

# 我国现阶段债权转股权的法律环境分析

陈 洁

为化解国有商业银行存在的不良资产，加快国有企业增资减债工作，以信达、东方、华融、长城等资产管理公司的成立为契机，国有企业债权转股权试点逐步推广。所谓债权的转股权是指商业银行将持有的对企业的不良债权转化为对企业的股权，从而实现资产结构的调整，达到降低不良资产的比例、减轻不良资产负担的目的。具体地说，就是将资产管理公司作为特定载体，将国有商业银行不良资产整合后出售给资产管理公司（或由资产管理公司接管国有商业银行的不良资产），由资产管理公司参股或控股企业，待企业经营状况好转后再通过股权转让或上市流通收回原投入的资金。

从法律意义上讲，债权转股权就是指债权人将其对债务人所享有的合法债权依法转变为对债务人的投资，增加债务人注册资本的行为，它包括债权的消灭和股权的产生两个法律关系。现阶段，由于我国的资本市场还不够成熟，资本市场的参与者素质不高，资本市场的监控手段还有待于改进等因素，债权转股权试点过程中遇到了许多因素和障碍。究其原因主要还是在相关的政策法规还不配套。因此，法律的介入和完善对债权转股权的推广就显得尤为关键。

从总体而言，法律制度主要从以下三方面对债权转股权产生影响。首先，债权转股权的结构构造需要法律的支持；其次，法律制度将影响债权转股权的成本与效率；第三，法律将影响债权转股权的风险程度。具体分析债权转股权过程中，主要在以下几方面受法律环境的影响并亟待法律的调整与支持。

## 一、资产管理公司的法律地位及职能界定

我国《商业银行法》规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投

资。”换言之，在现有法律框架下，债权转股权的尝试还不能发生在商业银行和企业的直接交往中。为了化解银行巨额的不良资产，也为了使国有企业增资减债，再现生机，借鉴国际上通行做法，国务院批准四大国有商业银行分别成立以经营、管理、处置商业银行不良信贷资产为主要任务的专业化金融资产管理公司，由此类公司受让银行债权，成为公司、企业债权人。这样，资产管理公司的成立和运作，就为处理商业银行债权与国有企业债务，并运用债权转股权的方式提供了承继债权、重组债务的载体，从而为商业银行债权转股权奠定了法律基础。从这个意义上与其说资产管理公司成为规避《商业银行法》规定的避风港，不如说资产管理公司成为协调法律与实务的一道桥梁。但是，值得注意的是，资产管理公司作为债权转股权的载体，它是以最大限度保全资产、最大限度地回收资金、最大限度地减少损失为其主要经营目标。因此，资产管理公司与任何企业有着本质的区别。它不是以扩张、持续经营为目的，而是以出售资产、回收资金和奉行全面收缩方针为其运作宗旨的。资产管理公司从事债权转股权业务，也应当仅仅是利用这种手段，参与企业重组、资产重组，最终将其所持股份卖出去，并实现最大的资金回收和最小的资产损失，这就表明借助资产管理公司来操作债权转股权具有明显的阶段性持股的特征。与上述政策性规定相一致，准确界定资产管理公司的法律地位及职能无疑是债权转股权过程中必须把握的一个前提。

## 二、债权转股权的适用范围

根据有关政策，债权转股权作为改革的一项尝试，应有严格的适用范围，即债权转股权的目标企业及相关债权必须满足一定的条件。

首先，债务人即目标企业的选择。从法律角度看，作为债务人的企业包括上市公司、非上市的股

份有限公司、内资有限公司、外商投资企业等各种企业形式。相应地,上述不同债务人的债权人对其所享有的不同债权均可依法转换成股份或股权。换言之,在法理上任何形式、性质的公司及非公司企业均可成为债权转股权的适用对象。但事实上,无论从国家财政承受能力出发,还是从资产管理公司作为债权转股权运作载体及其阶段性持股的特征来看,都需要对进入债权转股权的国有企业设立必要的人选条件。总的来说,应选择那些具有良好发展前景、且具有进行股份制改造可能性的企业为实施对象。具体地说,入选企业应符合下述条件:一是国有大中型骨干工业企业;二是因缺乏国拨资本金、汇率变动、改建扩建而导致负债水平过高,形成亏损,可以通过债权转股权和优化资产负债结构后转亏为盈的企业;三是产品有市场、有销路,有进一步发展潜力的企业;四是工艺装备为国内、国际先进水平,生产符合环保要求的企业;五是管理水平较高、转换经营机制的方案符合现代企业制度要求的企业等。

其次,债权范围的界定。什么样的债权可以转换成股权是债权转股权的一个基本法律问题。根据我国有关法律、法规的规定,从理论上说,无论是合同之债或法定之债,法人之债或自然人之债,到期债或未到期债,货币之债或实物之债均可以被转换成股权,只是债权转股权须根据债务人的不同情况,按特定的法律要求和条件转换成不同的股权。但实践中,对债权范围的理想界定则是先对入选企业进行必要的资产拆分,将无效的资产分离开,仅把有效资产或潜在的有效资产所对应的负债部分作为债权转股权的运作对象。就贷款范围而言,只能是一部分不良贷款的转化,具体说,主要是由银行长期垫付给企业并已成为企业维持简单再生产的周围资金的那部分收不回的贷款的转化,并且这种转化还要以银行的风险承受能力为界限。然而,必须强调的是,债权转股权试点中,“债转股”可能成为不具上市条件而渴望上市的企业竞相追逐的对象。而且,某些地方极易为追求“债转股”项目的成功率而将优良债权转变股权。因此,法律规定与实务的距离是债权转股权实践的一个大障碍。

三、债权转移与资产转让的法律突破  
在债权转股权过程中,商业银行向资产管理

公司(特设载体)出售资产是至为关键的步骤。在这个过程中必须考虑出售行为的合法性、出售方式的可行性及其效率。

债权转移的基本方式为转让。转让即通过一定的法律手续把待转让资产项下的债权转让给特设载体。根据我国 1986 年《民法通则》第 91 条有关债权的规定:“合同一方将合同的权利义务全部或部分转让给第三人,应当取得合同另一方的同意,并不得牟利”。按照这一规定,意味着债权转股权过程中通过资产转让方式进行资产出售是没有法律保障的。而且,民法通则同时规定这种转让不得牟利,就意味着我国的债权转股权将面临较大的法律障碍,因为金融资产管理公司是按一定的折扣向商业银行收购不良债权,即银行将资产整合后才出售给资产管理公司,这样收购后资产的绝对数额必然小于银行的债权总数。这样从表面来看,资产管理公司因此而获利,从而违背了民法的有关转让不得牟利的规定。幸运的是,新《合同法》抛弃了上述民法的有关转让不得牟利的规定,并于第 79 条明确规定债权人可以将合同的权利全部或部分转让给第三人,不必征求合同另一方的同意;而只需通知债务人。法律如此更新就为债权转股权中出售行为的合法性、出售方式的可行性提供了强有力的支持。

#### 四、债权转股权的转换比例与持股比例的限定

首先,关于债权转股权的转换比例。债权转股权的转换比例或价格是指债权金额与被转换的注册资本额之间的比值,它是债权转股权交易中最基本、最重要的一个商业及法律性规定。迄今为止,我国尚无直接涉及债权转股权定价的法律法规,而只有一些间接的原则性规定。主要包括注册资本实收制的规定以及保护国有资产安全、防止国有资产流失等原则性规定。我国《公司法》规定的注册资本实收制,要求债权转股权的转换比例或价格无论如何应大于或等于 1(元),其含义是经过转换,新增注册资本额必须小于或等于被转换的债权金额。通俗地说,100 万元债权最多只能转换成有限公司 100 万元的实收资本或股份有限公司 100 万股股票,债务人由此增加的注册资本额最多也仅能为 100 万元。但是,法律对转换比例的上限及其具体数字却没有规定。这样,100 万元

的债权可否只转换成 50 万元甚至 10 万元的注册资本毫无法律根据。实践中,因无具体量化的法律强制性规定,具体操作无疑偏差很大。笔者以为,在合法前提下,债权转股权的转换比例应由当事人根据债务人的财务状况和经营状况来协商确定,协商时应重点考虑每股或每单位股权的净资产值,此外还要考虑债务人所处行业状况、发展前景、资产质量、产品及技术等多种因素。总之,既要防止国有资产不必要的流失也要尊重客观市场经济规律。

其次,关于债权转股权中的持股比例。对企业来说,债权转股权并非将企业所欠银行贷款全部转为银行对企业的股权,而只能是有选择地、部分地转化。对资产管理公司来说,其对任一企业的债权转股权应保持一个合理的比例,绝不意味着多多益善,要有利于资产管理公司对外转让股份,而不意味着资产管理公司的永久性持股。对于单一企业有多大比重的债权可以转化为股权在法律上是个空白。实践中主要考虑以下因素:一是对企业有效资产所对应的负债部分需要确定保留一个合理或正常的负债比率;二是债权转股权后,企业要对剩余债务具有全额偿付能力;三是要对企业加强内部管理,改善外部经营留有一定的增值盈利空间;四是债权转股权的数量应当满足后续对外转让股份的需要,使买家从投资回报率考虑认为他的替代性投资行为——参股是合算的,投资回报率应高于市场平均存款利息率或国债利率。此外,债权转股权必须遵循资产性或非资本性原则,即由不良贷款转化的投资或股权应是资产管理公司的一种资产存在形式,而不是资本存在形式。因为在我国,资产管理公司自有资本并不雄厚,用于转化不良债权的余地很小,若将债权转股权限定为资本投资行为,必然会使债权股权化失去其实际意义和价值。因此,在债权转股权的原则界定上,不应也不能作出将贷款投资作为资本投资的规定,而应将其作为隐含资产的正常转换或资产内部的结构调整。

#### 五、不良债权收购价格的合理确定

收购价格的确定可以有三种不同的选择,即全价收购,折价收购和估价收购。全价收购是按债权的原值确定收购的价格。这种定价方法对优质债权或无风险债权是适用的,但由于商业银行剥

离出来的债权一般为不良债权,这种债权能否回收以及能否全额回收都存在极大的不确定性及风险,若对这些风险债权按全价转让既有悖于情理,也难以被收购方接受。因此,这种定价方式不可能运用于不良债权的转让中。二是折价收购,即对银行不良债权按一定的折扣率进行收购。由于各种不良债权的风险程度不同,其折价的幅度自然互有差异。因此对每一类风险债权公正地确定一个双方都认可的折价率就成为债权转股权的一个突出问题。至于估价收购,即由合格的资产评估机构对不良债权进行合理、严密、公正地评估来确定转让的价格。这种方式同折价收购相比无疑是一种更合理、公平的方式,由此而确定的转让价格也易于为双方所接受。但现行法律对不良债权收购价格的合理确定缺乏可操作性规定。倘若实践中商业银行与资产管理公司在折价率问题上相持不下,必然影响债权转股权过程的效率;倘若商业银行与资产管理公司串通一气,使资产管理公司逐渐演变成为“金融风险寄托公司”,则实在有悖于债权转股权的初衷。

综上所述,为规范资本市场的运作,最近几年我国相继出台的若干项经济立法,如《中国人民银行法》、《商业银行法》、《证券法》、《合同法》、《公司法》等为资产管理公司开展债权转股权业务奠定了法律基础,我国现行的法律制度为债权转股权的实践提供了最基本的结构支持。然而,毋庸讳言,政策性债权转股权作为融资体制改革中的新生事物,法律缺乏引导性规定和可操作性规范是债权转股权实践的一大障碍。我们不希冀法律成为先知先觉的圣人,然而,法律的适时调整与完善确是债权转股权实践的当务之急。此外,更值得一提的是,鉴于债权转股权并非化解国有商业银行不良债权之根本出路,因此,法律应引导债权转股权试点同建立现代企业制度结合起来。在规范公司制改革的基础上,把债转股引伸到对企业内部治理结构的调整和改造。当然,这个巨大的工程就更需要法律的规范和支持了。

作者 北京大学法学院民商法博士研究生

邮编 100891