

# 推出优先股 平衡股东之间权利

□湖南证监局 曹立

1994年7月1日,新中国第一部《公司法》生效实施。这一年可以说是中国现代公司制度的元年。自此迄今,已经过去十九个春秋。期间,《公司法》进行过一次修正(2004年),一次大修订(2005年),中国的公司制度在实践中不断完善。然而,它仍有极大的改进空间,尤其是在平衡大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间的权利方面,需要实施必要的调整。怎么调整?最近,出现了一些推出优先股的议论,这给我们带来了启迪。

## 公司制度的灵魂

究竟是什么公司制?这个问题其实并不复杂。纵观公司制度的历史,

从古罗马时期的原始公司,到15世纪末出现的近代公司,再到20世纪开始的现代公司,公司制度的核心就两条:一是公司的独立主体地位,二是投资者的有限责任。这奠定了公司制度大厦的基石,将公司、股东、债权人之间的权利关系给大体“摆平”;

其一,从公司而言,其有独立主体地位,用法律的术语说,是有法律拟制的独立法人资格。于是,在其与投资者的关系中,资本的所有权与经营权相分离,公司享有法人财产权,并依靠自身的治理结构来实现其民事行为能力。在其与债权人的关系中,公司以其全部财产对公司的债务承担责任,就是说,公司对外承担无限责任。

其二,从投资者而言,其享有财产权终极所有权,但已不能直接支配属于公司的财产。于是,在其与公司关系中,只能通过公司的一个治理机构(例如股东大会)来表达意志,并依出资份额来享有资产收益。在与债权人的关系中,其以公司为屏障,只认缴的出资额或者认购

的股份为限对公司承担责任,即只承担有限责任。

其三,从债权人而言,债权请求权指向的是公司而不是公司的股东。于是,在与公司的关系中,主张债权的范围限于公司的全部财产。在与投资者的关系中,尽管对于公司剩余财产的分配,债券高于股权,但不能超越公司的财产范围而对其主张权利。

上述这些情况,在今天看来,都是非常简单的道理。然而,在这些简单的道理中蕴含着公司制度的灵魂:

权利的平衡。公司制度的种种设计,

始终是围绕这一主题展开的。美国学者弗里德曼曾指出:“权利是建造法律的基本材料。”换言之,权利是建造公司制度的基本材料。可以说,公司制度是以权利这一概念为核心建造的。公司、股东、债权人各方的权利安排,就是公司制度。美国学者德沃金也指出:“不认真对待权利,就不会认真对待法律。”换言之,不认真对待权利,就不会认真对待公司制度。又怎样认真对待公司制度中的权利呢?那就是推进权利的平衡。

不必讳言,权利总是和利益联系在一起,不表现为一定利益的权利根

## 权利平衡方面的重大缺陷

既然“权利的平衡”是公司制度设计的灵魂,那么,我国现行公司制度设计在权利平衡方面安排得如何呢?应当说,在主要的方面是恰当的。必须指出,2005年对《公司法》的修订,在“权利平衡”方面有极大的改进,特别是加强了对中小股东权利的保护,例如,股东可以依法请求人民法院撤销股东大会或董事会的决议,少数股东可以依法请求召开、召集以及主持股东大会,股东可以依法对董事、监事、高级管理人员进行质询,股东可依法以自己的名义代替公司向侵权人提起诉讼,股东可依照法定条件和程序要求退出公司,股东可以依法请求解散公司。

此外,推出法人格否认制度,加强了对债权人权利的保护;推出独立董事制度、累积投票制度,对大股东的控制权实施了一定限制。这些都是2005年修订引入的,在“权利平衡”方面有积极作用。但是,这次修订在平衡股东与股东之间的权利方面,仍然存在着严重的缺陷,关键之点是没有充分注意到股权平等原则对权利平衡的“破坏”以及该怎样实施“修复”。

对于广大的中小股东来说,经济实力、组织能力均弱于大股东、控股股东,高额的维权成本以及缺乏组织力往往使他们的维权行动难以实施,信息占有上的弱势常常让他们在维权诉讼中举证艰难而败下阵来。

从法理上讲,投资者一旦入股,入股财产就成为公司的法人财产,投资者就失去对入股财产的直接支配权,往往就成为弱者,而公司财产的实际占有者(公司以及公司的管理者——大股东、控股股东)摇身一变成为强者。换言之,大股东、控股股东可以支配他人财产,所以是强者;中小股东,其财产被他人支配,所以是弱者。在资本多数决定原则之下,即使中小股东的股份总量占

据多数,但他们仍然不能支配公司,所谓的股权平等“游戏”,已演变为大股东、控股股东对于公司的实际控制。既然如此,在大股东、控股股东与中小股东之间还有什么股权平等可言呢?

不难理解,资本多数决定原则不由自主地“干扰”、“破坏”了公司制度中的股权平等关系,导致大股东、控股股东与中小股东之间权利失衡——前者可以支配公司,而后者不能支配公司;前者居于优势地位,而后者居于弱势地位。这正是现行公司制度存在的最突出的现实问题,理论上可以通过如下两大路径来实施必要的“矫治”:

其一,对资本多数决定的适用办法实施必要的调整。既然是资本多数决定原则在起破坏作用,自然就是这样一个思路。怎么调整?简单讲,就是适度限制大股东、控股股东的表决权。现行《公司法》第43条已经就有限责任公司明确:“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。”股东会有多项职权,未必每一项都要实行全体股东一起参与的资本多数决定原则。如果“一起玩”,只能是大股东“通吃”。可以选出一部分职权,由中小股东按照资本多数决定原则来决定。例如,有关董事、监事的报酬事项,批准公司的利润分配方案,选择公司的审计机构,就可以考虑由股东大会中的中小股东按照资本多数决定原则来决定。至于中小股东

怎么界定,技术上不难解决。再如,限制大股东的持股比例。这些建议的目的是要更好地实现公司中的权利平衡。

其二,对股权平等原则的适用办法实施必要的调整。现行《公司法》已经设计了适用股权平等原则的若干例外,例如,《公司法》第35条规定:“股东按照实缴的出资比例分取红利;公司新增资本时,股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是,全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”第167条规定:“公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润,有限责任公司依照本法第35条的规定分配;股份有限公司按照股东持有的股份比例分配,但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。”

这些关于“例外”的规定,有利于公司制度中的权利平衡,可以在此基础上进行拓展,例如,“股份可以自由转让,但公司章程另有规定的除外”,利用这样的规定可以适度限制大股东、控股股东以及董事、监事、高管的股份转让,防止其操纵公司的股价,并有利于公司的稳定经营。

然而,上述两大路径的“修复”,均是在既有框架内寻找解决问题的办法,终究没有突破资本多数决定原则的桎梏,只能治标,不能治本,作用非常有限。为了实现公司制度中更为有效、更为积极的权利平衡,不能另觅他途。

显而易见,大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间存在较大的利益差别,这是现代公司制度中的一个基本问题。现行的公司制度设计,忽视了这种利益差别,只有普通股一种股份形式,结果只能是偏袒大股东(老股东)的利益,而不能在大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间实施有效的权利平衡调节。在实际的操作中,大股东好似刀俎,中小股东堪比鱼肉,社会财富加剧向大股东集中和转移,这不利于公司制度的广泛、深入发展。

借鉴国际经验,依据股东利益差别而对股份形式进行分类设置,在普通股的基础上推出新的股份形式——优先股,可以更好地平衡股东之间的权利。普通股的特点是享有股份的一般权利,不设权利限制,不做权利调整,而优先股的特点是在普通股一般权利的基础上实施权利调整,某些

方面予以加强,某些方面予以减弱。例如,在公司的经营决策方面没有表决权,但在股利分配、剩余财产分配方面享有优先权,甚至获取固定的股息。有了普通股和优先股之后,股东便可以进行股份形式的选择。

简单讲,大股东(控股股东)

期待的重点是

公司的控制权,可以持有普通股;中小股东期待的重点是投资回报,可以持有优先股。

可见,股份形式的差异化设计,有利于对股东之间的利益进行调节,从而促成股东之间的权利平衡。

历史上,优先股起源于十九世纪西方国家的铁路建设融资,当初就是为平衡大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间的权利而创设的。在主要的方面,优先股问题的提出,就是要将大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间的利益差别明确地区分开来。现在的问题是,掩盖、忽视了他们之间的利益差别,导致大股东与中小股东之间的权利失衡。

进一步发展我国的公司制度,应当丰富公司的股份“菜单”,不能只有普通股一种股份形式。从某种意义上说,公司制度的兴衰,决定于股份形式的设计。因此,应当将股份“菜肴”做得丰富一些,设计不同的股份形式,发行权利不同的股票,以适应不同股东之间权利平衡的需求。鉴此,优先股是不能不考虑的一个选项。

就公司制度运行的现实需求来说,融资是一个永恒的主题。优先股可以较好地调和融资需求者与资金提供者之间在利益分配与风险承担上的矛盾,更好地解决公司与股东之间、股东与股东之间的权利平衡问题,不仅提供了一种新的融资工具,可以极大地促进社会的投融资活动,而且完善了公司治理机制的设计。这正是优先股得以产生和发展的现实基础。

记得亚当·斯密的《国富论》,开篇论述的就是分工可以提高劳动生产力。其实,不只是生产力的组织需要分工,生产关系的安排也需要分工——创造不同的股份形式,既有普通股,也有优先股,“分工”处理不同的利益诉求,使之达到权利平衡,将极大地提高公司制度运行的效率。

保护投资者合法权益,促进投资主体之间的权利平衡,是公司制度生命力的源泉。作为“规范公司的组织和行为,保护公司、股东和债权人的合法权益”的公司法,应当在“保护投资者合法权益与平衡投资主体之间权利”两个方面都予以充分的重视,并采取切实、有效的制度安排。修订公司法,引入优先股制度,已势在必行。

推行优先股制度,寻求公司制度中新的权利平衡,固然应当了解有关优先股的业务知识,讨论推行优先股的具体方式,但是,这些并不是真正的要害。首要的问题还是分析、看待问题的方法,即思维视角的选择。就是说,是智慧性的东西,而非知识性、技术性的东西。

权利的平衡是公司制度的灵魂。现行的公司制度设计,在权利平衡方面存在重大的缺陷——大股东与中小股东之间的权利失衡。

平衡他们之间权利的一个重要办法是发行优先股。通过股份形式的差异化设计,重新实现股东之间的权利平衡,从而推动公司制度向前发展。

## 权利平衡的新选择

简单地适用资本多数决定原则,导致大股东、控股股东与中小股东之间权利失衡,这是现行公司制度存在的最突出、最根本、最重大的缺陷。在现有的制度框架内,可以采取一些调整措施,然而,实践证明,这些调整措施不能有效解决问题。为了构建新的权利平衡关系,优化公司的运行机制,应当从股份形式的设计入手,股份形式从根本上决定公司的运行机制。

所谓股份形式,就其实质而言,它是关于股东权利与义务的一种设计,这是理解公司制度必须把握的。股东的权利与义务,可以有各式各样的选择,各式各样的设计,从而也就可以有多种形式的股份。股份的形式一旦多样化,必定带来不同股份形式在权利上的差别,从而也就有可能调节不同股份形式之间(实质上就是不同股东之间)的权利平衡。如果只有单一的股份形式,要实现不同股东之间的权利平衡是非常困难的。因此,股份的形式从单一走向多样,是突破股份权利失衡瓶颈的一个关键步骤。

究竟怎样设计股份的形式,最终要看股东之间的利益差别何在。现代公司,股东之间的利益差别关键有两点:一是大股东(或控股股东)与中小股东(或非控股股东)之间的利益差别;二是老股东(创业股东)与新股东(非创业股东)之间的利益差别。为什么要特别强调这样两个差别呢?因为这样两个差别伴随着两个重大现实问题:其一,大股东通常掌握着对公司的实际控制权,而中小股东不仅话语权不足,而且往往不能知晓公司的真实情况;其二,老股东通常就是控股股东和创业股东可以在公司的增资扩股中获得资本溢价收益(马克思把它叫做创业利润),而中小股东大多要在其中向老股东“割肉输血”。

举一个简单的理论模型:公司的存量股本1股,存量净资产1元,增发新股1股,发行价5元。发行完毕,公司的总股本2股,净资产6元,每股净资产3元。这意味着什么呢?对发行前的大股东(老股东)而言,他们不仅仍然掌控着公司,而且获得了巨大的资本溢价收益,每股净资产从1元上升为3元,增长200%。对中小股东(新股东)而言,虽然出资5元,所获得的权益(即每股净资产)却只有3元,“损失”40%,他们的一部分利益转给了大股东(老股东)。

显而易见,大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间存在较大的利益差别,这是现代公司制度中的一个基本问题。现行的公司制度设计,忽视了这种利益差别,只有普通股一种股份形式,结果只能是偏袒大股东(老股东)的利益,而不能在大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间实施有效的权利平衡调节。在实际的操作中,大股东好似刀俎,中小股东堪比鱼肉,社会财富加剧向大股东集中和转移,这不利于公司制度的广泛、深入发展。

借鉴国际经验,依据股东利益差别而对股份形式进行分类设置,在普通股的基础上推出新的股份形式——优先股,可以更好地平衡股东之间的权利。普通股的特点是享有股份的一般权利,不设权利限制,不做权利调整,而优先股的特点是在普通股一般权利的基础上实施权利调整,某些方面予以加强,某些方面予以减弱。例如,在公司的经营决策方面没有表决权,但在股利分配、剩余财产分配方面享有优先权,甚至获取固定的股息。有了普通股和优先股之后,股东便可以进行股份形式的选择。

简单讲,大股东(控股股东)期待的重点是公司的控制权,可以持有普通股;中小股东期待的重点是投资回报,可以持有优先股。

可见,股份形式的差异化设计,有利于对股东之间的利益进行调节,从而促成股东之间的权利平衡。

历史上,优先股起源于十九世纪西方国家的铁路建设融资,当初就是为平衡大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间的权利而创设的。在主要的方面,优先股问题的提出,就是要将大股东(老股东)与中小股东(新股东)之间的利益差别明确地区分开来。现在的问题是,掩盖、忽视了他们之间的利益差别,导致大股东与中小股东之间的权利失衡。

进一步发展我国的公司制度,应当丰富公司的股份“菜单”,不能只有普通股一种股份形式。从某种意义上说,公司制度的兴衰,决定于股份形式的设计。因此,应当将股份“菜肴”做得丰富一些,设计不同的股份形式,发行权利不同的股票,以适应不同股东之间权利平衡的需求。鉴此,优先股是不能不考虑的一个选项。

就公司制度运行的现实需求来说,融资是一个永恒的主题。优先股可以较好地调和融资需求者与资金提供者之间在利益分配与风险承担上的矛盾,更好地解决公司与股东之间、股东与股东之间的权利平衡问题,不仅提供了一种新的融资工具,可以极大地促进社会的投融资活动,而且完善了公司治理机制的设计。这正是优先股得以产生和发展的现实基础。

记得亚当·斯密的《国富论》,开篇论述的就是分工可以提高劳动生产力。其实,不只是生产力的组织需要分工,生产关系的安排也需要分工——创造不同的股份形式,既有普通股,也有优先股,“分工”处理不同的利益诉求,使之达到权利平衡,将极大地提高公司制度运行的效率。

保护投资者合法权益,促进投资主体之间的权利平衡,是公司制度生命力的源泉。作为“规范公司的组织和行为,保护公司、股东和债权人的合法权益”的公司法,应当在“保护投资者合法权益与平衡投资主体之间权利”两个方面都予以充分的重视,并采取切实、有效的制度安排。修订公司法,引入优先股制度,已势在必行。

推行优先股制度,寻求公司制度中新的权利平衡,固然应当了解有关优先股的业务知识,讨论推行优先股的具体方式,但是,这些并不是真正的要害。首要的问题还是分析、看待问题的方法,即思维视角的选择。就是说,是智慧性的东西,而非知识性、技术性的东西。

权利的平衡是公司制度的灵魂。现行的公司制度设计,在权利平衡方面存在重大的缺陷——大股东与中小股东之间的权利失衡。

平衡他们之间权利的一个重要办法是发行优先股。通过股份形式的差异化设计,重新实现股东之间的权利平衡,从而推动公司制度向前发展。

证券代码:000539、200539 证券简称:粤电力A、粤电力B 公告编号:2013-22

广东电力发展股份有限公司 2012年公司债券票面利率公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1421号文核准,广东电力发

展股份有限公司(以下简称“粤电力A”或“发行人”)获准向社会公开发行不

超过人民币12亿元(含12亿元)的公司债券。

本期债券为5年期品种,附第5年末发行人赎回选择权,发行人上调票面利

率选择权和投资者回售选择权。票面利率期限区间为4.60%-5.10%。票面利

率由发行人与主承销商根据国家有关规定协商一致,并经监管部门备案

后在利率询价区间内确定,在债券存续期内固定不变。

2013年3月15日,发行人和簿记管理人(光大证券股份有限公司)网下向机构投资者询价结果,经发行人和主承销商协商一致,最终确

定本期公司债券的票面利率为4.95%。

发行人将按上述票面利率于2013年3月18日面向公众投资者网上公开行

发,本期债券的网上发行代码为“101695”,简称“12粤电债”,于2013年3月18

日-3月20日面向机构投资者网下发行,具体认购方法请参见2013年3月14日刊

登在《证券时报》、《中国证券报》和《香港商报》上的《广东电力发展股份有限公司2012年公司债券发行公告》。

特此公告。

发行人:广东电力发展股份有限公司  
保荐人、主承销商、簿记管理人:中信证券股份有限公司  
2013年3月18日

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1463号文核准,中国东方航空股份有限公司(以下简称“发行人”)获准向社会公开发行不超过人民币88亿元(含88亿元)的公司债券。

本次发行的公司债券(第一期)以下简称“本期债券”,发行规模为人民币8亿元,期限5年,票面利率由发行人与主承销商根据国家有关规定协商一致,并经监管部门备案后在利率询价区间内确定,在债券存续期内固定不变。

2013年3月15日,发行人和簿记管理人(光大证券股份有限公司)网下向机构投资者询价结果,经发行人和主承销商协商一致,最

终确定本期债券的票面利率为4.90%。

发行人将按上述票面利率于2013年3月18日面向公众投资者网上公开行

发,本期债券的网上发行代码为“12东航01”,于2013年3月18日至3月20日面向机构投资者网下发行,具体认购方法请参见2013年3月14日刊

登在《证券时报》、《中国证券报》和《香港商报》上的《中国东方航空股份有限公司2013年公司债券(第一期)发行公告》。

特此公告。

发行人:中国东方航空股份有限公司  
簿记管理人:光大证券股份有限公司  
联席主承销商:平安证券有限责任公司  
联席主承销商:兴业证券股份有限公司  
2013年3月18日

## 涉诉资产处置拍卖公告

</div