

# 经济高质量发展背景下“金融学”案例式教学探析

## ——以特殊资产投资业发展为例

冯江华

(新疆师范大学商学院 新疆乌鲁木齐 830017)

**【摘要】**特殊资产以其对抗经济周期、缓释现金流、可提升投资组合韧性等特点，通常在经济下行周期中会进入高度活跃期，逐渐成为经济周期转换阶段的有效资产配置手段。本文旨在分析经济高质量发展背景下我国特殊资产投资业发展的重要性，探讨如何引入市场化机制构建特殊资产一、二级市场，提高市场资源有效配置和收益最大化。

**【关键词】**金融学；特殊资产；投资；案例

2020年暴发的新冠肺炎疫情使得全球经济面临严重冲击，加速了风险资产暴露。当前，风险暴露窗口期对整个特殊资产行业来说是危机也是机遇。从全球范围来看，在疫情冲击下，信用风险、流动性风险、市场风险的暴露导致价值显著贬低的资产开始增多，越来越多的专业投资者开始关注特殊资产，以期从整体市场价格反弹及标的资产表现改善中获利。<sup>[1]</sup>

### 1 特殊资产投资业起源和发展

20世纪90年代，美国金融市场过高的杠杆水平，导致高收益债券出现大量违约的情况。为了盘活困境资产和违约的高收益债券，美国市场上出现了一类叫做特殊资产投资基金的投资机构，该机构主要专注于困境和违约企业债券的投资，俗称“秃鹫资本”，成为特殊资产投资业发展的开端。所谓特殊资产，其“特殊性”主要体现在：具有十分急迫的变现需求，资产价格明显低于市场价以及具有巨大的升值空间等，与金融机构的不良资产相重合，但在实际操作中存在着很多区别。正因为特殊资产具有十分急迫的变现需求，使得购入者在议价方面处于主动优势；同时，资产处置方也可以通过将持有的特殊资产出售给购入者，主动释放投资红利，从而获得较为充足的流动性。

### 2 我国特殊资产投资业发展现状和制约因素

#### 2.1 发展现状

1999—2000年，为加快推进国有企业股份制改革进程，建立国有企业现代法人治理结构，实整体上市，国务院先后成立华融等四大资产管理公司，对口接收中国工商银行等四大国有商业银行及国家开发银行困境信贷资产组合，接受总额达到1.4万亿元人民币，开启了我国特殊资产投资行业发展之路。2014年前后，为有效应对国际国内经济复杂严峻形势，党中央及时做出经济发展新常态的判断，强调以提高发展质量和效益为中心，推进供给侧结构性改革，实施“三去一降一补”为主的产业发展政策。在这一政策指导下，全国各地和经济领域各行业及时调整发展战略，取得良好开局。但也有不少企业，以钢铁、水泥和房地产等行业为代表，由于调整幅度不明显、不及时，出现产品滞销、价格下跌、经营困难甚至被迫停产关闭的局面；而在金融行业中，由于金融空转带来的风险因素更

为严峻，随之产生一系列非特定的资产类别和投资机会，如特殊状况（Special Situation）、困境证券（Distressed securities）等各类股权和类股权的权益性资产，包括夹层融资和地产投资等。特别是受到2020年爆发的新型冠状病毒疫情影响，使得各类企业因经营困难而产生的困境资产进一步增加，为发展国内特殊资产投资行业提供了新的机遇。

#### 2.2 制约因素

目前，我国特殊资产经营主体仍然以四大资产管理公司和地方资产管理公司为典型代表，在准入资质、业务范围、资金能力、定价和激励机制等方面，已难以适应经济结构调整的需要<sup>[2]</sup>。

一是准入资质。根据国家相关法律和政策规定，受中国银保监会监管的金融企业，其不良资产只能由已取得金融许可证的资产管理公司专门经营；不良资产处置一级市场（10户以上批量处置转让）只能面向特定市场主体进行开放；不良资产处置二级市场（10户以下非批量处置转让）准许社会投资者参与投资，形成四大资产管理公司和地方性资产管理公司垄断不良资产处置转让市场的局面，对期望进入特殊资产投资市场的民营资本或社会投资形成很强的准入壁垒。

二是受理业务范围。在我国金融体系中，资产管理公司经营的不良资产业务既是困境证券的一部分也是特殊状况的一部分。但困境证券、特殊状况的概念与不良资产并不完全重合，甚至已经超出了不良资产的概念范畴，即特殊资产业务可以是资产管理公司经营范围内的不良资产业务（包括10户以上的专营业务和10户以下的可社会经营性业务），也可以是其他类型的困境证券，如上市公司或其他发债主体的不良债券业务；或者是基于特殊事件的权益性投资，如公司重组中的股权性投资。因此从受理业务范围来讲，特殊资产管理的内涵更为全面。

三是资金能力。近年来受经济下行压力的周期性影响，中国银行业、非银行金融机构和金融企业的不良资产总额、不良资产率均出现明显上升趋势，与十年前设立之初相比，四大资产管理公司的资金实力明显下降，且不再享受初创期国家给予的财政资金和政策支持，即使可以通过资本市场暂时获得较低利率的融资，但是其整体的吞吐规模和消纳容量仍然满足不了市场需求。而随着民营经济

和金融市场的不断活跃,以民营资本和社会机构为代表的外部资金进入不良资产处置领域的积极性活跃,动力也很强劲,通过债券和股票形式给四大资产管理公司进行融资,已难以满足大型投资人投资需求,他们更希望直接进入高收益的资产处置环节。

四是定价和激励机制。在现行国有资本管理模式下,四大资产管理公司定价机制受到很多非市场化因素影响和制约,尤其是对于市场上具有一定潜力的底层项目价值发掘不够充分和细致,相比之下,有专业投资能力的社会资本具有通过灵活高效的定价体系获得更具投资价值资产包的机会。特别是在国有体制下,人才的保有、留用和对专业化人员的激励都显得相对不足,直接影响到特殊资产的投资收益。

五是在资产投资与退出效率方面。通过对四大资产管理公司的资产处置效率进行分析和比较,可以看到,由于需要同时处置政策性不良资产和商业化不良资产,四大资产管理公司对于特殊资产的整体处置效率明显受到影响,其中政策性业务占用了将近 1/3 的资产账面价值总规模,且需要优先清理,这势必将占用大量的资源和处置成本。而在处置效果方面,政策性业务的回收率也明显低于商业性资产。

综上所述,特殊资产投资不应囿于以行政方式划分的经营边界,而应该根据实际投资状况引入更为灵活的市场化运作机制。

### 3 经济高质量发展背景下我国特殊资产投资业发展策略

我国特殊资产投资业正处于制度红利释放阶段,有利于投资人和资产管理人进入并快速占领空白市场。同时,特殊资产投资行业在我国尚处于起步阶段,因此在具体操作模式、政策运用、风险控制等方面还需要进一步精细化。

第一,在处置方式上,应当逐步突破不良资产经营牌照管制,允许民间金融机构和民营资本通过“非直接”参与的方式和途径,参与到特殊资产处置“一级市场”交易中,构建特殊资产处置和转让的二级市场,具体如下:  
①加强与不良资产一级市场机构的合作,形成不良资产一级、二级互补市场。②降低门槛,允许民营资本或社会资

本直接参与单一不良资产或低于 10 户的不良资产处置出让和管理业务。③放松管制,允许民营资本参与非银机构特殊资产出让,形成与四大资产管理公司优势互补的投资局面。在这种情况下,金融机构的不良资产既可以转让给四大资产管理公司,也可以转让给地方性资产管理公司;四大资产管理公司可以自行处置不良资产,也可以进行转出处置;互联网金融平台和社会投资者可以选择从资产管理公司手中获取资源,并提供相关服务,包括信息拍卖、中介、转售、评估、催收服务、居间撮合等,也可以直接与银行建立委托代理关系,取得外包业务等<sup>[4]</sup>。

第二,在具体形式上可以通过设立特殊资产基金来运营。从本质上讲,特殊资产投资本是赋予“特殊资产”转让流动性,在“时间”和“空间”两个方面对特殊资产价值进行重新发现和再分配的过程,而在市场化机制中,可以将具有丰富经验和实践能力的高素质团队与投资收益有效地绑定在一起,形成良好的利益一致性<sup>[5]</sup>。参照国外特殊资产投资实践和成功经验,可采取设立特殊资产基金方式来运行。与其他私募股权基金运行机制类似,基金管理人可设立私募基金方式向特定投资人募集资金,并在市场上寻找合适的资产投资标的,利用募得资金进行资产处置和投资后管理,最后通过各种退出手段将投资收益返还给基金投资人。总之,采取市场化的特殊资产基金方式运营,具有获得比四大资产管理公司更好的投资回报率的基础。

应当注意的是,由于当前主要的资产还是集中于银行金融机构和非银行金融机构。非金融机构企业的特殊资产投资机会相对分散,因此绝大多数的投资标的寻找需要建立与各类金融机构的合作关系。与此同时,金融机构不良资产包的出表都要通过资产管理公司作为第一道途径,特殊资产基金还需要以资产管理公司作为通道进行组包。因此,特殊资产基金只有与各金融机构和资产管理公司建立良好的合作关系,才可实现投资收益最大和市场资源最为有效的配置<sup>[6]</sup>。

**作者简介:** 冯江华(1978.12—),男,四川南充人,副教授,博士,研究方向:区域经济。

### 【参考文献】

- [1] 谈鲁麒.银行理财子公司如何破局特殊资产另类投资[J].银行家,2021(5):119-121
- [2] 刘凌波.经济金融新常态对金融资产管理公司的影响及应对策略[J].金融与经济,2014(8):65-67.
- [3] 李晓鸣,彭露嘉.特殊资产经营业务发展趋势研判及应对策略[J].农村金融研究,2013(12):53-55.
- [4] 陈建平.地方版资产管理公司发展探析[J].观察思考,2014(11):20-21.
- [5] 富赛(天津)交易所投资管理有限公司,中国特殊资产基金报告[DB/OL].[http://www.foresight-exchange.com/news.php?id=19&article\\_id=556](http://www.foresight-exchange.com/news.php?id=19&article_id=556),2016-05-04.
- [6] 励雅,黄耀锋,袁哲奇.特殊资产管理行业产业链深度剖析[DB/OL].<http://news.hexun.com/2016-03-22/182886317.html>,2016-03-22.