

# 优先股“有害论”从何而来？

优先股的设置总体上是为满足发行人的需要的；而有利于公司总体发展的事，也应当是符合普通股股东利益的事。换言之，公司保优先股分红的“底”，优先股也要托公司运营的“底”。当然，优先股分红的“底”是多少，是由市场来决定的。可见，所谓优先股固定分红会加剧二级市场震荡，损害中小股东利益的说法，并不成立。

证监会发布《优先股试点管理办法》以下简称《办法》没多久，就有评论指出，优先股对千千万万的小投资者没有什么好处，反而有可能造成“两败俱伤”的局面。其核心理由是，优先股先于普通股分红，在一定程度上会摊薄企业的利润，影响普通股的收益；每年的保底分红还会对二级市场造成震荡。这两种情况都有损中小投资者的利益。

那么，这样的分析有没有道理呢？先看第一个问题，优先股先于普通股分红，是不是等于和普通股“抢分红”？首先，优先股与普通股在权责设置上是不一样的。优先股享有优先分配权，股息是固定的，一般不会因公司经营情况而增减，但要“让渡”出重大事项投票权和剩余利润分配权。普通股享有公司重大事项投票权，在分配上也有更大权限——虽然下不保底，但上也不封顶。在优先股支取股息后，普通股可以分配“剩余利润”，而优先股是没有份的；如果优先股也要参与“剩余利润”的分配，就要另行约定，让渡出更多的投票权。这就是说，优先股的“得”是以“失”为代价的，而普通股的“失”也是以“得”为保障的。

与此相关的一个说法是，监管层推出优先股，是想让机构优先分红，普通股的利益会因此受损。事实上，优先股是为风险偏好低、参与决策欲望低的投资者而设立的，而不是专门为机构设立的。优先股与普通

股是“井水”与“河水”的关系，符合条件的投资者无论是机构还是个人，都可以选择喝“井水”还是“河水”。

至于非公开发行的优先股对个人投资者设置了资金规模门槛，主要是风险控制需要，不是歧视中小投资者。

第二，是否发行优先股以及以怎样的条件发行优先股，是公司全体股东在综合判断公司财务状况和经营形势的基础上，做出的一项重大决策。先要由董事会制定预案并公开披露，最终要经过股东大会讨论通过。

按照《办法》规定，方案经出席股东大会的普通股股东（含表决权恢复的优先股股东）所持表决权的三分之二以上通过才可以生效。并且，向公司特定股东及其关联人发行优先股，股东大会就会发行方案进行表决时，关联股东还必须回避。

因此，只要严格依法办事，审慎制定优先股的发行条件、分红标准，普通股与优先股的权益是可以兼顾的，是可以找到平衡点的，两者利益是不可能出现离奇反差的。

第三，《办法》规定，“上市公司发行优先股，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”。一些人据此认为，普通股很可能时刻面临这样一种不利情况：当年度可分配利润刚好等于或略低于优先股一年股息之时，在优先股拿走股息之后，普通股股东就无红可分。

这样的理解是有偏差的。“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”，应看作优先股发行条件的“起点”，而不是“终点”。

其实，制定怎样的发行方案，归根结底是一个公司决策问题。只要遵循谨慎、稳健的原则，合理确定优先股分红标准，完全可以既满足优先股取得固定股息的要求，又满足普通股分红的要求。为什么要通过一

个完全不利于普通股的、“涸泽而渔”的决议呢？

对于非公开发行优先股的票面股息率，《办法》规定“不得高于最近两个会计年度的加权平均净资产收益率”，这实际上已经锁定了非公开发行优先股的分红上限。笔者认为，如果将这一条款推广到公开发行的优先股上，也是适当的。

根据以上分析，优先股先于普通股分红，并不存在“摊薄企业利润”的问题。如果优先股发行条件设置不当，可能会造成普通股无红可分的情况，但这个游戏也就进行不下去了。试想，如果年年只给优先股分红，而普通股的权益不见增加，其结果只能是，普通股用脚投票，优先股面临赎回的风险。

还需要注意的是，优先股并不是“固执的优先”，而是在有可分配利润时才分红，遇到经营困难时可暂缓支付。

再看第二个问题，保底分红会不会对二级市场造成震荡？

首先，二级市场股价走势受到多方面的影响，优先股只是其中一个因素。简单地把二级市场震荡与优先股挂钩，并不科学。

笔者认为，情况可能恰恰相反，由于有了优先股的固定股息标准，反而有助于稳定二级市场预期。这是因为，普通股投资者会基于优先股的分红标准，建立起一个预警机制和监督机制，更加倾向于随时监察上市公司的经营状况。公司每季度能够实现多少可分配利润，公司届时和将来有何风险，可以迅速地反映到股价上。这反而有助于股价波动趋于平滑和相对稳定。

第二，“保底分红”是优先股制度的一个要素，但并不等于优先股制度的全部内容。

优先股方案总体上要为发行人的发展目标服务，要符合发行人经营管理的需要。

一是，可以既扩大股权融资又不稀释控股权；二是，对资产负债率较高的公司，可以优化财务结构；三是，可以作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司。笔者在前文说过，优先股在有可分配利润时才分红，遇到经营困难时可暂缓支付，并非一个整天要账的“黄世仁”。

所以，优先股的设置总体上是为满足发行人的需要的；而有利于公司总体发展的事，也应当是符合普通股股东利益的事。换言之，公司保优先股分红的“底”，优先股也要托公司运营的“底”。当然，优先股分红的“底”是多少，是由市场来决定的。

可见，所谓优先股固定分红会加剧二级市场震荡，损害中小股东利益的说法，并不成立。

笔者认为，尽管我国股市的市场化程度还远不及发达市场，但优先股作为一种金融工具，其中性的本质与发达市场是完全一致的。只是，优先股制度要根据我国股市的现实情况，做出中国式的调整。比如在严防利益输送方面，就必须做出更为详尽的规定。《办法》已对此积极回应，包括对股息率做出限制性规定；将高管及其亲属排除在非公开发行合格投资者之外；实行关联股东回避表决机制；要求独立董事发表客观公正的中立意见。

优先股制度丰富了我国股市的金融投资工具，拓展了市场主体的参与市场的途径，总体上是积极的。鉴于我国资本市场处在一个逐步发展完善的阶段，这一制度必然还需要调整和完善。各方对制度设计上的不足和执行上的缺失，都应该积极地指出来，大家一起完善制度；但把优先股说成是银行股、地产股量身定做，是专为机构投资者优先分红而设，是损害中小投资者的工具，实在是一种偏颇之辞。

(新浪网)

## 扩大资本市场开放 须坚持市场化取向

财经评论员 肖玉航

近期，中国国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议中提出了六项资本市场健康发展的举措，其中之一是扩大资本市场开放。对于资本市场开放，笔者认为是一个较大的而广泛的领域，而中国特色的资本市场开放也出现了较快的变化。此次会议指出的资本市场开放明确要便利境内外主体跨境投融资，可以说这是一个最为关键的开放点。从中国资本市场变化来看，笔者认为扩大资本市场开放的能否成功的关键是如何使其坚持市场化取向。

资本就是财富，通常形式是金钱或者实物财产。资本市场上主要有两类人：寻找资本的人，以及提供资本的人。寻找资本的人通常是工商企业和政府；提供资本的人则是希望通过借出或者购买资产进而牟利的人。可以说这两类主体构成了资本市场的重要组成部分。一个成熟的资本市场，资本市场的资金供应者为各金融机构，如商业银行、储蓄银行、人寿保险公司、投资公司、信托公司等。资金的需求者主要为国际金融机构、各国政府机构、工商企业、房地产经营商以及向耐用消费零售商买进分期付款合同的销售金融公司等。资本市场开放涉及的领域特别广泛，其能否健康有序、合法的运营则构成了市场成功的关键，是坚持行政化取向，还是坚持市场化取向，则构成了资本市场开放程度的一个标尺。

笔者认为资本市场开放要推行市场化取向关键在于其特点所决定。资本市场主要包括中长期信贷市场与证券市场。相对于货币市场而言，具有融资期限长、风险大而收益较高、资金借贷量大、价格变动幅度大等特点，对于交易双方而言，这是一个具有风险与不确定性变化的市场，如果行政化取向参与其中，其对于资本价格走向将形成人为的干预，虽然短期或有影响，但中长期而言的风险将难以准确预期，甚至累积到一定程度产生股灾或金融危机的可能，也很难产生优胜劣汰的企业，更难形成买者自负的市场原则。

观察发现，此次扩大资本市场举措，将便利于境内主体跨境投融资上，这需要一个过程，正如QDII与QFII两类投资主体在中国证券市场所形成的外汇管制、批准一样，但这并不妨碍证券市场市场化取向的不断深化改革。

以我国股票市场为例，其市场化取向的改革可以从深化新股制度改革完善、保护中小投资者利益；切实推进上市公司退市制度；保护境内外投资者的合法权益；顺应发展，完善《证券法》、《期货法》等相关法律，从严治市；监管制度进一步改革，使监管部门更好回归监管本位，严厉打击内幕交易、操纵市场、“老鼠仓”等违法违规、损害投资者权益的行为，维护市场秩序等方面进行市场化与法律化的结合，才能创造出资本市场市场主体市场化取向的进一步提升，以利于交易主体的投融资环境与市场开放程度扩大。

我国的资本市场从1990年沪、深两市开办至今，已经形成了主板、中小板、创业板、三板(含新三板)市场、产权交易市场、股权交易市场等多种股份交易平台，具备了发展多层次资本市场的雏形。但纵向国际成熟资本市场而言，其依然有很长的路要走。成熟的多层次资本市场，应当能够同时为大、中、小型企业提供融资平台和股份交易服务，在市场规模上，则体现为“金字塔”结构。随着交易规模的增加，我们发现市场化取向的重要程度更显得格外重要，退市制度在成熟资本市场体现出优胜劣汰的自然淘汰法则，企业并购坚持市场化重组成为资本市场操作的一个重要量化标准。

便利于主体跨境投融资，实际上是一个市场化原则的重要体现，无论是港交所还是纽交所，还是其它一些市场经济国家的市场，这些成熟的资本市场，无不体现出市场化取向下的法律准则配合。

从中国资本市场发展来看，未来的企业并购将不仅体现在国内上市公司并购，跨国并购将随着资本市场开放程度而增加。企业并购是资本投资的一个途径，并购的目的多种多样，有的并购是以长期投资为目的，有的以短期投机为目的，有的以战略发展为目标，也有以改善投资者的财务状况为目标等，达到这些资本的逐利性要求，必须有相应的资本进入和退出机制，我国从长远战略角度考虑，必须加快资本市场的国际化改革，与国际资本市场接轨，更要坚持市场化原则。

总体而言，扩大资本市场开放实际上就是市场经济的一个深入信号，市场经济的最大特点之一就是讲究公平交易，优胜劣汰，行政化下的资本市场往往是造成资本市场“失灵”等重要顽症的因素，但开放前期采取渐进是可以理解的，而如果一个多层次资本市场雏形已显，依然没有便利的主体跨境投融资或条件太多，就可能阻碍市场进程。如果一个资本市场退市制度与跨国并购体系无法顺利交易，那么这个市场难以形成优胜劣汰机制以及国际化市场的体现。从目前中国资本市场来看，扩大开放程度已是大势所趋，而能否成功的关键是法律条件下，如何使得市场化取向深入其中。

## 创业板再融资制度 勿厚此薄彼

曹中铭

四年之后，创业板的再融资制度终于姗姗来迟。日前，中国证监会发布《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》(征求意见稿)，以向社会公开征求意见。征求意见稿的出台，标志着不久的将来，创业板公司实施再融资将变成现实。

纵观征求意见稿，其实并不乏亮点。征求意见稿规定，创业板公司应当建立投资者保护机制，切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益，这在此前相关规章制度中是从未出现的。再融资制度还设置了“小额、快速、灵活”的定向增发机制，并推出了简易审核程序。此外，在定价机制上，将再融资定价与二级市场价格挂钩，并通过持股锁定期来约束定价行为。显然，这些措施的推出，更符合创业板公司的现实，也更市场化。

目前沪深主板、中小板上市公司的再融资，呈现出多方面的问题。某些上市公司为了“融资”而实施再融资。符合相关条件的要上，不符合条件的“创造”条件也要上，其目的就是为了把钱圈到手；再融资时往往都是“狮子大开口”。几乎每家上市公司的再融资都是“大手笔”，10亿元以下的再融资方案已经很少了。而在把钱圈到手后，却无法很好地回报投资者。在这一切的背后，凸显出个中的不公平。

笔者认为，征求意见稿在多方面需要进一步完善。其一是创业板公司采取何种方式再融资，均应公平对待，而不能厚此薄彼，像上述定增能够“享受”到的待遇，也应该在配股等再融资方式中实行。比如，上市公司以配股的方式12个月内融资额累计不超过净资产的10%，每次不超过5000万元且不超过公司净资产的10%时，就应该适用简易审核程序，以提高再融资效率。

其二，征求意见稿规定，创业板公司再融资必须符合“最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红”的条件，个人以为大可不必，毕竟创业板公司上市初期都处于创业与发展阶段，对资金的需求相当迫切。笔者建议在其挂牌的五年内再融资时，无须与现金分红挂钩，期满后五年后再按上述规定执行，如此有利于创业板公司将更多资金投入相关项目或日常经营中。

其三，对创业板公司再融资可不设“最近两年盈利”的门槛，但对其每次再融资的金额须进行限制。亚马逊在美国上市后曾创造了连续亏损8年的“奇迹”，但市场最终成就了一家优秀的企业。对某些有潜力与发展前景的创业板公司断奶，无疑将不利于其做大做强，尽管如此，创业板公司每次再融资的金额却应进行限制，笔者建议应不超过其净资产值的50%为宜，且须有相应的时间间隔。

其四，要严惩个中的违规行为。针对创业板再融资过程出现的违规行为，征求意见稿再现了违规成本低的一幕。如上市公司申请文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等违规行为的，监管部门也就36个月内不受理其发行证券申请。如此处罚明显偏轻，如果规定60个月不受理其申请，试想又会产生怎样的效果呢？

## 股市真正的利好还没有出现

股票代码	名称	最新价	涨跌幅	成交量	成交额
000001	平安银行	11.77	0.00	1809	1750
000002	万科A	17.98	0.00	977	1798
000003	深发展A	16.92	0.00	1894	1692
000004	招商银行	17.43	-0.66	1423	1743
000005	浦发银行	12.22	0.00	1894	1222
000006	中兴通讯	24.83	0.00	1423	2483
000007	中国石化	1.93	1.49	1423	1.93
000008	五粮液	15.50	15.05	1423	15.50
000009	格力电器	15.15	15.15	1423	15.15
000010	双汇发展	7.10	7.10	1423	7.10
000011	美的集团	18.07	17.99	1423	18.07
000012	海尔电器	11.16	11.04	1423	11.16
000013	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000014	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000015	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000016	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000017	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000018	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000019	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80
000020	苏宁电器	25.80	24.00	1423	25.80

郭施亮

不可否认，近年来管理层对股市的呵护程度提升到一个新的高度。从去年的“新国九条”至今年的多项利好政策出台，均体现出管理层重视股市的态度。然而，面对一连串的政策性利好，市场的反应却非常平淡。

以去年年底颁布的《关于加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》为例，实质上市场更愿意称之为“新国九条”。在相关的规定中，明确提出了“健全中小投资者赔偿机制”、“强调优化投资回报机制以及保障中小投资者知情权”等。

当时，市场对“新国九条”赋予了很高的期望，更有甚者认为是股市走牛的开始。遗憾的是，几个月下来，股市表现依然低迷，昔日看涨者已纷纷失去了投资的信心。

实质上，去年颁布的“新国九条”，其真正的执行效果却难以有效体现。其中，在当前相对混乱的市场秩序下，中小投资者的知情权以及市场的透明度基本难以得到有效地体现。最终，“健全中小投资者赔偿机制”、“强调优化投资回报机制”等内容多以执行困难等原因而搁置。

又以今年以来保监会接连出手的利好政策为例，在其推出初期，同属被市场赋予了极高的评价。然而，随着保监会接连的利好出台之后，市场的反应再度恢复平静。昔日预期的大反弹，也迟迟未能出现。

究其原因，主要在于接连的利好政策，相应的针对性并不明显。或者可以

这样认为，因股市长期的吸引力不足，尽管将险资投资权益类资产的上限上移了5%，或者拓宽其投资的门槛，但是最终能够刺激到新增流动性进场的可能性依然很低。

再以近期传出的A股纳入MSCI指数为例，若按照一般的常理推测，A股纳入MSCI指数将会得到更多的增量流动性补充，进而刺激股市的走好。然而，在实际的操作中，结果或者远远低于原来的预期。

首先，A股何时纳入MSCI指数依然难以确认。而根据其他市场的经验可知，纳入MSCI指数也需要经历一段相对漫长的时间。退一步来说，即使A股最终被纳入MSCI指数，其最终产生的新增流动性并不会很多。需要注意的是，A股整体投资回报率持续偏低是制约新增流动性进场的主要原因之一。另外，国内对QFII投资额度等限制也会压缩A股纳入MSCI指数的进度。而作为MSCI，也不可能给A股市场配置更高的份额。

通过上述的案例，或者可以认为，股市真正的利好并没有出现。不过，有评论会认为，近期提出的“国六条”或者是A股的救命稻草。

其实，有这种认识的朋友说明他并不了解A股。过去，无论是国九条，还是新国九条，对股市的影响基本属于短期性的。而去年颁布的“新国九条”对当时股市的影响更是微不足道。

再细看近期颁布的“国六条”内容，其核心内容基本围绕两个字——融资！

其中，积极推进股票发行注册制改革，实则弱化对企业盈利的判断，即降

低企业的准入门槛。不可否认，过去核准制度下的弊端已经在资本市场中得到充分地暴露，而注册制改革也是未来的必然趋势。然而，在当前的市场环境下，注册制一步到位显然是不合理的，而完善退市制度也并非一朝一夕能够完成的任务。若盲目降低企业的准入门槛，让市场来选择企业的生死，确实存在一定的不确定性。不过，我们必须清楚认识到国内市场的一个真实的状况，即普遍的投资者并不成熟，而他们对以不成熟的价值判断来决定企业的生死，或者更像是一场赌局。可以想象，在当下的市场环境下，加快推进注册制必然会对股票市场形成更大规模的融资压力。

再者，拓宽企业与居民的投融资渠道，促使资本市场成为可以满足各种类型企业融资需求的平台。实际上，这也是强化了资本市场为实体经济服务的责任。也可以这样认为，未来或将进一步强化资本市场的融资功能，以此促进实体经济的发展。于是，在此背景下，股市融资功能被进一步提升，股民的切身利益又该如何保护呢？

当然，国六条还是存在有利的一面，其中也提及了部分关键性的观点。至于其余否成为股市真正的利好，关键在于执行效率的问题，而鉴于前期的经验教训，市场对它的期望也许不会很高。

笔者认为，尽管近年来利好性的政策频繁出现，但是仍然不属于股市中真正的利好。在笔者看来，要恢复股市的投资信心，先要把股市长期存在的不对称制度纠正过来。请记住，在一个制度不合理的市场环境下，再多的利好政策也难以起到提振股市的作用。

