

加大优先股发行 解除股权质押风险

□新时代证券首席经济学家 潘向东

笔者认为,近期股市快速回落的主要原因是,在经济环境相对低迷的条件下,民营企业信用遭到质疑,海外市场下跌引发国内A股市场跟随。随着股指中枢下移,市场对场内质押品的忧虑徒增,特别是对部分信用受到质疑的民营上市公司而言,流动性不足导致出现被动减仓。

为何投资者会对A股的质押品市场如此担忧?数据显示,目前A股市场上超过97%以上的上市公司参加了股权质押,截至2018年10月16日,市场质押市值为4.4386万亿元。根据Wind数据,沪深两市共有2423家上市公司大股东存在股权质押未解押,占全部A股的68.2%。目前,大股东触及平仓市值约29511.27亿元。

目前有平仓风险的板块中,中小板占比最大,有739只股票被质押,合计质押1674.93亿股,占中小板总股本的20.09%。筛选出的股权质押风险比较高的前200家上市公司,股权质押比例超过50%以上的为139家。累计质押比最高达82.18%。

在庞大的质押市场面前,假若股市出现持续下跌,那么由于很多股票市值的缩水,进行了股权质押的股东将面临平仓压力,这样将强化市场的下跌。一些投资者即便觉得一些上市公司具有投资价值,但当他们觉得未来有股权质押平仓压力时,短期内也不敢购买,这样很容易产生市场流动性的缺失。一旦流动性缺失,在无量下跌面前,股权质押平仓的压力将越来越大,从而强化市场下跌。

6月份以来的数据已经在印证这种演化过程。根据Wind数据统计,今年1-5月,共有319家公司发布了500份有关补充质押的公告。而在市场持续下跌的6月份以来(截至10月15日),共有688家公司发布了1753份有关补充质押的公告,无论是公司数还是公告数都翻倍。

在2018年,随着市场调整,股票质押风险已经在逐步暴露,目前来看,多数公司仍然通过采取追加保证金、质押物或者提前回购部分股票收益权等措施化解质押风险。但一些之前扩张欲望较强,大股东质押率较高的企业,面对流动性的紧张,不得不走上处置质押资产,交出控股权的道路。

中小板的很多民营企业,从产品的研发、生产到销售都是创业者一手打造。一旦由于质押品出现平仓风险,导致控制权的转移,上市企业的经营风险就会陡增。假若收购方属于同行业领域的企业,经营风险的冲击相对小一些。假若收购方属于非同产业类的、非同行业的企业,仅仅是出于对上市壳资源的猎取,那么带来的经营风险可能是灾难性的。

在经济景气向好时,民营企业扩张的欲望自然比国有企业要强,但一旦经济景气向下,扩张型的民营企业受到的冲击比那些一直稳健经营的国企必然要大。与此同时,由于金融体制的安排缺陷,在经济不景气的时候,民营企业的信用将极大的破坏,从而进一步强化民营企业融资难。此时一旦民企上市公司的股权质押品也受到挑战时,很多民企上市公司很难有回天之力。

笔者认为,特殊时期可以考虑启用特殊的政策来化解潜在的危机,避免系统性金融风险。所谓的特殊政策就是政策性金融机构出手,通过这一外力来打破目前市场下跌带来的不平衡。

但政策性金融机构出手首先考虑的是资金的安全性,就目前而言,较为有效的办法就是对经营不错,历史上也治理相对完善,没有不良记录,只是因为大股东面临了股价下跌带来股权质押引发流动性风险的上市公司,可以考虑针对国家指定的金融机构来增发优先股,缓解短期质押品风险所带来的信用危机。

优先股是指依照公司法,在一般规定的普通股类别之外,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。优先股股东按照约定的票面股息率,优先于普通股股东分配公司利润。公司因解散、破产等原因进行清算时,公司财产在按照公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产,应当优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程约定的清算金额,不足以支付的按照优先股股东持股比例分配。尽管优先股收益以稳健为主,但风险相对于在二级市场购买股票或者承接股权转让而言要小很多,这对于控制风险在第一位的国家政策金融机构而言,比较适合。

与此同时,优先股股东的表决权受到限制。除特殊情况外,优先股股东不出席股东大会会议,所持股份没有表决权。但是公司累计3个会计年度或连续2个会计年度未按约定支付优先股股息的,优先股股东有权出席股东大会,每股优先股股份享有公司章程规定的表决权。这对于目前处于困境中的民营上市公司而言,也很容易接受,它们接到让资金之后,也不必担忧公司经营受到干扰。

此外,由于优先股票股利不是发行公司必须偿付的一项法定债务,如果公司财务状况恶化时,这种股利可以不予支付,从而减轻了企业的财务负担。而且,由于优先股票没有规定最终到期日,它实质上是一种永续性借款。优先股票的收回由企业决定,企业可在有利条件下收回优先股票,具有较大的灵活性。这对一些认为困难只是暂时的民营上市公司而言,后续的担忧也可以缓解很多,一旦企业经营正常,如果它们担心股息支付会影响企业的成长性,可以考虑收回优先股。

19日,中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受媒体采访。同日,中国人民银行行长易纲、中国银保监会主席郭树清、中国证监会主席刘士余就市场关注的问题进行回应。对此,本报特邀业内知名专家进行解读。专家认为,高层表态有助于扭转悲观预期,重塑市场信心。面对内外复杂环境,必须多管齐下,充分发挥政府和社会资本各自优势,合作创新,提高资源配置效率。

加快推进要素分配机制市场化改革

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋
□中国银河证券研究院宏观研究员 张宸 董英

市场救济为主要任务的“发展基金”,为质地优良的企业提供流动性支持,无论是对防范局部风险扩大化为企业的系统性危机,还是稳定地方经济的发展都有重要的意义。

从风险共济“发展基金”的组织和制度安排上,可由财政或银行专项贷款成立母基金,再以市场化手段引导社会金融资本和产业资本共同建立投资平台(可采用市场通用的GP和LP模式,政府主要充当LP)。进而以该平台为依托,通过综合运用债权、股权、可转债,或其它一些较灵活的资产证券化金融工具,置换受困企业的部分债务或资产,入股一些符合国家发展战略的新兴行业企业,特别是一些有核心技术竞争力的朝阳企业,以实现“发展基金”风险共济与战略发展职能并重的投资宗旨。

基金的运作可通过招投标等市场化手段委托专业的投资机构管理,严格遵循市场化、专业化原则,并对投资绩效进行切实考核。对于投资标的企业的筛选,“发展基金”应该注意两个重要的救助门槛:

一是所处行业必须是发展前景良好或者成长前景稳定的朝阳领域,比如创新高科技企业,特别是获得国家高新技术企业认定的企业;或者传统领域的优势龙头企业。二是对被救济公司治理结构、经营指标、盈利能力的考察应符合市场化、专业化原则,也就是应努力做到预期收益与投资风险的最优权衡。

遵循上述原则旨在对受救济企业的资质与行业前景进行市场化筛选,确保“发展基金”的救助对象在市场环境改善后其盈利能力能很快提升,从而令政府资金主导的“发展基金”可以在尽量短的时间内依据市场化原则机制实现投资退出。在上述风险共济及战略投资的过程中,政府主导的基金仅履行出资人职责,为受助企业进行市场化增信并组织建立资金渠道,帮助改善其资产负债状况,并不谋求对企业所有权的改变或长期实际控制,不会产生所谓“国进民退”的担忧。

正如国务院副总理刘鹤在10月19日接受媒体采访中所指出,社会上所谓“国进民退”的议论,既是片面的,也是错误的。一些前期通过高负债扩张较快的民企,由于偏离主业,在流动性上遇到困难,国有银行或者国有企业进行帮助甚至重组,是帮助民营企业度过难关,恰恰体现国企和民企相互依存、相互合作,我认为这是好事,不存在“国进民退”的问题。民营企业经营状况好了,国有资本可以退出。

特别需要指出,笔者认为风险共济“发展基

金”与平准基金有着根本不同。前者是通过一级市场直接“改造”企业的资产负债表,为企业注入“现金流”;而所谓的平准基金是以政府资金为依托通过二级市场以低价进入买卖股票,为市场注入流动性,拉抬股价,提振市场投资者信心。此举有短期效果,但资金并没有直接进入企业,只是在二级市场上稳定金融资产价格,不能直接解决企业的财务困境。

深化改革稳定预期

正如上文所述,探索以政府主导的风险共济“发展基金”模式帮助优质企业渡过难关,只是为进一步深化经济体系与金融市场改革赢得时间和空间。从根本上说,一个现代化的经济体系与金融市场的塑造形成,才是长远来看市场及社会预期稳定与信心重建的关键所在。

从整体经济体制改革方面来说,最为关键的是要切实推进以要素分配市场化机制改革为核心的供给侧结构性改革,具体来说是要建设一个以新时代社会主义现代化法制为基石的,力行市场化要素分配的经济体制。在这样的市场经济体制之下,保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争,同等受到法律保护,也即真正落实此前央行行长易纲提及的“竞争中性质则”。

要素分配机制市场化改革的核心步骤,是要实现利率的全面市场化。利率作为重要的金融要素,它的扭曲会使金融资源大量低效配置,为实体经济部门债务高企提供“温床”。目前,政府隐性信用担保与预算约束之下的金融资源低效配置,已经成为拖累潜在经济增长与损害市场竞争效率的关键因素。欲实现经济体制与金融市场的现代化,必须全面实现利率市场化。

大力发展多层次资本市场,我国企业债务高企与金融模式一直以间接金融为主有着直接关联,大力发展直接融资是降低实体经济杆率、缓解实体经济融资困境的关键一招。需从完善法制环境、市场定价体系、跨期风险管理为目标的大类资产配置工具、金融科技及人才队伍建设等方面,全面推进资本市场建设,为企业增加更多的市场化融资渠道。正如刘鹤副总理所作的精准总结,当前股市的心理特征是,对制度创新和改革政策有很强烈的期盼,市场表现与这种期盼之间有很强烈的正向反馈效果。

因此,促进股市健康发展,一定要有针对性地推出新的改革举措。可喜的是,近来人民

货币宽松力度应进一步加大

□华宝基金副总经理 李慧勇

目前我国货币政策的定调是稳健中性,从实施的效果看,只看金融市场,流动性较为充裕,不同期限结构利率均有明显下降。但从实体经济的感受看,无论是总量指标还是结构指标都反映资金面仍然偏紧。一般而言,2%的超额准备金率是衡量金融机构流动性与否的分水岭,从超额准备金率来看,目前的货币政策确实不够宽松。

在转型期的宏观政策框架下,货币政策和其他政策一样承担着双重职责,一方面是防范金融风险,另一方面是稳定经济增长。在政策基调的表述上,并没有用传统的宽松和偏紧来概括,而是用稳健中性也是希望避免过去的大水漫灌,同时达到稳增长和防范风险这两个目的。但是在现实中,由于当前经济同时面临两个内生的约束,尽管今年四次准备金率下调,政策力度相当之大,但更多是对冲性质。货币政策名义宽松,实质上仍然偏紧。在中国经济面临前所未有的压力的情况下,货币政策的力度要更大。

中美货币政策分化

美联储9月27日上调联邦基金目标利率后,美联储主席鲍威尔称距离中性利率还有“一段路”,并对美国就业与通胀前景持非常乐观的态度,认为在失业率接近18年最低(也是1969年以来的50年低位)时,通胀依旧维持在美联储目标2%附近,通胀预期管理得当,美联储加息点阵图显示今年12月还有一次加息,而明年预计有3次加息。而央行这次不但没有跟随调低政策利率,反而是在10月7日宣布从2018年10月15日起,下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点,这已经是年内的第四次降准(包括定性降准)。

笔者认为,中美货币政策已发生实质性的“脱钩”。中美两国经济周期的不同导致了金融周期的分化,美联储加息主要是为了应对美国过热的经济和不断抬升的通胀压力,而我国实行较为宽松的货币政策主要是为了稳定经济增长。但是与此带来的后果是,中美利率差压力将进一步收窄,未来利差倒挂概率较高,而人民币汇率短期具有较大贬值压力。但是,笔者认为联储加息的持续加码,对于国内货币政

策并不构成严重制约。

现在的美中经济货币双周期背离的背景与2014年年中十分相似,都是美国经济上行+货币趋紧,中国经济下行+货币趋松。不同的是,当年汇率机制尚未改革,人民币锚定美元,汇率机制是没有办法立刻调整的,国内宽松实施的宽松货币政策,必然会导致汇率的贬值和外储下滑资本外流。而现在在汇率机制经过两年的努力已经很大幅度机制化和弹性化,因此中国货币政策的弹性空间大大加大。

在选择货币政策工具以及力度的时候,会考虑美国的货币政策,考虑利率货币政策对汇率政策的影响,但更多会根据国内的经济状况来选择合适的政策以及政策力度。而且汇率作为经济基本面的反映,并不与利率的调整存在直接因果关系。在当前经济边际趋缓的条件下,如果跟随美联储进行加息,虽然对于稳定汇率预期、防止资本外流具有意义,但对于宏观经济运行无疑是雪上加霜,如果经济基本面的恶化占据主导地位,将反过来对人民币汇率带来更大的压力。因此,当前利率水平的调整应该更多关注内部目标,在稳增长进而稳就业后,汇率压力自然会得到解除。

正确认识当前货币政策传导

在过去货币政策传导很通畅,供给方面的原因是银行缺乏风险约束房贷,从需求层面看在于国有企业和地方政府的预算软约束。目前银行的惜贷和企业的惜借是实体经济主体责任,经济转型的必然结果。在信息对称的情况下,作为总量调控政策的货币政策的主要职能是通过货币政策力度松紧的逆周期调控来避免经济波动,既避免经济过热和泡沫化,也避免经济过冷陷入危机和通货紧缩。

目前中国货币政策最主要的困境在于遭遇了宏观的经济转型、微观的制度改革以及逆周期调控的三碰头。在这种情况下,如果处理好三者的关系,货币政策可以同时兼顾三个方面的目标,如果不能很好地处理三者关系,可能事倍功半,最终三个目标都难以达到。

宏观的经济转型可以体现在多个方面,就货币政策传导来讲主要体现在三个方面:一是从主导产业看,中国的经济增长方式从重工业化阶段逐渐过渡到后工业化阶段,过去经济的主要支柱产业是重工业和房地产业,逐渐转

化为服务业、技术主导型企业。二是从所有制结构看,从单一的所有制结构逐渐过渡到多元所有制结构。三是从企业类型看,中小企业数量大幅度增加。在过去货币政策尤其是信贷传导,利率传导更多通过大中型的重化工领域的国有企业来推进,在宏观经济转型的背景下,旧的产业在调整,新的主导产业和新的货币政策传导渠道有待理顺,往往使得央行的政策意图难以顺利传导。

微观的制度改革主要和金融防风险有关。金融的统一监管,尤其是把金融机构的表外资产纳入监管对于控制杠杆防范风险是非常必要的,但客观上政策的转变使得相当一部分靠表外融资的企业难以再通过表外融资。同时,对于银行等金融机构来说,表外资产的回表使得对资本的占用增加,影响了银行的信用创造。从需求的角度看,在社会总需求不足的情况下,地方政府的基建是货币政策的一个重要着力点,但这次由于受到地方政府债务清理整顿的影响难以发力。

今年以来,国家更是把防控地方政府债务风险放到了更加重要的位置,并相继发布《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》、《地方政府隐性债务问责办法》,地方也相继发布相关文件对地方政府债务清理整顿,这些政策对于控制地方政府债务增量,对于化解地方政府债务风险非常必要,但客观上无论是债务的终身问责,还对隐性地方债务的清理整顿,对于地方政府的信用行为都是一种约束,影响地方政府的信用扩张。

从产业的角度看,房地产难以再充当货币政策发力的支点。2015年实施房地产去库存政策以来,尽管各地区政策有差异,但总体上保持了偏宽松的水平。偏宽松的货币政策叠加棚改货币化政策对于帮助居民实现居者有其屋以及消化房地产库存发挥了重要的作用。目前房地产广库存和狭义库存均下降了较低的水平,房地产再刺激的空间已经不大。

经过以上分析,不难发现再通过旧的模式实施信用扩张的概率已经不大,货币政策的宽松,无论是信贷传导还是利率传导都需要寻找新的路径。从产业上看这主要依赖于科技和消费为主导的新的产业,从形式上言,表外融资、隐性债务等模式难以继,更多通过表内信贷、体系内金融来进行。