

系统重要性金融机构或有资本问题研究

张继红

摘要:系统重要性金融机构(SIFIs)倒闭产生的巨大负外部性使得各国在危机处置中更倾向于救助而非任其倒闭,但“太大而不能倒”又会引发道德风险,扭曲公平竞争。国际组织就SIFIs的危机处置提出一系列解决方案及建议,其中自救安排中的或有资本计划作为一项重要的资本工具而广受关注。或有资本不仅具有预防和早期救助、自救之功效,还能有效改善公司治理结构,与《巴塞尔协议II》的三大支柱原则完美契合。但或有资本亦存在不确定性较大、价格变动及成本效用减损等问题,需要结合我国具体的金融市场环境论证、设计、草拟相关规则及配套制度,需要在发行规模、发行程序、转化设计和转化条件等方面谨慎论证、不断完善。

关键词:或有资本;大而不倒;系统重要性金融机构;自救安排

中图分类号:DF438

文献标识码:A

文章编号:1006-1894(2016)03-0058-08

2009年,英国劳埃德银行率先发行了或有资本(Contingent Capital,又称Contingent Convertibles或Co-Co bonds),开启了利用资本工具完善金融监管、改善公司治理的新起点,随后巴克莱银行、荷兰合作银行也相继发行或有资本。这种实践形式的创新引起了学界的广泛关注。有学者认为,或有资本的基本运作机制即银行在正常经营时发行债券,一旦出现危机且发行条款规定的触发条件达成,则债券按照事先约定条款强制转换为股份或予以核销,以吸收银行损失、提高资本充足率。^①就本质而言,或有资本是一种可转化债,具有附条件债转股的特点。作为新型混合资本,与传统的可转换债不同之处在于其转换需要预先确定触发条件,具有强制性。在持续正常经营情形下表现为债权特征,在危机出现时转换成股权特征,通过债转股迅速吸收损失,从而有效地改善银行财务状况。

一、或有资本概述

从银行的资本结构来看,或有资本根据资本工具体设计不同可以充当不同级别的资本,甚至可归入合格资本。银行的资本结构涵盖了一级资本和二级资本,二者最大的区别在于损失吸收能力的大小,即一级资本是持续、无条件吸收损失,在持续经营条件下依然保持着损失吸收能力,如普通股;而二级资本只在破产清算情形下能够吸收损失,损失吸收能力相比一级资本更小,如次级债。

作者简介:张继红,上海对外经贸大学法学院副教授,研究方向:国际金融法。

基金项目:司法部专项课题“系统重要性金融机构重整与有序清算法律制度研究”(项目编号:13SFB5036)。

^① 黄洵. 应急可转债在我国的运用及设计思考[J]. 上海金融, 2014, (8).

由于或有资本本质是可转化债，转化条件和转化形式等属性的设定将直接影响到对或有资本性质的认定。转化条件既可以设置为持续经营条件，也可以设置为破产清算条件；既可以约定部分吸收损失，也可以约定全部吸收损失。值得一提的是，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）根据转化条件的不同，将或有资本分为低触发或有资本（low-trigger contingent capital）和高触发或有资本（high-trigger contingent capital），其中低触发或有资本用于无生存能力的情形（Non-viability），而高触发或有资本用于可持续经营的情形（Going-concern）。^①BCBS认为，对于全球系统重要性银行（G-SIBs）来说，低触发或有资本只在无存续能力情形下吸收损失，不足以使其满足额外损失吸收的要求；相比之下，高触发或有资本在额外损失吸收方面则更值得细致考量。^②但也有学者提出了质疑，或有资本转换不是自愿选择的结果，投资者未必愿意购买。而且，触发转换以市场为基础的方法本身有被人为操纵的可能。如果发生转化，又会被市场解读为危机信号，从而大大增加了金融机构的市场压力。

从发行方法上来看，或有资本并不从本质上要求是否公开发行，这一点类似于一级资本中的普通股发行，既可以采取公开发行的方法（如挂牌、上市），也可以采取非公开发行的方法（如私募股权融资）。或有资本的发行选择公开还是非公开方式，取决于金融机构的具体需求。例如，劳埃德银行为了弥补资本缺口而发行或有资本，采取了在伦敦交易所公开发行的方式；而巴克莱银行发行或有资本则是为了将高管薪酬和银行经营业绩捆绑起来，因而采取了非公开发行的方式。

从发行规模上来看，或有资本原则上没有上限要求，只是从商业成本和风险控制边际收益的角度上寻求最佳平衡问题。一般而言，资本充足率越高，银行就越安全，风险控制就越容易生效，《巴塞尔协议III》取消二级资本上限也反映出对风险控制的迫切需求。然而，或有资本发行应当设置差异化的最低发行规模下限。^③

二、或有资本功能

（一）预防和早期救助功能

作为制度舶来品，“Contingent”一词主要表达的核心意思是“依情况而定、或有”，即或有资本是潜在性和救助性的集合。这种未雨绸缪的制度不仅具有经济学上的逆周期和预防作用，还具有救助及时性的特点。

① [美] 迪米特里斯·肖拉法. 游春译. 巴塞尔协议III：全球银行业的大挑战[M]. 北京：中国金融出版社，2014：54~59.

② Basel Committee on Banking Supervision. Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement. Rules Text[R], November 2011: 17.

③ Hilscher, Jens A. Raviv. Bank Stability and Market Discipline: The Effect of Contingent Capital on Risk Taking and Default Probability [J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (29).

逆周期具体表现在,危机到来前的持续经营阶段和繁荣阶段,SIFIs就已经以预防风险、提高损失吸收能力为目标做好或有资本安排,有效控制潜在的救助成本。SIFIs在陷入危机之后,由于处于不利地位并且欠缺谈判筹码,只能接受不合理的条件而被“趁火打劫”,而或有资本通过融资时间的提前巧妙躲过了危机举债这一潜在风险,保证银行在难以融资的情况下减轻负债。或有资本可以在发行机构陷入危机前及时进行债转股或债务核销,从而迅速提高资本充足率并维持信用等级,避免市场恐慌,起到危机缓冲器的作用。通过触发机制的提高,实现在危机初现阶段就迅速化解风险,体现了救助的及时性。^①

虽然或有资本只是从停付的利息上增加了现金流,正所谓“节流”而非“开源”,然而这种资本充足率的提高不仅是财务意义上维持指标的稳定,更是通过资产状况的迅速恢复而保住信用评级,缓解追加保证金等压力。事实上,压倒诸多金融机构的最后一根稻草往往来自资金补充或追加压力。在现代金融市场业务犬牙交错、系统性风险潜伏的背景下,或有资本对金融机构救助的及时性可以确保扶住“第一张多米诺骨牌”,无论对单个金融机构还是整个金融市场都意义重大。

(二) 自救功能

一般而言,企业经营失败进入破产清算或重整程序后,由股东和无担保债权人共同承担经营损失。但在金融危机中所暴露出的“大而不倒”问题使得以纳税人为代表的公众被卷入其中,引发巨大的道德风险问题。或有资本的设计正是为了避免政府通过公权力项下的直接注资、提供担保等方式对问题金融机构进行救助,从而确保本应由股东和无担保债权人承担的损失尽可能不被外部化,自救的及时性也提高了资本充足率并缓冲了危机,减轻了政府的系统性风险之虞。

事实上,或有资本制度恰好体现了外部救助(政府、纳税人利益让渡)向内化损失(股东、债权人利益让渡)的转变思路。国际社会和各国政府普遍要求银行提高资本充足水平,尤其是优质资本的充足水平,以切实增强银行的抗风险能力,减少对政府救助的依赖和预期。而金融危机的破坏性和道德风险的存在让银行募集资本的难度大大增加。正是在这一背景下,或有资本应运而生。或有资本不同于普通股,其债券属性有利于吸引投资者并降低金融机构募集高级资本的成本;相比一般债务,或有资本则更为安全可靠,其债转股或债务核销的特点满足了政府对金融机构的资本要求,通过内化风险和损失的方式减轻银行负担。

(三) 治理功能

或有资本的触发条件一旦实现,不但减少了债务负担,还会稀释原股东的股权。

^① Souza, Chris D, et al. Contingent Capital and Bail-in Debt: Tools for Bank Resolution[J]. Financial System Review, 2010, (12).

或有资本在转化前将对原股东和经理人^①产生潜在威胁。薪酬制度的设计易诱导经理人追逐短期利润，而“大而不倒”的问题使得股东片面追求利润最大化却无视社会最优，这种行为偏好由于金融机构的系统重要性而很难得到根治。或有资本的转化机制使得原股东的股权存在被稀释的可能，并且股票市场价格也会随之拉低，一旦触发会造成原股东和经理人的损失。同时，或有资本的触发会自动释放信号，指明金融机构存在的问题和隐患，这种信号的实时传递会直接影响股价，从而引起监管者、投资者的高度关注。

也就是说，或有资本转化的触发不仅会带来财务、股权方面的重大影响，还会形成对原股东和经理人无形的资本充足压力、监管压力和市场压力，而这正是《巴塞尔协议 II》所要打造的三大支柱要求（最低资本、外部监管及市场约束和披露）。^②

在触发转化后，或有资本可以通过债转股的特殊方式来实现转化后的公司治理功能。债和股不仅是两种不同的融资工具，还应被视为不同的治理方式。^③相比较而言，债权人比股东更保守。由于金融市场风险与收益成正比的固有规律加上政府救助的兜底预期，风险越高，投资收益越高，股东回报越多，而股东的投机性被金融机构的收益模式进一步放大。然而，债权人获得的是与投资收益无关的固定收益，通常更期待安全稳健的投资策略。或有资本则提供了一种新的途径，让保守导向的债权人进入公司治理，形成与投机导向的原股东相互抗衡的力量。

概言之，或有资本具有改善公司治理的功能，并且与《巴塞尔协议 II》的三大支柱原则完美契合，不仅可以大大降低金融机构的原有负债，还会带来股权稀释、控制权转移、监管介入、市场监督及反馈等一系列连锁效应。这种机制不仅会形成对触发或有资本的投资策略和经营成果的否定性评价及相应的惩罚机制，还可以有效制止冒险投资的经营策略继续推行，及时矫正金融机构的行为，使其重回安全稳健的可持续发展轨道。

三、或有资本制度存在的问题分析

（一）成本效用的反面思考

正如前文所述，或有资本具有一个重要的功能优势就是对救助成本的节约以及救助成本效用的提高。然而这种成本效用的分析主要建立在系统重要性金融机构自身效果分析的基础之上。然而，对于社会大众而言，这只是一种间接效用。从某种程度上说，或有资本对公众利益存在直接的效用损害。

第一，从可预测性角度来说，危机出现的不可预测性导致了以下情形——危机若

① Coffee, John C. Bail-ins Versus Bail-outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk [EB/OL]. 2010, SSRN: <http://www.law.columbia.edu/lawec>. [2010-10-22] [2015-12-20].

② Basel Committee on Banking Supervision. Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and The Additional Loss Absorbency Requirement. Rules Text[R], November 2011: 21.

③ Williamson, Oliver E. Corporate Finance and Corporate Governance[J]. The Journal of Finance, 1988, (43).

出现在或有资本到期之前，则无此顾虑；但若反之，或有资本反而存在降低金融机构损失吸收能力的可能。也就是说，或有资本可能在某些语境下不如普通股的成本效用高。

第二，从纳税的角度来说，虽然或有资本的设计是源于金融危机时公共资金救助 SIFIs 的合理性以及政府在使用公共资金上对纳税人合理期望的违背，但从本质上而言，或有资本的发行人——SIFIs 自身也是纳税人。或有资本的债权特征使得其在大多数国家的法律框架下都具有税收减免的优势，然而或有资本发挥预期作用一定是在金融机构危机切实出现后，这样一来，纳税义务和风险控制就出现了一定程度上的冲突，并且在现行制度设计中是不可调和的——毕竟或有资本须具备一定的投资吸引能力才可以真正发挥作用，而投资吸引能力是建立在巧妙创造监管资本套利空间之上。而此时，税收的单方面降低对于整个宏观经济和公共利益来说存在潜在的负面作用。事实上，这与提高金融机构税收用以覆盖救助成本的监管思路是背道而驰的。

第三，从金融产品设计来说，如果或有资本的设计和特征不够明确或过于宽泛，资本工具的设计者们可能会本着提高投资吸引能力的角度不断为或有资本增加新的特征和复杂化，从而降低其真实的损失吸收能力。

（二）金融工具复杂性问题

具备监管性触发机制的或有资本是一种新型的资本工具，然而经过一定的发展之后仍然存在价格动态和投资者行为的不确定性，特别是在面临压力事件时。目前国际范围内对或有资本标准的设定仍然较为粗浅，在实践中可能存在很大范围和多种类型的或有资本工具，例如巴塞尔银行监管委员会在 2011 年额外损失要求的文件中附件 3 所设定的标准就比较宽泛，文件自身在缺陷分析中也承认存在这种可能。^① 这些资本工具可能融合多种特征，以迎合不同的监管目标和市场成果。根据不同国家的监管政策，或有资本可能会提高资本结构的复杂性，并使得市场参与者、监管者和银行管理人员更难理解其资本结构。

此外，或有资本只会在触发机制生效时才发挥作用，例如出现了不能继续存续的情形。鉴于这种新型资本工具仍未大规模广泛使用，诞生的时间也较短，其实践操作和触发预期机制仍然有待进一步完善，就目前来看不确定性较大。正是基于此，或有资本的设计必须全面审慎地考虑，特别是在中国本土化过程中，必须充分考虑目前暴露出的问题和隐患，从而避免落入另一种“过度风险”的窠臼。

四、或有资本制度在中国的具体适用

（一）发行规模

如前所述，发行规模如果过低可能会导致恶意触发转化的行为以及道德风险。

^① Basel Committee on Banking Supervision. Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and The Additional Loss Absorbency Requirement. Rules Text[R], November 2011: 19.

中国除了从合同法、证券法、公司法 3 个层面可以对恶意发行人追究责任以外，还需要以事前预防的手段来加以规制，即从制度层面确定最低发行规模。

由于不同银行的治理水平和发行或有资本的需求具有明显的差异性，可以根据不同的信用评级来为银行确定不同的或有资本最低发行规模。由于或有资本具有逆周期性以及相比债权更高的成本，其更能发挥作用的应当是经济走势良好时期作为战略前瞻性的损失吸收准备策略。信用评级代表了公司目前的治理水平，而公司治理水平又与金融周期性息息相关，针对一定等级以上的公司可以规定一个较高的最低发行规模要求，而针对一定等级以下的公司可以规定一个较低的最低发行规模要求。

对于信用评级较低的公司，公司治理和业务存在一定风险，此时如果要求其使用或有资本来进行前瞻性的预防策略可能是饮鸩止渴，不仅没法解决现有的困境和潜在的即将爆发的危机，还可能陷入恶性循环而无法自拔——或有资本将带来对股价下跌的压力，特别是在公司即将达到触发条件之时。因此，对于信用评级较低的银行，首要任务不是未雨绸缪，而是在即将到来的暴风雨之前采取更加直接和强有力的手段来避免一场愈演愈烈的灾难，利用“生前遗嘱”制度则更为适当。此时或有资本应当是处于更加辅助性的位置，最低发行规模也相应下调，以减轻金融机构的合规压力。同时，或有资本的税收抑制效果也决定了评级较低的银行不应当使用过多的或有资本策略，未来外部救助的可能性决定了其应在有生之年尽可能通过税收合规来冲抵未来的外部性问题，而信用评级低的银行显然在这方面责任会更大。当然，对最低发行规模的规制可以是较为简单的双层制，也可以是三层、四层甚至五层（每一个信用评级对应一个特定的最低发行规模且逐级递增），这样既解决了不同银行之间的差异问题，还能有效控制或有资本带来的负面效果。

（二）发行程序

发行或有资本可能导致股权的稀释，不仅涉及增加现有股东数，还可能创设新的股东类型（如优先股），因此应当经过股东大会决议。根据中国《公司法》第 134 条、第 162 条以及《银监会关于商业银行资本工具创新的指导意见》，应当在程序上赋予或有资本合法性和合规性——经过股东会的同意或明确授权董事会，保证股东的决策权和优先认购权，确保未来转化的顺利进行。

就监管层面而言，或有资本和其他资本工具一样，根据公开发行和非公开发行的不同分为核准制和备案制两套程序。由于中国并未出台针对或有资本的相关法律，从现行法律法规来看，或有资本若引入，最有可能以减计债形式来适用法律。中国证监会和银监会 2013 年出台的《关于商业银行发行公司债券补充资本的指导意见》第 9 条规定：“对于公开发行的减记债，证券交易所应当完善其上市交易、信息披露的管理和服务，按照发行人资产规模和信用水平实行差异化的交易机制安排，建立投资者适当性管理制度，健全风险控制机制和措施。”对于非公开发行来说，第 11 条规定：“减记债可以经备案后非公开发行，其备案程序、信息披露要求、交易机制安排、投资者适当性管理等由证券交易所依照相关法律法规和本指导意见另行规定，

报中国证监会批准。”

（三）转化设计

如前所述，在或有资本发生转化以后，债权人以新股东的身份进入公司治理，如何能够保证其与原股东相对立的立场并予以制衡呢？毕竟债权人在转化之后已经遭受了一次损失，很可能因投机性而超越原股东，如果不从股权设置上提前安排，则会陷入股东自律问题的无限循环。

这一问题可通过特殊股权设置来予以解决。首先必须明确的是，转化完成一定是优先让原普通股股东来承担不利后果，尽可能避免或有资本债券持有人的利益损失（毕竟其已经遭受过一次转化损失，而且其前期无法参与公司治理），这样一来可通过潜在的利益转移来防止普通股股东故意或过失触发转化——防止他们提高杠杆率。

在股权设置上，可以引入优先股的设置，采取固定利息来确保新股东与原股东在利益诉求上的异质性，从而达到制约原股东的效果。在具体设计上，可以从以下两个方面着手，以抑制原股东权利，并促成利益从原股东向新股东转移。

1. 确定或有资本两个阶段的固定利率——债券利率和优先股利率。为了确保转化后或有资本债券持有人的利益不至于过分减损，转化后的优先股利率应高于原债券的利率。一方面，固定的优先股股息可以让或有资本持有人得以在市场中平价交易（至少在转化前可以平价交易）；另一方面，更高的利息支付会制约原股东的过度冒险行为，从而达到威慑效果。除了固定支付股利的策略之外，在转化时还可以通过聘请仲裁小组或专业机构来确定优先股股利，参考风险水平相似的公司发行的非参与优先股进行平价交易时所要求的股利水平，并设置最高上限。这种灵活的定价机制可以避免或有资本利率过于僵硬所带来的套利空间、道德风险，并且或有资本一般期限较长（根据巴塞尔银行监管委员会的文件规定应至少5年），过于僵硬可能造成发行阻力。

2. 应当在转化时立即赋予优先股股东投票权。为了在制衡原股东和公司治理稳定之间寻求最佳平衡，可以采取投票权渐进式演化的方式。一种方式是通过选举董事来制约原股东，例如赋予转化后新股东选举1/4的董事的权利。这种方式通常需要对董事进行分类并修改章程，除非公司章程中有“对董事会进行授权，让其自由处理”条款。另一种方式是通过规定优先股每股多票的投票权，并且阶段性地逐渐强化其投票权。当累计股息没有付清时，优先股股东有权每年增加一定比例的由其选举的董事人员，直到付清为止，这样一来公司的控制权将会逐步转移到优先股股东手中，从而达到制约效果。

（四）转化条件

1. 转化时间。转化时间应当阶段性地进行设计，例如，股票价格下跌25%则转化25%的债券，再下跌25%就再转化25%，当然股票价格只是一种市场客观指标，利用其他指标如资本充足率、市值等同样可以达到相同的效果。这种阶段性表现在早期就开始转化，如果在早期赋予优先股股东恰当的投票权，就很有可能直接改变或

至少影响发行公司的公司治理和经营决策，这样一来避免了很多潜在的风险和成本。这种具备灵活度的证券也将大受市场欢迎。公司治理的改变需要时间、谈判和妥协，而阶段性的特点正是给了公司治理变化和经营轨道扶正的缓冲期。

2. 触发条件。或有资本的触发机制大致可以分为客观指标和主观判断两种方式。客观指标一般是资本充足率、股价等；主观判断往往是指监管机构的自由裁量。虽然监管机构在一定程度上依赖客观指标进行决策，但这个过程增加了监管机构的主观判断甚至是国家意志。值得注意的是，触发机制不一定在二者之间处于非此即彼的地位，而是可以通过巧妙的设计以有效融合二者的优势。例如瑞士信贷银行采取的双重触发条件，根据资本充足率转化，同时也赋予了监管机构的自由裁量权而触发转化。^①综合客观和主观的方法可以减少客观指标路径的僵化和易操控缺点，同时通过规定监管机构必须提供客观的判断依据来保证主观决断的科学性和客观性，^②并最大程度发挥其灵活机动的特点。

参考文献：

- [1] Pinedo, Anna T., Morrison, Foerster LLP. Contingent Capital Securities: Evolution or Disruption[J]. Business Law Currents, 2013, (1).
- [2] Souza, Chris D, et al. Contingent Capital and Bail-in Debt: Tools for Bank Resolution[J]. Financial System Review, 2010, (12).
- [3] Wulf, A. Kall. Initial Reglections on the Possible Application of Contingent Capital in Corporate Governance[J]. Notre Dame Journal of Law, 2012, (23).
- [4] 彭倩倩. 或有资本在银行风险处置中的应用[D]. 北京: 中国政法大学硕士学位论文, 2014.

Research on Contingent Capital of Systemically Important Financial Institutions

ZHANG Ji-hong

Abstract: Given the huge negative externalities resulting in bankruptcy of SIFIs, countries are more inclined to bailout not to leave them to fail. But “too big to fail” may trigger moral hazard and distort fair competition. International organizations have put forward a series of solutions and suggestions about crisis intervention of SIFIs, among which contingent capital project in bail-in arrangement is grabbing great attention as an important capital instrument. Contingent capital doesn't only have the function of prevention, early rescue and bail-in, but also effectively improves corporate governance structure and perfectly accords with the three pillar principles of Basel Accords II. However, there are also great uncertainty, price fluctuation, cost-effectiveness impairment and other problems in contingent capital. It needs combination with relative specific rules to design and establish the contingent capital system including issuing size, issuing procedure, design and transformation conditions that is fit for China's financial market environment.

Key words: contingent capital; too big to fail; SIFI; bail-in arrangement

(责任编辑：金孝柏)

① Sina, Ofinger. A Valuation Concept for Coko Bonds[D]. University of St.Gallen, Switzerland, 2012: 189.

② 例如，巴塞尔银行监管委员会就主张监管机构可以选择压力测试作为触发依据。