



© 王嘉川 / 著

中国证券业 不良资产问题的研究

Research on the Question
of Non-Performing
Assets in Chinese Securities Business

香港文匯出版社

**Research on the Question of
Non-Performing Assets in
Chinese Securities Business**

中国证券业不良 资产问题的研究

王嘉川 著

香港 **文匯** 出版社
Wen Wei Publishing Co.Limited

作 者：王嘉川

責任編輯：毛 傑

書 名 《中國證券業不良資產問題的研究》
出 版 香港文匯出版社
地 址 香港香港仔田灣海旁道七號興偉中心 2-4 樓
電 話 (852)28738052
傳 真 (852)25526310
網 址 <http://www.wenweipublish.com>
印 刷 香港雅典美術印制公司
開 本 142mm × 210mm
版 次 2005 年 8 月第 1 版
印 次 2005 年 8 月第 1 次印刷
國際書號 ISBN962-374-205-3
定 價 HK 42.00 圓 國內定價 RMB 28.00 圓

中國內地進口總代理 中國國際圖書貿易總公司

中國內地發行總代理 中國國際圖書貿易總公司

版權所有 請勿翻印

序

新世纪开始不多几年，中国证券业就进入了前所未有的深化改革阶段。全国各界包括政界、学界和企业界都关注着资本市场的培育和成长，力求使它能反映、配合和促进整个国民经济持续、强劲的发展。尤其是如何逐步化解长期困扰我国股市的深层次问题，使股市真正发挥经济“晴雨表”的作用，已经成为境内外和国内外相关人士普遍谈论的热门话题。

目前阻碍我国证券业正常发展的诸因素中，有一个多年累积的和尚在继续产生的巨额不良资产及其风险化解的老大难问题。近几年来金融界和学术界虽有讨论上述问题的不少文章，但以此为研究对象的专门论著并不多见。王嘉川同志在《中国证券业不良资产问题的研究》一书中，对不良资产提出了比较科学的定义，对我国证券业的不良资产进行了估算，从公司价值的角度分析了证券业不良资产的生成原因、风险传导机制和各种具体影响，并就不良资产的弹性分析、处置不良资产行为模式的选择等问题，发表了新见解，最后还结合国内外金融不良资产处置的对比研究，给出了可行的解决方案和可操作的方法。

对证券业不良资产及其处置问题的研究既有利于证

券企业“御下包袱”、“轻装前进”也有利于变“不良之物”为“有用之才”，这“一御一变”全在筹化、经营之中，乃微观管理和宏观管理的题中之义，它为证券企业开阔了思路、点明了路径，并可供其它非证券企业参考。读完本书后可感受到作者对推动中国证券市场健康发展的强烈使命感，还可学习到作者在证券业实务中多年积累的经验和体会。

最近，财政部、人民银行和证监会等部门正在着力解决证券公司不良资产问题，从汇金公司注资银河证券，到建银投资入主南方证券，这些重组方案的公布从一个侧面印证了王嘉川同志在本书中的一些研究成果。值此我国证券市场深入改革之际希望有更多的有价值的研究成果，以便我国用尽可能低的改革成本取得尽可能大的改革效益。

是为序。

乌家培

2005年7月22日于北京

序

进入2005年的中国证券市场似乎徘徊在生死边缘，沉积已久的诸多问题都在这一个大年集中爆发。证券业的不良资产问题从未象今天这样引人关注，上千亿的存量不良资产令人瞠目结舌。从不良资产率的角度看，证券业不良资产问题的严重程度丝毫不亚于1999年资产重组前的中国银行业。尽管证券公司曾经历过两次增资扩股浪潮，最高单一注册资本金规模也一再从10亿元上升到80多亿元，但证券公司却依然无法摆脱经营困境，仍然存在流动性不足，濒临破产边缘。拯救中国的证券公司，健康地发展中国的证券市场，是一个全民的企盼，也是一个时代的呼唤。四年前，王嘉川博士以一个金融从业者的身份，以前瞻性的眼光和创新的视角开始了对这一问题的攻坚，伴随着《中国证券业不良资产问题的研究》一书的出版，这一问题被清晰的解剖于众人面前。

证券市场的不良资产问题虽已被人们谈论多年，但大多数研究成果并没有给人以深刻印象，人们对此问题的认识还是相当模糊的。中国证券业不良资产的成因，中国证券业不良资产的数量，不良资产如何影响证券公司的价值以及影响程度等一系列问题都成为我们的疑惑。作者在书中对上述问题一一做解，力求客观公正。纵观

全书，有几点鲜明之处：

第一、从公司价值角度研究不良资产问题是一个新的视角，也是研究不良资产问题的意义所在。不良资产正是通过弱化证券公司资产质量和盈利能力，降低公司价值并引发破产，才导致了中国证券行业的危机。这一研究视角不仅给出了不良资产的传导机制，更是从公司运营层面阐述了不良资产的生成机制。

第二、运用定量分析方法和比较研究方法检验了不良资产与公司价值的相关性。作者克服了行业数据匮乏和部分数据失真等弊端，合理运用数学模型进行实证检验。这比以往的研究更进一步，通过定性和定量分析两种方法的结合，使得结果更加具有说服力。

第三、作者综合国内外金融不良资产的处置模式和适用环境，给出了解决中国证券业不良资产问题的“中心化”方案和政府干预模式，这是一种“自上而下”、市场调解和政府干预相结合的整体性解决方案，更有利于从深层次解决问题。

第四、作者结合自身实际工作和具体案例对不良资产的处置模式和手段进行了探讨，体现出很强的实务性和可操作性，对于提高从业人员素质和技能有着实际意义。

作为本书作者攻读经济学博士期间的指导教师，我

深知该课题的研究难度和实际意义。这本专著的出版是对他三年多艰苦努力的最好回报，我谨表祝贺，并愿此书的出版能对中国证券业的发展起到应有的作用。

赵振全

二〇〇五年七月于吉林大学

目 录

前言	1
第一节 选题初衷	1
第二节 文献综述	2
第一章 不良资产概论	7
第一节 不良资产的概念	8
第二节 不良资产的分类	11
第三节 金融不良资产概述	13
第二章 我国证券业不良资产分析	31
第一节 当前我国证券公司不良资产现状	33
第二节 证券业不良资产分类	37
第三节 证券业不良资产形成的时间性特征	42
第四节 证券业不良资产形成的原因分析	45
第五节 我国证券业不良资产形成的实例	52
第六节 证券业不良资产对经济发展的影响分析	57
第三章 不良资产与证券公司价值	63
第一节 公司价值的含义	65

第二节 公司价值理论	69
第三节 公司价值评估	77
第四节 不良资产对公司价值的影响分析	90
第四章 不良资产对证券公司价值影响的实证分析	101
第一节 日本证券业的实证分析	102
第二节 中国证券业的实证分析	106
第五章 银行业不良资产处置的一般模式	123
第一节 国际不良资产处置的一般模式	124
第二节 我国银行业不良资产处置的基本模式	128
第三节 银行业不良资产处置对证券业不良资产处置的借鉴意义	134
第六章 我国证券业不良资产处置的选模式择	139
第一节 我国证券业不良资产处置的基本情况	140
第二节 我国证券公司非证券资产剥离方式选择	145
第三节 我国证券业不良资产处置的手段	151
第七章 解决证券业不良资产问题的主体行为选择	163
第一节 证券公司的行为选择	164
第二节 政府的行为选择	167
参考文献	187
后记	197

前言

不良资产作为经济运行中的必然产物,会对一国的经济发展产生负面影响,甚至会威胁到经济稳定和国家安全。因此,不良资产问题的研究和实践在全世界范围内从未停止过,其中尤以金融不良资产问题受到更多关注。这一课题是近年来的热点话题,并日渐为我国的学界和业界所重视。亚洲金融危机给经济快速发展的中国打下了深刻的烙印并认识到培育一个健康金融体系的重要性,由此我国开始了大规模的金融不良资产处置工作。资本市场化中心地位的逐步确立,证券业不良资产问题的研究和实践也开始为人关注,并且潜在其中的巨大风险和已造成的负面影响皆已显现。

一、选题初衷

证券业作为我国金融体系中的重要组成部分,在优化社会资源配置,降低中间交易成本,健全公司治理结构等方面发挥着不可替代的作用,中国金融体系的资本市场化倾向愈加明显。但从1999年以来,证券市场陷入持续低迷,融资规模逐年降低,市场流动性下降,到2004年“新股不破”神话的灭亡意味着中国证券市场的筹融资功能已消失殆尽了,围绕着证券市场危机的各种争论和研究在更深更广的层次展开了。证券公司作为证券市场运行的枢纽,潜藏多年的各种问题也在这场危机中集中爆发出来,其中不良资产问题尤为突出,并正在加

剧着这场危机。不良资产问题是诸多深层次问题的一个表象，它充分反映出证券公司的治理结构、市场运行机制、业务开展模式、融资结构等方面存在的问题，以及所表现出的转轨时期的某种不适，进而影响着公司价值和金融市场安全。

如何从深层次剖析我国证券业不良资产与公司价值的相关性，从全新的视角研究不良资产的作用机制，采取何种有效办法解决证券业沉积多年的不良资产是笔者近几年一直思考的问题。这些问题的研究不仅对消化解决我国证券业的存量不良资产具有现实意义，更对防范和管理今后证券业不良资产增量具有长远意义。

二、文献综述

学术界关于金融不良资产问题的研究从两个视角展开的：一是不良资产生成机制的研究，多从公司价值理论寻求根源并加以延伸扩展；二是不良资产处置机制的研究，多从实务操作角度进行探讨。

公司价值的研究最早始于Berle—Means(1932)，他们在其《现代公司与私有财产》(The Modern Corporation and Private Property)中第一次明确提出了“所有权与控制权的分离”(the Separation of Ownership and Control)的观点¹。随后，关于公司价值、所有权、控制权和委托代理问题的研究得以展开。Modigliani—Miller(1958)在著名的“MM”理论中阐述了公司价值和资本结构无关的理想化结论。Holmstrom—Tirole(1998)对

¹借款人的还款能力是一个综合概念，包括借款人现金流量、财务状况、影响还款能力的非财务因素等。

企业的研究也表明了流动性对企业的强烈约束。Fisher (1933), Bernanke (1983) 和 Eckstein—Sinai (1986) 一直强调: 金融市场的不完备性在传播和扩大商业周期导致的经济波动中起着重要的作用。Townsend (1979) 的有成本的状态确定模型作出了开创性的工作, Bernanke—Gertler (1989) 利用 Townsend 的模型展示了在整体经济范围内企业内部资源的价值变化也可能导致总产出的变动。特别地, 从公司财务和公司治理的角度看, 自由现金流的增加也会随之提高企业的投资和产出水平, 显然这是对冲击的一个“放大效应”。同样, 在经济衰退发生时, 我们也可以在其中看到金融加速器的显著不利影响。Kevin J. Hebner and Young S. Park (1995) 试图从巨额的赔付款角度说明证券公司的资产质量对公司价值的潜在影响。Hirofumi Fukuyama and William L. Weber (1999) 分析了经济泡沫破裂对日本证券公司效率和产品的影响, 指明了证券公司成本效率和产品不断下降的原因, 并对各证券公司之间的成本效率对公司价值的影响进行了比较分析。Girardone, 和 Claudia 等人 (2004) 对意大利金融不良资产导致的金融机构成本效率降低进行了实证研究。

国际上关于金融不良资产处置机制的研究始于 20 世纪 80 年代, 并且逐渐形成两种解决思路: 一是中心化方案, 即由一国政府成立国有资产管理公司; 二是非中心化方案, 即由发生危机的金融机构自行解决。为了解决当时的储蓄贷款机构危机, 美国政府成立了重组信托公司 (RTC) 化解了这场危机, 由此国有资产管理公司地位得以确立并引导了中心化理论的发展。M. Pornaivalai (2001) 研究了泰国金融不良资产现状并给出了具体的处置建议。John P. Bonin 和 Yiping Huang (2001) 评价了

国有资产管理公司推进中国金融不良资产处置这一中心化方案的实施效果,并认为应重新调整银行和资产管理公司的关系以便解决效果不佳的问题。K Reddy(2002)针对印度的金融不良资产做了深入研究和世界性比较,并给出了金融改革的建议。Klingebiel和Dado(2002)做了非中心化方案进行不良资产处置的七国比较研究,并以智利、挪威和波兰三国的成功为例给出了非中心化处置成功的必要条件。Herr和Miyazaki(1999)研究了以证券化方式解决日本金融不良资产的机制。Greuning, Gallardo和Randhawa(1999)给出了金融混业经营下的制度体系框架。Barht, Caprio Jr和Levine(2000)研究了如何建立防范不良资产生成的立法和监管体系。

国内这一问题的研究基本集中在不良资产的处置问题上,并大多围绕着“资产管理公司”中心化方案上。由于银行业现阶段的特殊地位使得我国对金融不良资产问题的研究和大规模操作又多以银行业为主,关于证券业、信托业和保险业等非银行金融机构不良资产问题的深入研究文献较少。杨国兵(2001)研究了金融资产管理公司(AMC)在中国的运作分析。谢朝斌等(2001)对证券业非证券资产剥离问题做了实证研究。徐荣梅(2002)从“自上而下”和“自下而上”两个角度研究了不良资产处置的模式评析。李晓雪(2002)对当时国内证券业的资产状况进行了估计:截止到2002年5月,118家证券公司的不良资产为460亿元,不良资产率超过50%。秦宏(2002)对中国证券业不良资产处置做了一般性论述。卢小兵(2003)对在中国实施不良资产证券化做了深入分析。钟伟、巴曙松、高辉清和赵晓(2004)做了中国金融风险评估,并对证券业不良资产的成因做

了阐述。张新(2004)提出用与处理银行不良资产相似的原则和方式来解决证券市场的不良资产问题。郭敏探讨了金融不良资产证券化的解决途径。谢荣和刘华(2004)针对证券公司的经营弊端做了内部控制系统研究。赵鲁平和刘浩(2004)研究了不良资产评估中的问题、原因以及解决对策。

第一章

不良资产概论