

对于投资者而言,沪深两市多达两千余只的普通股着实太普通了。在看惯市场上千篇一律的普通股后,一个新的投资品种离A股市场渐行渐近,这就是优先股。

博爱 优先股

本报记者 何川

仪态万千的“混血儿”

从国外成熟市场来看,优先股是普通股原本应有的“孪生兄弟”。与“老大哥”普通股相比,优先股在利润分配及剩余财产分配方面享受到了优先权,其投资风险远小于普通股,但其对应的股东权利也弱于普通股。比如,对公司通常没有表决权,不具有对公司的控制能力等。

“总体来看,优先股是一种介于普通股和公司债券之间的混合型证券,具有权益资本和债务资本的双重特征。”中国人民大学金融与证券研究所副所长赵锡军表示,一方面优先股是一种股权证书,没有偿还期限,代表着对公司的所有权;另一方面,优先股在发行时事先确定固定的股息率,不随公司业务的好坏而波动。

实际上,即便是作为市场上的一道“配菜”,根据不同的烹饪方法,优先股也可被制作成不同的花样。比如,按照股息在当年未能足额分派时,能否在后年度进行补足来划分,可被分为累积优先股和非累积优先股;按照除了分得本期固定股息外,是否有权与普通股股东一起参与本期剩余盈利分配来划分,可被分为参与优先股和非参与优先股;按照能否在一定条件下转换成其他品种来划分,可被分为可转换优先股和不可转换优先股;而按照能否以事先约定的价格、期限收回来划分,可被分为可赎回优先股和不可赎回优先股。

中信证券首席策略分析师毛长青表示,在具体设计上,优先股还可由发行时约定的条款所约定,同时具有上述多种交叉属性。以累积可转换优先股为例,其结合了累积性和可转换性的双重特征,既可以在股息未能在当年足额分派时,于后一年度获得补发,又可以在普通股的市价上升时,通过转换成普通股出售而获益。

随着近些年金融创新的不断发展,优先股的形式更加丰富多样、姿态万千。比如,出现了股息率不固定、定期随其他证券或存款利率的变化而调整的可调整股息优先股,甚

至还有股息率定期制定、制定过程是通过当前持有人和潜在买家通过参加拍卖来决定的拍卖优先股等。

这个,真的可以有

在美国市场,优先股算得上是百多岁的“高龄老人”了,但从上个世纪90年代,它才开始快速发展。据国金证券近期发布的研报统计,目前美国市场上优先股的存量规模约在4000亿至5000亿美元左右。相比约16万亿美元的股票总市值,优先股的占比并不算高,从发行收益率上看,其大约在6%至7%左右。

“优先股制度在我国迟迟未得以确立,主要原因在于制度层面上,《公司法》《证券法》并没有对其给出明确的指引和规定,存在着法律上的空白,但试点发行优先股并不存在法律障碍。”赵锡军表示,由于相关法律法规已为优先股预留了空间,在国务院出台行政法规后,证监会在此规定下可出台有关办法及配套规则,其便可获得试点。他认为,在优先股实施的过程中,最重要的是做好制度设计。比如,要明确优先股的种类、发行的资格要求和优先股在盈利和剩余财产分配、表决权、赎回和转换方面的权利。如果公司发行多种类别的优先股,还需明确规定它们在收益方面的先后、大小等问题。

“目前来看,发行优先股试点,对缓解A股市场流动性压力有着显著作用。”毛长青表示,允许公司发行优先股,有助于缓解其融资压力,起到降低普通股发行规模、分流IPO堰塞湖的作用。另外,优先股由于发行后一般不在二级市场流通,对市场流动性压力也较小。从公司层面上看,发行优先股扩大了企业自有资金基础,增强了企业的信誉和借款能力。“在市场化改革的大趋势下,如果适度将部分国有股转化为优先股,一方面能获得相比于普通股较为丰厚的股息,另一方面也有助于提高国有企业的治理水平、优化投资者结构。”毛长青说。

另外,公司在发行优先股时,其资本成本

偏低、财务风险较小,并可保证公司的控制权不被分散,因而在2008年国际金融危机期间,优先股作为一种特殊的注资方式,成为成熟市场国家实施金融救援计划的重要金融工具。

谁适合第一个吃螃蟹

当优先股成为一桌大餐中的亮点时,对于众多发行人和投资者而言,它们之中谁最适合首先享受这番美味儿?

证监会近期表示,优先股试点不会存在行业限制,符合条件的企业都可以申请发行优先股。但上海证券分析师屠骏认为,起初发行优先股的企业经营要相当稳定,现金流良好。就目前沪深两市来看,除了银行股,符合上述条件的企业其实并不多。从美国市场的经验来看,发行优先股的主体也主要是公用事业行业和金融行业。

实际上,由于优先股类似于某种“永续债券”,每年都会按照约定利率派发股息,但永远不需要偿还本金,因而可被计入企业核心资本。这对于银行股来说其实最合适不过了。证监会也明确表示,支持银行发行优先股补充资本,但应在规则制度明确后,由银行依据程序作出决策,提出申请。

“优先股与普通股在收益特点上存在较大差异,投资者可以根据自身需要,来选择适合自己的产品。”摩投资分析师袁筠杰表示,看重现金红利的投资者可投资优先股,而希望分享公司成长成果的投资者可选择普通股。

从优先股特点来看,其介于普通股和债券之间的过渡特征明显。毛长青表示,这类投资品种股价波动小、回报稳定,比较适合类似于养老金、保险资金等长期、稳健的机构投资者,有利于提高这类投资者资金的使用效率,盘活存量金融资产。

但优先股也有不足,“优先股市场容量小,流动性要低于普通股。另外,由于其主要收益来自于股息,优先股的升值空间偏小。”毛长青说,虽然优先股的违约风险极小,但当信用风险增大时,也会增加优先股的违约概率。

警惕“六度分离”风险

中国社科院金融所财富管理研究中心 王增武

国务院常务会议定调“资产证券化”常态化发展,旨在为“盘活存量、用好增量”铺砖引路。然而,国际金融危机的股鉴不远,其形成的首要原因之一就是金融创新过度,即所谓的次级抵押贷款证券化。为什么如此少量的次级抵押贷款却能“引爆”如此巨大的证券化市场呢?因为资产证券化的参与方不关心贷款质量,只管分享“证券化”过程的“收益”,真正关心贷款质量的投资者却无从知晓背后借款人的基本信息,投资者与贷款者之间的中介链条过长,此谓“六度分离”。

以美国市场为例,以商业银行为中介的存贷款关系是一次分离,如果加入房地美、房利美等贷款二级市场交易机构购买商业银行贷款,然后再打包出售给投资者,这就是二次分离。再来看担保债务凭证(CDO)的典型结构,从贷款人到投资者之间至少还有四个环节,即中间代理人、抵押银行、经纪交易商和CDO管理者,除此之外的辅助机构如提供文件保存和贷款催收的服务商、提供评级服务的评级机构和提供承销、配售服务的投资银行等,这就是“六度分离”结构的原型。细数下来,一个CDO产品的面世至少要有十个机构参与其中,各自完成后再进行“组装”,工业化生产模式下的资产证券化提高了“生产效率”,却“割裂分离”,参与各方只在乎自身的利润最大化。

当下,银行、信托、保险、证券和基金资管产品或资产计划理财的趋同现象严重,投资范围是“你中有我、我中有你”,合作方式是“不怕做不到就怕想不到”,如2012年创新大会之后银证合作的定向资管计划和8号文以来的银行、证券和私募合作等。“同质化”下的“异质”监管滋生了监管套利空间,管制的加强势必拉长产品的利益链条,潜在“六度分离”的隐忧。以“河北银行2013年益友

融通一丰益”系列产品为例,具体投资项目为“信达一渤海信托1号信托计划”,该信托计划通过信达证券定向资产管理计划开展交易所股票质押式回购交易,实际融资主体为上海华服投资有限公司,剩余融资期限12个月,采用美邦服饰流通股作为质押担保。事实上,除融资主体和投资者外,还有渤海信托、信达证券和美邦服饰等机构参与其中,隐性参与机构如交易所和中登公司等。

自2012年肖钢发表“影子银行”文章以来,国际机构如世界银行和货币基金组织等无不担忧中国式影子银行——银行理财产品“庞氏风险”,国务院和监管部门也在其公开文件中将银行理财风险列为风险防范之首。

有关银行理财产品是不是影子银行和庞氏骗局之争的正反双方各执一词。曾几何时,笔者也是反方的“忠实粉丝”,但是现在,笔者将“移情别恋”:如此庞大的存量规模(2013年6月末为9.08万亿),到底有多少与信贷资产有关,尤其是与4万亿刺激计划下的信贷资产有关?谁将是击鼓传花的最后一棒?温州“弃房”事件值得关注。而且,理财业务与商业银行自身业务的感染风险有多大?在同业监管趋严的大势下,又有多少同业业务转为理财业务?与此同时,理财业务与其他机构的传染风险有多大?相比于CDO业务的纵向“六度分离”,以“丰益”系列为代表的横向“六度分离”不可小觑,因为“肉烂在锅里”引发的系统性风险不容忽视。

分道制为并购市场注入活力

清科研究中心 姬利

今年以来,我国市场上企业并购重组交易持续活跃。据清科研究中心统计,至8月底,我国共发生654起并购交易,同比上升1.2%,涉及交易金额486.98亿美元,较2012年同期大幅上涨约50%,主要受益于中海油今年2月完成151亿美元对加拿大Nexen公司的收购。上市公司作为并购重组活动的主力,1月至8月共完成并购交易436笔,总交易金额为315.15亿美元,并购规模较去年同期增幅明显。

目前,国内并购活动能持续活跃的原因有以下几点:首先是IPO“堰塞湖”难解,拟上市企业积极通过寻求被上市公司收购实现资产证券化,VC/PE投资项目IPO退出无门,转向并购退出;其次是实现持续高速增长,上市公司由内生增长转向外延增长,并购成为其中的重要手段;再次是低迷的二级市场,使得企业可以从二级市场上收购低价股票以控制一家上市公司的股权。

另外,政策的带动与制度的支持,也是催热本轮企业兼并重组的主要因素。今年初,工信部、财政部等部门联合发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》,确立了“汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药、农业产业化龙头企业”等九个推进兼并重组的重点行业。证监会近期表示,自今年10月8日起,将开始实施并购重组审核分道制。这有利于配合国家财政政策,加快经济结构

转型,淘汰落后产能。

所谓的分道制,是指证监会对并购重组行政许可申请审核时,根据财务顾问的执业能力、上市公司规范运作和诚信状况以及产业政策和交易类型的不同,实行差异化的审核制度安排。其中,对符合标准的并购重组申请,实行豁免审核或快速审核。目前来看,证监会针对上市公司的并购重组申请正常审核通常是20个工作日左右完成,未来划入豁免/快速通道的,将取消预审环节,预计审核效率将会提高一倍左右。

在实施分道制之后,证监会还将视实施进展情况,不断完善分道制方案,并根据有关部门确定的推进兼并重组重点行业,动态调整支持的行业类型,逐步扩大进入豁免/快速通道的项目范围。这将大大提高上市公司并购重组的审核效率,必然为本已活跃的上市公司并购重组以及中国并购市场再注入活力。

风险提示:本刊数据、观点仅供参考,入市投资盈亏自负



投资“和而不同”的公司

吴益生

子曰:“君子而和不同,小人同而不和。”君子尚义,行所当行,言所当言,与人相处能“和”而未必“同”;小人好利,逢迎依附,口蜜腹剑,故“同”而未必“和”。在合作中,管理者与外部投资者难免会发生分歧。面对分歧,只有那些能够保持“和而不同”的公司才更有投资价值。

在选择投资标的时,巴菲特尤其重视“管理者”这个要素。他曾说,在伯克希尔所有的投资活动中,最让我和查理兴奋的是买入一家由我们喜爱、相信且敬重的人管理的、具有非常出众的经济前景的卓越企业。而一旦买下这样的企业,巴菲特就会给予管理者充分的信

任和支持,与其保持“和睦”的关系。巴菲特看中的管理者一般都具有这样的素质:理智而坦诚。能承担自己的责任,提高股东的价值,有勇气拒绝盲目地效仿同行,并向股东彻底地、坦诚地汇报公司情况。如此看来,投资者与管理者之间的坦诚、互信与共同的价值观,乃是“和而不同”的前提。

巴菲特曾说,我们的经济命运将取决于我们所拥有的企业的经济命运。长期来看,只有管理者将企业经营得更好,投资人才能够实现更大的利益。但若忘了这一老生常谈的原则,只顾争一时短长,蒙昧于蝇头小利,视对方为挡

道的“恶犬”,企业的经营难免受到影响。最近的A股市场上,各种并购、重组、引入外部投资者的消息满天飞,有些企业能够平稳过渡,有些企业则不然。或是表面风平浪静,实际“同而不和”;或是不惜家丑外扬,将内部的争夺公之于众。不论是哪种情况,投资者都要掂量一下,这样的矛盾到底是否会影响到公司将来的发展?

同在一个屋檐下,“同”且不易,“和”就更难了。这其实也是投资的关键所在,如果不了解内部的实际情况,对公司的“和而不同”没有信心,又何谈长期投资策略呢?

财富漫画

远志/文
段涛涛/绘

