

创新空间巨大 风险特征需关注

—— 对《国务院关于开展优先股试点的指导意见》的解读



创新空间巨大 风险特征需关注

——对《国务院关于开展优先股试点的指导意见》的解读

联合资信评估有限公司 李振宇 聂 逆

日前,国务院发布了《国务院关于开展优先股试点的指导意见》(以下简称《意见》),宣布开展优先股试点,这是《股份有限公司规范意见》出台时隔 20 年后,优先股在我国正式重启。《意见》对优先股股东的权利与义务、优先股的发行与交易、组织管理和配套政策等三个方面做出了全面、清晰的原则规定,是我国开展优先股试点的指导性、基础性法律文件,对我国优先股的试点发展具有重大的意义。

优先股试点的开启对我国资本市场发展将产生重大的影响,对于我国金融产品创新有着重大的意义。首先,优先股作为一种基本的资本融资工具,可为发行人提供新的灵活的直接融资工具,有利于提高直接融资比重。长期以来,我国基本上只有债券和股票两种基本融资工具,混合资本工具方面存在严重缺失,使得资本市场融资工具创新难度较大。优先股的试点,将使得我国基本融资工具初步健全,填补重要的空白。

对于我国来讲,发行优先股具有重要的现实意义。优先股有助于优化我国企业财务结构,具有很强的针对性和适用性。发行优先股与发行股票相比,既可以增加企业的权益资本,且在增加权益融资的同时对其股票价格不会产生大的影响。对于企业来讲,发行优先股不仅不提高企业的财务杠杆,同时还可以扩大债务融资空间。对于银行等金融机构来讲,发行优先股是提高资本充足率的重要渠道。

优先股具有债券和普通股票所不具有的特点,具有巨大的创新空间。虽然优先股为股权融资工具,但其股东原则上不参与企业经营管理,这将有利于实现我国企业股份制改革进一步深化,为企业探索新的管理模式创造条件。优先股可以作为并购重组的支付手段,可以丰富并购重组的模式,将有助于推动企业兼并重组,有利于淘汰落后和过剩产能,实现产业升级。优先股的条款涉及变化较大,可以针对企业、投资者的需求设计丰富多样的品种,有利于我国资本市场的创新。优先股的推出有利于丰富证券品种,为投资者提供新的投资渠道和风险差异化的金融产品,可以满足风险偏好较高的投资者的需求,有利于资本市场的多元化和风险结构的调整。

《意见》对优先股的很多方面都做出了明确规定，规定了优先股的基本特征和条款类型，与国际惯例基本接轨。《意见》明确了优先股股东在利润和剩余财产分配上优先于普通股股东，但参与公司决策管理等权利受到限制。从风险角度来看，优先股的偿付顺序仅在普通股之前，次于债券，因此优先股的信用风险要高于债券。

《意见》对于“公开发行优先股”的规定最为清晰，即公开发行的优先股应为固定股息率、累积、非参加型优先股，并且发行人在盈利时必须向优先股股东分配股息。应该说，这是优先股众多条款类型中最为基本的条款类型，最易于被投资者理解和接受，对投资者的保障程度高。优先股列属于混合证券的一种，既具有基本的股权特征，又有明显的债权特征，因此判定优先股的权益属性对识别优先股的风险尤为重要。参考国外评级机构的评级方法，优先股的评级一般应低于发行人主体评级的 2-3 个子级。从《意见》对公开发行的优先股的规定来看，我国未来市场中公开发行的优先股具有债券的很多特征，如股息固定、未付的股息要累积且要优先支付，不与普通股东一起参与剩余利润分配等，债权属性较大，风险相对较小，但因其清偿顺序仅在普通股之前，因此其评级原则上应低于其发行人主体评级 2 个子级。《意见》对于商业银行公开发行优先股专门做出了规定，主要涉及是否要累积股息、有利润时是否必须分派股息的问题，这样做的主要目的是考虑与国际接轨，更容易获得监管对优先股的资本属性的认可，可将商业银行发行的优先股计入资本计算中。也正因为如此，未来商业银行发行的优先股的股权属性会更强，投资者面临的风险会更大，因此其评级会更低于其发行人主体评级。

《意见》中对于“非公开发行的优先股”的规定更加宽泛，这为此类产品创新提供了较大的空间。发行人有很大的空间进行不同类型的优先股的设计，哪种条款更有利于企业的发展，需要审慎辨识；主承销商将面临企业的各种需求，需要研究各种条款下的风险、收益、变化、内在逻辑等；会计事务所则面临各种条款下优先股的会计评估问题；信用评级机构则面临对各种条款下优先股风险变化的判断问题等。投资者面对各种类型的优先股，也需要仔细辨别其风险、投资价值。总之，优先股的试点将是对发行人、市场中介机构的重大挑战，各市场参与机构都应加强对各类条款的研究。

从国际惯例来看，优先股作为一种具有较高风险特征的融资工具，大多进行信用评级。因此，在我国优先股试点期间，建议监管部门应该明确规定优先股须进行信用

评级，这样有利于加强信息披露，较好地为投资者揭示风险，更清晰识别优先股的风险。评级机构应加强对优先股信用风险特征的研究，尽快制定相关评级标准、方法，针对不同条款的优先股的不同风险，做出恰当的区分和分析，引导投资者充分认识优先股的信用风险特征，做到能够基本准确、全面地为市场揭示风险，发挥评级机构应有的作用，促进我国优先股试点的顺利推进。