论优先股股东的异议股东股份评估权 保护:美国的实践及启示

刘胜军

(中国民航大学法学院 天津 300300)

内容提要:我国商事法律开放了优先股的投资准入,但没有为优先股投资者作好相应的退出安排。优先股发行公司中,优先股股东可能面临着公司根本性结构变化的威胁,甚至面临着利益冲突背景下普通股股东的机会主义行为的侵害。美国的评估权制度发挥了为少数股东提供以公平价格退出公司的功能和监督多数股东对少数股东机会主义行为的功能。优先股作为公司的权益资本,其持有人是公司股东,异议股东股份评估权应适用于优先股股东保护。美国的评估权制度适用于优先股股东,从解释论来看,我国公司法中的异议股东股份评估权应适用于优先股股东。关于我国优先股股东的异议股东股份评估权适用范围,修改章程取消优先权或进行根本性结构变化涤除优先股股利应当作为行权的特别触发事项,优先股股东行权应不以对触发事项有表决权为条件。关于行权中优先股的估值,应尊重当事人事前的优先股合同安排;如果未进行事前约定,那么可以参照适用普通股估值的一般方法,法官对此有裁量权,我国应通过司法解释或指导案例对此进行完善。

关键词:优先股 优先股股东 异议股东股份评估权 多数股东 少数股东

DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2018.08.009

2014年我国《优先股试点管理办法》的出台,意味着优先股正式登上了我国公众公司融资的舞台。在美国,风险资本投资封闭公司形式的创业公司而非公众公司才是优先股应用的主要场景,作为风险资本投资工具的优先股极大地促进了美国创新经济的发展。而我国创新

经济领域主要采用对赌合同,司法实践中对对赌合同效力争议较大,我国风险资本投资与退出具有比较大的法律风险。小米科技创始人雷军认为,优先股作为新经济制度的重要因素,对于破解创新公司融资难题、拓展新的投融资渠道具有积极意义。尽管现阶段我国《优先股试

作者简介:刘胜军(1978—),男,汉族,陕西蒲城人,中国民航大学法学院讲师,航空法律与政策研究中心副主任。

本文为教育部人文社会科学研究青年基金项目“类别股利益冲突治理法律研究”(项目编号:13YJC820053)的阶段性成果。

点管理办法》还未允许非公众公司发行优先股,不过鉴于优先股的特性在封闭公司形式的创业公司中发挥得最充分,为落实创新驱动国家战略推动科技创新,未来应允许封闭公司发行优先股。顺畅的退出机制是扩大风险投资来源的关键,这就从源头上保证了风险资本循环的良性运作,因此,如何保证优先股投资者——风险资本家通过异议股东股份评估权(Appraisal right)实现公平的退出是本文要探讨的问题。

鉴于优先股股东与普通股股东对公司请求权不同,^①不同的请求权内容也导致了两者对公司投资风险偏好不同,因此发行优先股将会引发公司内部新的利益冲突。无表决权的优先股股东属于少数股东,而普通股股东享有表决权,后者依投票“多数决原则”掌握公司控制权。^②从美国优先股发行公司的商业实践来看,普通股股东可能利用其控制地位通过合并或实质资产出售等公司根本性结构变化对优先股股东实施机会主义行为,^③不公平地损害优先股股东利益。优先股发行公司中的普通股股东对优先股股东进行机会主义行为经常发生于优先股发行公司业绩下行但又不至于破产的情形,公司没有充分的利润和资金来支付比较刚性的优先股股息,更无能力赎回优先股。^④如果优先股发行公司通过公司合并方式来涤除优先股累积股利,并支付不公平的对价清除优先股,无表决权的优先股股东作为少数股东无法阻止这样的交易。在美国,大量的诉讼涉及到普通股股东企图排除优先股合同记载的优先权利,包括股

利优先权和清算优先权利,通常的方法就是修改公司章程或将公司合并进入一个完全不同资本结构的壳公司。^⑤在这样的交易情境中,美国州公司法一般规定优先股股东有权利行使评估权,要求公司以公平的价格赎回优先股从而退出公司。

我国2014年《优先股试点管理办法》中没有就优先股股东的异议股东股份评估权进行规定,优先股股东没有普通股股东那样的普通表决权,无法参与股东大会的决议。如果又没有类别表决权^⑥可以在类别股东会事先否决这样决议的话,作为少数股东的优先股股东能否行使异议股东股份评估权、请求公司以公平价格回购其持有的优先股从而退出公司?我国《公司法》中异议股东股份评估权制度是否为优先股股东预留了异议股东股份评估权行使的空间?尽管我国关于异议股东股份评估权的研究不在少数,不过迄今为止学界尚未对优先股股东的异议股东股份评估权进行比较充分的研究。本文拟从比较法和功能的视角探讨异议股东股份评估权对优先股股东的适用性、优先股股东异议股东股份评估权行权的触发事项和行权程序以及股份估值。限于篇幅,与普通股股东行权共通的问题本文不再赘述,主要对优先股股东异议股东股份评估权行使的特殊问题展开探讨。

一、美国异议股东股份评估权的功能变迁:
从退出功能到监督功能

异议股东股份评估权(appraisal right)又叫

^① 优先股股东对公司享有固定且优先于普通股股东的股息分配请求权,普通股股东对公司享有的是剩余收益分配的请求权,其请求权顺位劣后于公司债权人和优先股股东。

^② 刘胜军《类别表决权:优先股股东保护与公司行为自由的平衡》载《法学评论》2015年第1期,第99页。

^③ See Melissa M. McEllin, Rethinking Jedwab: A revised approach to preferred shareholder rights, 2010 Colum. Bus. L. Rev. 895, 903-904(2010).

^④ William w. Bratton & Michael I. Wachter, Theory of preferred stock, 161 U. Pa. L. Rev. 1815, 1826(2012-2013).

^⑤ See Steven • emanuel, Corporations, 456(2003).

^⑥ 类别表决权是指类别股股东在普通股大会之外分类召开的类别股东会上的投票权,对变更其公司中的参与权的有关公司议案作出意思表示(赞成、反对或弃权),从而形成类别股股东团体的意思。类别表决权是一种对公司决议的类别否决权,其不是个别否决而是类别股股东的团体否决。

评估权、异议股东股份回购请求权,是指当公司进行公司根本性变化的交易时,法律赋予对该交易有异议的股东请求公司以公平价格收购其所持股份的权利。异议股东股份评估权是公司法对特定交易中的异议股东提供了一种保护性措施。

异议股东股份评估权制度滥觞并发达于美国,是因公司股东大会决议从“一致同意”演变为“多数决”而衍生出现的一项制度。早期美国各州公司法规定股东大会决议采取“一致同意”原则。然而到了19世纪晚期,第二次工业革命时期铁路等大资本对合并的需求强烈,但“一致同意”原则过于刚性,不利于公司适应商业环境变化而进行调整,最终被“多数决”原则替代,多数股东获得了更大的权力。早期公司法中,为了避免少数股东被压迫,公司根本性结构变化不能以现金为对价,只能以股份作为对价,但这将导致少数股东被迫进入完全不同的公司中。少数股东可能被拖入一个与以前完全不同、对之没有信心的公司。作为对取消少数股东“否决权”的补偿,法院判决赋予异议股东请求公司以公平价格现金回购其持有股份的请求权,保护其拒绝进入另一个公司的权利。^⑦因此异议股东的评估权维护了少数股东对公司合同的期待利益,为拒绝追随公司根本性结构变化的少数股东提供了一个公平的退出途径。

异议股东股份评估权的功能不是一成不变的,会随着商业交易环境的变化进行演变。20世纪60年代以后,交易情景的变化导致异议股东股份评估权的退出功能发生了变化。随着立法与司法允许在合并中可以以现金支付股东,机会主义行为的风险产生了,这时异议股东评估权的监督功能开始显现。在美国现金挤出合

并^⑧被大量使用,少数股东不再是不愿意进入新的公司,而是被支付现金对价直接挤出了公司,因此挤出合并的交易情境中少数股东没有机会行使异议股东股份评估权,异议股东股份评估权的传统退出功能无从发挥了。此外,由于美国的州公司法通常规定持有存在公开交易市场股份的股东和合并中存续公司股东不享有异议股东股份评估权,这也使这类公司在非挤出合并场合也不需要异议股东股份评估权的退出功能。有学者认为异议股东股份评估权的传统退出功能已经不适应此时的公司实践新形势需要了。^⑨通过对大量相关案例的实证研究,学者发现多数股东通过现金挤出合并将少数股东利益向自己手中转移,异议股东股份评估权从为少数股东提供公平退出途径的传统功能中演化出新的功能,即在利益冲突背景下监督多数股东对少数股东的机会主义行为。通过异议股东股份评估权的诉讼,法院能够审查挤出合并的对价对少数股东是否公平合理,而且在这一异议股东股份评估权诉讼过程中能够发现多数股东对少数股东信义义务诉讼所需要的公司内部信息,因此异议股东股份评估权客观上也就具有了多数股东与少数股东利益冲突背景下监督公司多数股东的功能。^⑩

异议股东股份评估权功能演化起因于公司合并本质的变化,早期合并等公司根本性结构变化是为了适应商业环境的迅速变化来发展公司,而当代现金挤出合并或其他公司根本性结构变化是为了现金挤出少数股东,这就导致异议股东股份评估权的功能应对此作出回应进行调整。不过,由于仍然存在挤出合并之外的传统的公司交易,异议股东股份评估权的退出功能仍有发挥余地。综上,随着美国立法和司法

^⑦ 参见蒋云蔚《美国法上的异议股东股份评估权制度对我国的借鉴意义》,载《西南政法大学学报》2008年第4期,第26页。

^⑧ 现金挤出合并是特指被合并公司的股东以其所持有的被合并公司的股份不与合并公司新发行的股份进行交换而成为合并公司的股东,而只取得合并公司给付的财产或现金。

^⑨ 参见谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第21页。

^⑩ 参见谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第30页。

允许合并可以以现金作为对价支付给股东,多数股东或公司管理层对少数股东的机会主义行为就产生了,其以各种方式压低股价,少数股东虽然可以获得现金对价退出,但是却可能遭遇不公平。因此,除为少数股东提供退出途径之外,异议股东的评估权诉讼还关注退出的公平价格问题以及多数股东对少数股东的信义义务,异议股东股份评估权也具有利益冲突背景下监督多数股东的功能。^①优先股发行公司中,优先股股东一般没有表决权,在公司中属于少数股东,这意味着其更可能面临来自利益冲突中多数股东——普通股股东的欺压,因此优先股股东需要异议股东股份评估权的救济。

二、异议股东股份评估权功能与优先股股东保护的契合

持有表决权优先股的股东在优先股发行公司中属于少数股东,优先股发行公司中会存在普通股股东对优先股股东机会主义行为的情景,普通股股东可能通过构建合并等公司根本性结构变化逐出优先股股东。具体来讲,普通股股东在公司发展前景良好的情形下,不愿意同优先股股东共同分享公司利润,其如果通过现金挤出合并挤出优先股股东,则作为少数股东的优先股股东可以启动评估权程序,并在法院评估公平价格的过程中发现普通股股东是否违反了公平对待优先股股东(提供公平的回购价格)的信义义务,异议股东股份评估权的行使为多数股东对少数股东信义义务的审查提供了必要的信息。此外,优先股发行公司业绩不良时,优先股固定股息优先于普通股支付,对优先股发行公司来讲是沉重负担,普通股股东恐怕一直难以获得分红。在此情境下,普通股股东可能希望通过合并、资本结构重整等来挽救公司,摆脱公司全部或大部分利润用来支付优先

股股息的不利于普通股股东之局面。为了便于说明问题,我们举一个美国的挤出合并的交易情景的案例来说明异议股东股份评估权对优先股股东保护的功能。

甲公司市场价值1万美元,包括1,000股优先股,每股市价8美元;2000股普通股,每股市价1美元;如果优先股再加上拖欠的股利和清算优先价值则合计为15美元/股。假设甲公司决定与乙公司合并,合并对价是1.4万美元,乙公司要求将优先股连同普通股现金挤出。合并对价如何分配才算是对优先股股东提供了公平的退出价格?我们假设几种可能性:1.将0.4万美元合并收益在优先股与普通股两类股份之间平均分配,则优先股获合并对价1万美元;普通股获合并对价0.4万美元;2.0.4万美元合并收益全部分给普通股,优先股获合并对价0.8万美元,普通股获合并对价0.6万美元;3.0.4万美元合并收益优先股一分未得,还将优先股现有价值0.8万美元中的0.1万美元转移给普通股,这样优先股合并分配对价是0.7万美元,普通股合并对价是0.7万美元。^②

在公司合并中,对合并持异议的股东可以提起异议股东股份评估权诉讼,要求以公平价格回购所持股份,异议股东作为原告仅仅在证明合并过程中存在不公平对待时才可以主张信义义务审查,异议股东股份评估权的价值排除了合并本身所产生的任何股份价格增值。^③优先股股东可以在分配方案3中提起评估权诉讼,主张董事违反了对少数股东公平对待的信义义务,因为优先股的一部分现有价值转移给了普通股股东。优先股股东对分配方案2提起评估权诉讼必须寻找专家来证明,考虑公司未来的现金流8美元/股价格太低。评估权诉讼

^① 参见谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第34页。

^② See William W. Bratton & Michael L. Wachter, A theory of preferred stock, 161 U. Pa. L. Rev. 1815, 1834-1835 (2012-2013).

^③ 异议股东不能一方面主张退出公司,另一方面又主张留在公司内的成员才可以主张的公司合并所产生的股份溢价。

挑战方案1极困难,因为董事已平等对待两类股东,除非证明清算价值15美元/股是合并前的公平价格。^⑭ 综上,若普通股股东采取机会主义行为,如方案3中将优先股本来的价值转移给普通股股东,侵害优先股股东利益,则优先股股东可提起异议股东股份评估权诉讼,主张公平的退出价格,并在诉讼过程中请求法院审查董事或普通股股东是否违反对优先股股东的信义义务。

总之,优先股发行公司中,普通股股东作为多数股东可能进行传统的公司合并或其他公司根本性结构变化的交易,或者进行现金挤出合并来挤出优先股股东的交易。异议股东股份评估权具有提供公平价格退出的功能,还具有在优先股与普通股的利益冲突中监督普通股股东的机会主义行为的功能,这是有利于优先股股东保护的。将异议股东股份评估权适用于优先股股东,则传统的公司合并或其他根本性结构变化的交易中,优先股股东可以行使异议股东股份评估权来退出公司,请求法院判决公平对价。而在优先股股东与普通股股东利益冲突背景下异议股东股份评估权将发挥监督功能,例如现金挤出合并中,优先股股东可以在异议股东股份评估权诉讼中审查普通股股东或公司董事是否违背了对作为少数股东——优先股股东的信义义务。

三、异议股东股份评估权应适用于优先股股东的法理基础

优先股股份的性质决定了适用于少数股东的异议股东股份评估权应适用于优先股股东。优先股是兼有债券和普通股特征的混合证券。优先股具有债的性质,体现为优先股股东可以根据优先股合同规定,享有固定的优先股股息和剩余财产分配,公司未完全支付优先股股息

和/或剩余财产之前不得向普通股进行分配;但是优先股不参与公司剩余分配,表决权通常受限制。另一方面,优先股股本构成公司权益资本,其具有普通股的特征,具体体现为:1.不能抽回出资;2.公司无法定或约定义务向优先股股东必须支付股息,董事会对是否进行股利分配有裁量权。^⑮ 综上,既然优先股是股份,构成公司的权益资本,则优先股股东也是公司股东,那么关于少数股东保护的异议股东股份评估权也应当适用于优先股股东。优先股的合同属性意味着优先股股东可以通过事先的优先股合同为自己谋划事前保护,类别表决权即是面对普通股股东与优先股股东利益冲突事前的保护手段。而异议股东股份评估权是普通股股东与优先股股东利益冲突发生后优先股股东通过公平退出的方式来保护自己,因此,公司章程至少应在异议股东股份评估权和类别表决权之间为优先股股东提供择一保护,美国《示范商事公司法》(2010)即这样规定。

优先股股东与普通股股东同为股东,均具有股东资格,股东平等原则决定异议股东股份评估权应适用于优先股股东。根据股东平等原则,公司应该提高自身的凝聚力并让股东紧紧围绕在周围;对股东实行不平等原则不利于上述目标的实现。股东平等原则的标准通常是股东持有股份的数量,股东的财产性权利、表决权以及公司增资时股东享有的优先认购权都是根据持股比例来确定的;而在保护性权利方面,诸如查阅权、出席股东大会的权利、公司决议撤销权、异议股东股份评估权,则实行绝对的股东平等原则。^⑯ 异议股东股份评估权并非股东的财产性权利,而是股东的保护性权利,应该实行绝对平等,因此,既然同为股东,优先股股东也

^⑭ William W. Bratton & Michael L. Wachter, A theory of preferred stock, 161 U. Pa. L. Rev. 1815, 1843 (2012-2013).

^⑮ See Jeffrey J. Haas, Corporate finance, 279 (2004).

^⑯ [德]托马斯·莱赛尔、吕迪格·法伊尔《德国资合公司法》,高旭军等译,法律出版社2005年版,第477~478页。

应当享有普通股股东所享有的异议股东股份评估权。

综上所述,异议股东股份评估权的功能具有为少数股东提供以公平价格退出公司的功能,同时也具有在利益冲突背景下约束多数股东针对少数股东进行机会主义行为的功能。在优先股发行公司中,无表决权的优先股股东属于少数股东,无法参与公司决策,可能面临着普通股股东作出的导致公司根本性结构变化的交易,也可能面临着在利益冲突背景下多数股东——普通股股东的欺压。既然优先股同普通股一样同属股份构成公司的权益资本,而优先股股东与普通股股东同为股东,根据股东平等原则,作为为少数股东提供救济功能的异议股东股份评估权应适用于优先股股东,发挥为优先股股东提供公平价格退出和约束普通股股东机会主义行为的功能。

四、我国异议股东股份评估权应适用于优先股股东

从比较法来看,无论是美国《示范商事公司法》(MBCA)和美国各州公司法,还是日本和韩国的公司法,股东仅指股份的持有人,异议股东评估权行使的前提条件是具备股东资格,异议股东评估权的行使主体限定为通常意义的股东,而股东包括了普通股股东和优先股股东,并未排除优先股股东。优先股股东只是不参与公司管理,但是同普通股股东一样对公司承担相同的义务,优先股股东对公司的合理期待同样值得尊重,应赋予其异议股东评估权。^{①7}

从解释论来看,我国《公司法》规定的异议股东股份评估权应适用于普通股股东之外的优先股股东。2013年国务院出台了《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》),2014年证监会制定了配套的《优先股试点管理办法》,不过它们均未规定优先股股

东的异议股东股份评估权。我国《公司法》第74条规定了有限责任公司的异议股东可以行使异议股东股份评估权的三种情形,不过由于《优先股试点管理办法》规定优先股发行仅限于股份公司,该条规定不适用于优先股股东。我国《公司法》第142条规定了股份公司异议股东股份评估权的行使,第131条的规定授权国务院规定发行普通股以外的种类股份,而《指导意见》正是来自于《公司法》第131条的授权,但是《指导意见》《优先股试点管理办法》没有对优先股股东的异议股东股份评估权作出规定,从体系解释来看,特别法没有规定应适用一般法,现行《公司法》第142条股份公司异议股东股份评估权的规定也应适用于优先股股东。

有学者认为,我国公司法异议股东股份评估权的功能主要在于给小股东一个体面退出公司的途径,体面与否的关键是股份回购的价格是否公平。^{①8}如本文第二部分所述,美国异议股东股份评估权制度演化出了新的功能——约束多数股东履行信义义务的监督功能。当多数股东通过表决权优势控制股东大会,并进而控制董事会时,如果没有法律约束,多数股东就可以利用表决权优势使公司的经营决策服从多数股东的意志,通过投资、资产置换、生产经营、收益分配、股权转让等环节将公司的利益或少数股东的利益转移至自己手中,从而损害公司少数股东的利益。^{①9}如果在我国优先股发行公司实践中,作为多数股东的普通股股东进行这样的行为来损害少数股东——优先股股东,我国现行《公司法》是否规定了多数股东对少数股东的信义义务,从而优先股股东可以在异议股东股份评估权诉讼中主张普通股股东违反对自己的信义义务,使异议股东股份评估权诉讼发挥

^{①7} 葛伟军、白帆《论评估权之行使障碍与对策——对我国公司法第75条的评析》,载《证券法苑》2012年第6卷,第343页。

^{①8} 朱慈蕴《公司法原论》,法律出版社2011年版,第254页。

^{①9} 参见朱慈蕴《资本多数决原则与控制股东诚信义务》,载《法学研究》2004年第4期,第109页。

约束普通股股东的机会主义行为呢?

尽管我国现行《公司法》没有从正面规定股东对其他股东的诚信义务,不过从体系解释来看,《公司法》是民法的特别法,无论是我国《民法通则》还是已经公布的《民法总则》均规定了民事主体从事民事活动应当遵循诚信原则,^①因此《民法总则》规定的诚信原则也适用于《公司法》,股东进行民事活动时应当遵循诚信原则来对待其他股东。此外,虽然现行《公司法》没有从正面规定股东对其他股东的诚信原则,但是第20条规定“股东不得滥用股东权利损害其他股东利益,滥用股东权利给其他股东造成损失的,应当依法承担赔偿责任”,这意味着第20条从反面体现了股东对其他股东的诚信义务。因此,如果普通股股东滥用股东权利,在挤出合并等根本性结构变化的交易中对优先股股东实施机会主义行为侵害其利益,则违反了法律规定的其对优先股股东所负有的诚信义务,优先股股东据此可以在异议股东股份评估权诉讼中要求公平对价,如有损害并可主张损害赔偿。

异议股东股份评估权的行使主要涉及适用范围、行使程序和股份的估值,如前所述,本文主要探讨优先股股东异议股东股份评估权的特殊问题,优先股股东该权利的行使程序同于普通股股东,不再赘述,以下主要探讨优先股股东行权当中适用范围和估值的特殊问题,以完善我国优先股投资者的退出保护和救济优先股股东免受普通股股东欺压。

五、我国优先股股东异议股东股份评估权适用范围的构建

异议股东股份评估权适用范围一般包括股东资格和行权的触发事项,下文主要探讨优先股股东异议股东股份评估权适用范围的特别之处,异议股东股份评估权适用范围的一般问题

学界已经有充分讨论不再赘述。

(一) 我国优先股股东异议股东股份评估权的行权触发事项

异议股东股份评估权触发事项,即公司哪些类型的交易将引起异议股东股份评估权的行使。美国《示范商事公司法》(MBCA 2010)第13.02条规定的异议股东股份评估权的触发事项包括:(1)进行公司为一方当事人的合并计划;(2)进行公司为一方当事人的换股计划;(3)对公司全部资产或实质上全部资产的出售或交换;(4)将对股东产生重大不利影响的公司章程的修订;(5)公司组织章程、章程细则或董事会决议规定股东可以行使股份回购请求权;(6)完成国内公司与国外公司的相互转换;(7)完成公司向非营利性组织的转化;(8)完成公司向非公司实体的转化。^②美国法律协会(ALI)制定的《公司治理准则:分析与建议》中对异议股东股份评估权触发事项规定的更为广泛,商业合并或其它剥夺股东权益的公司交易都可以引发异议股东股份评估权行使。^③美国《特拉华州普通公司法》第262条(b)规定异议股东股份评估权触发事项仅为公司吸收合并或新设合并,不过该条(c)规定公司章程可以在吸收合并和新设合并交易行为之外规定股东对公司章程修改、全部或实质性资产出售授予股东异议股东股份评估权。综上所述,异议股东股份评估权触发事项一般包括:公司章程修改、公司合并、强制换股、营业资产出让、公司组织形式转换、控制权出售等公司根本性结构变化之交易。

优先股股东也是股东,上述异议股东股份评估权的触发事项自然也适用于优先股股东。那么优先股的股东异议股东股份评估权有无相对于普通股的不同的特殊触发事项?美国

^① 《中华人民共和国民法总则》第7条。

^② MBCA (2010) § 13.02.

^③ 《公司治理原则:分析与建议》§ 7.21。参见美国法律研究院《公司治理原则:分析与建议》,楼建波等译,法律出版社2006年版,第904页。

公司实践中,通过公司章程修改和公司合并取消优先股股利或拖欠股利是公司采取侵害优先股股东的一种常见手段,这违背了优先股股东投资于公司的合理期待,意味着优先股股东投资的公司发生了根本变化。因此在公司进行公司章程修改或公司合并的行为来涤除优先股股利时,应为优先股股东提供异议股东股份评估权保护。从美国州公司法来看,19个州的公司法规定公司章程修改涤除优先股累积股利的,优先股股东有权利行使异议股东股份评估权。²³美国《示范商事公司法》(2010)和《日本公司法》除对章程修改变更优先股的优先权赋予了异议股东股份评估权,还对公司通过合并来变更优先股的优先权提供了异议股东股份评估权保护。²⁴

我国《公司法》规定的股份公司异议股东股份评估权触发事项仅仅为公司合并和分立,建议我国应对此进行适度扩张。此外,我国应在《优先股试点管理办法》中以《公司法》特别法的形式规定公司修改章程或通过合并变更优先股的优先权、涤除优先股股利时,赋予优先股股东以异议股东股份评估权。

(二) 我国优先股股东异议股东股份评估权行使的股东资格条件

行使异议股东股份评估权的优先股股东持有股份数量和期限的要求并无特别之处,适用普通股的一般规定。此外,如果优先股存在公开市场,自然也适用普通股股东的异议股东股份评估权的市场例外规则(the market-out)。市场例外规则的理论基础是有效市场假说(efficient capital market hypothesis),在有效市场中,公开市场已经反映了优先股的充分价值,也提供了退出的顺畅途径,就无必要通过需要浪费大量时间和金钱的异议股东股份评估权来实

现公平退出。²⁵

优先股股东行使异议股东股份评估权是否需要以对异议股东股份评估权触发事项有表决权为前提?如上所述,我国《公司法》第142条对股份公司异议股东在公司进行合并、分立情形下行使异议股东股份评估权的触发事项是否需要表决权并未规定,《优先股试点管理办法》中虽然规定了优先股的类别表决权事项,但对优先股股东行使异议股东股份评估权是否需要表决权并未规定,《公司法》第74条则规定有限责任公司股东行使异议股东股份评估权应对触发事项交易的决议投反对票。那么发行优先股的股份公司中优先股股东行使异议股东股份评估权是否类推适用《公司法》第74条的规定,要求优先股股东应对触发事项交易的决议享有表决权?

美国《示范商事公司法》对类别股股东异议股东股份评估权的行使,从对交易有表决权的要求演变为不再要求表决权。1984年美国《示范商事公司法》§13.02规定异议股东股份评估权以对交易有表决权为前提,²⁶1999年美国《示范商事公司法》继续坚持这一要求,但是2010年美国《示范商事公司法》§13.02修订时删除了异议股东行使评估权需对触发交易有投票权的要求,²⁷中断了异议股东股份评估权同类别股股东是否拥有表决权之间的联系。其修订之目的在于:一方面公司可以通过合同路径即类别股公司章程条款限制或取消类别股股东的类别表决权以保障公司行为之自由;另一方面类别表决权被限制或取消之类别股股东在公司发生根本性结构变化时可以诉诸类别表决权的替代路径——异议股东股份评估权来得到

²³ See Joel Seligman, Reappraising the Appraisal Remedy, 52 Geo. Wash. L. Rev. 829, 833(1983-1984).

²⁴ 《美国示范商事公司法》(MBCA 2010) §13.02.

²⁵ 参见谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第65页。

²⁶ 《美国示范商事公司法》(MBCA 1984) Section13.02.

²⁷ 《美国示范商事公司法》(MBCA 2010) Section13.02.

保护。

根据2010年美国《示范商事公司法》§13.02的要求,公司根本性变化交易行为的发生,必须确保类别股股东至少可以诉诸于类别表决权或异议股东股份评估权其中之一。因此,类别股股东对公司某些根本性结构变化交易享有类别表决权而不享有异议股东股份评估权,对另一些公司根本性结构变化交易则享有异议股东股份评估权而不享有类别表决权。也即,公司对于类别股股东的保护,在合并和股权交换等根本性结构变化中,至少提供类别表决权和异议股东股份评估权的二者之一进行保护。2010年美国《示范商事公司法》之所以这样规定,是为了避免类别表决权对公司行为自由的妨碍,在类别表决权之外提供异议股东股份评估权,保护公司正常商业运作,又避免对类别股股东不公平。^②不过2011年美国《示范商事公司法》正式取消了异议股东股份评估权同表决权之间的联系,无论这种表决权是普通表决权还是类别表决权。美国《示范商事公司法》之外,美国许多州的公司法规定异议股东股份评估权的行使不以对相关交易行为有表决权为条件,无论是否有表决权都平等对待,以给予不同类别股东平等退出公司的机会。例如,美国《特拉华州普通公司法》第262条规定任何种类或系列股东均有权对反对的交易提起异议股东股份评估权,是否有权投票不是异议股东股份评估权行使的前提条件和程序。我国有学者认为,尽管过半数的美国州公司法仍然坚持1984年《示范商事公司法》路径——异议股东

股份评估权行使以表决权为条件,但是目前的趋势表明,异议股东股份评估权与表决权的联系呈减弱的趋势,立法开始更加关注公司重大交易是否对股东有重大损害。^③

日本和韩国公司法规定无表决权的类别股股东也享有异议股东股份评估权。2005年《日本公司法》第116条第2款规定的异议股东范围包括普通股股东大会上不得行使表决权的股东,异议股东股份评估权行使要求有表决权的股东需要通知反对和投票反对,而对于无表决权的股东只要求通知反对即可,不要求投票反对。^④《韩国证券交易法》规定无表决权股东有异议股东股份评估权,《韩国商法典》将异议股东股份评估权的行使要件规定为事先进行反对通知,并没有要求出席股东大会投票反对,因此应理解为《韩国商法典》对无表决权的类别股股东也赋予了异议股东股份评估权。韩国公司法学者即认为通过法律解释得出的结论是无表决权的股东也拥有异议股东股份评估权。^⑤

综上,无表决权的优先股股东只是不参与公司管理,但是同普通股股东一样对公司承担相同的义务,没有理由和正当性对其弱化管理。无表决权优先股对公司的合理期待同样值得尊重,同样可以适用团体的可分解理论,在对公司结构失望但是由无其他途径的情况下,应赋予其异议股东股份评估权以实现以公平价格退出公司。^⑥因此,我国《公司法》对于优先股股东行使评估权,不应要求其对触发事项交易的决议享有普通表决权或类别表决权,仅需对触发

^② The committee on corporation laws, changes in the model business corporation act—proposed amendments to permit limitations on separate group voting rights on certain mergers, to delink voting and appraisal rights, and to make related changes, 65 Bus. Law. 1121, 1136(2009-2010).

^③ 谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第64页。

^④ 《日本公司法》第116条。

^⑤ [韩]李哲松《韩国公司法》,吴日焕译,法律出版社2000年版,第407页。

^⑥ 葛伟军、白帆《论异议股东股份回购请求权之行使障碍与对策——对我国公司法第75条的评析》,载《证券法苑》2012年第6卷,第343页。

事项的公司决议书面通知反对即可,以代替投票反对。

六、我国优先股股东异议股东股份评估权的股份估值方法构建

异议股东行使异议股东股份评估权,对法院来讲最头疼的事情莫过于股份公平价值的评估。少数股东要求的价格和公司愿意支付的价格存在较大出入,这就要求法院的司法介入来判断一个公平的股份价格,这一价格应是一个回溯的公平股份价格。所谓回溯的公平价格,是指触发异议股东股份评估权的公司交易行为发生之前的股份价格,这一价格应当排除股份价格因为市场对触发异议股东股份评估权公司交易行为的预期而产生的波动。^③

(一) 我国异议股东股份评估权制度中股份估值方法缺失

我国现行《公司法》第74条要求异议股东和公司先就公平价值协商,协商不能达成一致的,则诉讼至法院来由法院司法确定公平价值。而股份公司中异议股东股份公平价值的评估,《公司法》第142条一字未提。之前公布的《〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》(征求意见稿)第35条规定股份公司回购股份的估值以公司净资产为基础评估确定股份价格,^④不过最终公布的版本删除了这一条。我国异议股东股份评估权的司法裁判中一般都在判决中体现出评估方法,少数体现评估方法的判决则以公司的净资产值来确定股份价

值。^⑤然而净资产价值法存在缺陷,因为其体现的是公司清算时股东所能获得的价值,无法体现公司继续经营的情况下公司将来的收益和无形资产的价值,前者的价值低于后者的价值,如果将净资产价值法作为唯一的估值方法,则对行使异议股东股份评估权的异议股东来讲是不公平的。^⑥简而言之,异议股东股份评估权行使中的股份评估的具体标准和方法在我国现行《公司法》中没有规定,即使司法实践中偶尔采用的净资产价值法也存在缺陷,目前我国司法实践中少数股东行使异议股东股份评估权如何获得“公平价值”还不明确。我国《公司法》异议股东股份评估权制度的设计都是以普通股为对象的,普通股在异议股东股份评估权行使中的股份的评估方法现状尚且如此,更遑论优先股股东在异议股东股份评估权行使中对优先股价格的评估方法了。

(二) 美国异议股东股份评估权制度中优先股估值方法

笔者考察美国异议股东股份评估权诉讼中股份的估值方法,发现主要有特拉华州加权平均法、现金流量折现法^⑦以及金融界广泛接受的其他方法。美国特拉华州早期采取加权平均法为唯一方法,但是该方法1983年以后也已经式微。^⑧需要看到,并不存在适用于所有类型公司唯一的估值方法,不应采取单一的估值方法,而且法官不是金融专家,因此应当由法院来委托

^③ See Frinklin A. Gevurtz, Corporation law, 648-649(2010).

^④ 《公司法》司法解释四征求意见稿《中华人民共和国公司法》若干问题的规定(四)(09年10月专家论证会征求意见稿)第35条(股份收购价格)规定:“人民法院审理股东与公司因收购股份价格发生争议的案件,应委托中介机构评估以公司净资产为基础评估确定股份价格。”

^⑤ 例如袁朝晖与长江置业(湖南)发展有限公司请求公司收购股份纠纷案,[法宝引证码]CLI.C.8211874。

^⑥ 参见谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第232页。

^⑦ 现金流量折现法实行的前提是公司资产的价值是公司预期现金流量的当前价值。现金流折现法有两个步骤:首先是估计未来一定期间公司现金流量。其次是把预计的公司现金流量折现成现在的价值。现金流折现法意欲以公司现金流的价值来体现股份的价值。蒋云蔚《美国法上的异议股东股份评估权制度对我国的借鉴意义》,载《西南政法大学学报》2008年第4期,第28-29页。

^⑧ 谭津龙《公司法体系中的异议股东评估权制度》,法律出版社2015年版,第112页。

中介机构根据金融领域通行的估值方法评估股份的价格,充分考虑影响股份价格的各种因素。

优先股的估值在美国的异议股东股份评估权行使中也是一个难题。美国异议股东股份评估权的判例基本上都是关于普通股的,几乎没有确定的关于优先股司法估值的判例。美国优先股研究的资深公司法学者 Bratton 教授指出,在美国,优先股价值的司法评估几乎不存在相关判例。这意味着将没有判例可供参考,如此优先股股东异议股东股份评估权行使的估值存在极大的不确定性,具体结果如何只能靠推测,优先股股东将对评估人存在疑惧。^③ 不仅公司未来的现金流必须在不确定性下预测,而且评估权人也必须评估优先股发行公司董事会有多大的可能性裁量将前述预测的现金流用于优先股股利分派或赎回优先股。^④ 如前文所列举的交易情景中,优先股股东作为异议股东,如果认为方案2的合并受益分配不公平,其必须找到专家来评估,专家在不确定下预测未来公司现金流以及董事会有多大的可能性裁量将预测的现金流用于优先股股利支付或赎回优先股,要在这种情况下证明分配方案2分配给优先股股东8美元/股价格太低是一项非常困难的事情。

美国特拉华州衡平法院认为,在异议股东股份评估权的行使中,优先股股东有权要求优先股合同规定的评估价值,除非优先股合同条款对此规定模糊,法院不得不运用替代价值估算方法来决定优先股的公平价值。^⑤ 因此,如果公司章程明确规定了优先股在异议股东股份评估权程序中的“公平价值”,则应据此决定异议

股东股份评估权程序中的优先股价值。特拉华州最高法院也认为,在缺少关于如何在优先股和普通股之间进行公平价值分配的证据时,衡平法院有自由裁量权,根据不同类别股份在合并协议中将会以一致同意作出的分配方案来作出异议股东股份评估权判决。^⑥

(三)我国优先股股东异议股东股份评估权的股份估值方法的构建具体进路

关于异议股东股份评估权行使中的股份估值的具体标准和方法我国现行《公司法》中没有规定。我国司法裁判中,法院无论是自己还是委托中介机构对股份进行估值,股份估值的状况都堪忧,少数股东适用异议股东股份评估权能够获得的“公平价值”很不明确。对于普通股股东尚且如此,对优先股股东的异议股东股份评估权行使来讲,情况更是不容乐观。

美国特拉华州对优先股股东异议股东股份评估权行使过程中公平价格的确定方式值得借鉴。笔者认为,基于优先股兼有债券的特征,对于优先股的估值,如果优先股合同事前进行了约定,应尊重当事人事前的合同安排;如果未进行事前约定,那么就应当适用普通股估值的一般方法,借鉴美国估值方法,由法院来委托中介机构,根据金融领域通行的估值方法评估股份的价格,充分考虑影响股份价格的各种因素,法院对此估值有自由裁量权。在我国可以通过司法解释或指导案例类型化处理我国优先股股东行使异议股东股份评估权的估值问题。

1.对于封闭公司形式的股份公司非公开发行的优先股来讲,在商业实践中,优先股的投资

^③ See William W. Bratton, The intrinsic vulnerability of preferred stock in mergers, 《商法论坛第十五届国际学术研讨会论文集》第11页。

^④ See William W. Bratton & Michael L. Wachter, a theory of preferred stock, 161 U.Pa.L.Rev.1815,1844(2012-2013)

^⑤ In re Appraisal of Metromedia Int'l Grp., Inc., 971 A.2d 893,902 n.24(Del.Ch.2009) (Citing In re appraisal of ford holdings, Inc. Preferred stock, 698 A.2d 973,975(Del.Ch.1997)) ,aff'd, No 340, 2009 (Del. Nov.2, 2009) .

^⑥ See Edward P. Welch, Andrew J. Turezyn&Robert S. Saunders, Folk on the Delaware General corporation law. 758 (2011) .

者可以事前通过优先股合同确定优先股股东异议股东股份评估权行使时的“公平价值”或“公平价值”的确定方法,或者在优先股合同中规定公司的根本性结构变化等同于清算,实现优先股的清算价值。如果优先股股东未在优先股合同中规定优先股股东异议股东股份评估权行使时的估值,则我国应借鉴美国特拉华州法院的做法,适用普通股价值的评估方法,法院对此有自由裁量权。

2.对于公众公司形式的股份公司而言,公开发行的优先股根据市场例外规则,由于优先股有公开交易的市场,将不适用异议股东股份评估权。对于公众公司形式的股份公司非公开发行的优先股,我国《优先股试点管理办法》限定上市公司非公开发行优先股的投资者为合格投资者,人数不超过200人,其实往往是机构投资者,有较强的缔约能力,其本身可以就异议股东股份评估权行使的估价方法事前与发行公司进行协商。如果未进行事前约定,则适用普通股的估值方法。

七、结论

优先股在2014年《优先股试点管理办法》颁布之后登上了我国公众公司融资的历史舞台。我国《公司法》和《优先股试点管理办法》虽然开放了优先股的投资准入,后者为优先股规定了事前保护措施——类别表决权,但是两者均没有为优先股投资者作好退出安排。日本公司法学者神田秀树教授认为“我们不能只是考虑募集资金方便,而不为投资者提供退出途径,提供返还资金的规则,这是不利于资本市场的繁荣的。”^③优先股股东的投资不仅面临着公司根本性结构变化的威胁,也面临着与之存在利益冲突的普通股股东机会主义行为的威胁。美国异议股东股份评估权制度功能的演变揭示

了异议股东股份评估权不仅具有为少数股东提供公平价格退出公司的传统功能,而且也可以具有约束多数股东对少数股东机会主义行为的监督功能。优先股的股份性质和优先股股东的股东资格决定了异议股东股份评估权制度应适用于优先股股东,然而我国《公司法》异议股东股份评估权制度还不完善,是否可以适用于优先股股东也不明确,而且既有的规则是以普通股为适用对象,并未考虑优先股适用的特殊性。我国应根据本土公司治理的现实图景,借鉴美国的经验来完善我国的异议股东股份评估权制度,并将之适用于优先股股东的保护。

从优先股股东保护的视角,我国应将优先股股东纳入异议股东股份评估权制度适用范围之内。优先股虽然没有普通表决权,但是构成公司的权益资本,优先股股东是公司所有人,因此我国公司法应规定优先股股东行使异议股东股份评估权应不以对触发事项有表决权为条件,通知反对即可。优先股发行公司修改章程取消优先权或进行根本性结构变化涤除优先股股利应当作为优先股股东异议股东股份评估权的特别触发事项。至于异议股东股份评估权行使中对于优先股的估值,应尊重当事人事前的优先股合同安排;如果未进行事前约定,那么就适用普通股估值的一般方法,我国应通过司法解释或指导案例对此进行完善。

我国《优先股试点管理办法》将优先股发行仅限于公众公司,而不适用于股份公司中的非公众公司(即封闭公司)^④。从美国的实践来看,优先股更主要适用于风险投资领域的封闭公司形式的创业公司,而非公众公司。优先股适合对不确定性和信息不对称环境下的创业公司投资,创业公司极大地推动了美国科技创新的繁荣。为推动我国创新驱动战略,未来我国

^③ [日]神田秀树《公司法的理念》朱大明译,法律出版社2015年版,第22~29页。

^④ 《优先股试点管理办法》第3条:上市公司可以发行优先股,非上市公众公司可以非公开发行优先股。

随着优先股试点的推进,应将优先股发行扩大适用于非公众公司的股份公司以便创业公司采用。创业公司中根本性结构变化的可能性及普

通股股东和优先股股东的利益冲突更甚于公众公司,异议股东股份评估权在创业公司情境中将为优先股投资者的保护发挥更大的效用。

On the Protection from Appraisal Right of the Preferred Shareholders: the Practice and Enlightenment of the United States

Liu Shengjun

Abstract: The commercial law of China has opened the investment access of the preferred stock, but not make the appropriate investment exit arrangements for the preferred stock investors. Preferred stock shareholder may face the threat from corporation fundamental structural changes, even infringement from opportunistic behavior of common stock shareholders under the background of the conflicts of interest. In US, Appraisal right provides minority the shareholder an exit access with fair price, at the same time it can supervise the majority shareholders of implementing opportunism behavior to minority shareholders. As the equity capital of the corporation, the holder of the preferred stock is the shareholder of corporation, appraisal right should be applied to the shareholders of the preferred stock. In the United States, appraisal right is applicable to preferred stock shareholders. From the point of view of legal interpretation, in china appraisal right should be applied to preferred stock shareholders. Application range of appraisal right for preferred stock shareholder should include amending articles of corporation to cancel preferred right and preferred stock dividends. Voting right should not be regard as premise of exercising appraisal right. As the valuation of preferred stock, if there is prior contract we should respect the contract. If there is no prior contract, we should apply the general method of common stock valuation, and the judge has a discretion. Our country should perfect valuation of preferred stock through judicial interpretation or guiding case.

Keywords: preferred stock; preferred stock stockholder; appraisal right; majority stockholders; minority stockholder

(责任编辑:刘宇琼)