

中图分类号:

单位代号: 10280

密 级:

学 号: 17721000

上海大学



硕士学位论文

SHANGHAI UNIVERSITY

DISSERTATION

题 目	银行优先股发行的动机与 融资成本研究——基于中 国银行的案例分析
--------	--

作 者 余海波

学科专业 会计硕士

导 师 吴建刚

完成日期

姓名：余海波 学号：17721000

论文题目：银行优先股发行的动机与融资成本研究—基于中国银行的案例分析

上海大学

本论文经答辩委员会全体委员审查, 确认符合上海大学硕/博士学位论文质量要求。

答辩委员会签名：

主任：

委员：

导师：

答辩日期：

姓名：余海波 学号：17721000

论文题目：银行优先股发行的动机与融资成本研究—基于中国银行的案例分析

原创性声明

本人声明：所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已发表或撰写过的研究成果。参与同一工作的其他同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

签名： 日期：

本论文使用授权说明

本人完全了解上海大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留论文及送交论文复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容。

（保密的论文在解密后应遵守此规定）

签名：

导师签名：

日期：

上海大学会计硕士学位论文

银行优先股发行的动机与融资成本
研究
——基于中国银行的案例分析

姓名：余海波

导师：吴建刚

学科专业：会计硕士

上海大学管理学院

2019 年 11 月

A Dissertation Submitted to Shanghai University for the Degree
of Master in Accounting

**The Research on the Motivation and
Financing Cost of Issuing Bank
preferred stock**

**-- Based on the Case Study of Bank
of China**

MA Candidate: Haibo Yu

Supervisor: Jiangang Wu

Major: Accounting

Management College, Shanghai University

11,2019

摘要

优先股作为一种兼具债、股双重性质的融资工具，在世界上早已被认可。上世纪 80 年代，中国优先股也曾出现萌芽。但由于有关法律设计的模糊性，导致中国优先股一度沉寂了 20 年。2013 年国务院发布了《关于开展优先股试点的指导意见》，此后的一年中各部委相继出台了各项有关优先股的制度文件，中国优先股由此再次登上了中国资本市场的舞台。2014 年 6 月银行监督委员会与证券监督委员会联合发布了《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》，银行发行优先股正式有依可寻。

本文所选案例公司—中国银行，是我国持续经营时间最长的银行。在资本规模和年末收益均排在我国银行业前列。自《巴塞尔协定》出台以来，连续八年被选为世界系统重要性银行。就新型融资方式的使用方面，无论是在 2014 年银行优先股准予发行，还是在 2019 年央行支持商业银行发行永续债，中国银行都率先启用新政策指引下的新型融资方式，在国内银行业起到了引领和示范作用。

本文结合有关理论，通过对中国银行所代表的银行业以及优先股制度产生的大背景进行分析发现，优先股制度的契机源于我国资本市场逐步回暖；从政策落地到现在，优先股制度在想着好的方向在变迁。通过综合案例公司优先股设计条款与战略部署进行分析，发现银行发行优先股的动机在于可以补充其他一级资本，满足监管要求；更重要的是可以进一步协助政府完成国家战略目标，并加强自身对金融风险的防范。通过将不同融资方式与优先股融资进行融资成本和经营成果的对比发现，优先股在融资成本和经营成果方面在当时的环境下并非最优；结合本国实际情况发现，优先股制度对银行发行优先股的影响大于理论上成本的影响。通过将 2019 年新许可的银行永续债与优先股进行对比，发现永续债的性能优于优先股，但其发行可能会损害优先股股东权益。

通过上述分析，本文从进一步发展优先股制度、多元化融资以及加强优先股股东权益保障力度方面提出了建议。

关键词：银行 优先股 发行动机 融资成本

ABSTRACT

Preferred stock, as a kind of both bonds and stocks duality financing tools, has long been recognized in the world. Chinese preferred stock also sprouted in the 1980s. But ambiguity over legal design has kept Chinese preferred stock quiet for 20 years.

In 2013, The State Council issued the guidance on carrying out pilot programs of preferred stock, and in the following year, various ministries and commissions successively issued various institutional documents on preferred stock, thus Chinese preferred stock once again entered the stage of China's capital market. In June 2014, China Banking Regulatory Commission and China Securities Regulatory Commission jointly issued the guidance on 《the issuance of preferred stock by commercial Banks to supplement tier 1 capital》, and the issue of preferred stocks by banks is officially available.

The case company selected by this article, Bank of China, is the bank with the longest running time in China. In the capital scale and year-end earnings are ranked in the forefront of China's banking. Since the Basel accord, it has been selected as the world's systemically important bank for eight years. In terms of the use of new financing methods, Bank of China has taken the lead in adopting new financing methods under the guidance of the new policies, no matter the issuance of preferred stock by Banks in 2014 or the issuance of perpetual bonds by commercial Banks supported by The People's Bank of China in 2019, which has played a leading and exemplary role in the domestic banking .

Based on relevant theories, this paper analyzes the banking industry represented by Bank of China and the background of the preferred stock policies, and finds that the opportunity of the preferred stock policies came from the gradual warming of China's capital market. From the policies landing to the present, the preferred stock policies is thinking about the good direction in the change. Through the analysis of the design terms and strategic deployment of preferred stock in the comprehensive case, it is found that the motivation of issuing preferred stock is to supplement other tier 1 capital and meet regulatory requirements. More importantly, it can further assist

the government to achieve national strategic goals and strengthen its own prevention of financial risks. By comparing different financing methods with preferred stock financing, it is found that preferred stock is not optimal in terms of financing cost and operating results. Based on the actual situation in China, it is found that the system of preferred stock has more impact on the issuing of preferred stock than the theoretical cost. By comparing the Banks' perpetual bonds, newly licensed in 2019, with preferred shares, it is found that the perpetual bonds perform better than preferred shares, but their issuance may hurt preferred shareholders' equity.

Through the above analysis, this paper puts forward some Suggestions on further developing preferred stock system, diversified financing and strengthening the protection of preferred shareholders' rights.

Key words: Bank, Preferred stock, Issuance motivation, Financing costs

目录

第一章 绪论	11
1.1 研究背景	11
1.2 研究意义	13
1.2.1 理论意义	13
1.2.2 实践意义	13
1.3 研究内容及技术路线	14
1.3.1 研究内容	14
1.3.2 技术路线	14
1.4 研究方法及可能有的贡献	15
1.4.1 研究方法	15
1.4.2 可能产生的贡献	15
第二章 文献综述	16
2.1 国内外文献	16
2.1.1 优先股早期发展历程	17
2.1.2 融资理论发展	17
2.1.3 经济后果学说研究	18
2.1.4 我国优先股主要问题研究	19
2.1.5 契约理论有关研究	20
2.1.6 银行业优先股发行及其他资本工具融资研究	21
2.2 文献评述	21
第三章 相关理论基础及概念界定	22
3.1 相关理论基础	22
3.1.1 融资优序理论	23
3.1.2 制度变迁理论	23
3.1.3 经济后果学说	23
3.2 优先股概述	23
3.2.1 优先股的定义	24
3.2.2 我国优先股制度的渊源及现状	24
3.2.3 优先股的特征	25
3.2.4 优先股分类	26
3.2.5 优先股确认方式	27
第四章 我国银行业优先股发行情况及中国银行情况概述	30
4.1 我国银行业优先股发行情况概述	30
4.2 中国银行基本情况概述	36
4.2.1 中国银行历史发展情况	36
4.2.2 中国银行发行优先股情况及影响	38
4.2.3 中国银行战略发展情况	39
第五章 中国银行融资成本及经营成果分析	41
5.1 案例公司在不同融资方式下融资成本分析	42
5.1.1 优先股融资方式下融资成本测算	42
5.1.2 普通股融资方式下融资成本测算	43
5.1.3 二级资本债融资方式下融资成本测算	44

5.1.4 不同融资方式成本比对分析.....	45
5.2 案例公司在不同融资方式下年度经营成果测算分析.....	45
5.2.1 优先股融资方式下经营成果测算.....	45
5.2.2 普通股融资方式下经营成果测算.....	46
5.2.3 二级资本债融资方式下经营成果测算.....	47
5.2.4 不同融资方式经营成果比对分析.....	47
5.3 银行永续债与银行优先股的对比.....	48
5.3.1 中国银行永续债发行背景.....	48
5.3.2 中国银行永续债与优先股条款设计对比.....	48
5.2.4 中国银行永续债及优先股融资效果定性分析.....	50
第六章 讨论与建议	51
6.1 讨论.....	51
6.1.1 我国优先股制度在市场回暖过程中产生，制度变迁状态良好.....	51
6.1.2 银行优先股发行具有深层次动机.....	52
6.1.3 现行规章制度对银行优先股发行影响大于成本因素.....	53
6.1.4 永续债性能优于优先股，或损害优先股股东权益.....	54
6.2 建议.....	55
6.2.1 积极促进银行优先股制度发展并鼓励银行多元化融资.....	55
6.2.2 优化对优先股股东权益的保护机制.....	56
第七章 结论	57
7.1 研究结论.....	57
7.2 不足与展望.....	57
参考文献	58
致 谢	60

第一章 绪论

1.1 研究背景

优先股是享有优先权的股票。优先股的股东对公司资产、利润分配等享有优先权，通常以固定股息收益率于普通股之前获得股息，不影响公司的利润分配，但是优先股股东对公司事务无表决权。作为一种风险度居中、成本居中的融资模式，优先股应该说是各类融资模式中相对保险的一种方式，在我国正式开展优先股试点工作前，国际上很多国家早已认可了优先股这种融资方式。

2013 年优先股正式落地中国，发展至今已有五年。五年间为了使优先股在国内资本市场更好地被利用，我国有关部门陆续出台了《关于开展优先股试点的指导意见》、《优先股试点管理办法》，并就会计处理方式颁布了《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》等规范性文件。

上市公司为了谋求更大的发展或者扩大现有的规模通常会在已动用内部留存资金的基础上进一步引进外部资金，而外部筹资通常可采用发行债券、增发普通股，也可通过发行优先股、永续债等方式。

单纯从融资优序的角度看待上市公司的融资成本及收益问题，发行普通股不存在还本付息压力，但是由于普通股投资者无法在特殊时期优先受偿以及增资扩股审批程序的繁琐，使得其发行成本上升；发行债券利息相对较低，但需要到期还本付息，导致企业偿债压力加大，随着国家“去杠杆”政策的深入推行，为了提升杠杆率，企业也不得不减少债务融资。优先股和永续债在传统优序排位里处在中间位置，中和了纯普通股融资和纯债券融资的优缺点，在一定程度上能满足企业发展的需求。

由于我国优先股发展历程不长、有关规章制度相对薄弱，加之社会经济环境与具有长期优先股历史的国家不同，因此目前国内优先股的发行以及相关政策的制定更新仍处于探索阶段。

就现行制度而言，优先股作为一种介于债和股之间的特殊金融工具，由于其性质的特殊性，有关部门并没有强制要求企业必须将优先股纳入金融负债或权益工具，可以根据实际情况进行选择。而现阶段，大多数发行优先股的企业都将其确认为权益工具。

商业银行和其他一般企业一样，拥有其专属的经营业务，行业内部各银行间也存在着竞争。为了提升自身的综合能力，商业银行同样需要选择最合适的方式开展融资活动，以达到国内国际相关考核指标的要求。但是，作为通过存款、贷款、汇兑、储蓄等业务，承担信用中介的金融机构，受到 2008 年全球金融危机、美国次贷危机的影响以及吸取相关的教训，商业银行的融资相较于其他一般企业会显得更为谨慎。

为了促进优先股在国内的广泛应用，同时为银行提供相对稳健的融资方法，2014 年中国银监会和中国证监会联合发布了《中国银监会 中国证监会关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》。随着优先股市场的不断发展，以银行为主的发行单位对优先股发行预案的制定方式越来越熟悉。从近年发行优先股的上市公司情况来看，发行预案的制定逐步进入模式化，发行方对优先股的确认也逐渐趋于一致。

1.2 研究意义

在我国，优先股作为一种新兴事物正在被越来越多的银行所接受，但由于新事物的介入，发行银行需要对自身的融资战略做出重要调整。本文通过对我国银行优先股的发行进行研究，了解银行发行优先股的动机是什么以及我国银行选择发行优先股从成本和收益的角度看是否为最优选择。

1.2.1 理论意义

近年来，学界逐步开始对投资者的保护、优先股表决机制、优先股融资模式推广以及优先股发行对利益相关者影响进行研究，但由于我国优先股历史较短、发行公司较少，有关的研究数量相对较少，研究也相对粗浅。目前学界就“优先股在我国产生的原因”、“我国与美国在优先股发行制度设计上的差异”、“银行业发行优先股的动机”以及“银行业以优先股融资和其他类型的银行融资方式其融资成本的对比”等方面的研究较少。

本论文结合融资优序理论和制度变迁理论，将银行业常用融资方式与优先股融资在融资成本和经营成果方面进行对比，探索我国优先股发行是否与传统融资优序理论描述内容相符，如果不符，是因为什么原因导致的。

1.2.2 实践意义

现行制度下，我国有关部门对企业确认优先股方式的要求并不刻板，企业可以依据自身情况选择确认形式。在这样的制度背景下，作为一种具有“债股二重性”的金融工具，大多数发行优先股的企业为了实现自身的利益大都将其归为权益工具。现行制度可能对优先股发行条款设计存在诱导作用，本论文将优先股与普通股、二级资本债、永续债等常见银行融资方式进行融资成本及经营成果方面的对比。提升优先股在我国的使用度，并提出保护优先股股东权益的建议，为今后有关研究及制度改进提供参考基础。

1.3 研究内容及技术路线

1.3.1 研究内容

通过对过往国内外文献进行初步综述分析，本论文希望对以下问题进行进一步研究：

- （1）我国为什么发行优先股，是什么样的契机使得我国推广优先股发行并制定相应制度；
- （2）我国银行业发行优先股的动机是什么；
- （3）在最初发行环境下，相比于其他融资方式，在融资成本和经营成果方面发行优先股是否存在优势；
- （4）在当前市场环境下银行业是否适合广泛推广优先股发行；
- （5）如何在当前市场环境下保护优先股股东权益。

1.3.2 技术路线

本文研究技术路线如图 1.1 所示。

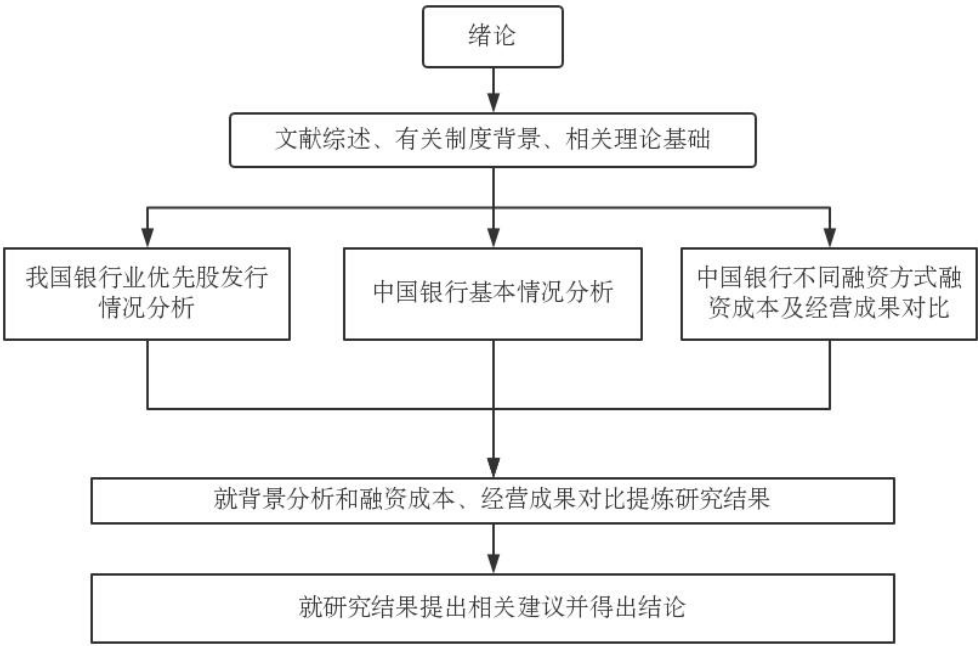


图 1.1 全文研究技术路线

1.4 研究方法及可能有的贡献

1.4.1 研究方法

文献研究法 本论文通过对过往国内外已有的文献以及有关政策文件内容进行梳理，了解在优先股有关问题研究中已有的研究成果，理清我国优先股制度的过往与现状。并对融资理论、经济后果学说的基本内容进行理解，为论文的案例分析研究分析部分奠定理论基础。

案例研究法 本论文采用案例研究的方法，剖析案例公司——中国银行的发展史、未来战略方向，分析中国银行在优先股制度落地前后融资方式的改变；通过简单成本模型对不同融资方式产生的成本进行计算，并基于中国银行可能产生的报表层面的后果分析不同融资方式对优先股和其他常见银行融资方式会对其产

生何种影响。然后从案例中探寻我国银行业发行优先股的动机，并结合目前我国
的现状对银行业发行优先股以及提升对优先股股东权益保障提出建议。

1.4.2 可能产生的贡献

前人在研究优先股过程中，主要是站在美国等优先股成熟发展国家的基础上，从投资者权益保障的角度直接对我国的优先股发展进行研究，而基于我国自身国情的优先股发展成因研究较少。本文通过回溯过往的新闻及有关部门文件，探寻优先股在我国推行的原因以及银行业发行优先股的动因。

本文所选的案例公司——中国银行作为尝试新型融资工具的先驱者以及国内国际银行业的系统重要性银行，在分析银行业发行优先股行为上具有代表性。而且，中国银行在 2019 年央行允许银行发行永续债后第一个完成了发行工作，这对研究当前环境下优先股是否有必要推广以及在多种融资方式背景下如何保护优先股股东权益具有指导性作用。

本文希望通过对我国银行业发行优先股的行为以及相关融资成本及经营成果进行分析可以为后来研究者对优先股领域的研究提供一定参考。

第二章 文献综述

2.1 国内外文献

2.1.1 优先股早期发展历程

Evan (1932)^[1]在研究中指出,最早的优先股发行始于 1836 年美国。当时马里兰州立法机关将五家内部改良公司的股票列入州认购书中。由于这几家公司的财务状况不佳,而国家是这些企业的重要股票投资者,国家为了避免经济上的损失,要求企业给予优先股息。优先股的雏形由此产生。

Donald (1952)^[2]在研究中指出 19 世纪 40 年代期间,由于铁路公司发行的普通股很难销售,为了解决铁路行业融资难的问题,铁路公司管理者发现每年向投资者分配固定股息的优先股更能吸引公众投资者,因而普遍采取了发行优先股的方法来募集资金。1850 年左右这种为解决当时铁路行业融资的紧急办法消失了一段时间。直到 19 世纪 50 年代末,很多工业企业为了自身的发展,考虑到优先股融资的优势,优先股开始被广泛发行,并在二级市场上活跃,这为当时公共事业和工业企业的正常资本需求提供了相当大的帮助。Donald 认为初期的优先股与普通股相比拥有的是股利偏好,而到了 20 世纪后优先股和普通股的契约类型已截然不同。对于一般事项优先股股东已不再具有表决权,也没有其他能先发制人的权利。虽然优先股持有人的地位较债权人地位要弱,但是其地位基本和无担保债券的持有人相同。

Elsaid (1969)^[3]通过对 314 个优先股项目进行评估,得到了与当时大多数研究相反的结论。其认为发现优先股对于企业财务计划开展具有积极作用。基于公司收购过程中发行优先股,他认为可转换优先股的发行有利于被收购公司股东获得更高的收益。

Scott (1989)^[4]当企业普通股回报不足并且已经耗尽了其债务能力,优先股将成为最佳的融资工具。

Heinkel 和 Zechner (1990)^[5]认为企业发行优先股的动机可以解释为其可以增强企业负债能力并创造更多的投资机会,以便解决因债务带来的代理问题。

在分析优先股发行和普通股股价间的关系时, Pinegar 和 Lease (1988)^[6]发

现在宣布发行优先股置换普通股的交易时，企业普通股股价有显著的正回报率，而 Fields 和 Webb（1997）^[7]在研究中并未发现优先股发行会对普通股股价产生影响。

2.1.2 融资理论发展

Miller 和 Modigliani（1958）^[8]提出了资本结构无关论，使得企业融资决策和企业价值间的关系成为了学界争论的焦点。Jensen 和 Meckling（1976）^[9]在研究中提出问题：为什么企业要选择发行优先股？为什么在于债券利息支付相比起来没有税收优势的情况下，企业仍然会选择发行优先股？之后 Myers 和 Majluf（1984）^[10]，提出了“公司融资优序理论”，其主要观点是：公司偏好内部融资；如果需要外部融资，公司首先选择最好的证券，即先考虑债务融资，然后考虑混合证券；最后才是股权融资。

屈耀辉等（2007）^[11]利用 Ordered-probit 模型，对我国上市公司融资顺序进行分析，其发现样本总体上支持经典的融资优序理论，但是分类分析结果不完全相同：成长性高、规模大的公司倾向于权益融资；低成长公司融资顺序遵循融资优序理论。蒋琰等（2009）^[12]认为目前企业存在股权融资偏好，而董事会治理机制可以降低股权融资成本。王善平等（2011）^[13]以 1999~2008 年 A 股上市公司为样本，发现投资效率越高的银行只股公司可以获得更多的债务融资。李斌（2013）^[14]对我国上市公司融资方式影响因素进行分析，认为我国上市公司融资应当增加内源融资比率，减少对外援融资的依赖。对于资产流动性较强的企业，应当多选择内源融资，以实现企业价值最大化；波动较大的企业，适合选择银行贷款和股权融资的方式筹集资金。罗时空等（2014）^[15]从面板数据分析和加总数据分析考察了中国 A 股上市公司债务融资和股权融资行为的经济周期性，其研究发现规模较大的企业债务融资具有较强的顺经济周期性。

2.1.3 经济后果学说研究

Zeff（1978）^[16]在他的文章中提出：“经济后果是会计报告对企业、政府、利益相关者决策行为影响。”由于会计政策的变动会导致企业利润的变化，而企业利润通常是其制定各类契约的依据，因此，无论市场是否有效，会计政策都将

影响企业经营决策，产生相应的经济后果。Scott（1997）^[17]在其著作《财务会计理论》中提出：“不论有效证券市场理论的含义如何，会计政策的选择都会影响公司的价值。”

王跃堂（2000）^[18]认为在美国，红利计划、债务契约以及政治成本是其会计政策存在经济后果的原因。而在我国，同样存在因契约成本带来的经济后果。就政治成本而言，我国常以行政手段或具体盈利指标作为监管依据，进而给公司带来管理成本，公司为了降低管理成本，通常又会采取操纵盈余的办法。王跃堂在其文中同时提到：“我国制定会计准则更多地是从政府立场出发。”

2.1.4 我国优先股主要问题研究

在优先股落地我国之前，国内学者主要结合政策尚未出台前个别企业发行的优先股案例从理论的角度对优先股、债券、普通股三者间的关系进行了分析，高劲（2005）^[19]认为相比于债券发行的企业，发行优先股的企业具有更大的财务困难的可能性，对于普通股定价不过高的可能性较大的企业，更可能发行优先股。

政策落地后，我国学者对优先股发展历程进行了文献梳理，并对未来我国优先股方向的研究提出了建议，陈浩（2015）^[20]认为基于国内外研究现状，国内对优先股的研究应当由引入制度的必要性转向符合中国实际情况的优先股制度构建研究。由于常年来我国优先股处于试点发行状态，多数学者都认为有关部门应当细化优先股发行政策，企业应当认真分析如何发行优先股。严学娜（2015）^[21]认为虽然国家出台了有关政策文件以及规范性文件，但是在实务中具体情况千变万化，仍需对优先股条款进行仔细分析，判断其经济实质，在于有关条款进行对照，正确选择会计处理。

经历了几年的发展，学界逐渐认识到了优先股存在的风险，并着力于研究优先股对各关联方的影响。李青原（2016）^[22]认为优先股融资存在着支付风险、表决权被摊薄风险以及政策风险。之后张东明（2016）^[23]发现我国应当将优先股的优势运用到国有企业改革中，为国有企业实现混合所有制改革提供一条全新的途径，但在使用优先股的同时也应当加强对其固有风险的防范。

防范风险的同时，保护各方利益也至关重要。赖衍禹（2016）^[24]认为目前我国优先股政策还存在着法律制度完善、试点扩大等问题，优先股的发行对普通股

股东、公司治理结构均有不可忽视的影响。钟颖（2016）^[25]认为由于收益权和控制权存在差异化，优先股股东与普通股股东在股利分配、股份回购、公司合并中存在利益冲突，为了防止利益冲突演变为利益失衡，在对优先股发行条件、比例、对象和内容设定上应该进行必要限制，完善优先股表决权制度以及赎回制度，严格限制优先股转换为普通股。

有效制定相关政策、积极落实对各方权益的保护，需要切合实际，言行一致。王晓梅（2017）^[26]认为在优先股试点中，发行优先股的上市公司在发行环节比较注重优先股投资者利益保护，但在收益分配和退出环节对优先股投资者利益保护不足。因此我国对优先股投资者利益保护的制度还有待完善。李磊（2017）^[27]优先股制度作为一种灵活的股权设计工具，是公司制度发展到一定阶段各方利益主体精细化需求的体现，为了权衡各方利益，在优先股制度设计上还应回归到最初的基本公司法层面。

把握优先股发行的优点，防范相应风险，保护利益相关者权益，才能将优先股发行事业更好地在国内推广，刘胜军（2017）^[28]认为能否顺利采取优先股融资，关键取决于优先股投资者的权利是否在实践中得到比较充分的保护。施进益（2017）^[29]认为企业在选择优先股融资时要仔细核算优先股成本，包括未来需要派发的股息、发行所需的费用以及不能抵扣的所得税。确定自己能够承受的优先股成本低线，再制定相应的股息率和参与等条款，减少普通股收益被摊薄的风险。企业在可承受的优先股最大成本低线内设置相对友好投资者的优先股条款，将会增加市场对企业的信心，有利于企业普通股股价的走高。

2.1.5 契约理论有关研究

契约理论始于科斯（1937）^[30]的《企业的本质》。科斯在文中提出：“由于预测的困难，关于商品或劳务共计的契约期限越长，对买方来说，明确规定对方该干什么就越不可能，也不合适”。之后契约理论朝两个方向发展，一个是完全契约理论，另一个是不完全契约理论。阿尔钦和德姆塞茨（1972）^[31]主张完全契约理论，认为委托人和代理人能够遇见未来所有的或然状况，并制定最优的风险分担和收入转移机制来实现约束条件的次有效率。而不完全契约理论认为，契约是不完全的，当事人的有限理性和资产专用型会导致敲竹杠问题，契约期限越

长，越可能不完全，无法规定详细的条款。

刘迎霜（2009）^[32]认为公司契约机制中，所有的公司内部关系的形成都是“契约”选择的结果，而不是现实法律所创制的，国家的强制性法律规定不能对公司内部主体之间的关系进行规制，因为这些关系都是可以由各个契约的当事人进行自由的磋商和博弈，进而通过合意建立的，经由这种方式确立的关系也通常被认为是最高效率的。

席龙胜（2013）^[33]认为只有企业契约中各利益相关者的利益都得到满足时，企业契约关系才能维持平衡，企业才能可持续发展。当某一方觉得自己的利益得不到满足时，可能会退出与企业的契约，而另一些主体可能会觉得有利可图而进入契约。利益相关者契约理论所追求的是促进利益相关者之间的合作，使企业制度具有更大的灵活性，实现效率和公平的统一。

2.1.6 银行业优先股发行及其他资本工具融资研究

杨海平（2014）^[34]认为在 2013、2014 年，尽管优先股法规已正式出台，但是就发行配套规则、审批程序、发行条件、合格标准等核心内容仍有待进一步明确。与此同时由于当时市场环境相对低迷，优化发行市场，拓展投资者群体是我国优先股发展初期亟待解决的问题。尹继志（2014）^[35]认为银行推进新型资本工具发行应当先易后难，并依托市场的发展推进资本工具创新。许争（2015）^[36]认为我国中小商业银行资本补充的主要来源是留存收益，大型商业银行由于其外部环境较为优越，对外源资本的依赖程度较高。总体看我国商业银行的资本补充工具单一，二级资本工具过于依赖次级债。武静云（2015）^[37]认为优先股作为我国重点支持的融资模式，未来将会有重要看点。但作为商业银行本身来讲，应当结合自身实际构建相对稳定的资本补充机制。李润生（2016）^[38]认为目前我国银行优先股思路过于保守，仍然只是将优先股作为一种政策工具，局限性较大，应当积极推进改革。王丝雨（2016）^[39]认为由于优先股对于降低系统性风险的作用不明显，银行应当较少发行优先股。夏熹（2016）^[40]认为优先股应当作为长期资本补充的首选，但要控制优先股的发行和赎回节奏，降低优先股的整体股息成本。

2.2 文献评述

从国内外研究的情况来看，国外对于优先股发行、政策制定、影响因素的研

究相对于我国来说要早很多。国外早期研究主要基于融资优序理论等分析优先股的存在必要性，之后则通过实证 研究的方法探寻优先股发行对资本市场各个方面的影响。我国优先股起步较晚，国内学者更多地侧重于对优先股渊源以及保护各利益相关者的角度进行探索。

总体来看学界对于优先股投资者权益保护的态度相对一致，但是对于优先股是否应当大面积推广还存在一定分歧。

第三章 相关理论基础及概念界定

3.1 相关理论基础

3.1.1 融资优序理论

“融资优序理论”是 Myers 和 Majluf 于 1984 年在研究非对称信息对企业融资成本的影响时提出的。这一理论的主要观点为：公司偏好内部融资；如果需要外部融资，公司首先选择最安全的证券，即先考虑债务融资，然后考虑混合证券融资；最后才是股权融资。

观点认为债务比例只是融资结果的累积，因此从优序理论看待融资问题时，无需考虑企业的最优资本结构以及目标资产负债比。但是融资优序理论不能解释部分企业在本可以采用债务融资的情况下，优先使用股权融资的原因^[41]。

3.1.2 制度变迁理论

本节所简述的“制度变迁理论”，是美国经济学家 Douglass C. North 基于新制度经济学所提出的。该理论提出。制度是由正式制约（如法律）、非正式制约（如风俗习惯、宗教等）和它们的实施者三个要素组成的；制度变迁是指新的制度产生、替代或改变旧有制度的过程，是一种效率更高的制度替代了原制度。

根据制度变迁理论，制度变迁包括诱致性制度变迁和强制性制度变迁。

诱致性制度变迁的程序是自下而上的，改革的主体源于基层，其形成的原因是由于个人或群体受新制度获利机会的引诱后，自发倡导、组织和实现的制度变迁。

强制性制度变迁的程序是自上而下的，改革的主体是政府或者立法者，以制定新法或颁布行政法规的方式实行制度变迁。

3.1.3 经济后果学说

1997 年 Scott 在其著作《财务会计理论》中提出：“不论有效证券市场理论的含义如何，会计政策的选择都会影响公司的价值。”这一观点为经济后果学说的提出埋下了伏笔。

1978 年 Zeff 在他的文章中对“经济后果”的概念进行了提炼，其观点为：“经济后果是会计报告对企业、政府、利益相关者决策行为影响。”

3.2 优先股概述

3.2.1 优先股的定义

优先股是相对于普通股而言的，根据国务院《关于开展优先股试点的指导意见》中所描述，在我国，优先股是指依照《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。

3.2.2 我国优先股制度的渊源及现状

早在 1989 年前后，我国曾有三家公司发行过优先股，但由于 1993 年我国的《公司法》仅在第一百三十五条规定：“国务院可以对公司发行本法规定的股票以外的其他种类的股票，另行作出规定。”而未具体对优先股进行明确的规定，导致一般企业不敢轻举妄动，进而使得优先股在我国一度沉寂。与此同时，由于国内法律法规较为落后，当时我国尚未形成会计准则。将优先股按金融负债与权益工具区分更是无从谈起。

1995 年 6 月国际会计准则理事会（IASB）发布了《国际会计准则第 32 号—金融工具：列报》(IAS32)，这一细则对金融工具的列示和披露进行了规范。1998 年 IASB 发布了《国际会计准则第 39 号—金融工具：确认和计量》(IAS39)，这一细则进一步明确了金融负债和权益工具的含义，以及后续计量、核算的方法。

《IAS39》中对金融负债和权益工具做出了如下定义：

金融负债是指属于下列合同义务的负债：（1）向另一个企业交付现金或另一金融资产的合同义务；（2）在潜在不利的条件下，与另一个企业交换金融工具的合同义务。

权益工具是指证明拥有企业资产（扣除所有负债）中的剩余权益的合同。

国际会计准则对金融负债和权益工具确认的规定为后期我国制定相关准则奠定了基础。

2006 年我国出台了《企业会计准则》。其中《第 37 号—金融工具列报》对

我国企业金融工具的确认进行了规范。为了紧跟国际步伐，我国对该事项制定的细则与国际会计准则基本一致。

虽然我国已规范了金融工具确认方式，但优先股的“合法”发行依旧未落地。直至 2013 年 11 月，距 93 版《公司法》颁布 20 年后，国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》，才正式确立了优先股的“合法化”。《指导意见》明确了优先股的基本含义、股东权益及义务等事项。2014 年 3 月，财政部发布了《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》，对优先股、永续债等新型融资方式的会计处理进行了规定。随后，证监会依照国务院《指导意见》发布了《优先股试点管理办法》，进一步规范了优先股的发行。

同年 4 月，银监会、证监会联合发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》，明确了优先股作为特定资本工具的合格标准，同时对商业银行发行优先股的申请条件、程序及要件进行了规范。

时至今日，上述我国关于优先股的制度仍在沿用，未进行过修改或增删。

3.2.3 优先股的特征

相较于普通股，公司发行的优先股存在如下特征：

1 有事先设定的股利收益率。

与普通股不同，在发行之初公司会通过询价的方式设定本次发行优先股的股利收益率。收益率一经过会确认，在一定的时期内优先股股东将依据这个确定的收益率，在每年的派息日按照优先股票面值乘收益率得到的数字在公司利润分配之前获得固定股利。换言之，优先股的股利通常不会根据公司当年经营情况的好坏而发生增减变化，也不会影响到公司的利润分配。

2 权利范围较小。

根据公司发行优先股条款的设定，优先股股东通常不参与公司重大经营的投票表决，优先股股东也没有选举权和被选举权。只有在两种情况下优先股股东才拥有投票资格。第一种情况是，当公司重大事项影响到优先股股东权益时，优先股股东有投票表决资格；第二种情况是，当公司多年未分配优先股股利时，优先股股东将拥有普通股股东同等的投票表决资格，直至公司足额补发优先股股利后，这种资格归于消灭。

3 优先受偿权。

根据公司法规定，当企业分配分发股利、利息时，优先股股东获得股利的顺序在普通股股东之前。当公司面临破产清算时，优先股股东的投资额求偿权在普通股股东之前。

3.2.4 优先股分类

基于不同的发行条款，优先股大致有四种分类方式：累积优先股和非累积优先股、参与分配的优先股和不参与分配的优先股、可转换优先股和不可转换优先股、可赎回优先股和不可赎回优先股、股息可调优先股和股息不可调优先股。

1 按股息是否累积分类

所谓“累积”与“非累积”是针对应发而未发的优先股股利而言的，指公司在某个时期内盈利不足以支付优先股股息时，是否将所欠优先股股息累积到下一年度或下一个盈利年度，在普通股分派红利前，连同该年的优先股股息一并发放。

我国开始设立优先股试点后，未全面要求采取“法定累积制”，仅要求公开发行优先股的公司对未向优先股股东足额派发股息的差额部分应当累积到下一会计年度。但是就商业银行而言，中国银监会、中国证监会发布的《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》对商业银行优先股股息累积问题进行了规范。根据制度规定，商业银行发行的优先股，未向优先股股东足额派发的股息不累积到下一计息年度。

2 按是否参与公司利润分配分类

参与利润分配是指优先股股东与普通股股东一同分配所得税纳税后的净利润。参与分配优先股的股东不仅可以按照合同约定分得当年的固定股息，还有权与普通股股东一起分配公司净利润。在我国目前的行政法规未对此进行硬性要求，仅要求发行公司在发行条款中对此事项的选择进行注明。目前我国已发行的优先股中均采用不可参与分配的方式对发行条款进行约定。

3 按是否可以转换分类

所谓“可转换”，是指在特定的条件或者条款中所称的“触发事件”下优先股将转换为公司普通股或者公司债券。通常情况下，首次发行优先股的公司会变更其公司章程，重新规定本公司优先股转换为普通股或公司债券的规定，并发行条款

中对转换的条件、价格以及比例等事项进行详细说明。

根据中国银监会、中国证监会《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》所提出的要求，商业银行应根据《商业银行资本管理办法（试行）》和《优先股试点管理办法》的规定，在优先股发行条款中设置强制转换普通股的条目，并采取非公开形式发行。基于以上规定，我国已发行的优先股均设置了强制转换条款。

4 按是否可赎回、回售分类

赎回权是基于发行人的角度进行规定的，而回售权是基于投资者角度进行规定的。通常情况下，赎回权与回售权非法定强制要求设立，可由发行方在合约中设置格式条款，在与投资者达成意思表示一致后，权利自发行之日起生效。

依照我国现行行政法规及规章，非银行企业发行优先股可以设置赎回及回售条款，即发行公司可以按照一定的价格从投资者手中赎回原发行优先股或投资者要求按一定价格将其持有的优先股回售给发行公司；而银行企业需要遵循《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》的规定，禁止发行附有回售条款的优先股，但赎回权可以依照《商业银行资本管理办法（试行）》的要求进行设立。

5 按股息率是否可调分类

股息率可调是指在优先股发行一定时期后，公司根据市场环境的变化对优先股股息率进行调整。这种调整与公司经营状况无关，在我国，调整的比较对象主要是3月期的短期国库债券、10年期、20年期的长期国库债券的利率。

由于这种调整与公司经营状况无关，这种调整可以保护股票持有者的利益；同时，就发行公司而言，开展调整行为以及事先约定未来股息率可调，能促进优先股的发行，并进一步为公司形象带来积极作用。

3.2.5 优先股确认方式

优先股作为一种复合型融资工具，既具有股的性质，也具有债的性质。基于发行条款设计的不同，在会计确认方面，对优先股的会计记账处理会存在不同。

根据《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》的要求，我国企业发行的优先股确认方式应当按照其合同条款以及所反映的经济实质，利用权益工

具与金融负债的区分原则，正确地对其进行会计确认分类，不可简单依照监管规定或者发行工具的名称进行会计处理。

本节将分别阐述将优先股确认为金融负债以及权益工具所需要满足的条件，并对比二者的差异。

1 确认为金融负债需要满足的条件及入账方式

《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》第二条第一款对筹资款能否被确认为金融负债进行了规范。规定指出，企业符合下列条件之一的负债属于金融负债：

- 1) 向其他方交付现金或其他金融资产合同义务；
- 2) 在潜在不利条件下，与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；
- 3) 将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的非衍生工具合同，且企业根据该合同将交付可变数量的自身权益工具；
- 4) 将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的衍生工具合同，但以固定数量的自身权益工具交换固定金额的现金或其他金融资产的衍生工具合同除外。

当优先股的发行条款满足确认为金融负债时，发行方应当按实际收到的金额，借记“银行存款”或“存放中央银行款项”等科目，按优先股面值，贷记“应付债券—优先股”科目，按其差额，贷记或借记“应付债券—优先股（利息调整）”科目。

如果存续期内计提利息或对账面利息调整进行变更时，应当按照金融工具确认和计量准则中有关金融负债按摊余成本后续计量的规定进行会计处理。

2 确认为权益工具需要满足的条件及入账方式

相比确认为金融负债的成立条件，权益工具的确认条件更为苛刻。在《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》第二条第二款中，权益工具首先被定义为：能证明拥有某个企业在扣除所有负债后的资产中剩余权益的合同。

在此基础上，确认为权益工具还同时满足下列条件的，发行方才应当将发行的该种金融工具分类为权益工具：

- 1) 该金融工具不包括交付现金或其他金融资产给其他方，或在潜在不利条件下与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；
- 2) 将来须用或可用企业自身权益工具结算该金融工具的，如该金融工具为

非衍生工具，不包括交付可变数量的自身权益工具进行结算的合同义务；如为衍生工具，企业只能通过以固定数量的自身权益工具交换固定金额的现金或其他金融资产结算该金融工具。

当优先股的发行条件满足权益工具确认条件时，发行方应按照实际收到的金额，借记“银行存款”或“存放中央银行款项”等科目，贷记“其他权益工具—优先股”科目。

当其确认为权益工具后，存续期间发生股利分配的，应作为利润分配处理。发行方应当根据之前合同双方达成的有关优先股认购协议，以及经公司决策层批准的股利分配方案，按应分配给优先股持有人的股利金额，借记“利润分配—应付优先股股利”科目，贷记“应付股利—优先股股利”科目。

3 优先股不同方式确认的比较

基于上述说明可以发现，将优先股确认为金融负债或权益工具的判别点主要在于四个方面：

- 1) 是否具有交付现金或其他金融资产的义务；
- 2) 在潜在不利条件下，是否存在与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；
- 3) 未来如须用自身权益工具进行结算，需用何等权益工具进行结算；
- 4) 对上述条件的可选择方式。

而这四个方面其实质对应了四个较为核心的因素：到期日、付息选择权、回购选择权和转股方式。

有到期日意味着期满发行方需要向投资者偿还本金，这属于交付现金或其他金融资产的义务；

付息选择权体现在若需法定强制支付利息则应当确认为负债，若可自主决定选择性付息或不按期付息则应当确认为权益，这一点也属于交付现金或其他金融资产的义务；

回购往往发生在一些不利因素发生时，这种不利因素可能是针对投资者或者发行者的任何一方。如果这种权利由投资者掌握，投资者要求发行方回购，则该种金融工具应当确认为负债；如果权利由发行方掌握，即所谓“触发事件”发生时，发行方强制回购，则应当将其确认为权益。这一点属于在潜在不利条件下，交换

金融资产或金融负债的义务。

转股形式较为直观的体现在自身权益工具结算这一点，如果是“固定换固定”则应当属于权益工具；如果不满足“固定换固定”则应当将其归为金融负债。

两者的不同点对比如表 3.1 所示：

表 3.1 金融负债与权益工具异同点对比

工具类型		金融负债	权益工具
交付现金或其他金融资产的义务		可能无法无条件避免以交付现金或其他金融资产来履行合同义务。有到期日、强制付息	可以避免此两项义务中其中一项或可完全避免的。无到期日、无需强制付息、回购选择权归发行方所有。
在潜在不利条件下，交换金融资产或金融负债的合同义务		在潜在不利条件下，可能存在与其他方交换金融资产或金融负债的义务。回购选择权归投资者所有。	
通过自身权益工具进行结算的方式	非衍生工具	未来企业需根据该合同交付可变数量的自身权益工具。	没有交付可变数量的自身权益工具进行结算的合同义务。
	衍生工具	发行方以固定数量的自身权益工具交换可变金额的现金或其他金融资产，或以可变数量的自身权益工具交换固定金额现金或其他金融资产，或在转换价格不固定的情况下以可变数量的自身权益工具交换可变金额现金或其他金融资产。	发行方只能通过以固定数量的自身权益工具交换固定金额的现金或其他金融资产结算该金融工具。
条件满足可选择性		满足其中一个条件，即符合金融负债确认条件。	上述条件同时满足，且符合权益工具基本定义，即满足权益工具确认条件。

第四章 我国银行业优先股发行情况及中国银行情况概述

4.1 我国银行业优先股发行情况概述

2012 年全世界都处在后金融危机时代的阴霾之中，国际局势纷繁复杂。我国资本市场也不例外，如图 4.1 所示，在经历了千点暴跌的股灾之后，A 股市场一直处在漫长的熊市之中，直至 2013 年后期才逐渐出现了股指多次触底止跌的局面，市场环境逐渐回暖。

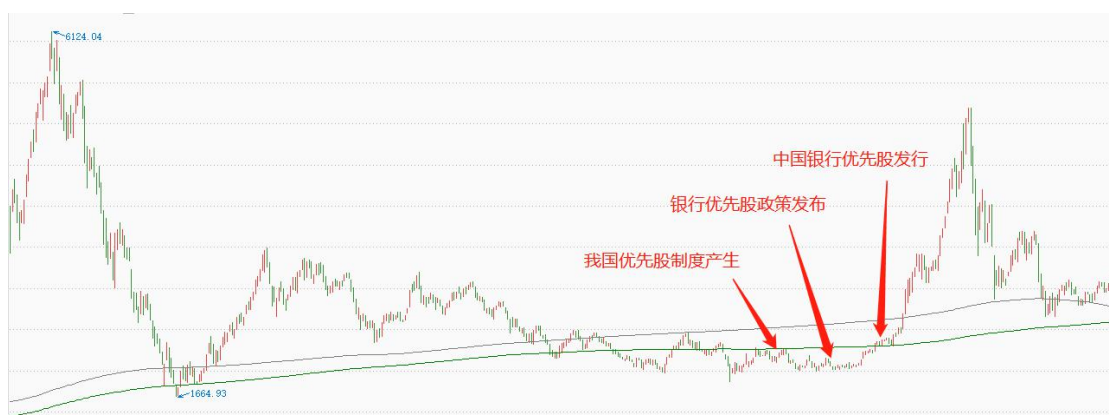


图 4.1 2013 年前后我国上证指数走势图

面对金融危机后复杂多变的国际环境和缓慢复苏的经济环境，中国银监会借鉴巴塞尔委员会的 Basel II、Basel III 监管要求，颁布了《商业银行资本管理办法》，并于 2013 年 1 月 1 日起正式实行，对商业银行的资本质量及资本充足率均提出了更高要求。要求到 2018 年底，国内非系统重要性银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率要分别达到 7.5%、8.5%、10.5%；国内系统重要性银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率则要达到 8.5%、9.5%、11.5%，过渡期内各充足率数据如表 4.1 所示。在此之前，银监会曾表示如果某银行资本充足率不达标，将不允许其新增大额贷款项目。

表 4.1 我国银行资本充足率逐年最低要求

银行类别	项目	2013 年 底	2014 年 底	2015 年 底	2016 年 底	2017 年 底	2018 年 底
系统重要性银行	核心一级 资本充足 率	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
	一级资本 充足率	7.5%	7.9%	8.3%	8.7%	9.1%	9.5%
	资本充足 率	9.5%	9.9%	10.3%	10.7%	11.1%	11.5%
非系统重 要性银行	核心一级 资本充足 率	5.5%	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.5%
	一级资本 充足率	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
	资本充足 率	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%	10.1%	10.5%

基于《国务院关于开展优先股试点的指导意见》、《商业银行资本管理办法》以及《优先股试点管理办法》等规定，2014 年 4 月 3 日银监会发布了《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》（下文简称《指导意见》）。该指导意见旨在进一步规范商业银行优先股发行，提升商业银行资本质量，并保护利益相关方的合法权益。迄今为止，该指导意见仍然对我国银行业优先股的发行起到规范和引导作用。

通过比对证监会发布的《优先股试点管理办法》与银监会与证监会联合颁布的《关于优先股补充一级资本的指导意见》可以发现，前者是普适制度，后者直接针对银行。而后者的规定进一步缩小了银行发行优先股条款设计的可选余地。

《指导意见》明确要求银行发行优先股应当在发行合约中明确有权取消优先股股息支付，且不累计未足额派发的股息；同时，发行包含强制转股条款的优先股时，应当采取非公开方式发行。

国家行政法规和行业专项指导意见的发布，使得银行优先股如雨后春笋般出现在中国资本市场中。根据我国上海、深圳两大证券交易所官网披露数据统计，截止 2018 年底，全国共有 22 家商业银行基于上述规定以非公开形式在我国境内发行了优先股，累计发行总额 5123 亿元人民币，各年发行优先股情况图 4.2 所示。从各家银行优先股认购情况看，认购方主要是我国的保险企业、烟草公司、基金公司。

图 4.2 2014~2018 年我国银行优先股各年发行金额

年份	2014	2015	2016	2017	2018
金额（亿元）	1000	2095	1578	200	250

其中有四家银行，分为是浦发银行、中国农业银行、中国银行、兴业银行，在《指导意见》发布后于当年便开始了优先股发行的准备工作并上报证监会审批，其发行条件、发行数量如表 4.2 所示。

表 4.2 我国四家早期银行优先股发行条款对比

	浦发银行	中国农业银行	中国银行	兴业银行
预案披露时间	2014 年 4 月 30 日	2014 年 5 月 9 日	2014 年 5 月 14 日	2014 年 6 月 7 日
发行规模	募集资金总额不超过人民币 300 亿元，其中 2014 年募集资金不超过人民币 150 亿元。采取分次发行，2014 年第一期实际发行量为 1.5 亿股，募集金额 150 亿元。	核准非公开发行不超过 8 亿股，募集金额不超过 800 亿元。采取分次发行，2014 年第一期实际发行量为 4 亿股，募集金额 400 亿元。	不超过 600 亿元，其中 2014 年发行 3.2 亿股，募集金额 320 亿元。	本次拟发行的优先股总额不超过人民币 260 亿元。其中，2014 年发行优先股 1.3 亿股，募集资金总额 130 亿元。
发行方式	境内非公开发行	境内非公开发行	境内非公开发行	境内非公开发行
会计确认方式	权益工具	权益工具	权益工具	权益工具

	浦发银行	中国农业银行	中国银行	兴业银行
股息发放条件	<p>公司有权取消本次优先股派息，且不构成违约事件。</p> <p>除非本行决议完全派发当期优先股股息，否则本行将不会向普通股股东进行利润分配。</p>	<p>公司有权取消本次优先股派息，且不构成违约事件。</p> <p>除非本行决议完全派发当期优先股股息，否则本行将不会向普通股股东进行利润分配。</p>	<p>本次优先股股东派发股息的顺序在普通股股东之前。</p> <p>本行有权取消本次优先股的派息，且不构成违约事件。本行可以自由支配取消派息的收益用于偿付其他到期债务。</p> <p>如果发生取消部分股息支付的情况，本行将按照相同的数量比例对本次优先股股东进行支付。</p>	<p>本次优先股股东派发股息的顺序在普通股股东之前。</p> <p>本行有权取消本次优先股的派息，且不构成违约事件。本行可以自由支配取消派息的收益用于偿付其他到期债务。</p> <p>如果发生取消部分股息支付的情况，本行将按照相同的数量比例对本次优先股股东进行支付。</p>
票面股息率确认原则	<p>本次发行的优先股采用分阶段调整的票面股息率，即在一个5年的股息率调整期内以固定股息率支付股息。结合发行时的国家政策、市场状况、</p>	<p>本次发行的优先股以5年为一个股息率调整期，即股息率每5年调整一次，每个股息率调整期内每年以约定的相同票面股息率支付。首个股息率</p>	<p>本次发行的优先股采取固定股息率，票面股息率为6.0%，在存续期内不变。本次非公开发行优先股的票面股息率不高于发行前最近两个会计年度的年均</p>	<p>本次发行的优先股，自缴款截止日起每五年为一个计息周期，每个计息周期内股息率相同。结合发行时国家政策、市场状况、本行具体情况以</p>

	浦发银行	中国农业银行	中国银行	兴业银行
	公司具体情况以及投资者要求等因素，通过询价方式或监管机构认可的其他方式确定票面股息率，且票面股息率不得高于公司本次发行前最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。票面股息率为 6%	调整期的股息率通过询价方式确定为 6.00%。本次发行的优先股票面股息率不高于本行最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。	加权平均净资产收益率。	及投资者要求等因素，通过询价方式确定为 6.00%。本次发行的优先股股息率不高于发行前本行最近两个会计年度普通股股东的年均加权平均净资产收益率。
股息支付方式	以现金方式支付，每年支付一次。	以现金方式支付，每年支付一次。	以现金的形式向本次优先股股东支付股息。每年派息一次	本行以现金形式支付优先股股息。
股息是否累计	否	否	否	否
募集资金用途	补充其他一级资本	补充其他一级资本	补充其他一级资本	补充其他一级资本
回售条款	本次发行的优先股不设置投资者回售条款，优先股股东无权向公司回售其所持有的优先股。	不设置投资者回售条款	不设置投资者回售条款	不设置投资者回售条款
赎回条款	经相关监管部门	本次优先股发行	本次优先股无到	本次优先股无到

	浦发银行	中国农业银行	中国银行	兴业银行
	批准，公司有权行使赎回权，赎回全部或部分本次发行的优先股。	设置发行人有条件赎回条款，优先股股东无权要求本行赎回优先股。	期日，根据中国银监会的相关规定，本行对本次优先股没有行使赎回权的计划，投资者也不应形成本次优先股的赎回权将被行使的预期。	期日，根据中国银监会的相关规定，本行对本次优先股没有行使赎回权的计划，投资者也不应形成本次优先股的赎回权将被行使的预期。

由表中信息所示，这四家商业银行制定的优先股发行条款有很多相似之处：

- （1）均为非公开发行；
- （2）均将优先股确认为权益工具；
- （3）均有权取消优先股派息，并不构成违约条件；
- （4）四家的优先股票面利率均相同；
- （5）在未足额派发股息时，均不将优先股股息累计到下一年度；
- （6）募集资金用途均为补充其他一级资本；
- （7）均不设置回售条款和赎回条款。

4.2 中国银行基本情况概述

4.2.1 中国银行历史发展情况

中国银行是中国持续经营时间最久的银行。1912年2月，经孙中山先生批准，中国银行正式成立。从1912年至1949年，中国银行先后行使中央银行、国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能。1949年以后，中国银行长期作为国家外汇外贸专业银行，统一经营管理国家外汇，开展国际贸易结算、侨汇和其他非贸易外汇业务，大力支持外贸发展和经济建设。1994年，中国银行改为国有独资商业银行。

2004年8月，中国银行股份有限公司挂牌成立。2006年6月、7月，中国

银行先后在香港联交所和上海证券交易所成功挂牌上市，成为国内首家“A+H”发行上市的中国商业银行。

2011 年，中国银行首次入选全球系统重要性银行。入选全球系统重要性银行，其运行成果指标将满足《巴塞尔协议》所设置的监管要求。其中“一级资本充足率”与“核心一级资本充足率”是其考察的重要指标。在当时的制度背景下，中国银行主要靠直接扩充核心一级资本以及增加二级资本以达到监管要求。

2014 年 4 月随着银监会有关优先股的政策出台后，为进一步充实资本，增强自身持续发展能力，中国银行便于次月率先发布优先股发行预案并就公司章程有关优先股的修订事宜以及发行优先股的申请报批银监会。同年 8 月中国银行收到银监会的同意批复后随即向证监会做出申请，并于 9 月获得证监会核准。

中国银行首次优先股发行申请发行优先股总额不超过 6 亿股，并采取分次、非公开的形式向符合条件的发行对象以票面金额平价发行。第一期优先股共发行 3.2 亿股，2014 年 11 月经验资方安永华明会计师事务所核定，中国银行第一期优先股发行共收到认购款 320 亿元。次年 3 月中国银行将剩下的 2.8 亿股进行非公开发行。6 亿优先股完全发行后，中国银行资本充足率由原来的 12.46% 上升到 13.09%，一级资本充足率由 9.7% 上升至 10.34%。

2018 年，中国银行再次入选全球系统重要性银行，成为新兴市场经济体中唯一连续 8 年入选的金融机构。由于中国银行全球系统重要性提升，自 2019 年起对中国银行的最低监管标准由过去的资本充足率、一级资本充足率、核心资本充足率应分别不低于 11.5%、9.5%、8.5% 提升至 12%、10%、9%。为此中国银行于 2018 年 10 月公布将在中国境内非公开发行总数不超过 12 亿股的优先股。

中国银行一直保持稳健运行。常年着力服务实体经济，认真防范化解金融风险，持续推进双向开放。扎实推进普惠金融发展，着力解决小微企业和民营企业“融资难、融资贵”问题。加强金融市场乱象整治，推动结构性去杠杆，强化重点领域风险防范及处置。为推进金融科技创新，提升银行业金融机构服务质效做出了巨大贡献。

从中国银行年报上显示 2018 年 12 月 31 日中国银行实现净利润 1924.35 亿元、每股收益 0.59 元；资产总额达到 212672.75 亿元，资产负债率为 91.89%；一级资本充足率达到 12.27%、核心一级资本充足率达到 11.41%。

4.2.2 中国银行发行优先股情况及影响

2014 年 4 月银监会关于发行优先股补充一级资本的政策文件出台后，同年 5 月中国银行便召开了临时董事会，通过了《关于中国银行股份有限公司境内非公开发行优先股方案的议案》，次月被股东大会的审议通过。在经历了 3 个月的程序性审批后，9 月 23 日，中国银行优先股发行得到了证监会的同意批复文件。2014 年 11 月，中国银行收到了足额缴纳的认购款，一周后正式登记托管。中国银行首次发行优先股的历程如图 4.3 所示。

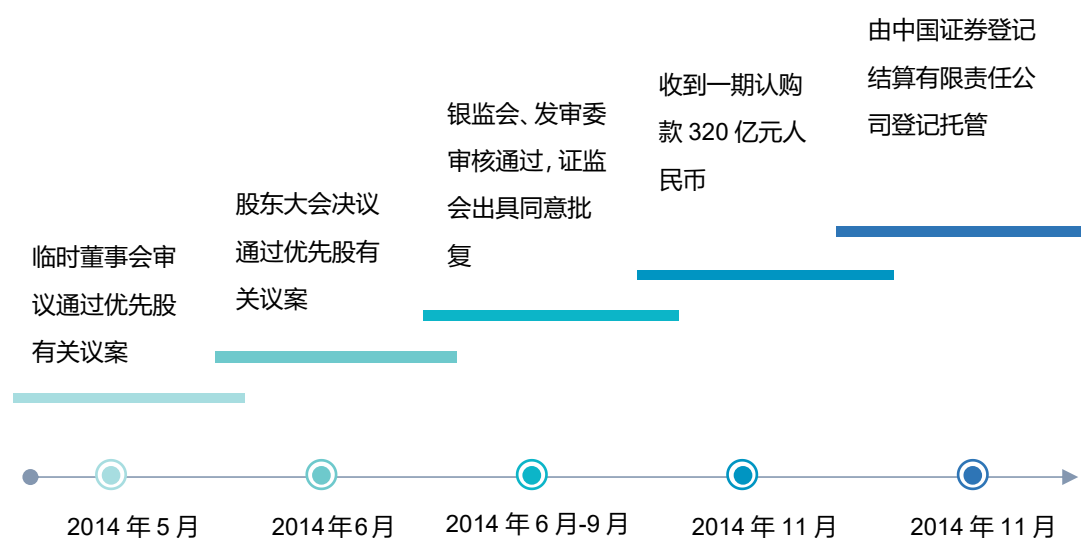


图 4.3 中国银行首期优先股发行发展过程

中国银行首次优先股发行申请发行优先股总额不超过 6 亿股，并采取分次、非公开的形式向符合条件的发行对象以票面金额平价发行。第一期优先股共发行 3.2 亿股，2014 年 11 月经验资方安永华明会计师事务所核定，中国银行第一期优先股发行共收到认购款 320 亿元。次年 3 月中国银行将剩下的 2.8 亿股进行非公开发行。6 亿优先股完全发行后，中国银行资本充足率由原来的 12.46% 上升到 13.09%，一级资本充足率由 9.7% 上升至 10.34%。

中国银行首发优先股的一期、二期发行后，中国银行在上海证券交易所挂牌上市的普通股股价也应声上涨，其股价变化情况如图 4.4 所示，整体涨幅达到了 150%。

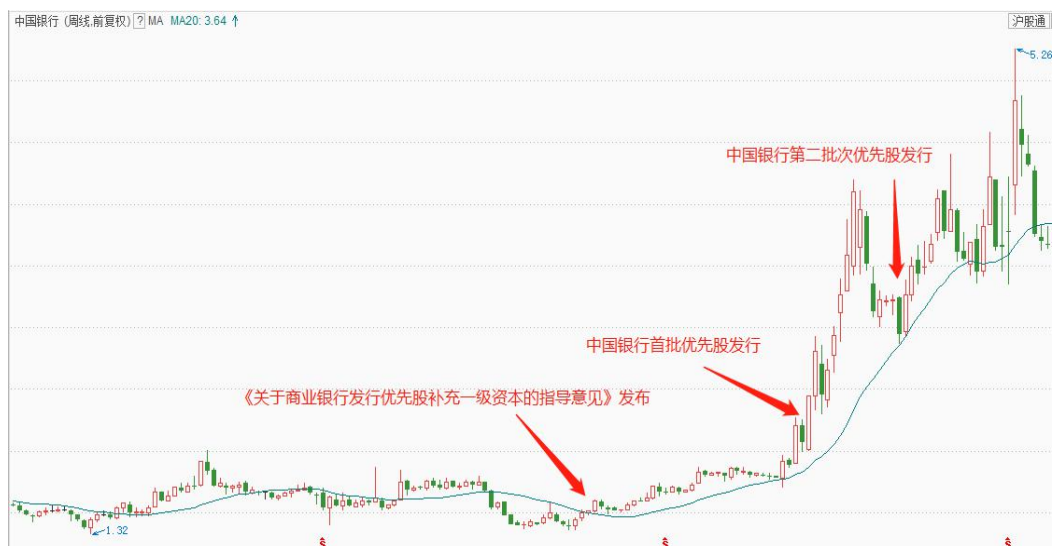


图 4.4 中国银行 2014 年发行优先股前后股价变化走势图

2018 年 10 月中国银行公布将在中国境内非公开发行总数不超过 12 亿股的优先股，目前已通过核准但尚未正式发行。

4.2.3 中国银行战略发展情况

根据中国银行公布的 2014 年和 2018 年《社会责任报告》显示，中国银行将其战略重心主要放在了以下四个方面：服务实体经济、防范金融风险、助力脱贫攻坚、发展普惠金融。四年来，中国银行的战略方向在基本保持稳定的情况下，紧跟国内国际发展的脚步，不断提升战略目标。

服务实体经济主要表现在：促进区域协调发展、推动经济转型升级、支持重大项目建设、倾力支持民营经济。中国银行始终响应国家区域发展的战略，从金融服务出发助力国家重点战略区域协同发展。与此同时，深入推进信贷结构优化，加大对重点行业和新兴产业的信贷支持；为国家重大工程项目的中长期融资需求提供保障；并进一步提高民营企业授信占比，降低其信贷成本。

防范金融风险主要表现为：强化风险管控、推进合规建设。具体体现在密切跟踪市场波动，积极开展前瞻性风险分析，优化风险预警机制；尽全力保护股东权利，优化信息披露机制，并积极促进与投资者间的沟通；

助力脱贫攻坚主要表现为：坚持定点扶贫、深化金融扶贫。中国银行将持续加大对贫困地区小微企业和个人的支持力度，加强信贷投放，建立绿色扶贫信贷通道，为扶贫类项目优先审批，并给予利率优惠，助力贫困地区加快脱贫。

发展普惠金融主要表现为：服务民生工程、扶持小微企业、创新惠民金融、助推乡村振兴。中国银行表示，将在未来年度中为交通基础设施建设提供长期稳定的金融支持，为棚户区改造和住房租赁提供全面的金融服务，并为小微企业提供帮助，进一步解决小微企业“融资难、融资贵”问题。

第五章 中国银行融资成本及经营成果分析

根据《中国银行优先股发行公告》所示，中国银行发行优先股是为补充资本。按照《商业银行资本管理办法》所规定，判断银行的资本是否充足主要是考核银行的“核心一级资本率”、“一级资本率”、“资本充足率”是否满足管理办法的要求。依照 2012 版《管理办法》的规定，到 2014 年底系统重要性银行的资本充足率和一级资本充足率需达到 9.9%和 6.9%；到 2018 年底资本充足率和一级资本充足率分别不低于 11.5%和 9.5%。

其中补充核心一级资本的方式包括：定增、配股、可转债；补充其他一级资本的方式有：优先股、永续债（2019 年 1 月新增）；补充二级资本的方式包括：二级资本债；

本章将首先选取上述在 2014 年已存在于银行业市场的两类最为常见的融资方式：定向增发普通股、发行二级资本债与优先股融资从融资成本及经营成果的角度进行对比；然后将 2019 年 1 月最新开放的银行永续债与 2018 年中国银行已宣告但未正式发行的优先股单独进行对比。

为便于计算和对比，对本章优先股、二级资本债、普通股融资方式共同需要的数据信息作如下假设：

- 1) 各类发行方式的发行金额均以 2014 年 11 月中国银行宣告的境内优先股发行数额 320 亿元人民币为标准，发行时间均为 2014 年 11 月 21 日；
- 2) 测算过程中将 2016 年分派的 2015 年普通股股利直接体现在 2015 年年报中；
- 3) 2014 年中国银行 320 亿元融资仅选取上述四种融资方式中的一种。

通过查询中国银行 2015 年年报可获得各年基本数据，如表 5.1 所示。根据历年数据发现中国银行归母净利润占总净利润的比基本保持在 94%，本节在计算中国银行用其它方式融资时归母净利润占总净利润比例保持不变。

表 5.1 中国银行 2015 年利润表基本数据

单位：人民币亿元

年份	2015
营业收入	4743.21
利息支出	2864.06
营业成本	2439.45
营业外收入	19.25
营业外支出	7.3
利润总额	2315.71
原有优先股股息	31.16
普通股股数（亿股）	1957.42

5.1 案例公司在不同融资方式下融资成本分析

从中国银行历史融资情况看，融资过程中的发行费用占实际融资金额的比重不到 1%，为便于计算，本章所考虑的融资成本不考虑承销费、律师费、审计费等筹资费用，仅指各融资方式在其对应的派股付息日，发行方向投资者支付款项，即用资费用。

5.1.1 优先股融资方式下融资成本测算

根据中国银行 2014 年优先股发行公告所示，此次发行优先股无到期日，每张票面值为 100 元，并以票面金额平价、非公开发行。票面股息率采取可分阶段调整的股息率，每隔一定时间后重置一次，票面利率的设定采取询价的方式。公告显示，经过询价，本次发行的优先股采取固定股息率，票面股息率为 6%，该利率在存续期内保持不变。

2015 年 11 月 16 日，中国银行发布本期优先股股息派发方案，按照本期优先股票面股息率 6% 计算，每股优先股可获得现金股息人民币 6 元。该期发行量为 3.2 亿。

由此可以得出本年的股利发放日中国银行将向这批新认购优先股的股东发放的总股息为 19.2 亿元（320 亿元×6%）。

5.1.2 普通股融资方式下融资成本测算

根据《上市公司证券发行管理办法》第三十八条第一款之规定，上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十。由于本节所描述的定增普通股融资为假设情景，无法准确假设董事会决议公告日、股东大会决议公告日，因此股票发行价格的定价基准日为发行日，计算方式如公式（1）所示。

定价基准日前 20 个交易日股票交易均价= $\frac{\text{定价基准日前 20 个交易日股票交易总额}}{\text{定价基准日前 20 个交易日股票交易总量}}$ ······（1）

通过东方财富软件对中国银行 2014 年 11 月 21 日前 20 个交易日的股票交易情况进行区域统计，具体数据如图 5.1 所示。20 个交易日内中国银行股票交易总额为 155 亿元，股票交易总量为 52.11 亿股，可得到定价基准日前 20 个交易日股票交易均价为 2.97 元。故假设此次定增普通股定价为每股 2.97 元。进而推算出本次发行共新增普通股 107.74 亿股。



图 5.1 中国银行 2014 年 11 月 21 日前 20 个交易日交易情况统计

根据中国银行 2015 年年度利润表数据发现，参见表 5.2，中国银行向普通股股东派发现金红利金额基本占归属于母公司普通股股东净利润的 30.16%。由此假设在本节所涉及普通股股东所获得的现金红利依然占归母净利润的 30.16%，并假设无其他配股、送股情况发生。

表 5.2 中国银行 2015 年年度利润表现金红利情况

年份	2015
归母普通股股东净利润（亿元）	1707.95
现金红利（亿元）	515.18
现金红利占比%	30.16

基于本章对发行后营业收入等基本数据变化的假设，可以得出，在 2016 股权登记日之前，若无不在新增普通股，2015 年普通股总数为 3051.62 亿股。增发普通股不会影响归母净利润本身数额，但会降低每股股利金额。由此可推算出在此情况下每股股利为 0.169 元。进而得出用普通股进行融资，在 2015 年产生相对应的用自费率为 5.69%，合计用资费用为 18.20 亿元。

5.1.3 二级资本债融资方式下融资成本测算

二级资本债是指商业银行为增加二级资本公开发行的债券。在现行制度下，发行二级资本债是我国银行业扩充资本相对常用的一种途径。2014 年 8 月中国银行经中国银保监会核准发行了 400 亿元二级资本债。本节将参照 2014 年中国银行发行二级资本债的有关条款结合本章假设的初始条件对二级资本债融资方式下的发行成本进行测算。

二级资本债券每张票面值为 100 元，有到期日为 10 年，票面利率 5.8%。

2014 年中国银行发行二级资本债票面利率的确定方法为：基准利率加基本利差，基准利率由申购公告日前五个交易日中债国开债收益率曲线 5 年期品种到期收益率的算数平均数（四舍五入，取小数点后两位），公告日离正式起息日间隔三个工作日。当时所设定的基本利差为 0.86%。为便于计算，依然采用 0.86% 作为本节的基本利差，并按照 2014 年发行确定基准利率的方式获得本节所需基准利率。通过查询中债国开债 2014 年 11 月 17 日前五个交易日利率，得到基准利率为 3.91%，具体数据如表 5.3 所示，由此获得本节所使用的二级资本债收益率为 4.77%。

表 5.3 二级资本债票面利率测算情况

日期	11 月 11 日	11 月 12 日	11 月 13 日	11 月 14 日	11 月 17 日
利率%	3.73	3.82	3.89	4.01	4.10
算数平均数	3.91				
票面利率	4.77				

从上述的数据可以推之，到年末，中国银行将于付息日向二级资本债债权人支付共计 15.26 亿元的利息，并在发行日起第十年末时，这批二级资本债将面临偿还本金。

5.1.4 不同融资方式成本比对分析

通过将二级资本债、普通股这两种在当时已有的融资方式与优先股进行对比后发现，在融入相同资金后的第一个派股付息期里，从用资费率的角度看采取二级资本债融资的利率最低，为 4.77%；普通股用资费率略低于优先股为 5.69%；优先股利率 6%。与之相对应的，由于采用该种融资方式而需要付给投资方的金额二级资本债、优先股、普通股分别为：15.26 亿元、19.2 亿元、18.2 亿元。

5.2 案例公司在不同融资方式下年度经营成果测算分析

本节将基于不同融资方式结合中国银行 2015 年营业收入、营业成本、营业外收支情况，分析不同融资方式对经营成果的影响。为便于计算假设所得税率为 25%。

5.2.1 优先股融资方式下经营成果测算

采取优先股方式融资 320 亿元，并确认为权益工具。根据制度的规定，这部分融资所产生的股息将不能税前列支，不体现在利息支出项目中。结合前述得到的优先股股息率可得出，在 2015 年年末分派股息时将新增 19.2 亿元（100 元×3.2 亿股×6%）的优先股股息，归属于母公司普通股股东的净利润为 1582.45 亿元。由于普通股股数保持不变，故在此情况下普通股每股收益为 0.5375 元。数据参见表 5.4。

表 5.4 优先股融资方式经营成果情况

报表项目	数额
利息支出增加额（亿元）	0
利润总额（亿元）	2315.71
所得税费用（亿元）	578.93
净利润（亿元）	1736.78
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	1632.57
已发行优先股股息（亿元）	30.92
新增优先股股息（亿元）	19.2
归属于母公司普通股股东的净利润（亿元）	1582.45
普通股股数（亿股）	2943.88
每股收益（元）	0.5375

5.2.2 普通股融资方式下经营成果测算

当 320 亿元的融资款以普通股方式融入时，结合前述对普通股的定价算出的新增普通股股数，可以得到融资后将新增普通股股数 107.47 亿股。普通股股利按规定在税后列支，在会计处理中体现为利润分配，故不会增加现有的利息支出额。如表 5.5 所示，当年末分配利润时，归属于母公司普通股股东的净利润为 1601.65 亿元，进而可以得出，此时普通股每股收益为 0.5249 元。

表 5.5 普通股融资方式经营成果情况

报表项目	数额
利息支出增加额（亿元）	0
利润总额（亿元）	2315.71
所得税费用（亿元）	578.93
净利润（亿元）	1736.78
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	1632.57
已发行优先股股息（亿元）	30.92
新增优先股股息（亿元）	0
归属于母公司普通股股东的净利润（亿元）	1601.65

报表项目	数额
原普通股股数（亿股）	2943.88
新增普通股股数（亿股）	107.47
每股收益（元）	0.5249

5.2.3 二级资本债融资方式下经营成果测算

采取二级资本债的方式开展融资，每年所产生的利息将会在税前列支，增加报表中利息支出的数额。结合前述对二级资本债的票面利率的计算，可推之，在付息日时将产生 15.26 亿元的资本债利息。如表 5.6 所示，由于该部分利息在税前列支，故能产生税盾作用，此时的所得税费用则为 558.64 亿元，相应的净利润为 1675.91 亿元。在扣除了优先股股息后，归属于母公司普通股股东的净利润为 1641.31 亿元。因该情况下普通股股数与上年末相同，故得到年末的每股收益为 0.5241 元。

表 5.6 二级资本债融资方式经营成果测算

报表项目	数额
利息支出增加额（亿元）	15.26
利润总额（亿元）	2300.45
所得税费用（亿元）	575.11
净利润（亿元）	1725.34
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	1621.82
已发行优先股股息（亿元）	30.92
新增优先股股息（亿元）	0.00
归属于母公司普通股股东的净利润（亿元）	1590.90
普通股股数（亿股）	2943.88
每股收益（元）	0.5404

5.2.4 不同融资方式经营成果比对分析

由表 5.7 可以看出，本文所选的三种融资方式中，仅二级资本债能产生税盾作用，降低了所得税费用，且在相比之下其产生的每股收益最大，为 0.5404 元；

发行普通股在不影响所得税费用的情况下，是对每股收益影响最大的融资方式，此情况下每股收益为 0.5249 元；优先股在经营成果影响方面处在三种融资方式的中间位置，为 0.5375。

表 5.7 三类融资方式经营成果对比

融资方式	二级资本债	普通股	优先股
所得税费用	575.11	578.93	578.93
每股收益	0.5404	0.5249	0.5375

5.3 银行永续债与银行优先股的对比

5.3.1 中国银行永续债发行背景

虽然在 2014 年财政部关于金融负债与权益工具区分的文件中明确提到了永续债，但是从文件出台至今，仅有部分非银行企业以永续中票的形式发行永续债，银行永续债从未发行。

为了进一步支持商业银行拓宽资本补充渠道，直至 2018 年 3 月银监会、人民银行、证监会、保监会和外汇局五部委联合发布了《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》。同年 6 月中国银行召开股东大会通过决议，表明在未来条件允许的情况下授权高级管理层按照相关规定和审批要求发行“无固定期限资本债券”，即永续债。

2019 年 1 月 24 日，中国人民银行发布消息称“决定创设央行票据互换工具（CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从人民银行换入央行票据。”由此，银行发行永续债补充资本成为合法合规的事项。次日中国银行宣布发行永续债。作为政策发布后第一个发行永续债的银行，其发行的方式将成为范本。

5.3.2 中国银行永续债与优先股条款设计对比

在央行公告支持银行发行永续债前 20 天，中国银行召开临时股东大会通过了《境内非公开发行优先股方案》。2014 年财政部的《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》曾将二者对比而谈。时至今日，这两种金融工具方同时出现在银行资本市场中。为了便于发现二者在实际条款设计中的差别，表 5.8

以中国银行 2019 年发行的永续债和 2018 年宣告发行的优先股进行对比。

表 5.8 优先股与永续债发行条款对比

融资方式	优先股	永续债
票面值	100 元/张	100 元/张
发行价格	100 元	100 元
发行范围及对象	非公开不超过 200 人，上市公司或非上市公众公司	全国银行间债券市场机构投资者
票面利率	存续期内股息率可以调整也可以在存续期内保持不变。	浮动利息率，每五年调整一次，本次票面利率为 4.5%。
利息累积方式	非累积股息支付	非累积利息支付
付息方式	每年派息一次	每年付息一次
赎回条款	未设置赎回权	自发行日起 5 年后，发行人有权在付息日全部或部分赎回本期债券。
回售条款	投资者不得回售	投资者不得回售
票据期限	无到期日	与发行人持续经营存续期一致
募集资金用途	补充其他一级资本	补充其他一级资本
减记条款	无	发行人核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下），发行人有权在报银保监会并获同意、但无需获得债券持有人同意的情况下，将届时已发行且存续的本期债券按照票面总金额全部或部分减记；若二级资本工具触发事件发生，发行人无需经过债券持有人同意，将本期债券按面额全部减记。
转股条件	核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）时，本次境内优先股将	无

融资方式	优先股	永续债
	全部或部分转为 A 股普通股。当二级资本工具触发事件发生时，本次境内优先股将全部转为 A 股普通股。	
确认方式	权益工具	权益工具
清偿顺序	存款人、普通债券、二级资本之后，普通股之前	同其他一级资本工具同顺位受偿

如上表所示，银行永续债在发行条款上和现行的优先股基本一致，仅在发行范围、是否可赎回有明显区别。主要表现为优先股的发行范围规定发行人数不超过 200 人以及向上市公司或非上市公众公司，而永续债仅能向银行间债券市场投资机构发行；发行不设立赎回条款，永续债有设立。

在触发事件发生时，新许可的永续债设计了减记条款，而优先股是转为普通股。减记意味着未来可以少清偿或不清偿永续债本金，而优先股在未来会转为普通股，会稀释原普通股股东权益。会相比之下对发行人商业银行来讲，减记比转股更有益。

5.2.4 中国银行永续债及优先股融资效果定性分析

通过查看目前我国已发行成功的银行优先股利率设定情况发现，同一时期的银行优先股利率基本相同。由于中国银行 2018 年已宣告发行的优先股目前暂未正式发行，利率暂未公布，结合在 2019 年中国银行永续债发行时间最近的银行优先股发行情况看，贵州银行在 2018 年 12 月 12 日发行优先股设计利率为 5.3%。2019 年中国银行永续债设定利率为 4.5%，二者利率相比，永续债利率可能会低于优先股，进而永续债每年所产生的利息也可能会比优先股少。

由于此次发行的银行永续债被确认为权益工具，与过往的优先股属于同一位阶的金融工具。因此对期末利润表的影响性质是相同的，只因不同的股利会产生不同的净利润额。相比之下同一时间段选择发优先股，最终产生的净利润会低于发行永续债。

第六章 讨论与建议

6.1 讨论

6.1.1 我国优先股制度在市场回暖过程中产生，制度变迁状态良好

在经历了 20 年的空窗期后，2013 年我国优先股制度诞生。结合我国资本市场发展情况来看，优先股制度的出台也正值我国资本市场从长期的低迷状态中逐渐回暖期。

从 2013 年至 2015 年底我国上证综指走势情况可以看出，在经历 2008 年股灾以及接下来漫长的熊市之后，理性投资者逐渐发现当前的市场估值已基本回到了其本该有的价值区间，上证综指也多次发出底部强烈支撑的信号。投资者们也开始重新关注资本市场，等待更合适的机会进入。资本市场百废待兴，也正好在这个时候，政府把握机会，紧跟市场的走势，随即颁布了优先股制度，将一种态度明朗的“新”的融资方式——优先股融资呈现在了大众面前，吸引到投资者和募资方的注意。

在随后出台的有关银行优先股制度中，从政策文件《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》的标题即可明白，政府希望银行通过优先股融资的方式补充资本，并将通过优先股所筹资金定位为其他一级资本。过去为了补充一级资本，银行只能通过增加核心一级资本的方式，如：留存收益补足或增发普通股，进行增资补充。根据我国相关机构披露，目前我国商业银行的核心一级资本率均已达到《商业银行资本管理规定》的最低要求，但一级资本充足率达标程度各异。

从 1988 年我国优先股的萌芽到 1993 年公司法不明确的规定，从 2006 年会计准则的颁布到 2013-2014 年银行优先股发行政策的落地。虽然中间出现了波折，但是这种波折也是源于资本市场参与者在模糊政策的环境中，过于保守，不敢迈出尝试的步伐，担心因“法无明文规定即禁止”而受到处罚，而事实上《公司法》作为私法，是一种“法无禁止即可为”的状态。即便如此，93 版《公司法》中对优先股的模糊规定还是打破了过去在“普通股以外的其他股权形式”方面无规定的状态。这实际上是有关制度在朝着好的方向发展。在这之后 2006 年企业会计准则的对金融工具进行了规范，以及 2013-2014 年优先股制度的出台也都显示出

相关制度的良好变迁。

银行为了不断降低融资成本也在政府制度陆续出台的过程中，不断摸索制度允许范围内更为适合自身的融资方式。优先股制度的落地，使得银行在补充一级资本方面大大降低了融资成本。这显示出在我国当前政治体制和文化背景下，政策性制度文件对银行业这种关系到国家经济命脉的行业的快速成长具有至关重要的影响，并能产生方向性指导作用。

结合目前商业银行对优先股的青睐，可以看出，银行优先股制度受到了商业银行的广泛欢迎，制度变迁情况良好。但是在经历了 6 年推行后，我国优先股仍处于试点期间，很多政策尚处于限制状态，优先股制度尚存在完善和修订的空间。

6.1.2 银行优先股发行具有深层次动机

通过了解分析我国商业银行发行优先股设计的条款，以及我国银行优先股制度，首先可以看出银行所发行的优先股均被确认为其他一级资本；其次，在国内国际的制度监管下，我国商业银行的一级资本充足率被设定了最低下限。在没有优先股之前我国商业银行只能靠补充核心一级资本的方法来满足一级资本充足率达标的要求。而《巴塞尔协定》和我国《商业银行资本管理办法》对银行一级资本有一个软要求，即其他一级资本充足率要达到 1%。优先股制度落地后，为了避免“踩红线”，我国商业银行发行优先股的金额就出现陡然上升的态势，均用于补充其他一级资本。由此可看出，这些发行优先股的银行都有一个共同的动机，就是补充一级资本。但是从案例公司中国银行 2014 年资本充足率情况中发现，实际上中国银行的各项资本充足率已经很大程度上满足了监管要求，“踩红线”是不会发生的，而在 2014、2018 年中国银行两次宣布要发行优先股。这说明“单纯补充一级资本，避免踩红线”并非其唯一的发行动机。而单纯处于补充一级资本，避免踩红线的动机更主要出现是在我国中小银行^[42]。

中国银行将其 2014~2018 年战略重心主要放在了“服务实体经济”、“防范金融风险”、“助力脱贫攻坚”、“发展普惠金融”四个方面。可以看出，中国银行将协同政府进一步完成国家战略目标。

为了促进民营经济发展、大力开展“一带一路”建设，吸引外商入境并改善我国经济环境，国家开始划定片区建立重点战略区域，并大力发展；为了在 2020

年以前消除贫困、改善民生、实现共同富裕，达成“全面建成小康社会”的目标，中央释放“坚决打赢脱贫攻坚战”的信号；为了扶持小微企业、推动乡村振兴发展、实现“两不愁，三保障”，各级政府部门着力解决小微企业“融资难、融资贵”问题、大力开展棚户区改造项目。这些国家战略目标的实现均需要大量资金。

国家的发展，需要企业和自然人来实现。企业资产充沛了，人民富裕了，才能进一步拉动经济的发展。从短期看这些事项的实现，一方面要靠财政拨款，另一方面则需要相关企业和个人采取贷款的方式获得资金。银行贷款相对安全、方便、实惠，因此银行担负起了扶持企业发展、改善人民生活的重任。

提供信贷服务、增加贷款数额将大大增加银行的信贷风险，为了避免重蹈美国次贷危机的覆辙，更好地保护自己，银行必须加固资金壁垒，充实自身的权益资金。

发行优先股能充实自身权益资金，提高自身应对因增加贷款业务而增加的信贷风险，进而才能有过硬的资本助力于国家战略的实现。当然，助力国家战略的同时，也能提升自身在市场中的地位，并获得更大的收益。因此，从中国银行的战略规划可以推断，我国商业银行发行优先股还存在着一个更深层次的动机，即“可以助力国家战略实现并且可以加强自身应对风险的能力”。

6.1.3 现行规章制度对银行优先股发行影响大于成本因素

不同的会计政策以及融资方式的选择，可能造成不同的经济后果。从本文第五章的分析看，在制度初落成的背景下，优先股的融资成本和产生的经营成果并非最优的。二级资本债成本低，且不会过分稀释普通股股东权益，作为银行资金补充能起到一定作用。但是二级资本债只能补充二级资本，对于一级资本的各类制度满足在触发事件发生前起不到任何作用。就优先股和普通股而言，同样具有补充一级资本的效果。站在 2014 年的大背景下，从成本角度看，优先股在当时的用自费率实际是大于普通股的；从经营成果看，优先股略有优势，不会严重稀释普通股。

2014 年制度落地后，大量银行选择发行优先股。这种现象的产生一方面是满足制度条款所需，另一方面隐形政策的出台也可能是商业银行选择发行优先股的原因。每年证监会、银监会可能发布一些窗口指导性文件，要求在某一年度内

银行只能开展优先股融资或者其他类融资。这样使得即便是某类融资方式成本较高，为了迎合政府的各项政策，商业银行会直接选择政策主导的融资方式开展融资活动。

由此可以看出，商业银行发行优先股对其成本进行考量是一方面，而现行规章制度及个别隐形政策对银行优先股发行的影响却远大于成本因素。进一步也能说明，资本市场实际的融资方式选择可能与传统融资优序理论不一致，而这种不一致的造成，是有可能因为融债和发股存在经济周期性，也可能政策制度产生打破了传统融资优序的格局。

6.1.4 永续债性能优于优先股，或损害优先股股东权益

2013 年国家对正确确认金融负债和权益工具进行了规范，并在文件中同时提到优先股和永续债，说明二者因都具有“债股二重性”，需要对其性质进行确认和区分。虽然都在同一时间被提到，但是在过去的几年里，银行永续债并没有出现过。2019 年 1 月央行有关支持银行发行永续债补充资本的消息后，我国大多数商业银行开始大量发行银行永续债。本次研究发现，银行永续债不仅具备了优先股无到期日、赎回权自主、有权取消付息、不累计未足额发放的利息、可以被确认为权益工具的特点，同时银行发行永续债还拥有债券“可减记”、“利率低”的特性。永续债减记将意味着，当“触发事件”发生时，银行可以少还甚至不还永续债本金。相比于优先股在“触发事件”下强制转普通股的行为，“减记”的效果会显得更为明显。基于目前国内的经济环境，要达到“触发事件”边界，发生减记和强制转股的可能性几乎没有，而此时的永续债兼具了目前银行优先股的所有优质特性，且同期利率比优先股更低。由此，相比于优先股，银行永续债更体现出了这种新型融资工具的“债股二重性”。

从发行者的角度看，国家对二者同时大力支持，而合格认购者只能是业内各大银行或基金、保险公司，国家驱动力促使计划发行量几乎能完全被认购；由于同期利率低，使得发行银行永续债所获得的净收益大于发行优先股。综合对比可知，目前发行银行永续债更优于发行银行普通股。

在当前环境下，除了利率的高低，银行永续债和银行优先股并没有本质上的区别，就银行而言，会更愿意选择发行永续债来完成补充资本、强化自身经营能

力。对于在现行制度下正在被逐步接受的优先股，由于永续债的出现，可能会严重阻碍其被广泛推广的道路。

与此同时，从永续债发行的条款设计可以看出，在银行面临破产清算时，永续债的清偿顺序在普通债、次级债、二级资本债之后，在普通股之前，并与其他一级资本享受同顺位受偿权。而这里所指的其他一级资本在目前国情下就是优先股。这意味着当银行发生破产清算且顺序资产不足以清偿其他一级资本投资者时，永续债债权人将从完全清偿给优先股股东的资金中分走一定份额，优先股股东的权益将因此而受到损害。

6.2 建议

6.2.1 积极促进银行优先股制度发展并鼓励银行多元化融资

从 1988 年我国优先股的萌芽到 1993 年公司法不明确的规定，从 2006 年会计准则的颁布到 2013~2014 年银行优先股发行政策的落地，可以看出，银行补充资本的融资方式正在从单一化向多元化迈进，政府的态度从不明朗到政策的明确并大力支持。这说明我国关于优先股发行以及以优先股补充银行一级资本的制度变迁在朝着更优、更好的方向上发展；政府为了使银行业拥有新的融资方式，在推进银行业优先股事业的发展方面做出了很大的努力。

我国属于大陆法系国家，重视法条且不以判例作为调整民事法律关系的断案依据。因此从 20 多年来优先股事业的发展历程可以看出，在 93 版《公司法》出台后，一条对优先股较为模糊的法律规定以及政府对优先股态度的不明朗，使得在后来的 20 年里优先股这种早已被国际认可的融资方式在我国一度沉寂，无论是普通企业还是银行业都不敢轻举妄动，迈出尝试的脚步。

在经济全球化不断深入的今天，国际认可显得尤为重要，能否在世界舞台上占有一席之地，决定了未来这个企业乃至整个行业在世界的地位。因此，为了促进我国银行业能更大程度被国际认可，并使外方愿意向我国银行业投资，更大限度地让我国银行业在国际市场中施展拳脚，在我国这种政策和制度能绝对影响发行方式的情况下，我国政府部门应当广泛参考当前国际上已有的优先股发行制度，在合理控制金融风险的情况下，促进我国现行银行业优先股发行制度朝着更自由、更友好、更开放的方向变迁。

与此同时，国家有关部门应当在充分考虑我国实际国情的情况下，继承在推广优先股政策时的开放思想，顺应时代潮流，积极推动银行融资方式多元化的制度设立。鼓励银行在不违反法律法规的情况下多元化融资，加快我国银行业融资更便捷的步伐。

6.2.2 优化对优先股股东权益的保护机制

从永续债制度以及银行发行条款、发行情况看，我国商业银行在制度的牵引下都将永续债确认为权益工具，并定位为其一级资本，这意味着出现了一种与银行优先股并驾齐驱的资本。在受偿权问题上，无论是制度还是发行条款，都认定永续债的受偿顺序与优先股相同，如果发生破产清算，优先股股东的受偿份额就将会被稀释。

虽然我国银行业有政府这个强大的后盾，在正常情况下发生破产的概率几乎为零。但是，低概率恶性事件的发生将意味着恶性结果百分之百发生。

永续债制度的颁布相对容易，而对现行《公司法》的修改或增设新法条过程相对繁杂且延续时间长。如果不对优先股有关政策进行改善，未来优先股在我国的受认可度将再一次降低，届时优先股将会不再适合在我国资本市场发行。因此在法律空白期，为避免恶性事件突然发生所带来的的优先股股东权益受损，政府有关部门及全国人大应当对此予以重视^[43]，并尽早提出法律修改议案或出台相关司法解释，对银行优先股和银行永续债投资者的清偿问题进一步区分和明确。加强对优先股股东的保护，合理保障优先股股东权益，避免有关投资者对银行优先股发行失去信心，银行业的融资发展才能更为有序地开展。

第七章 结论

7.1 研究结论

我国银行优先股制度出现于市场回暖之时，商业银行发行优先股的动机不仅在于能避免触碰监管底线，同时也在于能助力政府促进国家战略目标的实现。银行优先股制度的落地，解决了我国商业银行补足一级资本方式单一的问题，缓解了融资成本过高的困扰。在全国范围内推广优先股，势必在带来银行直接正向效应的同时，也带来其他行业的更大收益。通过政府对优先股政策的不断开放、对优先股股东权益保障机制的不断完善并积极发掘优先股潜在的优势，优先股必将我国受到更广泛的支持，人民生活与国家经济也将更美好、更稳固。

7.2 不足与展望

由于作者的学术能力和信息收集有限，仅在不考虑筹资费用的假设情况下讨论了我国银行优先股发行的动机与融资成本情况。希望自己或其他读者能在未来获取到更多有关优先股的资料，以便对优先股开展更深入的研究，为优先股发展事业做出一定的贡献。

参考文献

- [1] George Heberton Evans.Early Industrial Preferred Stocks in the United States[J]. Journal of Political Economy, Vol. 40, No. 2 (Apr. 1932), 227-243.
- [2] Donald A.Fergusson. Recent Developments in Preferred Stock Financing[J]. Journal of Finance, 1952, vol. 7, issue 3, 447-462.
- [3] Hussein H.Elsaid. The Function of Preferred Stock in the Corporate Financial Plan[J]. Financial Analysts Journal, Vol.25, No.4(Jul.-Aug.1969),112-117.
- [4] Louis O.Scott.A Role for Preferred Stock in the Financing Decision of a Public Utility[J].Journal of Regulatory Economics 1(1989)21-23.
- [5] Robert Heinkel;Josef Zechner.The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 25, No. 1, March 1990.
- [6] J. Michael Pinegar; Ronald C. Lease.The Impact of Preferred for Common Exchange Offers on Firm Value[J]. The Journal of Finance, Vol.41(1986),795-814.
- [7] L. Paige Fields,Shelly E. Webb. An Investigation of Preferred Stock Financing by Bank and Nonbank Financial Institutions[J]. Journal of Financial Research,1997,20(3).
- [8] Franco Modigliani;Merton H.Miller.TheCost of Capital Finance and the Theory of Investment[J].The American Economic Review, Vol.48, No.3(Jun,1958),261-297.
- [9] Michael C.Jensen and William H.Meckling.Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics 3(1976)305-360.
- [10] Stewart C.Myers;Nicholas S.Majluf.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J].Journal of Financial Economics 13(1984)187-221.
- [11] 屈耀辉,傅元略.优序融资理论的中国上市公司数据验证——兼对股权融资偏好再检验[J].财经研究,2007(02):108-118.
- [12] 蒋琰,陆正飞.公司治理与股权融资成本——单一与综合机制的治理效应研

究[J].数量经济技术经济研究,2009,26(02):60-75.

[13]王善平,李志军.银行持股、投资效率与公司债务融资[J].金融研究,2011(05):184-193.

[14]李斌,孙月静.中国上市公司融资方式影响因素的实证研究[J].中国软科学,2013(07):122-131.

[15]罗时空,龚六堂.企业融资行为具有经济周期性吗——来自中国上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2014,17(02):74-83.

[16] Stephen A. Zeff. The Rise of “Economic Consequences” [J].The Journal of Accountancy(Dec.1978),56-60.

[17]William R.Scott Financial Accounting Theory [M] .Prentice Hall, 1997.

[18]王跃堂.经济后果学说对会计准则制定理论的影响[J].财经研究,2000(08):3-8.

[19]高劲.企业为什么选择发行优先股?——企业财务困难的预期成本与普通股定价状况的分析[J]. 浙江社会科学,2005(03):54-64.

[20]陈浩,王国俊.国内外优先股融资研究:文献回顾与研究展望[J].学海,2015(04):126-132.

[21]严学娜.试析优先股的权属分类及其会计处理[J].财会月刊,2015(07):124-126.

[22]李青原,张泓语.上市公司优先股融资的抉择——由广汇能源终止优先股发行引发的思考[J].财务与会计,2016(02):35-37.

[23] 张东明,史册.国有企业实行优先股制度风险、边界及途径[J].经济体制改革,2016(03):114-119.

[24]赖衍禹.优先股对发行主体资本结构的影响——基于优先股权益性证券或债务性证券属性的视角[J].青海金融,2016(10):10-14.

[25]钟颖.优先股股东与普通股股东的利益冲突与平衡[J].南方金融,2016(08):50-59.

[26]王晓梅,汪洁,李敏.优先股试点中投资者利益保护实践与反思[J].财会月刊,2017(35):87-90.

[27]李磊.中国语境下的优先股制度功能之反思——基于政治经济学维度的分析[J].银行家,2017(03):115-117.

- [28]刘胜军.保护优先股股东的权利——基于政治经济学维度的分析[J].银行家,2017(03):118-120.
- [29]施进益,肖振红.非商业银行优先股条款的设置抉择——由晨鸣纸业优先股的高回报率条款引发的思考[J].财务与会计,2017(16):17-19.
- [30]R.H.Coase,The Nature of the Firm[J].Economica, New Series,Vol4,Issue 16(Nov.,1937),386-405.
- [31]Armen A. Alchian;Harold Demsetz.Production,Information Costs,and Economic Organization[J].The American Economic Review,Vol.62,No.5(Dec.,1972),777-795.
- [32]刘迎霜.公司契约理论对公司法的解读[J].当代法学,2009,23(01):134-139.
- [33]席龙胜.会计目标重构:基于企业利益相关者契约理论[J].财会通讯,2013(12):15-17+57+129.
- [34]杨海平,陈明.当前中国商业银行发行优先股问题研究[J].浙江金融,2014(02):32-34.
- [35]尹继志.我国商业银行资本工具创新的路径选择[J].财经科学,2014(09):31-40.
- [36]许争,冯智清,郭红玉.资本监管新规下商业银行资本补充问题探析[J].经济体制改革,2015(02):188-193.
- [37]武敬云.我国城市商业银行资本补充渠道选择研究[J].金融理论与实践,2015(02):44-48.
- [38]李润生,史飏.论国有商业银行资本制度的创新——以优先股的引入为视角[J].学术论坛,2016,39(02):37-42.
- [39]王丝雨.银行资本工具能降低系统性风险吗?[J].管理世界,2016(05):172-173.
- [40]夏熹.商业银行发行优先股初探[J].银行家,2014(06):57-58.
- [41]戴书松.中级财务管理[M].中国金融出版社,2012:245-246.
- [42]张炜.我国银行业现状分析及业务梳理浅谈——以上市银行为例[J].债券,2018(12):50-56.
- [43]莫开伟.对商业银行发行永续债应进行客观分析与评价[J].杭州金融研修学院学报,2019(04):60-61.

致 谢

至此，研究生毕业论文撰写工作已全部完成。回顾入学到答辩的日子，充满了对研究生学习生活无限的回忆。非常感恩能踏入上海大学管理学院的大门，结识众多优秀的老师和上进的同学。

面对众多值得感恩言谢的人们，我首先应当向我的恩师吴建刚老师致以最诚挚的谢意。入学伊始，吴老师将我收于门下，并在很多方面给予了我支持和指点，教会我应当如何将视野放眼全球，拥有更大的格局。在吴老师的指点下，我在硕士期间不仅学到了会计财务知识，同时还对遍布全球的区块链技术有了进一步的认识。吴老师也曾让我协助其完成新闻稿件，从中也让我深入了解了我国对外贸易的情况，扩展了眼界。在完成毕业论文的全过程中，吴老师对我的严格要求与耐心指导，使我的论文不断完善，才得以通过各项审查，走到了正式的答辩场。

其次要感谢在教学期间向我传道受业解惑的各位老师。我是一名半路出家的会计专业学生，研究生期间才开始正式对财务与会计进行深入研究。是各位老师在课堂上的教学指引，使我明白了财务与会计在理论中最为本质的原理；是各位老师在课后为我解惑，使我在学术与实践研究过程中冲破了重重阻碍，方才有我今日的成功。

再次要感谢实习单位以及家人、同学、朋友在我研究生期间给予了我莫大的帮助，使我提升了实务能力，让我在情绪最低落的时候再一次鼓起勇气向前奋斗。

最后感谢自己两年半以来对学习财务会计的热爱，让自己成功转型，走上了自己曾经梦想踏上的道路。对于自己未能在毕业前达到吴老师所期望的目标，我表示深深的歉意和遗憾。在此也希望自己在今后的工作领域中不断探索真知，提升自我，早日以开阔的视野找寻自己的未来。