

优先股股东优先认购权的保护

王远明 李燕

(湖南大学, 湖南省长沙市, 410082)

摘要: 优先认购权对优先股股东维护自身权益至关重要。应在法律中明确优先股股东的优先认购权主体地位, 并制定相关措施予以保护。优先股股东优先认购权的客体应仅限于公司新发行的优先股。公司在一定的条件下可以排除优先股股东的优先认购权, 但是法律对排除优先股股东优先认购权的形式和实质要件要作出相应规定。我国可以用新股发行决议无效或可撤销之诉以及损害赔偿诉讼来救济受侵害的优先股股东优先认购权。

关键词: 优先股; 优先认购权; 排除要件

中图分类号: D9 号 **文献标识码:** A

一、优先股股东优先认购权的行使

(一) 股东优先认购权的价值考量

公司作为具有独立人格的市场主体, 拥有自己的财产, 在运行过程中为了扩大经营或者实现特殊目的需要发行新股, 筹集资金。股东优先认购权是指在公司将要发行新的股份时, 原有股东有权按照现有持股比例先于第三人进行新股购买。^[1] 优先股股东的优先认购权即其按自己现有优先股持股比例先于其他人认购公司将要发行的新股的权利。现代公司再融资主要通过配股和增发新股来实现, 由于配股是指公司根据一定条件和程序向既有股东按比例发行新股筹集资本以保护股东在公司原有利益格局, 所以本文将配股作为实现股东优先购买权的一种方式看待, 不再单独讨论。

各个国家在普遍承认股东对于公司新增股份具有优先认购权的前提下, 基于自身国情设计了富有特色的优先认购权制度, 这些国家的股东优先认购权立法根据法律规定的不同大体可以分为固有权、相对固有权和非固有权三种立法模式。我国台湾地区实行的是固有权模式, 其公司法规定公司发行新股应当通知原股东, 原股东放弃认购的股份才允许公开发行或者由其他人认购。^[2] 德国、法国和韩国实行的是第二种模式, 都在公司法中明确规定股东在增资时享有优先认购权, 但每个国家允许章程进行排除的强制性程度不同。德国只有在股东大会表决增资决议时才可以排除这项权利, 且排除优先认购权要符合法定的程序要件和实体要件; 韩国公司的章程中可以做出剥夺股东优先认购权这方面的约定, “但需要合理理由。”^[3] 我国和美国实行的是非固有权模式, 我国规定由股东大会对既有股东是否有权优先认购新股做出安排; 美国在法律中未强制赋予股东优先认购权, 而是授权公司章程可以对是否排除股

东这一权利做出安排。

每个国家立法的出发点都是在考虑本国文化传统、社会现状和现实需要的基础上通过法律调整生产生活中形成的重要关系，在价值考量的基础上设计各项制度以平衡出现的利益冲突。综合各国立法例和司法实践来看，各国立法关于股东优先认购权的价值考量体现为以下两点：

一是公司融资需求和股东利益保护之间的价值平衡。公司的营业活动和投资都需要资金，股东追加投资是增加资金的一个重要方式，为了满足特定的经营目标或目的，公司通过发行新股在短时间内募集资金，而新股的发行对公司老股东的权益有着很大的影响。一方面既有股东需要维护其以表决权为代表的共益权。现在公司制度下，公司所有者主要通过行使自己的表决权参与公司管理和经营，增发新股会在一定程度上稀释既有股东的持股比例，事实上降低既有股东在公司的影响力，减少其拥有的比例性利益。另一方面既有股东需要维护其以利益分配为表现形式的自益权。为吸引投资者，新股发行价格往往低于股东同期持股成本，且新股会摊薄公司所有者权益和公积金造成公司股价下跌。公司的发展需要资金，发行新股在这一点上显得尤为重要，而公司为保证股东优先认购权的实现需要历经繁琐的程序，这会影响到筹资的便捷和效率，甚至有可能导致公司无法筹集到所需资金。在公平和效率发生冲突时，立法要进行价值考量并解决好利益冲突。

二是公司大股东、中小股东和实际经营者利益保护之间的价值平衡。资本市场占据强势地位的大股东侵害弱势中小股东权益的事件层出不穷，在资本多数决原则下，他们可以支配公司股东大会以影响公司经营者的决策，而公司经营者往往代表大股东利益或者存在自己的私利，容易在决策过程中漠视代表少数人的中小股东利益。公司制度发展至今，已不对多数决原则盲目遵从，中小股东和大股东、经营管理者相比，是弱势一方，在公司增资过程中容易受到排挤，优先认购权可以帮助中小股东维持其原有地位，保持公司原来的利益分配格局。

在对利益冲突进行价值衡量后，各国立法做出了不同的规定，如我国台湾和德国则特别注意保护股东的优先认购权和中小股东利益，而美国则将公司融资需求的满足放在更重要位置，将优先认购权的决定权交给了占据有利地位的大股东和公司经营者，之所以会出现不同的立法规定，与各国不同的政治、经济、文化和法律环境息息相关。

（二）优先股股东优先认购权主体的适格性分析

优先认购权对股东维护自身权益至关重要，但是如前文所述，优先股作为公司发行的类别股的一种，与普通股和别的类别股在权益方面存在很多不同，那优先股股东是不是具有作为优先认购权主体的适格性？对此，学界争议很大，也出现了不同的立法例。

持否定观点的理由为：优先股股东的股利和对公司剩余财产具有的优先受偿权不会因公司增资扩股而受到影响。首先，公司增资扩股引入新股东会降低老股东的持股比例，而且在公司利润不变的情况下，增发新股会减少老股东的分红比例和可分配到的剩余财产，赋予老

股东优先认购权是为了稳固老股东在公司的成员地位,避免因股份的稀释而改变公司原表决里对比格局和利益分配格局。其次,公司增资扩股如果为公司带来机遇,使得公司盈利增加,为维护股东公平获取利益的机会,老股东应享有配股权和优先认购权。但是,优先股股东享有的是固定股息收益,因没有表决权或表决权受到限制而不会有比例性利益的损害,也没有剥夺它可能获得的利益,其权益并没有受到损害。所以,上面两个理由均不适用于优先股。

持肯定观点的理由有:第一,对新增股份优先认购是所有股东的固有权利,是其成员权不可分割的组成部分,不能被任意剥夺。优先股股权是一种股东权利,优先股股东为维护利益有权获得与其原持股比例相对应的新股份。第二,股东平等原则。根据此原则,优先股股东所享有的权利同普通股股东并无不同,这两种股份均应当赋予法定的优先认购权。第三,增发优先股的情况下,会稀释优先股股东的持股比例,使得原有优先股股东在优先股股东大会上的影响力和支配力减弱,在公司利润不足以支付所有优先股股利时,也会减少他们的分红比例和可最后可能分配到的剩余财产,只有承认优先股股东的优先认购权,才能使其成员地位和财产控制力得以保持和稳固。

从国外有关立法例来看,一般都认为优先股股东和普通股股东均是适格的优先认购权主体。《法国商事公司法》直接在法律中规定公司增资扩股时优先股股东享有优先认购权¹;德国公司法规定在没有类别股股东同意的情况下,通常不应该改变其股份参与关系;韩国商法典规定应经类别表决的事项之一就是在进行新股认购时向普通股股东分配了比优先股更多的股份。美国商业公司法规定,不享有普通投票表决权但却享有优先取得分配或资产权利的任何类别股份持有人,对任何类别的股份均不享有优先购买权。可以看到,美国并不认可优先股股东具有法定的优先认购权,但是美国多数州的公司法将决定原优先股股东是否享有此权力的决定权授予了公司章程,同时优先认购权几乎写进了每一个机构投资者与企业的风险投资合同。

优先股股东基于对公司的信任和目标一致,购买公司优先股,从而享有公司股权,在股权的存续过程中,其具有维持自己股权的比例价值和经济价值的需要。虽然优先股股东只是拥有受限的公司治理参与权,也可以相对固定地从公司获取收益,但是一旦发行新的股份,公司的原有表决权格局和利益分配格局就发生了变化,势必会影响到优先股股东的利益分配;在股份受到稀释的情况下,优先股股东要怎么去维持自己的原有利益格局?特别是公司如果增发优先股的情况下不能行使优先认购权的话,原优先股股东的优先序位受到侵犯后完全可能因公司利润不足而不能获得固定股息,其参与公司治理的一些权能也会受到限制。优先认购权对优先股股东维护自身权益至关重要,应在法律中明确优先股股东的优先认购权主体地位,并制定相关措施予以保护,尤其是在大股东可以肆意侵害不受重视的中小股东权益的中国更该如此。下文均以优先股股东享有法定优先认购权作为论述前提。

1 《法国商事公司法》第 269 条规定,在以货币出资进行增资时,无表决权优先股持有人,按照与普通股东相同的条件,享有优先认购权。

（三）优先股股东优先认购权的客体适格性分析

一般而言，优先认购权的客体是公司筹集资金而新发行的股份，然而当公司发行新股进行增资时，在公司存在数种股份的情况下，可能发行数种股份之一种或者几种股份同时发行，对于新发行的股份，优先股股东优先认购权行使的对象是及于公司各类新发行股份还是仅限于优先股？对此，有必要进行一番探讨。

一般认为，发行普通股，可以为优先股股东调整投资结构、分散投资风险提供机会，发行新的优先股可能会影响原有优先股股东的利益，这时候优先认购权可以起到平衡利益的作用。^[4]无论公司发行的新股是普通股还是优先股，如果优先股股东可以行使优先购买权，可以更好的保护原优先股股东权益。但是正如前文所述，保护优先股股东权益应遵循以公司效益为导向的同时兼顾优先股股东利益诉求的价值取向，如果片面追求优先股股东权益保护而忽视公司的效益，可能造成矫枉过正、顾此失彼的局面。

由于以上原因，世界各国的立法一般都在承认优先股股东的优先认购权的同时对其行使对象进行了一定限制。《法国商事公司法》规定，如果公司发行新的优先股，特别股东大会可以根据优先股股东大会的决议赋予优先股股东以同样的条件按比例认购这些新的无表决权但权利相同的股份的权利。《日本公司法典》第108条的规定：某种类别的种类股股东可以向该股份公司请求取得该股份。德国公司法第186条第1款规定：公司发行“年轻的”股份时，既有股东以其原始股份对新股份拥有一个对应的法定优先认购权。^[5]美国一些州的现代公司法规定优先认购权只存在于同种股份之间。^[6]《欧盟第2号公司法指令》则是以表明其他类别股份股东只享有后位优先权的方式间接传达了优先股股东优先认购权的对象为新发行的优先股这样一个立法主张。国外学者提出，如果允许公司随意发行新的优先股则会导致其逐渐退出资本市场，20世纪30年代的优先股股灾即是典型实例，优先股股东如果要保住自己的投资地位则要确保自己保持原来的地位。^[7]以上可以看出，各国公司法和学者观点均指向优先股股东对新发行的普通股不享有优先认股权，笔者赞成做出这样的规定，这种做法符合公司利益，适应公司发展需要，能真正发挥优先认购权的作用。优先认购权的本意是维持股东在公司的既有利益分配格局，不允许大股东通过操纵股东大会等形式侵犯中小股东权益，以保持公司管理稳定，防止股权进一步集中。如果法律规定优先股股东可以优先认购普通股股份则会打破公司原有局面，让普通股股东难以维持原来的比例性利益，优先股股东因此也可以出席股东大会并全面参与公司治理，这有悖于优先股设立初衷和股东平等原则本意。优先股股东的优先认购权是为保护其权益而设，但是不能因此破坏公司治理结构，给公司经营上造成混乱。所以，优先股股东优先认购权的客体应仅限于公司新发行的优先股，但是可以允许公司章程自由规定优先股股东对别的类别股股东未行使优先认购权的股份是否享有优先认购权。

但是，如果在优先股表决权恢复期间股份企业要增发新的普通股的情况下，优先股股东此时是否应当享有法定的优先认购权？笔者认为在这种情况下，优先股股东的权利与普通股

股东并无不同，而是依自己的股权比例享有一切权利，也没有任何优先权。如果公司新增普通股，而只允许普通股股东优先认股，则会进一步削弱优先股股东在公司的持股比例，公司普通股股东难免利用这一点不断扩大自己在股东大会上的影响力，最终达到排挤优先股股东，不分或少分股利，侵害优先股股东权益的目的。所以，在优先股股东恢复表决权的情况下，应贯彻股东平等原则，赋予其对新增普通股以优先认购权，有的国家虽然规定普通股对新发行的优先股股份不享有优先认购权，但是却规定其对新发行的可转换优先股享有优先认购权也是同样的道理。

（四）优先股股东优先认购权的转让

优先认购权是股东的一项权利，优先股股东可以选择行使，也可以放弃，但是公司一般会以低于市价的价格发行优先股，若股东放弃对新增股份的优先购买权，则其享有的权益会受到减损，且有的时候优先股股东的弃权行为并不是完全基于自愿，这就客观上造成了对既有股东的损害，为减轻既有优先股股东的损失，一方面应当规范增发优先股的定价，另一方面也要允许新股认购权证书进行自由转让。配股作为股东优先认购权的一种行使方式多数国家的资本市场允许配股权证自由流通。

二、优先股股东优先认购权的排除

因向社会公众公开发行优先股或者定向发行优先股天然具有高效、融资额大、成本低和有利股权分散的优点，还可以达成某些特定目的，所以应当允许公司在一定的条件下排除优先股股东的优先认购权，但是如果法律对排除优先股股东优先认购权的形式和程序要件不作相应的规定，则公司普通股股东和管理层可能滥用权利侵害优先股股东权益。对此，德国公司法允许但也只许股东大会在增资决议中一并排除股东优先认购权，我国台湾地区则不允许这种行为，但也规定了大量的例外，使得新股认股权不必然和股东身份相联系。而日本公司法虽坚持配股自由原则，但仍设置相应制度限制以不正当低价发行新股的行为。对于排除优先股优先认购权这个问题，德国法上的相关经验值得借鉴。

（一）优先股股东优先认购权排除的形式要件

德国公司法规定在排除优先认购权的增资决议通过以前，不可以向第三人保证优先认购权，通过以后，也只有排除或保留优先认购权的前提下才可以向第三人保证，”。^[8]荷兰《民法典》规定，闭锁公司可在公司章程中规定限制股东大会排除股东优先认购权的权利。^[9]

我国公司法未对优先认购权的排除做出规定，只是规定由股东大会决定相关事宜，实践中大股东常常利用其支配地位来排除股东的优先认购权，配股也演变成为公司圈钱的工具。所以，立法应当对排除优先股股东优先认购权的行为做出严格限制：公司增发优先股的提案中要用专章条款对优先股股东法定的优先认购权作出明确安排，如果提议排除优先股股东法定优先认购权时要说明理由、明示增发的数额、定价以及定价依据，并经股东大会特别表决

通过,且此增发优先股提案的内容应在优先股股东大会就此事类别表决前通知所有优先股股东,并经优先股股东大会特别表决同意,会上董事会要就排除优先股股东优先认购权的出发点、理由、可能产生的影响提交书面报告并作出口头说明,并回答优先股股东的质询。新股的发行往往会对公司股票的市场价格产生影响,所以,董事会也就有必要对新股发行的定价依据和筹集资金的用途予以解释。^[10]

(二) 优先股股东优先认购权排除的实质要件

德国公司法规定排除优先认购权的实质要件为必须基于公司的特殊利益,有利于公司目的实现;必须是必要的和适当的,即通过既有股东行使认购权不能实现此次发行新股的目的;满足利益的均衡性要求,即既有股东因此所受损失应小于公司所获利益,如果排除优先认购权使得少部分老股东利益受损,则应对少数股东进行补偿。

结合国外立法和国内立法传统和现状,笔者认为我国一项增发优先股的提案如果要排除优先股股东的优先认购权应具备以下实质要件:首先,应是为了公司利益,排除股东优先认购权的增发优先股提案表决通过的原因不能是因为受到了董事会的欺诈、胁迫或隐瞒,且控股股东不能因此获得私利或不当得利。其次,基于优先股发行目的考虑,排除优先股股东优先认购权是必要且正当的,即是唯一能实现目的做法,对此法律可以以概括加列举的方式予以明确规定。以下发行优先股的情形中排除优先股股东优先认购权一般认为是必要的:为实行股权激励而向公司内部职工发行;因公司上市而增发;因吸收合并需要向目标公司用于支付对价而发行;为注入优质资产、扩大公司生产经营进行资产收购而向目标公司发行用于支付对价的优先股;为实现公司债权人转换权或为实现认股权而发行;当公司为实现特殊利益而以实物为对象发行,不过此等情形下要对实物的实际价值进行有效评估,确保对价和实物价值之间处于均衡,谨防劣质资产注入到公司。最后,从影响来看,此次优先股发行对公司生产经营的正面影响和作用应显著大于排除优先股股东优先认购权的负面影响。此外,由于大部分公司的优先股可以在市场自由流通,股东可以在市场上购入一定数量的优先股以维持自己的持股比例,且上市流通股具有严格的信息披露制度,市场可以为股东行使表决权提供很好的参考,从而降低因信息不对称所带来的风险,所以为提高公司资本运作效率,对于上市交易的优先股如果是货币增资的情况下,只要增资不超过已发行优先股的20%且发行价格与市价基本持平,优先认购权的排除就只需要满足形式要件。

三、优先股股东优先认购权的救济制度

为了方便公司筹集资本,提高经营效率,当前各国公司法的立法趋势是赋予公司更多的自主权去决定是否排除股东的优先认购权,但董事会往往代表着普通股股东利益,同时董事会也容易利用关联交易等方式为自己谋取私利,优先股股东的优先认购权极易受到普通股股东和公司董事会的侵害,因此,有必要为其提供适当的救济方式,以维护好公司和优先股股东利益。各国公司法均为股东优先认购权的保护设计了具体的救济制度,有的还颇具特色,

如日本新股发行无效之诉和不存在之诉,英国的不公平损害救济,美国的董事违反信义义务之诉,德国的股东大会决议瑕疵诉讼、忠实义务。立足于我国司法实践和立法传统,笔者认为我国可以用新股发行决议无效或可撤销之诉以及损害赔偿诉讼来救济受侵害的优先股股东优先认购权,此外根据我国证券法规定,实践中证监会可以对不符合法定条件和程序的新股核准发行予以撤销,在现阶段这种行政救济方式也可以发挥一定的作用。

(一) 优先股发行决议无效或可撤销之诉

由于在我国发行优先股的决议由股东大会作出,所以优先股股东在其优先认购权受到侵害时可以提起的诉讼是股东大会决议无效或可撤销之诉。此外由于目前我国没有建立优先股股东大会制度,所以本文将在股东大会决议无效或可撤销之诉中对类别表决瑕疵的救济一并讨论,不再进行优先股股东大会决议无效或可撤销之诉的专门讨论。

提起优先股发行股东大会决议无效或可撤销之诉的适格原告应是公司的董事、监事、或者优先股股东;适格被告是公司。提起股东大会决议无效之诉的事由可以是股东大会决议违反法律或者行政法规的强制性规定,或者未就优先股发行事宜召集股东大会进行表决,或者未经类别表决,或者表决通过比例没有达到法律要求,或者会议决议内容与股东表决通过的内容不符,或者股东的签名系伪造,但均以对优先股股东的优先认购权造成了损害为限制性条件。提起股东大会决议可撤销之诉的事由可以是公司法第二十二条第二款规定的情形²或优先股增发的提案表决通过系因董事会的欺诈、胁迫、重大隐瞒或恶意串通,或优先股以不合理低价发行,或排除优先股股东优先认购权不是为了公司利益考量或者有损害公司利益之虞,或有证据证明公司股东大会决议侵害了优先股股东优先认购权的其它情形。股东大会决议可撤销之诉应设置一个较短的诉讼时效,以规定原告应在知道或者应当知道决议内容之日起 60 天内提起诉讼为宜。法院受理案件后,如果新股发行还未结束,原告可以申请法院通知被告或者第三人中止新股发行,在原告提供担保后,法院经审查确认原告中止新股发行的理由成立,并有相应证据支撑,应通知被告或者第三人公司中止新股的发行。如果原告在此次诉讼中胜诉,即增发优先股的股东大会决议被法院的生效判决宣告无效或被撤销,效力及于公司所有股东,法院还可以根据原告诉讼请求判决公司股东大会重新就优先股增发事宜做出决议;原告败诉的风险自担。

(二) 损害赔偿之诉

如果公司增发优先股的行为侵害了优先股股东的优先认购权,则其可以向法院提起损害赔偿之诉,以救济自己受到的损失。损害赔偿之诉的原告只可能是优先认购权受到侵害的优先股股东;因控股股东可能利用自己的支配地位操纵股东大会,公司的董事、监事或者高级

2 公司法第二十二条第二款:股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程,或者决议内容违反公司章程的,股东可以自决议作出之日起六十日内,请求人民法院撤销。

管理人员在决议的形成和执行过程中可能违背自己的忠实和勤勉义务或者违背股东平等原则不平等对待优先股股东,所以可能损害优先股股东优先认购权的主体:公司、控股股东、董事、监事、高级管理人员都是损害赔偿之诉的适格被告;损害赔偿之诉的后果只及于原告一方,不会对其它股东产生影响,而股东大会决议无效或可撤销之诉可能造成公司决议被宣告无效或撤销的后果。

股东提起损害赔偿之诉可以请求侵害自己优先认购权的一个主体承担侵权损害赔偿或几个主体共同承担责任,但是诉讼的后果只对原告有效,在公司大股东和董事利用优先股优先认购权排除侵害公司利益时无法对公司所受损害提供救济,这时,持有一定比例股份的优先股股东也可以提起股东代表诉讼,追究公司大股东或者董事的责任,以补偿公司所受到的损失。在优先股发行的过程中,如果认购者不缴纳股款或者不足额缴纳股款,负有责任的董事应当对公司承担资本充实责任;如果认购者的实物出资被严重高估,股东可以追究以不公正价额认购新股的当事人的责任,负有责任的董事应当承担连带责任。

参考文献

- [1] [美]罗伯特·汉密尔顿.公司法概要.李存捧.北京:中国社会科学出版社,1999,122
- [2] 柯芳枝.公司法论.北京:中国政法学院出版社,2004,241,395
- [3] [韩]李哲松.韩国公司法.吴日焕.北京:中国政法大学出版社,2000,368,556
- [4] 曹立.权利的平衡:优先股与公司制度创新.北京:中国财政经济出版社,2014,174
- [5] [德]格茨·怀克,克里斯蒂娜·温德比西勒.德国公司法.殷盛.第21版.北京:法律出版社,2010,623-626
- [6] 刘俊海.股份有限公司股东权的保护.第2版.北京:法律出版社,2004,243
- [7] Donald A Fergusson. recent developments in preferred stock financing. The Journal of Finance, 1952, 7 (3):456
- [8] 王彦明.公司增资中股东新股认购权排除制度研究—以德国股份法为研究视角.甘肃政法学院报,2008,48(2):94
- [9] Steven R.Schuit, Marcel Romyn, Gerrit H. Zevenboom. Dutch Business Law. Kluwer Law & Taxation Publishers, 1988, 51-52
- [10] Paul L. Davies. Gower and Davies' Principles of Modern Company Law. 7th edition. Sweet & Maxwell, 2003, 632

Protection of preferential subscription rights of preferred shareholders

Wang Yuanming Li Yan

(Hunan University, Chang Sha in Hunan Province, 410082)

Abstract: Preferential subscription rights is very important for preferred shareholders to maintain their own interests. preference shareholders' preferential subscription rights dominant position should be clear in the law, and to develop measures to protect. The object of preferred shareholders' preferential subscription rights shall be limited to the company's newly issued preference shares. The company can exclude preferential subscription rights of preference shareholders under certain conditions, but the law should make the corresponding provisions in the form requirements and substance requirements while excluding preferential subscription rights of preferred shareholders. Our country can use the invalid or revocable lawsuit and an action for damages of the resolution of the issue of new shares to remedy the aggrieved preferential subscription rights of preferred shareholders.

Keywords: preferred stock; preferential subscription rights; exclude elements

作者简介:王远明, 男, 湖南大学法学院教授

李燕, 女, 湖南大学法学院研究生