

优先股股东保护之 法律制度研究

李晓珊 著



中国政法大学出版社

该专著为教育部人文社会科学研究

“优先股股东保护之法律制度研究”项目成果（项目编号：15YJC820030）

优先股股东保护之 法律制度研究

李晓珊 著



中国政法大学出版社

2018 · 北京

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（CIP）数据

优先股股东保护之法律制度研究/李晓珊著. —北京：中国政法大学出版社，2018.10

ISBN 978-7-5620-8618-5

I. ①优… II. ①李… III. ①证券法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 240833 号

- 出 版 者 中国政法大学出版社
- 地 址 北京市海淀区西土城路 25 号
- 邮寄地址 北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088
- 网 址 <http://www.cuplpress.com> (网络实名：中国政法大学出版社)
- 电 话 010-58908285(总编室) 58908433 (编辑部) 58908334(邮购部)
- 承 印 固安华明印业有限公司
- 开 本 880mm × 1230mm 1/32
- 印 张 6.75
- 字 数 180 千字
- 版 次 2018 年 10 月第 1 版
- 印 次 2018 年 10 月第 1 次印刷
- 定 价 32.00 元



前 言

自 1993 年我国《公司法》伴随着资本市场的出现而亮相以来，直到 2013 年中国证监会审议公布《优先股试点管理办法》，优先股方真正成为我国法律意义上的一种股份。嗣后，在上海证券交易所、深圳证券交易所里，大量的优先股如雨后春笋般地萌发出来，它们主要分布在上市商业银行、建筑、石油等行业。不同于普通股股东经常性地以维护自身权益的形象出现在最高法院公布的指导性案例中，优先股股东似乎“缺乏”保护自身权利的诉求，因而我国最高法院至今未公布相关的指导性案例。笔者在“中国裁判文书网”上以“优先股”为关键词进行搜索，内容含有“优先股”的案件均出现在地方性法院，并且无一是以保护优先股股东权益作为诉由的。那么，是否可以得出一系列的结论：优先股股东的权益根本无需立法与司法上的考虑而基于优先股的某些特性自带保护“装置”；抑或优先股股东的权益受到了侵害而立法或司法上尚未提供救济渠道；抑或出于某些政策上的原因而无法将优先股股东维护权益的案件作为指导性案例公布；抑或自 2013 年《优先股试点管理办法》适用至今尚仅五年时间，优先股的投资周期大多还未结束，矛盾尚未凸显出来。但无论是哪一个结论的猜测，总绕不过一个

事实，即优先股的股东在发达国家的资本市场上曾被发行公司伤害得体无完肤而无人愿意成为易受伤害的优先股持有者，最终导致优先股在资本市场上的沉寂。更何况，基于伯利和米恩斯的委托-代理理论，在我国的上市公司中、在普通股股东与优先股股东之间，公司内部的利益冲突总是无处不在。即使在今天的美国，优先股法律制度几经立法、司法判例的磨砺，优先股股东的保护已经形成较为成熟和完整的体系，但是，仍然有大量优先股股东维权的案例出现。因此，优先股股东保护作为一个立法和司法上的命题，是具有一定的前瞻性和现实意义的。

鉴于我国案例的缺乏，本书选取了美国和法国的优先股股东维权的案例和立法例作为比较研究的对象。笔者发现，尽管优先股制度从美国引入，但相较于美国法，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。这种制度上的差异源于公司法的理念不同。在法国，公司被看成是一种可以“产生法人”的合同。但是，亦有法国学者认为，从合同角度看待公司也存在问题。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，公司首先是一种制度，其次才是一项合同。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。而美国学界将公司视为一种契约束，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。美国的判例还区分了优先股股东控制公司董事会和

普通股股东控制公司董事会的情况。在优先股股东控制公司的董事会时，适用公司法应当要求公司的董事对普通股股东负担信义义务；在普通股股东控制公司的董事会时，对优先股的优先权利的保护应当根据双方的投资协议而适用合同法，对优先股等同于普通股股东的权利的保护应当要求公司的董事对优先股股东承担信义义务。

我国的优先股制度在投资的适格主体、发行手段和优先股的优先权等方面受到立法的诸多掣肘。立法并没有赋予投融资双方以权利义务灵活组合的自由，即我国没有类别股制度。但我国的优先股股东仍然在分红权、退出公司的机制、知情权、公司的并购、表决权等方面存在权利易受侵害的风险，商业银行的优先股股东尤其要面临更多的制度上的风险。另外，我国国企的股份制改革正在酝酿引入优先股制度，国有股份在优先股化、还原企业的市场主体地位的同时，也遭受着国有资产流失的威胁。因此，中央提出了特殊股份管理制度。本书拟针对上述问题一一作出回应。

内容摘要

19 世纪，优先股在美国萌芽，今天，它作为一种较为成熟的融资手段出现在诸多国家的资本市场。我国法律于几年前认可了优先股。自 2014 年 3 月 21 日我国证监会发布《优先股试点管理办法》以来，截至 2018 年 5 月底，共有 44 家公司发布了优先股发行预案，其中 26 家为 A 股上市公司，18 家为非上市公司。在 26 家发行优先股的 A 股上市公司中，18 家为银行，其余 8 家为非银行类企业，包括基建类、能源类等企业。而在 18 家发行优先股的非公众公司中，除 1 家齐鲁银行外，其余 17 家均为非银行类企业，主要集中在资金管理以及通信技术领域。

通过分析我国优先股的发行情况，可以看出我国优先股的发行主要集中在国有上市企业，而且集中在资本密集型的商业银行中。但优先股的设计条款缺乏灵活性，几乎所有的优先股品种都没有赎回条款，可累积参与的优先股发行比例很低，与优先股制度设计的初衷相比，灵活性大打折扣。我国司法上尚未出现优先股股东权益保护的相关案例，最高法院更没有公布相关的指导性案例，但是优先股股东权益的保护无论是在早期的萌芽阶段还是在高速发展阶段都是一个值得探讨的命题。更

重要的是, 优先股股东权益的保护并不是孤立存在的, 对优先股股东的保护应当保持克制, 一定要同时兼顾普通股股东的利益, 原因在于, 当优先股股东控制着公司的董事会时, 也可能出现侵害普通股股东利益的机会主义风险。而公司中各方利益冲突的现实本就要求立法和司法者作为公司的外部调控力量对公司内部的利益平衡做到有限度的介入、平衡, 基于各方利益冲突的现实所延伸出来的公司内部利益平衡的理论, 也是在论及优先股股东权益保护时的基石。我国的优先股制度还负有另一个重要的使命, 即在国企的股份制改革中, 部分国有股份需要优先股化, 在传媒等国有企业中, 还要实行特殊股管理制度。本书拟通过四章对上述问题进行深入的分析。

在第一章中, 本书论述了优先股的概念、类型、历史起源和发展, 随后, 以法国优先股制度和美国优先股制度的比较研究作为切入点, 对优先股的制度功能进行了深入的比较分析, 讨论了优先股在美国和法国的资本市场上的被接受度存在差异的原因。本章还继续回应了如下问题: 优先股作为重要的融资手段, 在资本市场上书写了引人瞩目的历史, 其制度功能应当从哪些角度进行解读? 优先股股东的权利究竟是法定的还是合同约定的, 具体涵盖了哪些内容? 最后, 本章对我国的优先股制度进行了纵向的梳理, 并对搜集的上海证券交易所和深圳证券交易所的优先股发行的相关信息进行了统计和分析。

在第二章中, 本书从多个角度比较充分地剖析了优先股股东权利受到侵害的情况。主要体现在公司并购时, 优先股股东的权益容易受到掌握着公司董事会的普通股股东的侵害, 无论从公司法的视角还是从合同法的视角, 优先股股东都难以避免在并购对价和并购利益方面无法获得公平对待的境遇。优先股的退出机制主要包括优先股的赎回、转换成普通股和异议股权

回购三种方式。优先股的退出机制存在着制度上的障碍，退一步讲，即便制度上的退出渠道在某些方面是畅通的，优先股股东也可能面临其股票价值被贬损的风险，当然，本书也关注到优先股在赎回时，普通股股东可能面临的价值被赎回举动所掏空的风险。优先股表决权的保护涉及两个方面的问题：一是优先股的类别表决权；二是优先股的表决权恢复问题。优先股的类别表决权的程序、生效要件、适用范围等均存在着立法上的缺憾；在优先股的表决权恢复方面，依照何种标准来计算优先股表决权恢复后的表决权额尚未获得较为客观科学的认定，优先股表决权恢复的触发条件过于单一，没有考虑到优先股存在累积优先股和非累积优先股之别。目前《优先股试点管理办法》的相关规定未能解决优先股表决权的制度缺陷：一是公司董事会有权决定是否向优先股股东支付股息；二是当条件成就时，优先股股东仅仅能够恢复表决权，但是能否掌握公司的控制权，则没有任何法律依据。在优先股的优先分红权的保护部分，本书详细分析了几种情况：公司的可分配利润的留存仅仅是为了普通股股东的利益时；普通股股东作出决议留存公司的可分配利润是为了公司的整体利益时；出于任何的个人动机的利润留存时；优先股的优先分红权如何获得最充分的表达。本书分别作出了回应。当然，由于优先股在公司利润分配中的优先性和稳定性，尤其是可累积优先股，可能会给公司造成较大的财务负担，最终损害在公司经营中承担更大风险的普通股股东利益。商业银行发行优先股在我国资本市场上具有显著的融资和抗风险的价值，但是，商业银行发行的优先股既无法主动退出，也无法获得强制性分红，甚至对于被欠付的股息也无权获得。这种对商业银行的利益的过度倾斜和保护，是出于对提高商业银行资本充足率和加强其抗风险能力的考量。

第三章论述了两个问题，一是梳理了大陆法系和英美法系关于优先股制度的规定；二是优先股股东的保护究竟应当通过何种理论视角来实现？是契约保护的视角还是要求普通股股东及其所控制的董事会对优先股股东负担信义义务的方式？

第四章是以我国的国有企业股份制改革为脉络对优先股制度、黄金股制度和特殊股份管理制度等进行详细的论述的。本章在肯定优先股制度在国企改革的融资、国有资产的保值增值和发展混合所有制经济的优势的同时，也对优先股、黄金股注入国有企业提出了具体的制度构想，并且提示了国有股份进行优先股化时可能面临国有资产的流失的巨大风险，提出了将国有企业分类改制并优先股化、引入能够保持政府对国有企业的最终控制权的“黄金股”制度和在传媒等特殊领域的特殊股管理制度。

通过对国内外的立法例和判例的比较分析，并且兼顾考量我国国有企业改革的特殊背景，本书力图从全方位的角度解读“优先股股东保护”这一命题，但更深层次的写作目的，应当是还原公司内部利益冲突的现实状况并提出可能的解决方案，并且尝试着将相关制度风险降到最低，以完成优先股为我国的资本市场和国有企业的股份制改革助力的历史使命。



目 录

CONTENTS

前 言	1
内容摘要	4
 第一章 优先股法律制度概述	1
第一节 优先股的概念及类型	1
一、优先股的概念	1
二、优先股的类型	5
三、优先股的历史起源和发展	8
第二节 优先股制度的理论背景——兼论美国 and 法国	
优先股法律制度之理论基础	13
一、问题的提出	14
二、“失意”的法国优先股制度	15
三、美国优先股制度——类别股之典型	23
四、我国优先股制度之可预见性的问题及应对	31
第三节 优先股的制度功能优势	33
一、融资优势	34
二、成本控制角度	40



第四节 优先股股东的权利	43
一、共益型权利	44
二、自益型权利	52
第五节 我国优先股的相关法律制度及适用	55
一、我国优先股的历史沿革	55
二、优先股在中国的发展适用	59
第二章 优先股股东保护中的若干问题	63
第一节 公司并购中的利益冲突	63
一、问题的提出	63
二、美国优先股股东保护的法理基础之辨析——优先股 处于公司法与合同法的断层之上	65
三、优先股的保护与公司控制权	69
四、对我国优先股股东保护的启示	72
第二节 优先股退出机制中的权益保护问题	75
一、优先股赎回时的优先股股东保护问题	75
二、优先股转股时的风险	81
三、优先股回售时的保护问题	82
第三节 优先股股东表决权的保护问题	85
一、优先股类别表决权的立法评析	85
二、优先股类别表决权容易受到侵害	88
三、优先股股东表决权恢复问题	96
第四节 优先股股东的优先分红权的保护	104
一、优先股股东的优先分红权所面临的侵害	104

二、优先股的优先分红权可能损害普通股尤其是 中小普通股股东的利益	108
三、优先股在优先分红权上的完善——强制分红 制度的引入	109
第五节 商业银行中优先股的保护问题	112
一、商业银行发行优先股的意义	112
二、我国商业银行中的优先股面临的风险	114
三、降低商业银行优先股股东受侵害的风险的建议	116
第六节 优先股股东与普通股股东的利益冲突的原因 ..	117
一、优先股自身的特有属性是两者利益冲突的基本原因 ..	117
二、基于优先股和普通股的信息不对称问题而产生的 委托—代理问题	119
第三章 优先股股东保护之理论与实践	121
第一节 国外法律规范对优先股股东的保护	121
一、英美法系优先股法律制度	122
二、大陆法系优先股法律制度	131
三、英美法系与大陆法系优先股制度评述	140
第二节 优先股股东保护的理論路径	143
一、信义义务理论	143
二、契约保护的理論视角	148
第四章 国有企业中优先股的适用问题	157
第一节 我国国有企业的治理困境	157
一、我国国有企业背景概述	158
二、国企分类治理的困境	159



第二节 优先股在竞争性国企改革中的制度功能	162
一、优先股成为国企融资的重要渠道	162
二、优先股在国有股减持和防止国有资本流失之间 实现了利益的平衡	163
三、优先股有利于国有资产保值增值	163
四、优先股有利于更好地发展混合所有制经济	164
第三节 优先股、黄金股注入国有企业的制度构想	165
一、适用优先股制度的国有企业的类型	165
二、明确国有优先股保值增值的价值导向	167
三、发达国家的黄金股法律制度及对我国的启示	171
第四节 国有优先股股东的保护	178
一、从契约理论角度保护国有优先股	178
二、从公司治理的视角探讨对国有优先股的保护	181
结 论	186
参考文献	190



第一节 优先股的概念及类型

一、优先股的概念

(一) 优先股源于股东异质化

发行股份是公司融资的主要方式之一，公司通过股份的发行吸引资金用于公司运作，股份的购买者获得股东身份从而参与公司表决、分享公司收益并分担经营风险。虽然绝大多数股权投资的目的都是为了获取收益，但是事实上由于股东异质化的存在，即使是投资于同一公司的股东，其投资的目的和需求也不尽相同。一是股东的目的因人而异。一部分股东倾向于在短期内能够使投资获得高额收益而不在乎所投资的领域和项目是否是高风险的，另一部分股东则倾向于选择稳定持久的收益项目和领域，二者在风险偏好上存在明显的差异；二是股东在参与公司治理时很难表现出同质的能力，因此股东难以将自己的偏好适当地“输入”到集体决策的过程当中^{〔1〕}。

更具体地来讲，根据现代股东投资目的的不同，阿纳巴塔维教授（Iwan Anabtawi）将其划分为相对应的五组：短线股东与

〔1〕 参见冯果：“股东异质化视角下的双层股权结构”，载《政法论坛》2016年第4期。

长线股东；多元化股东与非多元化股东；内部股东与外部股东；公众和工会养老基金股东与营利性股东；套利型股东与非套利型股东^{〔1〕}。与目的多样化的投资者相对应，公司为了在迎合投资者的目的和需求的同时获得更多的投资，就寻求对普通的股份制度的变更，例如对于希望所投入的本金获得固定收益的投资者，可以在公司有可分配盈余的情况下赋予他们的股份以固定的收益权；对于希望确保投资安全的投资者，可以赋予他们在公司破产清算时优先于其他股份分配公司剩余财产的权利。与此同时，公司将削减他们股份中的参与表决权作为固定收益及安全性的补偿，由于这部分投资者侧重于收益的稳定而不侧重于公司决策的参与，因此这样的设置兼顾了公司及投资者双方的利益需求，可以为公司吸引更多的投资。这部分经过了制度变更的股份较普通的股份有一定的优先权利，这就是我们所讨论的优先股。

（二）优先股的双重属性难以对优先股进行完整的界定

公司所发行的股份可以依照股东享有权益和承担风险的大小分为两类，即普通股与特别股。而特别股作为享有某种特别权利或者承担某种特别义务的股份又可进而划分为优先股及劣后股等类别股，其中较普通股享有更多权利的股份即为优先股^{〔2〕}。我国证监会于2014年颁布的《优先股试点管理办法》（以下简称《管理办法》）第2条也对优先股进行了界定：本办法所称优先股是指依照《公司法》，在一般规定的普通种类股份之外，另行规定的其他种类股份，其股份持有人优先于普通股

〔1〕 ImanAnabtawi, "Some Skepticism about Increasing Shareholder Power", *UCLA Law Review*, Vol. 53 (2006): 564. 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年第3期。

〔2〕 参见赵旭东主编：《公司法》，高等教育出版社2006年版，第345页。

股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制。基于此，优先股相较于普通股而言具备三个特点：首先，优先股能够优先分配利润；其次，公司破产清算时，优先股可优先分配公司剩余财产，位次列于债权之后、普通股之前；最后，优先股一般情况下没有表决权，不能参与公司决策。

然而，上述特点并不能对优先股进行完整的界定。“相较于普通股享有优先权利”是优先股的基本特征，而至于具体在哪些方面享有优先权则更多地取决于各国法律及公司章程的规定，并不限于上述特点中所指出的几种优先权。正如 Charles R. Korsmo 所指出的：“优先股长期以来被认为是一种‘异常证券’。事实上，优先股并不是一种单一的东西，对于优先股来说也并没有柏拉图式的理想。在每一次发行的优先股中，我们都没有发现任何单一的特征或一系列特征能够用来定义优先股。相反，伴随优先股的任何特定股份所有权的只是发行公司的章程中所规定的权利。”〔1〕

优先股之所以难以进行完整的界定，一定程度上是由于优先股性质的争议。优先股是在普通股的基础上进行权利义务的变通而形成的股份，因此其毋庸置疑地具有股权的性质。而与此同时，优先股股东将资本交给公司，但又约定了满足一定期限时可以赎回；优先股股东名义上是与公司共负盈亏的主体，但实际上其可按期获得固定的收益，不受公司经营状况的影响，且破产时可优先受偿。这些特征使优先股展现出了类似于基于合同而形成的债权的性质。美国宾夕法尼亚大学的 William W. Bratton 教授指出：“股东是公司性质的，债权人是合同性质的，他们的法律待遇之间有一道众所周知的墙，而优先股就在这道墙边。

〔1〕 Charles R. Korsmo, “Venture Capital and Preferred Stock”, 2013, 78 *Brook. L. Rev.*, p. 1163.