

ZHONGYANG CAIJING DAXUE
ZHUANZHU JIN ZIZHU CHUBAN

中央财经大学专著基金资助出版

资产管理公司： 运营状况和 未来发展方向

王柯敬 主编



中国财政经济出版社

责任编辑 / 赵 力

封面设计 / 颜 黎

王柯敬 主编

ZHONGYANG CAIJING DAXUE
ZHONGYANG JIN ZI ZHU CHUBAN

中央财经大学专著基金资助出版

ISBN 978-7-5005-9830-5



9 787500 598305 >

定 价: 25.00元

中央财经大学专著基金资助出版

国家社科基金重点项目

资产管理公司： 运营状况和未来发展方向

王柯敬 主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产管理公司：运营状况和未来发展方向/王柯敬主编．—北京：
中国财政经济出版社，2007.5

中央财经大学专著基金资助出版

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9830 - 5

I . 资… II . 王… III . 金融公司 - 资产管理 - 研究 - 中国
IV . F832.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 051208 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 11.625 印张 285 000 字

2007 年 6 月第 1 版 2007 年 6 月北京第 1 次印刷

定价：25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9830 - 5/F·8537

(图书出现印装问题，本社负责调换)

目 录

导论	(1)
第一章 资产管理公司建立和发展的相关理论问题	(19)
第一节 金融中介理论与资产管理公司的存在与发展	(20)
第二节 金融风险管理理论	(31)
第三节 公司治理结构理论	(41)
第四节 委托代理理论	(52)
第二章 资产管理公司的国际模式和经验	(60)
第一节 国外银行业不良资产的形成与处置	(61)
第二节 国外金融资产管理公司的设立方式和运作机制的比较	(68)
第三节 各国处理银行不良资产的方案	(80)
第四节 国际上处理银行业不良资产的经验借鉴	(88)
第三章 我国资产管理公司的设立	(94)
第一节 资产管理公司设立的背景	(95)
第二节 资产管理公司设立的现实选择	(123)

第三节 资产管理公司的困惑·····	(141)
第四章 资产管理公司不良资产处置：股权类资产·····	(153)
第一节 股权类资产的形成演进·····	(154)
第二节 企业股权的持有管理·····	(164)
第三节 股权类资产的退出变现·····	(171)
第四节 债转股效应的分析评价·····	(187)
第五节 股权类资产管理的问题剖析与政策建议·····	(200)
第五章 资产管理公司不良资产处置：债权类资产·····	(208)
第一节 债权类资产处置概况·····	(209)
第二节 债权类资产处置的方式选择与影响因素·····	(214)
第三节 债权类资产处置的客观效果评价·····	(223)
第四节 债权类资产处置中存在的问题·····	(229)
第六章 不良资产处置的重要方式：资产证券化·····	(242)
第一节 我国资产管理公司不良资产证券化的实践·····	(243)
第二节 不良资产证券化的国际比较·····	(257)
第三节 资产证券化的风险与估值·····	(268)
第四节 资产证券化的相关问题分析·····	(278)
第七章 不良资产处置的模式选择与实践深化·····	(285)
第一节 我国金融不良资产处置模式的现实选择·····	(286)
第二节 关于不良资产处置中几个技术问题的探讨·····	(299)
第三节 对加速处置金融不良资产认识的深化·····	(306)
第八章 政策性亏损处置与资产管理公司转型·····	(313)

第一节	政策性资产处置的损失·····	(314)
第二节	资产管理公司政策性处置损失的承担·····	(322)
第三节	我国资产管理公司的转型·····	(333)
第四节	资产管理公司的发展方向和定位·····	(347)
第五节	资产管理公司商业化转型面临的挑战·····	(356)
参考文献·····		(359)
后记·····		(364)

导 论

这本专著是我们承担的国家社科基金重点课题“资产管理公司运营状况和未来发展方向问题研究”的最终成果。本课题研究，自2004年5月24日获准立项之后，历时两年，终于交出了这份答卷。现将本项研究选题的背景、课题组所进行的研究工作、本书的结构、一些必须加以界定的概念，以及本课题研究的创新，写在前面作为本书的导论。

一、选题的背景

本课题研究的我国国有商业银行的不良资产，主要产生于“七五”、“八五”和“九五”前两年，即自1986年到1997年这一段时间。随着我国经济管理体制由计划经济向市场经济转轨，以及宏观经济政策的调整，我国微观经济主体陷入困境，国有商业银行举步维艰，企业不良资产和银行不良债权大幅上升。据人民银行统计，

1998 年末国有商业银行不良贷款占贷款总额的比率约为 25.37%，民间和国外学者估算则可能在 35% 以上。金融体系内不良资产的大量积累，是一把高悬的达摩克利斯之剑，威胁着中国经济的健康运行。

集中处理银行不良债权，是 20 世纪 90 年代以来全球经济领域人们普遍关注的一件大事，它涉及广泛的经济学理论问题，其中包括银行不良资产产生的机制性理论，即金融中介理论、金融风险理论；同时也包括现代企业理论，即公司治理结构理论和委托代理理论。可以说，正是这些理论为现代经济体制的确立和现代经济的持续发展创造了理论前提。但是，也正是它们预示了现代经济链条断裂的可能性，并提供了化解这类危机的方法与途径。我们把关于我国资产管理公司运营状况和未来发展方向问题的研究，置于这些理论的指导之下展开。

现代经济链条的断裂尽管表现形式多样，但起点都是企业债务危机导致金融机构不良债权的积累，到积重难返时，表现为金融机构支付困难乃至金融危机，最后不得不由政府出面救助。国外关于集中处理银行不良债权的实践，最重要的是美国通过重组信托公司（RTC），清理处置储蓄信贷机构（S&L）不良债权这个成功的范例。它在资产管理公司的组织机构设计、处置不良债权的方式与手段，政府注资、支持与立法保证等一系列重要方面，提供了有益的经验。此外，北欧四国丹麦、挪威、瑞典和芬兰处理银行坏账的经验，韩国通过资产管理公司收购处理银行不良债权的经验，都是成功的。匈牙利、波兰则提供了转轨国家解决银行不良债权的经验。相对不成功的案例，是日本在银行出现大量坏账时，政府优柔寡断处置不力，失去许多有利时机，最后还是不得不由政府注资组建“桥银行”来对银行实施救助。我国集中处置不良债权的实践，是建立在广泛借鉴国外经验基础上的，其中主要是美国和北欧四国的

经验。因此,探讨国外在处置银行不良债权方面的利弊得失,成为我们这项研究的另一个基础。

如前所述,我国 20 世纪 80 年代中期以后就出现了经济链条断裂的现象。对这一经济现象的认识和应采取的对策,在激烈的争论中展开并艰难前行。

研究的第一个重点,是围绕金融资产管理公司的设立展开的,大体分为两个阶段。第一阶段是国家决定剥离商业银行不良债权前后,时间跨度为 20 世纪末期的 10 余年。问题集中于对银行不良债权要不要剥离和怎样剥离上。在讨论起步阶段,对要不要剥离的问题,意见分歧很大。反对意见主要担心会把企业问题转嫁给银行,“破”银行的“产”。显然,这种意见是出于银行界对自身利益的关注。赞同剥离的意见认为,国有企业的不良债务,主要成因于资金管理体制和政策性负担,理应由政府和国有银行出面救助。相对而言,具有一定的宏观视野。关于怎样剥离问题,反对意见除了上述担心外,还认为银行不良债权边界不清,会进一步助长企业的“赖账风”;银行持有企业股份,又受金融业分业经营的限制。赞同剥离的意见从最初的建议修改商业银行法,到最后绕过这一法律规定,借鉴国外经验(主要是美国的 RTC 和北欧的“好银行—坏银行”模式)组建非银行金融资产管理公司,处置方式包括积极催收、债权出售、资产重组、债权转股权、资产证券化等。时任中国建设银行行长周小川主编的《重建与再生——化解银行不良资产的国际经验》(1999 年 6 月版)一书,可以说是第一阶段研究的集大成者。当然,这时形势已经明朗,注重于为即将开始的集中处置银行不良债权做技术性准备工作,重点是国外相关资料的收集整理。但是,这一基础工作为什么是由中国建设银行而不是其他银行完成,一是中国建设银行是 20 世纪 80 年代投资体制改革——“拨改贷”的主要承担者,从而形成的难以收回贷款数额巨大,二是反映

了工作思路的前瞻性。第二阶段是在已经建立起四大金融资产管理公司之后，研究的重点是资产管理公司的任务和特点。其中有代表性的是以四大资产管理公司总裁名义发表的研究报告，如2001年11月发表的朱登山、汪兴益、柏士珍、杨凯生联名的报告《中国金融资产管理公司的运作与发展》，在论证了我国资产管理公司产生的合理性和运作的效率性之后，深入探讨了中国不良资产管理和处置的特点。当然，时至今日，人们对此的认识并非完全一致。与四大资产管理公司负责人满腔热情维护其事业的合法性、正当性不同，另一种意见则提出多方质疑，如认为资产管理公司“治理结构低效”、“激励约束机制缺乏”、“市场机制引入不充分”、“法制建设滞后”等，其中许多是被后来实践证明是切中要害的担心之外，也还包含了不同部门利益对看问题视角的影响。最近，理论界有人提出“特殊利益集团”概念，可以在一定程度上帮助我们加深对这一现象的认识。

研究的第二个重点，在继续关注资产管理公司不良资产处置效率的同时，更注重其历史使命。中国信达资产管理公司总裁朱登山2003年12月4日发表的《化解银行不良资产的有效途径》一文中提出：“如果银行自己处理自身的不良资产，既不符合国际惯例，也与信贷基本原则相悖。银行一手发放贷款，一手打折减免，不但会产生事实上歧视优质贷款企业的负面效应，而且还会引发信用危机。”借助外部力量进行体外手术，“这是国有银行不良资产处置的复杂性和艰巨性决定的，也是解决问题的有效途径。国有商业银行不良资产的二次剥离，惟一选择就是商业化剥离和市场化运作。关键是要早下决心，以免贻误解决问题的最佳时机。”在银行不良债权积累到一定程度之后，集中处置是必要的。但是，不能由此得出结论，商业银行（还有中央银行）就一定不能自行处置不良资产。在金融业混业经营取得进展之后，它们也可以通过内设的资产管理

机构处置自身的不良债权。资产管理公司的发展还是要靠专业化优势、规模优势，要扩大其经营产品的覆盖面，建设高效的经营网络。

本课题负责人自 20 世纪 90 年代初，即关注并跟踪银行不良资产的研究。1994 年末，他在中国人民银行召开的“怎样解决企业改革过程中银企债权债务问题”理论讨论会上，提出了自己的意见：“我国的现实情况是，就总体而言借贷资本已经部分转化为职能资本，形成了工商企业的铺底资本甚至不动产。银行债权转为股权，设计并建立全能银行架构，全方位参与社会经济活动，也只是承认客观存在的事实，别无选择。”（《金融时报》，1995 年 1 月 16 日）发表于 1995 年 4 月 27 日《经济参考报》的论文《银行债权转股权要量力而行》，除坚持上述发言的观点外，还对债转股的条件进行了分析论证，提出绩优先转，分步实施的政策建议。同时，对分业经营、分业监管提出不同意见，主张国有商业银行混业经营。1997 年作为课题组负责人承担了财政部“九五”重点课题《企业资产负债结构重组和银行不良债权的消化》，于 1999 年初完成研究报告。在 1999 年 4 月新的政策出台之后，他继续跟踪研究。研究的重点分为两个方面，一是债转股和银行不良资产处置，如作为《投资研究》2002 年第 2 期首篇论文的《关于债转股几个问题的思考》，提出不良债权定价、不良资产管理的制度创新和控制道德风险等问题。二是金融业混业经营、银行股份化问题。

1997 年的亚洲金融危机，催生了我国信达等四家资产管理公司的诞生，从四大国有商业银行和国家开发银行剥离出 14000 亿元不良资产，使这些银行的资产质量从此逐渐提高，大批国有企业也因此解除了债务危机。然而，从国家经济安全全局来看，把银行不良资产由国有商业银行剥离到国有资产管理公司，仿佛由左手转到右手，达摩克利斯之剑依然高悬。资产管理公司的健康运行，不良

资产的有效处置，尤其是政策性剥离的不良资产处置损失得到妥善处理、资产管理公司有了合理结局之后，才意味着这场解除达摩克利斯之剑威胁的战役的胜利结束。

正是由于这种广泛的共识，“资产管理公司运营状况和未来发展方向问题研究”才得以入选 2004 年国家社会科学基金招标课题，我们的申请才由一般项目升格为重点项目获准立项。这使我们倍受鼓舞。在两年的时间里，课题组负责人和大部分成员，把主要精力都集中于调查研究和阶段性成果、最终成果的研究写作上。我们的课题研究工作，不但得到全国哲学社会科学规划办公室的经费支持，而且其规范化的要求，以及对研究进度的督促与指导，都使我们获益匪浅。

二、我们的研究工作

本课题获准立项后，课题组即严格按照申请书预定的研究计划以及课题设计开展研究工作。课题组共召开课题分析和研讨会议 12 次，对研究计划和研究内容进行讨论，重点对本课题涉及的一些重要问题和研究思路进行了深入探讨。在达成共识的基础上，对研究任务进行了分工。

课题组成员除按照分工情况收集各种资料外，课题组还统一组织了两次较大规模的调研活动。2004 年 7 月 9 日至 25 日，课题组 6 位成员到宁夏、甘肃进行了调研，先后在银川、兰州等地访问了当地的各家资产管理公司的下属机构、当地政府资产管理部门和 12 户相关企业。这次调研，课题组深入不良资产处置的第一线，比较全面地了解了金融资产管理公司的机构设置、业务流程、外部环境等运行状况，取得了很多第一手资料。调研结束后，课题组撰写了《推进债务重组，重塑微观基础——关于西北部分地区资产管理公司处置不良债权情况的调查与思考》，发表于《宏观经济研究》

2004年第11期。

2004年11月,课题组赴韩国进行了调研。在韩国期间,课题组与韩国资产管理公社(KAMCO)相关部门和大宇综合机械有限公司进行了充分交流。本次调研准备充分,取得了丰富的成果。经过本次调研,课题组对KAMCO的组织结构、业务构成、不良资产处置手段、演变历史等有了全面的了解,并收集了较多的相关资料。调研结束后,课题组组织了专门的讨论,巩固调研成果,对部分韩文资料进行了翻译,并撰写了论文《借鉴韩国经验,实现资产管理公司持续经营》,发表于《宏观经济研究》2005年第3期。

除以上两次较大规模的调研外,课题组成员还到银监会、人民银行等部门以及江苏省、山西省部分单位进行了调研。

在广泛调研的基础上,课题组和课题组成员共计公开发表论文17篇。其中,多篇论文发表在《宏观经济研究》、《投资研究》、《财贸经济》和《经济要参》等比较有影响的刊物上。发表的论文涉及到了资产管理公司组织结构、发展前景、外部环境等方面。

课题组所有成员按照课题组的研究分工,积极参与了课题组的国内外调查研究,参加课题组的研究讨论活动,较好地完成了各自承担部分的研究任务。在分头撰写最终研究成果的基础上,又汇集成册集中讨论修改。。2006年7月,课题组向全国哲学社会科学规划办公室上报了在青岛市召开的研讨会上讨论修改的第二稿。规划办在组织专家评审后向我们反馈了指导意见,此稿是根据专家意见修改后的第三稿。

三、本书的结构

本书除导论外分为8章,分为三个板块展开论证。第一至第三章为对资产管理公司的总体论述的第一板块,包括第一章资产管理公司建立与发展的相关理论问题,第二章资产管理公司的国际模式

和经验，第三章中国资产管理公司的设立。第四至第六章为分述，属于第二板块。分别从股权类资产、债权类资产方面研究资产管理公司不良资产处置，并进而研究了资产证券化这个不良资产处置的重要方式。第七、第八章为第三板块，又回到总体论述上来。第七章是在前三章分述的基础上，对不良资产处置模式选择与实践深化，进行了总体的归纳分析。第八章政策性亏损处置与资产管理公司转型，是本课题研究的结论与政策性建议。以上关于本书结构的陈述如图1所示。

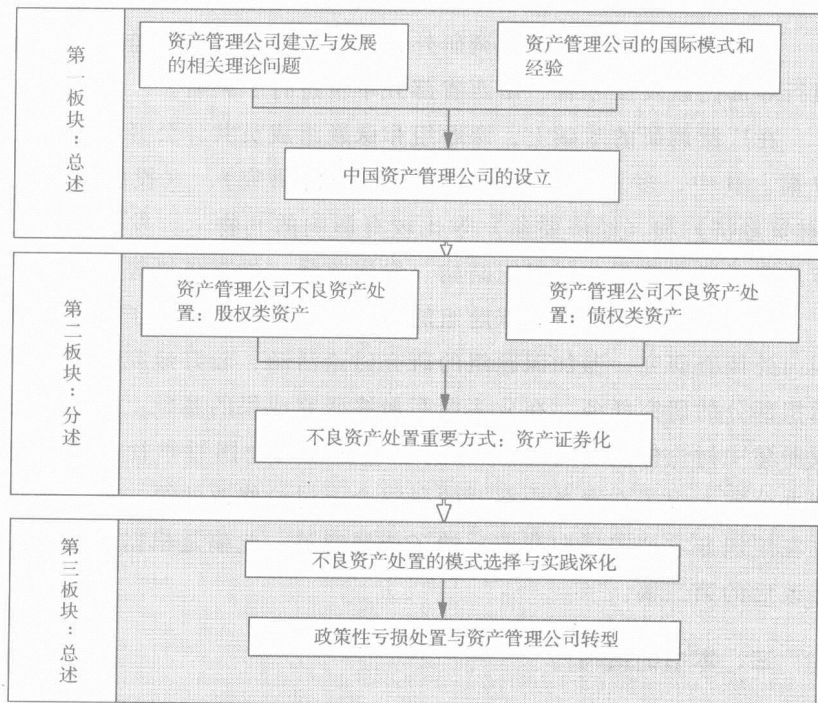


图1 本书的结构示意图

在第一板块中，首先用一章的篇幅论述与本书研究相关的理论问题，以便为进一步展开研究建立一个理论平台。这一章各节的逻辑思路是：由金融中介功能产生金融风险，从而产生了金融风险管理与控制的需要；现代商业银行和金融资产管理公司需要完善的公司治理结构，而健全的公司治理的结构又依托于委托代理关系的有效运行。

金融功能是通过具体的金融交易活动来实现的，一般都由金融机构承担直接或间接的中介功能。商业银行主要业务是通过借入资金或吸收存款进行债务融资，并通过贷款和其他投资活动实现资金融通和资源优化配置。在相对不发达的经济体中，通过商业银行的间接融资成为一种主要的融资方式。由于投资渠道少社会储蓄大部分流向商业银行。同样，由于融资渠道不多，企业运行和发展所需要资金也主要由商业银行提供。融资渠道单一和融资规模的不断扩大，同时也是金融风险的积累，在相应条件下就可能形成较高比例的不良资产。金融风险源于金融不稳定和信息不对称。商业银行不良资产剥离到金融资产管理公司，风险也随之转移。加强对风险的识别、分析、防范和控制，是包括资产管理公司在内的金融机构的一个永恒的主题。

在资产管理公司建立与发展相关的另一部分理论，使公司治理结构和委托代理理论。正如钱颖一教授所界定的，“公司治理结构是一套制度安排，用来支配若干在企业中有重大利害关系的团体，包括投资者、经理、工人之间的关系，并从中实现各自的经济利益。公司治理结构应包括：如何配置和行使控制权；如何监督和评价董事会、经理人员和职工；如何设计和实施激励机制”。在这里，我们重点研究了股权结构与公司治理效率、资本结构与公司治理效率的关系、股东和债权人在公司治理中的作用，以及现代公司治理理论中的利益相关者理论。源于公司治理结构需要的委托代理关

系，是指“如果当事人双方，其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权，则代理关系就随之产生了”。（罗斯，1973）由于存在信息不对称、责任不对等、激励不相容和契约不完全问题，导致了委托代理关系中的利益冲突。资产管理公司在公司治理结构与委托代理方面，都存在严重缺陷，是需要认真加以研究解决的。

第一板块的第二部分是有关资产管理公司的国际模式和经验，这是为研究我国金融资产管理公司提供参照坐标和比较借鉴的。根据国外银行不良资产的成因，我们在此将其分为五种类型，即美国储蓄贷款机构的金融机构自身缺陷造成的，日本的长期经济结构不合理造成的，中东欧等中央计划经济国家由于经济转轨造成的，北欧四国政府经济政策落后于经济周期导致的，以及法国里昂信贷银行单个银行决策失误导致的。在经过对国外金融资产管理公司设立方式和运作机制进行比较之后，又深入探讨了各国处理银行不良资产方案之短长，从而提出了可资借鉴三种选择：一是对银行进行破产和清算，二是政府暂时放松对有问题银行的管制，三是银行重组。从总体上看，我国采用的是第三种途径，即由政府出资成立资产管理公司，采取“好银行—坏银行”分离的银行重组方式。

第三章中国资产管理公司的设立，是正式切入本研究主题的关键部分。由于是从总体上把握研究资产管理公司设立背景、制度设计和运行中问题的，结构上仍纳入第一板块。在关于资产管理公司设立背景的研究中，我们具体分析了东南亚金融危机的提示与警告、我国国有企业的困境和国有商业银行举步维艰的窘况，突出强调了制度性因素和知识经济的冲击。在关于资产管理公司制度设计的研究中，在重点研究了资产管理公司的政策目标、资产管理公司的特点之后，还在介绍资产管理公司对不良资产收购的基础上，重点分析了我国银行不良债权的成因。我们采用了人民银行的调查分析和信达资产管理公司的实证分析。根据在部分地区调查得出的结