

# 代理问题下对优先股股东利益保护的思考

姜 硕(教授), 陈 明, 胡启磊

(辽宁大学商学院, 沈阳 110036)

**【摘要】**现代企业制度下,所有权与经营权的分离所导致的代理问题使得优先股股东面临着复杂的投资环境。考虑到我国目前尚未建立完善的优先股市场和优先股投资者保护的法律法规和监督机制,试点期间对优先股股东利益保护的研究非常必要。本文从公司治理角度,结合2014年3月实施的《优先股试点管理办法》有关规定,围绕着优先股股东与经理层、普通股股东及其他优先股之间存在的利益冲突进行分析。借鉴国外发行优先股的成熟经验并结合我国实际,探索现阶段适合我国优先股股东利益保护的策略。

**【关键词】**优先股股东; 利益保护; 优先股; 代理问题

2014年3月21日,中国证券监督管理委员会公布并实施《优先股试点管理办法》(以下简称《办法》),正式地将优先股融资纳入企业合法融资范围,为目前困扰企业融资难的问题寻求一条新的出路。然而,我国目前优先股投资者面临着一定的投资风险。这种风险既来自于尚不完善的法律和市场监督机制,又来自公司层面。因此,从公司治理层面对优先股股东的利益保护问题进行研究具有一定的理论和现实意义。

## 一、文献综述

1. 国外文献。管理层发行优先股的动机较为复杂。优先股的发行一方面可以不会提高负债融资的成本,也可以避免发行普通股造成的所有权稀释,并保留公司较高的评级(Qian Wang, 2006);另一方面,当管理层的奖金是基于每股收益指标时,管理层会发行优先股以避免稀释每股收益。无论何种动机,由于在内部(已存在的权益股东)和外部(新的投资者)之间存在着异质信念,优先股股东也比普通股股东遭受更为严重的逆向选择问题(Chemanur and Liu, 2006)。

为了缓解信息不对称,提示投资者被投资企业面临的违约风险,信用评级发挥重要作用,且与可赎回的优先股、不可赎回优先股相关性程度不同(William Robert Strawser, 2011)。由于评级信息的信号传递作用,大型公司和更为盈利的公司更可能让它们优先股被评级(Qian Wang, 2006)。

此外,所有权集中对投票权溢价的程度有积极的影响,财务机构或者家族为主要持股者的出现,对投票权溢价有显著的负向影响。这意味着相对优先股而言,所有权集中可以推高普通股的价格,这可能是由于普通股能利用其优势,以牺牲优先股股东的利益而获取私人收益,而

财务机构和家族作为权益投资者,都会显著降低这种溢价(Ali Fatemi, 2006)。同时,也有其他学者对机构投资者、公共养老基金的内部治理特征进行研究。

2. 国内文献。由于我国在2014年之前并未有关于优先股发行的条例出台,因此,国内的许多学者大都借鉴国外优先股发行经验。丁楹(2013)分析美国优先股制度的变迁,进而阐述我国具体引入优先股路径及在税收及创新两方面给予政策支持。陈明(2013)通过研究澳大利亚银行业发行优先股的关键要素,从政策和财务制度角度对我国银行业发行优先股提出建议。范利民、张辉锋、谢鸿华(2014)通过研究美国、英国优先股发展状况,并结合国内优先股发展阶段,分析国内优先股融资的必要性和可行性。

从优先股发展历程来看,各国对优先股发行企业财务状况的要求普遍低于债务或股权融资,从而提高了优先股投资的风险。这种投资风险多来自于代理问题,因此以下本文将从代理问题入手,对优先股股东与经理层、普通股及其他股东可能存在的利益冲突进行分析。

## 二、优先股股东与其他利益相关者间的利益冲突

1. 优先股股东与经理层之间的利益冲突。现代企业制度下,对经理层进行有效的监督与激励,降低代理成本,一直是公司治理研究的重点。股东为此会用衡量企业的业绩、股票价格等外部市场评价,作为所有者对经理层受托责任履行情况进行监督与激励的一种方式。这种背景下,一方面促使经理层尽可能充分利用资源,提升企业业绩;另一方面由于有限理性因素影响下,使得管理层决策侧重于完成预定考核指标,而忽视了对优先股股东利益的保护。最常见的形式则是优先股股息的拖欠,导致这一现象发生的原因有两方面:

其一,优先股股息的支付不是合约规定企业必须履行的义务。企业当期如果发生优先股股息的拖欠现象,企业并不会像拖欠债务利息一样,陷入被拍卖和清算的财务困境。也就是说,从理论上讲,优先股股息并不像债务利息一样,通过强制性手段来保护自身利益。

其二,在优先股投资者和经理层之间存在着比企业所有者与经理层之间更为严重的信息不对称。经理层在逆向选择的激励下,将会寻找更有风险的项目,进而引发非效率投资行为,进而增加公司现金流波动和财务困境的可能,影响优先股股息的支付。此外,在决策可变的情况下,风险偏好较高的股东和经理层为了追求高回报,通过制定经营决策,可能会将原本用来支付优先股股息的这部分现金流,用来实现进一步企业经营与投资,从而也导致了优先股股息的拖欠。

**2. 优先股股东与普通股股东之间的利益冲突。**从美国优先股发行企业的财务质量来看,都存在着一定的违约的风险。在优先股股东持有优先股期间,如果被投资企业宣告破产,那么优先股股东面临的损失的风险更高。企业清算时,企业的清算资产通常不足以支付各项债务,而优先股股东的剩余财产清偿顺序在债券之后。这就意味着,优先股股东不但收不回当期的股息,也可能收不回任何他们投入的资本。此外,为了避免破产,有些企业的所有者会寻求与其他公司合并、兼并、重组。由于公司所有权发生转移,主并企业和被并企业会对被并企业的公司章程、优先股股东所享有的权益和优先股的存在形式作出变更或者调整。

从《办法》第十条规定来看,优先股股东有权对该重大事项是否通过作出表决。但从国外现实经验来看,如果优先股股东拒绝该事项,就意味着企业会重新回到破产程序,自身利益得不到保障;如果对该事项投赞成票,则意味着自身的权益会得到部分的保留。权衡利弊,优先股股东的妥协在所难免。

不同于英、美等一些国家股权较为分散,我国上市公司股权结构仍存在股权较为集中的特点。控股股东的出现,虽然在公司治理中起到一定的监督作用,但同时也增加了公司治理的复杂性。从以往研究来看,控股股东会通过转移资产和利润的方式将公司的利益向外输送,进而实现控制权收益(即隧道效应)。这种利益转移的方式有很多,如:上市公司的非正常的关联交易、为大股东提供债务担保以及恶意融资等方式。这些交易或资本运作通常发生在企业日常经营活动中,且手段较为隐蔽。这种对公司的掏空作用影响着企业未来的盈利能力及支付优先股股息和本金的能力。

然而,优先股投资者很难获取此类信息并作出合理投资决策。一方面,外部优先股投资者需要具有专业的财务分析能力、相关行业背景及充分的交易信息,才能对该

类交易和事项对优先股造成的持有风险进行评估。由于优先股股东不具有内部信息优势,较高的信息收集成本增加了优先股股东获取信息的难度。我国完善的优先股流通市场尚未建立,优先股流动性较差,无法通过成熟的公开交易提高优先股发行企业的信息透明度;另一方面,《办法》第十条对优先股股东行使表决权的情形做出了规定。

从这些规定上看,当与优先股发行、公司形式发生改变等情形出现时,优先股股东具有一定的表决权。从控股股东对公司掏空长期影响来看,优先股股东有限表决权难以对这种行为产生抑制作用。

**3. 优先股股东之间的利益冲突。**基于企业面临一定财务风险的背景下,不同系列的优先股的发行也会对原优先股股东的利益造成损害。《办法》第六条规定:“试点期间不允许发行在股息分配和剩余财产分配上具有不同优先顺序的优先股,但允许发行在其他条款上具有不同设置的优先股”。换句话说,为了延长企业存续时间,企业发行在投票权等方面更具有优先地位的其他优先股,会直接影响原有优先股股东的利益。这一点在国外优先股发行经验中得到了证实。因为原有的优先股出于对投资风险考虑,对于经营业绩得不到改善的公司,不愿追加投资。如果企业希望继续通过优先股进行融资,那么新进入的优先股股东会向管理层、董事会索要更多的权益,进而会成为地位更重要的股东。因此,原有优先股股东在与新发行优先股之间的较量中,可能牺牲部分自身利益。

### 三、关于保护优先股股东利益的建议

目前,对优先股投资者的利益保护,主要依靠的是在《办法》指导下公司章程中所列示的股东基本权利。由于优先股股东身份的特殊性,这些权利的“补救”作用要强于“保障”作用。而在企业重大事件中,这种“补救”作用在全体股东的整体利益面前被弱化。因此,为了对优先股股东的利益进行保护,笔者提出如下建议。

**1. 建立风险共担意识。**从国外优先股发行初期来看,将优先股作为提高企业偿债能力和再融资能力的目的较为明显。由于优先股自身特征以及优先股股息对企业可持续经营较弱的约束力,可能会承受由企业可持续经营而转移来的风险。从伊斯兰国家的优先股发行经验来看,在管理层及普通股股东中建立对优先股股东风险共担的意识,而不是风险转移,这一点尤为重要,与西方发达国家的公司治理意识明显不同。笔者依据《办法》规定和伊斯兰优先股的有关规定,对两个国家优先股特点进行部分比较(见下表)。

出于宗教等方面的原因,伊斯兰国家没有发行传统的优先股。从伊斯兰优先股本身特点来看,更加强了优先股股权求偿权、剩余收益分配等方面与公司所有者相近的制度,并成为风险共担意识的基础。

我国与伊斯兰国家发行优先股部分特征的比较

	我国优先股	伊斯兰优先股(IPS)
股息计息方式	固定股息率或浮动股息率(依公司章程规定)	变动收益(随着净收益水平变化的股息率)
收益分配权	依公司章程规定	不同股息率的优先股和普通股对所有利润享有分配
清算资产的求偿顺序	公司清算时,受偿顺序优于普通股股东	公司清算时,优先股股东没有优于普通股股东
股息是否可积累	可累计(依公司章程规定)	股息不累计
优先股价格影响因素	公开发行的优先股的价格或票面股息率以市场询价或证监会认可的其他公开方式确定	优先股价格受到净收益的波动影响
基于风险转移还是风险共担理念	风险转移	基于对风险、利润和损失共担理念
有无支付合同规定股息的义务	有	没有支付固定股息的义务

从我国大型跨国公司的成功经验来看,将各利益相关者作为利益共同体,不仅对公司治理道德方面起到了补充作用,提高公司治理效率效果,同时减少代理成本,而且有利于建立管理层和股东在风险和收益之间、收益和损失共享的观念。我国优先股融资尚处初期阶段,企业大多没有将优先股股东的利益保护融入公司治理体系中。因此风险共担的理念是值得优先股发行企业借鉴的地方。

**2. 加强公司章程对优先股股东的利益保护。**《办法》中除了在重大事件上,优先股股东所享有的投票权做出常规性规定,而留有一部分决策空间交由优先股发行企业决定,这就使公司章程中对优先股投资者的保护作用更为重要。考虑到契约合同的不完全性、信息不对称和经济人有限理性等因素,投资者应该根据公司章程以及优先股招募说明书中所提及的,在公司发生重大事件(诸如兼并、合并,资产出售、发行新一轮优先股)时对投资者增加保护性条款,如禁止任何对优先股的条例作出变动或修改。

**3. 加快我国企业信用评级体系的建设步伐。**在美国等西方国家,大多数优先股发行企业会接受评级机构的评级。专业评估人士在信息取得方面具有成本上的优势,并且结合其专业胜任能力,对优先股级别的评定可以为投资市场提供参考信息,这在一定程度上能够缓解信息不对称。在我国,投资者主要信息获取的方式仍是从企业对外披露的财务报告,信息来源单一、对决策者专业能力要求较高,普通投资者在使用时会遇到一定难度。近年来,在政府的推动下,通过社会各方的密切配合和信用中介机构的市场化运作,正逐步建立和完善企业信用评价制度。企业信用体系的建设,一方面为企业降低信用交易的风险;另一方面,为投资者提供与企业经营水平、财务状况等有关的更为客观、权威的信息,减少投资者的投资

风险。此外,企业信用体系信息的搜集过程和结果,可对企业管理层做出的不利于投资者的行为进行约束,促使企业增强优先股股东等其他不参与经营的利益相关者的保护力度。

**4. 重视股权结构多元化对公司的监督作用。**优先股发行对公司治理的积极作用,主要表现在增加了股权维度和股权身份。从《办法》规定上来看,机构投资者是我国优先股发行企业的主要对象。机构投资者对优先股发行企业的影响作用不容忽视。

近十年,VC/PE在我国股权投资方面发展迅速。持有普通股的机构投资者主要分为战略投资者和财务投资者。前者从公司长远发展的需要考虑,将尽可能对董事会实施影响进而确保自己的利益。而后者则表现出对公司短期业绩的影响。为了提高投资的回报率,机构投资者为被投资企业提供了大量的增值服务。根据不同被投资企业的特点增值服务内容也有所不同,主要包括:在被投资企业的董事会中出任董事,对被投资企业的各项重大决策提供帮助;出任企业的咨询顾问;帮助被投资企业招募高级管理人员,如市场总监、财务总监、研发总监,甚至企业CEO等;为被投资企业提供后续融资支持;在企业融资、合并、收购、重组、上市的过程中提供专业咨询和帮助等。

然而,目前机构与我国企业的董事会和经理层的融合等方面也暴露了其缺乏行业规范等方面的弊端,由于二者对企业经营的不同影响,容易发生与董事会和经理层的冲突,进而破坏合作进程。因此,如何将机构投资者在专业和资金方面的优势发挥出来,同时又形成企业的长期发展和机构投资者利益投资得到既定收益双赢的局面,则是对监管者及企业管理层管理智慧的考验。

由于我国优先股的发行尚处初期,目前没有有关我国企业发行优先股数据可供参考。因此,本文通过对国外发行优先股的实践借鉴,提出符合我国国情的预测性建议,希望可以保护我国优先股股东的利益,从而形成和建立良性、可持续发展的优先股投资市场和秩序。

#### 主要参考文献

Ali Fatemi. On the Valuation of Common and Preferred Shares in Germany: New Evidence on the Value of Voting Rights[J]. *Managerial Finance*, 2006(10).

丁楹.从美国优先股制度发展历程看中国转轨时期优先股制度的建立[J]. *中央财经大学学报*, 2013(5).

范利民,张辉锋,谢鸿华.关于我国发行优先股融资的相关探讨[J]. *商业研究*, 2014(2).

陈明.关于澳大利亚银行业优先股发行的经验启示[J]. *内蒙古金融研究*, 2013(10).

William Robert Strawser. Preferred Stock and The Debt- Equity Hybrid Puzzle: An Analysis of Credit Ratings [D]. *Texas A&M University*, 2011.