

《优先股试点管理办法》简评

陈琼 ☎: 010-83571303

✉: chenqiong_zb@chinastock.com.cn

引言

3月21日，证监会以部令的形式公布了《优先股试点管理办法》，自公布之日起施行。在我国，优先股相关规定曾经在1992年颁布的《国家体改委股份有限公司规范意见》中出现过，但只有极少的公司有实践且在后续改革中也都转成了普通股。二十多年过去了，证监会颁布并实施《优先股试点管理办法》有什么样的意义，将会对我国证券市场产生怎样的影响呢？我们将对此进行解读。

近期，我国证券市场采取了众多的改革措施促进证券市场逐渐向合理化运行方向迈进，优先股试点管理办法是继新股发行制度改革措施的又一改革措施。以下从优先股本身特点优势及其对现阶段我国证券市场作用两个角度说明这一问题，最后对相关具体条款体现的思路进行解读。

一、优先股的特点及优势

（一）丰富了投资工具和融资渠道

与普通股和债权相比，优先股在投资产品中的具有独特的定位。现实中投资人的爱好各不相同，有偏重于风险收益的、有偏重于稳健收益的。优先股作为投资品种，丰富了投资渠道，其作用体现在符合市场中特定种类投资者的需要。优先股收益风险特点兼具股票和债券的特点，位于股票和债券之间。公司发行优先股会吸引稳健型投资者。对于公司来说发行优先股也有利于吸引投资充实资本金。

（二）优先股在资本市场收购中具有独特作用

收购行为是市场经济条件下企业扩张发展的主要形式和必然行为。优先股在这方面具有独特的功用：一方面，公司在收购其他公司时，常常通过发行优先股来换取对方的资产，这样既能够达到收购目的，又避免了因收购扩大股份而丧失或削弱原来的控股权。另一方面，为了防止被别的公司收购，可在股本中设置优先股，在总股本相同的情况下，使发起人的普通股拥有更大的表决权，防止敌意收购和兼并，把公司牢牢掌握在自己手中。这在资本市场收购浪潮中无疑具有较强的借鉴作用。

（三）在改善公司资金结构方面具有独特作用

公司在运行中，其资金结构一般都是由股本和债务组成的，在会计上就表示为所有者权益和负债。公司中的负债不能长期大于公司的净资产，否则就会引起破产。当公司的财务发生一定困难的时候，公司可以选择发行优先股以改善公司的资金结构。理论上说，公司融资的最佳方式是发行债券，但我国证券法规定了公司发行债券必须符合累计债券余额不能超过公司净资产的百分之四十，这样就制约了公司在一些情况下通过债券融资的可能。发行优先股有利于改善公司资金结构。

二、优先股对现阶段我国资本市场的作用

（一）优先股有利于完善我国证券市场股份种类，使我国股份制进一步走向成熟

回顾我国股份制发展历程，我国股份制改革是从国有企业改制开始的，为了区分和把握各种投资者的身份和地位，并保持国家在股权结构中的主导地位，把股份分为国有股、法人股、个人股和外资股。此种划分方法导致了权益、风险、流通和分配方面的差异和股东间的矛盾。现阶段进行优先股试点，按照股份性质不同则权益与风险不同的原则来设置，有利于完善股份种类，使股份制进一步走向成熟。

（二）为社保基金等国有资金提供投资渠道并进一步提高上市公司治理效率

当初，我国国有企业股份制改革的目的是为了改善国有企业的所有制结构，引进公司的治理结构，提高企业的经济效益，是让国有资产通过控股的形式利用更多的资本从而促进我国经济发展。现阶段引入并合理设计优先股制度可以保证国有资产获得合理增值的情况下，进一步摆脱对企业繁琐的事务性管理，为企业提高效率提供可能。减小国家对上市公司管理层的压力，增加证券市场对上市公司管理层的压力。

（三）促进控制权市场合理发展，发挥资本市场合理配置资源功能

前文中对优先股在公司收购中的独特功用，通过引入并合理设计的优先股制度能够促进我国资本市场上的并购，促进控制权市场和经理人市场的形成，有利于资本市场合理配置资金资源功能的发挥和人力资源市场合理配置人力资源功能的发挥。

三、优先股试点管理办法相关条款评析

证监会此次引入优先股，是以试点形式进行。说明还有相当的具体措施还需要在实践中观察具体效果，以便出台后续具体配套措施。本部分将对《优先股试点管理办法》中相关具体条款体现的管理思路进行评析。

（一）谨慎试点同时容许创新

目前，业界普遍认同证监会将优先股作为一项新试点，保证起步稳妥的做法。具体体现在公开发行试点范围上，选择市值较大、盈利能力较强、抗风险能力较好的公司作为试点公司，具体是上证 50 指数成分股公司。另外，办法要求试点期间不允许发行在股息和剩余财产分配上具有不同优先顺序的优先股。这些都体现了试点期间监管层谨慎的态度。但是谨慎态度并没有限制公司在发行优先股时创新的空间，例如允许发行在除股息和剩余财产分配顺序之外的其他条款上具有不同设置的优先股。

（二）借鉴国际做法对优先股股东保护

本次试点办法运用一章的篇幅对优先股权利保护方面进行规定，例如第十条规定了优先股拥有表决权的情形，第十一条规定了关于上市公司欠付优先股股东股息时恢复表决权起止时间的规定。这些规定在其他国家或地区关于优先股的规定中都可以看到，例如，英国公司法规定优先股股东会由法院裁定召开，德国公司法第 140 条（2）规定欠付优先股股东股息时，优先股股东有表决权。

（三）设置优先股比例上限引导管理层

试点办法中对上市公司发行优先股的比例设置了上限。办法第二十三条规定，上市公司已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的百分之五十，且筹金融不得超过发行前净资产的百分之五十。本规定的思路是引导管理层避免拿股东的资金去冒险，从事高风险投资。规定优先股不超过普通股股份总数的百分之五十，以减小管理层道德风险发生的概率。其他国家优先股相关法规也是有类似规定的，例如日本商法典第 242 条（3）规定：第一款股份（类似优先股）的股份总数不得超过已发行股份总数的三分之一。

综合来看，优先股试点管理办法是我国资本市场改革过程中的又一项措施，是资本市场向

制度化、合理化方向上又一前进步伐。至于短期内资本市场对该试点管理办法的反应如何，业界也有很多预测，有人认为利空有人认为利好，笔者认为不必过度解读，把它理解成我国资本市场建设过程中的一项基础性制度更好。相信在优先股试点过程，中还会有具体实施措施陆续出台。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-83571303

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>