

不良资产证券化的可行性探讨 PDF转换可能丢失图片或格式  
，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/480/2021\\_2022\\_\\_E4\\_B8\\_8D\\_E8\\_89\\_AF\\_E8\\_B5\\_84\\_E4\\_c122\\_480398.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/480/2021_2022__E4_B8_8D_E8_89_AF_E8_B5_84_E4_c122_480398.htm) 资产证券化是金融工程中的一项重要内容，是国外金融行业中日趋流行的一种金融创新，它可以将金融风险分散化，同时，不良资产证券化的解决方案不但加快了不良资产的回收，而且也为呆滞的不良资产创造了流动性。资产管理公司是我国为解决国有银行不良资产而专门设立的金融机构。其成立以来，综合运用债转股，资产出售，债务追偿等各种手段，处置了巨额的不良资产，回收了大量的现金。但是，就长期发展而言，证券化应该成为银行处理不良资产的主导方式。我国已经有资产证券化这方面尝试的例证。2003年初，中国信达资产管理公司和德意志银行签订不良资产境外证券化的协议，开始了离岸不良资产证券化的尝试。该例证券化是面向境外的投资者，在国外设立一个信托，直接向境外发售，本金总额近16亿元。2003年6月，中国华融资产管理公司与中信信托投资公司签订协议，采用信托方式处置32.5亿元不良债权资产。之后，中国工商银行宁波分行与中信证券，中诚信托达成协议，同样采用信托方式处理不良资产证券化26亿元不良债权。2004年3月两会期间，中国人民银行行长周小川在列席全国人大会议时，肯定了中国商业银行将信贷资产证券化的现实可行性。

一、资产证券化概述 资产证券化的典型过程就是发起人将自己拥有的资产出售给特别目的载体（Special Purpose Vehicle），特别目的载体则依靠自己购得的资产组成资产池，以资产池所产生的资金流为基础发行证券。（一）发起人 发起人

是指拥有应收账款等金融债权的实体机构，即原始权益人。

（二）特别目的载体（SPV）SPV是一个以资产证券化为唯一目的的、独立的公司或信托实体。作为有特殊目的的不良资产证券化载体，必须按照证券化市场来设立。它应是一个具备破产隔离功能的实体，法律应规定该证券化公司不得破产或者通过特别的安排，使该公司远离破产的干扰，以保护债券持有人的利益。考虑到我国的特殊环境，作为不良资产证券化关键媒体的SPV，具体可有以下三种设立方式，即特殊目的信托、国有独资SPV和资产管理公司设立子公司SPV。2001年4月，《中华人民共和国信托法》的出台，为特殊目的信托的设立提供了法律依据。具体而言，特殊目的信托就是，原始权益人将证券化资产委托给（需要转移）受托人，成立信托关系，由受托人对证券化资产实施单独记账、单独管理，并以自己的名义充当证券发行人，对外发行代表对证券化资产享有权利的信托受益证书。信托受益凭证是一个新鲜事物，除了《中华人民共和国信托法》，其他关于证券发行与交易的法律法规均无法适用，即其有价证券性质，尚未得到法律的明确认可。当前环境下，信托资金募集方式被限定为私募形式，并且，信托受益权凭证还存在一个致命的弱点，就是缺乏有效的流通方式，只能采用效率较低的柜台交易或者是投资者“一对一”交易。对于国有独资和资产管理公司设立子公司SPV的方式，由于采用的是公司形式，考虑到SPV成本问题，需要政府在政策上进行推动，一方面需要在税收上对SPV免除缴纳所得税和营业税；另一方面需要在证券发行方面予以特批。

（三）资产池 将哪些资产放入资产池中？在具体的操作中，首先要进行彻底地清理，确定贷款

的质量。能够进入证券化贷款组合的应该是那些债权债务关系清楚的贷款，即有明确的债务人，债权人，存在有效的凭证，作为债务人的企业，应该还有能力支付利息。对于那些债权债务关系不明确，或者是贷款质量形态反映失真，以及贷款的空心化，缺乏有效的实物资产相对应的贷款，其出路应该是等待冲销，而不是期待证券化来解决还款问题。SPV采用债权证券化方式处置不良贷款的方式主要有两种：1、把不良贷款的利息收入证券化。SPV购买了不良资产后，每期都会获得债务人的利息支付，这种利息收入相对于本金支付而言是一种较为稳定的收入流，可以将其证券化；2、将不良贷款进行折价后，构成贷款组合进行证券化。在这种方式下，虽然每期债务人的还本付息不稳定，但是由于购入时的折扣较大，所以一方面不良贷款的折扣减小了原来本息支付的波动幅度，另一方面，多余的支付可以转入超额抵押账户为今后的本息支付提供垫付和缓冲。第一种方式比较简单，容易操作，但是它不能解决本金证券化问题；第二种方式在折扣定价和证券设计方面都比较复杂，但是它能够更全面地解决不良资产证券化问题，是目前采用的主要方法。上述两种方式构成资产池中的主要资产。（四）向谁发行--投资者SPV作为发行人，发行资产支持证券权益凭证，优先权益凭证由投资者（包括个人投资者、机构投资者和境外投资者）持有，次级权益凭证由发起人持有。作为一种新型的投资工具，资产支持证券具有较高的信用等级，适合于社保基金、商业银行、保险公司、投资基金等机构投资者参与。在我国，对于个人投资者，社保基金，投资基金，法律和政策都是允许的。但是对于商业银行和保险公司，我国法律不允许，

除非国务院特批，保险公司可以成为资产支持证券的投资者。对于境外投资者，我国法律和政策没有明确的规定。在我国，各种投资基金、养老基金、保险基金已拥有了较大的实力，并且仍在高速发展壮大，不将这些机构投资者纳入资产证券化的市场，则市场是残缺的，并且从宏观来说，也不利于资金的优化配置。

（五）资产证券化的设计者和承销人??

投资银行 投资银行一是作为设计者，对发行机构（发起人）购买的资产，按照期限、利率、种类等方面的相似性，进行分割和组合，并构成各种资产组合，出售给SPV，同时寻求各种手段进行信用增级；二是作为承销人，投资银行向投资者出售其承销的证券，其责任是把经过组合后的资产支撑证券销售给投资者，同时有义务和责任对所有重要信息以及对投资者公开的材料数据进行仔细的审查。在我国，投资银行利润主要来自于证券承销，经纪和自营三大传统业务。在我国特有的国情下，服务于不良资产证券化的投资银行可以分为两类：一类是资产管理公司本身；另一类是证券公司。我国投资银行要积极开拓新型投资业务，参与不良资产证券化，投资银行可以购买金融机构的不良资产，以发起人的身份构造并销售资产支持证券，这样，在资产支持证券的销售中获取的收益扣除购买资产和资产支持证券的所花费成本的余额就构成投资银行的业务利润。

（六）资产池管理者--服务人

服务人是SPV聘请的负责对不良资产组合而成的资产池进行管理的管理者。管理的主要内容是收取、记录不良资产组合中产生的现金流收入，并把全部收入存入SPV事先指定的受托银行的专门账户。受托银行按约定建立专门的积累金账户，以便按时向投资者支付本金和利息。由于发起人比较熟

悉债权人的情况，一般由发起人承担服务人的角色。另外，参与资产证券化的市场主体还包括担保机构，信用评级机构等。

## 二、利用证券化方式处理我国银行不良资产的必要性

从国际上看，不良资产引发的金融危机是灾难性的。东南亚金融危机的主要原因之一，就是其金融机构在泡沫经济时形成的巨额呆帐阻塞了经济大动脉的正常流动，而且东南亚金融危机也表明，如果一个国家的商业银行普遍存在着大量的不良资产，该国的金融系统就十分脆弱，当受到某种外部因素的冲击时，就可能爆发严重的金融危机。就目前而言，不良资产直接影响到商业银行的生存和发展，而且对我国整个金融体系也构成了极大的安全隐患，必须及时加以解决。

### （一）我国目前处理银行不良资产的主要做法及面临的问题

银行不良资产，一般指的是银行不能按时、足额得到利息收入和收回本金的资产。处理不良资产的基本方式可以分为引入资金和不引入资金两种情况。所谓引入资金就是银行外部引入新的资金，将不良资产置换掉，资金来源可以是金融市场或者中央财政。所谓不引入资金，主要是指债转股，银行由贷款的债权人转变为股权所有人，这种办法多用于金融市场不够发达的地区和国家。我国银行不良资产数量巨大，成因也非常复杂，这就决定了单靠一种处理不良资产的方式难以解决问题。因此，在处理不良资产时，应该同时采用两种方法。

我国处理银行不良资产采取的主要做法是借鉴美国的经验，采取重组信托公司模式。我国于1999年4~10年先后成立了中国信达、中国长城、中国东方、中国华融等四家资产管理公司专门负责接手四大国有独资商业银行的不良债权。成立后，它们以原价从四大国有商业银行收购了1.4万亿元不良贷

款，资金来源一是国家开发银行的8200亿元长期专项金融债券；二是中央银行提供的6000亿元再贷款。目前，我国各资产管理公司处理银行不良资产的最主要的方法是债权转股权。在债权转股权时，首先，由政府资产管理公司注入资金，由资产管理公司按市价、面值或折价收购银行的不良资产，即把银行对国有企业的债权转变为资产管理公司对国有企业的债权；其次，资产管理公司选择某些具有发展前景的国有企业，把对该企业的债权转变为该企业的股权，资产管理公司作为该企业的股东参与企业的重大决策；最后，待国有企业经营改善以后，资产管理公司可以转让它持有的股权来回收所投入的资金，或者以每年收取企业盈利的方式来补偿所投入的资金。这种债转股的方式在目前看来，有利于缓和国企债务负担过重状况，而且在国有企业产权关系不够清晰、公司治理结构不够规范的情况下，此法也有助于推动现代企业制度的建立。但是，从长远来看，债转股的缺陷也会不可避免地暴露出来，不宜长期使用。其弊端主要体现在以下几个方面：1、对于国有企业来说，债务约束和股权约束是不同的。国有企业负债后，它必须按期还本付息，债务约束是硬约束；国有企业债转股后，有利润分红无利润则不分红，股权约束是软约束。2、现在由资产管理公司运作债转股，转股后的股份持有在政策上被称作“阶段性持股”，但如果由于资本市场薄弱、重组不到位，或者制度性因素妨碍了股份的出售，“阶段性持股”就会转为“永久性持股”。3、我们还可以看到，目前的债转股实际上是使风险较低的债权转为股权，风险较高的债权留在商业银行内，这对国有银行降低风险可能会出现逆选择或逆淘汰的问题，结果造成银行

整体风险水平升高。4、债转股方法的收益前景也还存在许多未知的因素。在债转股以后，会出现很多问题，比如资产管理公司能否有效地推动该企业治理结构的完善和经营管理的改善，以及企业经营状况稳定以后，资产管理公司能否把股权转让出去而收回奖金等。这些问题如果得不到解决，那么由于企业原来就是国有的，债转股的方法实际上是政府注入资金冲销企业的原有债务，还额外付出了资产管理公司的运行成本。因此，除了继续对部分国有企业实行债转股和方法外，还应该增添新的金融创新的解决方法。从世界各国处理不良资产的实践中可以看到，运用多种手段处理不良资产已经成为大势所趋。而在现今我国处理银行不良资产有效手段不多的时候，研究运用新的金融创新--资产证券化，用来解决不良资产问题无疑是十分必要的。

（二）银行不良资产证券化的优势

不良资产证券化可以提高资产流动性、安全性和效益性，满足机构投资者对固定收入证券投资的需求，促进资本市场深化，它对传统商业银行的影响是巨大的，其经济意义是深远的。具体而言，银行不良资产证券化有下列五个方面的意义。

- 1、增加了资产的流动性。通过资产证券化，对不良资产进行转移、隔离和集中处理，有助于银行进行呆帐调整，使之增加资产流动性，改善经营业绩。
- 2、获得了多种低成本的资金来源。通过将资产转化为得到担保、保险等增级保证的适销证券，银行获得的是一种其他融资方式所不能做到的达到投资级别的资金筹集方式。而且，银行在将资产出售的同时，一般保留贷款继续服务权，从中可获得一定的费用收入，这些都构成了银行资金的重要来源，有助于新的社会资源的开发和优化利用。
- 3、有效利用资本，降

低了风险。资产的出售可使资本得到释放，释放的资本可被再投资于其他更高收益、更低风险的资产，使总体资产的风险暴露程度下降，而且由于证券化使资产流动性提高，并将其面临的资产提前偿付风险向它方转移，同时通过信用增级提高了交易质量，这种过程消减了银行源自资产负债期限和流动性方面的风险。4、引入市场竞争和市场定价机制，提高了资金的配置效率。证券化过程都是在一个竞争的市场中进行操作的，同时也都有相应的外部监督机制。这既能最大限度地减少不良贷款处置过程中的道德风险，又能对国有企业起到一定的监督作用。而且通过将出售资产获得的资金投资于其他资产，金融机构能够有效地分散面临的非系统性风险，并且打破资产组合的地域和行业集中限制，使资金的融通渠道更为畅通，从而有助于资产配置效率的优化。5、能减少解决不良贷款问题的经济成本和社会成本。一方面，通过投资银行、评级机构和担保机构等参与机构发挥各自优势，运用商业银行所不能运用的各种金融工具，运用规模效益，可以降低处理不良贷款的经济成本。另一方面，证券化过程中通过“真实出售”能使银行资产负债结构得到彻底改善，有助于维护公众信心，保持银行体系稳健，降低解决不良贷款问题的社会成本，也减轻了国家财政的潜在负担。（三）就长期而言，证券化应成为银行处理不良资产的主导方式。证券化和债转股是目前处理我国商业银行不良资产时两种可供选择的方法，其方法实施上存在一些相同与相异之处。其中债转股是以国家财政的支持为基础并采用商业手段解决我国银行不良资产的一种现实选择，在短期内具有较好的适用性，是目前主要使用的处置方法。但是，从规范化和市场经



济的长期要求来看，相对于债转股，证券化方式是更为市场化的方法，它的效率更高、成本更低、风险更小，是更有前景的金融创新工具。对银行来说，两种方法都需要对银行债权进行重组，银行账面资产都会缩小，有所损失，但不良资产会减少，资产质量会提高。债转股方式下，银行资金的回流比较慢，需要通过企业历年的红利得到现金回流，而且这一回流是不稳定的；证券化方式下，银行可以立即得到不良资产出售的所得，这对于补充银行的流动资金是很重要的。对企业而言，两者产生的后果会不同，证券化依旧是债务方式，企业仍然受到债务约束，必须定期地还本付息；而债转股使企业债务彻底得到解决，企业受到的是股权约束，股权约束下，红利分配属于软性约束。同时，证券化方式下，企业必须面对各类中介机构和广大的投资者，会更积极、努力地解决债务；而债转股方式下，企业面对的是资产管理公司这一国家性质的股东，其还款（股利分配）的积极性必然较低。对政府而言，证券化过程中，由于市场化的操作和各类中介的介入，政府在其中只起到辅助的作用，甚至不需要参与其中，因此，政府承担的风险是很小的；而债转股方法中，政府付出的是企业的债权，得到的是对企业的股权，政府依然是不良资产的所有权人，承担了所有的剩余风险。相比较而言，债转股使政府承担了更多的风险，效率较低。在企业经营机制不健全、政府用于化解银行不良资产的资金不是很充足等情况下，债转股处理不良资产的有效性也会因此受到影响，需要其他方式的协调，而资产证券化正是一种有效的主导方式，而这种方式的重要性也必将随着市场经济的发展和经济体制的完善而逐步显现起来。

### 三、利用证券化方式

处理我国银行不良资产的现实可能性分析 推行不良资产证券化是一项具体而复杂的系统工程，它需要有具备适合证券化运行的宏观环境和微观基础，以及相应的市场需求状况。我国经过20多年的经济改革，市场体系基本建立、资本市场蓬勃发展，应该说目前已经具备了实施不良资产证券化的基本条件，为实行不良资产证券化提供了可行性保证。具体而言，现阶段推行不良资产证券化的可行性表现在以下几个方面：

（一）市场经济和金融体系的良性发展为实行不良资产证券化打下了坚实的市场基础 从整个宏观市场角度来看，全国逐步形成了以资本为纽带的较为全面和完备的金融市场，资本的流动性与过去相比已经得到极大的提高，国民经济的市场化和金融深化具备了一定的基础。并且，中国具有广阔的内部市场，随着我国工商业的进一步发展以及城镇化建设进程的加快，这必然会增加对资本的需求。随着市场经济的发展，经济货币化、金融化的程度迅速提高，金融资产总额在国民财富中所占的比重逐步提高，而且金融体制改革正在进一步深化中，这为不良资产证券化的开展铺平了道路。不良资产证券化的市场基础已经具备。

（二）开展不良资产证券化的内在条件已经具备 实行不良资产证券化需要一定的内在动因，这包括三方面的市场主体，即出售资产的原始权益者、购买资产并发行证券的中介机构、购买证券的投资者。目前我国这三方面的主体已经存在。

1、不良资产的原始权益者??商业银行为了满足现代企业制度的要求，以自身经营利益为目标，通过各种途径来改善自身的经营条件，提高自身的经营能力，逐步实现自主经营、自负盈亏。为了迎接WTO的挑战，降低运营风险，提高资本充足率，也为了开辟新的

融资渠道，商业银行具有强烈的消除不良贷款和盘活存量资产的动机。2、承接大量银行不良资产的资产管理公司为了减轻负担，迫切需要运用资产证券化这一金融创新工具，以解燃眉之急。3、我国机构投资者发展迅速，国内居民拥有巨额储蓄资金，可以满足结构比较复杂的不良资产证券化市场的需求。从资产证券化本身的性质来看，资产支持证券的信用级别的层次性和程序性将满足种类投资者的需求。而其独立安全的收益、高度的流动性，都将有力地吸引广大投资者。在我国当前居民以银行存款为主要投资渠道的情况下，资产支持证券类证券的高信用、稳定收益将能够为投资者提供更为广阔的投资空间，同时也能够缓解高额储蓄给商业银行带来的付息压力。只要收益和风险的组合设计得当，资产支持证券在国内具有大量的潜在投资者。目前，我国面向国内金融市场的不良资产证券化基本采用了信托模式，即采用私募的方式，虽然与公开发行相比，私募的销售难度很大，但是，就目前而言，销售的情况比较乐观。这说明了不良资产依托的证券产品在我国存在着良好的市场承接。（三）我国政府在政策上对解决不良资产的支持，使不良资产证券化具有可行的基础和方法。纵观各国化解银行不良资产的宝贵经验可以看到，巨额的不良资产一旦演变成为金融体系的普遍问题，单纯依靠民间金融机构自身，是绝对难以化解的。处理银行不良资产至少要涉及到政府、商业银行、企业的决策。由于政府与银行、企业的利益驱动存在质的区别，因而政府的支持对于成功处置不良资产的作用是完全不可替代的。国家成立资产管理公司作为清理不良资产的中介机构，规定其根本任务就是运用包括资产证券化在内的众多手段，以

最快的速度、最大的限度回收不良资产的价值。这使不良资产支撑债券的发行在政策层面上成为可能。（四）国家在相关法律上的日益完善，为实行不良资产证券化提供了良好的环境。《金融资产管理公司条例》的颁布，使金融资产管理公司这一有中国特色的特殊组织机构得以名正言顺地存在和开展业务。同时，资产管理公司还可以享受多种形式的优惠政策，例如，税收优惠政策。再加上新《公司法》的出台，有限责任公司的注册资本起点降低至三万元，公司制SPV设立成本降低，因此，由资产管理公司设立子公司SPV，并依据《中华人民共和国信托法》以信托管理的模式进行资产证券化不失为明智之举。《中华人民共和国信托法》及《资金信托管理办法》等信托法律法规的相继出台，在某种程度上确保了资产证券化过程中风险隔离机制地有效建立，在客观上有力地推动了中国进行资产证券化的进程。在资产证券化交易中引入信托制度，能有效地回避目前资产证券化无明确法律规定的尴尬境地，使资产证券化在中国本土化的实践具有坚实的法律基础。（作者：郅红琴，湖北得伟君尚律师事务所）100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)