

优先股的制度功能及 理论视角之比较分析*

李晓珊** 倪受彬***

摘要:法国优先股制度改良自美国。然而,优先股在法国市场上“遇冷”,在美国市场上却得到广泛应用。优先股市场接受度不同的重要原因可归结为优先股法律制度在功能上的差异,而这一差异则源于各国审视优先股的理论视角不同。我国优先股的制度内涵显现出法国法的某些典型特征,法国和我国学界认为:优先股是一种股份;而美国学界则将优先股置于公司法与合同法的断层之上。针对我国优先股存在的可预见性的问题,应重新定位审视优先股的理论视角,激发优先股的市场活力。

关键词:优先股 法国 美国 中国 制度功能 理论视角

* 本文为上海对外经贸大学085项目重点学科专业建设“法国优先股立法设计之反思及其启示”(Z085FX13048)的阶段性成果;2013年上海高校青年教师培养资助计划“资本市场投资者保护之法制研究”的阶段性成果。

** 上海对外经贸大学法学院讲师,巴黎第二大学私法学博士。

*** 上海对外经贸大学法学院教授,博士生导师。

一、问题的提出

[案例1]:法国最高法院民事审判庭于1946年6月4日针对“Motte”一案作出判决:^[1]在股份有限公司中,优先股不能享有高于其他股份的特权,对公司领导人更无权撤换,因为公司的董事、经理等管理层人员的任命和撤换,均需严格遵照公司法的一般性规则。因此,法国优先股股东须遵循公司的等级制度。

[案例2]:原告Baron是被告美国Allied Artists Pictures Corp.的普通股股东。该公司章程规定,当公司六个季度没有分配优先股红利时,优先股股东有权选举公司董事会多数成员。然而由优先股股东选举的公司董事会在公司经营状况好转的情况下,仍然做出不分红的决议。作为公司普通股股东的原告对此提出异议,请求法院指定主持人,由普通股股东重新选举董事。法院认为,支持原告的这一主张将会带来很多不利于公司经营的后果。无论是普通股股东选举的董事会,还是优先股股东选举的董事会,董事会的义务都是相同的,都应当考虑公司的经营情况,根据商业判断规则决定是否分红。^[2]

显然,相较于美国法,法国法对于优先股股东的权限给予了更多的约束,而美国法则更多地通过授权公司章程来约定优先股股东的权利。

自优先股制度在法国实施以来,除了法国兴业银行、法国国民银行、阿海珐核能工业公司(唯一发行优先股的上市公司)和少数中小型创业企业发行过优先股以外,^[3]优先股的使用率很低。

与之形成鲜明对比的是,美国优先股市场自20世纪90年代快速发展,至2012年达到3782亿美元,优先股的发行量已经远超普通股的

[1] Y. GUYON, *Les sociétés, Traité des contrats*, LGDJ, 5e éd., 2002, no. 156.

[2] Baron v. Allied Artists Pictures Corp., 337 A. 2d 653.

[3] Lefèvre Pelletier & Associés, *Avocat; Les actions de préférence*, http://www.lpalaw.com/documents/agenda/169_PRES_Actions_de_preferance_19_avril_2012_version_-_ongue-19h.pdf, 2014年7月15日访问。

IPO的发行量。^[4]在风险投资领域,优先股也是投资者们青睐的模式。另外,它还被广泛地运用到金融领域。优先股的经济价值早已经凸显出来。

2013年,我国证监会发布《优先股试点管理办法》(以下简称《办法》),该《办法》以借鉴法国为主,兼及美国模式,但主要反映出以法国为代表的大陆法系成文法的典型特征。

制度经济学派认为,制度也是影响交易成本的一项重要因素。法国优先股制度借鉴于美国,但优先股的市场接受度在法、美为何会有天壤之别?优先股法律制度的差异构成了这种现象的重要原因,而制度的差异则是源于两国审视优先股的理论视角的不同。

优先股制度究竟应以“规则化为主”的公司法视角来看待,抑或以“更多强调自治”的公司法与合同法的交叉定位来对待?这是影响美、法两种模式迥异的市场接受程度的重要问题,也是中国优先股将何去何从,以及能否还原优先股制度设计初衷的关键。

二、“失意”的法国优先股制度

法国立法者所期许的完美设计是一方面保障优先股的优先权,另一方面限制其过度干预公司的事务和发展。2004年的法律改革已使优先股具备很大的自由性,发行者与投资人之间可以在一定范围内自由组合不同类型的优先股。然而,为何其使用率较低?优先股的遇冷倒逼学者们反思优先股的制度设计及审视优先股的理论视角。

[4] 从1999年至2005年,美国公司发行了超过8680亿美元的优先股,而通过IPO仅融资3740亿美元,通过增发新股仅融资5900亿美元,See Jarl G. Kallberg et al., *Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure*, 21 J. Corp. Fin. 77, 78 (2013)。3/4的优先股采用了信托优先证券的形式,这意味着2170亿美元的优先股是传统优先股,See Jarl G. Kallberg et al., *Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure* Page 53 161 U. Pa. L. Rev. 1815, 1906 8 (Feb. 2008) (unpublished manuscript), available at <http://papers.ssrn.com/id=1108673>。

(一)“完美”的二维度——保障与限制优先股的权利

1. 保障优先股的优先权

优先股的优先权体现在物质性优先权和非物质性优先权两方面。

上市公司可以针对优先股创设多种物质性优先权,即优先股发行者可以根据所发行的不同类型的优先股份来自由组合优先股的优先权。^[5] 其非物质性优先权主要体现在优先股股东享有优先知情权。优先股股东有权从公司会计监察人处获得关于优先股股东特殊权利内容的报告(法国《商法典》第228-19条),这在中型公司或者家庭管理模式的公司中较为常见。

2. 对优先股优先权的限制——优先股应当遵循公司法的一般性规则

首先,优先股在收益方面所受到的限制。第一,在公司无利润时,优先股也无权获得收益。第二,“狮子条款”的禁止对优先股同样有约束力。^[6] 优先股既不能独占所有的收益,也不能承担所有公司经营损失。当然,公司章程也不能规定公司将来的收益全部分配给优先股股东。

其次,在公司回购股份时,如果公司章程规定优先股可以被公司收购,并且回购导致了股份的注销和非因亏损所致的减资时,^[7]公司的

[5] 优先权的分配可以是累积式、递增式、递减式或者定额式,也可以根据公司的实际情况而变动。具体表现在:第一,优先股可享有比其他种类的股份更多的股利;第二,优先股也可在股利分配的顺序上享有优先权,因此,当年利润只能满足优先股分配时,普通股则无机会参与股利分配,此谓“先取权”;第三,优先股利还具有可累积性:如果当年利润不足以在优先股中分配的,则可以在今后的年度利润中优先抽取;第四,在公司清算时,优先股股东还可以享有优先分配权:一方面他们可以在其他股东之前获得优先补偿,另一方面他们可以在清算性财产中获得更多的份额;第五,优先股还可以在公司资产转让的收益上享有优先分配权。

[6] 法国《民法典》第1844-1条第2款对公司中的“狮子条款”作了禁止性的规定:如公司章程中规定公司所有的收益均由某一股东获得或公司的亏损均由某一股东承担,则此条款自始无效。

[7] R. MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachetables*; Rev. Sociétés 2004, p. 639, spéc. no34.

债权人可以根据《商法典》第 225 - 205 条第 1 款^[8]的规定提出反对意见。^[9]

最后,遵循公司的等级制度和自治(参见文章开篇的“*lotte*”案例)。优先股不能享有高于其他股份的等级式的特权,对公司领导人更无权撤换,因为公司的董事、经理等管理层人员的任命和撤换,均需严格遵照公司法的一般性规则。

(二) 优先股受到质疑

1. 优先股是可以不被赋予投票权的——那么如何确定优先股的理论上的价值?

一方面,法国《商法典》第 228 - 11 条不允许创设权利劣于普通股的优先股;而另一方面,对优先股权利的剥夺仅局限于其投票权受限。因此,当优先股被剥夺投票权时,它们应当被赋予某种特殊权利以作补偿。^[10]

如何确定需要补偿的所谓“差额”?即如何确定优先股理论上的价值?这很困难,因为其理论上的价值等于普通股的价值加上因其可能被剥夺投票权而应获得的补偿性价值。^[11] 如果无表决权的优先股不能得到合理的补偿,优先股就丧失了所谓的优先性了。

基于此,有法国学者认为,在这种情况下,优先股只是一种具有差异性的股份,而不是具有优先性的股份。^[12] 这种所谓的“差异性”不足以构成优先股的必要特征。

2. 如何衡量公司发行的优先股数量是否超过了法律的规定?

[8] 法国《商法典》第 225 - 205 条第 1 款规定:当股东大会决议减资时(非因亏损减资),凡是在会议记录置备于公司之前产生的债权,其全体债权人代表可以在会议记录置备于公司之日起二十日内对此决议提出异议。

[9] 法国《商法典》第 228 - 11 条第 2 款规定:公司减资分为因亏损而减资和非因亏损而减资。在前种情况下,优先股享有优先权,而在后种情况下,优先股的优先权则受到法律的限制。

[10] P. LE CANNU, *RTD com.* 2004, p. 534.

[11] D. MARTIN, C. FALLET, *Actions de préférence: Une réforme pour un nouveau mode de financement des entreprises*, *Rev. la semaine juridique* 2012, p. 396, no8.

[12] A. VIANDIER, *Les actions de préférence: JCP E* 2004, 1440, spéc. no8.

当优先股无投票权时,^[13]法律对此类股份的数量作了严格限制。在非上市公司中,无表决权的优先股所占的股份比例不能超过注册资本的50%,在上市公司中,不能超过注册资本的25%(法国《商法典》第228-11条第3款),如有违反此规定发行的,视为无效发行。^[14]

如何衡量公司发行的优先股是否超过了法律的规定?无投票权的优先股仅仅是指自始发行的优先股吗?还是包括随后被取消了投票权的股份,或者根据法律或公司章程的规定被暂停了投票权的股份?法律并没有给出确定的答案。但是如果即使某些优先股的投票权只是被暂时剥夺,也要将所有没有投票权的优先股都计算进来,是否合理?^[15]按照法律规定,如果优先股股东仅在某些特殊情况下享有投票权,^[16]这些优先股也要被认定为“无投票权”。严格的计算方式对应的是严格的处罚。根据《商法典》第228-11条第4款的规定,如果前述有价证券的所占注册资本的比例超过法定最高限额,超过限额的股份则应当被废除。是否废除是由法官自由裁量的,然而,一旦被废除,意味着所有此类型的股份都要被废除。这种司法行为的影响将是巨大的。

3. 优先股的发行规则过于严苛?

法国优先股在实践中遇冷,还有一个重要原因:优先股的发行规则

[13] 法国《商法典》第228-11条第2款规定:如果优先股创设时拥有投票权,投票权可以被调整、被暂停、甚至被取消。投票权被调整:例如,投票权被限制在特别股东大会中,或者仅限于对某些决议(例如对优先股股东的权利进行改变时)有投票权;投票权被暂停:例如当优先股获得了比先前更多的收益时,其投票权可以被取消。

[14] 《商法典》第228-29-10条第1款和第2款规定,适用前述法条的规定时,应当将公司已发行的享有股利优先分配权而无表决权的股份和投资证书一并计算在内;即使这些有价证券在将来可能因其特性而获得投票权(《商法典》第228-29-10条第2款)。例如,一个非上市公司要发行占有其注册资本40%的无表决权的优先股或投资权证,那么将来它能够发行的无表决权的优先股不能超过其注册资本的10%。

[15] Dans le même sens: A. VIANDIER, *Les actions de préférence*: JCP E 2004, 23. - J. - J. DAIGRE, *L'aménagement du droit de vote*: RD bancaire et bourse 2004/5, p. 266. - A. COURET et H. LE NABASQUE, *Valeurs mobilières et augmentation du capital*, éd. F. Lefebvre, 2004, no535. - *Mémento Lefebvre Sociétés commerciales* 2005, no18198. - Comité juridique de l'ANSA, 3 Nov. 2004.

[16] 例如,对优先股股东享有的权利进行改变,公司形式的变更或公司提前解散等。

比较严苛,降低了投资者和发行人的热情。特别股东大会是唯一有权根据董事会的报告和会计监察人的报告决定优先股的创设的机关(法国《商法典》第228-12条)。优先股设立的初衷是满足公司融资的迫切需要。因此,当公司急需融资时,这一规定显然增加了发行优先股的成本。

4. 优先股的分红制度是否适当?

法国优先股的分红方式有两种:一是由公司特别股东大会确定分红的方式;二是由章程确定。很多法国学者亦认为,美国优先股的相关规定是可取的,它能够保证优先股股东获得分红,并且董事会有权决定其分红与否。

5. 对优先股股东保护过度?抑或保护不力?

首先,保护优先股股东的举措未见得能够发挥真正的作用。“在公司资产变动时或者资产折旧时,特别股东大会或者公司章程需事先考虑到对优先股所享权利的影响”(法国《商法典》第228-16条)。但是这种“影响”如何量化?如果实际的“影响”与特别股东大会或者公司章程所考虑的“影响”不一致,优先股股东又有何申诉途径?

其次,公司并购或分立时对优先股的保护是过度抑或不力?公司并购或分立时,对于优先股有两种保护路径:一是优先股与存续公司的股份平等兑换;^[17]二是如果考虑到优先股将要失去的权利,优先股则享有特别的兑换率。而实践中,优先股的权利很难不受到公司并购或分立的影响。以优先股享有的特殊的政治性的权利为例,一个公司中的某种政治性权利在另一个公司中很可能代表另一种不同的含义。

因此,如果未能赋予优先股同等的权利,那么被并购或被分立公司的优先股类别股东大会即有权阻止此项并购或分立。^[18]这表明,优先

[17] 法国《商法典》第228-17条。2004年9月30日参议院公报也再次明确了优先股在公司并购或分立后权利的对等性。

[18] 公司的并购或者分立需要经过优先股股东的同意(须经出席类别股东大会的股东所持表决权2/3以上通过方为有效)(《商法典》第228-17条第2款,第225-99条和第225-96条)。D. MARTIN, C. FALLET, *Actions de préférence: Une réforme pour un nouveau mode de financement des entreprises*, Rev. la semaine juridique 2012, p. 396, No. 8.

股股东被法律赋予了能够对抗公司领导人的权利。这对于优先股股东来说,是一种捍卫自己权利的砝码,他们有更多地机会去获得更有利的股份兑换比率,从而获得比优先股的理论价值更高的溢价;^[19]但这对公司似乎构成了一种威胁,因为有时仅是几个优先股股东的反对就导致公司分立或并购的流产。所以,有些上市公司不愿意发行优先股。

(三) 优先股是什么?——法国立法者将优先股纳入《商法典》

2004年6月以前,法国法规定了多种形式的具有优先性质的有价证券以满足发行者和投资者的需要,主要有(旧)优先股(action de priorité)、投资证书(certificat d'investissement)、无表决权的股利优先分配股(action à dividende prioritaire sans droit de vote)。但是,上述几种旧式的优先性质的股份在市场上并没有取得成功。因此,2004年,实践者和立法者们以极高的热情凭2004-604号法令将优先股(action de préférence)引入法国商法。此后,前述三种具有优先性质的有价证券已经发行的可继续存续,但今后不得再发行;公司若发行优先股,只能依照第2004-604号法令的规定来进行。

法国企业联合组织作为2004-604法令的推动者曾认为,优先股是介于股份和债券之间的一种新型的有价证券。^[20]但是2004-604号法令明确指出,优先股占有一定比例的注册资本,是股份的一种。^[21]优先股被置于法国《商法典》的第二卷(商事公司和经济利益联合组织)——第二篇(各种商事公司的特别规定)——第八章(股份公司发行的有价证券)之中,适用于优先股的条款即《商法典》第228-11条及其后诸条。优先股可以由所有的股份制公司发行,包括:股份有限公司、股份两合公司、简式股份有限公司。

[19] Françoise Monod et Roy Arakelian: Droits nouveaux attachés aux actions de préférence en cas de fusion: une solution pour les liquidation preferences, *Décideurs: Stratégie, Finance et Droit*, No. 58, 15 Octobre - 15 Novembre 2004; Françoise Monod: Trois innovations révolutionnaires pour les actions de préférence, *Capital finance*, No. 728, 2 Novembre 2004.

[20] Medef, *Les actions de préférence: pour une modernisation du droit des valeurs mobilières*, May 2001, p. 4.

[21] Alain Viandier: Les actions de préférence (ordonnance no 2004-604 du 24 juin 2004, article 31), *JCPE*, No. 40, 30 Septembre 2004, p. 1529.

(四) 小结

法国优先股未获得市场的广泛接受,究其原因,在于制度的功能价值未能很好地发挥作用,而这源于法国公司法的理念。传统上,公司被看成是一种可以“产生法人”的合同。^[22]但是,亦有法国学者认为,从合同角度看待也存在问题。因为在起草公司章程时,参股人的意志仅能起有限的作用。公司的章程往往要按照法律的强制规定来制定。因此,公司还是一种制度,其次才是一项合同。^[23]因为,尽管参股人加入公司都是出于自身的意愿,但公司设立之后,参股人的个人意志即告“隐退”,公司股东仅能在法律规定的形式中进行选择,仅能在细节问题上变更这些法定的模式。^[24]由此,法国优先股制度即是在此立法理念下产生的。

优先股在很多情况下未能满足其“优先性”,而不过是一种具有“差异化”的股份,优先股制度应当更多地授权公司章程,使不同类型的公司得以依据自身的情况来设置优先股,即股份的类别化。因此,法国学界意识到:“现行公司法的缺陷之一,就是毫无益处地复杂化。^[25]如果我们想要保持公司的效率,‘非规则化’看来是势在必行。”

综上,法国风险投资发展遇到挫折固然是一个重要原因,而优先股制度因其成本增加,未能帮助激活企业和投资者的热情。因此,法国学界认为,对优先股制度进行改革势在必行。

[22] [法]哈迈勒、G.拉伽尔德、茹夫雷:《商法》(第2版),第1.2卷第383节,转引自[法]伊夫·居荣:《法国商法》(第I卷),罗结珍、赵海峰译,法律出版社2004年版。

[23] [法]伊夫·居荣:《合同简论,公司(章程与参股人协议的调整)》(第三版),第8节。欧洲共同体法院,1992年3月10日判决,《JOLY简报》,1992年,参见第247节,第767页,J.B.布莱兹述评,转引自[法]伊夫·居荣:《法国商法》(第I卷),罗结珍、赵海峰译,法律出版社2004年版。

[24] 克沃尔基安:“对1966年法律的几点实用主义的批评意见”,载《司法通报》1968年,“学理部分”1997年,转引自[法]伊夫·居荣:《法国商法》(第I卷),罗结珍、赵海峰译,法律出版社2004年版。

[25] [法]伊夫·居荣:《法国公司法》(第I卷),罗结珍、赵海峰译,法律出版社2004年版,第91页。

三、美国优先股制度——类别股之典型

美国《标准商事公司法》中没有搜索到“优先股”，而以类别股代之。与法国的强行法不同，《标准商事公司法》作为各州公司法的范本，仅有第 6.01 条、第 6.02 条和第 10.04 条对类别股进行规制，并将类别股的创新与设置授权给公司章程，且第 6.01 条(f)指明本法对股票种类或系列的优惠、限制及其相关权利的规定并不是穷尽的。^[26]

制度是行为的限制，^[27]那么，美国范式的优先股法律制度是否扮演了优先股发展的助力引擎的角色呢？

(一) 如何破解优先股在市场中的适用难题？——还原意思自治原则

美国法俨然已经打破了股份称谓和概念上的局限，促成了公司融资最大限度的灵活性与适应性，^[28]即美国法采取的是授权式立法，还原公司和优先股股东之间的意思自治。

第一，在优先股的发行方面，美国《标准商事公司法》和《特拉华州普通公司法》均赋予公司章程很大的权力。《标准商事公司法》第 6.02 条规定了优先股的设置方式，充分体现了美国授权型立法的模式：公司章程可以授权董事会发行优先股而无须经过公司股东的同意。即管理层可以根据章程自行设立优先股，并且法律对发行优先股的程序和种类并没有做出具体规定。《特拉华州普通公司法》则规定，公司的管理层只要根据章程或章程修正案即可发行优先股，设定优先股的权利或者对优先股的权利进行改变、转换。

第二，优先股股东有决定公司董事的可能。美国公司可以根据章程的授权，创设拥有选举公司董事投票权的优先股，即对公司日常经营

[26] 梁胜、易琦：“境外优先股法律制度比较研究”，载《证券法苑》2013 年第 8 卷。

[27] [美]道格拉斯·诺斯：《制度、制度变迁与经济成就》，刘瑞华译，时报文化出版社 1994 年版。

[28] 于莹、潘林：“优先股制度与创业企业——以美国风险投资为背景的研究”，载《当代法学》2011 年第 4 期。

管理事务具有干预权。在文章开篇的案例,即 *Baron v. Allied Artists Pictures Corp.*^[29] 一案中,当公司六个季度没有分配优先股红利时,优先股股东有权选举公司董事会多数成员。但是,对这一权利仍有限制:由优先股股东选举的董事会,仍然需要遵循一般性的公司法的规则,即无论是普通股股东选举的董事会,还是优先股股东选举的董事会,董事会的义务都是相同的,他们作为公司和所有股东的受托人,对公司和所有股东负有信义义务。^[30]

第三,分红与否可以由优先股合同自由决定,摆脱了股东大会的限制。美国法多以公司章程保障优先股的分红。至于是否分红,有美国判例表明,优先股合同授权董事会,由其决定是否分红:*Wabash Railway Co. v. Barclay*^[31] 一案是最早确立董事会有权决定是否给优先股分红的案例。由于是优先股合同赋予了董事会此项权利,因此,合同是判断优先股股东权利的标准。

美国授权式立法对发行方来说,无疑松绑了法律对发行优先股的诸多束缚,使优先股在市场上获得了认可。然而,优先股股东却时常面临着权益被侵害的困境,尤其是 20 世纪 20 年代以来。如何在保证优先股制度的效率与保护优先股股东权益之间寻求平衡点?美国的立法及判例给出了回答,即合同法视角与公司法视角的灵活转换。

(二) 如何保障优先股股东的权利? ——合同法与公司法之博弈

公司法与合同法的适用时常存在博弈,并且可能出现不同的判决,尤以公司并购时特征最为显著。

并购时,债券持有者的权利在存续公司中仍然存在。但是,优先股不同。并购时,其可能转换为现金、普通股,抑或具有不同权利和优先权的优先股。不过,其价值总体上不应改变。

但并购对于少数优先股仍是有风险的。例如,在母子公司并购中,究竟应当选择合同法视角还是公司法视角来解决问题,存在理论上的

[29] *Baron v. Allied Artists Pictures Corp.*, 337 A. 2d 653., 转引自丛山:“借鉴国外经验发展中国优先股制度的现实意义”,复旦大学 2011 年硕士学位论文。

[30] 丛山:“借鉴国外经验发展中国优先股制度的现实意义”,复旦大学 2011 年硕士学位论文。

[31] *Wabash Railway Co. v. Barclay* 280 U. S. 197.

争论。

一方面,如果收购方不希望在存续公司中保留优先股,可进行回购,优先股股东可能足够幸运地享受到了优先权。另一方面,收购方若希望向优先股和普通股持有人支付现金,则可能出现这样的情况:甲公司发行1亿美元的股份,100万股的优先股(每股80美元)和200万股的普通股(每股10美元),因优先股的迟滞分红、在清算中享有优先权等,交易价为每股150美元。假设甲公司的董事会与乙公司达成并购协议,总对价为1.4亿美元。问题产生了:发行方公司的董事会需要分配这1.4亿美元。^[32]

假设有三种分配方案:第一种,分配给优先股一亿美元,分配给普通股4000万美元;第二种,分配给优先股8000万美元,分配给普通股6000万美元;第三种,分配给优先股7000万美元,分配给普通股7000万美元,因此,有1000万美元的优先股转换为普通股。

第一种方案对于优先股显然是最优的,但它们常常不能如愿。当优先股股东在法庭上指证董事会分配不公时,从公司法视角和从合同法视角给出的解决方案是具有差异性的。

1. 公司法角度

尽管优先股合同可能对于并购价格事先约定,但多数时候并没有约定。这就使优先股处于一种可能受到侵害的状态——在多数情况下,董事会成员由普通股股东控制。如果董事会对普通股股东的利益进行倾斜,则优先股作为少数股东,他们的利益将受损。^[33] 实践中,法院多依照经营判断原则选择尊重董事会的决定。

第一,在大股东控制的董事会中,并购时的分配体现了大股东的经济利益倾向。如果子公司董事会可以任命一个特别的、由独立董事组成的委员会,代表少数股东的利益去就并购价格进行谈判,并赋予委员会否决权,那么似乎也应当设立一个由无关联董事组成的、代表优先股

[32] William W. Bratton, Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, University of Pennsylvania Law Review, June 2013, pp. 3-4.

[33] 特拉华州最经典的案例是 Sinclair Oil 公司 v. Levien 一案:在此案中,法院认为,通过分红支付的迟延清算并不构成自我交易,而应当属于最正常不过的商业判断标准, 280 A. 2d 717, 720, 723 (Del. 1971).

利益的委员会,随后就并购利益的分配进行谈判。

但是,问题在于,子公司往往认为成立代表优先股利益的委员会将为自己带来麻烦,因为优先股通常会要求更高的购买价格,因此,公司会选择拒绝设立这类委员会,优先股股东的利益因而可能会面临侵害。

第二,在股权分散的情况下,优先股的问题主要不在于母子公司并购中,而在于独立董事的自我交易中。但近年来,美国法院对这类交易的认定标准有所放宽:原告和无关联关系董事须承担举证义务。只是在某些特殊情况下,董事会对其通过的决议有义务进行举证,证明自我交易并没有侵害公司和股东的利益。

由此看来,在公司法的框架之内,优先股的保护状态不佳。那么,优先股能否依照公司法的相关理论受到保护呢?答案是肯定的。优先股的保护源于董事、高级管理人员的受信义务,这是一种管理义务,主要适用于基于“委托—代理”关系所发生的“代理人”对“委托人”的管理责任。^[34]

据此,在 *Jedwab v. MGM Grand Hotels* 一案中,法官 Allen 认为,优先股是合同性质的,它应由公司章程明文规定。但在普通法上,若无相反约定,所有的股权都是平等的。^[35]

然而,特拉华州法律在保护优先股股东对抗发行者的机会主义时,对于“受信义务”的采用是有条件的。根据特拉华州法律的规定,优先股只有在与普通股具有共同性的方面,才享有受信义务的保护。因此,在管理者的自我交易或者因疏忽大意经营不当时,优先股股东与普通股股东一样有诉讼理由。相反的,当优先股的诉讼要求是因自身的权利和分红权而起,与普通股没有共性的时候,特拉华州法院将此类诉求视为合同性的而非依照受信义务对其进行保护。^[36] 此时,法官将严格按照合同来进行裁判。

[34] 施天涛:《公司法论》,法律出版社2006年版,第380页。

[35] *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A. 2d 584; 1986 Del. Ch. LEXIS 509. 转引自任红:“优先股股东权利保护的法律适用问题研究”,载《理论与改革》2014年第3期。

[36] William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, University of Pennsylvania Law Review, June, 2013.

2. 合同法角度

普通股的投资依据是非完备性的合同,因为股东利益太过广泛而不可能都写入合同。^[37] 普通股股东有选举董事会的权利,并据此行使剩余索取权;除此以外,董事的诚信义务以及公司法保障其剩余索取权的实施。对普通股股东的保护存在两种途径:董事的诚信义务和事先对普通股股东的合同权利进行细化,前者对于保护普通股更有效。^[38]

而优先股不同,其优先权利是写入合同的,是有具体的合同条款可循的。在并购中,章程可以规定并购价格或者在并购时给予优先股股东清算优先权利;^[39]或者,章程可以规定:由优先股股东进行类投票以决定是否并购;^[40]或者,优先股继续在存续公司中保留。从这个角度上来看,优先股的利益不在于董事的信义义务作为保障,而是以明确的方式规定他们的权利。此时,合同双方经调整和协商,以获得各自的目的,例如,披露更多的信息,合同中设立更高级的条款。这些条款使合同中的风险分担更加有效。

当然,以合同法视角加强对优先股股东的保护也同样存在几个问题:

第一,在并购中,有关并购利益分配的合同的介入不能保证效率,因为它在某种程度上束缚了董事会的自由裁量权,当然也有可能损害普通股股东利益。这也就能够解释为什么优先股章程条款经常会对并购的类投票进行限制了,因为类投票使优先股能够阻止并购。只有当并购的利益分配有利于优先股时,优先股股东才会对并购投赞成票,以至于并购失去了普通股股东的支持。如果优先股的持有者是机构股东,则更加可能产生冲突。因此,在合同中省略类别股投票制度可以快

[37] Marco Becht et al., *Corporate Governance and Control* 9 - 10 (European Corporate Governance Inst., Finance Working Paper No. 02/2002, 2005); cf. Oliver Williamson, *Corporate Governance*, 93 *Yale L. J.* 1197, 1205 - 06, 1210 - 11 (1984), available at <http://papers.ssrn.com/id=343461> (“其中将股东描述为拥有大量的、含义并不明晰的财产的人,他们未能得到充分的、特定的保护”)。

[38] Andrew S. Gold, *Dynamic Fiduciary Duties*, 34 *Cardozo L. Rev.* 491, 503 - 04 (2012).

[39] *Matthews v. Groove Networks, Inc.*, Civ. A. No. 1213 - N, 2005 WL 3498423, at 2 (Del. Ch. Dec. 8, 2005) (“此章第 5 条明确表示,清算优先权利可在并购前使用”)。

[40] *Del. Code Ann. tit. 8, § 151(a)* (2011).

速出卖公司并且避免倾向于优先股的不公平的利益分配。

第二,作为另一种选择,优先股可以通过合同的规定而保留在并购后的存续公司中,但是这同样束缚了发行者。并购买方可能并不愿意保留优先股。因为优先股在价格方面的负重,可能导致普通股的价格下跌。^[41]

因此,优先股的合同中不细化并购价格也不支持优先股的类投票的目的在于,优先股发行者避免承诺给予优先股一个过高的并购价格。这对于发行者来说是合理的。

综上,优先股的制度构建取决于从何种理论视角审视优先股:灵活运用公司法与合同法的视角对优先股股东进行保护似乎应当成为最佳的选择;并且,应将董事的诚信义务纳入优先股股东的保护制度中。

(三) 美国:优先股处于公司法与合同法的断层之上

那么,优先股究竟是股权还是债权? 股权和债权存在显著区别。普通股持有者将投资注入公司而没有权利抽回出资,并承担投资风险,享有表决权等,其权利基础亦可被视作不完备性合同。普通股无论从公司法还是合同法的角度,都可以被视作公司的“内部人”。债权人同样将资本注入公司,但其基础是趋于完备性的合同,当债权人向法院要求赋予其某些权利时,法院可拒绝。^[42] 债权人是公司的“外部人”,对他们的保护,并不适用管理义务和信义义务。综上,普通股股东是社团性的、公司性的,但是债权人是合同性的,他们之间有着一道墙,这道墙将他们之间的法律性质区分开来。

优先股则模糊了这种区别。优先股跟普通股一样,应当遵照公司规则和公司章程,但同时,也应当根据合同承担相应的义务、享有相应的权利。

所以,优先股究竟是什么? 美国学界普遍认为,优先股兼具合同法和公司法所赋予的性质,但又有矛盾。一方面,在公司法中,股份持有

[41] See Del. Code Ann. Tit. 8, § 262(c) (2011).

[42] See, e. g., *Metro. Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc.*, 716 F. Supp. 1504, 1519 (S. D. N. Y. 1989).

者有剩余索取权;另一方面,合同范式引导着合同双方追求各自利益的最大化。因此,针对优先股,如前所述,有时应适用公司法,有时则适用合同法。

当然,有时法律也划分了清晰的界限。例如,银行资本将优先股视作股权。^[43] 而 GAAP(即一般公认会计原则,全称 generally accepted accounting principles)规定,某些优先股应当被视作债务,某些优先股应当被视作股权。^[44]

特拉华州法院试图根据不同的诉求适用不同的法律:当涉及“与普通股同等权利”的案件时,适用公司法,而当涉及“优先权”的案件时,应适用合同法。但是,实践中,是不能做到如此清晰的区分的。法官绝大多数时候应当同时适用两种法律。^[45]

(四) 小结

美国审视优先股的理论视角决定了其优先股法律制度在功能上的优势性。

早在 20 世纪 30 年代,科斯就提出了一项被后人称为是公司合同理论的奠基性见解。在 1937 年《企业的性质》一文中,他指出,企业和市场是合约的两种形式,企业内部科层制的组织形式,起到了很好的协调合约各方、减少交易成本的作用。

美国学界认为,公司参与方之间的关系属于合同关系。将参与方

[43] See, e. g. , Sullivan & Cromwell LLP, Bank Capital Rules: Federal Reserve Approves NPRs Addressing Basel III Implementation and Substantial Revisions to Basel I – Based Rules for all Banks and Finalizes Amendments to Market Risk Rules 2 – 5 (June 8, 2012), available at <http://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-Bank-Capital-Rules-June-10-2012.pdf>.

[44] See Generally Fin. Accounting Standards Bd. , Accounting Standards Update: ACCOUNTING FOR REDEEMABLE EQUITY INSTRUMENTS(Aug. 2009), available at <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175819483183&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs> (requiring mandatory redemption preferred to be booked as debt on the balance sheet); Fin. Accounting Standards Bd. , Summary of Statement No. 150: Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of Both Liabilities and Equity, FASB: Pre – Codification Standards(May 2003), <http://www.fasb.org/summary/stsum150.shtml>.

[45] William W. Bratton, Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, University of Pennsylvania Law Review, June 2013, pp. 3 – 4.

绑在一起的主要合同是公司章程。公司章程设定了股东之间、股东与董事及其他管理人员之间关系的基本条款。除了法律人格之外,在理论上,仅仅通过合同即可以创建确定公司形式的各项要素。^[46]而优先股法律制度(或者说是类别股制度)已被自由主义的精神所渗透,因此,赋予了投资者和发行方创设不同类别股份的自由,满足了投融资方不同的需要。

四、我国优先股制度之可预见性的问题及应对

那么,我国的优先股制度可预见性的问题是什么?主要是基于制度障碍而产生的法律风险。而这些风险的存在,成为发行者与投资者考量优先股的重要指征,也将影响到优先股的市场适用。

(一) 优先股的发行比例之规定是否将再次引发股票市场异化?

根据《优先股试点管理办法》规定,优先股可转换为普通股。有学者质疑,上市公司和非上市公司发行可以转换为普通股的优先股,若发行者都以普通股股份总数的50%为上限^[47]发行优先股,则三年之后,这些股份很可能对市场造成冲击,刚完成股改部分解决了大小非,市场尚未复元,中国的股票市场异化问题再次上演,广大投资者的利益将面临威胁。^[48]

(二) 优先股发行规则和分红等制度较为严苛,发行成本偏高

同法国类似,我国优先股的发行、分红的方式等均需要通过公司的股东大会进行决议(《优先股试点管理办法》第38条),董事会缺乏章程所授予的自主权。发行成本偏高可能使发行者却步。

[46] [美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等:《公司法剖析——比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,法律出版社2009年版。

[47] 《优先股试点管理办法》第23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50%,且筹资金额不得超过发行前净资产的50%,已回购、转换的优先股不纳入计算。第33条规定,上市公司发行可以转换为普通股的优先股,自发行结束之日起36个月后方可转换为普通股。

[48] 载 http://news.cnstock.com/news/sns_jrgc/201401/2873177.htm,2014年5月18日访问。

(三) 信息知情权之缺憾

当公司累计3个会计年度或连续2个会计年度未按约定支付优先股股息的,优先股股东的表决权恢复。^[49]然而,优先股股东享有的信息知情权程度却低于普通股股东:普通股股东有权查阅、复制公司章程、股东名册等信息,而优先股股东仅有查阅权。那么表决权恢复后,是否享有与普通股同样的信息知情权?如果不能,在优先股的物质性优先权未被满足的情况下,仅仅恢复其表决权,而未能满足其充分的信息知情权,优先股仍然是劣于普通股的股份。此时,优先股的优先性何在?

(四) 商业银行的优先股股东权益保护不足

根据《优先股试点管理办法》的规定,商业银行发行优先股补充资本的,发行人要求赎回优先股时,不必完全支付所欠股息。另外,在有可分配税后利润的情况下必须向优先股股东分配股息;未向优先股股东足额派发股息的差额部分应当累积到下一会计年度;商业银行发行优先股补充资本的,却可以不依照此规定进行。优先股股东的物质性优先权和赎回时的权益得不到保障。

(五) 小结

在我国,优先股是股份的一种。《创业投资企业管理暂行办法》曾将优先股确立为一种“准股权方式”,但我国《国务院关于开展优先股试点的指导意见》(以下简称“指导意见”)已明确将优先股视为股份的一种,并认为应当在公司法的框架下对优先股进行规制,而《公司法》将有限公司分红权、表决权的设计都赋予了章程自治,亦为优先股预留了空间。^[50]

然而,我国与法国的优先股制度类似,法律在发行、分红等制度上干预较多。优先股作为将来资本市场重要的融资手段之一,应当逐渐脱离所谓的“优先”特质,而采用“类别股”之概念,并最大限度上还原公司的意思自治,使各类公司依照自身情况创设类别股份的需求成为

[49] 参见国务院《关于开展优先股试点的指导意见》。

[50] 《公司法》第43、44条规定:股东会会议由股东按照出资比例行使表决权;但是,公司章程另有规定的除外。股东会的议事方式和表决程序,除本法有规定的外,由公司章程规定。

可能。公司法制存在的合理性在于:它具有公司合同的模本作用、合同的漏洞补充作用以及保障实现非效率目标的作用。从总体上看,有关公司融资制度的法律规范应当是适应性的,而不是管制性的,必须考虑不断变化的市场和交易技术对公司法规则的影响。公司法制的成功与否,最根本的衡量标准在于,它是否反映了公司参与方的各自需求,而不是体现为法律对市场的管制。如果市场主体在绝大多数情况下选择“逃离”公司法制,那么公司法制的边缘状态表明了其自身的失败。^[51]

不过,法国法仍然值得借鉴,尤其是优先股股东的非物质性优先权方面,例如优先的信息知情权。

目前,我国资本市场的改革目标有两个:一是发挥资本市场的直接融资功能,推动资本的形成,促进宏观经济稳定,支持实体经济发展;二是发挥资本市场的投资功能,确保股市成为国民经济的晴雨表,不断为广大投资者创造投资回报。如要完成这两个目标,既需要公司法与证券法的联动修改,也需要诸如优先股制度的支持,而这有赖于以何种理论角度看待优先股。

[51] 罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第7~8页。