前者高于后者，重组专家将为其准备重整方案（rehabilitation plans）；反之，则对其进行清算（如出售业务部门）。

4. 转让债权/所有权——重整方案获得批准后，AMC 将安排出售重组后的债权和（或）新收购的股权。若按照债权人委员会的方法，债权可以保留，但股权都将被出售（如出售给私人投资者或治理机制完备的国有企业）。

5. 充分利用重组基金——由于现有失业保障制度的缺陷，重组基金旨在帮助下岗工人（提供包括过渡收入支持、有针对性的劳动力再就业服务以及对自就业和其它创造就业项目的帮助）。

附录 2：债务重组的形式

企业债务重组可以依赖不同的机制和工具：

庭内 VS 庭外。确认损失、制定损失分配政策、收紧预算约束有助于市场化的债务重组。当法庭能力有限的情况下，有必要广泛使用庭外的债务重组。这种情况下，一些国家强化了庭外重组机制/框架（韩国、泰国、印尼和马来西亚），或者引入了法庭最小干预程序（西班牙、葡萄牙、爱尔兰和斯洛文尼亚）。在中国，法庭能力同样有限。强化后的庭外重组机制更具弹性，同时又能确保重组过程的一致性。强化庭外重组机制可以通过搭建结构化的实施原则、提出监管性劝导让所有的银行签署诸如主债权人契约（master creditor agreements）和仲裁条款等、建立激励和抑制机制来提高债权人和债务人的参与积极性等方式。

银行 VS 资产管理公司。银行可以保留不良资产并尝试恢复，或选择卖给资产管理公司：

- 银行主导（模式的优缺点）——银行通常缺少重组专家，并且国有银行易受到政治压力。它们有动机隐藏受损资产，协调债权人难度也大。但是，仍然有成功案例如90年代，波兰通过对银行重组部门进行直接补贴成功完成重组。
- 资产管理公司主导（模式的优缺点）——资产管理公司有助于处置受损资产，加速企业重组。正如其他国际案例所示，治理才是关键：政治原因驱动的贷款很难由政府部门处置。
- 中国资产管理公司能否胜任——现有的资产管理公司大多属于商业驱动型。但由于严重的政策扭曲（如资产价格夸大，低利率产生的隐性补贴），它们过往的业绩难以评估。过去经验表明，应当建立一

个严防政治干预的机制。

金融工具。将不良贷款转为股权或者证券化有助于解决这些问题。而且，多个国家的案例证明了其有效性。

- 债转股——通过改变所有权和激励机制，它可以同时作用于银行和企业的资产负债表，并为负债企业提供重组方案。但银行，尤其在面对国有企业时，缺少相关经验和动机。债转股成功的条件包括：企业要符合严格的偿付能力和生存能力标准；银行主动担当新股东的角色（去支持重组）；限制银行股权所有权范围和时间的限制（以减少利益冲突、提高激励）；依据公允价值转换并确认损失。
- 不良贷款证券化——该机制将不良贷款转移至另一个实体，帮助清理银行的资产负债表。但缺陷在于（尤其在中国市场）：国内机构投资者基础薄弱；难以创造一个可行的证券化市场（这需要良好的立法支持及市场激励）；可能将风险从受监管的金融部门转移至缺乏损失吸收能力的实体。

不良债务市场。市场化程度更深的不良债务处理制度有助于处置不良贷款。这可能需要更多专业金融机构和法律重组机构的参与。

附录 3：中国 1998-2003 年的重组经验

20 世纪 90 年代末至 21 世纪初，中国进行了大规模的银行和企业重组。

● 银行重组和资本化

1997 年，大型国有商业银行大约四分之一的贷款是不良贷款，潜在损失大于银行的净值。银行重组始于 1998 年，具体措施包

括：资本注入、核销以及将不良贷款转移至资产管理公司。重组持续了近十年，占用了 2.5 万亿的财政资源（相当于 1998 年 GDP 的近三分之一）。

重组耗资巨大，也没有完全解决道德风险问题。为处置银行的不良贷款，四大资产管理公司（分别隶属于四大国有银行）成立。这包括转移价值达 1.4 万亿的不良资产（约占未偿还贷款总额的 20%）。资产管理公司相对股本资本较少，大部分是通过向四大银行发行债券来融资，且利息低于市场利率。

● 国有企业改革

1993 年十四届三中全会设定了国有企业现代化公司治理的改革议程。1995 年的五中全会提出“抓大放小”战略，集中力量振兴大型国有企业，同时重组小型国有企业。

1998 年随着国有企业财务状况显著恶化改革力度加大。时任总理朱镕基的改革计划加快了国企重组政策实施，措施包括财政支持、裁员、收购、债转股和公司破产等。彼时的失业率飙升至两位数，多余的劳动力被私人部门吸收，这受益于改革红利及 21 世纪初加入中国 WTO。2003 年，国有资产管理委员会（SASAC）成立，它代表国家管理国有资产，并行使所有权。

尽管代价不小，但改革使中国在接下来十年走上了强劲且可持续的增长道路。改革后，国有企业大幅萎缩，信贷份额和总资产规模仍相当可观。例如，1994 年国有企业占城镇就业的 60%，2000 年该比例缩至大约 33%，而到 2015 年已经不到 15%。国有企业数量也从 1997 年的 262000 家下降到十年后的 11600 家，但央企数量（100 家左右）并没有变化。这导致了国有企业在工业资产中的份额从 2000 年的 90% 下降到了 2015 年的约 40%。

附录 4 近期接近违约的案例

自 2014 年年中以来，境内企业债券市场中，国有企业和私人债券发行人发生了十多起违约或接近违约事件。鉴于市场中商品价格剧烈下跌和某些行业严重产能过剩，出现这种情况并不奇怪。截至 2016 年 5 月，部分案例的简要回顾如下：

- 上海超日太阳能科技股份有限公司是一家民营太阳能制造商。该公司于 2014 年 3 月拖欠了 8990 万元利息，是中国企业债券市场中的首次违约。后来超日进行了债务重组，部分未清偿债券余额由公司和包括国家资产管理公司在内的两个担保企业支付。

- 中国山水水泥集团（主要的民营水泥生产商之一）于 2015 年 4 月拖欠 20 亿元债券，债务人随后申请清算。

- 在境内企业债市场上首起国企违约事件的主角是保定天威集团。该公司是电气设备制造领域的一家中央国有企业的子公司。该公司无力偿还 2015 年 4 月到期的利息，约合人民币 8550 万元。六个月后，该公司申请重组，最终获得了国家银行的救助性贷款，投资者提起民事诉讼。

- 中科云网是一家上市公司。该公司从一家餐厅连锁店转型为一家 IT 服务提供商，2015 年 4 月首次出现本金违约。该公司的声明显示，公司 2012 年发行了规模为 4.8 亿元的人民币债券，截至本金兑付日，仍有 2.406 亿元（约合 3,920 万美元）的资金缺口。投资者已经提起诉讼。

- 珠海中富是生产集装箱和包装产品的主要民营企业之一，其无力全额偿还于 2015 年 5 月到期的人民币企业债券，这一债券本金高达 5.9 亿元人民币。随后，中国光大银行和中国银行限制其使用账上资金的自由。

- 中国二重集团是一家中央国有企业，从事重型装备制造业务，涵盖冶金设备、清

洁能源设备以及石化设备等。该集团提示投资者可能会于 2015 年 9 月发生违约。最终，其母公司中国机械工业公司（国机集团）承担了所有投资者的未清偿债券余额，有效地保护了投资者的权益。

- 中钢股份有限公司未能支付 2015 年 10 月到期的利息 20 亿元人民币（约合 3.15 亿美元）。国家监管机构随后进入，要求债券持有人暂停回售并推迟兑付。

- 东北特钢集团是一家地方国有钢铁企业，该集团未能在 2016 年 3 月和 4 月实现一系列本息偿付，违约金额约为 19 亿元人民币（约合 2.92 亿美元）。

- 山西华昱能源是中央国有企业的子公司。该公司于 2016 年 4 月到期的债券未能如期兑付，违约金额为 6.38 亿元人民币（约合 9800 万美元）。之后，今年还将有 15 亿人民币的债券到期。不过，该公司表示，在收到母公司的注资后，将偿还逾期债券。

- 中国铁路物资是全国最大的铁路建设供应商，被要求暂停其高达 168 亿元人民币（约合 26 亿美元）债务融资工具的交易。该公司目前正在寻求债务重组。

国家的干预很大程度上是暂时性的，并没有明文规定国家应该在国有企业违约时发挥怎样的作用。国家发改委参与中钢集团的案例被视为强有力的行政干预，而在保定天威案例中则更多体现了由国有控股金融机构提供金融支持的传统。

所幸，这一系列的债券违约并没有引发系统性市场动荡。五年期 3A 评级的公司债券收益率仍接近历史最低水平，它们与主权债券收益率之间的利差仍然很窄。这很大程度上反映了投资者对政府救助和流动性持续宽松的信心。然而，随着一些债务发行计划被取消，特别是处于产能过剩行业的公司发行的债券，利差开始扩大，市场已经逐渐

感觉到投资者对违约率上升的担忧以及对是否有足够的资金资源来救助陷入偿债困境的企业的忧虑。

附录 5 中欧和东欧的公司重组

加强预算约束对成功过渡到市场经济至关重要，以下是经验教训：

- 需要同时处理多个变相补贴渠道：直接补贴，“软”税收，不良贷款，企业之间贸易滞纳的积累以及拖欠工资的增加。

- 建立财务纪律是改革立法的重要步骤之一，其中包括破产法（用以帮助私人合同的执行）、会计规则和金融市场法律法规。破产和清算在捷克比在匈牙利或波兰少得多，这意味着前者的预算约束较弱。

- 私有化有助于加强预算约束。财务纪律很难具有政治权力，并针对与特定官僚阶层利益相关的国有企业进行管理。实证研究表明，国有企业私有化普遍使得预算约束增强。

- 仅凭私有化还不够。在捷克、匈牙利和波兰，私人部门在 20 世纪 90 年代后半叶贡献了约四分之三的产出。然而，波兰和匈牙利私人部门的贡献度大于捷克，这表明他们的预算约束更强。

- 所有权分散并不一定带来强预算约束。捷克的私有化方案导致所有权分散，但资产仍集中在由国有银行发起和管理的投资基金手中。企业与国家之间仍然关系密切，这导致软预算约束状态持续。

- 关键是切断与国家的联系。在匈牙利和波兰，私人部门主要通过设立新的企业来扩大规模。国有企业私有化在很大程度上以出售的形式进行，自由分配非常有限。资产倾向于流向与国家联系较少的投资者，这些投资者对国家援助的期望也较低。这两个国家外部所有者的比例都高于捷克。研究指出，

面向内部人员的私有化会带来弱预算约束。

附录 6 韩国关于公司与债务重组的经验

韩国财阀大规模的债务扩张戛然而止。1997 年初，投资收益率和回报率下降，杠杆率上升，利息偿付率仍然很低。截至 1997 年底，三十家大银行的资本负债率为 509%。这么多大型银行同时遭遇困境的关键原因是，韩国的破产制度不能迅速对大量不良债务做出反应；韩国的金融体系和公众都没有为大规模的金融机构损失做好准备。政府使用多管齐下的方法促进企业重组，包括：

- 金融监管委员会（简称 FSC）鼓励银行从 55 家亏损公司中撤出信贷。
- 政府支持八类“交易”，通过合并、收购或成立合资企业来合并八个产能过剩的行业。
- 在 FSC 的鼓励下，210 家地方金融机构以合同的方式约束自己，从而符合公司重组协议（CRA），并为接管和规避贷款失控的替代方案做准备。
- 促进企业改革的重要举措主要有：改进财务信息披露和会计准则；强化股东权益与加强公司治理标准；放宽对外资的法律约束；并购规则自由化；更大幅度的裁员；改善失业保险福利；更精简的法院监督恢复规则；消除国内交叉担保；要求减少非关联公司并减少杠杆；对金融机构的监管更为严格；采取行动打击反竞争的内部交易。

- 建立数个企业重组方式。

但韩国金融法制方面并无显著改善。研究指出，虽然负债权益比率已经下降（例如，制造业从 1997 年底的约 400% 下降到 1999 年底的约 210%），但公司债务总额几乎没有变化，原因是公司通过发行较高利率的债券以偿还贷款（债务与债务互换）。由于公司

可以通过发行公司债券避免流动性问题，这在初期帮助韩国经济于危机后迅速恢复。然而，这种机制本身却存在严重缺陷：它显著减少了集团公司重组的动机。以大宇集团（韩国第三大集团公司）为例，一些集团公司继续坚持以债券融资为支柱的扩张战略。

附录 7 产业重组影响的评估

亏损企业退出对经济增长和就业的影响可以从三个方面进行衡量：考察对行业层面的直接影响；评估更广泛的影响，包括部门间的联系和第二轮效应；讨论在劳动力重新分配给生产率更高部门的情况下，企业退出带来的这种阶段性调整及其对经济的影响。

- 第一轮影响——确认亏损企业占比（亏损公司数量除以公司总数）。然后将这一数据应用于部门的就业和工业产出，以衡量对产出和就业的第一轮影响。但由于分配的不确定性，亏损公司所占的份额可能无法代表亏损的资产或过剩的就业。因此，我们使用行业平均的产能利用率来交叉检验。对于钢铁行业，由于国有企业占据主导地位导致行业出现严重劳动力过剩，因此假定产出损失小于就业的减少。评估结果显示，在六个产能过剩的行业中，结构性调整将带来 280 万人失业，而建筑行业将因此裁员 500 万人。产能过剩行业的相关产出损失为 1.1%，建筑行业为 0.8%。

- 第二轮影响——六个产能过剩行业大多是上游行业。这些行业的变化将对其他生产部门产生溢出效应。在第一轮效应的基础上，采用 1.2 的系数来衡量下岗工人对消费的影响（假设工资削减 30%，消费倾向为原来的 0.6）。对于建筑行业来说，行业间的联系更紧密：使用 1.4 的系数来计算第二轮效应。评估结果表明，包括第二轮影响在内的

产出损失可能上升到 GDP 的 2.5%。

•逐步调整——假设这种调整在三年内分阶段进行，在此前提下，下岗职工预计将逐渐进入服务业，经济净产出的损失反映了劳动力再分配的速度和新旧行业生产率的差异。评估结果表明，产能过剩行业重组带来的净影响将使第一年 GDP 损失 0.6%，第二年损失 0.2%，第三年接近零。重组结束后，第四年 GDP 增长将提高 0.2 个百分点。

附录 8 地方政府债务管理——国际经验与处理原则

处理原则：管理地方政府债务

预防措施

这些措施包括积极的财政目标（如赤字，债务水平，收入和支出）。例如，地方政府的预算平衡规则越来越受欢迎，特别是在大型联邦国家。这些措施可以成为财政政策管理的重要工具，但如何设定合适的目标仍需仔细考虑。例如，在给地方政府设定债务限额时，要做出重要权衡：如果目标设定得太低，缺乏贷款可能会限制投资并影响增长前景；另一方面，当目标设定得太高时，过多的地方政府债务可能会导致宏观经济和金融不稳定。除了财政目标以外，一些中央政府还使用直接控制措施，以确保地方政府的财政管理符合国家的整体规范。例如，先集中所有政府债务，然后再向国家以下各级实体部门借贷。直接控制措施还可以采取更为温和的形式，如申请准许或必须对从私人市场获得的借款进行解释。虽然直接控制措施没有财政目标那么普遍，但在财政紧缩时政府更倾向于使用它们。

另一套预防措施是过程为主的管理制度，确保地方政府政策和管理者应负责任的透明度和一致性。例如，出台财务报告编写与发布的准则，并使用多年期预算编制方法，

以完善财政政策的协调功能和应对冲击的反应能力，并提供替代方案。独立的地方财政决算审计也是许多国家使用的重要预防措施。墨西哥等国要求地方政府在进入金融市场之前，需要先认同其信用评级体系。

事后措施

中央政府还需要事后措施来处理地方政府的破产。地方政府破产程序有三个关键要素：1）确定破产程序的触发点；2）关于共同讨论解决地方政府债务、协商债务重组方案的规定；3）促使收支平衡的财政调整计划。事后措施还必须确保破产的地方政府在债务重组程序期间仍然能够提供必要的公共服务。它们还应确保地方政府最终能够恢复某种程度的信誉。破产机制还必须保护债权人的权利，以降低借贷成本并鼓励金融市场发展。

国际经验

•巴西——尽管巴西已经对总债务存量 and 新增地方政府债务方面设定了财政目标（以收入百分比显示），在 1980 年代和 1990 年代仍经历了三次地方债务危机，最后一次发生在 1997 年。当时，联邦政府债务重组规模相当于 GDP 的 11.5%。与以前减少道德风险和加强预算约束的做法不同，中央政府这次的重组方案以国家财政和结构改革为条件。现在，2000 年通过的“财政责任法”对所有地方政府的总支出水平和预算平衡加以限制，同时也限制了系统性的大类支出，如工资支出。中央政府对地方政府的债务水平设定了总体限制（以转移支付的当前收入的百分比确定），并且还负责监督执行情况并对地方官员和政府实施制裁。该法律还为预算规划和报告制定了统一的规则。至关重要的是，改革能够有效提高信息透明度，明确违约成本，从而提高了地方政府硬预算约束的可信性。

•印度——为了应对各邦之间的债务水平上升，印度在 21 世纪初开始了一项财政改革方案，目标是控制当前支出（如工资和养老金）的增长，改革税收制度（如从流转税转向增值税）。市场化融资方式取代中央政府对各邦的借贷。目前，强制性的财政政策和配套的财政规则，与中央政府的直接控制措施有机结合，共同对国家财政政策进行监督。例如，印度宪法禁止各邦向国外借款；其他措施还包括将债务偿还率超过 20% 的邦列为具有债务压力的邦，而这将触发中央政府对该邦额外借款的密切监测；各邦自身立法中的协调性财政规则现在都以国家财政责任法为基础；该法建议财政赤字低于国内生产总值的 3%。大多数邦法律还要求政府与年度预算一起提交一个中期财政计划。一些法律还促进了财务风险披露方面的改善。

•法国——与巴西和印度不同，法国是一个具有悠久历史的统一集权国家。然而，最近的两次分权浪潮赋予了地方政府更多的权力。2003 年以来，地方政府的财政自主权更为广泛。地方政府债务的管理框架包括使用财政目标，例如限制年度偿债金额最多占营业收入的 50%，其中包括对担保贷款所支付的利息。直接控制措施包括禁止借款用于资本投资以外的用途。同时，债务支付必须全额纳入预算的强制性支出项目。此外，对单一借款人的担保不能超过营业收入 5%；总担保不能超过担保实体总债务的 50%。中央政府还拥有对地方政府财政强有力的监督权。事后措施包括规定地方政府不能破产，公共资产不能作为抵押品抵押。此外，如果地方政府无力偿债，中央政府将进行财政调整，并促进与债权人的债务谈判。中央政府不为地方政府借款提供任何担保，但仍会提供小额特别援助以确保地方政府能够继续

提供服务。如果地方政府不能达到规定的财政目标，它们会被迫接受中央政府的控制。

附录 9 在不同假设情景下预测信贷与经济增长

IMF 预测两种情况下的经济增长：

•积极改革路径——在这种假设情景下，企业部门逐步去杠杆化，同时全面实施结构性改革。这将使短期经济增长下降，但中期增长将会提高至 6.5%。同时，非金融私人部门债务占 GDP 的比率（不包括地方平台贷款）将稳定在 175%。

•旧的增长模型——在这种假设情景下，投资和信贷继续增加，结构性改革方面没有进展。这会增加短期增长，但中期增长将被推至 5.1%。因此，到 2021 年，非金融私人部门债务占 GDP 的比率（不包括地方平台贷款）会上升至 210% 以上。

每种情景下的信贷增长使用以下两种方法来预测：

•信贷强度法——信用强度通常作为额外单位产出所需的信贷规模来衡量。根据此定义，中国的信贷强度从危机前的平均值 1.1 上升到危机后的平均值 2.7。这反映了投资规模上升，投资效率下降，大量信贷流向产能过剩行业和亏损企业。在积极改革情景中，随着投资规模的下降和效率的提高，信贷强度预计将下降至 2.1。而在旧的增长模型情景中，信贷强度将保持高位，过度投资和效率降低将会持续。事实上，在亚洲金融危机之前，许多亚洲国家的信贷强度大幅上升，包括中国（从 0.9 升至 2）。但在大规模债务重组之后，中国和其他亚洲国家的平均信贷强度下降到 1.2。

•资金流转方法——这种方法展现了企业投资（考虑到企业部门投资强度和盈利能力）以及企业和家庭部门内部所需的信贷流

量。这使得关于信贷平衡的预测与企业利润率明显有所关联。在积极的改革路径中，随着投资比率下降和企业盈利能力的提高（反映了生产率的增长），企业的外部融资需求将逐渐下降。相比之下，企业利润在旧增长模型中将进一步下降，需要更多的外部融资来维持高投资比率，以此推动短期内的增长。

在积极的改革路径中，内部信贷流动，特别是公司间贷款，占国内生产总值的比例预计将保持稳定；但在旧的增长模式中该比例将出现继续攀升。

