

# 金融实务

FINANCE SERIES

美国现行金融体系的“次级”性  
天津滨海“金融特区”犹待破题  
美国商业银行倒闭潮启示

2008年11月10日 随《财经》杂志赠送

Innovation & Supervision in Game Theory

## 博弈中的创新与监管

两者协调共生决定金融体系的成败

财经  
ECONOMY & MANAGEMENT

下一期《金融实务》  
将于2008年12月18日推出  
敬请关注



# 人主大摩： 三菱和中投方案异同

□ 何杰 何锋年 张方

2008年10月13日，摩根士丹利（下称大摩）终于收到了来自三菱UFJ金融集团（下称三菱）90亿美元的注资，交易完成的时间比双方原计划提前了一天。因为10月13日（星期一）是美国所有银行的休息日，三菱是通过即期汇票

(Demand Draft) 的方式向大摩完成了付款，而不是类似交易中惯用的电汇 (Wire Transfer) 付款方式。

2008年10月17日，大摩向美国证券交易委员会 (SEC) 提交了本次投资的最终交易文件。





这也唤起了公众对于2007年冬季中国投资有限责任公司（下称中投）投资大摩的关注。通过与中投投资大摩的交易文件比较，我们认为，值得关注的重点在于投资工具的特质以及投资的保护机制，而不应仅拘泥于换股价格的差别。

## 迥异的投资工具

根据三菱和大摩的交易文件，三菱90亿美元购买的均是大摩发行的优先股。其中约78.4亿美元购买的是大摩发行的B序列非累计无投票权永久可转换优先股（Series B Non-Cumulative Non-Voting Perpetual Convertible Preferred Stock）（下称B序列优先股），其余约11.6亿美元购买的是大摩发行的C序列非累计无投票权永久不可转换优先股（Series C Non-Cumulative Non-Voting Perpetual Preferred Stock）（下称C序列优先股）。美国公司法在确定优先股条款方面给予发行人很大的自由决定权，因此大摩发行的优先股并非都附有相同的权利，而B序列优先股与C序列优先股只是根据优先股股东权利的不同而进行的分类。另外，“非累计”是指如果B序列或C序列优先股股东未能在当年获得股利，那么该部分股利在来年将不会被累计支付。

与三菱相比，中投所选择的投资工具较为复杂。其约55.8亿美元投资所购买的是一种被称为Premium Equity Participating Security Units（下称PEPS Units）的投资工具，PEPS Units将根据一种复杂的机制，在2010年8月17日至2011年8月17日期间（下称购股期间）转换为普通股。

PEPS Units有两种表现形式：Corporate Units和Treasury Units。2007年12月27日初始发行时，大摩只向中投发行Corporate Units。Corporate Units由信托优先证券与普通股购买协议组成。信托优先证券由大摩信托（Morgan Stanley Capital Trust A/B/C）发行。根据交易文件的约定，中投一旦购买Corporate Units，

## 价格的变化无法控制，但投资人可以通过对交易条款的精心、谨慎安排，在一定程度上控制风险、减少损失

即视为同意将其投入的约55.8亿美元全部用于购买该等信托优先证券，而该等信托优先证券所筹集的资金将被用来购买大摩2004年发行的次级债（Junior Subordinated Debentures，到期日为2042年）。普通股购买协议则对双方在购股期间买卖普通股的相关事项做了规定。同时，为了保证中投届时履行普通股购买协议，大摩要求中投将信托优先证券及其收益质押于纽约银行（该行为大摩信托的托管人）作为担保。

中投也可以用等值的合格美国国债（到期日在2011年8月17日之前）来替代信托优先证券作为质押物，以解除对信托优先证券的质押。该等合格美国国债和普通股购买协议即构成Treasury Units。故Treasury Units与Corporate Units的区别仅在于为保证履行普通股购买协议而向大摩提供的质押物不同，普通股购买协议的内容并没有变化。

三菱所持有的优先股在法律性质上是明确的，在其转换成普通股前，如果大摩发生破产清算，三菱作为优先股股东，将在债权人之后并优先于普通股股东受偿。而在PEPS Units转换成普通股之前，如果大摩发生破产清算，中投也可根据其所持有的信托优先证券向大摩主张权利。但信托优先证券具有债权和股权的双重特征，美国法院在对其性质的认定上还存在分歧。据我们了解，在发行人发生破产清算的情况下，视具体情况不同，一般来说会有两种结果：即法院要么赋予信托优先证券持有人先于股东而次于债权人的清偿地位，要么将信托优先证券认定为股权，并赋予其持有人和优先股股东相同的清偿地位。

## 投票权与董事提名权之别

根据三菱和大摩之间的交易文件，三菱作为



优先股股东在大摩的一般事项上并不享有投票权，但对于与优先股权益相关的事项三菱则享有投票权，如大摩拟发行优先于B序列、C序列的优先股，大摩拟对B序列、C序列优先股权利作出重大修改，以及大摩拟进行换股、合并等。此外，若大摩有六个季度以上（无论是否连续计算）没有为B序列或C序列优先股股东分配股利，则三菱作为B序列和C序列优先股股东可以和其他享有投票权的优先股股东一起投票选举两名董事进入大摩董事会。除了上述投票权，只要三菱在大摩中所持有的权益不低于10%，则三菱有权提名一名董事，而大摩应尽力使三菱所提名的董事被选入大摩的董事会，同时三菱还有权向大摩委派一名董事会观察员。

而根据中投和大摩之间的交易文件，中投作为PEPS Units的持有人，在大摩的相关事项上并不享有投票权，而且中投也没有提名董事或者委派观察员的权利。

### 转股机制见高下

根据三菱和大摩之间的交易文件，B序列优先股有两种转换方式，即任意转换和强制转换。首先，三菱可以选择在任何时候将其所持有的全部或部分B序列优先股转为普通股。其次，当B序列优先股发行满一年后，如果在连续30个交易日内，大摩普通股的价格有20个交易日超过转换价25.25美元的150%，则50%的B序列优先股将被强制转为普通股。而剩余50%的B序列优先股自其发行之日起两年后，在满足同样条件的情形下也会被强制转为普通股。

另外，交易文件规定，如果根据纽约泛欧证券交易所上市公司守则（NYSE Listed Company Manual）的规定，B序列优先股的转换需要经大摩股东的批准，那么，无论是任意转换还是强制转换均须以获得上述批准为前提。在这种情况下，大摩有义务在2009年2月17日之前使三菱获得所有B序列优先股在日后转换为普通股所需的股东批准。如果大摩未能履行其上述

义务，则三菱所持有的B序列优先股股利将被提高至13%。三菱购买的C序列优先股是不可转为普通股的。但自C序列优先股发行之日起三年后，大摩经美联储同意后以原发行价的110%的价格将其赎回。

而中投持有的Corporate Units或Treasury Units，将来并不能直接转为普通股，而是需要依照普通股购买协议来“购买”。在购股期间如果中投持有Corporate Units，则大摩会尽力尝试将其中的信托优先证券在公开市场上出售。若出售价格高于原发行价格售出，则出售成功。所得价款中，平价部分将被自动履行普通股购买协议，溢价的部分属于中投。在购股期间内，如果没有其他机构购买信托优先证券，或者其他机构的出价低于原发行价格，则出售失败。此时，大摩将以原发行价格回购中投持有的信托优先证券，并用该回购价款为中投购买其发行的普通股。如果届时中投持有Treasury Units，则偿付到期的合格美国国债所得价款，将被自动用于购买大摩的普通股。

就两者的上述转换机制来看，三菱显然拥有更大的主动性和灵活性。三菱可以选择在对其有利的时机，将B序列优先股转为普通股。若大摩股东未按上文所述批准三菱B序列优先股的转换，则大摩需以增加B序列优先股的股利为代价。虽然交易文件也约定了强制转换机制，但只要大摩股票价格在其转换价的150%之下，大摩就无权要求三菱强制转换。

相比之下，中投则被动许多，其约55.8亿美元的投资除因大摩破产、清算或重组而有可能退出，在两年零七个月之后，无论大摩的股价如何，都将以每股48.07美元至57.684美元区间的某一价格去购买大摩的普通股。

### 收益分配均设防

三菱所持有的90亿美元优先股，将收到由大摩支付的不可累计的10%年股利。10%年股利将由大摩按季度以现金方式支付。另外，如上



文所述，如果三菱所持有的 B 序列优先股的转换需要获得大摩股东的批准，而大摩未能在 2009 年 2 月 17 日之前使三菱获得所需的股东批准，那么 B 序列优先股的股利将会被调高至 13%。13% 的年股利，将持续至上述批准作出之日为止。

中投通过其持有的 PEPS Units 将享有 9% 的固定年收益：其中 6% 的年收益来源于大摩信托所投资的次级债的利息，另外 3% 在普通股购买协议未履行完毕之前由大摩支付（在普通股购买协议履行之后则不再支付）。9% 年收益将按季度以现金方式支付，但当现金不足时，大摩可以以其发行的次级债券来支付。

三菱能否获得 10% 年股利，取决于大摩的盈利状况和董事会或被授权的委员会是否做出分配股利的决定。而中投所享有的 9% 年收益则是固定的，不受公司盈利状况和分配决定的影响。为了保障其股利和收益的确定性，三菱和中投都在交易文件中设置了一定的保护机制。

就三菱而言，首先，在其所持有的优先股没有获得股利之前，大摩不得向其普通股股东分配股利；其次，若大摩有六个季度以上（无论是否连续计算）没有为 B 序列或 C 序列优先股股东分配股利，则三菱作为 B 序列和 C 序列优先股股东可以和其他享有投票权的优先股股东一起投票选举两名董事进入大摩董事会。

而就中投来说，在其 9% 年收益获得完全支付之前，大摩不能向其股东（包括优先股股东和普通股股东）分配股利；此外，为了保证大摩信托支付 6% 年收益，中投要求大摩为此作了保证担保。

## 披露待遇有别

有意思的是，尽管大摩将其与三菱和中投之间交易的相关信息在 SEC 和纽约泛欧证券交易所进行了披露，但披露的方式却不尽相同。关于三菱的投资，大摩披露的是交易协议的全文，而对中投的投资，大摩披露的信息仅是对交易协议关键条款的描述。

另外，大摩在其网站上对两次投资的公告也有明显不同。

大摩于 2008 年 9 月 29 日、10 月 7 日以及 10 月 13 日分别在其网站上对三菱的投资进行了公告并配以醒目的标题。

而在中投与大摩于 2007 年 12 月 19 日签署交易协议的当天，大摩在其网站上却并未就该交易进行专门的公告，而是将中投投资的信息放在大摩于同日发布的四季度报告中。在该季度报告中的第一部分，大摩通报了其因次级债而导致的约 57 亿美元的季度损失，第二部分则称大摩已经与中投达成约 50 亿美元的融资协议以壮大其资本规模。

2007 年 12 月 21 日，大摩的网站上出现了一则有关可转换证券的定价公告。但因为该公告并没有说明可转换证券的持有者，读者也只有在对中投投资有一定了解的情况下，才能猜测公告中的可转换证券可能就是中投所购买的 PEPS Units。

尽管两次投资在投资背景、投资工具、投资规模等方面存在差异，但不能完全理解的是，大摩为何对两次投资在披露和公告上采取不同的做法？

三菱每股 25.25 美元的转换价格，可能会让部分人对中投最低每股 48.07 美元的转换价格感到遗憾与失望。然而，用目前的状态去评判投资者当时的判断，本身就是一种“事后诸葛亮”式的苛责。我们认为，将中投与三菱的投资进行比较并非完全合理，毕竟两者发生在不同的时间与背景之下。

然而，在抛开时间与背景的不同所造成的转换价格的差别，就投资工具的选择及交易中的保护机制的设置来说，将两次投资进行比较却不失为借鉴的方式。市场是不确定的，我们无法控制价格的变化，但可以通过对交易条款的精心、谨慎安排，在一定程度上控制风险、减少损失。■