

# 积极探索城投公司 债转股模式(上)



可以预期,市场化债转股的政策红利,可进一步降低城投杠杆率及政府隐性负债。 □东方IC 供图

自2017年国家的金融去杠杆政策趋严以来,城投公司所受影响甚大,融资难度显著变大,融资成本明显提高,面临着融资性现金流难以再平衡的短期困难。城投债面临利差扩大,发行困难的窘境。

## 城投公司去杠杆窘境

城投公司作为地方政府“土地财政”模式的重要环节,长期以来承担了大量地方基建任务和政府公益性项目,全国的城投公司数目达上万家。

2014年9月,国发43号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》明确剥离融资平台公司的政府融资职能以来,城投公司一直在探索市场化转型,但总体进展并不大。

近年来,随着加大固定资产投资、稳增长的任务变重,城投公司的债务规模逐步上升,积累的风险也越来越大。

根据国海证券关于2017年城投公司财务数据的研报,我国城投发行人平均资产负债率最高的是山西省,达到73.5%。24%的省份中,城投发行人的平均资产负债率在60%-70%之间,55%的省份在50%-60%之间。

此外,部分城投公司的股东权益中包含大量不产生效益的公益性、准公益性资产,以及“明股实债”的国家专项建设基金等投入。也就是说,城投公司存在股东权益水分大,实际杠杆率被低估的问题。

加杠杆后,城投公司却呈现着盈利能力较差、股东回报偏低特征。全国城投发行人平均净资产收益率最高的是上海,也只有5.4%。国海证券研报显示,城投公司平均ROE(净资产收益率)在3%以上的省份占比38%,小于3%大于1%的省份占比45%,小于1%的省份占比17%。绝大多数城投公司的ROE低于债务融资的成本。

此外,不少城投公司的实际盈利能力堪忧,只是通过低估折旧、利息费用资本化、投资性房地产重估收益等会计手段保持利润总额为正,以维持信用评级。全国约有40%省份的城投公司平均经营活动净收益/利润总额为负数。

城投公司还存在资产周转率过低、回款时间过长的问題。城投公司经营性净现金流/总负债平均水平为正值的省份只有10个。

总的来说,城投公司的实际杠杆率偏高,实际盈利能力偏弱,经营性现金流回款过慢,造血能力不足,难以通过自身的盈利进行资本积累以降低杠杆,也缺乏吸引外部权益投资的能力,大多数公司只能依赖“借新还旧”的手段实现滚动平衡。

## 市场化债转股落地难

国务院于2016年10月发布了54号文——《关于市场化银行债权转股权的指导意见》(简称国发54号文),将市场化债



□上海交通大学高级金融学院教授 陈欣

转股作为供给侧改革中“去杠杆”任务的一个重要手段。多省市也明确表示将支持通过市场化债转股来降低企业杠杆率,将其列入2017年两会报告中的工作安排。

然而,国发54号文出台两年,市场化债转股在全国实施的进程仍较为缓慢。

市场化债转股难以大规模开展的主要原因有:1、债转股占用银行资本过高;2、债转股资金期限长,募集难度高;3、市场化定价推进难;4、市场缺乏优质股权项目;5、不少债转股方案的实质仍为“明股实债”。

截至今年5月底,五大国有商业银行债转股项目签约金额共计约1.6万亿元,落地金额共计约2300亿元,落地率仅为14%。已签约的债转股项目集中于煤炭、钢铁、有色、交运等重资产领域的大型国有企业,山西、陕西等资源类省份签约项目规模较大。

其中,城投类的企业也是市场化债转股的重要实施对象。五大银行的债转股

子公司通过设立基金等方式吸纳社会资本,对广州交投、重庆建工、云南城投、浙江建投、甘肃建投等企业采用参股子公司或增资扩股进行股权投资,用以归还集团体系的存量有息负债。

## 新政推动提高债转股效率

针对市场化债转股在实施过程中难以落地的问题,今年1月26日,国家发改委等7部门联合印发《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》。6月24日,央行宣布进行定向降准,释放了5000亿元资金指定用于支持五大国有商业银行和12家股份制银行的“债转股”工作,同时撬动相同规模的社会资金参与。紧接着,银保监会于6月29日发布《金融资产投资公司管理办法(试行)》,允许商业银行作为主要股东发起金融资产投资公司,主要从事银行债转股及配套支持业务,以推动提高债转股效率。

按照新政规定,无论是正常类、关注类、不良类贷款,均可受让转股,且其他类型银行债权和非银行金融机构债权也纳入转股范围,为非标债权退出开辟了政策通道。

金融资产投资公司的注册资本为100亿元起,一次性实缴,且金融资产投资公司的资本充足率、杠杆率和财务杠杆率水平参照金融资产管理公司的资本管理相关规定执行,其中资本充足率不得低于12.5%,单个市场化债转股项目的信用风险权重为150%。

金融资产投资公司新政的最大特点,是注册资本投入可实施债转股规模达10倍左右。

成立一家注册资本为100亿元的金融资产投资公司,按照12.5%的资本充足率保守测算,其风险加权资产的上限为800亿元。由于债转股项目的信用风险权重为150%,可以得出仅100亿元自有资金即可支持开展500亿元以上规模的债转股项目。

此外,还可以使用发行私募资管产品及私募股权投资基金等方式,按照不低于1:1的比例撬动社会资金参与债转股项目。

以此测算,为金融资产投资公司投入100亿元的注册资本,理论上将可支撑约1000亿元规模的债转股项目。

以建行旗下的建信金融资产投资公司为例,公司成立于2017年7月,注册资本为120亿元。建行的2017年报显示,截至2017年底,建信投资债转股的落地金额为1008亿元,净资产为120.2亿元,债转股杠杆约为9倍。但总资产仅为122.2亿元,说明债转股项目全部通过基金投放实现出表。

可以预期,此次市场化债转股的政策红利将对地方国有企业的投融资产生巨大影响,可进一步降低城投杠杆率及政府隐性负债。

10月

你的工资迎来4大好消息

工资可以提前发

工资必须在用人单位与劳动者约定的日期支付。  
如遇节假日或休息日,则应提前在最近的工作日支付。工资至少每月支付一次,实行周、日、小时工资制的可按周、日、小时支付工资。

10月1日起  
你的到手工资要涨!

纳税人的工资、薪金所得,先行以每月收入额减除费用5000元以及专项扣除和依法确定的其他扣除后的余额为应纳税所得额。

依照个人所得税税率表(综合所得适用)按月换算后计算缴纳税款,并不再扣除附加减除费用。

自2018年10月1日至2018年12月31日

新个税法于2019年1月1日起施行。

例

扣除五险一金后

月收入: 5000元  
年收入: 60000元

以前每月缴税: 45元  
现在每月缴税: 0元  
每月省: 45元  
每年省: 540元

2019年起

✓

劳动报酬、稿酬、特许权使用费将合并计算个人所得税。

教育、医疗、住房和养老等支出还能税前扣除。

10月份发放的9月工资  
仍然按照之前的3500元旧个税起征点算吗?

9月工资10月发  
也能享受新税法

不管发放的是哪个月的工资,只要是在10月1日后发放,就可以适用5000元起征点。与其是否为上月工资没有关系。

加班有双倍  
或者三倍工资可拿

法定假期应按照不低于劳动者本人日或小时工资的300%另行支付加班工资。

2018年9月22日、23日和10月4、5、6、7日,用人单位可选择给予补休或按照不低于劳动者本人日或小时工资的200%支付加班工资。

今年中秋、国庆加在一起共有10个加班日,如果全部上班,则可以拿到相当于24天的日工资。