

表决权虚化与优先股制度

王东光*

摘要:表决权是具有财产价值的权利,但上市公司小股东表决权因制度性、组织性、结构性和目的性等原因被虚化,小股东实际上并不享有股东权中的表决权利益,但却没有与之相对的其他权益补偿,导致小股东权益结构失衡。与其对表决权的虚化进行艰难的防阻,不如果断放弃本就休眠的表决权,换取其他权利的优先,无表决权优先股恰好符合这一目的。在优先股股东权益保护方面,未支付的可累积性优先股股息在有利不分的情形中应当界定为对公司的一种债权;表决权恢复对优先股股东的保护是间接的,其功能具有局限性,应以计息和强制分红作为辅助保护措施;对于可转换优先股,转换权只能由股东享有。

关键词:上市公司 小股东 表决权 优先股

大股东和小股东都是公司投资者,具有相同的法律地位,具有相同的股东权利。但这些并没有给他们带来相同的境遇,如果说股市是大股东的“提款机”、小股东的“绞肉机”,可能有些偏激,但在市

* 华东政法大学经济法学院副教授、法学博士。

场大起大落并持续低迷的情况下,小股东付出了“血淋淋”的代价,而对大股东而言也许只是账面上数字的变化。在与公司的关系上,大股东是公司的缔造者、操盘者,为了融通资金的需要才招揽了众多小股东,而小股东名为主、实为客。除了角色的差异、持股的多寡,相同的权利构成而迥异的权利效果是小股东悲惨遭遇的又一原因。同股确实应该同权,但问题在于是否应当向他们发行同类股份,因为在上市公司中,大股东和小股东具有天然的不同,尤其是在表决权的配置上,大股东和小股东的平等对待真的公平吗?表决权无疑是重要的股东权利,但小股东在乎这样的权利吗?这样的权利究竟给小股东带来了什么?这些问题值得我们深思。

一、小股东表决权虚化

在股份公司中,股份平等、同股同权。大股东和小股东持有的单一股份具有相同的权益构成,而相同的权益构成却使大股东和小股东的实际权益形成巨大反差。“大股东拥有多数的投票权,同时拥有用手投票和用脚投票的激励,小股东拥有少数投票权,只拥有用脚投票的激励。这种投票激励上的差异意味着如果公司存在大股东,表决权及依附于其上的控制权将从小股东流向大股东;如果公司不存在大股东,表决权及依附于其上的控制权则将从小股东流向经理人员。”^{〔1〕}小股东表决权虚化,而大股东的控制权超出表决权的一般价值,表决权的实际功效发生移动。

权利的虚化意味着权利仅具有形式意义或象征意义,权利主体一般不实际享有权利、不行使权利或行使权利无效果。根据“同股同权”原则,股东之间无论持股多寡,其所持单一股份上的权利是相同的。就此而言,大股东与小股东之间因持股多寡的差异而仅有权利量化上的不同,而不存在质的区别,但实际情况并非如此。就表决权而言,其对大股东的意义甚至超过分红权等直接财产性权利,大股东不仅积极行

〔1〕 吴磊磊、陈伟忠、刘慧敏:“公司章程和小股东保护”,载《金融研究》2011年第2期。

使表决权,并努力通过表决权获取对公司的控制权。而小股东虽然享有表决权,但其通常并不实际行使表决权,权利处于常态虚化状态。根据导致表决权虚化的原因不同,可以分为制度性虚化、组织性虚化、结构性虚化和目的性虚化。

(一) 制度性虚化

我国《公司法》第104条规定,股份公司股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是,股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。由此可以看出:(1)股份公司的表决方式由《公司法》规定,公司章程无权修改;(2)股份公司股东大会采取资本多数决;(3)《公司法》对于股份公司股东大会决议没有定足数的要求,只要出席会议的股东以一定的多数即可作出决议。不设定足数要求的优点在于股东大会可以顺利作出决议,不会因为出席会议的股东不符法定要求而无法做出决议,降低了股东大会做出决议的难度,提高了决议效率。但其缺点也是显而易见的。股东大会的议案通常都是由与大股东关系密切的董事会提出的,其当然希望议案获得通过。而小股东的投票率与股东大会议案的通过率及赞成票比例成反比,即小股东投票率越高,通过率及赞成票比例越低。在这种情况下,大股东并不欢迎小股东参与投票。小股东不投票不仅不影响作出决议,反而对作出决议有帮助。只要股东大会的召集、决议等程序符合法定要求,哪怕只有一个股东出席会议,也可以作出有效的决议。这种制度规则下,大股东、董事会没有任何动力去提升小股东的投票率。

针对这种情况,有学者提出我国公司法应当改变自己的理论,明确要求公司股东会会议的召开以出席会议的有表决权的股东达到一定的法定人数作为条件,在不具备该种最低人数的情况下所召开的股东会会议无效。^[2]虽然我们可以借鉴国外立法,设定定足数要求,但不能根本解决制度本身所造成的小股东表决权虚化局面。首先,股东大会表决的定足数要求本身具有弹性,如果第一次召集没达到定足数要求,

[2] 张民安:“公司股东的表决权”,载《法学研究》2004年第2期。

第二次召集又没达到,则通常会推定达到了定足数要求。其次,无法消除表决制度本身所附带的虚化原因,如资本多数决。资本多数决是股东大会制度发展的必然产物,它容纳了股东实现自身利益的需求与公司存续、发展的需求,^[3]“资本多数决是公司作为资本企业的必然选择”。“但是,基于资本多数决原则的运作,小股东行使表决权所体现的意志根据资本多数决原则往往为大股东的意志所征服”。^[4]股东大会的决议机制实质上仅剥夺了少数股东表决的效果意思,使其表决权仅具有意思通知的性质,而控制股东的表决则具有决定法律效果的单方法律行为的意味。原本同一的股东表决因资本民主的决议方式而演变为两种不同的性质:一类是意思通知;另一类却具有单方法律行为的性质。^[5]“资本多数决”作为公司法上的一项基本制度,其地位无可撼动,这一事实直接决定了小股东表决权因制度本身所造成的一定程度的虚化无可避免。

(二) 组织性虚化

股东通过参加股东大会并行使表决权来参与公司决策,也就意味着,只有属于股东大会职权范围内的事项,股东的表决权才有意义。法律对股东会、董事会的职权进行了划分,似乎股东参与公司管理的范围也就此确定,股东对于公司的重要事项都能通过行使表决权进行参与。但问题是,公司可能通过设立子公司的方式,将对财产、事业的管理从直接管理变成间接管理,通过增加层级,使原本应由股东会决议之事项推移到董事会,弱化小股东的参与权,小股东在公司管理上被边缘化。董事会虽然是股东大会选举产生,应代表公司及全体股东利益,但实际上董事会与大股东关系密切。在2001年年底,国家机关和国有企业以39.21%的股权比率占有57.73%的董事席位,而流通A股股东以35.95%的股权比率却只占有1.97%的董事席位。^[6]

[3] 梁上上:《论股东表决权》,法律出版社2005年版,第56~57页。

[4] 朱慈蕴:“资本多数决原则与控制股东的诚信义务”,载《法学研究》2004年第4期。

[5] 张辉:“法律行为框架中的股东表决权制度探析”,载《河南社会科学》2006年第7期。

[6] 陈敏:“论投票制度与我国上市公司治理的改进”,载《证券市场导报》2007年第2期。

在近现代公司法所构建的公司权力结构中,“股东本位”思想尤为浓厚,公司立法则普遍注意规定公司中股东的权限,特别是体现股东意志的股东大会的权力,而董事会成了股东大会决议的消极的、机械的执行者。在这种理念支配下,一直到20世纪初,英美的公司法和普通法均不承认董事会拥有独立于股东大会的法定权力,董事会执行公司业务决策须完全依照章程授权和股东大会的决议。^[7]到了19世纪末直至进入20世纪,由于公司规模扩大以及股东的高度分散,公司治理在现实中偏离了股东大会中心主义控权结构这一公司法的最初设计。美国学者伯利(Berle)和米恩斯(Means)将此现象称为“公司所有与经营分离”。^[8]出现这种现象的主要原因在于,“股东大会在组成上具有非同质和偶然性,平时远离业务经营事项,股东大会并非持续运作的机构,而只有花费大量时间和财力才能定期召开,从整体结构上看股东大会不适合参与对股份公司的领导,典型地不能恰当完成业务执行任务”。^[9]1937年《德国股份公司法》率先废除了股东本位的法律结构,对股东大会和董事会的权限作了重新分配,大大削减了股东大会的权限,同时加强了董事会相对于股东大会的独立性和经营权限。^[10]现行《德国股份公司法》进一步确认,股东大会只“对在法律和章程中所规定的特别事项做出决议”,而“关于业务经营中的问题,只有在董事会提出要求时,股东大会才能做出决定”。^[11]

上述的权限重新分配被称为“股东大会中心主义”到“董事会中心主义”的转变。但必须澄清的是,这种理解有偷换概念的嫌疑。在公司权限的重新分配中,股东大会并没有失去其作为最高权力机关的地位,而只是应现实需要将公司经营权(业务执行权)让渡给了董事会。董事会虽然获得了法律确认的独立的经营权,但在整体框架内依然受股东大会的控制,董事会并没有成为“无缰的野马”,而只是“带线的风筝”。所以,股东大会依旧是权力的中心,董事会成为经营的中心,也

[7] 张开平:《英美公司董事法制制度研究》,法律出版社1998年版,第36页。

[8] 梁上上:《论股东表决权》,法律出版社2005年版,第18页。

[9] 参见BGH Urteil vom 26.4.2004—II ZR 155/02。

[10] 钱玉林:“股东大会中心主义与董事会中心主义”,载《学术交流》2002年第1期。

[11] 参见BGH Urteil vom 26.4.2004—II ZR 155/02。

就是说,对于公司中的根本性事项,股东大会具有“宪法性”的基本权利,对于业务执行事项,董事会具有不受干涉的自主权。

法律的超前性和预见性是有限的,公司经营模式和经营手段的创新却是无限的。在股东大会和董事会既有的分权框架内,股东的利益可能因董事会采取新的经营模式而遭遇损害。在德国,“法律颁布以后不久,人们就发现列举的股东大会决议事项并没有涵盖所有可能引起公司基本结构改变的事项。另外还有很多事项同样会引起公司结构的变化,例如获得其他企业的相当数量的股份并且又出让这些股份、将企业中的重要组成部分转移给企业的子公司、签订不属于《股份公司法》第 291 条和第 292 条管辖的但是与兼并具有同样效果的合同、子公司接受新的股东等情况。”^[12] 股份公司内部的结构变更措施可能导致股东权利被掏空或弱化的危险,这种危险产生的基础就是所谓的“间接化效应”,即通过管辖权的移动稀释股东权。例如,企业的经营活动从母公司转移到子公司,母公司股东的权利就遭到弱化,因为子公司的所有股东权都由母公司的董事会来行使。《德国股份公司法》规定了“二重结构”的公司治理模式,即公司股东大会选举产生监事会,监事会再选举产生董事会。股东大会与董事会之间不存在直接的决定关系,但董事会的构成依然反映大股东的意志,董事会更多地也是代表大股东的利益。大股东与小股东的利益期待并不完全相同,小股东基本上是通过其所持有的股票的升值来获取利益,而大股东除了升值利益外,出于其他动机还希望对公司的经营施加更大的影响。在这种背景下,股东权的弱化实际上是剥夺了小股东通过公司股东大会监督公司业务执行情况的途径,而大股东非但不会受股东权弱化影响,反而更多地从中受益。

(三) 结构性虚化

我国上市公司的持股分散度较低,大股东持股比例较高,对其行使表决权没有比例限制,除了大股东回避等特殊情形,小股东的表决权在具体表决中发挥不了实际功能,即使小股东积极参与投票,通常也不会

[12] [德]托马斯·莱塞尔:《德国资合公司法》,高旭军等译,法律出版社 2005 年版,第 224 页。

对结果产生实质性影响。如果大股东持股比例达到了通过决议的法定要求,实际上表决之前,结果已定。小股东是否参与表决以及如何行使表决权对表决结果已无影响,其表决权仅具有形式意义,无表决效果。

国外一些立法例对大股东表决权进行了限制,股东所持有的一定比例以上的股份的表决力弱于一般股份。表决权限制主要有两种方式:(1)以法律或章程直接规定一定比例的持股数,超过该比例的股份实行一股以上一个表决权。例如,我国台湾地区“公司法”第179条第1项规定,一名股东拥有已发行股份总数的3%以上者,应以章程限制其表决权。(2)直接规定表决权行使的上限,超过限额部分的股份不再享有表决权。例如,美国宾夕法尼亚州在1989年修改公司法时规定,“任何股东不论其持股多少,最后只能享有20%的表决权”。受其影响,目前美国已有近30个州采用了类似条款。^[13]

大股东表决权限制并非防止小股东表决权虚化的良方。(1)大股东在乎的恰恰是对公司的控制权,而控制权的实现又恰恰依赖于表决权。大股东不会因为表决权的限制而放弃追求对公司的控制。为了继续实现对公司的控制,有实力的大股东会通过增持股份来降低其他股东的持股比例,从而以自己受限的表决权依然能够控制公司。所以,限制表决权不一定会弱化大股东对公司的控制,反而会扩大大小股东之间的持股差距。(2)我国上市公司股权结构的特点是国有股一股独大,并且这种局面在短期内不会有质的变化,在这种情况下,如果限制大股东的表决权,有可能危及国有资本的安全。(3)限制大股东表决权本身存在正当性质疑。尽管支持者从善良风俗理论、信义义务理论和股东平等原则等多重视角阐释了限制大股东表决权的法理基础,但限制表决权的正当性还是遭受了强烈的质疑:“如果前引所谓美国宾州‘任何股东不论其持有多少股份,最多只能享有20%的投票权’确为事实,则显见的一个结果是,拥有80%股份的股东与拥有20%股份的股东享有同等的表决权,即两者各拥有50%的表决权。于是,由于后者只拥有20%的剩余索取权,这种投票权与剩余索取权的严重不匹配,无法使股东形成正确的投票激励,从而必然产生懈怠或以别人承担

[13] 徐燕:《公司法原理》,法律出版社1997年版,第234页。

成本为代价的滥权。”^[14]

(四) 目的性虚化

小股东表决权虚化的原因除了前面几种客观因素,亦有小股东主观方面的原因。小股东投资的目的在于短期获利,其对参与企业的经营、管理没有兴趣,本身参与表决的愿望并不高。统计显示,2000年出席股东大会的股东或代理人平均为25人,代表股份占公司总股本比例平均值为59.86%,2001年分别为17人、57.72%,2002年分别是12人、55.96%。扣除大股东所持股份,中小股东参加股东大会的比例仅占上市公司股份总数的8.77%至10.79%,换句话说,大部分社会公众股股东放弃了参加股东大会行使表决权的权利。^[15]这种趋势目前仍未改变。本文对深圳证券交易所公布的2012年上市公司股东大会决议的表决情况进行了统计、分析,相应的数据表明,小股东股东大会出席率极低。在以现场投票方式进行的4208次股东大会中,出席会议的股东在10人以内的约占70%,而出席股东人数达到50人以上的仅占0.95%,也就是说,在大多数情况下,股东大会是极少数大股东的游戏。股东大会决议赞成票比例非常高,将近95%的股东大会决议是以95%以上的高赞成票通过的,其中将近90%的决议是以百分之百赞成票通过的。出席股东大会人数的极低与赞成票比例的极高形成了鲜明的对比,也证明了股东大会是少数人的一致行动,小股东的参与度非常低,对股东大会决议的影响极为有限。

在提高小股东投票率方面,网络投票被寄予厚望,这种便捷的参与方式可以消除现场投票的困难和降低参与的成本。但实际的情况是,网络投票也未能明显改变这种局面。在以现场投票和网络投票并用的1407份决议中,通过网络参加投票的股东在十人以内的占33.48%,网络投票人数在50人和100人之间的占10.31%,100人以上的占13.08%。在赞成票比例方面,赞成票比例在95%以上的占87.85%,其中10.73%的决议是以百分之百赞成票通过的。单从数据上看,似乎网络投票发挥了作用,但这种变化仅是形式上的,对整体投票情况并

[14] 罗培新:“公司法学研究的法律经济学含义”,载《法学研究》2006年第5期。

[15] 姜小勇、汝婷婷:“以制度创新激活股东大会”,载《证券市场导报》2003年第11期。

没有带来质的变化。网络投票并未吸引大量的小股东参与表决,足以说明小股东不行使表决权并非客观上存在困难或因为成本因素,而是他们根本没有投票的主观意愿,参与投票、行使管理权并非其投资的目的,也不认为这是维护投资利益的有效手段。

表 1 现场投票

股东出席情况							
出席股东人数(人)	1~3	4~6	7~10	11~20	21~50	51~100	100以上
会议次数(次)	1006	1165	813	716	288	32	8
占总会议次数(4208)的百分比	23.91%	27.69%	19.32%	17.02%	6.84%	0.76%	0.19%
表决情况							
赞成票比例	100%	95% ≤ X < 100%	90% ≤ X < 95%	80% ≤ X < 90%	70% ≤ X < 80%	50% < X < 70%	X ≤ 50%
会议次数(次)	3751	225	15	9	8	6	14
占总会议次数(4208)的百分比	89.14%	5.35%	0.36%	0.21%	0.19%	0.14%	0.33%

表 2 现场和网络并用

股东现场出席情况							
出席股东人数(人)	1~3	4~6	7~10	11~20	21~50	51~100	100以上
会议次数(次)	365	425	301	217	77	16	6
占总会议次数(1407)的百分比	25.94%	30.21%	21.39%	15.42%	5.47%	1.14%	0.43%
股东网络参加情况							
出席股东人数(人)	1~3	4~6	7~10	11~20	21~50	51~100	100以上
会议次数(次)	132	169	170	279	328	145	184
占总会议次数(1407)的百分比	9.38%	12.01%	12.08%	19.83%	23.31%	10.31%	13.08%
表决情况							
赞成票比例	100%	95% ≤ X < 100%	90% ≤ X < 95%	80% ≤ X < 90%	70% ≤ X < 80%	50% < X < 70%	X ≤ 50%
会议次数(次)	151	1085	60	55	26	26	4
占总会议次数(1407)的百分比	10.73%	77.11%	4.26%	3.91%	1.85%	1.85%	0.28%

二、表决权的财产价值

小股东表决权严重虚化,这一虚化的权利是否具有财产价值呢?如果表决权属于纯粹的管理参与权,没有财产价值,即使其虚化也不会损害小股东的财产利益。但如果相反,表决权具有财产价值,其虚化将损害小股东的财产利益。

有学者认为,表决权是一种财产权。理由在于,股份公司是营利性团体,其目的在于满足股东所追求的经济利益,以实现经济利益为中心的自益权为股东权的核心所在,所谓共益权,不过是为补助或者确保自益权发挥作用而已,共益权只有在这样的意义下才有存在的价值。由于自益权的财产属性决定了共益权的财产属性。由于表决权是以保障股东之财产利益为内容,其本身具有财产权的性格,不能适用与权利人之个性、人格有密切相关之人格权或其行使的有关规定。^[16] 这种观点是在财产权与人格权的比较范畴上认为表决权属于财产权。但反对意见认为,表决权是基于股东地位而享有的权利,与股东身份密切相关,以财产权来概括表决权的性质并不科学;自益权是财产权,并不能推导出作为共益权的表决权也是财产权;虽然表决权是为自益权的实现而设置的,但是表决权也是股东权下一项独立的权利种类,具有独立的自身价值,也具有其独特的性格。^[17] 表决权没有直接的财产内容,不是财产权,从权利行使的目的上,也可以确定表决权的非财产权属性。以权利行使的目的为标准,股东权可以分为财产权、支配与经营权、救济与附属权。其中,支配与经营权指有关公司经营管理方面的权利,如表决权。^[18]

财产权与具有财产价值的权利是两个不同的范畴。以肖像权为例,一种观点认为,“肖像权作为一种具体人格权,本身没有财产内容,但毫

[16] 柯芳枝:《公司法专题研究》,台湾大学法律学系法学丛书编辑委员会1976年版,第101页。

[17] 梁上上:《论股东表决权》,法律出版社2005年版,第14页。

[18] 赵旭东:《公司法学》,高等教育出版社2006年版,第316页。

无疑问,肖像的利用可以派生出财产利益”,^[19]这种财产利益并非为人的外貌形象本身所产生的,而是其精神利益在商品经济社会中转化的派生的利益。^[20]另一种观点认为,“肖像权所维护的利益包括精神利益和财产利益两方面。因此,肖像权的内容不仅应包括精神利益,还应包括由精神利益所派生的财产利益,这是肖像商业利用所带来的应然结果”。^[21]虽然两种观点在财产利益是否属于肖像权内容上存在差异,但却都肯定了肖像权具有财产利益。这就意味着,非财产权性质的权利可能蕴含财产性利益。表决权本身不是财产权,但表决权是具有财产价值的权利,是可以影响股份价格的权利。

(一) 股份价值中包含表决权的价值

股东基于持有的股份而享有的股东权是一个整体,股份的价值也在于整个股东权,而非股东权中的财产权。股东权利束中的很多权利都具有财产价值,只不过这种价值的体现方式不同,有的是直接的,有的是间接的,有的是具体的,有的是抽象的。其中任何一项权利的虚化,都会使作为整体的股东权受损,都会影响股份的价值。在我国的上市公司股权分置改革中,非流通股股东为获得股份流通的权利而向流通股股东支付补偿。股份流通的权利即股东转让股份的权利,这种权利本身并非财产权,但其有无却对股份的价格产生影响,是具有财产价值的权利。

(二) 控制权交易溢价是表决权聚合的价值

学者运用 Hanouna、Sarin 和 Shapiro 提出的方法,以沪深股票市场在 1997~2001 年期间发生的 702 宗股权转让为样本,以控制权交易和小额股权交易的价格差额来估算我国上市公司控制权价值,研究结果显示,我国上市公司的控制权价值平均为 24% 左右,即具有控制权的股份的价值比不具有控制权的股份的价值高出 24%。^[22]另有学者分析了中国公司在 1999~2004 年的股权转让案例,遵循 Barelayand、Holderness (1989 年)提出的方法来检验中国控制权溢价的存在和收益大小。研究发现,有控制权的股票交易转让价格在中国平均意义上要比非控制权股

[19] 隋彭生:“论肖像权的客体”,载《中国法学》2005 年第 1 期。

[20] 杨立新、尹艳:“侵害肖像权及其民事责任”,载《法学研究》1994 年第 1 期。

[21] 张红:“‘以营利为目的’与肖像权侵权责任认定”,载《比较法研究》2012 年第 3 期。

[22] 施东晖:“上市公司控制权价值的实证研究”,载《经济科学》2003 年第 6 期。

票的转让价格高 14%。^[23] 尽管学者们运用的方法不同、样本不同,得出的控制权溢价率也不同,但却都肯定了我国证券市场控制权交易存在溢价。

在股权集中的情况下,大股东对公司的控制使投票权产生了经济价值,即控制权价值。^[24] 从形成的过程来看,表决权聚合为控制权,控制权产生控制价值。控制权的形成虽然受表决机制、股权结构等因素的影响,但这些都是外在的影响因素,而表决权才是控制权的内在基础。控制权是表决权符合一定条件的聚合,控制权交易是一定量的有表决权股份的交易,控制权溢价正是表决权聚合的价值。

(三) 消除复数表决权要对复数表决权股东进行补偿

《德国股份公司法实施法》第 5 条规定,如果股东大会在 2003 年 6 月 1 日之前未能以 3/4 的资本多数作出继续保留的决议,复数表决权将消灭;股东大会也可以主动作出消除复数表决权的决议。复数表决权消灭或消除时,公司向复数表决权股东支付补偿,确定补偿时要考虑复数表决权的特殊价值。复数表决权消灭时,股东可以通过诉讼请求支付补偿,消除复数表决权时股东大会要一并就补偿作出决议。反对决议的股东不能以消除复数表决权的决议或补偿不适当为由申请撤销决议,而只能请求法院确定适当的补偿。^[25]

为了确定补偿额,就要计算复数表决权的价值,这无疑是一个全新的问题,因为以前从未单独地考虑表决权的价值。尽管理论上关于复数表决权是否具有财产价值存在争论,但《股份公司法实施法》的规定以复数表决权拥有可得补偿的价值为基础,立法者也因此在特定情况下原则上认可了复数表决权具有财产价值。通过复数表决权所表现出来的额外的表决力原则上拥有财产价值。^[26]

(四) 无表决权优先股转换为普通股时通常要支付差价

无表决权优先股的交易价格通常低于普通股的交易价格。在 1958

[23] 蔡志杰、杜巨澜、芮萌:“公司控制权价值:来自中国企业控制权交易案例的证据”,载《世界经济文汇》2008 年第 6 期。

[24] 施东晖:“上市公司控制权价值的实证研究”,载《经济科学》2003 年第 6 期。

[25] § 5, Einführungsgesetz zum Aktiengesetz, Stand: 9. 12. 2010.

[26] Schultz, *Der Ausgleichsanspruch für erloschene und beseitigte Mehrstimmrechte gem. § 5 III EGAktG*, NGZ 2002, 996.

年到1998年的四十年间,德国股份公司普通股的价格比无表决权优先股的价格平均高出17.2%,这也不是德国特有的现象,很多国家都存在表决权较小的股份交易价格相对较低的情况。^[27]学者通过对美国上市公司不同投票权股票的价差进行研究,发现美国上市公司的投票权股票相对于无投票权股票,可以取得约3.02%的控制权溢价收益;通过研究米兰证券交易所上市公司的投票权股票相对于无投票权股票的转让溢价,发现意大利公司控制权的隐性收益约为公司股票市价的16%到37%。^[28]在德国的实践当中,无表决权优先股转换为普通股时要求优先股股东支付“转换金”,金额为两种股份在证券市场上的价格差。这种实践并没有法律上依据,在德国1965年《股份公司法》的立法者看来,优先股无须支付“转换金”即可转换为普通股。但科隆高等法院在“Metro”判决中已经认可优先股转换为普通股时优先股股东必须支付“转换金”。^[29]无表决权优先股与普通股之间存在价格差现象被认为是证明表决权具有财产价值的有力证据。^[30]

(五) 表决权可以有偿征集

一般认为,购买委托书违反了公共政策(Public Policy),引诱股东为蝇头小利而出卖投票权,不利于股东权利意识的培养,反而为恶意股东干扰公司运营提供了便利。^[31]基于此,多数立法例都认为表决权的有偿征集行为本身是违法的,断然禁止。但美国特拉华州大法官法庭没有“一刀切”,在Schreiber案件中,法庭认为早先的司法判例基于委托书有偿征集与公共政策相冲突,总体上否定了委托书有偿征集的合法性。然而,以往的案例仅仅强调了委托书有偿征集与公共政策相冲突,但是除了明显的欺诈以外,并未说明其他原因。在Schreiber案中,法院归纳了司法案例中认定委托书有偿征集无效的两项理由:其一,如果委托书的有偿征集是为了欺诈或者是为了剥夺其他股东的投票权,则该委托书的

[27] Arnold, *Entscheidungigung von Mehrstimmrechten nach § 5 EGAktG*, DSrR 2003, 784.

[28] 叶康涛:“公司控制权的隐性收益”,载《经济科学》2003年第5期。

[29] Altmeyden, *Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien gegen Zuzahlung*, NGZ 2005, 771.

[30] Arnold, *Entscheidungigung von Mehrstimmrechten nach § 5 EGAktG*, DSrR 2003, 784.

[31] 罗培新:“股东会委托书征求制度比较研究”,载《法律科学》1999年第3期。

有偿征集是无效的;其二,基于公共政策应当认定委托书的有偿征集无效。法院在阐述判断委托书有偿征集是否合法的适当标准时,认可了前述第一项理由,即如果委托书的有偿征集是为了欺诈或者是为了在一定程度上剥夺其他股东的投票权,则该委托书有偿征集是无效的。如果委托书的有偿征集不存在欺诈或者剥夺其他股东的投票权的情形,待决事项也不存在丧失公平性的情形,而仅仅是因为委托书的有偿征集极易被滥用,就认定其无效,这似乎与特拉华州《普通公司法》第 218 条(c)款有关股东投票权协议有效的规定相冲突。就上述第二项理由而言, Schreiber 案法院认为,基于公共政策的原因认定委托书有偿征集无效,随着股份公司的演变,已不切合现代上市公司股权分散化的实际情况。^[32] 由此可见,表决权有偿征集行为本身并非被禁止的对象,排除被滥用的情形,表决权是可以有偿征集的。

表决权具有财产价值,其理论基础在于:首先,单个表决权是管理参与权,但表决权一定量的聚合就成为能够产生额外利益的控制权或否决权;其次,表决权是公司控制权争夺的工具,在控制权争夺中,股份价值的上升是表决权价值的外化;最后,公司决议采取多数决形式,表决权存在比例性稀缺,这种稀缺性使其产生财产价值。

三、优先股:应对虚化的权益设计

表决权中蕴含了财产价值,也就意味着,表决权并非无偿附赠的,而是在股份的交易价格中占有一定的份额。表决权对于小股东而言是一项其并不行使的、虚化的权利,但却必须“捆绑购买”,小股东支付了超出实际权益的多余成本。同时,小股东虽然拥有表决权,但这种表决权并没有维护其所期待的投资收益,小股东不得不承受被表决权正当化的“有收益不分配”。在这种情况下,优先股的权益设计恰恰符合小股东的利益诉求和权利状态。

[32] 范黎红:“论上市公司委托书征集的法律规制”,厦门大学 2003 年博士学位论文。

(一) 优先股之合目的性

在法律上,小股东所持之股份与大股东所持之股份具有相同的权益构成,但事实上,小股东因表决权的虚化而在整体权益上受损。为了避免小股东权益受损,有防止与弥补两种路径可以选择。第一种路径是强化小股东的表决权,以网络投票、定足数要求、大股东表决权限制等制度安排提高小股东行使表决权的积极性、便利性和重要性。我们不排除这些制度措施在一定程度上使小股东表决权虚化现象得以改善,但这种努力并不一定符合小股东的核心利益,小股东往往并不在意自己的表决权是否行使以及行使的效果,而是更多地关心自己的投资能够获得多少直接的利益回报。第二种路径是接受小股东表决权虚化的事实,不再纠结于如何强化小股东的表决权,而是寻求以其他更符合小股东目的的方式补偿其因表决权虚化而遭受之损害。小股东与其形式享有已经虚化的权利,不如果断舍弃,换取其他优先权利。但不能简单的通过降低交易价格来消除表决权,而必须有相应的权利补充进权益体系。行使表决权是保护股东权益的重要途径,如果丧失表决权,必须有其他方式可以消除或缓解因此对股东权益造成的影响。

优先股的典型特征在于除特殊情况无表决权以及收益分配和剩余财产分配的优先。这种权益构成恰恰符合小股东的利益诉求:(1)通常情况下,小股东对于表决权没有兴趣,在某种程度上可以说是多余的权利,从不行使表决权到不享有表决权,只是权益构成趋同事实状态,对小股东权益没有实质影响。除非在特殊情况下,公司的决议事项可能直接影响到优先股股东权益时,小股东才对此类事项享有表决权。由于此类事项与己直接相关,行使表决权具有内在动力,此时的表决权不仅是维护权益所必要,也将被小股东实际享有和行使。(2)收益分红是小股东获得投资收益的重要方式,但我国上市公司却显得特别“抠”,被形象称为“铁公鸡”。收益分配方案是股东大会决议决定的,小股东作为享有表决权的普通股股东,既无力促进分配,也没有其他救济途径。但在优先股中,“强制分红”成为可能,只要公司有利润就必须向无表决权的优先股股东分红。至于优先股分红之后普通股是否分红,由普通股股东以股东大会决议确定。(3)广大的散户股东以自己的工薪收入、积蓄进行证券投资,承受风险的能力非常有限。与普通股股东相比,优先股股东

拥有剩余财产分配优先权,这种优先权使得优先股股东在公司破产等极端情况下,仍有可能收回投资,符合小股东低风险投资的偏好。

(二) 累积性股息的法律性质

优先分红权是在有利可分并决定分红的情况下,相对于普通股的优先权。优先分红权包含分红权和优先权两部分内容,即优先股股东首先有从公司获得分红的权利,并且该权利优先于普通股股东的同类权利。但有利可分并不意味着有利必分,“优先红利仍旧是红利,从而董事会可以不进行任何分红,包括普通股和优先股,并且这样的决定根本不取决于公司是否盈利。董事会可以无限期推迟优先股红利,如果董事会也愿意放弃对普通股分配红利的話”^[33]

在无利可分或有利不分的情况下,可累积优先股的股息累积到下一年。关于累积性股息的性质,美国学者认为,“未支付累积性红利并不是公司的债务,而是对公司将来的分配所享有的持续优先权”^[34]。德国法院却将其视为最后一级的债权。在联邦最高法院审理的一则案例中,原告是被告股份公司的优先股股东,在针对被告的破产程序启动后,债权人会议决定对被告进行重整,重整的核心是免除部分债务并发行新股融资。重整方案获得破产法院通过后,被告通告称优先股股东要求支付剩余未支付的优先股股息的权利和已经恢复的表决权消灭。杜塞尔多夫高等法院认为,原告享有的支付请求权没有消灭,因为该项权利不属于《破产法》第 227 条第 1 款所规定的剩余债务免除,该款规定仅针对破产债权人,但优先股股东不是破产债权人。优先股股东要求支付累积性股息的权利在股东大会就利润使用作出决议之前仅为优先股的非独立组成部分。德国联邦最高法院认为,在股份公司的破产重整程序中,优先股股东要求支付未给付的累积性股息的非独立请求权将被视为最后一级的破产债权人的债权。如果在破产方案中没有特殊规定,随着破产方案的具有法律效力的确认,该请求权消灭。^[35]

[33] [美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》,齐东祥译,法律出版社 2008 年版,第 156 页。

[34] [美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》,齐东祥译,法律出版社 2008 年版,第 156 页。

[35] BGH, Urteil vom 15. April 2010 – IX ZR 188/09.

英国法院则认为,若细则没有明确规定,则在公司清算时不得支付所拖欠的优先股股息,已宣布分配该股息的除外。即使细则所规定的股息在清算日到期也是如此,这是因为只有经过宣告,股息才算到期。若细则确实规定要支付所拖欠的股息,即使清偿公司债务之后的剩余资产并未包含任何未分配利润,亦可从这些资产中支付。故在这种情况下,股息不得以公司资本支付的一般规定不应适用。但是,除非有具体条款作这种规定,被拖欠的股息的权利自清算之日停止。^[36]

国务院《关于开展优先股试点的指导意见》规定,公司因解散、破产等原因进行清算时,公司财产在按照公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产,应当优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程约定的清算金额,不足以支付的按照优先股股东持股比例分配。这里并没有说明剩余财产是否包含未分派利润,如果包含未分派利润,当然应当向优先股股东进行分配。但如果剩余财产并未包含未分派利润,此时向优先股股东支付股息,就是将优先股股息视为对公司的一种债权。

优先分红权是优先股股东享有的股东权利,但其在一定条件下又表现出债权的特点。其一,在固定股息率的情况下,可分得的股息数额具有确定性;其二,对于累积优先股,公司未能支付的股息累积到以后年度,具有明显的“欠债”的特点;其三,在法律或公司章程规定有利必分的情况下,公司必须向优先股股东分配股息、形成独立的分配之债具有确定性。

关于未支付的累积性股息的性质不能一概而论。对于公司无利可分而形成的未支付股息,虽然可以累积到以后的年度,却不宜确定为债权。但对于公司有利不分而形成的未支付股息,应当认定为债权。首先,在有盈利的情况下,本应向优先股股东分配股息,如果公司决定不分配,实际上就形成了对股东的借款。如果在有盈利的情况下也不认定为债权,就可能在优先股股东与普通股股东之间产生财富转移效果,因为在资产的减计上利润先于资本,在未分配利润范围内由消耗资本变成了消耗利润,公司清算时可能已经消耗了以前的利润,无法再支付优先股股息。未分配给优先股股东的股息从利润变成了资本,在清算时作为剩

[36] [英]丹尼斯·吉南:《公司法》,朱羿锟等译,法律出版社2005年版,第112页。

余财产转移到普通股股东。其次,从企业重整中未支付股息的地位和处置来看,其也应界定为债权。鉴于公司股东和普通债权人在公司法律关系中的角色差异,无论如何股息都要劣后于普通债权,在重整程序中,普通债权会有一定比例的免除,股东的股息自然要作为免除的对象,未支付的股息也就成为一种债权。

(三)表决权恢复的功能局限与克服

优先股股东通常情况下无表决权,但在法定或公司章程规定的特殊情形下,其表决权恢复。在表决权恢复的情形中,^[37]未能全额支付优先股股息是最为典型的表决权恢复原因。《德国股份公司法》规定,如果某一年度未能或未能全额向优先股股东支付股息,并且在下一年度全额支付当年股息后未能支付上年之欠额,则优先股股东恢复表决权,直至付清余欠股息。《法国商法》亦有类似规定,即如三个会计年度所欠的优先股股息未得到全额支付,相应股票的持有人可以按照这些股份所代表的资本份额比例,获得与其他股东权益相等的表决权。恢复的表决权直至优先股股息得到全额支付的会计年度结束均告存在,包括以前会计年度拖欠的优先股股息。^[38]

表决权恢复的目的在于维护未能获得股息支付的优先股股东权益,但其作用机制是间接的。首先,优先股股东之所以购买无表决权优先股,而非普通股,原因就在于其并不在乎表决权,再期望通过恢复表决权来维护优先股股东权益,显然存在矛盾。其次,如果期望通过恢复优先股股东的表决权来影响股东大会关于利润分配的决议,也存在客观困难。一般而言,优先股发行存在比例限制,优先股股东表决权无法超过普通股股东。最后,表决权恢复所维护的利益面向未来,而对于已经产

[37] (1)章程所确定的剥夺表决权期限届满。“有关表决权的安排可以有确定的期限或者无确定的期限。表决权可以在确定的期限内或者不确定的期限内暂时中止行使或者取消。”(罗结珍:《法国公司法典》,中国法制出版社2007年版,第261页)。(2)无表决权优先股之优先权被剥夺。《德国股份公司法》规定,如果优先权被排除,则该股份恢复表决权。(3)未能全额支付优先股股息。(4)公司作出不予优先分配股息之决议。《韩国商法》第370条规定,无表决权股东自决议不予以章程中规定的优先分派的大会的下次大会至决议予以优先分派之大会结束止,有表决权。(吴日煊:《韩国商法》,中国政法大学出版社1999年版,第80页)

[38] 罗结珍:《法国公司法典》,中国法制出版社2007年版,第278页。

生的损害无能为力。但如果公司存在潜在的控制权争夺,表决权恢复可能带来为改变现有的表决权分布格局而进行的表决权竞逐,公司控制权可能发生变动,即使没有发生变动,控制股东也要为控制地位的维持付出额外的成本。控制股东为了防止形成这种不利局面,必不希望优先股表决权恢复,不得不促使公司按约支付优先股股息,由此看来,表决权恢复对优先股股东的保护是一种间接作用机制,与其说是对优先股股东的保护,不如说是对大股东的威胁。

在表决权恢复无法有效维护优先股股东权益的情况下,必须寻找其他的路径。在董事会中心主义的框架下,“如果在特定时间内不对优先股分红,很多公司都授权优先股股东选择一定数量董事的权利。此时,优先股股东的表决是独立于普通股股东的”。^[39]在股东大会中心主义模式下,分红权掌握在普通股股东手里,优先股股东无可奈何。对于可累积优先股,公司也可能拖延支付股息,因为无论当年支付还是拖延支付,公司支付给优先股股东的股息是确定的,不会因拖延支付而增加,这样拖延支付股息就成为公司的无息借款。所以,为维护优先股股东利益,在公司决定“有收益不分配”的情形下,应当对拖延支付的股息计算利息,这与将未支付股息界定为债权相一致。

如果法律或公司章程规定有利必分,优先权已经变成强制分红权。国务院《关于开展优先股试点的指导意见》规定,公开发行优先股的,要在章程中规定优先股股息可以累积,并且有利必分。但对于非公开发行股份没有强制性要求,公司自行决定是否累积以及是否强制分红。这种情况下有可能出现恶意侵害优先股股东权益的情况。如果公司章程规定,优先股股息不可累积,并且不实行强制分红,普通股股东大会连续两年决定不分红,则优先股股东表决权恢复,但由于股息不可累积,对于前两年,其没有表决权,在公司盈利的情况下也未得到任何股息,这对于优先股股东极不公平。为了防止发生这种情况,如果优先股股息不可累积,则必须强制分红,即有利必分。

(四)可转换优先股之转换权

可转换优先股是在一定条件下可以转换为普通股或其他种类的优

[39] [美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》,齐东祥译,法律出版社2008年版,第156页。

先股的股份。关于转换权的配置有“股东专有”和“单方享有”两种模式。在“股东专有”模式下,只有优先股股东享有股份转换权,“转换股份是根据股东的请求转换的。尽管根据章程之规定,可以发行因一定期限的到来或条件成熟而自动转换为其他种类股份的股份,但这并不是商法上的转换股份。一般认为,不得发行公司持有转换权的股份,即使认可也不是商法上的转换股份”。^[40] 在“单方享有”模式下,公司章程规定股份转换权由优先股股东享有或公司享有。我国目前采取的就是这种模式,即“公司可以在公司章程中规定优先股转换为普通股、发行人回购优先股的条件、价格和比例。转换选择权或回购选择权可规定由发行人或优先股股东行使”。^[41] 两种模式的区别就在于,公司是否可以享有转换权。本文认为,公司不应当享有股份转换权;其一,优先股制度本身以优先股股东权益为本位,为公司设定转换权并不妥当。可转换性并非优先股固有的权益特征,本身独立于优先股的权利构成,优先股股东因盈余分配和剩余财产分配的优先性而遭受限制的权利仅为表决权,如果公司享有转换权,相当于为优先股股东设定了一项义务,但没有因为该项义务获得其他权利。其二,公司享有股份转换权与类别权变动原则冲突。依附于类别股份上的类别权须经类别股东同意方可变更,这是类别权变动的基本原则,该原则具有充分的正当性基础并为各国立法所遵循。优先股转换为普通股或其他类型的优先股无疑是明显的类别权变更,只有征得优先股股东的同意方可为之。但如果允许公司享有股份转换权,就意味着公司可以不经优先股股东同意而决定将优先股转换为普通股或其他种类的优先股,这与类别权的变动原则冲突。其三,公司享有转换权不符合优先股的利益侧重。出于自利,权利人在对己有利的情况下才会行使权利,如果公司享有转换权,也一定在对其有利的情况下才会行使该权利。但对公司有利不一定对优先股股东有利,并且很可能有害。当可转换特别股的市价远高于转换价格,也就是选择溢酬(option premium)为正时,公司会提出强迫性的转换,财富移转效果会从特别股

[40] [韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日焕译,中国政法大学出版社2000年版,第213页。

[41] 参见国务院《关于开展优先股试点的指导意见》第4条。

股东移转到普通股股东身上。^[42] 其四,不符合优先股股东之目的。通常情况下,优先股股东之所以购买优先股就是因为其并不在意表决权,而是希望优先获得分红,在这种情况下,优先股股东并不希望转换为普通股。如果将转换权赋予公司,转换权的行使可能违背股东购买优先股的初衷。

四、结语

优先股制度是公司法中的一项具有重要意义的制度设计,我国目前正在探索、试点引进优先股制度,这就需要我们多维的视角观察、解读、分析该项制度的应用价值与理论基础,建构出既符合公司法理论又满足现实需要的优先股制度。

[42] 李铭章:“可转换特别股转换对系统风险影响之研究”,载 <http://www.doc88.com/p-746686876442.html>。