

# 优先股试点中投资者利益保护实践与反思

王晓梅(教授), 汪洁, 李敏(副教授)

**【摘要】**以我国19家发行优先股的上市公司为研究对象,从发行机制、收益分配和退出机制等几个方面探讨优先股投资者利益保护情况。研究发现:在优先股试点中,发行优先股的上市公司在发行环节比较注重优先股投资者利益保护,但在收益分配和退出环节对优先股投资者利益保护不足。由此可见,无论是从法律制度还是从优先股融资实践来看,我国的投资者利益保护制度还有许多亟待完善之处。

**【关键词】**优先股; 投资者利益保护; 上市公司; 发行机制; 收益分配; 退出机制

**【中图分类号】**F832 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2017)35-0087-4

## 一、引言

2013年11月,国务院为提高企业直接融资比重,优化资本结构,发布了《开展优先股试点的指导意见》(简称《指导意见》);2014年3月,证监会出台了《优先股试点管理办法》(简称《管理办法》),优先股正式进入试点阶段。

优先股这种融资方式在我国资本市场是否具有生命力,受法律规范完善程度、资本市场规范性、上市公司融资动机及融资迫切性等多方面因素的影响。笔者认为这些影响因素最终会聚焦于优先股投资者利益保护,因为只有充分保护优先股投资者的利益,资金才会源源不绝。本文基于我国上市公司三年来的优先股实践,反思优先股投资者利益保护,分析“试点”取得的经验和存在的问题,为完善优先股发行制度提供参考。

据巨潮资讯网显示,从2014年4月广汇能源公告非公开发行优先股预案至2017年4月底,这三年间公告发行境内优先股预案的上市公司共计33家,其中商业银行21家,占比63.63%;非银行上市公司12家,占比36.37%。试点过程中,出现了三个有趣的现象:一是上市公司全部以非公开发行方式申请发行优先股;二是优先股股东皆为机构投资者,优先股股东数很少,市场成交量低;三是无论商业银行还是非银行上市公司,除两家公司(晨鸣纸业和中原高

速)在“是否有权参与剩余利润分配”上做了“友好”设置外,其余公司章程有关优先股的特别规定条款惊人地相似。

优先股是股性和债性兼备的金融工具,它的“优”体现在优先股股东能优先于普通股股东获得股息和剩余财产求偿权。这种优先“特权”以表决权受限为代价,俗称“封口费”。当表决权受限时,优先股还能否真正具有分配和求偿上的“优”?优先股优先获取的收益与表决权受限所致的损失是否匹配?法律规范和公司章程在制度安排上是否充分考虑了优先股投资者的利益?本文将从优先股发行机制、收益分配、表决权受限与恢复、优先股交易与退出等环节,反思我国优先股制度和实践对优先股投资者利益的保护情况。

## 二、优先股发行机制与投资者利益保护

优先股发行机制决定了在发行环节对投资者利益的保护程度。《指导意见》和《管理办法》规定,上市公司和非上市公众公司皆可发行优先股,但非上市公众公司只能采用非公开方式发行。目前所有试点上市公司皆以票面金额平价发行优先股,每股票面金额为人民币100元,并要求信息披露充分,体现了对投资者利益的保护。

**1. 对发行人的财务要求。**目前,我国公开发行股票依然采用核准制,绝大多数上市公司的财务状

**【基金项目】**安徽高校人文社会科学研究重点项目(项目编号:SK2017A0417);滁州学院科研启动基金项目(项目编号:2015qd21);滁州学院2016年度校级规划项目(项目编号:2016GH01)

况和经营成果优良。即便如此,《管理办法》依然要求欲发行优先股的上市公司必须做到“最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息”,如公开发行,还需“最近三个会计年度应当连续盈利”。发行要求中特别强调发行方的盈利水平,是力求其具有支付优先股股息的能力,以保护投资者利益。

**2. 发行方式的选择。**目前所有试点上市公司都选择了非公开发行。究其原因,不能简单地归结为这些上市公司不符合《管理办法》有关公开发行的特别规定,因为有些公司是符合公开发行要求的,甚至其普通股为上证50指数成分股,但它们同样选择了非公开发行。其背后的深层原因是:其一,若公开发行,优先股股东可能数以万计,一旦不能如约支付股息,将带来严重的负面影响;其二,公开发行所设条款严格,股息率固定,强制分红且股息累积,无疑会给发行公司带来巨大的财务负担。

**3. 非公开发行对象要求。**《管理办法》规定每次非公开发行对象不能超过200人,且发行对象必须是合格投资者。所谓“合格投资者”,主要是指具有相应风险识别能力和风险承担能力,符合有关标准的单位和个人。《管理办法》附则第65条除证监会认可的其他类别之外,具体涵盖的合格投资者包括:金融机构及其管理的理财产品、实收资本或实缴出资不低于500万元的企业法人或合伙企业、QFII、RQFII和个人投资者。其中对个人投资者给出了较高的进入门槛——资产总额不低于500万元,将一般中小投资者挡在了门外,选择的是较为成熟理性、风险承受力较强的投资者。因为优先股毕竟不是债券,更不是银行存款,虽事先约定收益分配优先,股息率较为固定,但依然存在不能支付股息的风险。这样的制度安排从某种意义上来说,是对中小投资者的保护。

在实践层面,从试点情况来看,在29只优先股发行对象中没有出现个人投资者,说明发行公司在选择发行对象时做了更为谨慎的考虑。截至2017年4月30日,在上交所和深交所挂牌转让的29只优先股中,有9只为非银行上市公司优先股,且每只发行对象最多不超过10人,平均5.56人。剩余20只银行上市公司优先股,因发行规模大,发行对象相对较多,最多达到38人,平均18.45人,但仍与最高数量标准200人相去甚远。发行对象数量少,优先股股权集中,有利于上市公司与发行对象沟通、协商。

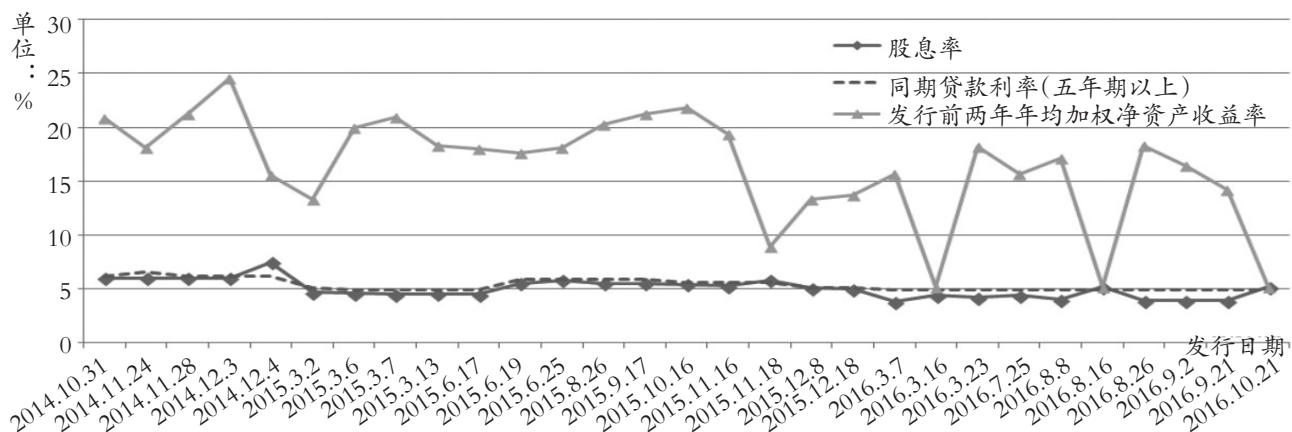
### 三、收益分配与优先股投资者利益保护

理论上,优先股的“优”体现在收益分配和剩余财产求偿权上。到目前为止,尚未有试点公司终结清算。诚然,优先股股东的投资初衷也不在于获取剩余资产,那毕竟意味着投资失利,优先求偿仅是最后的“安慰”。之所以投资,其最为关心的是收益——较高且稳定的股息,为此不惜以表决权受限为对价。然而,这个对价是如何确定的?优先股股东所获收益和承担的风险是否匹配?表决权受限情况下,收益能否真正实现呢?

**1. 票面股息率的确定。**优先股票面股息率关系到投资者未来可能获取的收益,是优先股股东利益的核心。股息率的高低,受公司效益、投资者要求、国家政策以及市场资金成本等多方面因素的影响。虽兼具债性,但优先股毕竟还是权益工具,已参加试点的19家上市公司也都将非公开发行的优先股分类为权益工具,在会计处理上按照权益工具进行初始确认和计量。权益性投资相对债权性投资风险较大,相应收益期望较高。既然优先股股东是公司所有者之一,那么其投资回报应建立在公司业绩的基础上,公司盈利状况应是影响股息率的主导因素,而资金市场状况只是重要参考因素。正因如此,《管理办法》在对股息率做出相关规定时,是以发行前公司最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率(AROE)为上限,没有用资本市场的利率衡量。

但是,根据本文对试点的29只上市公司优先股股息率的研究,发现现实情况并非如此。从下图可以清晰地看出,除了三个极端值(这三只优先股是由同一家公司发行)的股息率接近或等于AROE,其余26只优先股的股息率都明显低于AROE,股息率线和同期贷款利率(五年期及以上)线近乎重合。由此推断,“试点”中的优先股股息率是基于市场利率水平而不是公司经营业绩确定的。同期贷款利率受益人是公司债权人,他们的收益分配权和求偿权远优先于优先股股东,承担风险小,相比之下,优先股股东并没有得到与风险对等的收益。

**2. 与收益相关的权利配置。**与收益相关的还有其他一系列权利,主要包括:优先股股息率是否累积;在获得固定股息后,优先股是否可以参与当年实现剩余利润的分配;有可分配税后利润时,是否强制支付优先股股息。《管理办法》对非公开发行优先股未明确规定相关内容,上市公司对此有自主权。很显然,如果规定优先股股息可累积、优先股股东有权参与剩余利润分配、有税后利润时必须支付优先股股



上市公司股息率与相关利率、收益率对照图

注:根据各公司“非公开发行优先股募集说明书”和国泰安数据库数据计算得到。

息,那么优先股投资者利益将得到更大的保护。

目前,19家上市公司对于发行的29只优先股不约而同地决定股息不累积,并一致规定股东大会有权取消或部分取消优先股股息的派发且不构成违约。只有晨鸣纸业和中原高速(两家公司的偿债能力较弱,急需补充资金)允许优先股股东在按照固定股息率获得股息后还可参与当年实现剩余利润的分配,其余公司的优先股一律为不参与型。显然,这样的制度安排剥夺了优先股属性中的“权益”部分,对优先股投资者不利。

而各上市公司之所以能规定如此一致性的“强势”条款,究其原因:一是“从众效应”,拟发行公司效仿已发行公司;二是优先股尚在试点阶段,属于稀缺资源,发行失败的可能性小;三是目前上市公司属于优质公司,不能偿付股息的违约风险低,因此,即使发行优先股相关条款对投资者比较苛刻,依然能募集到足额资金。

**3. 表决权恢复。**优先股的表决权受限,这是优先分配利润和优先求偿的代价。《管理办法》规定,优先股股东仅对“修改公司章程中与优先股相关的内容”,如“发行优先股”“一次或累计减少公司注册资本超过百分之十”“公司合并、分立、解散或变更公司形式”等情况拥有表决权,而对每年在可供分配利润的情况下是否支付或足额支付优先股股息这样敏感的问题却没有发言权。目前试点的19家上市公司在公司章程中无一例外地规定“股东大会(优先股不能参加的股东大会)有权取消优先股股息的派发”。由于保护制度的缺失,我国优先股股东显然没有反驳之力。而这种情况在多数西方发达国家却鲜有发生,主要原因是它们在立法中规定,公司于优先股发行时必须建有完善的优先股股东大会制度,并依据

此制度在发行事宜完成后成立专门的优先股股东大会,为优先股股东免受发行方侵犯权益提供法律和组织保障。

表决权恢复是保护优先股收益的最后一道防线。《管理办法》指出,恢复表决权的前提是“公司累计三个会计年度或连续两个会计年度未按约定支付优先股股息”,言外之意,上市公司有两次隔年不支付优先股股息却不受任何影响的机会。如上所述,试点的29只优先股皆为非累积优先股,两年没有股息收益对优先股股东而言是不可弥补的损失。即使累积达到三年,优先股股东表决权恢复,但因发行规模有限(目前非银行优先股占发行前净资产的平均比重为19.37%,银行优先股更低,平均为10.33%),“用手投票”作用不明显。而优先股又不能自由转换为普通股出售,不存在“用脚投票”的可能性。可见优先股投资者利益保护情况不容乐观。

#### 四、退出机制与优先股投资者利益保护

**1. 优先股转让。**优先股作为权益性工具,与债权不同,没有明确的到期日。优先股股东若急需资金,可在二级市场交易、转让。但按上交所制定的《优先股业务试点管理办法》和深交所制定的《优先股试点业务实施细则》,非公开发行优先股只能协议转让,且受让对象必须是合格投资者,转让后投资者人数不超过200名。这无疑加大了原优先股股东的退出难度,迫不得已时,只有大幅度降低价格以达成转让协议,其利益必将严重受损。

从试点情况来看,29只优先股在完成发行后都及时地在上交所或深交所挂牌转让,但三年总计成交量很低。29只优先股中有21只没有发生转让,仅有8只换手率大于零,占比27.59%;银行优先股换手率尤其低,平均只有3.84%。优先股转让过程中转让



价一般略高于发行价,但“交行优1”却出现转让价(仅为90.56元)小于发行价的情况。由此可见,目前优先股协议转让难度比较大,二级市场转让成本高,优先股股东面临较大的流动性风险。

**2. 优先股转换。**理论上,若优先股可转换成普通股,就能在二级市场自由交易,这是另一种较好的退出途径。而我国试点上市公司优先股协议转让不易,如果在一定时期、一定条件下,优先股可转换为普通股,将有利于优先股股东利益保护。《指导意见》第一部分第4点中规定“公司可以在公司章程中规定优先股转换为普通股”,给发行可转换优先股留下空间,但后续出台的《管理办法》第33条明确规定“上市公司不得发行可转换为普通股的优先股”(商业银行除外)。这样的制度设计,是出于对普通股股东利益的考虑,担心过度的普通股供给会引起股价下跌,导致普通股股东利益受损。然而,也正因如此,优先股失去了重要的退出途径,导致非银行上市公司优先股投资优势被削弱。

商业银行优先股也未因有可转换机会而有利于优先股股东,毕竟目前试点的13家商业银行设置的都是强制转股条款,而不是自愿转股条款。在银行核心一级资本充足率降至5.125%及以下等不利情况发生时,无须征得优先股股东同意,优先股会被强制转换成普通股。此时优先股股东完全处于被动状态,在商业银行财务状况非良好时“被”转股未必是优先股股东期待的情形。

**3. 优先股回购。**发行人要求赎回优先股或投资者要求回售优先股,都属于优先股回购。上市公司可在公司章程或招股说明书中规定回购选择权由谁行使及具体的回购条件。可见赎回还是回售可由各公司自己决定。很显然,握有选择权的一方将更具有利益优势。发行人通常会公司效益好、债务负担轻或者市场利率明显低于优先股固定股息率时行使赎回权,以降低资金成本;而投资者一般会在公司经营出现问题、风险增大或者股息率明显低于市场利率时行使回售权。双方博弈,一方权利的获得应以另一方其他利益增加为对价,才能实现利益均衡。

目前,发行优先股的19家上市公司在公司章程中一致规定:公司可根据经营情况和市场资金成本,以适当价格赎回优先股,但优先股股东无权要求向公司回售其所持优先股股份。虽然优先股股东无权要求向公司回售优先股有利于维持公司资本金的稳定,保障公司的长期发展,但如果没有特别条款对公

司赎回条件进行限制,就存在公司随意行使赎回权、损害优先股股东利益的可能性。笔者尚未在任何一家公司章程中发现更有利于优先股股东的赎回价格安排,规定价格仅是票面金额加当期已决议支付但尚未支付的优先股股息之和。

## 五、结论

我国上市公司优先股试点中在发行环节比较重视对优先股投资者的利益保护。《管理办法》等法规对发行人范围的规定,对发行条件、信息披露近乎苛刻的要求,力图从制度层面保护优先股投资者利益;各上市公司对发行对象的审慎选择,客观上也体现了对优先股股东利益的保护。但在试点优先股发行过程中,由于发行方式选择的偏向性,仍存在优先股股东利益保护不足的问题。

在收益分配环节,试点发行优先股票面股息率设定偏低(与五年及以上同期贷款利率基本持平),脱离了公司经营业绩表现、非强制支付股息、股息不累积、不参与剩余利润分配等与收益相关的安排,表明优先股股东没有得到与风险相匹配的利益。

在退出环节中,非公开发行优先股只能协议转让,交易难度大、成本高;同时,优先股股东不能选择回售股票,也不能转换成普通股(商业银行强制优先股股东转换除外)。我国优先股转让、转股及回购制度的不完善,致使投资者一旦选择优先股进行投资,其资金收回难度就会加大,如果出现急需资金的情况,只能大幅度折价转让,导致其利益受损。

由此可见,我国优先股的发展还有很长的路要走,在制度和实践上,对优先股投资者的利益保护亟待加强。

## 主要参考文献:

谷世英. 论我国优先股股东权利保护制度的完善[J]. 上海金融, 2015(5).

卢晴川. 论优先股股东权益保护的困惑与路径[J]. 商业经济, 2016(4).

孔令苇, 王硕. 优先股股东和普通股股东的利益冲突[J]. 金融法苑, 2016(7).

陈浩, 王国俊. 国内外优先股融资研究:文献回顾与研究展望[J]. 学海, 2015(7).

曹立. 权利的平衡:优先股与公司制度创新[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2014.

作者单位:滁州学院经济与管理学院,安徽滁州 239000