

减记债:国外经验与中国实践

赵英杰*

摘要:2012年6月7日,银监会发布了《商业银行资本管理办法(试行)》,标志着我国的“合格资本工具”进入实践阶段。“合格资本工具”与发生触发事件时可以转为监管资本的混合资本证券有很多相似之处,在我国实务中被称为“减记债”。本文对减记债的基本概念、研究现状、监管进展以及中国实践等方面进行了系统探讨。

关键字:减记债 研究 实践

一、引言

2007年,美国爆发了影响全球的次贷危机。之后,欧洲又爆发了欧债危机。两次危机中,很多银行破产或处于破产边缘,对世界金融系统的稳定性造成了重大影响。在应对危机的过程中,不同国家对面临困境的金融机构采取了不同的处理方式。那些规模较小、结构较为简单的金融机构,多数按既有规则进行了破产清算。但对于大型跨国金融

* 上海证券交易所债券业务部员工。

机构,由于担心其倒闭会导致关键的金融服务中断,对实体经济产生重大影响,各国监管者均通过公共部门股权投资以及大量的流动性支持和信用担保等方式予以拯救。这些跨国机构的普通股股东虽然遭受损失,但并未出局,优先股股东和债权人的权益也得到了保护。据估计,除 8.5 万亿美元的担保和保险外,政府部门直接用于拯救这些银行的公共部门股权投资超过 1 万亿美元。^[1]

政府出手拯救金融机构的做法受到了广泛的质疑。一般认为,政府直接帮助金融机构摆脱困境的成本很高,易使其产生道德风险,也增加金融系统的不稳定和未来发展金融危机的可能性。在这种情况下,在银行陷入困境时可以自动转为符合监管要求资本的混合证券逐渐受到了监管者的关注。近几年,理论界和实务界的研究成果不断出现,巴塞尔银行监管委员会等国际组织、欧盟以及美国、瑞士、英国、加拿大等国家的监管者也对类似证券进行了深入的研究,部分国家已出台相关规则加以规范。

2012 年 6 月 7 日,银监会发布了《商业银行资本管理办法(试行)》(以下简称试行办法),并自 2013 年 1 月 1 日起施行。“试行办法”对发生触发事件时可以减记或转股的证券进行了规范,标志着我国的“合格资本工具”进入实践阶段。“合格资本工具”与近几年国外研究较多的发生触发事件时可以转为监管资本的混合证券有很多相似之处,在我国实务中被称为“减记债”。但翻阅相关文献可以发现,国内研究者对于减记债的概念和特点、与传统的混合资本工具相比的差异、国外减记债的研究现状、监管法规的进展等问题还缺乏应有的关注。本文试图对这些问题进行探讨。

二、减记债的概念

在我国,减记债是今年才出现的债券品种。至目前为止,国内鲜有

[1] Chris D' Souza and Toni Gravelle, Bank of Canada, and Walter Engert and Liane Orsi, Office of the Superintendent of Financial Institutions, *Contingent Capital and Bail - In Debt: Tools for Bank Resolution*, DECEMBER 2010.

研究这一债券品种的文献,也难以找到相对准确的减记债概念。从工、农、中、建四大行的信息披露来看,相关公告并没有采用减记债这一概念,而是称为“减记型合格资本工具”。那么,什么是减记债呢?

从字面意义理解,减记债应该指在某些情况下,债券本金和利息可以减少的债券品种,似乎应为核销债(Write-off bonds)。但翻阅国外研究资料可以发现,减记债与核销债并非同一种债券。^[2]事实上,减记债与近几年国外研究较多的或有资本(contingent capital)更为接近,但两者也存在一定差异:减记债是一种具有债务属性的金融产品,而或有资本可以不具有债券属性,也就是说,或有资本可以是具有某种结构性特点的优先股。^[3]因此,通过或有资本界定减记债的概念也不甚可行。

进一步研究可以发现,“减记债”很可能是我国实务界依据《试行办法》的“减记”一词抽象出来的。《试行办法》中与“减记”有关的主要内容主要为:

第四十四条 商业银行2010年9月12日至2013年1月1日之间发行的二级资本工具,若不含有减记或转股条款,但满足本办法附件1规定的其它合格标准,2013年1月1日之前可计入监管资本,2013年1月1日起按年递减10%,2022年1月1日起不得计入监管资本。

第一百五十七条 对第四类商业银行,除本办法第一百五十四条、

[2] 减记债可以有广义和狭义两种理解,狭义的减记债含义与核销债较为相似,广义的减记债含义则不同,不仅应包括发生触发事件时可以核销的债券,还应包括可以转股的债券。本文采取了广义的理解,即发生触发事件时,减记债既可以核销,也可以转股。事实上,减记债还可以有更广义的理解,将普通次级债务,甚至高级债务包括其中。近几年,欧洲对此讨论较多,被称为保释。保释是一种法定权力,减记或转股的触发事件由监管者确定,减记和转股比例则需综合考虑银行等金融机构的经营状况和存款保险制度等法律因素。本文同时对保释相关问题及国际进展进行了研究。

[3] 我国的官方文件中并没有“减记债”一词,工农中建四大行发布的拟发行减记债的公告中也未使用“减记债”一词,而是称为“减记型合格资本工具”或“减记型合格二级资本工具”,第一单发行减记债的天津滨海农村商业银行股份有限公司则将其称为“二级资本债券”。从用词上看,“合格资本工具”比较接近“或有资本”。另外,分析“试行办法”相关条款,“合格资本工具”也并未排除非债务性质的混合金融产品(如优先股),只不过现阶段各银行发行非债务性质混合金融产品的可能性不大,因此称为“减记债”尚不致引起混淆。

第一百五十五条和第一百五十六条规定的监管措施外,银监会还可以采取以下监管措施:

.....

(四)强制要求商业银行对二级资本工具进行减记或转为普通股。

.....

《试行办法》之《附件1:资本工具合格标准》“二级资本工具的合格标准”中规定:

.....

(七)必须含有减记或转股的条款,当触发事件发生时,该工具能立即减记或者转为普通股。触发事件是指以下两者中的较早者:

1. 银监会认定若不进行减记该银行将无法生存。
2. 银监会认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持该银行将无法生存。

.....

除此以外,《试行办法》之《附件1:资本工具合格标准》“其他一级资本工具的合格标准”中也有“减记”相关规定,具体为:

.....

(二)按照相关会计准则,若该工具被列为负债,必须具有本金吸收损失的能力。

.....

(十)必须含有减记或转股的条款,当触发事件发生时,该资本工具能立即减记或者转为普通股。

通过分析上述规则,我们可以抽象出减记债的概念:减记债是指发行时含有减记或转股的条款,在发生减记或转股的触发事件时,可以减记或转为普通股的混合投资债券。从减记债的概念可以看出,这种债券有四个特点:(1)减记或转股的前提是发生触发事件。也就是说,只有发生触发事件,减记债才会减记或转股。(2)减记或转股是契约型的。从“试行办法”看,“含有减记或转股的条款”是减记债减记或转股的前提。也就是说,减记或转股条款需在发行文件中明确约定。对于发行时没有减记或转股条款的债务(如次级债),即使发生了相关触发事件,被强制减记或转股,也不能称为减记债。(3)减记或转股具有强

制性。也就是说,一旦发生触发事件,发行人和投资者均需按照减记或转股的规定对债券进行处理,没有选择的余地。(4)减记债为混合证券。减记债券内嵌了减记或者转股设计,一旦发生触发事件,减记债会被迫转为普通股,或者直接核销全部或部分本金。可以转为普通股的减记债是一种标准的混合证券。事实上,直接核销本金也是混合证券的一种特征,因为本金核销意味着债券投资人对发行人资产的剩余索取顺位发生了变化(被核销部分实际已失去剩余索取权)。

另外,分析《试行办法》可以看出,触发事件会使减记债价值降低。因为根据“试行办法”,有关减记规则的目的是加强商业银行资本监管,维护银行体系稳健运行,保护存款人利益。从触发事件的有关规定来看,无论发生哪类触发事件,均表明银行陷入了经营困境,需要减记债投资者承担损失。因此,触发事件会使债券价值降低,这也是国外部分评级机构将发生触发事件后的处理视为该类债券违约的重要原因之一。

三、与减记债类似的证券

目前,国内外债券市场上存在的、与减记债类似的债券,主要有以下几种。

(一)或有资本

美国金融稳定监督委员会(Financial Stability Oversight Council)在一份提交给国会的研究报告中指出:或有资本尚没有一个公认的定义,监管者、评论人和市场参与者在定义或有资本和相关条款时经常存在差异。例如,或有资本可以指以下金融工具:(1)非监管资本工具,但可以转换为监管资本工具;(2)已经是监管资本工具,而且可转换成更次级,可以更早吸收损失的监管资本(如普通股资本);(3)依据约定,工具持有人在发生触发事件时,需购买发行人的监管资本工具的合同。此外,“或有资本”有时被用来描述金融机构经营失败时可以通过保释(bail-in)或者核销(write off)提供资本,以保证在没有政府支持的情

况下,即可对该机构进行有序清算的债务工具。〔4〕

高盛的描述则较为含糊,回避了“或有”的具体含义,而是通过资本结构对或有资本进行定义:从本质上,或有资本不过是困境中的金融公司调整资本结构的证券。因其在调整资本结构过程中,不需求助于纳税人资金,被认为是解决“大而不倒”问题的有前途的解决方案。通过调整困境公司的资本结构,以及调整股东和公司的激励机制,或有资本可以在危机到来前降低单一银行经营失败导致的系统性金融风险。〔5〕

实践中,在 Dutch Rabobank 的高级或有票据 (Senior Contingent Notes, SCN) 发行案例中,由于发生触发事件时并非转股,而是核销票据面值和未支付利息的 75%,将其余 25% 以现金偿付给投资者,研究人员甚至不清楚这种票据是否符合或有资本的定义。〔6〕

(二) 或有转换债券 (contingent convertibles, CoCos)

国外很多研究中,均将或有转换债券等同于或有资本不加区别,或者虽名为或有资本方面的研究,核心内容却为或有转换债券。尽管如此,或有可转换债券的概念却相对清晰。这种债券一般指预定的触发事件发生时,可以转为公司普通股份的新型可转换债券。由于这种债券可以转换为所有者权益,可以吸收经营损失,因此可以满足银行业最新监管规则中对混合资本工具的要求。

(三) 强制转换债券 (mandatory convertibles)

这种债券在美国市场较为多见,是普通可转换债券的变种,与普通可转换债券的主要差异是,债券到期时会强制持有人将尚未转股的债券转为股票,也即“强制”。这种债券通常有两个转股价格,使其具有“风险逆转”期权的特点。其中,按照第一个转股价格,投资者可在转

〔4〕 Financial stability oversight council, report to congress on study of a contingent capital requirement for certain nonbank financial companies and bank holding companies, July 2012.

〔5〕 Goldman Sachs, *Contingent capital Possibilities, problems and opportunities*, March 2011.

〔6〕 George Pennacchi, Theo Vermaelen, Christian Wolff, Faculty & Research Working Paper, *Contingent Capital The Case for COERCs*, August, 2010, Revised April 2011.

股后获得相当于其投资债券面值的普通股份，第二个转股价格则限制了投资者高于债券面值转股获取盈利的幅度。如果转股时股票价格低于第一个转股价格，投资者将面临投资损失（与扣除潜在利息的初始投资相比）。〔7〕该种债券我国早已有之，如南化转债、茂炼转债、丝绸转债等均为强制转换债券。

（四）核销债（write-off bonds）

核销债与或有转换债券极为相似，主要表现在以下几点：（1）两者的出现和发展均与金融危机有关；（2）产品设计中均内嵌了复杂的期权；（3）行权时间不确定，取决于触发事件的发生；（4）触发事件发生时，债券持有者没有选择，只能按照发行文件约定接受债权核销或者转股；（5）触发事件会导致债券持有者出现投资损失。

两者的差异也极为明显，主要表现在触发事件发生后的处理不同。对于或有转换债券，触发事件发生后，债券将转为普通股，而对于核销债，触发事件发生后，债券将被核销。当然，所谓核销并不一定是全额核销，如 Dutch Rabobank 的高级或有票据发生触发事件时，核销部分是票据面值和未支付利息的 75%。

之所以出现以上两种处理差异，部分原因与发行人的上市状态有关。引入核销债券概念主要是为那些尚不是股份公司，因而不能发行股份的机构提供一种通过或有金融工具增强股本的手段。引入核销债的重要意义之一是，保证所有金融机构均可将或有金融工具引入资本要求框架，并从中获益。〔8〕

（五）保释债（bail-in bond）

保释债并没有准确的定义，也很少有研究直接对其进行界定。英国银行独立委员会似乎认为发行时期限在 12 个月以上的所有无担保债券均为保释债。〔9〕对于保释机制，英国财政部认为，为保证至少部分无抵押非资本债务可以在不将银行（或银行的一部分）推向破产的

〔7〕 参见维基百科相关词条，http://en.wikipedia.org/wiki/Convertible_bond，2014 年 4 月 1 日访问。

〔8〕 Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA, Addressing Too Big To Fail, The Swiss SIFI Policy, 23 June 2011.

〔9〕 The Independent Commission on Banking: The Vickers Report, 3 January 2013.

前提下吸收损失,法定保释工具(bail-in tool)是必要的。同时,保释权力(bail-in power)应具有法定基础,由相关权力机构确定何时触发事件已经发生,以及使用保释工具时的减记(write-down)条款。有关条款不应依赖于债务契约的特定条款。另外,保释前后应尽可能向债权人提供相关信息,保证透明度。^[10]

国际货币基金组织(IMF)认为,法定保释机制与契约型具有核销或转股特征的或有资本工具(例如或有转换债券)不同。尽管两者均与债权人融资的资本重组有关,但或有资本工具是民间金融合约,预订触发事件发生时,债务本金和定期利息支出可以依据合约自动转为权益或减记,而保释是一种法定权力。根据规则,清算主管部门可以按顺序清除或稀释现有股东股份、减记或将任何尚未转为权益的契约型或有资本工具、次级债以及无担保高级债务转换为权益。作为一种法定清算工具,主管机构通常具有更换银行管理层的权力。^[11]

FSB 内部的保释工作小组(bail-in Group)则认为保释机制可分为契约保释机制和法定保释机制,并对不同机制的法律和经营特点,以及对市场的影响展开了研究。^[12]

对于保释机制的适用阶段,不同研究人员的差异也很大。国际货币基金组织(IMF)认为,保释是以“持续经营为基础”,以转股或者减记无担保债券为手段,对陷于困境中的系统性重要金融机构(SIFI)进行债务重组的法定权力。保释的过程中,相关的 SIFI 保持开业状态,且仍作为持续经营的法律实体。保释构想的目的是消除清算风险,其做法是在不注入公共资金的情况下,通过债务重组使陷于困境中的金

[10] Financial Secretary to the Treasury, *Banking reform: delivering stability and supporting a sustainable economy*, June 2012.

[11] Jianping Zhou, Virginia Rutledge, Wouter Bossu, Marc Dobler, Nadege Jassaud, and Michael Moore, *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, IMF STAFF DISCUSSION NOTE, April 24, 2012, SDN/12/03.

[12] Financial Stability Board, *Press release*, FSB issues International Standard for Resolution Regimes, November 2011.

融机构恢复活力。^[13]

Chris D' Souza 等人则认为,保释债也可以在“清算”(gone - concern)条件下使用,并认为清算条件下的或有资本与保释债有两个共同的目的:(1)当不能在私募市场募集资金进行资本重组时,经营失败的银行可以通过这两种方式获取资本支持其清算;(2)在困境中的银行没有倒闭清算时,保证损失风险承担者是权益投资者以及其他监管资本提供者,以及银行的主要贷款人。^[14]

对于保释和其他或有资本工具的关系,财务稳定委员会认为,在即将清算时,具有核销或转股特征的契约型工具将先依据契约条款核销或转股,之后清算机关才会使用保释权力对金融机构进行清算。^[15]

可见,对于保释与或有资本等工具的关系,保释的适用条件以及保释机制等方面均存在不同理解,但有两点是较为明确的:(1)保释是一种法定权力,效力高于其他资本工具中的契约条款;(2)保释工具范围较广,即使不包括或有资本工具,也可以扩展至普通未担保债务,甚至高级债务,如存款。

四、减记债与传统混合金融工具的差异

除上述提到的与减记债类似的债券外,实务中常见的混合金融工具主要包括可转换债券和优先股。减记债与这两种传统混合金融工具存在着较为明显的差异。

[13] Jianping Zhou, Virginia Rutledge, Wouter Bossu, Marc Dobler, Nadege Jassaud, and Michael Moore, *From Bail - out to Bail - in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, IMF STAFF DISCUSSION NOTE, April 24, 2012, SDN/12/03.

[14] Chris D' Souza and Toni Gravelle, Bank of Canada, and Walter Engert and Liane Orsi, Office of the Superintendent of Financial Institutions, *Contingent Capital and Bail - In Debt: Tools for Bank Resolution*, DECEM BER 2010.

[15] Financial Stability Board, *Consultative Document Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions, Recommendations and Timelines*, 19 July 2011.

(一) 出现的背景不同

减记债出现与金融危机有着密切的关系,是监管者应对金融危机,避免“大而不能倒”问题的一种重要手段。在发展过程中,监管者的推动起了重要的作用。

可转换债券和优先股则不同。其中,可转换债券出现于1843年,但此后100多年在证券市场中的地位一直非常不清晰,没有得到市场的认同和重视。20世纪70年代,美国通货膨胀较为严重,债券投资人开始寻找新的投资工具,可转换公司债券才逐渐进入人们的视野,并在此后30年间在全球迅速发展起来。优先股则是适应国际金融市场不稳定、有价证券价格经常波动、银行存款利率经常波动而产生的金融创新。从发展历程可以看出,监管者的目的主要是维护市场的健康发展,保护投资者利益,其“看得见的手”对产品发展的推动作用很小。

(二) 发行人不同

减记债产生的背景与金融机构“大而不能倒”密切相关,其后的研究以及监管规则也主要针对银行等金融机构展开的,说明减记债的发行人应该是以银行等金融机构为主。实务中,自2009年Lloyds Banking Group首次发行减记债以来,发行人也均为银行等金融机构。

在我国,《试行办法》的相关规定仅适用于商业银行,这就决定了现阶段我国的减记债发行人只能是商业银行。当然,随着减记债的逐渐成熟,不排除普通非金融机构进行金融创新,引入减记债的可能。

可转换债券和优先股与此差异较大,不仅银行等金融机构使用,一般企业也使用较多。例如,风险投资支持的创业企业发行优先股较为普遍。一项实证研究显示,95%的创业企业融资采纳可转换优先股作为工具。优先股的特性在创业企业中得到了最充分的体现。^[16]

(三) 转股或减记的确定性不同

1. 触发事件

可转换债券和优先股的产品设计中没有触发事件。减记债的设计中设置了触发事件,但触发事件的发生是不确定的。如果触发事件发

[16] 于莹、潘林:“优先股制度与创业企业——以美国风险投资为背景的研究”,载《当代法学》2011年第4期。

生的概率较低,则减记债更为接近普通债券;如触发事件发生的概率较高,则减记债更加接近强制转换债券,或者更易于违约。

2. 转股或核销时间

可转换债券的转股期在发行时即已确定,普通优先股则没有转股可能。同时,可转换债券的转股权由投资者持有。进入转股期后,债券持有人可根据市场情况决定是否转股,而转股期的市场情况存在一定的不确定性,因此可转换债券是否会转股,以及何时转股存在一定的不确定性。

减记债转股的强制性特点决定了一旦发生触发事件,减记债将立即转为普通股或者核销本金。

3. 转股价格

可转换债券的转股价格是事先确定的,即使向上或者向下调整转股价格,也需按事先约定的规则进行,并由发行人及时公告。也就是说,转股价格的调整也是可预期的。对于减记债,由于触发事件是不确定的,所以多数情况下转股价格或核销概率也是不确定的。当然,为避免转股价格不确定影响发行,或者避免股票价格被操纵,发行人也可以事先确定触发事件发生后的转股价格。

五、减记债的研究情况

2002年11月,Flannery在工作论文中提出一种名为反向可换股债券(reverse convertible debentures, RCD)的金融产品,该产品在银行的市场资本比率降至一定水平时,可以自动转换为普通股。Flannery认为,反向可转换债券可在不扭曲股东风险激励机制的前提下,避免金融机构陷入财务困境。^[17]次贷危机后,这种金融产品的理念逐渐受到理论界和监管者的重视,并发展出或有资本、或有可转换债券、保释债等相

[17] Mark J. Flannery, *No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via "Reverse Convertible Debentures"*, Working Paper, November 2002.

关产品。^[18] 目前,有关研究主要关注了以下几个方面的问题。

(一) 触发事件(trigger)

触发事件是减记债产品的关键要素,不仅决定了产品设计是否更接近股票,而且对发行价格具有重大影响。

1. 是否由监管者自由裁量(discretionary)

触发事件的设定首先需考虑触发是否由监管者决定。从国外的研究看,多数研究者均认为触发事件不宜由监管者自由裁量。例如,美国金融稳定监管委员会(Financial Stability Oversight Council)认为,如监管者能够明确界定触发事件的标准和边界,则执行时容易保持一致性,且不易受到法律挑战。然而,监管者难以事先预测到所有问题和市场环境,使得这一要求很难达到,因而可能产生意料不到的后果。另一方面,因为程序问题,如果监管标准和界限不够具体,则难以实施。程序问题包括漫长、复杂,且难以加快的行政程序,会影响监管者解决市场问题的及时性。^[19]

Acharya 认为,以行业数据为基础(industry level)的触发事件必须由发行人确定,而不是有监管者自由裁量。因为在自由裁量下,触发事件的发生将向市场传递严重的负面信号,可能导致市场螺旋式下降(downward spiral)。与此相反,发行人确定的触发事件则较为容易预期,不会产生这一后果。^[20]

Kailan Shang 也认为,以行业数据为基础的触发事件不宜由监管者自由裁量,因为处罚性转股具有信号效应,监管者可能会由于政治压力延误做出触发事件是否已发生的判断,进而导致更多的损失。^[21]

[18] 本文在分析国外研究成果时,直接采用相关研究中的产品名称,以保证研究的准确性。事实上,这些金融产品遇到的潜在问题基本一致。

[19] Financial stability oversight council, report to congress on study of a contingent capital requirement for certain nonbank financial companies and bank holding companies, July 2012.

[20] Acharya, Viral V., Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter, REAL TIME SOLUTIONS for FINANCIAL REFORM, An NYU Stern Working Group on Financial Reform.

[21] Kailan Shang, Understanding Contingent Capital, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

2. 以发行人数据为基础 (institution level) 还是以行业数据为基础

以发行人数据为基础的触发事件是指以发行人自身的财务数据和市场数据为基础确定触发事件是否发生。触发事件与系统性危机没有关系,因此损失吸收既可以由系统性风险产生,也可由非系统性风险产生。触发事件包括发行人股票价格、资本充足率、权益的账面价值等。

以行业数据为基础的触发事件则指以发行人所在行业的财务数据和市场数据为基础确定触发事件是否发生,触发事件可以通过市场总体损失指数、金融行业损失指数等设定。

对于哪种触发事件更优,学术界和业界尚无一致意见。早期国外发行的减记债中,触发事件多是以发行人数据为基础确定的。但 Kailan Shang 认为,为降低系统性风险,以行业基础为数据的触发事件可能更加适当,因为设置行业基础触发事件后,或有资本仅在系统性风险中才会转为普通股。^[22]

3. 以账面价值为基础 (based on book value) 还是以市场价值为基础 (based on market value)

触发事件可以是金融机构按照会计准则和监管规则确定的账面价值,也可以是投资者决定的市场价格,学术研究机构较为倾向于市场价格基础,但两种触发事件各有利弊。^[23] 以账面价值为基础的触发事件可能有如下问题:

(1) 权益的账面价值易于被管理层操纵。考虑到金融机构的复杂性,管理层很容易将部分业务表外化,以操纵会计准则或国际财务报告准则下的权益数据。

(2) 根据会计准则的相关规定,历史成本在估值中的影响很大,因而权益的账面价值很大程度上会受到历史数据的影响。

(3) 财务报告并不是连续的,因而以财务报告为基础的触发事件会产生迟滞,可能延迟公司资本重组的时机。时滞问题可能导致公司破产或接受政府帮助前,或有资本不能及时转为权益。

[22] Kailan Shang, Understanding Contingent Capital, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

[23] Kailan Shang, Understanding Contingent Capital, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

以市场价值为基础的触发事件不会产生上述问题,但也存在以下两个潜在的风险:

(1) 股票价格易被市场操纵。对可能会严重稀释股东价值的或有资本转股,操纵问题非常重要。

(2) 股票价格易产生随机差错。对于转股价格以转换时以市场价格为依据确定的转股设计,这种影响较为明显。然而,如果转股价格以转股前一定期间的平均价格为基础确定,则这种影响会降低很多。

Flannery 认为,触发事件必须以权益当时的市场价值表示。Flannery 说明,尽管有些人认为发行人的权益比率接近触发事件时,依赖市场价值容易导致市场操纵,但他不认为潜在操纵问题很重要(尽管需认真考虑)。^[24]

然而,目前部分已发行的减记债多是以按监管规则计算的资本充足率(账面价值基础)作为触发事件的。其原因可能为以下两点:(1)或有资本的目的在于保证公司在流动性导致不能履行债务责任时,降低倒闭或者政府拯救的可能性,因此以资本充足率作为触发事件较为直观。(2)部分案例的触发事件远高于最低资本要求,因而及时性并不是重要问题。因为在发行人无力偿还债务前,或有资本可能早已转股。^[25]

4. 双重触发事件(multi trigger)

多重触发事件指触发事件多于一个,需同时发生才能触发转股或者核销的情况。目前,相关研究主要是针对双触发事件。Squam Lake Working Group 认为,双重触发事件非常重要,因为首先,在银行的银行资本结构中,债券非常重要,是管理者行为的重要约束力量。如果处于重大损失时混合证券立刻转为权益,则会削弱这一约束力量。但如将转股仅限于系统性风险发生时,则除极端时期外,这种混合证券会同一般债务一样对管理者具有约束力量。其次,银行基础的触发事件也非常重要。如果仅在宣布系统性危机时才触发转股,监管者在决定是否

[24] Flannery, Mark J., *Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates*, October 5, 2009.

[25] Kailan Shang, *Understanding Contingent Capital*, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

宣布危机已经出现时,将面临重大的政治压力。监管者即使以客观数据代替自由裁量也会存在问题。因为监管者使用的汇总数据可能不准确,同时计量时也存在时滞。可能最重要的是,如果仅设定系统性的触发事件,危机发生时即使经营良好的银行业也将被迫转股。这将降低这些银行保持良好经营的动力。^[26]

Coffee 对市场价格触发事件进行了研究,认为如果采用双重价格触发事件,市场操作的可能性就很小了。在双重触发价格情况下,只有在公司自身的股票价格跌到约定比例,且与该公司类似的金融机构的股票指数也跌到约定比例时,才会出现转股。虽然有可能通过操纵单一公司的股票,使其发生触发事件,但操纵整个金融行业的股票价格水平就极为困难了。^[27]

McDonald 认为,双重触发事件也允许银行倒闭,说明其关注了或有资本可能对债务的激励效应造成的负面影响。当然,以指数作为参考的触发事件有可能设置的很高,导致转股是否触发实际取决于银行自身的股票价格。这是一项政策选择:可以对仅以市场价格为基础的单一或有资本转股政策进行设计,使其或者无条件降低破产的可能,或者仅在系统性风险时阻止金融机构破产。^[28]

Albert 则认为,普通股股东与或有资本持有者存在共谋的可能,为保证或有资本有效实施,至少同时需要“监管者”触发和“市场”触发两种触发机制。^[29]

在到目前为止的案例中,多数发行人将监管最低要求和不能持续经营相结合,设置了多重触发事件。

5. 高触发事件(high trigger)还是低触发事件(low trigger)

高触发事件又可称为持续经营(going-concern)基础触发事件,指

[26] Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities*, WORKING PAPER, April 2009.

[27] *Systemic risk after Dodd - Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, Columbia Law Review, Vol. 111.

[28] McDonald, Robert L., *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, February 15, 2010 First draft; December 19, 2009.

[29] Albert S. Kyle, *How to Implement Contingent Capital*, First Rough Draft; March 21, 2013.

银行在尚可维持持续经营的情况下将或有资本转为普通股的触发事件。这种触发事件可以保证银行在经营情况不佳时,不需通过资本市场融资即可解决债务问题。巴塞尔银行监管委员会对于触发事件高低的讨论较为充分。^[30] 委员会认为高触发事件的优点主要表现在以下几点:(1)多数情况下,债务性质的或有资本可以对股东产生债务约束,避免权益融资存在的代理问题;(2)由于转股后存在股权稀释风险,股东和银行管理层会控制经营风险;(3)为避免转股导致投资损失,或有资本持有者会监督银行的经营风险;(4)转股会使持有者遭受损失,所以在某种程度上,或有资本价格会可以反映银行的风险状况,为监管者提供监管信息;(5)由于利息成本可以在税前扣除,债务性或有资本的融成本比普通股低。

其缺点表现为以下几点:(1)目前案例不足,高触发事件的转股机制存在一定不确定性。转股机制如出现问题,上述优点可能就不存在了。(2)债务性或有资本在到期前如不能转股,则会丧失损失吸收能力。(3)债务性或有资本的融资成本较低很大程度上与其利息支出可以税前扣除有关,但如果融资成本较低仅是税收利益的效果,则从广泛的经济和公共政策角度看,或有资本是否恰当就值得怀疑了。(4)不同国家的监管政策不同,可能导致本已复杂的或有资本更加复杂,不便于市场参与者、监管者和银行管理层理解全球系统性重要银行(G-SIBs)的资本结构。(5)转股存在信号效应,因而转股条件的触发可能影响转股银行的融资,瓦解市场对转股银行的信心,同时可能对其他银行造成不利影响。(6)惩罚性稀释可能对股东激励和管理层行为造成潜在的在负面影响。例如,在临近触发点时,管理层可能面临大幅降低风险资产的压力,进而对金融市场和实体经济产生潜在的负面影响。同时,意识到转股后或有资本持有者会共同承担经营损失,银行股东可能为实现复兴奋力一搏(gamble for resurrection)。

[30] Basel Committee on Banking Supervision Consultative Document, *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement*, July 2011.

(二) 转股比率 (conversion ratio)

1. 关于最大转股比率

为保证市场参与者预先知道转股的最大数量,转股比率的透明度非常重要。否则,当公司接近触发点时,卖空投资者或者套利投资者可能使公司普通股股票产生较大的下行压力,进而导致“死亡螺旋”和“无限稀释”(infinite dilution)。也就是说,发行时如不明确最大转股比率,在公司的财务状况恶化时,普通股东的股权将存在无限稀释的风险。^[31]

同时,如果不设定最大转股比率,或有资本持有者可能会按转股时的股票市场价格,将或有资本转换为等值的普通股,从而控制投资损失。由于面临的市场风险显著降低,其对公司的市场约束也会相应降低。^[32]

2. 固定转股比率还是变动转股比率

McDonald 认为,在其他因素相同时,如果操纵转股价格,固定面值转股(转股前后投资价值不变,转股数量会变化)比固定股份数量转股对投资者而言更有利可图,因为按固定面值转股时,暂时操纵股价可以转换更多股份。^[33]

Flannery 认为,固定转股价格会使或有资本持有者的收益不确定:在高转股价格下,股东会诱使或有资本转股,以降低权益价格;在低转股价格下,或有资本投资者则会急于压低股票价格,以触发转股。这两种情况均与公司信用状况无关,也与监管目标无关(稳定资本不足公司的经营)。^[34]

Squam Lake Working Group 则认为存在另一种可能性,即在系统性危机出现时,如果公司的股票严重下跌,管理层可能有意违反发行文件

[31] Financial stability oversight council, report to congress on study of a contingent capital requirement for certain nonbank financial companies and bank holding companies, July 2012.

[32] Financial stability oversight council, report to congress on study of a contingent capital requirement for certain nonbank financial companies and bank holding companies, July 2012.

[33] McDonald, Robert L., *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, February 15, 2010, First draft: December 19, 2009.

[34] Flannery, Mark J., *Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates*, October 5, 2009.

约定,按对股东有利的固定价格进行转股。^[35]

3. 多均衡点(multiple equilibria)问题

多均衡点问题与转股时可能存在的财富转移效应相关。接近触发点时,投资者对触发事件发生可能性的判断会存在分歧,进而导致股票价格的多均衡点。由于股票价格取决于转股是否会发生,因而可能出现两个均衡价格:一是假定不会转股的价格,二是假定会转股的价格。转股预期变化会导致股票价格突然发生变化。当然,如果转股时股东和债券投资者之间没有财富转移(变动转股比率,保证转股前后债券投资者不产生投资损失),则不会出现对多均衡点问题。

Suresh 认为,基于产品设计不同,或有资本转股时可能出现单一均衡、多点均衡和无均衡情况。或有资本和其他证券所有者的资产所有权是针对同一资产的,且各项资产价格通常需同时确定,没有人可以通过强制转换获益,因此转股规则必须保证触发事件发生时,转股价格不会导致证券价值的变化。^[36]

Kailan Shang 则认为,多均衡点问题或者无均衡点问题并不重要。市场对转股的预期与对股票价格的预期类似,当预期发生变化时,股票价格就会突然变化。当公司处于财务困境时,股票价格的突变没有什么不正常的。同时,由于会计与监管规则的复杂性和不确定性,市场难以推测转股能否发生以及均衡价格。另外,以公司价值为依据的触发事件不同于市场权益比率为基础的触发事件,不会受到多均衡点问题的影响。^[37]

(三) 转股还是核销

高盛对这一问题进行了分析,^[38]认为转股的优点在于:如果转股

[35] Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities*, WORKING PAPER, April 2009.

[36] Suresh Sundaresan, Zhenyu Wang, *Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports On the Design of Contingent Capital with Market Trigger*, Staff Report No. 448, May 2010, Revised November 2011.

[37] Kailan Shang, *Understanding Contingent Capital*, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

[38] Goldman Sachs, *Contingent capital Possibilities, problems and opportunities*, March 2011.

对现有股东的股权稀释较为严重,则银行在危机早期会主动降低风险和杠杆,而如果转股发生得较早,或有资本持有者的资本价值仍会剩余很多;缺点在于:如果转股较晚,或有资本持有者的剩余资本价值会很少,且其价值难以回升。

核销的优点在于:对问题公司进行资产重组时,固定收益投资者可以不持有权益,因而对大批不能投资于权益资本的潜在投资具有吸引力。缺点在于:债务持有者会在权益投资者之前遭受损失。

就投资者群体而言,高盛认为,由于相关规则不允许传统的固定收益投资者持有可转换债券或权益,因而其不会喜欢转股。而监管者会喜欢转股,因为转股可以降低系统性风险。对于核销,高盛认为,固定收益投资者可能会喜欢这种设计。但核销不能触发得太早,否则债券持有者会遭受损失。

(四) 产品定价

由于产品设计复杂,针对或有资本定价尚无一致认可的理论。概括而言,目前的估值模型主要有以下两类:^[39]

1. 以 Merton 模型和 Black Scholes 模型为基础的定价模型。

按照 Merton 模型,股东价值是对公司价值的看涨期权,行权价格等于债务价值。研究者对 Merton 模型进行了修正,将触发事件量化,使其等于公司价值。同时,研究者使用修正后的行权价格模拟了转股的可能性。目前关于或有资本定价的很多研究都是以这种方法为基础的。

传统 Merton 模型假定公司价值遵循几何布朗运动 (geometric brownian motion),但几何布朗运动不适宜解释短时间内的价值变化,而这种变化在股票市场中是正常的,因此需要在 Merton 模型中考虑不连续分布的股票价格跳跃情况。复合泊松过程 (compound poisson process) 是金融与风险管理领域内扩散模型下调整价格跳跃较为常见的选择,正好可以满足这一需要。复合泊松过程假定跳跃中的等待时间服从指数分布,且跳跃幅度可以服从另外一种概率分布。有时,跳跃

[39] Kailan Shang, Understanding Contingent Capital, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

分布模型会与 Heston 模型(heston model)等模型中的随机波动同时出现。由于较为灵活,复合泊松过程可以用来考虑一些利益相关者的行为(如转股前做空股票)。

2. 以 Duffie 和 Singleton 模型为基础的定价模型。

该模型通过利率的期限结构模拟债券的违约情况及其价值。与 Merton 模型不同,这类模型没有明显地考虑债务结构和违约时公司的价值(看涨期权的行权价格)。公司的风险率(hazard rate)受与公司价值密切相关的外生性市场因素影响较大,该模型模拟了这一风险率下的违约率。为了反映或有资本的特征,违约强度(default intensity)需调整至触发强度(trigger intensity)。在 Duffie 和 Singleton 模型下,违约强度和损失率均成为股票价格等外生变量的函数。因此,股东行为可以清晰地反映在模型中。这一模型也可以应用于资本规则变化等不连续信息的情形。

(五) 产品设计

减记债产品结构复杂,且尚未解决的理论问题颇多,如道德风险、代理问题、死亡螺旋、股权稀释、多点均衡、逆向信号等。国外学者针对这些问题进行了较为深入的研究,且对产品设计进行了思考,提出了一些解决方案。

例如,Squam Lake Working Group 针对单一触发事件存在的问题,提出了一种双触发事件的减记债券,第一个触发事件是监管者认为系统性风险已经出现,第二个触发事件是公司违反了混合证券发行合同的约定(如资本充足率)。两个触发事件同时发生才能转股。^[40]

McDonald 也设计了一种双触发机制的或有资本。该或有资本需要两种条件同时发生才能转换为权益:股票价格低于触发价格,金融机构指数也低于触发价格。金融危机时,这一机制可以保护发债银行不受行业中经营较差的银行的影响。正常情况下,这种触发机制又允许

[40] Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities*, WORKING PAPER, April 2009.

经营较差的银行破产。^[41]

Bolton 和 Samama 提出了一种资本准入证券 (capital access bond, CAB)。在债券存续期内,发行人在任何时候均可用公司的股票偿还债券。从本质上说,这种权力是以预先确定的价格发行权益的期权,但这种期权又具有以下特点:期权的发行人(债券投资者)以抵押品(即资本准入证券)担保其可以购买发行人(期权的买入者)新发行的权益。Bolton 和 Samama 同时讨论了发行不同行权价的多只资本准入债券,以应对各种危机的情况。^[42]

Kashyap 等提出了资本保险的产品设想。按照其设想,银行需要向投资者购买资本保单。在银行业经营整体处于较差水平,需要补充资本时,该保单会保证银行获取所需的资本。也就是说,从社会总体情况看,当整体银行资本短缺时,这些保单会给银行的资产负债表提供更多的资本。^[43]

Pennacchi 等设计了一种名为看涨期权增强回转可转换债券 (call option enhanced reverse convertible, COERC) 的产品。该债券可以在资本或权益的市场价格低于一定水平时,按远低于触发价格的转股价格转为普通股。转股后,公司原有股东可按转股价格从债券投资者手中买回转股的普通股票。Pennacchi 认为 COERC 有如下优点:与其他或有资本相比,在银行资产可能面临突然的大幅下跌的情况下,COERC 可以减小股东的风险;可以避免因操纵和恐慌造成的权益价格“死亡螺旋”问题;发行人选择风险较大的投资的动机也会降低;减少影响银行补充普通股资本的债务负担问题(股票价格下跌后)。^[44]

[41] Robert L. McDonald, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, February 15, 2010, First draft: December 19, 2009.

[42] Bolton, Patrick and Frederic Samama, *Capital Access Bonds: Contingent Capital with an Option to Convert*, 2011。转引自 Kailan Shang, *Understanding Contingent Capital*, Prepared for: Casualty Actuarial Society, February 2013.

[43] Kashyap, Anil K., Raghuram G. Rajan and Jeremy C. Stein, *Rethinking Capital Regulation*.

[44] George Pennacchi, Theo Vermaelen and, Christian C. P. Wolff, *Contingent Capital The Case for COERCs*, August, 2010, Revised April 2011. Revised April 2011, Revised version of 2010/89/FIN.

Zhaojun Yang 等提出了一种可以依据发行人的特定现金流状况,自动在权益和负债中重复转换的或有资本。Zhaojun Yang 等认为,这种证券不仅可以降低公司的违约风险,还可以大大提高公司价值。另外,这种或有资本可以同时解决中小型企业和银行的融资问题。^[45]

(六) 其他相关理论研究

除关注减记债的要素、定价等问题外,国外的研究还涉及了其他较为广泛的问题,如 Wulf 研究了或有资本对公司治理的影响,认为在美国公司中,路径依赖导致高管薪酬政策中很难嵌入提高公司治理的要素,而或有转换债券具有很多商业吸引力,可以考虑在美国公司的薪酬结构中引入这种混合证券。与高管薪酬中的其他债务证券相似,或有转换债券可以降低收入不平等,并激励系统性重要金融机构的长期稳定发展。另外,如触发事件较易发生,在薪酬中引入或有转换债券可以帮助提高系统性重要金融机构的治理水平,因为这种触发机制可以较早地警示违约风险。同时,这种触发机制更易于激励债权人和股东对公司进行监管,也有利于激励高管降低公司承担的风险。^[46]

六、国外减记债的实践进展

减记债产品思想出现后得到了各国的重视,不但学术界进行了深入研究,监管部门也在积极探索。

(一) 巴塞尔银行监管委员会(BCBS)和金融稳定委员会(FSB)的进展

近几年,全球的银行业监管者对加强银行应变能力、支持经济增长、避免使用纳税人的资金拯救银行等金融机构等问题进行了广泛的讨论,并提出了多种解决方案。BCBS 和 FSB 对这些问题的讨论后,提出了一系列或有资本和保释工具的产品设想。

[45] Zhaojun Yang, Zhiming Zhao, Contingent capital with repeated interconversion between debt and equity, Preprint submitted to 2013 China International Conference in Finance January 15, 2013.

[46] Wulf A. Kaal, Contingent Capital in Executive Compensation.

1. 或有资本

2010年7月,BCBS的监管主体,央行行长和监管机构首长小组(Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision, GHOS)注意到或有资本和可转换资本工具有可能在监管资本框架中扮演重要的角色。GHOS在“一揽子”改革方案中说明,为保证或有资本和可转换资本工具的损失吸收能力,委员会将研究把这些资本工具列入一级核心资本和二级核心资本的标准,以及这些资本工具在监管最低要求中和缓冲层的角色。^[47] 2011年1月,G-20领导人表示将支持BCBS对或有资本在加强市场纪律作用方面的研究工作,以帮助其建立私营部门完全承担其投资损失的金融系统。G-20领导人表示,或有资本的研究应作为2010年“一揽子”改革的一部分。^[48]

2011年1月,BCBS提出了损失吸收的最低要求,以保证在银行不能持续经营时,所有的资本工具都能在纳税人遭受损失前充分吸收损失。该文件还对触发事件、过渡期安排等提出了建议。^[49] 同时,BCBS也在考虑是否在全球系统性重要银行中引入或有资本,以吸收银行的经营损失,并在2011年6月发布相关咨询文件。2011年11月,委员会发布《全球系统性重要银行:评估方法与额外吸收损失要求》,认为与或有资本相关的很多潜在问题均未解决,暂不将或有资本纳入考虑范围。^[50]

2013年6月,BCBS发布名为《全球系统重要性银行:评估方法和更新更高的损失吸收能力要求》,说明GHOS和BCBS将对或有资本进行研究,同时支持各国引入或有资本,保证银行能够达到比委员会设定的标准更高的损失吸收要求,因为高触发事件的或有资本能够帮助银

[47] Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision reinforces Basel Committee reform package, <http://www.bis.org/press/p100111.htm>, 2013年8月20日访问。

[48] The G20 Toronto Summit Declaration, Toronto, June 27, 2010, <http://www.g20.toronto.ca/2010/to-communicue.html>, 2013年8月20日访问。

[49] Final elements of the reforms to raise the quality of regulatory capital issued by the Basel Committee, <http://www.bis.org/press/p110113.htm>, 2013年8月20日访问。

[50] Basel Committee on Banking Supervision, Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement, Cover note, November 2011.

行在持续经营基础上吸收损失。^[51]

2. 保释债

2010年G-20多伦多高峰会谈中,各国领导人呼吁FSB研究可有效解决系统性重要机构相关问题的具体政策建议,并明确指导FSB研究或有资本等机制,以鼓励遵守市场纪律。^[52]

作为回应,FSB在2010年10月发出研究报告,提议全球性重要金融机构应具有比巴塞尔协议Ⅲ要求的更高的损失吸收能力。不同情况下,其额外的损失吸收能力可来自于资本附加费、或有资本工具以及具有保释能力(bail-in-able)的债务。^[53]

2010年12月,FSB设立了保释工作小组(Bail-in Group),该小组对契约保释机制和法定保释机制的法律和经营特点,以及该机制对市场的影响进行了研究。2011年7月,FSB发布咨询文件,对有效的清算机制、保释权力、跨境合作和相关建议实施时间表进行了分析。^[54]经过征求意见,FSB在2011年11月发布了清算机制国际标准,要求各国指定负责清算的机构。清算机构需具有广泛的权力,可以通过转移业务、债权人资本重组(清算中的保释)等手段介入和清算不能持续经营的金融机构,并由股东和未担保的债权人按照清偿顺序承担损失。^[55]

(二)美国减记债的进展

1. 财务稳定监管委员会的研究

2010年,美国总统奥巴马签署《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(以下简称多德法案),要求财务稳定监管委员会对联邦

[51] Basel Committee on Banking Supervision, *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*, July 2013.

[52] Financial stability oversight council, *report to congress on study of a contingent capital requirement for certain nonbank financial companies and bank holding companies*, July 2012.

[53] Financial Stability Board, *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions, FSB Recommendations and Time Lines*, 20 October 2010.

[54] Financial Stability Board, *Consultative Document Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions, Recommendations and Timelines*, 19 July 2011.

[55] Financial Stability Board, *Press release, FSB issues International Standard for Resolution Regimes*, November 2011.

储备系统管理委员会成员监管的非银行金融机构和银行控股公司(BHCs)发行或有资本的可行性、优缺点和产品结构进行研究。研究内容包括：(1)对联邦储备系统管理委员会成员监管的非银行金融机构和银行控股公司而言,发行或有资本是否会提高这些公司经营的安全性和稳健性,提高美国金融系统的稳定性,以及降低纳税人的风险；(2)评估需发行的或有资本的特点和金额；(3)分析出现金融困境时,可用于确定或有资本是否应转为权益的潜在审慎监管标准；(4)评估或有资本对金融公司的成本,信用市场和其他金融市场的运行和结构影响,以及对其他经济的影响；(5)评估或有资本要求对金融公司国际竞争的影响,以及或有资本监管要求的国际协调前景；(6)提出监管建议。2012年6月,委员会向国会提交了报告。按照多德法案的要求,报告对或有资本的含义、优缺点、结构性要素、保险公司发行或有资本、评级公司角色以及会计法律等问题进行了分析。委员会认为,或有资本是加强金融机构资本状况的有用工具,有利于提高金融机构在金融困境时期的损失承担能力。尽管或有资本的损失吸收能力不如普通股,但或有资本的成本较低。美国对与或有资本类似的金融工具经验不足,因而有很多潜在问题需要解决,尤其是产品结构和转股触发事件。因此委员会建议,或有资本目前仍作为私营公司的创新(private sector innovation)。同时,委员会建议联储和其他金融监管者继续研究其监管框架内或有资本和其他保释工具(bail-in instruments)的优缺点。

2. 美国减记债的实务发展

上述的研究是针对非银行金融机构和银行控股公司做出的。事实上,到目前为止,美国无论是银行还是非银行金融机构均未发行减记债或类似产品。这与美国的金融改革思路有关。英国财政部财政司长提交给议会的名为《银行改革:提供稳定性并支持经济的可持续发展》的报告中,对英美银行业改革差异的原因进行了分析,具体为:(1)长期以来,美国银行集团内有一定程度的结构性分离,可以阻止商业银行从事那些只能由分离的非银行附属公司从事的业务。(2)相对经济总量而言,美国银行部分比英国和其他重要欧洲经济体小的多,美国银行总资产不足GDP的100%,而法国和德国均已超过300%,英国和瑞士则在500%左右。(3)美国已经采取其他措施降低银行经营失败导致

的系统性风险。^[56]

Charles 等人则认为,美国没有发行或有资本主要是因为其资本问题并不严重。由于急于退出问题资产救助计划(TARP),美国银行过去几年已募集了大量资本,使美国的监管者有更多时间评估或有资本的可行性。另外一个原因可能与美国的税法有关,因为美国税法可能不允许损失吸收证券的利息支出在税前扣除。^[57]

(三) 欧洲减记债的发展

在 BCBS 和 FSB 对减记债及相关产品设想进行研究讨论,提出解决方案时,欧洲部分主要监管者,如欧盟、瑞士、英国和塞浦路斯等国也发布了相关监管提案。

1. 欧盟委员会的监管要求

欧盟很多国家已经提议使用或有资本和保释工具。2011年6月,欧盟委员会提议通过资本要求4号指引/资本监管要求1号(CRD4/CRR1)实施巴塞尔协议Ⅲ,提议中包括“高触发事件”持续经营损失吸收的规定。一旦在2019年前完全实施,则银行最小资本需达到风险权重调整后资产的8%(包括4.5%的普通股、1.5%的额外一级资本以及2%的二级资本)。银行也需持有2.5%的资本储备缓冲以及0~2.5%的特定机构反周期缓冲,两者均由一级普通股本(common equity tier 1)组成。建议中的指引要求额外的一级资本由可以在一级普通股本降低到5.125%时,可以转为一级资本或者核销的或有资本工具组成。^[58]

2012年6月,欧盟发布相关提议公告,对信用机构和投资公司的

[56] Banking reform: delivering stability and supporting a sustainable economy, June 2012.
[57] Charles P. Himmelberg, Goldman Sachs & Co., Sergey Tsyplakov, Incentive Effects of Contingent Capital, University of South Carolina, September 20, 2012.
[58] European Commission, proposal for regulation of the European parliament and of the council, on prudential requirements for credit institutions and investment firms, 20.7. 2011.

恢复(recovery)和清算框架提出了建议。^[59] 提议公告将相关工具分为三种权力:(1)防范权力(prevention),包括要求银行拟定恢复与清算计划、消除影响清算的因素,以及集团内财务支持(如向集团内陷入财务困境的其他实体提供贷款或担保)。(2)早期干预权力(early intervention),触发时点为金融机构不能满足资本要求,或很可能违反资本要求时。早期干预权力包括监管者在金融机构经营严重恶化时,以及其他干预措施不足以解决银行财务问题时,任命短期负责银行经营的特别管理人员的权力。(3)清算权力(resolution),在防范权力和早期干预权力不能解决银行恶化的经营状况,至银行即将破产,或很可能破产时,监管者有权对相关机构进行清算。欧盟的提议公告要求各成员国协调一致,目的是使所有成员国的相关机关具有管理失败银行的通用工具。

欧盟委员会的提议发出后,各国立即进行了磋商。委员会提议的最迟实施期限为2015年1月1日。对于减记工具(保释),欧盟建议2018年月1日,新规则将适用于所有存量债务和新发债务。2013年6月,欧盟委员会发出新闻稿,建议在实施保释时,自然人和中小微企业的合格存款(eligible deposits)以及欧洲投资银行的债务将优先于普通未担保债务、非优先债权人以及大公司的存款,同时存款保证覆盖的部分(即低于10万欧元的存款)优于合格存款。委员会同时对不能用于保释的债务作出了规定。^[60]

2. 瑞士减记债的发展

2011年6月,瑞士金融市场监管局(Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA)发布公告,对解决系统性重要金融机构

[59] European Commission, proposal for regulation of the European parliament and of the council, establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, COM(2012) 280/3. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/ebc/info-letter/201210_en.pdf, 2013年8月26日访问。

[60] Council Of The European Union, Council agrees position on bank resolution, Brussels, 27 June 2013.

“大而不能倒”的问题进行了研究,其中第4部分资本质量一节专门对普通股、或有可转换债券和核销债的特点、作用等问题进行了深入分析。

2013年8月,FINMA发布立场文件,对全球系统性重要性银行“大而不能倒”问题提出了解决方案。FINMA说明多点(multiple point of entry, MPE)保释可能面临资金短缺问题,同时国外附属机构也可能没有充分、合适且可用于保释的债务,因此其首选解决策略是单点保释(single point of entry, SPE),保释重点是银行母行和非经营的控股公司。其策略同2012年与联邦储备保险公司和英格兰银行签署的联合声明一致。按照该文件,在合并或者单一母行基础上,如果风险权重调整后的总资本达到8%,或者风险权重调整后的一级普通股本(CET1)低于5%,则发生资本触发事件。在具体案例中,FINMA有权决定触发事件是否发生。此时,国际合作非常关键。如果东道国监管者认为,根据其破产法,其管辖范围内的集团实体已不能持续经营(point-of-non-viability)时,需立即通知FINMA。同时,FINMA认为,可转换资本的触发与清算触发之间没有自动机制。^[61]

3. 英国减记债的发展

2011年9月,英国银行独立委员会(Independent Commission on Banking,一般称为Vickers委员会)经过深入研究后发布了报告,建议所有银行都持有损失吸收资本。然而,考虑到银行资本水平达到触发点时的潜在“死亡螺旋”问题,以及对或有资本持有者的影响,委员会并未强制银行使用或有资本工具,但委员会建议使用保释工具,以方便银行在临近不能持续经营状态时进行清算。^[62]

2012年6月,财政部部长向国会提交了一份白皮书,认为银行应具有第一损失吸收能力(primary loss-absorbing capacity, PLAC),即在其他债务人遭受损失之前有效吸收损失的最低能力,以确保其能有效应对冲击,以及在求助于纳税人之前解决问题。独立银行监管委员会

[61] FINMA, Resolution of global systemically important banks FINMA position paper, August 2013.

[62] Independent Commission on Banking, Final Report Recommendations, September 2011.

同时对总部设在英国的全球系统性重要银行以及业务分离的银行应持有的 PLAC 水平及其构成提出了建议。^[63]

2013 年 1 月,独立银行委员会发布 Vickers 报告,建议监管者在拥有其他清算监管权力的同时,还应具有另外两种权力:(1)第一保释权力(primary bail-in power)。保证银行清算时,最容易吸收损失的一系列预定债务可以承担银行的损失(包括核销债务,以便银行在清算中进行资产重组)。(2)第二保释权力(secondary bail-in power)。如果第一损失吸收能力不足以解决问题,可以让所有未担保债务承担损失。^[64]

除欧洲外,加拿大、澳大利亚、墨西哥、巴西、印度等国家也相继推出了有关规则,对资本证券和保释等问题进行规范。

(四) 减记债发行案例

由于很多问题尚在探讨之中,国外发行减记债产品的公司并不多,从发行文件看,不同机构发行的减记债券差异较大。在触发事件方面,有单一触发事件,也有双重触发事件(甚至三重触发事件),触发事件中监管者自由裁量的设计也较为常见;发生触发事件时,有转股设计,也有很多核销设计;在利率方面,有固定利率,也有浮动利率,以及固定利率和浮动利率相结合的案例;在发行时,有新发债券,也有置换现有债券的情况;在期限方面,有的有固定期限,有的无固定期限;在其他条款方面,有的发行人甚至设置了赎回条款。截至 2013 年 8 月,已发行和正在发行的减记债(包括或有资本)约 40 例。本文仅列举几例比较有代表性的案例。

1. Lloyds Banking Group

2009 年 11 月,Lloyds Banking Group 发行了 85 亿英镑的增强资本票据(Enhanced Capital Notes, ECNs),置换现有的一系列混合证券(包括资本证券、票据和优先股)。ECNs 的期限在 10~15 年之间,具体与置换前证券的结构性条款有关。发行时,ECNs 为较低的二级资本,如

[63] Financial Secretary to the Treasury, Banking reform: delivering stability and supporting a sustainable economy, June 2012.

[64] The Independent Commission on Banking: The Vickers Report, 3 January 2013.

果按照金融服务监管局(Financial Services Authority, FSA)2009年5月的定义,集团的核心一级资本比率低于5%,ECNs将转为核心一级资本。该批ECNs条款差异很大,既有固定利率,也有浮动利率,部分票据甚至有赎回条款。按照发行文件,ECNs的转换价格为2010年2月11日前五个交易日加权平均股价。^[65]发行时,Lloyds Banking Group已部分国有化,不能赎回债券或支付利息,因此用ECNs替换混合债券对投资者更加有利,因为ECNs的利率较高,且转换后可以出售获取现金。^[66]

2. Dutch Rabobank

2010年3月,Dutch Rabobank发行了12.5亿欧元的高级或有票据(senior contingent notes, SCN),期限为10年。与或有转换债券类似,这批债券没有升值空间。但与Lloyds Banking Group不同,Rabobank的SCN是新发行的票据。按照发行约定,当Rabobank的权益比率低于7%时,银行将核销票据面值和未支付利息的75%,其余25%以现金偿付给投资者。按照巴塞尔银行监管委员会的规定,该笔SCN不能计入监管资本。Rabobank具有AAA评级,且发行利率高达6.875%,获得了市场的认可。^[67]值得注意的是,Rabobank目前尚未上市。^[68]

3. Intesa Sanpaolo

2010年9月,Intesa Sanpaolo发行了10亿欧元具有损失吸收特点的一级资本证券。按照发行文件,如果满足下列条件之一,债券本金将被核销:银行的总资本比率低于6%或监管者规定的其他最小标准、监管者认为资本比率将在短期内降到6%、特殊财务状况或清算状况要求核销。如果银行获取了充足的总资本且核销后报告了“可分配利润”,其本金也可转回。Intesa Sanpaolo发行新债券的成本比银行资本

[65] Lloyds Banking Group, ANNUAL REPORT AND ACCOUNTS 2009\ 2012.

[66] Deutsche Bank Research, Contingent Convertibles, Bank bonds take on a new look, May 23, 2011.

[67] Deutsche Bank Research, Contingent Convertibles, Bank bonds take on a new look, May 23, 2011.

[68] https://www.rabobank.com/en/faq/rabobank_group_information.html, 2013年8月14日访问。

结构中其他资本证券的成本要高得多。Goldman Sachs 认为,综合考虑触发事件和其他结构性设计,其发行成本偏高。^[69]

4. Bank of Cyprus

2011年4月5日, Bank of Cyprus 发布可转换增强资本证券(Convertible Enhanced Capital Securities, CECS)募集说明书。^[70] 2011年5月20日, Bank of Cyprus 发布发行公告,说明实际发行日期为5月18日,募集金额约8.9亿欧元。其中,6.96亿欧元用于置换现有的合格证券(Existing Eligible Securities,包括可转换债券、可转换资本证券以及资本证券)。同时,CECS 中有9300万美元是在美国发行的。6月10日,CECS 同时在塞浦路斯证券交易所和雅典交易所进行交易。CECS 欧元部分的前10个付息期为固定利率,年利率6.5%,此后,该证券为浮动利率,年利率为Euribor + 3%。美元部分的前10个付息期同样为固定利率,年利率6%,此后,该证券也为浮动利率,年利率为Libor + 3%。CECS 没有到期日。^[71]

与一般资本证券不同,CECS 同时提供了自愿转换和强制转换两种机制。在转换期内,投资者可以按照预先设定的转换价格自愿将该证券转为普通股。如果发生或有事件(contingency event)和影响银行生存能力的事件(viability event),该债券将强制转换为普通股。或有事件为核心一级资本比率低于5%,或者塞浦路斯中央银行按照相关银行监管法案认为有必要时;影响银行生存能力的事件则完全由塞浦路斯中央银行决定。

受欧债危机的影响,CECS 发行后,银行的经营状况一直不佳。2012年6月15日,银行宣布将取消部分资本证券的利息。^[72] 此后,取消和延迟支付利息的通知不断出现。2012年8月30日,银行发布半年

[69] Goldman Sachs, *Contingent capital Possibilities, problems and opportunities*, March 2011.

[70] BANK OF CYPRUS PUBLIC COMPANY, PROSPECTUS, DATE: 5 APRIL 2011.

[71] Strengthening of capital position through the issue of Convertible Enhanced Capital Securities, Nicosia, 20 May 2011.

[72] Notice of Cancellation of Coupon Payment on Convertible Capital Securities, Nicosia, 15 June 2012.

度报告,说明其核心一级资本比率仅为 5.1%,半年报同时说明,由于部分 CECS 持有者自愿转股,其核心资本充足率已提升至 6.9%。^[73] 2013 年 2 月 28 日,银行发布自愿转股期和程序通知时,特别提示 CECS 投资者银行的股票价格已经远低于转换价格。^[74] 2013 年 7 月 31 日,银行向债务证券投资者发出通知,说明根据相关法令,银行的 CECS 将转换为 D 类股份,之后,每 1 欧元名义价值 D 类股份减记至 0.01 欧元名义价值 D 类股份。转换完成后,D 类股份将转换为普通股股份。^[75]

与此同时,由于保释机制的实施,银行的存款人也面临着资本重组损失。2013 年 4 月 1 日,银行宣布将通过存款人保释(存款转换为权益)进行资本重组,以保证其核心资本充足率达到 9%。在这一过程中,低于 10 万欧元的存款未遭受损失。^[76]

7 月 31 日,银行发出通知,说明按照相关法令,塞浦路斯中央银行在 2013 年 7 月 30 日决定将另外 10% 的合格保释存款 (bailed - in eligible deposits) 转为权益,至此,转为权益的合格存款已达到 47.5%。^[77] 8 月 1 日,银行宣布重新成为欧洲中央银行货币政策经营的合格对手方。^[78]

5. Allianz

2011 年 7 月,Allianz 发行了 5 亿欧元期限为 30 年的或有转换债券,购买者为持有其股份大约 1.5% 的日本公司 Nippon Life。Nippon Life 表示,该笔投资是其长期战略的一部分,有助于其与 Allianz 建立稳定的合作关系。^[79]

[73] Bank of Cyprus, Mid - year Financial Report, 30 June 2012.

[74] Period and Procedure for the exercise of the Right for the Voluntary Conversion of Securities, Nicosia, 28 February 2013.

[75] Notice to holders of debt securities of Bank of Cyprus as of 29 March 2013, Nicosia, Nicosia, 31 July 2013.

[76] Restructuring and Recapitalisation of Bank of Cyprus, Nicosia, 1 April 2013.

[77] Recapitalisation through Bail - in and Resolution Exit Bank of Cyprus Announcement, Nicosia, 31 July 2013.

[78] Bank of Cyprus reinstated as an eligible counterparty by ECB, Nicosia, 1 August 2013.

[79] <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6c4159d8 - a70f - 11e0 - a808 - 00144feabd0.html#axzz2cf4IG6GB>, 2013 年 8 月 22 日访问。

6. Julius Baer Group Ltd.

2012年9月, Julius Baer Group Ltd. 发行了2.5亿瑞士法郎的永续非累积额外一级资本证券(perpetual non - cumulative additional tier 1 securities), 该证券在首个赎回日(2018年3月)前为固定利率5.375%, 此后每5年调整一次利率。如果核心一级资本比率低于5.125%, 或者FINMA认为银行处于破产边缘, 需要减记或通过额外的公共资金支持时, 债券本金将全额核销。^[80]

7. Westpac Banking Corporation

2013年3月, Westpac Banking Corporation 发行了13.8亿澳元的可转换永续次级票据(convertible perpetual subordinated note), 利息率为3个月的银行券参考利率(bank bill swap rate) + 3.2%。发生以下事件之一时, 该票据将转换为普通股: CET1 低于5.125%、澳大利亚审慎监管局(Australian Prudential Regulation Authority, APRA)认为银行不能持续经营、发生特定的收购事件。该债券设置了计划转股期, 按照发行文件, 最可能的计划转股期在2021年3月8日。^[81]

七、我国减记债的实践

2012年6月7日, 银监会发布《试行办法》, 标志着我国的减记债已经进入实践阶段。

(一) 总体情况

目前, 工农中建四大行已相继发布公告, 说明将发行减记型合格资本工具, 其中农行拟发行500亿元, 其他三大银行拟发行600亿元。在披露的公告中, 工行明确其减记型合格二级资本工具带有减记条款, 但不带有转股条款, 其他银行没有明确说明。截至7月30日, 另有平安银行, 以及重庆农商行等银行提出发行减记型二级资本工具的计划, 共

[80] Credit Suisse, *Final Terms and Conditions, Julius Baer Group Ltd. CHF250 million Perpetual non - cumulative Additional Tier 1 Securities*, 2012.

[81] WESTPAC CAPITAL NOTES PROSPECTUS, 7 February 2013.

计 3850 亿元。^[82]

(二) 已发行的案例

尽管时间较短,我国已有成功发行减记债的案例。2013 年 7 月 22 日,天津滨海农村商业银行股份有限公司(以下简称“发行人”)发出公告,说明将发行金额不超过 15 亿元的 10 年期固定利率二级资本债券(以下简称“滨海二级资本债券”)。7 月 26 日,发行人发布发行情况公告,披露了债券的发行利率为 6.5%。

根据发行人的信息披露,该资本证券为次级债券,与其未来可能发行的其他二级资本债券同顺位受偿。其中与减记规则有关的主要条款如下:

1. 赎回权。本期债券设定一次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的资本水平仍满足银监会规定的监管资本要求情况下,经银监会事先批准,发行人可以选择在债券第 5 个计息年度的最后一日,按面值一次性部分或全部赎回本期债券。若债券存续期间因监管规定发生变化,导致债券不再满足二级资本工具的合格标准,在不违反当时有效监管规定的情况下,发行人有权选择提前赎回。

2. 减记条款。当触发事件发生时,发行人有权在无须获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销地对本期债券以及已发行的其他一级资本工具的本金进行全额减记,任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。当债券本金被减记后,债券即被永久性注销,并在任何条件下不再被恢复。触发事件指以下两者中的较早者:(1)银监会认定若不进行减记发行人将无法生存;(2)相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持发行人将无法生存。

3. 回售。投资者不得提前回售债券。

(三) 滨海二级资本债券的简要分析

1. 触发事件

从债券条款可以看出,滨海二级资本债券为全额核销式减记债。其触发事件是由监管者自由裁量确定的。根据国外对触发事件的研究

[82] “中行 600 亿减记型资本工具发行获董事会通过”,载 <http://www.21cbh.com/2013/7-30/zMNTg5XzczMjczMQ.html>,2013 年 8 月 22 日访问。

究,滨海二级资本债券的触发事件可能存在以下问题:

(1)触发事件存在不确定性。

债券减记的第一个触发事件的决定者为银监会,但银监会目前尚无认定银行无法生存的具体标准,实务中不易操作。第二个触发事件的决定者为相关部门,但发行文件中没有明确相关部门的具体范围(例如是否包括当地政府、法院),不易于市场判断触发事件的出现概率,且一旦“相关部门”在评论发行人情况或者行业情况时出言不慎,容易导致市场恐慌。

发行公告中也没有明确何为触发事件。发行公告说明,当核心一级资本充足率降至5.125%(或以下)时,发行人将在此后每月结束后5个工作日内,披露当月月度报告。核心一级资本充足率降至5.125%似乎为可能的触发点,但该段文字在“一级资本工具触发事件发生后的信息披露”中,并非针对滨海二级资本债券。此后的“二级资本工具触发事件发生后的信息披露”部分仅说明,当银监会或相关部门认为触发事件已经发生,并向本行发出通知后,发行人将在接到通知的两个工作日内对此次触发事件和债券减记的详细安排予以公告,并通知债券持有人。也就是说,发行公告中并没有明确的二级资本工具触发事件。

从这些内容中,我们只能看出核心一级资本充足率在5.125%附近时,滨海二级资本债券将面临较大的违约风险,但无法明确判断这一指标是否即为滨海二级资本债券核销的触发事件。

(2)以资本充足率作为触发事件参考存在缺陷。

资本充足率是以账面价值为基础计算的,考虑到金融资产的复杂性和近几年商业银行表外业务的发展,资本充足率较易被操纵。同时,财务报告是定期披露的,存在一定的迟滞,可能导致发行人不能及时进行资本重组。

(3)监管部门处于两难境地。

在确定触发事件是否出现时,银监会等政府部门可能会担心触发事件的负面信号作用引起市场螺旋式下降,也可能由于政治压力和决策程序等原因,延误判断触发事件是否已发生,进而导致更多损失。

2. 减记条款

债券发行负责人表示,滨海二级资本债券选择了“减记”而非“转股”,主要是“转股”操作起来会比较麻烦,手续比较多。^[83]对于非上市公司而言,这种解释较为合理,也符合 FINMA 的分析,同时与荷兰 Dutch Rabobank 发行 SCN 的案例一致(虽然核销比例有差异)。但工行的发行公告中也明确其减记型合格二级资本工具带有减记条款,但不带有转股条款。这就说明减记条款的设计并非单纯考虑了手续繁简问题。

从某种程度上说,核销本金的做法可能与发行人担心股权被稀释有关。另外,从国外研究看,最优转股价格的确定方法尚未形成较为一致的意见,国外已发行案例中已发生触发事件进行转股的情况也极少,为避免转股条款考虑不周引起不必要的麻烦,发行人也有必要简化产品设计。

3. 发行利率

发行人规模较小,截至去年年底总资产仅为 590 亿元,且发行人的资本充足率已经连续三年下降,2012 年底仅为 12.18%。从发行人贷款情况看,发行人贷款行业集中度较高。从股权结构看,发行人的大股东为天津农商银行,容易引发同业竞争问题。在债券评级报告中,发行人也表示将引入战略投资者,改进公司治理水平。综合分析这些信息,6.5% 的债券发行利率可能偏低。

这种情况也许与我国债券市场的发展阶段相关。目前,我国尚未出现一例实质性违约事件,加上发行人所处的行业特殊,虽然其债券的信用评级仅为 A+ 级,但投资者仍旧判断债券违约的概率不会很高。

(四) 减记债对我国银行监管者的挑战

减记债发展还不成熟,尚有诸多问题没有解决,使我国银行监管者面临了前所未有的监管挑战。

1. 监管规则不易完善

欧盟、英国、瑞士等国家的减记债监管规则远较我国的《试行办

[83] “首单银行减记型二级资本债券问世”,载 http://news.xinhuanet.com/fortune/2013-07/26/c_125070002.htm,2013 年 8 月 25 日访问。

法》详细,国外学术界对减记债的研究也远较我国深入。尽管如此,国外减记债券的发行案例仍旧非常少,这种现象与减记债复杂的结构性设计不无关系。另一方面,国外减记债发行以来,尚未遇到影响金融稳定的系统性风险,银行因发生触发事件对债券进行核销或转股的案例极少。也就是说,减记债对银行经营和金融系统稳定的有效性尚待实践检验。理论研究和实务现状决定了我国尚难以找到可以借鉴的成功经验。我国减记债的发展仍需“摸着石头过河”,既不利于银监会逐渐完善监管规则,也不利于减记债市场的健康发展。

2. 监管者角色存在冲突

我国的大型银行均为国有股东控股,中小银行也多为国有股东控股,这就决定了银监会等政府部门兼具股东和监管者两种角色(虽然银监会不直接拥有银行的股权,但由于其并非独立的政府部门,很可能受到其他政府部门的压力影响其决策)。从股东角度,银监会等部门必须考虑减记债转股对股权的稀释作用,避免国有资产损失。而从监管者的角度,为维护金融稳定,避免系统性风险,银监会等部门需独立决策,不受干扰。于是,这两种角色的内在冲突就不可避免了。

从滨海二级资本债券的减记条款和工农中建等银行的发行公告看,当发生触发事件时,监管层似乎更倾向于采取核销处理,而不是转股。这种做法在一定程度上可以避免转股处理使监管者面临的角色冲突。

3. 监管决策面临压力

国外研究认为,在监管者自由裁量的触发事件下,由于触发事件的逆向信号作用和政治压力,监管者可能延误决策时机,造成更大的损失。这就要求银监会在触发事件临界点时具有非常高的决策艺术,而这一点很难做到。