

优先股市场实践与理论定位的 背离及其制度完善

冯 威*

摘要：在金融市场发展的需要下，国务院开展了优先股的试点并认为其具有满足多样化投资需求、推进国企二次改革及适合中小投资者的投资偏好及矫正“削足适履”的畸形司法实践等重大的制度意义。而且随着公司法股东平等原则、资本多数决原则与资本三原则的缓和，优先股的理论障碍已经消除。然而，实践表明，优先股的试点又有演变为一场融资盛宴的危险：发行人多是银行和资本密集型企业，创业型企业根本不在发行人范围内，也未将其应用于国企二次改革；所有的优先股均选择非公开发行，且“合格投资者”的标准太高，使中小股东不能投资优先股；优先股类型单一，其功能被极大的压缩。为了发挥优先股的作用，必须：拓展优先股发行的范围；优先股不应实行类型强制；为了保护优先股股东优先分派盈余的权利，应引入强制公司分派股利之诉；不应限制其提案权；应专设优先股股东会，在一定条件下可赋予优先股股东选举专门董事的权利。

关键词：优先股；股东平等；投资偏好；强制公司分派股利之诉；提案权

一、问题的提出

2013年，国务院下发《国务院关于开展优先股试点的指导意见》（国发〔2013〕46号，以下简称《指导意见》），首次对优先股的试点作出安排。为了贯彻国务院的指导意见，中国证券监督管理委员会于2014年颁布《优先股试点管理办法》（中国证券监督管理委员会令第97号，以下称《试点办法》），正式开始了优先股的制度实践，截至2014年12月12日，仅上市银行发行的优先股就达

* 冯威，中国政法大学与奥地利维也纳大学联合培养硕士生，研究方向为民商法学。

4200 亿元。^{〔1〕}

优先股(Preferred Stock),一般意义上是指“或在盈余分派时或在清算分配时或在二者同时进行的情况下,优先于普通股进行分派的股份”,^{〔2〕}即在资产收益权上优先于普通股,但表决权受到限制。优先股有很多种类,概而言之,可以分为盈余分派优先股(Dividend Preferred Stock)与剩余财产分派优先股(Liquidating Preferred Stock);累积优先股(Preferred Cumulative Stock)、参与优先股(Preferred Participating Stock)、可转换优先股(Convertible Preferred Stock)、可赎回优先股(Redeemable Preferred Stock)等。^{〔3〕}优先股相对普通股有三个特点,即(1)优先分派盈余和/或剩余财产;(2)固定股息^{〔4〕},即优先股的股息率固定,与公司经营状况无关;(3)享有优先的投票权。由于优先股刚刚试行为,国内的公司法教科书对优先股论述很少。^{〔5〕}

优先股作为公司的一种特别股份在国外的公司制度中早已存在并发挥了重要的作用。在美国,优先股是创业型企业的主要融资方式,也是风险投资基金的主要投资工具,对金融创新发挥了巨大的作用。与此形成鲜明对比的是,我国商事立法中优先股只短暂地存在于《公司法》立法之前。《公司法》自 1993 年颁布以来历经二次重大修订,均未对优先股制度作出正面的规定,只是在第 131 条中授权国务院对《公司法》规定之外的股份作出特别的规定,这被认为是为优先股的创设预留制度空间。^{〔6〕}然而,国务院一直未对优先股作出特别的规定,直至《指导意见》的出台。

优先股对公司法到底构成什么样的冲击以至于我国《公司法》一直没有对其作出具体规定,而现在这些法律障碍是否仍存在?优先股在实践中有什么样的功能以至于其试点发行“箭在弦上,不得不发”?优先股的市场实践是否与其功能定位一样能解决我国资本市场和公司法中一些长期存在的问题?如果不能,为了发挥其作用在制度上应做哪些完善?

〔1〕 数据来源于 INFOBANK 环球商讯库, <http://www.bjinfobank.com/DataList.do?method=DataView&id=746565&db=KX&tableName=KX&view=no&str=FFF4f18;FFF5148;FFF80a1>, 最后访问日期 2015 年 1 月 5 日。

〔2〕 施天涛:《公司法论》,184 页,北京,法律出版社,2006。

〔3〕 具体分类及内容参见 Robert W. Hamilton & Richard Booth, *Corporation Finance: Cases and Materials*, Third Edition, West Group, 2001, pp. 314-315.

〔4〕 关于公司的盈余分配,我国统称“股利”或“红利”,但在国外存在着“股息”与“红利”的区别,二者的区别在于股息按照章程确定的利率分配且优先于红利分配,而红利没有固定的利率,因盈余情况而定,股利应是二者的上位概念。参见李建伟:《公司法》,202-203 页,北京,中国人民大学出版社,2014。优先股的股利应称“股息”,为了行文的方便,本文股息与股利混用。

〔5〕 国内具有代表性的公司法教材如赵旭东教授主编的《公司法》第八章在论述“股份有限公司的股份”时将股份分为普通股与特别股,“特别股是有某种特别权利或者某种特别义务的股份,包括优先股和后配股两类”,特别股又包括分配公司盈余特别股、分配公司剩余财产的特别股及行使表决权的特别股。参见赵旭东主编:《公司法》,327 页,北京,高等教育出版社,2012。

〔6〕 参见江平、李国光主编:《最新公司法条文释义》,345 页,北京,人民法院出版社,2006;赵旭东主编:《新公司法条文释义》,253 页,北京,法律出版社 2006。

二、为什么要引进优先股：优先股的制度意义

优先股是混合型的证券,被称为奇怪的,或者是“搞不清楚又自相矛盾”的资本制度,^[7]优先股对传统公司法理论构成挑战,所以我国公司法一直禁止优先股的发行。^[8]但是融资市场的需求是公司制度变迁的内在动力,在巨大的新的市场需求下,公司法理论和立法开始逐步承认优先股,并对优先股赋予厚望,甚至被认为是推进公司法演进的重要工具,具有重大的制度价值。^[9]

(一) 满足多样化的融资需求

优先股最先被设计出来部分是为了克服其他股东的反对,因为增发普通股会稀释他们的股权,^[10]所以,优先股不会对普通股的控制权构成威胁的特征使其成为一些企业融资的优先选择。这主要体现在创业型企业与风险投资基金相结合的需求及商业银行和资本密集型企业对优先股的需求。

1. 可促进风险投资与创业企业的结合

优先股因其灵活性能满足创业型企业(包括创业初期的科技型企业)与风险投资基金(Venture Capital,以下称VC)的双重需求。创业型企业与成熟的公众公司的融资模式有显著的区别,大型公众公司一般有公开的资本市场,很容易融资。而创业型企业由于处于成长期,未来经营风险大,具有极大的不确定性,面临着较大的融资压力,而VC就是专门针对创业型企业进行投资的基金。VC在不同的时期具有不同的投资需求,一般设置“可转换优先股”来满足这一点。^[11]即在企业经营状态良好时,VC可以享受优先股带来的收益,当企业陷入危机时,VC可以选择让公司赎回优先股或转化为普通股掌握公司控制权以规避风险,当企业发展上市后,VC又可以转让优先股,获取巨大的利润。长期以来,可转换优先股是风险投资投资创业企业的最主要工具,^[12]在美国,

[7] See Jeffrey D. Bauman, Elliott J. Weiss and Alan R. Palmiter, *Corporations Law and Policy: Materials and Problems*, Fifth Edition, West Group, 2003, p. 241. 转引自邓峰:《普通公司法》,273页,北京,中国人民大学出版社,2009。

[8] 至于公司法基于何种理由禁止优先股的发行,待后文详述。

[9] 参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》,2013(9),152-158页。

[10] Jonathan Barron Baskin & Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance* 152-153 (1997), quoted from Jerry W. Markham, Jose M. Gabilondo and Thomas Lee Hazen, *Corporate Finance: debt, equity, and derivative markets and their intermediaries*, Third Edition, West Group, 2011, p. 255.

[11] 参见于莹、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(4),79-80页。

[12] Jerry W. Markham等,同注[10]书,257页。

有研究表明,大约有 95% 的此类融资采纳可转换优先股作为工具。^[13] 日本的情形也是如此,20 世纪 90 年代,日本的泡沫经济开始崩溃,银行没有办法承担大量中小企业倒闭的损失,也没有提供融资。正在这个期间,美国的 PEF (Private Equity Fund)开始进入日本,以低廉的价格去收购这些企业,使得很多企业走出困境。^[14] 在我国,VC 投资优先股同样具有很大的市场,根据国泰君安初步研究,未来的潜在容量为 3000 亿元人民币左右。^[15] 因为金融体制的原因,我国的中小企业普遍面临着融资难的问题,如果允许其发行优先股引进风险投资者,对于缓解融资难的问题、助推中小企业的成长与促进资本市场的发展均具有重要意义。

2. 商业银行可发行优先股补充一级资本

继 2011 年《巴塞尔协议Ⅲ》发布,2013 年开始实施的《资本试点办法》对国内银行提出了更高的监管要求,国内系统重要性银行应满足核心一级资本充足率不低于 8.5%,一级资本充足率不低于 9.5%和资本充足率不低于 11.5%的最低监管标准。根据国泰君安的研究,在监管标准不变的情况下,如果 5 家大型商业银行保持现有的增长水平和内源融资(即内部资本积累)比例,2014 年将首次出现资本缺口 405 亿元,2017 年资本缺口累计将达到 1.66 万亿元,如果利润在现有水平上下降 30%,则资本缺口在 2014 年达 3836 亿元,在 2017 年则累计达 2.82 万亿元。^[16] 在美国,公开市场中银行发行的优先股占到了优先股存量的 82%。^[17] 银行发行优先股补充一级资本比发行普通股程序更加简捷,发行要求更低,且不会导致控制权稀释,故银行对优先股有强大的需求。

3. 资本密集企业可发行优先股进行长期融资

能源和基础设施建设等行业需要大量固定资产投入,建设周期长,收入回报慢,优先股作为一种股权,相较于债权而言具有永久性,可以满足其长期融资

[13] See Ronald J. Gilson & David M. Schizer, Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock, 116 Harv. L. Rev. 874, 879 (2003). 此项数据源于该文作者对标准普尔数据的分析。转引自于莹、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(4),77 页。

[14] 参见[日]布井千博、朱大明:《论日本法中的公司种类股与风险金融》,载《商事法论文集》第 18、19 合卷,23-24 页,北京,法律出版社,2011。

[15] 参见国泰君安 2014 年 3 月 23 日策略研究:《我国优先股市场有多大?——〈优先股试点办法〉专题》,载慧博投研资讯网: <http://www.microbell.com/>,最后访问时间:2014 年 12 月 23 日。

[16] 参见国泰君安 2014 年 3 月 23 日策略研究:《我国优先股市场有多大?——〈优先股试点办法〉专题》,载慧博投研资讯网: <http://www.microbell.com/>,最后访问时间:2014 年 12 月 23 日。

[17] 数据来源:国泰君安 2014 年 11 月 10 日专题研究:《为什么国内优先股将有广阔的发展前景——中国债市“十万个为什么”之(7)》,载慧博投研资讯网: <http://www.microbell.com/>,最后访问时间:2014 年 12 月 23 日。

的需求;具有垄断性质的公司^[18]亦可发行优先股进行长期融资。我国因经济制度的特殊性,铁路、电网、核电站、水电站等很多行业的企业因其关系社会民生或国家安全,在市场上处于垄断和半垄断经营。对于这些资本密集型企业,发行优先股进行长期融资,既有利于吸收社会闲置资本投入项目建设、降低资产负债率,同时,又不必担心股权被稀释。可以说,优先股融资应当是这些垄断企业的优先选择。

(二) 满足中小股东的投资偏好

有学者认为,优先股优先分配盈余,非常适合追求投资收益稳定性和安全性的中小投资者的偏好。^[19]长期以来,中小股东保护的问题便是公司法最重要的问题之一,中小股东的权益保护面临着尴尬的境地。首先,基于“资本多数决”原则,股东会被控股股东或大股东控制,中小股东无法对董事会选举和股东会关于公司的重大事项的决策形成重要的影响,而累积投票权、投票权代理等机制在中国远未运行成熟,其表决权被虚置;其次,从公司取得收益的权利亦复如是,一方面,控股股东操纵股东会长期作出不分红或象征性分红的决定,根据INFOBANK 资讯统计,自2002年以来,A股市场上市公司的平均股息率不到1.5%,低于银行同期利率;^[20]另一方面,一些控股股东又利用关联交易进行利益输送、享有高额薪酬、奖金等“控制权收益”。换言之,中小股东参与公司决策与获取公司利润两个方面的权利都被虚置。

现行公司法赋予中小股东的救济措施有:(1)公司法182条司法解散之诉;(2)公司法20条损害赔偿之诉;(3)股权转让退出公司。前二项救济措施都有严格的构成要件的限制,实务中很难成功,难以解决普遍存在的中小股东权益保障不足的问题,而第三种措施严格来说并不是救济措施,而是一种退出机制,但是一个存在大股东“排挤(freeze-out)”中小股东的公司的股份很难转让,即便能够转让也因价格压迫而遭受经济上的损失。

优先股享有盈余分派的优先权,^[21]特别是可累积优先股,即便公司决定不分配利润,股息也可以一直累积,根据《指导意见》的规定,公司在向普通股股东分配股利时必须先向优先股股东分配股息。所以,优先股被认为是广大中小股东的优先选择,而优先股股东失去的不过是对其没有实质意义的投票权而已。

[18] “具有垄断性质的公司”是指国企中那些具有公益性的、非竞争性的国企,其公司控制权基于企业性质不能为民资控制,所以向社会公众发行优先股是一个比较理想的选择。关于国企改革与优先股之间的关系详见后文。

[19] 汪青松:《优先股的市场实践与制度建构》,载《证券市场导报》,2014(3),14页。

[20] 数据来源:INFOBANK 环球商讯库:<http://www.bjinfobank.com/DataList.do>,最后访问日期2015年1月5日。

[21] 优先股本可以优先分派盈余和/或剩余财产,但是实践中有意义的且多产生争议的主要在于盈余分派优先股,为了行文方便,本文主要集中讨论这种盈余分派优先股,其原理同样适用于剩余财产分派优先股。

(三) 国企二次改革的重要工具

优先股在中国还有特殊的需求,即将国企中的国有股转换为优先股从而彻底改变国企的治理结构。2013年11月,党的十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,拉开了新一轮国企改革的序幕,混合所有制成为了国企改革的重要突破口。为了破除目前国有企业中存在的“一股独大”、公司治理不完善等问题,在混合所有制的理论框架下有两种设计思路:一是引进双层股权结构(Dual Class Equity Structure),即将普通股划分为A、B两类,其中A类股遵循传统一股一权原则,B类股表决权则被放大至A类股的数倍,国有股配置为B类股,在国资退出企业的同时掌控国有企业的控制权,以实现社会政策目标与经营目标的协调。^[22]但是这种双层股权结构的运用必须严格限定其适用对象,即公益性国有企业,不可向竞争性国有企业拓展。^[23]二是在竞争性国有企业领域,将国有股转化为优先股,^[24]让中小股东持有普通股,^[25]这样既可以实现股权多样化及中小股东参与公司治理,完善公司治理结构,又可以实现国有资本保值增值,可谓“一步好棋,全盘皆活”。^[26]这种改革将强化国有企业的财务约束,使得国有企业更市场化、商业化,更像一个市场主体,有利于内生出有效的市场机制。^[27]

(四) “削足适履”的司法实践亟待矫正

司法实践中长期存在着“削足适履”的裁判思维,即先对合同的类型进行定性,然后根据该类型的合同的性质判断实际中合同各类条款的有效性,不符合该类型合同性质的条款就被宣布为无效。^[28]金融市场对优先股的需求很大,但《公司法》未明确规定优先股的发行,为了达到相同的目的,公司与投资者往往使用合同的形式约定优先股的内容,而这种投资协议因不符合典型的投资协议的特征,很容易被法院判定为“借贷协议”,违反企业间不得借贷的强制性规定而无效。

如在“湖南德顺鑫创业投资有限公司诉陈国泉、长沙市红星建筑工程有限

[22] 冯果、杨梦:《国企二次改革与双层股权结构的运用》,载《法律科学》,2014(6),151-152页。

[23] 同上注,155-156页。

[24] 龚博:《以优先股制约国有股控权的制度设计》,载《法学》,2012(10),68-76页。

[25] 国有企业中“让中小股东持有普通股”似乎与上文中让“中小股东持有优先股”矛盾,其实不然,国企改革改革中的“中小股东”更多地是指民营资本,这种改革的思路就是要让国有资本不再控制和经营国企,从而改善国企的治理结构,属于优先股在中国的特殊应用。可见,优先股因其灵活性在不同的场合能发挥不同的作用。

[26] 刘俊海:《优先股将根治国企、VIE难题》,载《董事会》,2012(3),43页。

[27] 姜茂林:《优先股:金融和国企改革的润滑剂》,载《21世纪经济报道》,2013-11-01,第4版。

[28] 参见彭冰:《“对赌协议”第一案分析》,载《北京仲裁》,2012(3),197-199页。

公司民间借贷纠纷案”^[29]中,原告(甲方)与被告(乙方)签订的《创业投资协议书》约定:乙方邀甲方以优先股的形式投入资金参与乙方的投资,甲方的投资金额为300万元,乙方承诺在3个月内全额回购甲方的投资股份,并按预测的最低收益的7%每月支付甲方所投资资金的股利。协议中约定的优先股应属于可赎回(赎回期限是三个月以后)、可累积优先股,但是,法院认定:“原告与被告签订的《创业投资协议书》,虽约定原告以优先股的形式投入资金参与被告的投资,但原告不参与共同经营,也不承担经营的风险责任,不论盈亏均按期收回本息,因此,双方的协议书名为投资,实为民间借贷。”

另外,在国外,私募股权投资者往往用优先股之类的特别安排来保护自己,而优先股在我国公司法中没有相关规定,遂通过股东协议来实现,偷懒一些的投资者干脆就借助“对赌协议”^[30]来保护自己,^[31]但“对赌协议”同样易被法院以违背“投资领域风险共担原则”“损害公司利益和公司债权人利益”为由判决无效,如“甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司诉苏州工业园区海富投资有限公司联营合同纠纷案”^[32]。

优先股的出现,将使实践中被法院认定为“借贷协议”的优先股投资协议合法化,矫正法院长期以来“削足适履”的裁判实践,并使协议内容从一种合同安排变成公司章程规定的股权,取得对抗效力;风险投资基金也可以合理地选择投资工具,即根据实际情况选择使用“对赌协议”或优先股,不会再因为优先股的缺席而被迫选择“对赌协议”从而面临被法院判为无效的风险。

三、理论障碍的消除:优先股的引进成为可能

优先股在国外,特别是在美国,发挥着重要的作用,其是混合型证券的典型代表。为什么我国公司法一直以来都未明确规定可否发行优先股呢?这是因为我国公司法理论继受自大陆法系,从英美法系兴起的优先股对传统的公司法理论构成了很大的冲击,概而言之,就是挑战了公司法最为重要的三个支柱性原则:股东平等原则、资本多数决原则与资本三原则。但随着混合型证券的兴起,特别是类别股与可转换公司债的广泛应用,这些传统的公司法理论必须作出调整,以适应不断发展的经济实践。

[29] 长沙市雨花区人民法院(2009)雨民初字第57号判决。

[30] “对赌协议”其实是估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism, VAM),即投资方与融资方基于未来不确定的情况而做出的约定,约定情况出现与否决定着投资方和融资方的具体权利义务。参见傅穹:《对赌协议的法律构造与定性观察》,载《政法论丛》,2011(6),66页。

[31] 参见彭冰,同注[28]所引文,193页。

[32] 参见最高人民法院(2012)民提字第11号判决。

（一）股东平等原则的再理解

所谓股东平等原则，“是指公司中基于股东资格而产生的每个股东的权利和义务应当是平等的，各股东依其所持有的股权比例或股份享有平等的权利，负有同等的义务，不得对任何股东予以歧视”。^{〔33〕}

股东平等有两层含义，一是基于股东的身份的平等，不论股东有何个体的差异，均可以该身份在公司中享有平等的权利，也就是抽象意义上的平等；二是股东平等原则并不排斥股权内容的不同，司法中的股东平等是一种在资本平等基础上的平等，或者说是一种按比例平等。^{〔34〕}传统公司法基于对股东“同质化”的假定，即对股东“人性”同质的假定与对股东“利益”同质的假定，推导出股权平等原则，^{〔35〕}进而凝练成“同股同权”等高度概括而有号召力的表述。

然而，现实中股东参与公司的目的并不相同。早在1926年，伯利教授就区分了两种不同的投资类型：一种是投资者希望从中确保其本金有一个固定比率的产出和最终回报；另一种是投资者希望分享公司风险投资管理所获利益，而非确保安全或固定收益。^{〔36〕}因此，公司法对股东“利益同质化”的假定不能成立，如果公司法忽视现实中差异化的股东及其投资偏好，强行实行“同股同权”“一股一权”的原则，不承认差异化的股权及股东，那么不仅不能回应实践中日趋多样的实践，而且会违背公司法作为私法的本质。

股东平等原则必须被重新理解，传统公司法基于资本平等抽象出的股东平等原则必须回到股东在投资能力与偏好上存在差异的现实世界。因此，有学者指出，“股东平等的基本要义就是承认股东之间在能力与偏好等方面客观存在的异质性，具体到股东权利安排上，就是要通过多元化的权利配置来满足不同股东的差异化偏好”。^{〔37〕}

（二）资本多数决原则的修正

传统公司法理论认为，公司制度仿照古典政治理论中的民主制度，实行“经

〔33〕 赵旭东，同注〔5〕所引书，284页。

〔34〕 同上注，284页。

〔35〕 参见汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》，2011（5），33-35页。股东“人性”同质的假定，即股东都是无差别的资本的载体；股东“利益”同质的假定，即股东参与公司都有相同的目标，那便是通过公司的经营获得最大的投资收益。

〔36〕 Adolph A. Berle, Non-voting Stock and “Bankers’ Control”, *Harvard Law Review*, Vol. 39, 1926: 673. 转引自汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》，2011（5），38页。

〔37〕 汪青松：《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》，载《清华法学》，2014（2），114页。

济民主”，即资本多数决原则。^[38] 股东在公司中享有的权力（主要指表决权）的大小取决于其所占股份（出资额）的比例的大小，资本多数决原则根源于股权平等原则、经济效率原则以及股份公司的法人性和资合性。^[39] 按照伊斯特布鲁克大法官与费希尔教授在其经典名著《公司法经济结构》（*The Economic Structure of Corporate Law*）中给出的解释，投票权（voting）必须由享有公司剩余利益（residual interests）索取权的人享有，否则，拥有投票权的人无法得到自己行使投票权产生的收益，由此产生了高昂的代理成本。^[40] 因此，传统公司法恪守资本多数决的原则，对公司享有最多剩余财产索取权的股东享有最大的表决权，风险与收益相对应，如此不至于产生高昂的代理成本。

资本多数决原则逻辑前提是股东平等原则，^[41]而这一原则正在被重新理解，已如上述。所以，资本多数决原则也需要被修正。资本多数决原则的修正主要体现在两个方面，一是协议控制的盛行，少数股东能够通过协议控制公司；二是类别股的兴起，类别股，“即以普通股为基准，其股份所表彰之股东权之盈余分配请求权及剩余财产分配请求权或表决权等内容异于普通股者”，^[42]其内涵和外延大于优先股，但主要指优先股。优先股属于公司资本但却不享有表决权，享有表决权的普通股只占资本的一定比例，但却享有全部的表决权。这种修正是不难理解的，因为不管是协议控制中的股东还是优先股股东，其放弃投票权是其投资偏好的体现，是对自己利益的合理安排，基于私法自治原则，法律没有必要为其设置障碍。

（三）资本三原则的缓和

资本三原则是一个学理概念，指资本确定、维持和不变原则，它要求公司资本在公司成立时必须通过章程予以确定且公司运行过程中需保证有实在的公司资产充实抽象之资本，公司资本不得非法向股东流动且非经法定程序不得变更。^[43]

优先股的出现使得公司“资本确定原则”变得不可能，这主要是由于优先股属于混合型证券，具有股权和债权的双重属性，^[44]优先股即便已被发行和认购，但它随时都存在着被公司赎回的可能。一旦该部分股份被公司赎回，无论

[38] 参见冯果：《公司法》，13页，武汉，武汉大学出版社，2006。

[39] 参见朱慈蕴：《资本多数决原则与控股股东的诚信义务》，载《法学研究》，2004（4），107-108页。

[40] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 69-72.

[41] 参见杨汝轩：《资本多数决原则的异化及其矫正》，4-5页，中国政法大学年硕士学位论文，2005。

[42] 王文宇：《公司法论》，232页，北京，中国政法大学出版社，2004。

[43] 赵旭东，同注[5]所引书，204-207页。

[44] Jerry W. Markham等，同注[10]书，254页。

随后是被公司消除或是转化为库存股,都将使公司章程所确定的资本额与公司所实际能拥有和支配的资本额不相符。这样,公司的注册资本究竟应否计算这类股份便会成为两难。^[45] 另外,赎回优先股不是《公司法》第142条规定的4种回购股份的法定情形,构成“资本维持原则”的例外;公司回购优先股后是履行减资程序还是作为库藏股存于公司,现行法并未明确,公司“资本不变原则”由此受到挑战。

然而,传统公司法资本三原则理论体系内部本来就充满了矛盾,^[46]在对资本的规制的实践中资本三原则在不断的缓和。首先,资本三原则的主要目的在于维持公司的资本,以发挥保护债权人的功能,但这是对公司资本制度的一种根深蒂固的误解,因为公司资本制度的目的不仅要保护债权人,更要处理股东与公司之间因出资而产生的权利义务关系,这涉及对公司本质的理解;^[47]其次,资本三原则的简单而朴素的逻辑难以适应变化多端的商业实践,会计、估值、债务契约、证券监管等辅佐、分担或替代了其部分功能;^[48]再次,资本制度的演变即融资工具的多样化使资本三原则的理论根基发生了严重的动摇,如授权资本制使实收资本与注册资本发生分离,混合证券的兴起动摇了传统资本的概念,股票价格与面额的分离使得资本确定难度增加;^[49]最后,债权人的信赖基础也发生了变化,从单纯地信赖公司的资本转向于考察公司的实际资产,整个公司法的信用体系已从资本信用转向了资产信用。^[50]

四、优先股的市场实践及其缺陷

(一) 试点发行情况:重在上市公司融资且类型单一

目前发行优先股的公司主要是上海证券交易所的上市公司,作者统计了截至2014年11月25日的发行情况,总共有14家公司发行优先股。^[51]从发行公司的类型来看,主要是银行和资本密集型企业,14家公司中银行8家、能源、基建等资金密集型企业5家,药业企业1家;从发行方式上看,14家公司均采用非

[45] 参见冯果:《论公司资本三原则理论的时代局限》,载《中国法学》,2001(3),22-23页。

[46] 系统的论述请参见方家麟:《论资本三原则理论体系之内在矛盾》,载《政法法学评论》,1998(1),155-226页。

[47] 参见邓峰:《普通公司法》,267-268、310页,北京,中国人民大学出版社,2009。

[48] 参见刘燕:《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的考察》,载《法学研究》,2014(5),32-56页。

[49] 冯果,同注[45]所引文,22-23页。

[50] 参见赵旭东:《从资本信用到资产信用》,载《法学研究》,2003(5),109-123页。

[51] 这14家公司分别是(为了方便行文,本文均采用简称):浦发银行、农业银行、中国银行、工商银行、光大银行、兴业银行、平安银行、宁波银行、广汇能源、中国建筑、中国电建、中原高速、康美药业、中国交建。数据来源:上海证券交易所网站: <http://www.sse.com.cn/>,最后访问日期:2014年11月25日。

公开发行的方式发行优先股;从发行量上来看,14家公司共发行3299亿元,其中,8家银行发行3050亿元且用途均为“补充其他一级资本”,其他6家公司仅发行249亿元且用途为“偿债、补充流动性与项目投资”;从优先股的类型上看,所有公司的优先股均未设“赎回条款”,换言之,优先股股东不享有请求公司回购优先股的权利,另外,仅中原高速与康美药业发行了“可积累、可参与”型优先股、中国电建发行了“可积累、非参与”型优先股,其余9家公司均发行了“非积累、非参与”型优先股。^[52]

从以上数据可知,目前的优先股试点主要集中在上市公司,主要是银行,占发行人的57%,融资量更是占到了整个优先股发行量的90.9%。从优先股的种类来看,绝大多数是非累积非参与不设赎回条款的优先股,发行优先股的用途多为补充一级资本(银行)、补充流动性、项目投资与偿债(其他公司)。这说明目前我国优先股的市场实践偏重于为银行、资本密集型企业融资且优先股的类型过于单一。

(二) 优先股尚未适用于创业企业与国企改革且合格投资者标准过高

如前所述,我国目前的优先股实践还停留在最初的阶段,仅仅发挥了其融资的功能,其他的功能或者说引进优先股的其他目标都被虚置了。具体而言:(1)从试点领域来看,发行人的目的都在融资,混合所有制下的国有企业换持优先股改革远未启动;(2)从发行人的角度上看,《指导意见》和证监会《试点办法》均将优先股的发行人范围局限在上市公司与非上市公众公司^[53],试点中主要的融资流向了银行,创业企业与风险投资的结合的目标落空;(3)从投资者的角度看,试点期间全部优先股均采用非公开发行的方式,发行对象不超过200人且多为机构投资者,证监会《试点办法》第65条将“合格投资者”限定为“经有关金融监管部门批准设立的金融机构、实收股本总额不低于人民币500万元的企业法人、实缴出资总额不低于人民币500万元的合伙企业、符合国务院规定的境外战略投资者(如QFII、RQFII)及账户内资产总额不低于人民币500万元的个人投资者”,这也意味着理论上中小投资者将特别青睐优先股的假定落空,目前的实践还远未触及中小投资者,中小投资者购买优先股以强化经济利益的保护的目标落空;(4)从优先股的类型看,绝大部分优先股均是非累积、非参与优

[52] 数据来源于上海证券交易所网站: <http://www.sse.com.cn/>,最后访问日期:2014年11月25日。

[53] 我国《公司法》只规定“有限责任公司”和“股份有限公司”,并没有“公众公司”与“非上市公众公司”的概念。而根据《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号)第2条规定,“非上市公众公司”指(1)股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人,或(2)股票公开转让的股份有限公司。非上市公众公司股票转让应当在全国中小企业股份转让系统进行且在中国证券登记结算公司集中登记存管。

先股,所有的优先股均不设赎回条款,优先股的优先性仅仅体现在分红顺序上的优先,优先股的其他功能被极大的挤压甚至有丧失殆尽的危险。

(三) 优先股优先分配盈余的权利仍可能被侵害

优先股相对于普通股而言最大的优势便在于优先分派股息,这也是优先股股东权利保障的核心问题。但优先股毕竟属于股权,其股东不能像债权人一样请求公司强制派息,这被认为是优先股与债权的本质区别。^[54]换言之,优先股虽可以优先于普通股东分配股息,但是否分配股息的权力在公司股东会,这意味着优先股股东在股息分配的问题上和普通股股东面临着相同的困境。

优先股股东的经济收益优先权依然可能被侵害。如美国的 *Bove v. Community Hotel Corp. of Newport, R. I.* ^[55]一案中,原告在 1930 年买了 Community Hotel 公司发行的 900 股可累积优先股,但是股息却累积了 24 年,每股股息高达 148.75 美元,一直没有分配,成了公司沉重的负担。后来,Community Hotel 公司的董事会为了消灭累积的优先股股息成立了一家 Newport Hotel Corp.,此公司的成立目的就是为了吸收 Community Hotel 公司,吸收合并时 Community Hotel 公司的优先股按照一定价格转为新公司的普通股,消灭累积的优先股股息,从而引发了诉讼。刘俊海教授对此有一个非常生动的描述,“优先股本身是良药,但若让中小股东持有优先股以解决分红问题,等于开对了药方,却找错了吃药的人”^[56]。因为,普通股控制的股东大会作出了不分红的决定,那么中小股东还是嗷嗷待哺,无计可施。

首先,我国公司的股权结构较为集中,股东会与董事会极易沦为少数股东操纵的工具。尽管优先股享有优先分红权,但只有当公司有盈利时,公司才分红,而分红的提案权属于董事会,决策权属于股东会,普通股股东往往会利用对股东会的控制而侵犯优先股股东的权益。

其次,如果当优先股股东只享有分红优先权而没有清算优先权时,那么就会产生这样一种风险:董事会采取不派发红利、将公司所得保留至清算的策略牺牲这部分股东的利益,从而将这部分股东的应得收益转移至其他股东。^[57]

最后,《指导意见》第 39 条规定“公司连续三年不支付优先股股利,优先股股东即享有普通股股东的权利”。然而该规定对优先股股东权益保护依然是不够。(1)该规定易生流弊,如果公司有意规避法律,可以通过每两年间隔一年或

[54] See, Robert W. Hamilton & Richard D. Freer, *The Law of Corporation in a Nut Shell*, Sixth Edition, West Group, p. 309.

[55] 105 R. I. 36, 249 A. 2d 89 (1969).

[56] 刘俊海,同注[26]所引文,43 页。刘教授并不是要否定优先股相对于普通股所具有的经济利益上的优先性,其意思是想强调仅靠优先股来解决中小股东分红不足的问题是不可能的。

[57] See, Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, West Group, 2000, pp. 119-120.

是部分支付等方式予以规避。^{〔58〕} (2) 当优先股股东的股权较为分散, 即使恢复了表决权, 其表决权在其行使的过程中仍会受到大股东的压制, 依然没能起到实质的影响, 此时的优先股股东就会处于一个相当不利的地位, 其不仅丧失了获得优先分红的权利, 同时其表决权也处于一种虚置的状态。

五、优先股的制度完善

(一) 发行范围向纵深拓展

目前的试点集中在上市公司, 且多为银行与资本密集型企业, 我国刚刚引入优先股, 从最成熟的公开市场开始试行是可以理解的。但试点之后优先股的发行范围须向纵深拓展, (1) 将优先股应用于国企改革, 真正推动国有企业的市场化与治理结构的规范化; (2) 取消对发行人的限制, 今后出台正式的优先股指导意见或公司法修改时不应再对发行人设定条件, 真正让创业型企业与风险投资结合; (3) 不应对投资者设定过高的门槛, 甚至是取消门槛, 因为相较于普通股而言, 优先股谈不上投资风险, 不应对投资者施加限制条件, 让优先股与广大中小投资者相结合; (4) 取消公开发行的类型强制, 《指导意见》和《试点办法》规定公开发行的优先股必须是固定股息、强制分红及可累积的优先股, 这对于发行人来说非常苛刻, 也是为什么所有发行人均选择非公开发行的原因之一, 优先股的发行与类型应属于公司章程自治的范围。^{〔59〕}

(二) 强化对优先分配盈余权利的保护

1. 引入强制公司分派股利之诉

《指导意见》和《试点试点办法》规定, 公开发行优先股的, 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。也就是说, 公开发行优先股实行类型强制, 即必须是强制派息且可累积优先股, 这种优先股能从很大程度上保护优先股股东在股息分派上的权利。然而, 目前发行优先股的全部采用非公开发行的方式, 规避了上述强制性的规定。

有学者提出特定情形下公司法应赋予中小股东强制公司分派股利之诉, 以司法权力干预公司的利润分配, 所谓强制分派股利之诉, 指当公司过分提取任意公积金而拒绝对股东分派股利或只分派很少的股利时, 股东请求法院强制公

〔58〕 宋伟、胡海洋:《优先股相关法律问题透析》,载《法治研究》,2009(9),25页。

〔59〕 如 MBCA(1984) § 6.01 与 § 6.02 即将发行具体的股份的种类及其条件授权给董事会, 即所谓“空白优先股授权条款”(Blank Check Preferred Stock Provision)。

司向其分配一定数额的股利。^[60] 公司的利润分配本属于公司自治的范围,法院的干预受到商业判断规则(Business Judgment Rule)的拘束,所以,这种诉讼很少获得法院的支持,因为法院往往将这种纠纷视为公司内部的事务而不愿积极干预。^[61] 但是,在美国,原告对董事会存在不当行为负举证责任,^[62]且只要法院认为董事会拒绝分配时带有欺诈性的权利滥用时,法院就会采取行动强制董事会宣布股利分配,^[63]至于何为欺诈性权利滥用有待法官在具体案件中认定。今后优先股的正式立法中应参照美国的经验引入强制公司分派股利之诉,当优先股股东证明股东会存在不当行为且不派息构成权利滥用时法院强制派息,这对于强调经济利益优先的优先股股东具有重要意义。

2. 优先股股东亦有提案权

通说认为,股东提案权为固有权与共益权中之少数股东权,^[64]《指导意见》规定优先股股东权利不享有《公司法》102条规定的提案权。优先股股东放弃表决权的同时是否意味着也要放弃提案权?其获得优先的经济利益是以完全牺牲所有参与公司经营管理的权利为前提还是只是触及表决权?另外,当公司决议的事项涉及优先股股东的重大利益时,如变更公司章程中关于优先股股东权利内容的规定或者有关公司根本性结构变化,即因公司合并、股份交换而产生的优先股与其他证券的交换。优先股股东是否应当具有提案权?

学理上,提案权与表决权并非不可区分,^[65]换言之,优先股股东不因不享有表决权而必然不享有提案权,二者没有必然的共生关系。美国特拉华州最高法院在 *Rolhschild v. Liggel* 与 *Jedwab v. MGM Grand Hotels* 等案中确立了这样的判例法规则:实质上优先权是合同性质的权利,因此,优先权取决于公司章程的明文规定,在普通法上,若无相反规定,所有的权利都应该是平等的,除了优先权,优先股与普通股享有相同的权利。^[66] 即在美国,无合同的特别规定,优先股也享有提案权。在股权高度集中的中国公司中,优先股股东的提案可能会不被通过,但是藉由对提案的讨论能使其他股东理解相关的内容并使经营者理解其重要性,故这一制度依然有其存在的价值,不因其不能获得通过而被抹杀。更重要的是,无表决权股东享有提案权是股东行动主义(即鼓励股东

[60] 刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,218页,北京,法律出版社,2004。

[61] 施天涛,同注[2]所引书,219-220页。

[62] Randall K. Justice, The duty of Corporate Directors to Pay Dividends, *Kentucky Law Journal*, 1999.

[63] Eshleman L. V. Keenan, 22 Del. Ch. 82, Delaware Court of Chancery July 7, 1937. 转引自杨梅:《论优先股股权的法律保护》,12-13页,对外经贸大学年硕士学位论文,2007。

[64] 柯芳枝:《公司法论》,169页,台北,三民书局,2004。

[65] 刘连煜:《现代公司法》,329页,台北,自版,2011。

[66] 参见任红:《优先股股东权保护的法律适用问题研究》,载《理论与改革》,2014(3),174页。

积极参与公司管理)与公司社会责任理论的体现,^[67]台湾“公司法”在2005年修订时增订172条之一引入股东提案权制度,随后,台湾“经济部”2008年5月9日函^[68]明确表示,“股东提案权系股东之固有权,不分普通股或特别股均有此权利”。在涉及优先股权益的事项上,优先股股东享有表决权,自应享有提案权,与普通股无异,应不生疑问。准此,优先股股东应享有提案权。

3. 专设优先股股东会与优先股董事

由于公司中存在优先股与普通股等不同类别的股东,其相互之间必然会产生权益冲突,因此为平衡不同股东之间的利益,在各国公司实践中设有优先股股东专门大会。根据优先股的定义,优先股股东不享有表决权,但当待决事项涉及优先股股东的利益时,优先股股东应当享有相应的表决权,因此,各国立法中均设有优先股股东专门大会。^[69]我国在1994年颁布的《关于执行〈到境外上市公司章程必备条款〉的通知》第九章中,专门规定了类别股东的表决特别程序,包括召开特别股东大会的条件、召集程序和表决程序等。但2013年《指导意见》仅规定优先股股东在下列事项中享有表决权:(1)修改公司章程中与优先股相关的内容;(2)一次或累计减少公司注册资本超过百分之十;(3)公司合并、分立、解散或变更公司形式;(4)发行优先股;(5)公司章程规定的其他情形。这些事项必须分别经过出席会议的普通股股东与优先股股东所持表决权三分之二以上通过,但是并未明确优先股股东的表决程序、是否单独组成优先股股东大会等事项。有人主张我国公司法应该类推普通股股东大会的规定专设优先股股东大会,^[70]从明确表决程序与保护优先股股东的表决权上考虑,该项见解应值赞同。

关于优先股在特定情形下选定“优先股董事”的规定亦有较大的借鉴意义。在美国,发行优先股的合同一般会赋予可累积优先股股东在公司一定期限不分红的情形下选举一定数量的董事会成员的权利(Contractual Voting Right to Elect Directors),^[71]如在 *Baron v. Allied Artists Pictures Corp.* ^[72]一案中,Allied公司甚至约定当六个季度不派息时优先股股东可以选举董事会的大部分成员。此权利当公司一定期限不派股息时发生,优先股股东可选举专门的董事,一旦公司派发了股息,该董事则必须辞职。这样的规定对于保障优先股股

[67] 参见林国彬:《股东提案权之行使与权利保障之研究》,载《台北大学法学论丛》,2013(2),109、208页。股东提案权发轫于美国,实践中股东的提案多与公司的社会责任相关,故学者论述时多将股东提案权与公司社会责任相连接。

[68] 台湾地区“经济部”2008年5月9日(97)经商字第09702410410号函。

[69] 如《法国商事公司法》第228-35-6条规定:“除特定情形外,任何旨在改变无表决权优先股股东权益的决议,须在得到该股东专门大会批准后,始为最终有效。股东专门大会须有一定比例的股东出席方为有效决议,并按照多数做出决定。”

[70] 高玉虎:《中国发展优先股法律制度研究》,52页,中国海洋大学硕士学位论文,2013。

[71] Jeffrey J. Haas, *Corporate Finance in a Nut Shell*, West Group, 2011, p. 433.

[72] 337 A. 2d 653 (Del. Ch. 1975).

东的权利具有重要作用,在未来的优先股正式立法时可以考虑作为任意性的规范加以规定。

六、结 论

优先股在国外的公司法实践中发挥着重要作用,而我国《公司法》却一直未明确规定优先股的发行。在金融市场发展的需要下,国务院开展了优先股的试点并对其寄予厚望,认为其是推进公司法演进和资本市场发展的重要工具,具有满足中小投资者的投资偏好、为国企二次改革提供重要工具、满足多样化的融资需求以及矫正“削足适履”的畸形司法实践等重大的制度意义。而且,随着公司法股东平等原则、资本多数决原则与资本三原则的缓和,禁止优先股发行的理论障碍已经消除。但是,近期优先股的市场实践表明,这些宏大的描述都过于乐观,优先股的试点又有演变为一场融资盛宴的危险。发行人多是银行和资本密集型企业且90%的资金流向了银行,创业型企业根本不在发行人范围内;所有的优先股均选择非公开发行,且“合格投资者”的标准太高,目前中小投资者尚不能投资优先股;同时,绝大多数优先股属于不可累积、非参与、不设回赎条款的优先股,是最原始的优先股,类型单一,其灵活性被极大的限制。

我国证券市场的使命从成立之初便是解决国企的融资困难,^[73]这便注定目前在公开证券市场上试行的优先股是一场国有企业融资的盛宴,与真正推动创业型企业发展、推动国企二次改革与增强中小股东经济利益保护的功能相去甚远。为了发挥优先股的作用,必须:拓展优先股发行的范围并将其应用于国企二次改革;不对发行人与投资者的资格施加限制,否则会限制优先股功能的发挥;优先股的类型应让诸公司自治,不应实行类型强制;为了保护优先股股东优先分派盈余的权利,应引入强制公司分派股利之诉;不应限制其提案权;应专设优先股股东会,在一定条件下可赋予优先股股东选举专门董事的权利。

(责任编辑:刘蕊)

[73] 参见林义相:《证券市场的第三次制度创新与国有企业改革》,载《经济研究》,1999(10),46页。