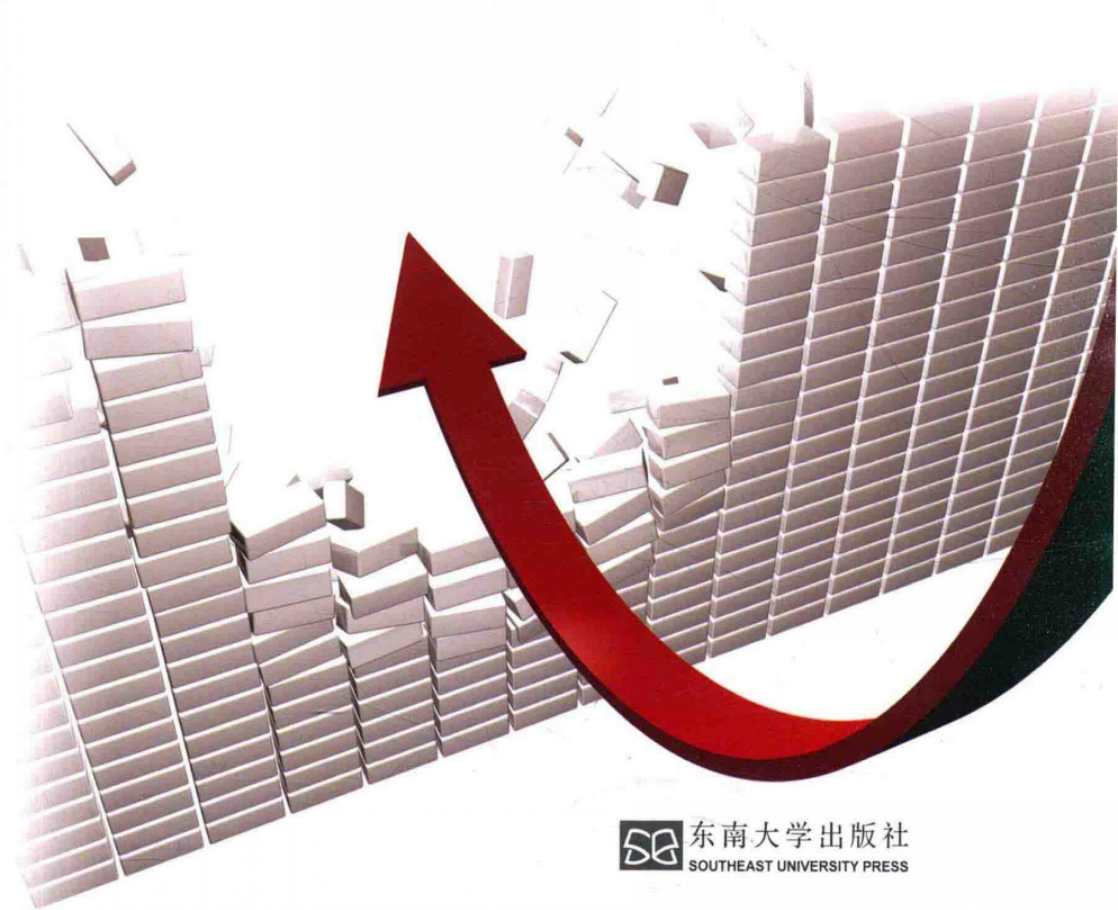


优先股融资的经济后果

——基于市场反应的研究

陈 浩◎著



 东南大学出版社
SOUTHEAST UNIVERSITY PRESS

优先股融资的经济后果

——基于市场反应的研究

陈 浩 著



东南大学出版社

SOUTHEAST UNIVERSITY PRESS

• 南京 • 2015

内 容 提 要

作为国际融资中的一种重要工具,优先股在上个世纪就已经在西方流行,完善的优先股制度是成熟资本市场的标志。长期以来,我国资本市场始终存在着融资难、融资成本高、直接融资比例低、债券种类和投资渠道单一的问题,阻碍了自身的健康发展。针对这一问题,2013年国务院提出了《关于开展优先股试点的指导意见》,2014年证监会发布了《优先股试点管理办法》,标志我国优先股制度的建立和发展正式进入试点与推广阶段。由此,学术界和实业界开展对优先股融资这一新政的深入探究,不仅可以理解该制度对我国资本市场各利益相关主体产生的影响,还为融资理论的研究提供了独一无二的契机。本书以优先股融资制度作为研究对象,基于融资理论、信号传递理论以及委托代理理论,力图从“微观企业—市场反应”的角度,提供相关的经验证据。

本书适合大专院校、科研机构的师生使用,也适合从事银行、金融工作的人士阅读与参考。

图书在版编目(CIP)数据

优先股融资的经济后果:基于市场反应的研究/陈浩

著. —南京:东南大学出版社, 2016. 3

ISBN 978-7-5641-6381-5

I. ①优… II. ①陈… III. ①国际金融—融资—研究 IV. ①F831.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 037438 号

优先股融资的经济后果:基于市场反应的研究

出版发行 东南大学出版社

社 址 南京市四牌楼 2 号 邮编 210096

出版人 江建中

网 址 <http://www.seupress.com>

电子邮箱 press@seupress.com

经 销 全国各地新华书店

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司

版 次 2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

开 本 700 mm×1 000 mm 1/16

印 张 17.5

字 数 238 千字

书 号 ISBN 978-7-5641-6381-5

定 价 42.00 元

序

王跃堂

优先股历来是国际投融资中的一种重要工具。早在 19 世纪 30 年代,优先股就已被美国、英国等国家的企业使用,它不仅为公司提供了重要的融资方式,而且为注重现金股利,希望收益稳定、不同风险偏好的投资者提供了更多可供选择的投资渠道。目前,许多国家都为优先股制定了较为详细和全面的法律法规,概括起来主要是两种不同的立法形式:一种是以法国为代表的法定式立法,即以法律条文的形式详细规定优先股的各种实体性和程序性问题;另一种是以美国为代表的授权式立法,顾名思义,法律本身不会做出具体的规定,而是授权公司和股东根据自己的需要灵活地设计优先股的附加权利或限制。

发达国家的经验表明,优先股在不同经济发展时期都发挥了积极而有效的作用。在经济衰退时期,优先股作为不同于普通股的注资方式,对证券市场、公司以及投资者都有好处。比如 2008 年的全球金融危机爆发,美国证券市场股票价格大幅下挫,投资者信心受到严重打击。在此情形下,优先股成为了美国金融机构对外融资的主要工具:巴菲特名下的伯克希尔·哈撒韦公司于 2008 年 9 月以 50 亿美元认购美国第一大投行高盛集团的优先股(年股息率 10%);同年 10 月,三菱 UFJ 金融集团以 90 亿美元购买摩根士丹利的优先股(年股息率 10%);在美国政府的救援计划中也包括了总额 2500 亿美元购入美国花旗集团、摩根等 9 大金融机构的优先股。政府的优先股救援计划推动了美国股市出现近 70 年来最大涨幅,消息公布当日标普 500 指数

上涨了11.6%。可见,采用优先股向金融机构的注资,对恢复投资者信心、维持金融市场稳定具有重要的作用。

相比较发达国家优先股的发展历史,中国的优先股起步较晚,最早的雏形出现在20世纪80年代,当时的股份形式兼具股票和债券的特征,投资者既可以获得固定的投资回报,又可以参与公司盈利的分红。20世纪90年代初,国家出台了《股份有限公司规范意见》,对优先股的基本权益进行了全面的规范。优先股制度在不断的实践中获得了发展,例如1990年,深圳发展银行发行优先股1148万股,占总发行股票量约24%。然而,由于1993年《公司法》中没有明确规定优先股制度,使得优先股的发展陷入了沉寂。直到2013年11月30日,国务院下发了国发〔2013〕46号文件,提出《关于开展优先股试点的指导意见》;2014年3月21日,为认真贯彻国务院《指导意见》和国家法规政策,中国证券监督管理委员会发布了《优先股试点管理办法》。这两个重要文件的发布,是我国加快资本市场改革的重要体现,也是优先股制度的建立和发展在我国正式进入试点与推广阶段的重要标志。

从目前中国资本市场现状和企业融资需求来看,市场矛盾与融资困难并存,迫切需要进行制度创新,而优先股的试点与推广将对于缓解矛盾和困难具有积极的现实意义。

第一,有益于倡导健康的投资观,实现中小投资者利益的最大化。我国股市的波动受国家政策的左右,并由政策市导致短期投机交易横行,不利于资本市场的健康发展,这是一个客观存在的事实。股息固定、风险较小,长期持有收益较高,是优先股区别其他债券的一个显著特点。投资者持有优先股,有利于倡导健康的投资观,提高资本市场的活跃度,抑制政策市带来的投机风气。

第二,有助于改善公司治理结构,提高公司的运行效率。股权结构过于集中、“一股独大”,是我国的股份公司特别是上市公司普遍存在的问题。发行优先股对解决这个问题起到了重要作用。一方面,它通过优先股的股东以放弃表决权从而享有固定股息分配权,有效地扩

充了股份发行的种类和广度；另一方面，它通过发行优先股，让持有公司股份的董事、高管们由于没有表决权，不会对股东大会的决议产生不利影响，从而促使他们能够从公司的切身利益和长远利益出发来执行决策，促进公司的稳步发展。

第三，有利于拓宽企业的融资通道，构建多层次资本市场结构。当前，困扰我国企业发展的一大难题是：由融资渠道狭窄所导致的企业融资困难。而优先股的投资购买方式简单，成本相对较小，只需发行方和购买方达成一致协议即可认购。从国外的经验来看，优先股对于扩宽中小企业的融资通道，解决中小企业融资难具有积极的推动作用。不仅如此，作为一种行之有效的投资渠道，优先股还具有风险较低、投资收益稳定的特点，有利于吸引社会闲置资金，减轻某些市场领域的供求压力，完善资本市场的供需结构，有助于促进我国建立多层次的资本市场。

第四，有惠于深化国有企业改革，实现国有资产的保值增值。长期以来，我国国有企业存有两种错误做法：一是国有股东保留资金以用于个人消费和提高自身报酬；二是上市公司存在内部人控制等问题。这两种错误做法，使得我国上市公司普遍存在着不分红或者少分红的现象。这些问题和倾向的存在，其结果必然会导致国有资产的流失。股份制是国有企业改革的必由之路，而优先股制度可以为深化国有企业改革、解决国企改革中诸多问题提供解决之道。也就是说，将国有股转化为优先股发行，不失为一种抑制国有股权流失的可行且合理的做法。这是因为：首先，由于优先股具有无表决权的特点，将国有股转化为优先股后，可以稀释国有股东在上市公司的控制权和表决权，减少政府对上市公司经营活动的不当干预，实现表决权和股份的有效分离，达到国有企业改革所要求的市场化经营。其次，由于国有优先股股东并不享有表决权，不仅可以获得稳定持续的股息收入，相应的经营风险也相对较小，而且优先股股东所特有的剩余财产优先分配权，也使得将国有股转化为优先股，可以达到国有资产保值增值的

目的。

从严格意义上来说,我国目前优先股制度尚未建立或正处在制定阶段,需要经历一个逐步健全和不断完善的过程,根据我国的实际情况尤其是金融市场的发展现状,当前应着力做好以下几点:

第一,加大监管力度。从中国的实际情况出发,尽快建立和完善优先股制度,为优先股发展提供相关的法律法规保障,是我国优先股发展的当务之急。首先,要在法律上明确优先股的概念,将其纳入公司法的相关内容中,切实改变目前仅仅停留在中央和地方行政规章上的现状,从而使优先股的监管有法可循,充分保障股东和发行方双方的利益。其次,要对发行优先股的种类、股息分配方式、有无表决权等方面做出明确规定,通过加大监管力度,以避免发行过程中出现优先股与其他金融工具界限模糊不清的现象,造成股市的混乱。

第二,鼓励将部分国有股份转换成优先股。在我国,国家对国有资产拥有控制权,是由特殊的所有制性质所决定的,它的好处毋庸置疑,但由国家控股所造成的监督缺失的弊端也是客观存在的。在这种情况下,如果让非国有股东参与到国有控股公司的治理,则会有效地克服了这个弊端:将部分国有股份转换成为优先股后,会使国有控股企业能够吸引更多的社会投资者,不仅优化了治理结构,加大了监督效率,而且还提高了企业的经营效益,使社会资本取得更广阔的发展空间。

第三,对优先股所占总股本的比例做出适当限制。由于优先股股东一般不具有表决权,发达国家在发行优先股时,一般都对优先股占公司总股本的比例设置了上限,如德国、奥地利和意大利等国家规定这一比例不能超过 $1/2$,法国这一比例规定是 $3/4$ 。这样做的目的是为了防止由于优先股占比过大所导致普通股股东凭借较少的股本实现对公司控制的现象发生。因此,我国应当参照发达国家的做法,对优先股的占比做出适当限制和规定,可以先将这个比例设定为 $1/4$,根据实际需要,再慢慢地提高,以防止优先股的超额发放导致股本质量

降低。

第四,保障优先股股东对公司财务状况的知情权。公司股东在什么范围内享有知情权,是世界各国公司立法时普遍关注的一个核心问题。优先股作为股东对公司的权益凭证,与普通股一样构成了公司所有者权益的一部分,公司的经营状况也影响到优先股股东的利益,所以优先股股东虽然不直接营运公司事务,也要对公司事务参与和监管。股东知情权是实现其他权利的前提和基础。只有切实保障了优先股股东对公司经营状况的知情权,尤其是享有对查阅公司和复制公司章程、财务会计报告、三会记录等的权利,才可能行使对公司的监督权和重大经营决策上维护股东的终极利益,也才能使优先股在我国金融市场发挥出巨大的活力。

本书是我的博士生陈浩在博士论文的基础上深化研究的成果。通观全书,作者坚持理论与实证研究相结合的原则,结构严谨,内容得当,条理清晰,论述详实,富有学术价值和实践指导性。由于目前国内有关优先股研究的专著尚不多见,该书基于市场反应的视角,对优先股融资作了探索性的研究:

第一,结合当前我国多层次资本市场体系的建设需求,指出了发行优先股的必要性和可行性。对于企业管理层来说,可以依据企业的实际发展情况正确选择融资策略,以实现资源配置最优化和财务状况最优化;对于投资者来说,也可以更好地选择投资对象,进行投资决策;对于监管机构来说,可以依据资本市场对优先股的反应来制定科学合理的监管政策,有利于维护资本市场的健康、稳定发展。

第二,对我国优先股的发行作了科学预测,并就优先股制度设计、优先股股东利益保护及其应用方案作了全面论述,提出了可操作性的对策建议。

第三,进一步完善企业融资理论的相关内容,结合中国的制度背景,深化对西方经典融资理论的研究。作者从企业一般融资理论角度出发,探讨现阶段我国企业发行优先股融资的一般问题,旨在进一步

完善企业融资理论的相关内容。同时,基于中国特殊的资本市场背景,提出优先股制度产生的经济后果可能会和西方存在差异。这为我国优先股制度的不断发展和完善提供了理论上的基础,同时也完善了企业融资选择的相关理论。

第四,运用经济学和财务学中的相关理论分析了优先股发行对资本市场的影响机制,并通过实证的方法加以检验。考虑到我国现阶段对优先股的研究仅停留于规范分析层面,该书的实证研究结果为优先股制度在我国的完善和发展提供了重要的经验证据。正是从这个意义上来说,该书的研究成果不仅有助于在更深层次上理解我国推行优先股的必要性和可行性,同时也为加强投资者保护、改善公司融资环境、优化资本市场等提供了理论依据和政策借鉴,因此具有理论意义和现实价值。

中国的优先股尚处于试点阶段,观察样本还不多,这对该书的研究带来了很大的局限性,希望作者继续关注优先股的发展,进一步加强优先股的深化研究,以期取得新的学术研究成果。

(王跃堂,南京大学管理学院副院长、教授、博士生导师、教育部长江学者特聘教授)

目 录

序	(I)
第一章 绪论	(1)
第一节 优先股的定义与特征	(1)
第二节 优先股的分类与作用	(10)
第三节 优先股的优势与风险	(16)
第四节 优先股的研究背景与研究意义	(22)
第五节 优先股的研究内容与研究贡献	(26)
第六节 本章小结	(29)
第二章 国内外优先股融资研究文献评述	(31)
第一节 优先股融资如何影响企业的价值	(31)
第二节 优先股发行动机与发行方式的选择研究	(40)
第三节 优先股融资的应用与投资者保护研究	(48)
第四节 中国优先股研究的拓展方向	(59)
第五节 本章小结	(63)
第三章 优先股制度国内外发展的制度背景	(65)
第一节 国外优先股制度的发展与演进	(65)
第二节 我国优先股制度的发展与演进	(78)
第三节 我国建立优先股法律制度的相关问题	(97)

第四节	本章小结	(114)
第四章	优先股在我国的应用前景	(116)
第一节	优先股的发行预测	(116)
第二节	优先股的股东利益保护预测	(126)
第三节	优先股制度设计的前景分析	(134)
第四节	优先股在我国的应用方案	(139)
第五节	本章小结	(153)
第五章	企业发行优先股对公司价值机制的影响	
——	基于“康美药业”案例研究	(154)
第一节	问题提出	(154)
第二节	理论分析与研究假设	(156)
第三节	研究设计	(159)
第四节	研究结果分析	(163)
第五节	本章小结	(184)
第六章	优先股发行与财富效应	
——	基于股票与债券的市场反应研究	(187)
第一节	引言	(187)
第二节	理论分析与研究假设	(188)
第三节	研究设计	(196)
第四节	实证结果分析	(202)
第五节	本章小结	(218)
第七章	优先股、债券、普通股的融资成本比较	(220)
第一节	引言	(220)
第二节	理论分析与研究假设	(222)
第三节	研究设计	(230)
第四节	实证结果分析	(236)

第五节 本章小结	(246)
第八章 研究结论和未来研究方向	(248)
第一节 主要研究结论和启示	(248)
第二节 研究局限	(251)
第三节 将来的研究方向	(251)
第四节 本章小结	(253)
参考文献	(255)
后 记	(266)

第一章

绪论

改革开放以来,随着我国经济的高速发展,资本市场也在不断扩大,在我国政策环境中引进和推行在国外有着百年历史的优先股制度,已成为学术界、实务界和证监会面临的一个新课题。本章论述了优先股的基本概念和基本理论,并对优先股的研究背景与研究意义做了系统阐述。

第一节 优先股的定义与特征

一、优先股的定义

国外对优先股的定义已趋一致,主要体现在两个权威大辞典中,如《布莱克法律词典》对优先股的定义是:“一种给予其持有者在公司盈余分配和剩余财产分配中的优先权的股份类别,这一股份通常没有表决权。”^①而《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》对优先股的定义则是:“既具有股本权益特点又具有负债特点,通常具有固定的股利,并须在

^① [美]布赖恩加纳(Bryan A. Garner). 布莱克法律词典(第九版)[M]. 汤如森·西方出版社,2009.

普通股股利之前被派发,而且在破产清算时,优先股对公司资产的主张先于普通股,但在债务(包括附属债务)之后。”^①

国内对优先股定义的研究提法较多,比较典型的有以下几种:

沈四宝(1989)提出:优先股不是一种具体的股份,而是“对公司资产、利润享有更优越或更特殊权利的股份”的总称,是相对于普通股的概念。普通股与优先股是对“股东承担之风险和享有之权益的大小为标准”而进行的划分。^②

孙树义等(1992)认为:优先股属于特别股的一种,人们在实践当中往往用特别股来指代优先股。特别股是“股份有限公司在特殊条件下发行的、被赋予特别权利和义务的股票。特别股的拥有者对公司享有特定方面的特殊权或义务”。^③

陈正中(1996)认为:优先股是相对普通股而言具有优先权的一种股份。这种优先权在公司筹集资本或股份形式转换时就给优先股认购人以某些优惠条件(主要是分配股利方面)的承诺,如先于普通股定率分享公司盈余,先于普通股持有人获得公司清算后的剩余财产,可转换为普通股或债券等。^④

刘辅华(1998)认为:优先股是指在有关利益分配等财产权利上,如分配盈余、分配公司剩余财产等方面享有优先权的股份。它是相对于普通股而言的一种特别股。它与普通股的差别主要在于股东承担风险大小不同、控制公司能力强弱不同、从公司受益多少不同。由于优先股通常具有盈余分配优先、剩余财产分配优先等等“特权”,甚至直接领取固定比例的股息,因此,其投资风险大大小于普通股。与此相对应,优先股股东在承担较小风险的同时,其权利也要受到一定的

① [美]纽曼,[美]米尔盖特,[英]伊特韦尔.新帕尔格雷夫货币金融大辞典(全三卷)[M].胡坚,等译.经济科学出版社,2000.

② 沈四宝.西方国家公司法概论[M].北京:北京大学出版社,1989:91.

③ 孙树义,陈璋,李福臣,马忠智,陆兵朱.企业股份制操作全书[M].北京:中国计划出版社,1992:246.

④ 陈正中.我国的优先股发行交易探讨[J].证券市场导报,1996(2).

限制,如股东对公司事务通常没有表决权,股东对公司的控制能力弱于普通股等,它实质上是以盈余分配等方面的优先作为无表决权的补偿,充分体现了权利与义务相对应的法制原则。^①

马晓军、沈晔(2004)认为:优先股是股本融资中和普通股相区别的一种融资契约。从契约的基本性质看,优先股是介于普通股和债券之间的混生证券,其基本属性为股性,但是又具有明显的债性。与债券相比,优先股和债券都具有固定收益,但是优先股又不同于债券,因为优先股没有还款期限,没有本金要求权,而且可以推迟支付股利且不算违约。简单而言,优先股的偿还压力低于债券。与普通股相比,两者相同的是股本都没有到期期限,而不同点主要体现在三个方面:其一,清偿地位不同,优先股的清偿地位优于普通股;其二,推迟支付的条件不同,理论上说普通股可以无限期地不支付股利,而优先股推迟股利支付则有一定的时间限制,比如五年,超过这个时间限制,优先股股东就可以要求清算;其三,参与管理的条件不同,普通股股东可以参与管理,但是优先股股东只能有条件地参与管理,即一般只有在公司违约不发放股利时,才可以参与公司管理,并获得投票权。^②

袁锦秀(2006)认为:优先股是指在有关利益分配等财产权利上,如分配盈余、分配公司剩余财产等方面享有优先权的股份。它是相对于普通股而言的一种特别股。它如同普通股一样,也持有公司的一部分股份,但是,一般而言,它是没有任何表决权的。^③

陈苏琼(2006)认为:优先股是指股东享有某些优先权利(如优先分配公司盈利和剩余财产)的股票。可以从两个角度来认识优先股:一方面,优先股票是一种股权证书,代表着对公司的所有权,但是它不具备普通股票具有的基本权利,有些权利是优先的,另外一部分权利

① 刘辅华. 优先股——国家持股的一种可行选择[J]. 经济体制改革, 1998(3).

② 马晓军, 沈晔. 中国现阶段发展优先股融资的构想[J]. 中国经济评论, 2004(7).

③ 袁锦秀. 优先股股权优先及其相关问题透析——以法律为视角[J]. 湖北社会科学, 2006(1).

却是受到了限制;另一方面,优先股票具有债券的特性,即在发行前事先确定了固定的股息率。而优先股的利润分红优先权也就体现在优先股有固定的股息率,要求在公司税后利润中提取公积金后在未分配利润中优先按预先设定的股息率分派股利给优先股东。^①

宋伟、胡海洋(2009)认为:对优先股概念的理解是优先股在股利分配和剩余财产分配请求上有比普通股优先的权利,在享有这些优先权利的同时,优先股同时要放弃一些其他的权能,其中最重要的是对公司治理不享有表决权。^②

魏现州(2011)认为:优先股是指股份公司发行的与普通股相对应的一种股份种类,其股东在公司股利分配和剩余财产分配方面比普通股股东享有优先权,但一般不享有股东大会的表决权。^③

陈远(2013)认为:优先股票与普通股票相对应,是指股东享有某些优先权利的股票,如优先分配公司的盈余和剩余资产,是特殊股票中最重要的一种。一方面与普通股一样,它代表着对公司的所有权,但它不具备普通股票股东所享有的某些基本权利,如表决权;另一方面,优先股又兼有债券的若干特点,在发行时事先确定固定的股息率,在公司有盈余时按照事先确定的支付条件,获得固定的股息。^④

王文乐(2014)认为:优先股是相对于普通股而言,在利润(正常年份)及剩余财产(公司清算时)分配方面享有优先权的公司股份。优先股具有类似于债券的稳定投资收益,其风险小于普通股。按照风险收益对等原则,优先股股东的权益也相对弱于普通股,通常优先股股东没有表决权,也不具备对公司的控制能力。^⑤

朱明芳(2014)认为:优先股是指相对于普通股而言,在公司盈余

① 陈苏琼. 优先股——国有股流通的新选择[J]. 科技广场, 2006(6).

② 宋伟, 胡海洋. 优先股相关法律问题透析[J]. 法治研究, 2009(9).

③ 魏现州. 论优先股股东的权利保护[J]. 辽宁师范大学学报(社会科学版), 2011(5).

④ 陈远. 优先股的中国实践初探[J]. 法制与经济, 2013(3).

⑤ 王文乐. 优先股的特征和我国的制度设计[J]. 科技广场, 2014(3).

及剩余财产分配方面享有优先权的股份。它既具有股本权益特点又具有负债特点,通常有固定的股息,并须在普通股股息之前被派发,而且在破产清算时,优先股对公司资产的主张先于普通股,但在债务(包括附属债务)之后。优先股虽然有股票之名,但是本质上是债务,或者更加确切地说,它是一种像股票一样交易的长期债券。^①

高榴(2015)认为:优先股是对股权经济性权利进行差异化设计的一种产物。其权利的优先性较普通股而言,主要表现为在公司利润分配或者公司清算时的剩余财产索取方面具有一定的优先受偿权。但这种优先性通常以参与决策的表决权受限为代价,且公司可以约定在一定期限届满后转换为普通股或者由公司回购。^②

黄入凌(2015)认为:所谓优先股,指在有关利益分配等财产权利上享有优先权的股份。由于存在股息固定的优先股,使得其形式与债券非常类似,但是优先股与债券有着本质的区别,不仅在于各自代表着投资者与公司不同的关系,还在于二者在发行时间、公司义务、对财务杠杆的影响等诸多方面具有差异。^③

综上所述,在我国,学者们一般都公认优先股是相对于普通股而言,主要指在利润分红及剩余财产分配的权利方面优先于普通股,是相对于普通股来说的另一种股份权利形式。优先股的“优先”,体现在股息支付和剩余财产分配方面优先于普通股;“权益性”,体现在它作为一种股权融资工具,是一种股东权益凭证;“债务性”,体现在优先股股东享有约定的固定收益,而且不具有表决权;可以说优先股是一种混合性质的证券,综合了普通股和债券的特征,其介于普通股和债券之间,其所面临的风险也同样介于普通股和债券之间。^④ 作为学者的研究,可以对优先股有各自不同理解的定义,但从法理意义上来说,目

① 朱明芳. 优先股试点是我国资本市场发展的重要一步[J]. 发展研究, 2014(5).

② 高榴. 优先股试点值得关注的问题[J]. 财会月刊, 2015(3).

③ 黄入凌. 优先股的制度功能探索及其规制选择[J]. 现代商贸工业, 2015(9).

④ 黄宁. 从美国实践看我国银行业引入优先股的意义[J]. 南方金融, 2008(8).