



## 从应急资本到合格资本工具

### ——国际商业银行优先股发展、特征及借鉴

#### 要 点

- Basel III 通过和实施以来，全球商业银行都致力于发行新的合格资本工具以适应日趋严格的资本监管要求。优先股作为其他一级资本工具，自 2008 年金融危机中在美国被用于政府注资而受到了广泛关注。2014 年四季度，中国商业银行也尝试在境外发行优先股以补充其他一级资本。
- 作为合格其他一级资本工具的优先股，具有股息可取消不可累积、强制转股等损失吸收条款、赎回锁定期限较长、固定利率期限较长等特征。
- 根据 2013 年下半年以来全球优先股及其他合格其他一级资本工具的发行情况，报告建议，中国商业银行应广泛使用优先股等其他一级资本工具补充资本、优化资本结构；多尝试境外发行，以扩大投资者范围，分散风险；在境外发行过程中应当注意平衡监管要求及投资者习惯之间的关系。

城市金融研究所所长：周月秋

博士后研究团队：

樊志刚 黄旭 韩斯珩 贺本岚 李楠  
谢尔曼 熊园 杨晓龙

执笔：韩斯珩

yuesi.han@icbc.com.cn

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 目 录

---

一、优先股的源起及特征 .....	2
二、商业银行优先股的兴起——金融危机与巴塞尔资本协议Ⅲ .....	3
三、国际主要商业银行优先股工具特点及使用情况 .....	4
四、国际商业银行优先股经验对我国商业银行的启示 .....	8



2014 年四季度，中国银行以及中国工商银行先后完成了境外优先股的发行，这是中国商业银行自巴塞尔资本协议实施以来，首次在境外发行其他一级资本工具（Additional Tier 1），迈出了中国商业银行参与国际资本市场的重要步伐。

无论是优先股还是其他一级资本工具，对于中国商业银行以及中国资本市场的参与主体来说，都还属于一种全新的证券产品。自巴塞尔资本协议框架形成以来，其他一级资本工具一直属于复杂程度较高的资本工具，由于我国资本市场建立时间较短，市场成熟程度有待提高，加之《公司法》、《证券法》立法的历史因素等条件限制，我国商业银行一直没有可以使用的其他一级资本工具。同时，优先股作为普通股以外的其他权益类资本证券，其收益的固定性以及表决权的限制性都对投资者、公司治理乃至整个资本市场的成熟程度提出了一定挑战。自 2000 年以来，将优先股引入国内资本市场曾经得到了广泛的讨论，但直至 2013 年 11 月 30 日，国务院发布的《关于开展优先股试点的指导意见》才首次确认了优先股的法律地位。

优先股在发达资本市场的发展历史已经超过百年，是使用较为普遍且用途多样化的一类证券品种。2008 年金融危机期间，美国政府在救助计划中大量使用优先股工具，使商业银行优先股再次受到广泛关注。巴塞尔资本协议 III（以下简称 Basel III）通过和实施以来，国际主要商业银行越来越频繁地使用优先股补充其他一级资本，以满足资本监管要求。

在此背景下，梳理和总结国际商业银行优先股的发展情况，特别是金融危机以后、Basel III 实施以来，国际商业银行优先股使用频率、工具特点等，能够增进对我国商业银行优先股工具特点的理解，为未来优先股发行实践、资本工具创新提供借鉴。基于此，本文将从优先股的起源及特征、金融危机后商业银行优先股兴起的经济及政策因素、国际主要商业银行发行优先股补充一级资本的情况等方面，梳理国际商业银行优先股的发展历史、市场现状以及工具特征等，并对我国商业银行优先股的发展提出建议。

## 一、优先股的源起及特征

优先股起源于19世纪40-50年代美国铁路大建设时期(杨海平、陈明, 2014), 由于当时所需资金数量巨大, 但铁路公司普通股股票销售困难, 而优先股分配固定股息的特征则对投资者有较高吸引力, 因此铁路公司普遍采用了优先股来募集资金, 并逐渐形成交易活跃的二级市场。20世纪初, 随着美国第一次并购浪潮的到来, 优先股作为一种有效的并购支付手段被广泛使用。大萧条期间, 由于优先股条款设计不完善, 优先股股东权利不断受到侵蚀, 优先股的发行经历了较长时间的低迷。20世纪80年代的兼并重组浪潮中, 优先股作为支付对价的有效手段发行再次井喷。

1996年, 美联储允许优先股计入银行的核心资本, 引发了美国商业银行大量发行优先股补充资本。2007年-2008年金融危机期间, 美联储对商业银行的救助计划在几经争论之后, 最终以购买商业银行所发行的优先股的形式进行救助, 《2008年紧急经济稳定法案》(Emergency Economic Stabilization Act)通过之后, 商业银行及其他金融机构向美联储发行了近2500亿美元可计入一级资本的TARP (Troubled Asset Relief Program) 优先股, 使得商业银行优先股作为一种资本工具受到市场的广泛关注。而之后Basel III的推出, 对商业银行提出了更为严格资本监管标准, 并变革了商业银行资本工具的合规标准, 优先股作为天然具有合格资本工具特征的证券品种, 受到了国际主要商业银行的追捧, 商业银行成为优先股市场中最主要的发行人。

优先股是相对于普通股而言的一个证券品种, 是指对公司资产、盈余分配、受偿顺序、财产清算享有特殊权利, 但是在表决权等方面受到限制的股份(丁楹, 2014)。《国务院关于开展优先股试点的指导意见》中将优先股定义为“依照公司法, 在一般规定的普通种类股份之外, 另行规定的其他种类股份, 其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产, 但参与公司决策管理等权利受到限制。”这一定义基本符合当前国际市场上普遍发行的优先股的证券产品特征。相对于普通股而言, 优先股优先于普通股分配利润, 一般获取固定收益, 作为优先分配利润权利的交换, 优先股持有人在参与公司治理决策上的权利将受到限



制，通常只享有重大事项及与自身相关事项的参与决策权利。

## 二、商业银行优先股的兴起——金融危机与巴塞尔资本协议Ⅲ

### （一）金融危机与 TARP 优先股

商业银行优先股受到广泛的关注并开始大规模的发行，源于金融危机期间的美国政府对商业银行的救助计划。2007 年开始的次贷危机引发的全球性金融海啸，令不少金融机构依靠自己的资金和能力无法应对，雷曼兄弟破产所引发的连锁反应，令商业银行“大而不能倒”所引发的道德风险受到了广泛关注，但同时也令市场和政府意识到商业银行在此次危机当中必须通过救助才能度过难关。2008 年 10 月美国国会正式通过了《2008 年紧急经济稳定法案》，这一法案批准了美国政府对银行及其他金融机构 7000 亿美元的救助计划。TARP 优先股就产生于这一救助计划。为了避免国有股权干预商业银行公司治理等问题，美国政府选择使用优先股作为救助计划手段，救助计划实施期间，约有 2500 亿美元用于购买银行发行的优先股，成为商业银行优先股发展历史上发行规模最大的一段时期。

TARP 优先股的清偿顺序与非信托优先股相同 (Non-Trust Preferred Stock) 相同，清偿顺序低于信托优先股 (Trust Preferred Stock)，被认定为一级资本，期限永续，股息率前五年为 5%，五年后重置为 9% (Kim and Stock, 2012)。2009 年 12 月起，美国政府正式允许参与 TARP 计划的商业银行开始退出救助计划，全部或部分赎回其所发行的优先股，之后商业银行纷纷主动退出救助计划 (Wilson and Wu, 2012)。

### （二）Base1Ⅲ与优先股资本工具

金融危机之后，各国政府形成了必须加强对商业银行监管的共识，以维护金融系统稳定，防范金融系统的系统性风险。2010 年 11 月，G20 首尔峰会正式通过 Base1Ⅲ，要求包括我国在内的各成员国从 2013 年开始实施，2019 年全面达标。该协议提出了一系列强化银行资本损失吸收能力的新规定，提高了资本质量的监管标准和资本工具的合格标准，并对资本充足率提出了更高要求。

根据 Base1Ⅲ，商业银行其他一级资本的主要特征有：期限永续且发行后 5

年方可赎回；发行人在分红/派息方面具有自主权；如果工具被认定为负债则必须具有转股或减值等特别损失吸收条款等。在新的资本监管框架下，优先股作为一种市场已经较为成熟的证券品种，由于其原始产品特征与 Basel III 的要求具有较高的吻合度，目前已被美国、欧洲及澳大利亚银行广泛使用以补充其他一级资本，2013 年以来，新加坡星展银行、华侨银行、大华银行等亚洲银行也开始发行优先股以补充一级资本。

2014 年 4 月 10 日，美联储、联邦存款保险公司和货币监理署确定了大体量银行的资本标准：大银行控股公司持有的资本金至少应占到资产规模的 5%，银行分行至少 6%，高于 Basel III 3% 的杠杆率新要求。据市场分析，新杠杆率要求将迫使美国八大银行追加 680 亿美元资本金，大银行分支机构将须追加 950 亿美元的资本金。4 月 21 日、22 日，高盛集团、摩根士丹利分别发行 7 亿美元、5 亿美元优先股，用以补充一级资本。美国监管当局对商业银行杠杆率提出的新要求为全球资本监管指出了一个新的方向。根据 Basel III，2018 年 1 月 1 日起对杠杆率的要求将纳入第一支柱，尽管当前 Basel III 仅对商业银行杠杆率提出了 3% 的要求，但是从近期美国的监管要求以及欧洲监管机构的讨论来看，未来加强杠杆率监管可能会是商业银行资本监管的一个新方向。根据 Basel III，杠杆率监管是指一级资本与表内外风险暴露之间的比率，表外项目将使用统一的 100% 的信用转换系数，其目的是为了充分反映表外项目风险，避免银行经营过程中的杠杆过度问题。由于杠杆率的要求必须由一级资本进行满足，因此，未来其他一级资本工具将可能成为商业银行补充资本的重要渠道，国际市场将迎来优先股发行的高峰。

### 三、国际主要商业银行优先股工具特点及使用情况

#### （一）商业银行优先股的主要特点

自 Basel III 陆续在巴塞尔协议各成员国实施以来，国际商业银行通过发行优先股补充一级资本的案例逐渐增多，除了一直可以使用优先股补充一级资本的美国商业银行以外，较早开始实施巴塞尔协议的澳大利亚商业银行，自 2012 年起就开始尝试发行符合 Basel III 其他一级资本工具标准的优先股，欧洲商业银行也





在 2013 年开始发行符合 Basel III 的其他一级资本工具，如西班牙及英国金融机构已发行了多笔优先股。

作为其他一级资本工具的商业银行优先股与普通企业优先股基本相同，但由于 Basel III 对商业银行资本工具的合格标准作出了较为严格的限定，商业银行优先股与普通企业优先股相比，也具有其自身特点。另外，由于不同地区对 Basel III 的具体实施办法也有所区别，因此，不同地区商业银行优先股在其条款设计上也表现出了不同的特点。

第一，股息可取消且股息不累计。股息可取消源自于优先股的权益属性，同时也是优先股作为商业银行资本工具的工具属性特征，主要是为了符合 Basel III 对其他一级资本工具“分红/派息自由度的要求”，是优先股损失吸收能力的一种表现。商业银行优先股基本都采用了股息可取消、股息取消不构成违约事件、并且不对除普通股分红以外的其他现金支出构成任何限制的条款设置，即商业银行有权在任何情况下取消优先股的分红派息，以保证优先股股息可以随时成为损失吸收的手段，而不是银行必须时刻应付的义务。另外，为了加强优先股在分红/派息上的自由权限，增强优先股的损失吸收能力，商业银行优先股股息一般采用不可累积的方式，即商业银行取消优先股股息之后不再负有继续偿付所欠股息的义务。由于此两项条款设计过于有利于发行人，为了保护优先股股东利益，通常会有普通股股息制动条款以及表决权恢复条款以保护投资人利益。普通股股息制动条款是指当发行人取消优先股股息时，必须同时取消普通股股息，这一条款的设置也符合优先股优先于普通股股东分配公司利润的证券特点。表决权恢复条款一般是指发行人在连续一段时期或者累计多次未派发优先股股息的情形下，优先股股东受到限制的表决权将得到一定拓展，一般是通过全体优先股股东增选两个董事会席位来实现。

第二，具有强制损失吸收条款。强制转股或减记条款在美国、欧洲以及澳大利亚地区有相对较大的差别，区别主要源自于各国执行 Basel III 的差别。由于美国版 Basel III 对优先股作为合格一级资本工具的标准并未要求其在商业条款中设计含有强制转股或强制减记等损失吸收条款的要求，因此美国商业银行所发行的

优先股都不具有强制转股或减记的强制损失吸收条款。而对澳大利亚和欧洲商业银行来说,根据当地 Basel III 具体执行办法,优先股通常都采用强制转股的方式,即发生损失吸收触发事件时,优先股将强制转换为普通股,以吸收损失、提高商业银行的核心资本充足率。在转股价格的确定方面,欧洲商业银行优先股的转股价格一般是发行日前普通股价格乘以折扣系数,该系数多在 0.5-0.8 之间,澳大利亚商业银行的转股价格则多为损失吸收触发事件发生时的普通股价格,也有部分银行采用发行日前普通股价格乘以折扣系数,但按照澳大利亚监管规定,该系数在 0.2-0.5,远低于欧洲。

第三,无到期期限并且赎回锁定期较长。根据 Basel III 的要求,一级资本工具必须为无期限产品,由于优先股本身就具有权益属性,天然具有无期限特征,也是其成为合格其他一级资本工具的重要原因。商业银行优先股既基本都不存在到期期限,同时对赎回期也有一定限制。Basel III 对一级资本工具的要求为至少五年不可赎回。在当前市场环境下,商业银行会根据投资者的需求设定不同期限结构的产品,美国商业银行优先股有五年不可赎回和十年不可赎回两种;欧洲商业银行优先股主要为五年不可赎回,目前市场上常见的也有七年、八年、十二年锁定期限的产品。对投资者来说,优先股更类似于一种中长期的固定收益类投资品。

第四,股息率定价方式。美国商业银行优先股通常采用固定转浮动股息率定价方式,或者固定股息率方式。固定转浮动股息率的固定期通常与赎回锁定期相配合,例如多数美国商业商业银行优先股为 10 年不可赎回,其股息率一般在不可赎回期间为固定股息率。赎回锁定期(发行之日起 10 年)之后,股息率一般按照付息频率调整,由于美国优先股通常与普通股一同派息,因此每季度派息一次,赎回锁定期后的股息率一般也变为 3 个月 libor 加固定利差的形式,即每次付息时,都按照当期 3 个月 Libor 为基准调整一次。而欧洲商业银行优先股付息频率多为一年一次,基准利率的调整则多采用期限为五年的市场基准利率,每五年调整一次。调整方式的差异通常反映了投资者对产品首个赎回日是否被赎回的预期,及对利率调整后再投资风险的判断。





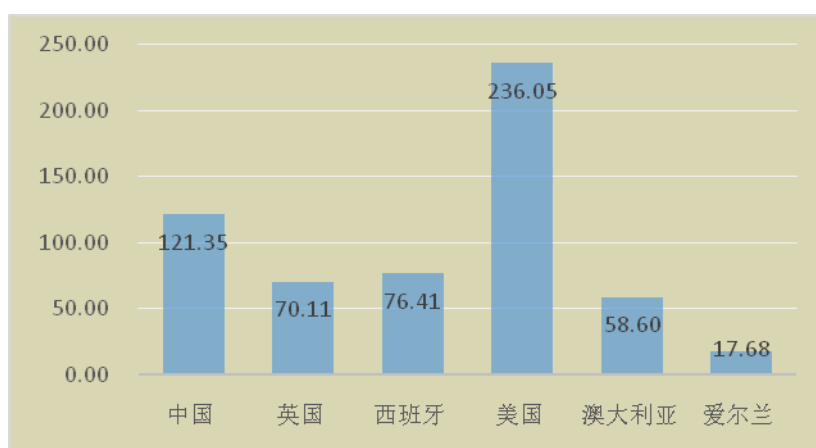
## （二）国际主要商业银行优先股发行情况

随着 2014 年美国开始正式实施 Basel III 监管标准，国际主要商业银行纷纷开始发行符合新监管标准的合格一级资本工具，以满足监管要求。优先股也是他们采用的重要资本工具之一，尤其对美国商业银行来说，根据美国版 Basel III，商业银行其他一级资本工具必须是权益类工具，优先股成为其所能利用的主要外源性一级资本补充工具，而且产品不需要经过更多的设计和变更。

根据不完全统计，2013 年下半年以来，全球金融机构发行了超过 40 笔优先股用于补充其他一级资本，募集资金规模超过 580 亿美元。

图 1 2013 年下半年以来全球主要国家银行优先股发行统计

单位：亿（美元）



数据来源：Dealogic

2014 年，国际市场的优先股发行更趋活跃，一方面是因为 Basel III 的执行，另外一方面美国八大银行已经受到商业银行更高的杠杆率监管要求，而杠杆率必须由一级资本来满足，因此，美国商业银行的优先股发行远远超过了以往同期。而预计未来，在 Basel III 的监管框架下，为达到更为严格的监管要求以及适应不断增长的风险资产，商业银行使用优先股补充一级资本的数量将不会变少。并且随着市场对银行一级资本工具更加了解和熟悉，对此类投资产品的需求也会增

加。

目前国际主要商业银行优先股占股东权益的比例为 10%左右，并且其他一级资本占比都高于监管标准的 1%的要求。与美国银行相比，欧洲主要银行优先股与股东权益的比例略低。

#### 四、国际商业银行优先股经验对我国商业银行的启示

**第一，我国商业银行应当充分利用优先股进行一级资本补充，提升资本实力，优化资本结构。**

为了使商业银行在经济周期中具有更强的风险抵御能力，Basel III 对风险资产计算方法以及资本标准进行了改革，因此在执行新的资本监管标准后，多数商业银行资本充足率都出现了不同程度的下降。我国已有多家商业银行的资本充足率面临较大的压力，近期已经发布优先股发行预案的浦发银行、农业银行、中国银行、兴业银行等，其核心一级资本充足率都已接近监管底线。同时，目前中国已有两家银行（中国银行、中国工商银行）被全球金融稳定理事会列为全球系统重要性银行，需要面临 1%的附加资本充足率监管要求。随着中国经济的发展，中国金融业在国际市场中的地位逐渐增强，中国商业银行全球化进程逐渐加快，未来将有更多银行进入全球系统重要性银行，同时已进入名单的银行的重要性等级也将逐渐提升，中国的商业银行未来将面临更加严格的资本监管。此外，在 Basel III 过渡期，各国商业银行以往的不合格资本工具将逐渐减记，同时随着全球经济复苏，商业银行将进入新一轮的业务扩张期，风险资产仍可能维持较快增速，因此补充资本将成为全球商业银行在 Basel III 过渡期内的面临的重要任务，我国商业银行也不例外。

长期以来，我国商业银行由于法律和历史原因，没有可以使用的合格其他一级资本工具，一直使用核心一级资本来满足一级资本的全部要求，而核心一级资本主要由普通股和留存收益组成，资本成本在所有资本中最高。充分利用其它一级资本工具来满足资本监管要求，能够有效地降低商业银行的资本成本，合理优化资本结构。而且，在当前我国资本环境之下，商业银行资本补充所需融资规模通常较大，如使用普通股融资，会对资本市场产生较大冲击，可能引起普通股价



格的剧烈波动。使用优先股补充一级资本则可以减少对 A 股市场的冲击，同时降低商业银行的资本成本。

## 第二，我国商业银行应当充分利用国际市场，尝试境外优先股的发行。

2013 年 11 月 30 日，国务院颁布《国务院关于优先股试点的指导意见》后，优先股的法律地位在我国资本市场被确定。但无论是对境内的投资者还是对发行人来说，优先股都是一种全新的证券品种，对于优先股的合理收益水平测算、优先股股东权益保障、优先股在公司治理结构中的作用和影响等目前都存在很多的不确定性。特别是对投资者来说，优先股属于固定收益类产品，却又带有部分收益取消的免责条款，因此如何评估这类条款风险，以及如何适应这类证券特征，都需要较长的时间由市场和投资者共同消化。

与境内资本市场相比，境外市场投资者无论是对优先股，还是对其他一级资本工具证券（Additional Tier 1 securities）都较为熟悉，2014 年以来，全球资本市场发行了 70 笔以上的一级资本工具，中国银行与工商银行均在海外发行了单笔较大规模的优先股，市场认可较高，认购率均达到 3 倍以上。这都反映出境外投资者对一级资本证券的损失吸收条款特征、收益风险、公司治理作用等都已经较为熟悉，在其资产配置中也正在占据越来越大的份额。因此我国商业银行进行资本补充操作时，应当更多尝试在国际市场上发行符合资本工具标准的优先股，以降低发行难度，尽快募集资金补充资本，应对愈加严格的资本监管压力，也能够一定程度上降低境内资本市场资金压力，给境内市场投资者充分的时间培养投资习惯。

另外，在境外市场发行优先股能够充分吸引全球投资者，有效分散我国银行业系统性风险。通过农行、中行、兴业境内优先股的发行可以看到，境内优先股的投资人仍然以保险资金为主，尽管有烟草等企业集团的加入，但是投资者类型仍然相对集中。而在境外，优先股受到主权基金、财富基金、保险公司、甚至高净值私人银行等多类型投资者的青睐，国际市场发行具有损失吸收能力的银行资本证券，能够实现投资者的多元化，尽可能避免行业内部或同地区互持，从而降低在行业风险发生或地区经济恶化时，由于资本工具互持而引起的风险传递和

蔓延，实现金融业系统性风险的分散。

### 第三，要平衡境内市场监管要求和境外市场投资者习惯之间的关系。

由于优先股在境内市场属于新鲜事物，目前尚无境内公司在境外发行优先股的相关案例，因此商业银行在境外发行优先股适用哪些法律法规，尚无法完全确定，仍需要监管部门与发行人之间协调和进一步明确。其中包括优先股的发行适用股票发行还是债券发行的相关管理条例，境外所募集资金是否受到外债额度限制，境外优先股的条款设计是否适用证监会《优先股试点管理办法》的全部要求等。由于这些条例中的特别规定以及我国上市公司的公司治理与境外投资者习惯都有一定的差异，因此，如何协调和平衡这种差异成为发行人在境外发行过程中需要解决的主要问题。特别是在优先股部分条款设计中，如表决权恢复形式、损失吸收条款、股息率定价方式及股息支付等多个条款可能会对融资成本产生影响，因此，发行人必须在符合监管和市场习惯之间找到合理的平衡点。

除此以外，也需要监管机构对境外优先股的监管法规进一步明确和解释。由于优先股是一类新的证券种类，兼具股票和债券的双重特点，而我国相关法律法规以往对我国公司在境外融资的管理都是简单地分为股票管理和债券管理两类，对于优先股如何定位，目前尚不清晰。另外，证监会发布的《优先股试点管理办法》中对于境内公司到境外发行优先股的要求仅有第六十七条中所规定的“注册在境内的境外上市公司在境外发行优先股，应当符合境外募集股份及上市的有关规定”，但并未明确境外优先股中的详细条款以及交易等是否同样受到《优先股试点管理办法》的要求限定。以上政策细节都将影响到发行人的方案设计、发行成本、募集资金用途等等。因此，有必要推动监管部门出台更为详细的政策解释，以促推我国商业银行未来在境外更合理、更广泛地使用优先股补充资本。