

本书介绍的内容充分体现了对破解资产处理难题的具体做法、创新资产处置方式的全面构想，以及对完善资产处理环境的深刻体会，试图将感性经验与理性知识融为一体，以丰富的实际操作向世人展现金融资产管理公司的业务细节。

JINRONG BULIANG ZICHAN CHUZHI GUANJIAN JISHU TANJIU

金融不良资产处置 关键技术探究

郑万春◎著



中国金融出版社

金融不良资产处置 关键技术探究

郑万春 著



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏 童祎薇

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据


金融不良资产处置关键技术探究 (Jinrong Buliang Zichan Chuzhi Guanjian
Jishu Tanjiu) /郑万春著. —北京：中国金融出版社，2008. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4576 - 1

I. 金… II. 郑… III. 金融公司—资产管理—研究 IV. F830. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 188931 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 20.75

字数 339 千

版次 2008 年 1 月第 1 版

印次 2008 年 1 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4576 - 1/F. 4136

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序言（一）

自1999年年底至今，华融、长城、东方、信达四家资产管理公司已经运作了8年多。这期间共处置不良资产1万多亿元，回收现金2000多亿元，到2006年年底，各家资产管理公司均已全部完成国家的考核目标。

尽管目前各界对资产管理公司的运作及取得的成效尚存在一些不同认识和说法，但资产管理公司在防范化解金融风险、促进国有银行改革、支持国有企业改革脱困、推动现代企业制度建设、增强社会信用意识、健全社会经济秩序、促进金融创新、提高金融市场效率、引进国外投资银行运作经验、促进金融业对外开放等方面都做了一系列有效工作是不争的事实。特别是近年来，建设银行、中国银行和工商银行等国有商业银行成功完成股份制改造，引进了战略投资者并公开发行上市，在一定程度上应归功于资产管理公司的成功运作。以工商银行为例，在2005年财务重组过程中，工商银行共向其资产管理公司委托和转让不良资产7050亿元。这固然是工商银行改制的直接成本，但不容讳言的是这也在更深层面上反映了我国国有企业改制的部分成本。这个数字当然不小，但工商银行股票上市后，即使按首日收盘价来计算，国有股收益也达到了6251.86亿元人民币。也就是说，上市带来的国有股权增值已覆盖了改制的绝大部分成本，另一部分成本则通过资产管理公司的商业化收购或接收委托实

际消化了。在工商银行改制过程中，资产管理公司通过处置受让和受托的不良资产，先后至少挽回了1200亿元的不良资产损失。即便再考虑1999年政策性剥离的不良资产，华融公司已经回收现金655亿元（股权和债权回收现金总和），现尚持有535亿元股权余额。改制成本也有望在不久的将来得到弥补。换言之，以工商银行目前的发展能力和利润增长情况来看，几年内就可全部消化因历史和体制原因积累的所有损失。8年来，华融公司还向工商银行足额支付了专项金融债券的利息，为工商银行保证财务运行质量提供了有力支持。因此，现在回首中国金融体制改革的历程，更加坚信党中央、国务院对国有商业银行进行综合改革的决策是十分正确的。

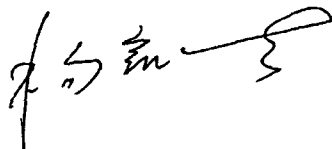
设立资产管理公司以防范和化解银行业的风险，是借鉴国外成功经验在我国进行的一次大胆尝试。国内外金融不良资产管理和处置的实践表明，专业的不良资产收购、管理和处置技术，对加快资产处置进度、提高资产回收率具有至关重要的作用。8年来，资产管理公司学习和借鉴国外先进经验、技术，不断开展业务创新、技术创新和制度创新，逐步完善管理制度，坚持合规经营和市场化运作，探索出了一套符合中国国情的不良资产处置模式，形成了关于不良资产处置的尽职调查、资产定价、资产营销、交易结构设计和 service 创新等多方面的核心技术，充分体现了我国资产管理公司的自主创新能力。其中，特别值得肯定的是，资产管理公司在开发和运用各项专业技术、制定和实施各种操作规程、配置和使用各种专业人才的过程中所体现出来的系统集成能力。这种能力所带来的集成创新体现在不良资产处置工作中，就是在什么时机、以什么价格、针对何种客户、运用何种策

略、确定何种交易结构、采用何种结算方式、协同哪些人力与资源，快速而有效地制订针对不良资产组包、营销、报价、交易等的一整套处置方案的能力。资产管理公司在国际招标、资产信托分层和证券化、利用外资处置不良资产、网上招标采购资产等资产收购和处置活动中表现出的金融创新，不仅仅是简单的交易结构创新、处置方式创新和单项技术创新，更是这些因素综合作用和集成的创新。

资产管理公司在不良资产处置中积累的创新经验、形成的核心竞争力，是进一步推进金融创新的宝贵财富。毋庸置疑，只要有金融交易存在，就会有金融风险。在今后的金融业改革和发展过程中，还会有所谓的问题金融机构和不良资产需要进行专业化处置。总结和探讨资产管理公司8年来的实践经验和创新技术，对进一步提高我国不良资产处置效率和效益，对深化金融改革和推进金融创新，都有着特殊的意义。

郑万春博士亲历了资产管理公司从创建到发展的全过程，参与了华融资产管理公司几乎全部的重大资产处置项目。他结合自己多年的从业经验和工作体会，进行了深入的理论思考，撰写了这本《金融不良资产处置关键技术探究》，着重从技术角度总结归纳了处置不良资产涉及的市场营销、尽职调查、资产定价、交易结构设计以及风险管理等关键的操作环节和技术要点，既有较系统的理论阐述，又有真实的应用案例，从技术操作层面反映了资产管理公司8年来的探索和创新，读者从中可以了解资产管理公司业务运作和不良资产处置的全过程，学习资产处置的关键技术。我认为，对于从事投资银行业务的人员，以及对不良资产处置感兴趣的人而言，这是一本值得一读的好书。

我相信，在我国全面深化金融改革、大力推进金融创新的形势下，资产管理公司未来的发展具有广阔的空间。我期盼着资产管理公司能够抓住机遇，推进改革，稳步转型，尽快步入新的发展阶段。

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters, likely representing the author of the text.

2007年10月7日

序言（二）

8年来，中国资产管理公司积累了丰富的不良资产处置经验，在实践中逐步形成了具有中国本土特色的不良资产处置技术，在尽职调查、资产定价、交易结构设计等方面探索和积累了自己独特的做法。

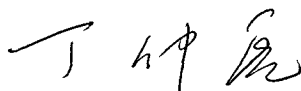
作为中国不良资产处置事业的亲身参与者，作者结合自己的工作实际，专门研究和总结了不良资产处置业务的最新实践成果，围绕“不良资产处置关键技术”这一主题，对中国资产管理公司处置不良资产活动的实践经验尤其是创新做法进行了系统化研究和理论性探讨。书中重点研究和探讨了作者在不良资产处置实践中开发的、适用于国内大型金融机构巨额不良资产收购（代表买方）、处置（代表卖方）的现场与非现场尽职调查系统，确保尽职调查信息采集的完整性、合理性、规范性和可行性；将其在实践中积累总结的专业经验、历史数据与严谨的数学模型有机地结合起来，力求定价结果更接近实际，为建立合理的、科学的资产定价机制奠定了基础；通过完善交易结构中的相关法律适用条款，以减小潜在交易风险，增强交易激励，以更低的成本、更稳定的交易模式促进大规模不良资产的商业化收购；依靠自主创新发展了处置不良资产的业务流程和管理控制模式，形成了基于内部专业分工的纵向一体化处置方式，使处置成本更为降低；通过创造性实践，促进了中国不良资产处置环境建

设,推动了有关涉外债权投资、监管政策等方面的法律法规走向系统化和进一步完善,促使了有关司法解释的出台。有关游戏规则的建立,为吸引民营资本、境外资本发挥各自优势参与中国不良资产市场提供了制度支持,并为债务企业的重组再生创造了制度保障。可见,本书所涉及的一些不良资产处置模式,不仅仅是技术层面的创新运用,而且是制度变革的生动见证。

资产管理公司能够圆满完成国家下达的债权考核任务,离不开这些专业技术、业务手段以及相关制度的支持。以中国华融资产管理公司为例,2002年它通过国际招标引入了国外投资者,并在此基础上形成了组建合资资产管理公司持有不良资产、委托专业机构从事不良资产处置的业务模式。据不完全统计,华融资产管理公司(以下简称华融公司)以这种模式成交的资产包账面金额超过了600亿元,占其全部债权资产的20%。2003年,华融公司又成功设计并发行了华融信托I项目,在国内不良资产证券化法律尚不成熟的条件下,创造性地完成了资产交易,此后,又发行了华融信托II项目和华融信托III项目,累计处置不良资产达800多亿元,提前回收现金60多亿元。此外还根据特殊的客户需求开发设计的以境外出资方式处置不良资产的一系列项目,将超低回收率资产以境外出资的方式实现资产所有权转移,回收现金,并通过提供境内委托处置获得部分委托管理费用。这种模式累计处置的资产账面金额高达500多亿元,对加快低回收率资产的处置进度发挥了巨大推动作用。这些技术和方法,有的是通过业务合作向国际投行学来的,有的是通过研究考察,因地制宜创造设计出来的。实践表明,这些都是适应当时中国不良资产处置市场需要的有效举措。

尽管如此,现有的处置技术还不完善,还需要根据市场发展不断完善和创新。国内外投资者在进入不良资产处置市场时仍然会遇到很多挑战与难题。有人认为资产管理公司主要采用静态的债务重组偿债法处置不良资产,对资金成本和时间价值考虑不多,导致资产包价格分歧较大,影响交易。这实际上就是经常困扰市场的资产定价问题。这有多方面原因:一是缺乏公认的估价理论及方法。我国大规模处置不良资产仅有几年时间,缺乏经验和历史数据积累,且没有成熟的理论可以依循。国内外一些专业人士在不良资产处置实践中创造性地提出了一些估价方法和理论,但尚未被行业普遍接受和采纳。缺乏公认的估价理论和方法,使得对同一不良资产的估价差别较大,从而增大了处置难度。二是不良资产估价制度和规范还不完善。现有的估价标准与规范主要是针对具有正常市场交易、持续经营、有收益的资产制定的,对于具有非正常市场交易、非持续经营,或无收益、较少收益的不良资产估价来说,基本没有明确的制度和规范。现有的估价标准和规范明显不适用于这些特殊资产的估价,中介评估机构在实际操作中缺乏制度支持和规范参照。三是不良资产估价与处置结果偏差较大。资产管理公司处置抵押的实物不良资产时,往往出现实际处置价与评估价相差较大的情况。差异较大的原因包括资产管理公司价值底线不清、信息掌握不全、态度比较保守、中介机构经验不足等。估价误差较大也导致了评估机构信誉缺失。要解决这些难题,最终还需要站在市场角度来看问题,需要在实践中不断丰富经验、摸索规律、改进方法,让不良资产处置技术逐步走向标准化、规范化。当然,这离不开以科学研究的态度对既有做法进行经验分析和理论探究。我很高兴地看到,本书作者对此

进行了有益尝试。尤其是在我国资产管理公司向商业化转型的关键时期，不良资产处置技术已经成为我们无形资产的一个重要构成，对关键技术的提炼、归纳和解析，对增强公司的核心竞争力意义重大，对业界同行也具有一定的借鉴作用，对不良资产处置理论的发展具有一定的指导意义。期待本书对推动我国不良资产处置市场的发展与完善，以及不良资产处置理论的形成起到抛砖引玉的作用。



2007年10月8日

前 言

将不良资产管理与处置活动中涉及的各种规则、制度、方法、程序等可操作性的知识和经验体系，冠之以技术这一笼统称谓，并不是夸大其词，是要强调这一领域的活动所兼具的商业性、科学性和创新性的特征。首先，虽然不良资产管理与处置尚不能称为一门学科，充其量只能说是金融学、投资银行学、商法学等方面的理论与知识在不良资产领域的一种应用，但是，它的科学性是毋庸置疑的。没有资产定价理论的支撑，我们很难发展不良资产估价技术；没有统计学原理作为基础，我们很难实施有效的非现场尽职调查；没有丰富严谨的法律知识作为准则，我们很难设计新的交易规则与交易技巧。如何合理、有效地运用现成的理论、知识或方法解决这一领域面临的问题，使之成为富有科学性、系统性的技术，是不良资产管理与处置活动始终都要面对的挑战。其次，不良资产管理与处置是一项充满商业性的经济活动。我们既可以将与之相关的活动称为业务，也可以称为项目，原因在于它们本质上都是仔细考虑投入产出效益的经济活动。无论是国外资本、国有资本，还是民营资本，它们涉足不良资产领域，最终目标只有一个——利润。即使是我们时常议论的政策性剥离，它也隐含着大的商业利益。1999年四家国有商业银行剥离出1.4万亿元不良资产，时隔7年后，其中三家国有银行已经实现改制上市，由此带来的国有股权

增值已超过2万亿元。针对银行不良资产问题产生的诸多构想、规定、制度，都是为了适应我国当时的经济与金融环境运行、国有银行与国有企业经营的需要。而相关的操作则将人们对商业潜力的认识转变为商业化的产品或价值。再次，不良资产管理与处置活动是在实践中不断丰富、创新和发展的。我们将现有理论与知识投入到不良资产管理与处置实践中，形成各种各样的技术性安排、技术性组合，从而融入整个社会经济系统中。面对不成熟的投资者、不发达的资本市场、不完善的法律体系，要有效化解不良资产导致的金融风险，化潜在的风险为现实的商业机会，需要在更大范围、更深层面、更多细节上量体裁衣、因地制宜地寻找方案。资产管理公司在这方面的专业化运作是有目共睹的。

国内外实践表明，技术对于推动不良资产处置市场的成熟和发展发挥了重要作用。如美国的标准资产管理与处置合同（Standard Asset Management and Disposition Agreement, SAMDA）就是一项颇能说明问题的关键技术。为有效应对规模不断扩大的待处置资产，美国联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）和重组信托公司（Resolution Trust Corporation, RTC）通过签订资产管理协议的方式，聘请私营部门作为承包人来提供服务，管理、回收和处置资产组合。资产管理协议以使净现金流的现值回收最大化为目标，承包人遵守FDIC和RTC的相关规定、政策、程序和指令，FDIC和RTC向承包人支付管理费、处置费和激励费。1989~1993年，FDIC和RTC共与承包人签订105份资产管理协议，处理了账面值超过815亿美元的资产，大大加快了资产处置进度，提高了资产处置效率。再如，日本大型银行在计算企业价值的时候，过于看重抵押品的价值，但民

间投资者包括外国投资者却使用现金流折现法来评估企业价值，资产定价技术的分歧严重制约了日本不良资产处置市场的发展。后来，日本银行于2002年10月公布了对坏账的看法，强调了现金流折现法的重要性；日本金融厅也在检查指导方针中，明确要求大额坏账一定要用现金流折现法来评估。作为关键技术之一的共同评估准则大大促进了日本不良资产市场交易。还有就是我国不良资产证券化。2006年，信达和东方两家资产管理公司相继推出了在银行间债券市场公开发行的不良资产证券化项目。回想3年前，华融公司就推出被称为“准证券化”的信托分层项目，其当时面临的产品设计、监管报批等若干难题是不言而喻的。但显然，只要这一技术和产品被监管部门以正式规范确定下来，完全可以相信，它必将推动中国不良资产处置活动向纵深方向更快速发展。

在不良资产处置过程中，资产管理公司以实现回收最大化为目标，紧密结合资产特点、债务人情况、客户需求等内外部具体情况，不断发展和创造出新的处置方式。资产处置方式日益丰富，这就需要思考一种有效的分类，将这些纷繁复杂的方式简单明了而又全面合理地梳理出来。在有关文件中，财政部将不良资产处置方式划分为债转股、呆账核销、本息清收、债权重组、债权转让、诉讼追偿、破产清偿、计划内破产共八类；人民银行将不良资产处置方式划分为本息清收、债权重组、政策性债转股的股权退出、协议转让、招标采购、破产清偿、诉讼追偿、收购资产经营收入共八类。在本书中，我们将这些处置方式以及资产管理公司在实践中自己总结归纳的范围更广、更细致、更灵活的几十种处置方式，简单地归结为直接处置权益的资产处置方式、转让债权

处置权的资产处置方式、转让派生权益的资产处置方式三大类。其中，直接处置权益的方式包括本息清收、债务更新、折扣变现、资产置换、行使代位权、申请支付令、诉讼追偿、政策性破产、依法破产、实物资产租赁等；转让债权处置权的方式包括拍卖、招标、竞价、协议转让、委托；转让派生权益的方式包括债权转股权、吸收外资合作处置资产、以境外投资方式处置资产以及不良资产信托分层和证券化。应当说，不同处置方式的适用对象不同、法律依据也不同，可谓千差万别。

就单笔不良资产处置而言，最常用的手段无外乎四种：一是与债务人或担保人协议还款。这是目前较为普遍的处置方式，单笔来看似乎速度快、费用低，但成千上万个项目一个个地做，不但费用不低，回收率也难以估计。二是对债务人进行重组。这是救助有重生希望的债务企业的理想模式，但受体制约束，债务企业往往不愿意接受资产管理公司主导的重组。三是诉讼执行。理论上它是一个强有力的手段，但实际上诉讼成本较高，执行难度更无法预料。四是向第三方转让债权。这需要做大量的资产营销工作，而且要辅之以招标、拍卖等有效手段。实践中，我们往往是多管齐下，在既定的时间进度和任务目标下寻找最有效的处置方式。

对于大规模、批量性的资产收购与处置，我们特别强调要做好尽职调查、资产定价和交易结构设计，以准确评估面临的形势，有效把握潜在的风险。尽职调查的主要任务是挖掘不对称信息，将与不良资产相关的信息进行采集、过滤和整合，在整合过程获得尽可能充分、可控、正确的信息，然后把所有信息进行汇总标准化处理，从而获得真实合理的价格。众所周知，没有卖不出去的资产，只有卖不出去的价

格，如何发现真正的价值是关键问题。挖掘不良资产信息要从五个方面着手，即借款人及关联方资料、贷款资料、银行账目、信贷员访谈、实地考察。调查分为非现场调查和现场调查，通过调查掌握不良资产各方面的信息，包括贷款合同信息、借款人信息以及抵押物信息等。抽样样本要考虑重要性原则，要有代表性，抽样方案要满足成本的要求。尽职调查越准确、越可靠，买卖双方对资产价值的判断越趋于一致，越有助于交易成功。

在不良资产定价过程中，资产包组合定价最具综合性。资产包中大部分资产处于停产或半停产状态，而且大多数负债率超过了100%。一般定价方法有四种：净现金流折现法、专家打分法、债务重组法和市场比较法。通常综合运用这四种方法确定资产包的市场价值。在估算资产包价值时，首先采用债务重组技术测算单个企业的毛现金流，考虑一个回收年限，计算每一笔不良资产的价值，汇总形成资产包总的毛现金流，然后扣除管理费用和收购资金的时间价值损失，抽样分析现金回收风险，最后确定资产包价值。在测算不良资产包整体价格的时候，通常还使用专家打分法来确定不良资产处置的回收风险，因为随着时间的推移，不良资产处置的价格会受到影响，不像银行存款或贷款那样稳定。如果是公开招标或拍卖，还要考虑报价策略，确定最大期望收益准则和最小期望损失准则。

不同处置方式会产生不同交易结构。例如通过招标一次买断的交易结构，先由资产管理公司组建资产包，然后招标出售。如果买卖双方无法达成一次买断价格，那就寻求另外一种机制——通过招标成立合作或合资公司的交易结构。这种交易结构同样先由资产管理公司组建资产包，然后招标出

售一部分权益；投资者拥有一部分权益后，双方共同组建项目公司持有债权并处置这个资产包。中国华融资产管理公司第一次和第二次国际招标就采用了这种模式。实施这种交易结构要面向国内外不同的战略投资者，有针对性地设立资产包组合，利用竞争增强人气，按照国际惯例完善资产包要素，准确披露信息，整个交易过程要公平、公正。再退一步，如果投资者与卖方就资产包价值存在严重分歧，或者双方的风险理念差异较大，那么还可以采用信托分层的交易结构，即资产管理公司利用信托工具，将资产包委托给受托人，受托人经资产管理公司把优先受益权转让给投资者，然后受托人再委托服务机构处理不良资产，通过托管银行管理回收现金，最后返还给投资者或资产管理公司。这种交易结构将未来若干笔资产处置收入集中整合为便于投资的受益权，使不具有资产管理专业能力的投资者实现对不良资产的投资。

不良资产处置技术是在经营实战中凝炼而成的。在过去的发展历程中，通过不断探索和积极实践，在资产管理业务方面已经取得了独到的经验和专长。本书介绍的内容充分体现了当前对破解资产处置难题的具体做法、对创新资产处置方式的全面构想，以及对完善资产处置环境的深刻体会。不良资产市场是一个十分专业的市场，管理、技术、人才等因素都发挥着重要作用。没有好的管理平台支持，再精湛的技术也难以彰显；离开一流的专业队伍，再实用的技术也无法发挥作用，就像无源之水、无本之木一样失去生命力。

同银行信贷、股市融资等人们耳熟能详的金融活动相比，通过成立资产管理公司（Asset Management Corporation, AMC）进行不良资产处置活动在中国乃至世界金融史上都是