

频频出现的黑天鹅事件正在逐渐击碎资产投资者的财富梦想
而随之形成的违约和困境资产市场却是一个有待开发的巨大金矿

资产市场 新规则

不良资产前线操作备忘录

姜何◎著



探索不良资产市场的运行轨迹 / 发掘真正存在的问题和机遇
掌握工具，依靠智慧 / 领跑不良资产投资市场新时代

中信出版集团

资产市场新规则

不良资产前线操作备忘录

姜何◎著



中信出版集团

目录

[封面](#)

[致谢](#)

[序](#)

[前言](#)

[第一章 中国不良资产市场的焦虑](#)

[第一节 历史的尘埃](#)

[第二节 不良资产的供给来源](#)

[第三节 模糊的定义与显著特征](#)

[第四节 深度思考不良资产](#)

[第五节 不良资产市场的参与者](#)

[第二章 资产卖出方](#)

[第一节 资产出让方的“内伤”](#)

[第二节 关于转让处置的思考](#)

[第三节 利用第三方估值体系推动转让](#)

[第四节 股权价值评估](#)

[第三章 资产买受人](#)

[第一节 失控](#)

[第二节 买受人的几个主要误区及对应方案](#)

第三节 加入协作链条，建立利益机制

第四节 区块链技术在不良资产行业的实践思考

第五节 处置方式的组合

第四章 特殊机会基金的策划与管理

第一节 起源与市场背景

第二节 典型特殊机会基金

第三节 特殊机会基金的设立

第四节 特殊机会基金的投资

第五节 特殊机会基金的精细化管理

第五章 场外投资者的态度与投资行为

第一节 理解资产市场的投资行为

第二节 分析资产价格变化的因素

第三节 交易对手

第四节 以退出思考谨慎买进

第五节 资产市场趋势的形成

附录

封面

频频出现的黑天鹅事件正在逐渐击碎资产投资者的财富梦想
而随之形成的违约和困境资产市场却是一个有待开发的巨大金矿

资产市场 新规则

不良资产前线操作备忘录

姜 何◎著



探索不良资产市场的运行轨迹 / 发掘真正存在的问题和机遇
掌握工具，依靠智慧 / 领跑不良资产投资市场新时代

中信出版集团

致谢

感谢那些给我制造了困境的人，让我对契约、责任、勇气、潜力、谨慎、冷静、志气、原则、风险、担当、努力等曾经司空见惯的词语有了新的认识。

感谢公司股东们的开放与信任。

感谢我的事业伙伴，让我始终保持冷静和独立的思考，虽然时有争执，却形成了独特的效率，这是信任的结果，体现了信任的重要性。而在过去的若干年中，这一点被我严重地忽略了。

感谢唐毓君小姐，她是我上一本书的读者，也是一位勤奋而努力的律师，她主动承担起了本书烦琐的文字整理工作。

特别感谢我上本书的合著者鹤藏先生，专程从西藏回京帮我校对和梳理书稿。

序

曾经一度被投资者广泛追捧的上市公司突然陷入了财务困境，曾经规模庞大的财富公司突然坍塌……近年来，频频出现的黑天鹅事件正在逐渐击破本已信心减弱的中国资产投资者的财富梦想，一场场缺乏道德底线、毫无规则可言的投资游戏，在一瞬间就将无数投资者送上了投资市场的祭坛。

地球的另一端，华尔街的气氛依旧阴雨绵绵。然而，全球最大的资产管理公司之一——橡树资本在2016年仍然实现了不俗的业绩：总营业收入11.26亿美元，同比增长457.56%；实现净利润1.95亿美元，同比上升172.89%。自成立以来，橡树资本的年化总回报率达到23%，而年化净收益率也拿到17%，其投资及回本的速度非常快——平均4~4.5年能够收回本金，6.5~7年可以收回全部投资收益。有人可能要问了，橡树资本在做什么？

专注违约及困境资产，是橡树资本核心管理人霍华德·马克斯(Howard Marks)的主要投资思想。

再看中国，违约和困境资产也是一个有待开发的巨大金矿。包括商业银行的违约金融债权及民间金融机构近年来形成的非金融类债权，在中国，其总量远超过20万亿元。

没错，这是一个充满诱惑并激情四射的“矿区”，只是还没有让中国的民间投资者获得足够的“采矿许可证”。然而，这并不妨碍越来越多的敢于冒险的先行者们蠢蠢欲动，他们带着轻便的行李和装满现金的手提箱，从四面八方涌来，信念只有一个：抢占先机。

而人潮汹涌之中，智者在振臂高呼：请慢一点儿啊，准备好你的工具！

是的，机会稍纵即逝，投资者需要做的，只是比别人先行一步；在海量资讯、真假难辨的不良资产市场中，激情会渐渐衰退，支撑你坚持下去的，唯有与众不同的思想和精密打造的专用工具。

的确，不良资产市场充满激情、理智与梦想，但它也是一个被风险、阴暗纷繁笼罩的小众市场。领军这个时代的主角，其统一特征是：充满智慧、精于技巧、富有责任、拥有非凡的洞悉力。

主角们以其独特的投资思想、全新的金融工具和无懈可击的经营策略，驾驶着风险管理的采矿车，穿梭在一座座陷落的“特色经济”的“废墟”当中，通过敏锐的观察，透过一丝丝易被人所忽略的

蛛丝马迹找寻“矿脉”，定位、打井、深挖，最终获得一个又一个资产宝藏。

这个漫长而孤独的探索过程虽然笼罩在极端不确定的浓浓“迷雾”之中，但聚集了无穷能量的“财富灯塔”正在远方闪亮，为他们提供着在寒夜中前行的超级动力。我想，这可能就是姜何先生最早将这本书的书名定为“消极中寻找积极”的主要想法。

作为中国第一家民营上市公司高管，我在20世纪90年代就进入了资本市场。担任四川现代民间金融研究院院长以来，我们组织举办了数十场“民间金融研讨会”和“新金融培训班”，加上我的《借贷》系列丛书的普及，使得我们在全中国结识了上万金融从业者，其中还包括无数的知名民间金融机构。十年下来，依然在市场当中活跃的不过三成，大浪淘沙，很多曾经的辉煌都已沉寂下去，而依然活跃的机构也面临着一致的困惑：

- 资产管理未来的方向在哪里？
- 新的机会点在哪里？
- 怎样形成差异化经营？
- 如何找到更有效的投资策略？

姜何先生不仅是我多年的好兄弟、好朋友，更是一位出色的资产管理人。他的这本书虽然围绕的是不良资产的管理、定价、交易、投后退出以及基金设立等环节，但正所谓大道相通，此间许多内容同样适用于企业债券和股权投资市场。在我看来，全书言简意赅，且有大量实践案例，相信定会给读者带来很多积极的启发。

而对于阴霾浓郁的资产市场，我想对其中的参与者们说：

中国聚集了超乎想象的资产宝藏；

资产处置投行化时代已经开启；

先行者依靠智慧和规则必将再次领跑时代；

工具和思想，

是进入宝藏的最佳采矿证……

《借贷》系列小说作者

资本之鹰（吕志刚）

前言

中国的不良资产市场究竟有多大？

中国银行业监督管理委员会公布的数据是，截至2017年3季度，商业银行不良资产总额约为1.55万亿元。如果加上商业银行通过卖断出表以及信贷展期等形式存在的标准化不良资产的话，据业界估计，不低于10万亿元。如果再加上影子银行（包括银行理财、68家信托、近100家券商以及公募资管）、债券市场（包括利率债以及信用债）和民间金融机构的非标准化不良资产规模，总存量预计超过20万亿元。

近几年来，由于投资者对经济发展趋势的错误解读、金融市场进入门槛降低、新兴金融机构商业模式的粗糙，再加上严重违背经济规律的假设，导致我们目之所及的违约及不良资产只是冰山的一角，而伴随着更多潜在风险以及违约信贷，其共同形成的不良资产数量总和，则是一个无人能概览全貌的巨大市场。

尽管难以精确计算，但如果从历史成因上追溯，这个数字的庞大是毋庸置疑的。这是一个历经数十年形成的市场。优质资产、有瑕疵资产以及完全消失的资产混杂在一个巨型经济体中，吸引着大量的“淘金者”从各个角落涌出，纷纷扑向这个充满挑战和激烈竞争的市场。10

年来，伴随着一系列泡沫的出现，中国金融市场中资本的真实盈利性，可能越发让保守的投资者心生疑虑：

- 一级市场的下行周期还能带来二级市场超高的市盈率吗？
- 资产价格的波动合理吗？
- 频频触发的道德风险能够通过不断完善的法律手段加以遏制吗？
- 在以上因素的推动下，包括主流金融机构都在做的事情全部都正确吗？

面对这些问题和现象，我们希望读者不仅回顾过去的不良资产所带来的事业机会，同时也能对正在形成的不良资产有所警惕和思考。

所有人，包括许多地方管理机构，都希望在极短的时间中，把面临的问题合理化解或完成对其进行改良的快速修正计划。但事实证明，这只是个不科学也不符合经济规律的美好愿望而已。市场的参与者可能要做好这样的思想准备——在这个市场中的耕耘、研究、改善、整合，需要极其漫长的时间。

金融市场不同于其他市场，这是一个依靠信用和信心支撑的市场，也是一个对风险进行管理的市场。硬币皆有两面，而金融市场中的基本事实更是证明了这个道理：正因为需要对风险进行防范，所以才更不能否认风险会有触发的可能。

客观来说，80%以上的大型金融机构都会遇上信贷违约或其他因素所导致的违约风险，而这样的风险也必将波及数量庞大的金融从业者以及市场参与者。因此，对违约市场进行相对成体系的认知，是可能会受此类风险波及的用户群的迫切需求。

然而，获取对不良资产市场认知的途径却屈指可数。截至目前，尽管网络上时有好的文章、观点、案例，但都相对碎片化，难以形成体系；而法律书籍中的讲解则过于晦涩、专业、理论化，让新加入这个市场或对该市场有兴趣的投资者即使通读，仍会有一种“管中窥豹”的不全面感。现在在国内，还没有一本相对系统、全面的书，对违约市场以及不良资产市场进行正式介绍。

本书尽可能避开对法律法规的冗繁陈述，从投资者和经营者的角度出发，重点探讨以下内容。

- 投资者将基于什么理论指导介入这个市场？
- 不良资产买入者介入市场的最佳时机是什么时候？
- 从生意的角度而言，资产管理公司的经营模式是什么？投资者的投资模式又是什么？
- 不良资产持有人如何能够设计出一个合理的激励机制，让合作者均能找到积极的参与空间？

- 资产管理公司的业务系统、评估系统、风险管理系统以及投资决策系统如何建设？

- 在不良资产处置的整个业务链条中，各参与者对于其他参与者多数是交易对手关系，如何形成一个高效率的共益机制？

思考逻辑

本书力求尽可能地务实。以实践应用为主旨，以化繁作简为途径，帮助经营者和投资者建立一个完整的思考逻辑。正如我在之前的一本小册子《路演》中所强调的：先明确自己最后希望达到的目标，然后再思考如何利用自身的优势去实现目标。一个人、一个机构皆是如此。我们的时间有限，我们的精力有限，我们的优势也有限，只有清晰定位并明确“终点”所在，我们才有可能把“优势”最大化地发挥，从而在一个机会庞大的市场中寻求获得机会。

新进不良市场的参与者对于下一步将要形成的经营行为以及投资行为，对于即将制定的可以量化的决策和可实施的方案是如何思考成型的？对此，本书的叙述逻辑是，以正确的思考步骤作为线索，先探讨不良资产市场将以什么轨迹运行，在此基础上对市场参与模式做出定义，进而发掘出市场真正存在的问题以及机会，研究解决工具和解决方案，从而注入自身的优势，并对当下的行动做出判断和决定。

这是一个“科学决策”的形成过程。

角度

在业务实践的过程中，我们发现资产的出让者、资产的买入者、市场的投资者，都在以自己的角度和眼光看待问题。资产的买入者通常关心如何买入价值低估的资产获利，而不良资产的卖出者（以商业银行为典型代表）则更关心如何在最大限度上满足监管需求，如何综合地完成业绩指标。因此，不良资产的持有人要在腾出规模、卖断处置、财务报表的调整、委托外部清收等多个选项当中做各种权衡与考量；资产的买受人要在资产的流动性、资产的稳定性、处置方案和资产的估值方面思考良多；不良资产的资产服务机构则要在投资期限、投资风险以及回报率等因素上反复思量……

不良资产行业链条长、环节多，参与的各方思考的角度、方式并不在同一频率，也无法置身于同频道的环境中，这直接导致了整个行业链条沟通效率低下，沟通成本过高。于是会产生的极大可能就是：谈判与讨论的基本点一开始就是错误的。因此，本书的另外一个目的，在于促成参与各方的换位思考。让大家多了解对方，从而在业务实践中搭建有效的沟通桥梁。

少数成功投资者

我们在市场中对数百位参与者进行了问卷调查，结合实践过程中形成的经验，可以得出的结论是：不良资产处置与管理是一个操作难度远

远超过其他投资市场的专业领域。

在这个领域中，我们可以将投资者（包括机构与个人）进行一个普遍的分类。

65%的参与者属于初级投资者。他们在投资市场的决策来自已经学习到的知识，加上基于知识和自身因素形成的技能。但他们的成功率并不高。

22%的投资者，其投资行为来自模仿其他投资者的行为模式。很显然，他们通常是市场中的失败者，因为他们忽略了一个关键要素，那就是“时机”。

11%的市场参与者重点研究规矩（投资系统和投资模式）。在操作层面上，对信息获取、估值定价、法律运用等方面建立研究体系；在后台管理上，对风险识别、控制和管理能力做持续建设。对外部建设精细化的作业体系和制定合作者之间的规则，完善各方满意的激励机制和分配机制，这是市场中生存下来的投资者的典型特征。

我们发现，仅有不到2%的投资者可以被称为出色。他们在规矩、规则的基础上，再花精力研究行业规律、政策、法规、宏观经济等关键指标，使之成为其投资思想的基因。而这其中，最杰出的投资者一定是再注入了两个关键要素：时机和头寸。

规律、规则和规矩，能让投资者获得行动的绝对优势。不过，对买卖时机的把握、头寸的调整以及资产与时间的配置，才是最后能够带来丰厚回报的要素。

所以，本书后面两个章节基于对投资者调研的结果进行总结。我们放弃了大量介绍行业与基础知识的想法，而把内容的关注点集中在探讨市场规律的过去、现在和将来上，同时更多地探讨模式和系统的建设，涵盖投资者也包括经营者，部分内容则基于我们观察到的一些成功的合作模式，介绍其关键成功因素。当然，这一切都需要理论的支撑。

不良资产行业展望

从政策制度环境的方面来看，从《关于市场化银行债权转股权的指导意见》的政策出台，到李克强总理首次提出通过债转股降低企业杠杆率，再到2016年的500亿元不良资产证券化试点正式开启，都体现了政府持续完善相关制度，鼓励市场参与，鼓励处置方式创新的明确态度，这对不良资产市场正是一个明确且积极的信号。

从投资周期的角度看，不良资产行业平均收益率达15%~20%，远高于一般市场。经济下行时，不良资产的供给增加，这可能是不良资产投资的一个适当建仓期：随着经济复苏，资产估值上升，投资人获取跨周期资产的溢价收益，这是不良资产投资的最基本的逻辑。

从投资行为的特征上看，一方面，不良资产投资具有跨周期的长期属性；另一方面，在当前金融机构不良资产快速增加和投资市场“资产荒”加剧的大环境下，参与不良资产投资，有利于缓解资金配置压力，能够使社会资本利用更多金融工具更好地服务实体经济，同时满足机构投资者获取高风险、高收益的资产配置需要。

通常，普通投资者可以通过不良资产证券化产品投资、不良资产私募股权基金、入股小型资产管理公司等形式参与不良资产市场投资。而对于机构投资者，特别是有相关金融牌照的投资机构来说，可以探索资产支持计划、债转股的相关业务，发起以不良贷款、非金融机构不良资产以及企业应收账款坏账为基础资产的资产支持计划，活跃资产支持计划业务，或者直接收购不良资产包进行处置。

但是，上述投资行为均需具备不良资产处置全流程的业务能力。无论是通过直接还是间接路径，正确选择专业的中介服务机构、投资顾问或投资管理人都是成功的关键，而如何对其评价与选择，我们也会在本书中做详细的介绍。

时间与空间

不良资产行业中的两个关键词，一是“时间”，二是“空间”。

时间是最宝贵的财富。资产处置，本质上也是时间换空间的过程。一个相对较短的投资周期对于有成本的资金来说就会形成盈利，而对于