



周礼耀：找准资管公司新坐标

推进创新发展、均衡发展、和谐发展 不断优化不良资产并购重组模式

□本报记者 费杨生 陈莹莹



本报记者 车亮 摄

周礼耀 1960年12月生，上海市人，复旦大学经济学硕士，高级经济师，现任中国长城资产管理股份有限公司党委委员、执行董事、副总裁。拥有近40年国有银行、资产管理以及投资投行等方面的工作经验。先后主持重组并设立了包括银行、保险、信托、置业、交易所等在内的多家平台公司，主导实施了以ST超日、中国铁物、科迪乳业为代表的 一批重大项目，创新发展了不良资产并购重组的理论及实践。公开发表学术论文数十篇。

找准资管公司新坐标

中国证券报：金融资产管理公司应有怎样的新定位？

周礼耀：党的十九大是在全面建成小康社会社会决胜阶段、中国特色社会主义进入新时代的关键时期召开的一次十分重要的大会，是一次不忘初心、牢记使命、高举旗帜、团结奋进的大会。作为以化解金融风险、提升资产价值、服务经济发展为使命的中央金融企业，资管公司要切实把握未来社会经济发展的脉络，重新审视、认真研究并确定新时代下新的历史坐标和历史方位，寻找资管公司的存在价值和存在方式，尽快融入到新时代社会主义市场经济发展的大潮中去。简而言之，就是迈向新时代，把握新常态，找准新坐标，确定新方位。

以“三个发展”——创新发展、均衡发展、和谐发展为目标。通过创新发展推动产业转型升级，通过均衡发展补齐经济发展中的短板，通过和谐发展解决经济领域的不可持续问题，从而加快经济结构调整和升级，构筑新时代中国经济发展的内生动力。而每一种发展要求下都有资管公司可以施展的舞台。

首先，发挥主业优势服务创新发展。作为创新驱动发展战略的实施载体，创新型企业的发展没有可模仿的成功路径，成长过程充满诸多不确定性；受市场环境、资金、人才、管理等方面的综合影响，在宏观经济周期和企业生命周期的交互作用下，生产经营容易陷入困境，进而产生风险。作为应对经济周期波动实施调控的重要工具，资管公司在化解创新型企业风险方面具有天然优势。其可发挥债务重组的独特功能，采取不良资产收购、非金收购等方式降低企业财务负担、优化财务结构，化解其潜在或已形成的风险；为促进创新型企业可持续发展、实施创新驱动发展战略保驾护航。

其次，优化资源配置助力均衡发展。十九大做出了“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”这一重大战略判断。其中，“不平衡”反映在实体经济上就是产业结构不合理、区域发展不协调、技术实力不够强。其深层次原因是资源配置不合理，破解这一问题的根本路径就是盘活存量资产和优化资源配置。以“从存量入手来调整和校正资源错配问题，从而实现经济结构战略性调整”为特色的资管公司，可帮助企业实施资产重组、产业链上下游并购，优化行业资源配置，推进经济结构调整和区域经济协调发展；支持企业国际并购，引入世界先进技术，不断补齐经济发展中的短板，推动产业转型升级，增强国际竞争力。

再次，防范化解系统性风险推进社会经济和谐发展。金融风险是影响金融体系稳定的关键因素。诱发系统性金融风险的项目，往往具有涉及范围广、参与主体多、处置难度高等特点，在实际运作过程中利益冲突大、协调成本高、项目推进慢。解决这一难题的关键是协调好各方利益关系，需要有一家超脱项目本身复杂的债权债务关系之外的专门机构，统筹推进项目运作进程，有效化解金融风险。而这恰恰是资管公司的“老本行”，也是资管公司作为中央金融企业履行政策性功能防范化解系统性金融风险的责任所在和使命担当。

三类资产 三种银行 三个周期

中国证券报：如何在具体业务中实现“三个发展”目标？

周礼耀：经过近年来的转型发展，资管公司不良资产主业的外延不断拓展、内涵不断丰富，业务领域由传统的银行类不良资产向非银行金融类不良资产以及非金融不良资产等领域不断延伸和扩展，不良资产的全产业链格局蔚然成形。其业务功能，也不仅仅着眼于金融领域风险项目的化解，而是扩展到存量资产盘活、资产价值提升、产业结构调整、社会资源优化配置等更加宽泛和广大的领域。

实现“三个发展”目标，要以“三类资产”——问题债权、问题企业、问题机构为对象。问题类资产是资源在宏观经济周期和企业生命周期交互作用下出现错配的客观存在，这是新时代下资管公司发挥功能优势，体现实在价值的主要舞台。

同时，要以“三种银行”——坏银行、好银行、投资银行为手段。坏银行是资管公司的主业，也就是不良资产业务。要坚守并强化不良资产主业地位，通过不良资产收购化解潜在或已形成的金融风险，通过不良资产重组降低企业财务风险，通过附加债务重组协议收购实体企业的不良应收账款，服务实体经济发展。

好银行是工具，也就是传统的金融服务业务。目前资管公司已拥有全牌照的金融工

具，这些工具都是为提升资产价值、为主业服务的。依托综合金融服务功能提升不良资产价值，是资管公司坚守主业、服务实体经济、履行社会责任的重要保障。资管公司可运用多样化的金融工具组合，叠加各类金融功能，提升资源配置效率和效果，促进企业可持续发展。

投资银行是手段。投资银行是在“好银行”（综合性金融工具）服务于“坏银行”（不良资产主业）过程中，对资产重组、债务重组、产业链并购、股权投资、国际并购等并购重组方式的综合运用，即不良资产并购重组业务模式。资管公司不再像过去那样收购银行债权之后，简单地一卖了之，而是运用投行思维，采取重组手段，形成了债权加股权的业务思路，尤其对于一些具有成长性的、国家战略引导的重点项目实施商业化债转股，进而创新了金融服务实体经济的新范式。

实现“三个发展”目标，还要以“三个周期”为策略。资管公司针对问题资产的不同状况，以及当时所处的经济周期，采取不同的经营策略。即逆周期的收购策略、顺周期的处置策略，以及跨周期的平衡策略。这样，在解决企业债务困境的同时，可以最大限度地平滑经济周期的波动性，顺应和把握每一波周期所带来的机遇和挑战，力求不良资产经营价值最大化和资管公司社会价值最大化，为社会经济金融稳定作出贡献。

不良资产市场新格局形成

中国证券报：不良资产处置市场出现多元化新格局，竞争主体开始增多。如何看待这一现象？

周礼耀：多元化不良资产市场新格局的形成是推进供给侧结构性改革的必然要求。

新一轮不良资产市场具有涉及范围扩大、处置难度增强、运作周期延长等特点。作为供给侧结构性改革的重要内容，本轮不良资产处置的任务更艰巨、时间更紧迫、技术要求更高，这对参与机构的数量及其不良资产处置的人才储备、技术水平、专业经验等方面提出了更高标准，需要有更多的资管公司和社会资本参与其中。国家适时出台的《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，以及各省有条件成立两家地方资管公司的政策等，丰富了不良资产处置市场的参与主体，推动形成了以四家资管公司、地方资管公司、民营资管公司、银行系子公司为主体的多元化行业新格局。总的来看，基本形成了银行系和非银行系资管公司，包括银行子公司、综合性资管公司和区域性资管公司三类处置主体，大幅提高了不良资产处置的市场化程度。

银行系子公司是指大型国有商业银行设立的债转股实施机构或直营资产保全机构。此类资管公司的设立能有效解决债务企业信息的不对称问题，使得与企业的商业谈判、尽职调查、价值评估更为通畅。但相较将债权转让给非银行系资管公司，受限于专业、经验和业务范围等因素，在提升不良资产处置价值方面还有较大空间。

综合性资管公司即四家国有大型资管公司。通过18年专注不良资产经营管理，四大资管公司培养了一批既熟悉商业银行又熟悉投

中国证券报：长城资产今年参股了两家地方资管公司，是出于怎样的战略考量？

周礼耀：各参与主体在处置不良资产过程中，应发挥各自优势，形成既竞争又合作、既分工又协作，既扬长又避短的市场格局。在市场机制作用下，在自主决策基础上，目前上述三类主体已经开始业务上、机构上乃至权益上的合作，通过功能互补和协同发展，提高不良资产市场处置效率，推进供给侧改革取得实质性进展。

长城资产今年参股了两家地方资管公司（甘肃长达金融资产管理股份有限公司和宁夏金融资产管理有限公司）。我们的意图有三。一是建立“优势互补、协同发展”的合作机制。地方资管公司可将长城资产作为在全国开展业务的“天线”，借助我们遍布全国的网络优势，增强它跨区域经营能力；依托我们综合金融功

中国证券报：随着不良资产处置市场不断扩大，参与主体不断增多，对于资管公司自身创新能力提出更高要求。在业务创新及综合性金融服务方面，长城资产有哪些尝试？

周礼耀：2017年前三季度，长城资产收购金融不良资产730.03亿元，同比提高120.17%，处置金融不良资产225.89亿元；收购非金融不良资产563.33亿元，同比增长160.89%；不良资产收购规模已占市场的1/3。

长城资产创新发展不良资产并购重组业务，即由债务重组切入企业的财务重组、资产重组、股权重组，乃至产业重组和行业重组，探索形成具有长城特色的不良资产并购重组业务模式。在推进供给侧改革、促进经济结构调整和产业转型升级、探索产融结合的新示范等方面做了很多工作。

随着国家监管政策以及市场环境的变化，长城资产在不良资产业务创新方面进行了积极有效的探索，特别是在并购重组模式上持续不断地优化，其经典模式有三类。

一是以“破产重整+资产重组”模式开展危机类企业的并购重组业务。针对因亏损严重、负债过重、经营陷入困境而濒临破产的企业，长城资产以“破产重整+资产重组”模式，对该类企业实施金融救助，化解金融风险。典型案例为“ST超日”。作为国内公募债首例违约事件，“11超日债”受到境内外高度关注。长城资产通过破产重整一次性解决“ST超日”的巨额债务问题，同时引入财务投资者和产业重组方帮助企业恢复生产。不但使企业起死回生复牌上市，而且助力企业获得了持续发展能力，有效推进了我国光伏行业的资源整合和产业升级。

二是以“债务重组+债转股”模式开展问题类企业的并购重组业务。针对有债转股需求、发展前景良好、符合国家产业发展方向但短期有经营困难的问题企业，长城资产运用“债务重组+债转股”模式，以不良资产收购为切入点，减轻企业财务负担；再按照市场化法制化原则实施债转股，优化财务结构，推进资产重组，促进企业可持续发展。

以“中国铁物”为例，作为国内首家央企私募债危机事件，中国铁物债务危机备受社会关注。长城资产基于中央金融企业强烈的社会责任意识，充分利用自身在不良资产处置以及并购重

能，丰富它的不良资产处置手段。同时，我们可将地方资管公司作为长城资产在地方上延伸业务的“地线”，利用它“本土化”优势获取地方政府更多的支持。二是主动服务实体经济，将风险防范化解工作前移。长城资产与地方资管公司合作，利用它对当地实体企业的金融需求了解更及时、把握更充分等特点，主动服务实体企业，前瞻性、针对性地提供各项金融服务，从而将风险防范化解工作前移。三是发挥合资企业的体制机制优势，提高不良资产处置效率。长城资产参股地方资管公司坚持“政府协调资源、股东各显所长、市场机制运作”的原则，充分发挥合资企业在资源嫁接、功能互补、科学决策、市场机制等方面的优势，拓展更加广阔的不良资产渠道，探索多元化运作手段，为区域金融风险化解、企业转型升级和区域经济发展做出积极贡献。

优化不良资产并购重组模式

组领域的经验优势，发挥全牌照的集团综合金融服务功能，为中国铁物提供一揽子重组方案。首先，通过私募债券收购主动介入中国铁物债务重组，以此获得未来债转股的安排；其次，通过积极推动非主营资产的重组变现，保障中铁物偿债资金的供给以及债务重组协议的达成；再次，主动推进中铁物核心资产重组上市，并择机将债权转股，最终推动中铁物债务重组工作圆满实施。这是一宗典型的主动型债转股项目，是长城资产探索市场化债转股的有效实践。

该项目也是2016年10月国务院出台《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》以来，资管公司重点参与的首个市场化债转股项目。长城资产在协调推进整体重组工作中起到了“桥梁枢纽”作用，在稳定债权人信心方面发挥了“定海神针”作用。

三是以“综合金融服务+重组上市”模式开展成长类企业的并购重组业务。对于符合国家战略，基础较好、成长性强的企业，自身实力较弱、需要多方面扶持的成长性企业，长城资产以“综合金融服务+重组上市”模式，为企业提供多元化的综合金融服务，促进企业转型升级，再借助资本市场推进企业重组上市，实现跨越式发展。

典型案例为“众泰集团重组上市”。长城资产自2009年起，针对企业在不同成长阶段的金融需求，为企业量身提供能覆盖企业全生命周期的一揽子综合金融服务，累计为企业提供资金支持近70亿元，并帮助众泰汽车于2017年6月成功实现重组上市，助力民族汽车品牌做优做强。

