

中国银行的融资路径分析

王 佩 赵宝珍

2009年年底以来,以国有大银行为主阵营的商业银行融资大潮成为市场的热点。截至2010年7月底,几大国有银行的再融资计划已全部出台,仅工、中、建、交四家银行的再融资规模就达2 870亿元。IPO方面,刚上市不久的农行A+H的融资规模超过1 500亿元,光大银行的IPO融资规模也逾200亿元。此外,包括最“不差钱”的北京银行在内的十几家中小股份制银行也不甘落后,相继通过了种类各异的融资方案。显而易见,我国银行业正在陷入一个融资——扩张——再融资——再扩张的成长怪圈。中国银行是四大国有银行中被公认为再融资需求最迫切的银行,也是发起今年四大国有银行再融资“第一单”的银行,其融资路径实质是国内众多银行的一个缩影,本文拟对此展开剖析并为我国银行业的发展建言献策。

一、中国银行的融资路径回顾

中国银行的融资历程有一个重要的分水岭,即2004年8月的股份制改造,以此为界,本文将中国银行的融资路径分为两个阶段。

第一阶段:股份制改造前,融资方

式以财政资助为主。2004年8月之前,中国银行作为四大国有独资商业银行的最主要的资金来源是国家财政资金。如,1998年,政府通过发行特别国债的方式专门用于补充包括中国银行在内的国有商业银行资本金;1999年,政府又将中国银行等国有银行的不良资产剥离给信达、华融、东方、长城四家资产管理公司;2003年12月30日,政府开始启动对国有商业银行的注资,其中通过中央汇金公司向中国银行注资225亿美元。据统计,依靠政府支持,中国银行共核销和剥离不良资产2 544亿元,资产质量实现了根本性改善。但单纯依靠政府的财务扶持并不能从根本上改变国有商业银行资本充足率低的局面。2004年7月,中国银行在全国银行间债券市场发行了“2004年中国银行债券(第一期)”,计划发行量为100亿元,后为满足市场投资者的需求,又追加发行了40.7亿元。这是我国资本市场上首只公开招标发行的次级债券,中国银行也成为全国银行间债券市场自1997年6月成立以来,第一家以发行人身份进入该市场的商业银行。

第二阶段:股份制改造后,融资

方式以社会资金为主,并呈现出多元化的特征。2004年8月,中国银行顺利完成股份制改造,由国有独资商业银行整体改制为国家控股的股份制银行,但资本充足率低依然是困扰中国银行的一大难题。2005年2月,中国银行在全国银行间债券市场发行总额约为340亿元的次级债;2005年8月,中国银行完成战略投资者的选定工作,苏格兰皇家银行、新加坡淡马锡控股、瑞银集团和亚洲开发银行共投资51.75亿美元(约合人民币403亿元),占中国银行总股本的13.9%。虽然引入战略投资者引发了“银行贱卖”(外资收购中国银行的价格为1.22元/股)的质疑,但引进战略投资者为中国银行的上市扫清了障碍。2006年6月和7月,中国银行的H股和A股先后成功上市,共募集资金979.84亿元。2007年9月,中国银行在香港发行30亿元人民币债券,这是国内商业银行第一次在香港发行人民币债券。2008年9月,中国银行在香港再次发行30亿元人民币债券。2009年,中国银行先后赎回了2004年发行的两期共计260.7亿元次级债,同年7月,中国银行在全国银行间债券市场发行了400亿元次级债。

知识产权问题的解决上,提供了很有创意的解决方案,使得双方达到了“非常共赢”。在知识产权谈判过程中,国际上一直担心并购之后吉利会将沃尔沃及其技术完全据为己有,而吉利则通过强调沃

尔沃的独立性,成功打消了这种疑虑。据吉利介绍,收购100%产权是知识产权的核心,但福特在过渡时期也拥有相关知识产权的使用权,双方暂时能够共享零部件。这的确成为一种不失原则性

的灵活策略,为我国企业未来的海外并购积累了宝贵的经验。

(作者单位:中央财经大学国际经济与贸易学院)

责任编辑 陈利花

2010年3月,中国银行发行15年固定利率次级债券249.3亿元,募集资金用于补充附属资本。由于次级债的比重逼近监管要求上限(按照银监会关于资本补充机制的规定,中国银行次级债占核心资本的比重不能超过25%),因此,可转债和股权融资成为中国银行后续融资的必然选择。2010年6月,中国银行正式启动400亿元A股可转债的发行工作,募集资金将全部用于补充附属资本,转股后将用于补充核心资本。7月,中国银行再次公布配股计划,拟对A股和H股同时进行配股融资,每10股发行不超过1.1股的配股股份,配股的融资总额不超过600亿元,所得款项将用于补充资本金,以提高资本充足率。

二、中国银行融资的特点分析

1. 对外融资持续时间长,次数多,数额巨大。

股份制改造后,中国银行在2004~2010年的6年间共发生了9次大规模融资行为,仅2010年的再融资额就已经超过了其首次IPO的规模。在再融资的频度和规模上,中国银行也都领先于其他银行。之所以造成这一结果,既有外部环境的影响,也有其自身的因素。

(1) 外部环境。高速的信贷扩张以及巴塞尔资本新规通常被视为银行业再融资的两大诱因,中国银行也不例外。近几年,银行业在经济刺激政策实施过程中发挥了重要作用,尤其是2009年银行业的天量信贷投放极大地促进了经济的企稳回升,但信贷规模的迅速扩张也使国内各大银行普遍出现了资本充足率下降的现象。中国银行2007年的资本充足率为13.34%,2008年为13.48%,2009年急速下滑至11.14%,下滑幅度超过同行,2010年一季度降至11.09%,逼近红线。可见,银行在保障经济稳定的同时,亦面临较大的风险隐患。同时,2010年是我国实施《巴塞尔新资本协议》的第一年,这对银行的资本充足率提出



了更高的要求。

(2) 银行自身因素。我国银行业普遍存在经营模式单一、主要依赖放贷规模的扩张来获取利润的问题。经济繁荣期内,企业经营状况普遍良好,还贷没有问题,银行的风险会被掩盖。一旦经济发展速度放缓,企业利润下降,银行的风险就会随之增大。而中国银行的资产结构、业务结构有自己的特点,其外币资产所占比重在20%以上。由于外币业务以及海外业务的市场化程度高,因此利差水平很低。这使得中国银行的资本充足率压力极大。

2. 采用了多元化的融资方式。

中国银行几乎采用了业界所有常见和不常见的融资方式,如发行次级债、普通债券、可转债、直接吸收外资入股、IPO及配股(这里的讨论排除了银行界常见的负债项目,包括向中央银行借款、同业及其他金融机构存放款项及拆入资金等形式)。其中,吸收外资入股即所谓的机构投资者投资在当时受到了广泛质疑。之后的事实也证明,国有银行希冀通过引进战略投资者来全面提升银行管理水平的愿望并不现实。在2009年年初禁售股份期满之日,各大外资机构悉数抛售了中国银行的股份,可见所谓的战略投资者其实与普通财务投资者并无区别。与此恰恰相反的是,2010年中国银

行发行的400亿元A股可转债却受到了市场资金的热烈追捧。笔者认为,中国银行可转债的成功发行主要源自于其具有低风险的特点。但事实上中国银行并不适合发行可转债,因为从可转债本身的特点和要求来看,只有业绩稳定、现金流充足、有良好成长性的优质公司才适合发行,而中国银行显然只符合了业绩稳定这一点。

此外,发行债券尤其是次级债是中国银行运用较多的品种,也是较为适合的一种。但为降低银行间债务关联性和金融体系的系统性风险,2009年10月银监会出台了《关于商业银行资本补充机制的通知》,规定自2009年7月1日起持有的其他银行发行的次级债要全部从附属资本中扣除,这一举措降低了银行对次级债的需求,使得其市场的需求方仅限于保险资金和农信社,从而促使次级债的发行利率不断走高,增加了银行的发债成本。由此可见,发行次级债的融资方式也将在未来受到限制。

3. 长期依赖于外部融资,内部积累提供的贡献较少。

自1998年亚洲金融危机后,我国银行业的改革过程很大程度上是一个补充资本和资本结构多元化的过程。在这个过程中,主流资本有以财政或外汇储备注入的国家资本、以境外战略投资者为主体的海外金融资本、以上市融资为形式的公众资本三类,但唯独少见银行业的自我积累。中国银行2004年以来通过利润留存方式累计充实资本大约1600亿元,这一数额与中国银行历年庞大的对外融资规模相比相对偏少,导致这一结果的原因与中国银行上市时的承诺有一定的关系。其承诺上市后三年分红率维持在45%~60%之间,2007年、2008年和2009年的实际分红比例分别为45%、51%和43.75%。与其他上市公司相比,这一分红比率不算低,也是中国银行给予投资者的真实回报。但高分红必然导致留存比例的降低,与中国银行

每年递增的贷款增速相比,这部分留存利润简直就是杯水车薪。根据经典融资理论,上市公司的派息分红政策理应结合公司的实际运营状况来制定,国外许多大公司的分红实践也大多遵循了这一原则。反观中国银行,为能上市而许下分红承诺,显然未能很好地权衡分配与增长的关系。事实上,中国银行每年在推出丰厚分红预案的同时,都面临着补充资本金的巨大压力,尤其是在2009年年末,中国银行的资本充足率已经低于银监会规定的大型商业银行11.5%的最低监管标准,此时再推出329亿元巨额分红方案已属不妥,何况,在推出巨额分红之前,中国银行已在筹划400亿元可转债及A+H配股巨额再融资计划,巨额资金的一进一出反映出中国银行在资金的筹措和使用方面还缺少科学的规划。

三、建议与对策

1. 注重内源融资,通过“二次转型”提高赢利能力。

企业融资一般应遵循内源融资、债务融资、权益融资的先后顺序,也即内源性融资才是企业补充资本金的根本。尽管当前外源融资的渠道和手段越来越丰富,但从可持续发展的角度来看,商业银行应更加注重内源融资的作用,即通过提升自身盈利水平来不断增强内生性资本补充能力。为此,转变赢利模式、大力发展中间业务就成为银行业的不二选择。因为从目前国内银行的收入总额来看,中间业务占比一般在15%~20%之间,而国外银行则在40%以上。在这方面,招商银行于去年年底提出的“二次转型”值得众多银行深思。“二次转型”是指将银行经营方式由外延粗放型向内涵集约型转变,从而最大限度地节约资本与费用,真正依靠内生性资本增加来支持规模增长。招商银行认为,“二次转型”最关键的是调整业务结构,提高银行的定价能力。为此,他们计划将注意力集中在议价能力更高的中小企业贷

款、个人经营性贷款(如商铺抵押贷款)以及国际结算业务、保险、基金销售等中间业务的开拓上。笔者认为,银行业的“二次转型”难度虽然远大于之前的股份制改造,但其对于银行业可持续发展的意义也将远远大于前者。对于中国银行而言,其有着几十年的外汇经营经验,所以不妨在传统的外汇业务中拓展优势,推出新型的个性化、差异化的衍生产品。

2. 积极促进银行股权结构的多元化,合理平衡与政府等利益相关者的关系。

中国银行IPO后的控股股东为中央汇金投资公司,作为出资人的中央汇金投资公司可以督促银行落实各项改革措施,完善公司治理结构,力争使股权资产获得有竞争力的投资回报和分红收益。但不可否认的是中央汇金投资公司具有浓厚的政府背景。因此,如何处理好出资者与管理者两者之间的关系,仍然是事关银行发展的重大问题。近年来,中央政府对国有银行的干预正在逐渐减弱,但国有银行依靠政府信用的状况并没有根本改变,政府也依然通过一些隐形方式给予国有银行各种支持。另外,由于委托代理链条过长,银行总行的控制力减弱,许多分支机构在经营过程中或多或少地会受到当地政府的干扰。比如2009年的巨额放贷,其中很大一部分就属于国家主导投资项目中的配套资金。当然,这其中也有银行主观上的过度放贷冲动,因为目前银行还主要依靠存贷息差赚取利润。

其实,无论是银行改制,还是公开上市,抑或是通过其他途径引进多元化的股权,彻底转换经营机制、建立良好的公司治理结构,才是各种改革的实质和核心。因此,国内各大银行的董事会不应该片面强调大股东利益,而应把股东利益与客户利益、银行利益、员工利益有机统一起来考虑。只有在更好地平衡各种利益的基础上,银行才能制定出合理的融资、投资及分红派息政策,也

才能实现银行的可持续发展。

3. 优化资产结构,完善和强化风险管理体系。

西方资本结构理论认为,企业的资产结构必须和资本结构基本相对应,也即融资期限的长短必须与相应的资产期限相对应。在既定的融资模式下,企业资产结构可以划分为中庸型、保守型和扩张型三种。其中,中庸型结构是流动资产等于或近似等于长期资产的结构;保守型结构是流动资产大于长期资产的结构;而扩张型结构是流动资产小于长期资产的结构。很明显,国内大部分银行近几年的发展都采用了扩张型资产结构,此种结构下的投资额大,投资回收期长,投资风险相对也大。因此,银行业必须从基础的信贷风险管理出发,逐步过渡到不断优化资产结构、建立全面风险管理体系的轨道上来。

具体而言,信贷转让和信贷资产证券化是银行风险控制和转移的重要途径。信贷转让不仅可以满足银行调节信贷规模的需要,更可以增强信贷资产的流动性,降低信贷资产风险,从而使银行摆脱资本充足率的约束。但由于目前我国贷款转让业务一般仅在银行同业间进行,信贷资产的潜在风险也仅能在银行间转移,所以其降低银行信贷资产风险的作用尚不能有效发挥。对于资产证券化,尽管2008年的次贷危机被认为与资产证券化有关,但资产证券化本身确实是一种转移和分散风险的良好工具。就我国的现实情况而言,经济的持续增长需要银行每年的贷款有一定的增长,相应地,银行的风险资产也会递增。如果我国银行能汲取次贷危机的经验教训,从机制设计上对资产证券化加以完善改良,就可以提高银行资产的流动性,并在一定程度上解决银行长期面临的资本充足率不足的问题。

(作者单位:南京师范大学会计与财务管理系 义马煤业集团股份有限公司)

责任编辑 陈利花