



No. C1999007

1999-5

## 论银行不良资产剥离和资产管理公司的运作

李俊杰\*

据报道，中国信达资产管理公司于4月20日在北京成立，注册资本为100亿元人民币。信达的主要任务是收购、管理和处置由建设银行剥离的不良资产，以最大限度保全资产，减少损失为主要经营目标。信达的成立，是提高我国银行业运作效率，防范和化解金融风险的重要一步。借此机会，笔者就资产剥离的过程和资产管理公司的运作提出一些初步看法。

成立信达的起因，当然是我国银行业普遍存在的不良资产现象（简称“坏帐”现象）。关于我国银行内坏帐的程度，各界众说纷纭，有不同的判断。根据国家公布的数字，我国的四家国有专业银行大约有近二万亿元坏债，占其贷款总额的25%，其中大约有6%到7%是无法收回的。即使这样的数字也表明这些银行资本金严重不足。国际上对我国银行坏帐的判断则更为悲观，有些对坏帐的估计值甚至高达40%。这些国际上的估计值虽并不见得准确，但它们表现了国际金融市场对我国银行资信能力的判断。

亚洲金融危机表明，如果一个国家的银行普遍存在大量坏帐，就会使得该国的金融系统变得很脆弱，一旦受到某种外部力量的冲击，后果就不堪设想。

### 1. 对我国坏账现状的基本判断

我国各大银行普遍都存在坏帐问题。银行坏帐反映了我国微观经济运作体制中基本的和系统性的弊病：一方面由于种种原因（包括国家指令和行政干预）银行过

---

\* 笔者李俊杰，美国斯坦福大学经济学博士和法律博士，于美国纽约从事证券和银行方面的律师工作多年，现就职于美国纽约的盛信律师事务所（Simpson Thacher & Bartlett）。李俊杰是北京大学中国经济研究中心客座教授。

去在作信贷决策时，没有依据对企业资信、还款能力的判断，信贷行为不是一种商业行为；另一方面，我国经济中的大批企业缺乏活力，其中许多还要靠银行不断“输血”来维持。

在我国，由于银行坏账的普遍性，关闭、兼并购或出售个别银行或许可行，但不可能成为一个具有普遍意义的解决办法。我们真正需要做到的是，在处理不良资产问题的同时，使绝大多数银行恢复活力，并转化为具有现代商业经营行为的银行。

在另一方面，银行坏账造成的损失如何分担在我国不是核心问题。因为在银行无力消化损失的情况下，只有政府有能力承担这种损失，不可能把损失转嫁给银行存户或其他经济单位。而且，过去的政府指令和行政干预是导致银行坏帐的重要原因，由政府承担损失也是合理的。政府承担损失，办法不外乎就是以种种形式向银行注资，以弥补银行资本金不足；这里真正的问题是如何在有限的国家财力下来处理银行坏账。

关于国家财力，也必须看到，我们所要考虑的并不只限于国家当年的财政收入，还包括将来预期的收入和还款能力。银行坏帐是几十年积累下来的问题，不可能、不应该也不需要一下子还清几十年欠下来的帐。只要明确了国家所要承担的义务，国家并不需要马上给钱，给钱也可以是以债券形式（这个办法国家已经采用过）。国家发债，完全可以在到期前只付利息（甚至不付利息，将应有的利息计入本金），本金的支付在到期时也可以通过再融资筹措。这些都是延迟国家支出的办法。只要中国经济继续发展，国家就会越来越有能力承担这笔损失。目前我国国债占国民生产总值不到 20%，再加上这笔国债应该还没有超过可以承受的限度。

在中国处理银行坏帐还面临的一个特殊的问题，是国有企业亏损。过去在政府的指令下，银行往往运用贷款支撑亏损的国有企业，从而导致坏帐。所以现在处理银行坏帐，必须回答如何对待亏损国有企业的问题。

为了在我国银行建立起一套现代的商业化操作模式，防止坏账重现，银行不应再通过“输血”贷款来支撑亏损国有企业。这是因为对于银行来说，从现有的操作模式转换成现代商业化操作模式，任务已经很艰巨，如果再要求它们支撑国有企业，就等于要求它们延续原有的模式，这是和需要建立的新的操作模式格格不入的，而且将来如果出现问题，责任也难以明确。同时，如果银行继续支撑亏损国有企业，势必影响到它们的资信；如果我国进入世贸组织，金融市场对外开放，没有良好的资信，我国银行无法承受这种冲击，更无法在新的国际化市场上竞争。

将不良资产从银行剥离出来成立资产管理公司是有益的做法。首先，这种剥离过程迫使银行认真清理现有资产，从而有助于银行总结过去贷款失误的原因和教

训，进而建立起现代财务制度和商业运作模式。其次，不良资产剥离的过程可以帮助银行从体制上摆脱向亏损企业发放“输血”贷款，避免坏帐问题重现。最后，银行资产情况一旦改善，就更有能力在经济中发挥金融中介的作用，将资金导向有益的投资活动；我国经济要长期稳定地发展，这是必不可少的条件。

## 2. 不良资产剥离的过程

通过剥离不良资产来处理银行坏帐，具体来说可以分为两个步骤，一是清理现有资产，评估资产质量，并将不良资产剥离，二是通过国家注资来弥补银行资产剥离所暴露出来的资本金不足。在第二步中，如果国家注资完全弥补银行的资本金不足，就意味着国家承担了由坏账造成的全部损失；否则，就是国家和银行分担损失。在这两个步骤中，第一步必须一次性彻底完成，因为只有这样才能给银行一个全新的起点，使得银行能够建设发展出商业化的操作模式，避免坏帐问题重现。

一般说来第二步也必须与资产剥离同时完成。这是因为在通常市场经济的条件下，如果银行资本金不足，往往会导致信心危机，发生挤兑现象，造成更大的损失。但是，由于我国居民除银行存款以外其他的投资增值的渠道很有限，银行资本金如在短时期内暂时有些不足，只要程度不很严重，应该不至于发生普遍的挤兑；所以，如果出于国家财力的限制，暂时不完全补上银行的资本金不足，是可以接受的。但是必须看到，这只是权宜之计。一旦金融业对外开放，人民币资本帐户实行自由兑换，我国的银行就会面临巨大的竞争压力，资信会成为居民选择投资渠道所要考虑的一个重要因素；在那时如果银行还没有充足的资本金，后果就会不堪设想。

国家注资弥补银行资本金缺口的手段有两种：或者是将不良资产以市值转让，然后由国家向银行直接注资来弥补资本金缺口；或者是首先由国家向资产管理公司注资，然后由资产管理公司再以面值来购买不良资产，因为资产面值高于其真实价值，这种手段间接地将国家注入资产管理公司的资金转移给银行。后一种方案的一个具体做法是由资产管理公司以期票形式向银行支付，期票额为转让资产的面值。当然这样的期票需要有政府担保，否则它的价值限于债务人的还债能力，也就是限于资产管理公司的注册资金加上剥离资产的真实价值；而大家知道，剥离资产的真实价值远小于其面值。在没有政府担保的情况下，如果简单地把期票额看作它的真实价值反映在银行的资产负债表上，虽然似乎是弥补了银行资本金不足，其实只是财务上的取巧行为。

现在进行资产剥离，进而在国家和银行间分配坏账造成的损失，一个具体的困难是不良资产难以准确估值，所以损失也无法完全确定。如果国家愿意承担不良资产造成的全部损失，办法就很简单，这些资产只要以面值转让就可以了；所必须做的只是具体确认这类需转让的资产（比如象建行那样，按时间段和贷款种类来划

分)。即使国家不愿意承担不良资产造成的全部损失，在操作上也没有无法逾越的障碍：一个办法就是首先尽可能地对不良资产有一个估价，根据这个估价进行转让；然后根据国家和银行间应有的分配比例设计一个公式（比如一个百分比），如果将来资产管理公司处置不良资产所得的收入和现在估价有差异，这种差异可以根据这个预先决定的公式来追加或退还转让价格。

上文谈到，如果国家财力有限，可以在资产剥离后一定时间内逐步弥补银行资本金不足。但这里需要避免的是在这段时间内迫使银行利用自身盈利消化一部分资本金缺口。这种做法会形成银行与国家间就损失分配而进行的一个讨价还价的过程，对银行的行为产生消极的作用。因为如果将来银行有盈利，就很可能被用来补上资本金缺口，并进一步使银行在下一阶段谈判中负担更多的责任。结果是银行虽然会力图避免亏损，但却不会有太大的动机追求盈利最大化。在我国金融市场最终开放前的有限的时间内，如果国家的政策促使银行陷入这样的行为模式，而不是去积极发展追求盈利的商业精神，是不明智的。所以，损失如何在国家和银行间分配，应尽快明确。

另外一个可能的弥补资本金不足的办法是由银行发放附属债券；所谓附属债券，是指这种债券的债权在还款和清算上附属于银行存款和一般债权人所拥有的债权。因为这种附属关系，从银行的存户和一般债权人的观点来看，这样的债务有点类似资本金，增强了银行的支付能力；在国外，这样的债务在一定情况下会被计入银行资本金。当然，这种附属债券如果由国家担保，与国家直接发的债券并没有太大的不同；但如果没有国家担保，这样的附属债券是否有市场还需要进一步研究。

### 3. 资产管理公司的任务、指导思想和运作模式

这次成立的信达资产管理公司，和 80 年代末美国为了处理储蓄与贷款协会（Saving & Loan Association，简称“S&L”）的问题成立的重建信托公司（Resolution Trust Corporation，简称“RTC”）有许多类似之处。在美国，如果一个 S&L 破产，RTC 就会把它接收下来，支付由政府担保的存款，然后将其资产出售。RTC 的做法是在不充斥市场的条件下，尽可能地迅速出售资产。往往在几个月内（很少超过三年）将资产全部售出。

RTC 的这种做法基于它对政府的职能和行为模式的判断。首先，RTC 认为，它作为政府机构，不具备从事商业和金融操作、管理资产的专长，也没有这方面的足够人才。其次，政府机构的行为模式并不适于追求盈利最大化。再次，政府机构参与经济活动，还可能造成对市场行为的扭曲。RTC 当时拥有大量的房地产和房地产贷款债权；RTC 认识到，它如果拖延处理这些资产，这些资产最后如何处理，必将成为房地产业的一大不确定因素和风险，对新的投入以及其他经济活动会产生不

利影响。所以 RTC 决定让这些资产尽快回到市场运作中去，通过市场来有效地配置。

应该认识到，中国的情况和美国在这方面有几个基本不同。首先，目前我国非国有经济的力量还很薄弱，大规模出售不良资产缺乏足够的国内市场，而在这方面对于国际市场全面开放也会有一个过程。其次，我国银行坏帐大量的是向亏损企业的贷款，而美国当时的不良资产主要是房地产贷款；比起房地产贷款来，企业贷款本来就较难估值，再加上这些企业贷款中许多记录不全，债务人资产界定不明，估值会更难。由于这些原因，资产管理公司处置资产可能会需要较长的一段时间。

但是即便这样，我们也应该认识到，RTC 关于政府机构的职能和行为模式的判断在很大程度上也适用于我国。我们不应把帮助亏损国有企业扭亏为盈，从而使不良资产增值看作是资产管理公司的主要任务。企业扭亏为盈的任务我国以前也不是没尝试过，但效果如何众所周知；如果把它作为主要目的，引起的行为导向也许会造成更大的损失。一个更切合实际的指导思想是把资产管理公司看作一个暂时的过渡性的机构，追偿债务，等待时机和市场条件，寻找买主，尽快处置不良资产。这样做虽然或许会失去一些资产增值或减少损失的机会，但因为政府并没有能力进行商业操作，硬要去试图使资产增值，失误的可能性更大，反而可能会进一步增加损失，同时还会引起资源闲置以及市场行为的扭曲。

对于资产管理公司拥有债权的亏损企业，如果资产剥离后它们一下子失去了任何融资渠道，连流动资金也借不到，就有可能逼死一些尚有希望的企业，增加损失。这些企业需要融资，还不得不靠银行；但如上文所述，又不应该迫使银行作“输血”贷款。所以，一个办法就可以考虑将资产管理公司现有的债权转为股权或附属债权，从而在还款和清算上给予新的银行贷款优先。这样一来，银行在作新的贷款时，就只需要分析企业的营运利润，排除企业现有的债务负担；在此基础上，银行也许有可能根据资信向这些企业贷款。对于各具体企业是否应进行这种转化，则当然要看它能否帮助现有的债权保值增值。另一方面，如果将现有的债权转为股权或附属债权，还无法帮助企业得到贷款，那就意味着即使排除现有的债务负担，企业本身的商业运作也无法承担新的债务；这样的企业除非国家或地方政府愿意出资维持，出路就很有限了。

毋庸讳言，资产管理公司成功的一个基本条件是钱。资产管理公司如以面值向银行购买不良资产，必须靠国家弥补这个缺口。对于信达来说，弥补 2000 亿不良资产造成的损失，100 亿似乎是远远不够的。在这点上，国家需要有足够的决心；没有资金，资产管理公司难以成功。

资产管理公司成功的另一个基本条件是人才。资产管理公司需要专业人才来估

量、管理和处置资产，也需要专业人才来分析是否应该将现有的债权转为股权或附属债权。而且，为了使得这些人才可以充分发挥作用，资产管理公司还必须有一个良好的体制。资产管理公司全新创建，正是为在组织用人制度上的尝试提供了一个良好的条件。

在如何吸引和利用专业人才方面，美国的 RTC 也有一些值得借鉴的做法。RTC 依靠了一批专业投资公司通过承包来估量、管理乃至最后处置资产。RTC 设计了一套标准承包协议来规定和这些承包商间的权利义务关系；出于内部控制的考虑，除了就每个协议填入相应的价格变量外，RTC 很少改动承包协议的其他条款。根据这个标准承包协议，承包商有相当大的权力来管理和处置归其管理的资产。资产在划归承包商管理前，会有一个初步定价。承包商每月获取管理费，用以补偿它的日常费用。资产出售后，承包商又可以在出售收入中得到一定百分比的处置费；这个百分比会随着出售金额占初步定值比例的增加而增加，其目的是避免承包商为了马上得到收入将资产过分折价。为了准确反映资产积压的成本，承包商的收入会和尚未处置的资产量挂钩；同时，为了鼓励尽快出售资产，承包商如在一年内出售资产，可在处置费上再加 20% 的奖励金；如在两年内出售，则加 10%。另一方面，在处置费和奖励金中，RTC 可以留存 15%，直到所有资产全部售出，RTC 才将这笔留存的金额退还给承包商；如在协议到期时（一般是三年）资产没有全部售出，留存的金额则归 RTC 所有。这样安排是为了防止承包商在处置了大部分资产后，将剩余的较难处置的资产置之不理。标准承包协议中还详细规定资产出售必须遵循的程序，以防止舞弊行为。可以看到，这个标准承包协议是经过精心设计的，通过各种机制来制约承包商，并调动这些承包商的积极性来为 RTC 而用。我们的资产管理公司也可以考虑通过这种承包的方法吸引专业人才。

RTC 在利用专家才能方面的另一个创新是与专业的投资公司成立合营实体，双方共同向合营体注资。合营体还可以通过举债进一步融资，然后用注入的资金和举债所得向 RTC 购买不良资产。该专业公司会负责合营体的日常运作以及资产的管理和处置，RTC 不作干预。合营体出售资产所得收入首先用于还债，剩余的则在 RTC 和专业公司间按预先设定的比例分配。这样的合营形式一方面考虑到政府机构的局限性，使 RTC 摆托了资产管理和处置上的细节操作，另一方面引入了专业公司来负责资产的管理和处置，并通过适当分利来调动其积极性，有助于最大限度保全资产，减少损失。我国的资产管理公司在运作中也可以考虑适当尝试这种形式。

#### 4. 资产处置的模式

不良资产的处置首先必须解决一个观念上的问题。鉴于不良贷款回收的概率和能回收来的数额，对它们的定价很可能远小于其面值；如果以这种价格出售资产，是否存在国有资产流失呢？笔者认为没有，因为这种价格反映了资产的真实价值；

要说流失，国有资产早在以前就流失了，只是银行没有在它的帐本上把这些已发生的流失切实的表现出来而已。就好比一百块钱的贷款，如果只能收回来十块钱，这时银行就应该在帐面上记录九十块钱的损失，而从资产价值来说，这笔贷款只能看成是只值十块钱；这以后，如果以十块钱转让债权，是完全合理的。这个问题不明确，一味要求必须以面值出售资产，资产处置就无法进行。

为资产管理公司设计处置不良资产的模式，所要解决的另一个关键问题是如何防止内部工作人员或承包商和买主勾结舞弊，将资产以低于其真实价值的价格出售，使国家受到损失。但是不良资产很难估价，所以难以通过价格来判断交易是否合理；简单地规定一个最低价格公式，也有悖于通过市场机制来定价的原则。

为了解决这个问题，RTC 在进行资产处置时，形成了一套以招标为基础的标准程序。首先，RTC 会准备一套材料来介绍要出售的资产，并说明 RTC 所要求的底价和其他条件；然后，RTC 会邀请潜在的买主参加一个信息会，介绍资产情况和 RTC 提出的初步处置方案；接着，有兴趣的买主会有机会进一步了解资产情况，与 RTC 交换处置设想（比如只购买一部分待出售的资产），并在此基础上作出投标；最后，RTC 会在各投标中作选择，以谋求最大收入。

RTC 的这种标准程序是我国资产管理公司可以学习的地方。在资产真实价值难以确定的情况下，一套完备的程序就极为重要；因为资产管理公司只有依靠良好的程序才能有效地制约自己的工作人员和承包商，防止舞弊行为。与此同时，还必须保证程序的公正性和透明度，杜绝操作中的随意性。资产管理公司的运作，需要国家花费巨额资金，难免众人瞩目；内部的廉洁以及操作的透明性和规范化，是承受和化解社会压力的必要条件。

上文谈到，我国的资产管理公司面临的一个困难是缺乏足够的市场。RTC 在进行资产处置时，也面临了类似的问题：如何较快地出售巨额的资产，但同时又不对市场价格造成太大压力。为此 RTC 运用了各种手段(比如卖方贷款)来吸引潜在的买主。另外，RTC 还认识到，对买方而言，购买不良资产风险很大，因为毕竟在定价时未知量很多，随机性很大。所以，RTC 在处置资产时也较为灵活，如果需处置的资产中有一部分定价太难，风险太大，RTC 会考虑将这部分资产划出，以后再作处理；这一方面是吸引买主，另一方面也是避免这部分资产的风险影响到其余资产的价格。同时，为了减轻买方对风险的顾虑，RTC 愿意通过种种机制来与买方分担风险。比如买方在购买资产后一定时期内（三至五年不等）如果受到损失，RTC 有时会承担其中一定的份额（一般是 80%到 85%）；如果损失超出某个临界值，RTC 会承担超出值中更大的份额（可以高达 95%）。这样的做法既减少了买方的风险，同时又给买方充分的激励。RTC 采用过的另外一个办法是用待处置的资产成立一个公司，RTC 出售大部分股权，但也留一小部分股权，这样就可以既分担一部分风险，

如有盈利也可分享。我国的资产管理公司在出售不良资产时可以考虑尝试采用类似的方法。

现在国内经常谈到的一个处置不良资产的方法是资产证券化。RTC 确实通过资产证券化出售了大量不良资产，为解决美国金融业的问题起到了积极的作用。资产证券化使 RTC 能够从证券市场上获取资金；因为美国的证券市场容量大，流动性强，RTC 可以获得较好的价格。但是应该认识到，在我国运用资产证券化出售不良资产有很大的难度。这有几个原因。首先，我国证券市场容量有限，难以发挥美国证券市场那样的流动性优势；国际证券市场对我国银行不良资产的需求也不容过分乐观。

其次，资产证券化的一个基本要求是能够将这些资产按照风险、金额、还款期限等各方面因素分组打包，使每组中的资产在各方面特征上都基本一致，从而才可能作分析和定价。上文说过，我国银行不良资产中大量是对亏损企业的贷款，这些债权中许多记录不全，债务人产权关系不明，很难衡量风险，如何进行资产分组打包，如何证券化，如何定价，比起 RTC 处置过的住房按揭债权和商用房按揭债权，困难要大得多。况且，能够证券化的资产主要是良性资产；而我国需要处置的却都是不良资产。虽然 RTC 也曾通过证券化来处置逾期的房屋按揭债权，但往往也不得不为这样的证券提供一定程度的政府担保。

最后，债权证券化需要债务追偿上的充分服务，以及这方面配套的法律和操作规范，从而将还款风险限于企业盈利的商业风险，去除企业有钱不还的风险。债权人如果无法有效追账固然使债权失去价值；如果追账没有成熟的规范，需要债权人想方设法，竭尽全力，债权一旦证券化，原来的债权人就会有“道德风险”，不会全力以赴追账，各个证券投资者又只在每项债权中拥有很小的部分，也不可能自己去追账，这样证券就可能变得一文不值。如果没有债务追偿方面的保证，企业即使有钱也可以不还债，甚至有可能将资产无偿转让出去，或者连企业资产如何界定也说不清楚，还款风险就根本无法定量分析，证券化也就无从谈起。

大量不良资产是我国银行业面临的严重问题，必须认真处理以减少和化解由此引起的金融风险。信达资产管理公司的成立，正是在这方面迈出的有益的一步。以上笔者就我国银行不良资产剥离过程以及资产管理公司任务、应有的指导思想和应采取的运作模式，提出了一些粗浅的想法，供读者商榷。需要说明的是，本文虽然结合不良资产剥离谈及了增强我国银行活力的一些必要的外部条件，但并未试图就增强银行活力这一问题本身作出任何判断。