

## 优先股与普通股股东间利益 冲突的处理原则

——美国司法实践的演进及其启示

楼建波\* 马吾叶\*\*

**摘要:**优先股进入我国资本市场给公司治理提出了新课题,借鉴域外处理优先股股东与普通股股东间利益冲突的规则是题中应有之意。美国特拉华州法院在处理普通股和优先股的利益冲突时,经历了从最初认定优先股股东仅享有合同权利,董事对其不负信义义务的立场,到赋予优先股股东信义义务和合同权利的双重保护,最后演变为强调对优先股股东应以合同保护为主,只有在极少情形下才能给予信义义务的保护。司法实践的演变,除了优先股具有的股债双重性导致的法律定位困难外,更主要是因为目前美国优先股多为风险投资企业所使用,后者有能力通过合同形式保护自己的利益,无需信义义务的保护。

**关键词:**优先股 利益冲突 信义义务 股东权利保护

---

\* 北京大学法学院副教授,博士生导师。

\*\* 全国人大法工委干部。

随着中国农业银行在境内非公开发行优先股并挂牌转让,优先股正式进入我国公司法与证券法实践。优先股相对于普通股来说具有一些特别权利以及特别限制,这种特点使优先股处在股权和债权的中间地带,兼具股权和债权双重性质,<sup>[1]</sup>也给公司治理提出了新课题。传统公司法理论关注的主要是所有权与经营权分离导致的股东与管理层之间的代理成本问题,解决方式主要是给管理层设定对股东的信义义务。这一法律框架隐含的前提是股东群体的单一性与同质性,或者至多是大股东与小股东之别。然而,优先股在股东群体内部制造出了明显的利益差序,那么,当二者之间发生冲突时,管理层如何履行其信义义务呢?<sup>[2]</sup>

或许因为优先股引入我国的首要动机是提供一种新的补充银行资本金的工具,相关规则主要体现为监管层发布的《优先股试点管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),它侧重于确定优先股的基本特征、发行条件、审批程序、上市交易门槛等证券监管层面的问题。这也引导了目前学界对优先股问题的研究大多针对监管规则本身之不足而进行,代表性的研究如张志坡对我国优先股之发行条件、发行规模、发行时期、发行目的、发行条款的完善提出了一系列建议。<sup>[3]</sup>个别学者也关注到了公司治理层面的问题,如刘胜军建议引入分类表决制来以保护优先股股东的利益,<sup>[4]</sup>但仅仅是从法理上进行抽象的论述,尚未触及优先股股东与普通股股东之间冲突的具体形态以及公司法上应如何平衡这种冲突。

在优先股实践最为发达的美国,优先股与普通股之间的利益平衡也是公司法法理中颇具争议的问题。尽管优先股的历史非常悠久,但

---

[1] See Peter F. Pope and Anthony G. Puxy, *What is Equity? New Financial Instruments in the Interstices between the Law, Accounting and Economics*, *The Modern Law Review*, Vol 54, 1991, pp. 889 - 911.

[2] 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年第9期。

[3] 参见张志坡:“论优先股的发行”,载《法律科学》(西北政法大学学报)2015年第2期。

[4] 参见刘胜军:“类别表决权:类别股股东保护与公司行为自由的平衡——兼评《优先股试点管理办法》第10条”,载《法学评论》2015年第1期。

20 世纪 30 年代的大萧条后优先股一度被资本市场抛弃,公司法理学中也鲜见优先股的身影。直到 20 世纪 80 年代,优先股才随着金融创新而再度兴起,在公司重组、收购、风险投资、银行补充资本金等领域大放异彩。<sup>[5]</sup> 优先股的再度流行也催生了与普通股之间新的冲突样态,重大争议几乎都被提交到美国特拉华州法院解决,相关判例也成为美国其他州的样板,使这一领域出现了被学者称为美国公司法中难得一见的“统一法”现象。<sup>[6]</sup> 然而,“统一法”并不意味着判决结果的一致性以及永恒性,优先股本身隐含的双重性质——“股权 VS 债权”仍然导致法院在选择救济手段时出现摇摆:是依循公司法逻辑还是合同法路径?是适用合同自愿原则还是信义义务规则?这两种路径在解决优先股—普通股之间的利益冲突时可能会给出完全不同的答案。<sup>[7]</sup> 在过去的四十年间,特拉华州法院在合同救济与信义义务之间小心翼翼地寻求平衡点,2009~2010 年的一系列判决尤其引人注目,在理论与实务界都激起了很大反响。这也从反面展示了优先股—普通股冲突问题本身的复杂性。

本文试图对美国特拉华州法院判决的优先股与普通股利益冲突案例进行梳理,展示司法实践在这一问题上的立场演变,探寻优先股权利保护的法律机理以及规则背后的市场因素,最后简要归纳它对我国优先股未来的实践以及学理研究的启示。

## 一、优先股—普通股冲突的性质与典型样态

公司作为聚合大众投资而进行经营的商事组织形式,传统上被视为“财产的集合”。在统一的、法律上独立的公司人格背后,隐含着对

[5] 参见[美]斯科特·梅森、罗伯特·默顿、安德鲁·佩德罗、彼得·图法诺:《金融工程学案例——金融创新的应用研究》,胡维熊主译,东北财经大学出版社 2001 年版。

[6] 语出 William W. Bratton 教授 2014 年 10 月 27 日在清华大学法学院的讲演——“Preferred Stock in Venture Capital Finance in the United States: Unsolved Problems”。

[7] See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*. 161 U. Penn. L. Rev. ,2013, p. 1815.

公司财产的一系列请求权,它们之间存在利益冲突。有学者将这种利益冲突分为两类:一类是纵向的利益冲突,即产生利益冲突的一方为掌握公司权力的董事、高管,另一方为公司本身或股东;另一类是横向的利益冲突,指不同类型的投资者之间的利益冲突。<sup>[8]</sup>在公司法的语境下,优先股与普通股同属于“股”的范畴,因此在纵向的利益冲突中,优先股股东与普通股股东的利益是一致的:如果公司管理层滥用职权自我交易,损害公司的利益,那么,优先股股东与普通股股东都同样受到了伤害,此时无论是优先股股东还是普通股股东,都可以要求公司管理层承担违反信义义务的责任。但横向的利益冲突则不然。

由于普通股股东的利益回报主要是源于公司经营绩效的改善以及公司剩余财产的不断增长,而优先股股东的利益回报主要是源于事先约定的固定股利与清算份额,且优先股股东具有股利以及剩余财产的“先取权”,因此,两类股东的利益并不总是一致。<sup>[9]</sup>在给定公司总财富时,优先股股东和普通股股东都是在同一块“蛋糕”上获取利益,一方获取较多利益则意味着另一方取得的利益将会减少。有时,这种利益冲突会因董事、高管的介入而变得更加复杂。尽管董事公平对待各类股东是其职责的应有之义,但实践中很难做到“一碗水端平”。尤其是,由于优先股股东没有表决权,而大多数情况下董事会的成员是由普通股股东选出的,甚至董事很可能自身就是控股股东或者拥有公司大量的普通股,在此背景下,董事更有可能偏向普通股股东的利益。因此,在这种横向利益冲突中,优先股股东通常会处于一个比较弱势的地位。下面归纳了优先股与普通股股东之间存在的几种典型的利益冲突形态。

### (一) 股利分配过程中的利益冲突

股利分配中产生的冲突是普通股股东与优先股股东利益冲突中最常见也是最传统的类型。优先股具有优先分配权,只有在优先股得到分配以后(累积性优先股甚至要求将以往未分配的股利完全支付以

---

[8] See Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, *The Business Lawyer*, Vol. 51, 1996, pp. 449 - 450.

[9] See Melissa M. McEllin, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholder Rights*, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2010, 2010, p. 902.

后),普通股股东才能取得股利分配。当公司有利润时,如果不分配股利,优先股股东在当年实质上得不到任何利益。然而对普通股股东来说,虽然也未取得股利,但是公司保留盈利或将盈利转化为资本,可以增加公司的价值,使普通股股东可以从公司价值和股票价值的增长中获得收益,此外,供普通股股东分配的剩余财产也就越多。而由于优先股股东对于剩余财产的分配数额是固定的,因此公司价值的增加通常不会明显地为优先股带来利益。<sup>[10]</sup>

若优先股为非累积性优先股,<sup>[11]</sup>优先股股东将处在一个更加不利的地位。因为公司可以在有盈余时连续几年不分配股利,将公司盈利保留起来,到了某一年突然决议分红,此时优先股股东仅能获得一年期的固定股利,而普通股股东可以将前几年积累的盈利分派给自己,从而变相剥夺优先股利益。<sup>[12]</sup>此外,即使是累积性优先股,如果公司章程中没有相关规定,对于累积未付的股利,优先股股东通常也不享有请求支付利息的权利。<sup>[13]</sup>因此,对于累积性优先股股东来说,由于累积的股利不加以利息,其在多年之后取得的股利分配实质上在价值上已有所减损,因此公司不分配股利的决议还是会对其产生一定的负面影响。

## (二)公司再融资时累积未付股息引发的利益冲突

与股息分配相关的一种特殊的利益冲突发生在公司经营状况走下坡路,甚至陷入财务困难时。此时,公司可能有一定的盈利,但它只够偿付正常债务而不够支付优先股股息。这种状态持续几年后,公司可

[10] 参见李莘:《美国公司融资法案例选评》,对外经贸大学出版社2006年版,第118~119页。

[11] 一般来说,对于非累积性优先股,公司是否分配股利,取决于董事会的商业判断。如果董事会决定不分红,对于非累积性优先股来说,当年的股利就跳过去了,不能累积以后也不得要求分配。然而,在美国新泽西州有不一样的规则,该州认为对于非累积性优先股,如果公司当年有利润,无论公司是否分配股利,非累积性优先股的股利是可以累积的。参见李莘:《美国公司融资法案例选评》,对外经贸大学出版社2006年版,第112~113页。本文所指的累积性优先股,主要是指如果公司管理层决定当年不分配股利,则无论公司有无利润,股利不会累积的优先股。

[12] See William A. Klien, John C. Coffee, Jr, Frank Partnoy, *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*, Thomson Reuters/Foundation Press, 2004, pp. 302-303.

[13] 同上注。

能积累了大量未分配的优先股累积股利。由于优先股股利未被支付,普通股显然也得不到任何股利分配,这就导致资本市场上对该公司的普通股未来取得收益的预期很低,因此普通股股价也会被压得很低。当公司需要再融资时,就面临很大的困难,因为新投资者会望而却步。鉴于公司此时留有数额庞大的未分配的累积股利,新入股的投资者作为普通股股东的股利回报也可能被无限期推延。因此,不论是公司本身还是普通股股东,都急切地希望限制乃至取消优先股的累积红利。

为了克服再融资时的累积股息障碍,在20世纪40年代,美国公司法实践中曾出现过以下三种方法来取消优先股的累积股利:一是直接修改公司章程中关于优先股的权利内容;二是发行比旧优先股在股利分配和剩余财产分配顺序上更优越的优先股,允许次级优先股股东以旧股和累积股利置换新优先股,从而间接取消累积股利;三是进行虚假合并,优先股被转换为新公司的普通股,且已累积的股利不再返还。<sup>[14]</sup>通过取消累积股利,公司可能会因为新资金的注入而渡过难关,但是,优先股股东对累积股利的法定权利却受到了直接的侵害,有违公平的理念。

### (三) 公司并购过程中的利益冲突

如果公司面临被全面收购,且收购公司支付了对价,那么这笔并购收益将在优先股与普通股之间进行分配。由于优先股和普通股的请求权对象相同且金额固定,这种分配将是一场零和博弈,一方拿得多就意味着另一方拿得少,二者此消彼长。

此外,优先股股东可能与普通股股东对于并购具有不同的偏好,当优先股股东具有某些特别权利可以影响到并购时,会与普通股股东利益产生冲突。例如,如果优先股股东对于并购方案或并购分配方案具有分类投票权,当优先股与普通股的利益追求不同时,可能会导致决策的僵局,影响并购效率。再如,如果优先股事先通过章程约定,在公司并购后有权继续保留在公司资本结构里,且该优先股具有较高的股息

---

[14] See Victor Brudney, *Standards of Fairness and the Limits of Preferred Stock Modifications*, Rutgers Law Review, Vol. 26, 1972 - 1973, pp. 450 - 480.

率或累积较多的股利未付时,潜在的并购者可能会犹豫是否继续推进并购,或者考虑对普通股支付较少的对价以抵消优先股带来的负担,从而产生利益冲突。<sup>[15]</sup>

#### (四) 公司投资经营策略方面的利益冲突

由于优先股与普通股取得收益的形式不同,风险偏好不同,因此会在公司的投资经营策略上产生分歧。虽然作为公司股东,两者都希望公司的价值增长,但由于优先股仅能从公司价值增长中获取固定收益,因此更期望公司能够从事风险较低、收益比较稳定的投资。而普通股股东作为公司剩余财产的所有者,始终希望最大化公司的利益,且公司利用优先股的出资比使用借款更有利(因为不必承担投资失败时还本付息的责任),因此,普通股股东倾向于投资风险高、收益较大的项目。

此外,在公司困境时,优先股股东与普通股股东有两个选择:一是清算或出售公司,这种情况下公司可能尚存一点剩余资产或者出售所得足以满足优先股股东的优先清算权;二是继续经营公司等待它好转。优先股股东会倾向于第一种选择,因为它保证了收回其部分投资,但在第二种选择下有血本无归的风险;而普通股股东会则会选择第二种策略,因为其目前无法从公司财产中分得一杯羹,但在第二种选择下还有逆转的可能性。<sup>[16]</sup> 可见,优先股与普通股投资经营策略上的分歧也会导致利益冲突。

## 二、从合同救济到信义义务——美国法院处理优先股—普通股利益冲突的基本立场

传统公司法理论建立在“股权—债权”二元框架上,以公司内部关系和外部关系的区分来界定公司的边界。公司的内部关系是围绕着公司权力形成及分配展开的各种关系,核心是公司、股东、董事和高管人

---

[15] See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, 2013, p. 1842.

[16] 参见于莹:“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年第4期。

员三个群体之间的关系;而公司的外部关系是围绕着公司意志、意思表示做出和对外行为而展开的各种关系,主要是与公司和市场中的其他主体之间的交易相联系的关系。<sup>[17]</sup> 例如,股东与公司之间的关系便是内部关系,而债权人与公司之间的关系便是外部关系,不同的关系所适用法律的侧重点也有所不同,权利受到损害时的救济途径也不同。股东权利的救济通过公司组织法进行,债权人的救济则依赖合同法。公司组织法相对于合同法路径最大的好处是有“信义义务”这种衡平法意义下的规则来拾遗补缺,给当事人提供充分的保护。按照现代经济学的不完备合同理论,所有的合同在某种意义上都是不完全的合同,因为缔约双方不可能签订一个对未来所有情形都能预见到且清晰规定和分配责任的合同。此时,诚信义务的法律原则就可以在这种不完全合同中“填补空白”(gap filling)。<sup>[18]</sup> 因此,至少在美国法下,作为公司内部人的股东可以用公司法中的信义义务规则保护自己的权利;而作为公司外部人的债权人,他与公司之间的关系为合同关系,更多地通过合同法来调整相互间的关系。<sup>[19]</sup>

那么,兼有“股权”、“债权”双重属性的优先股,究竟处于何种位置?

### (一) 早期的立场——合同救济

优先股虽然有“股”的名义,但其包含的一些特别权利——如优先

---

[17] 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第42~43页。

[18] Oliver Hart, *A Economist's View of Fiduciary Duty*. University Of Toronto Law Journal, Vol. 43, 1993, pp. 299 - 313. 不完全合同理论实际上存在着巨大的争议,对不完全合同理论的批评可参见 Eric A. Posner, *Economic Analysis of Contract Law after Three Decades: Success or Failure?* Yale Law Journal, Vol. 112, 2002 - 2003, pp. 829 - 880. 尽管以不完全合同理论来解释为什么需要独立的信义义务存在着争议和令人不够满意的地方,但是目前大多数学者都接受了法律经济学学者不完全合同理论的解释。参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第442~443页。

[19] 例如 Katz v. Oak Indus. 案, 508 A. 2d 873 (Del. Ch. 1986), M. Bainbridge. *Corporation Law and Economics*. Foundation Press, 2002, p. 431. 转引自邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第449页。



分配权、优先清算权、投票权、<sup>[20]</sup> 赎回权、转换权等,都必须记载于公司章程。在美国一些州,董事可在授权范围内发行优先股,此时优先股的权利必须写在优先股股权凭证(certificate of designation)上,并且成为章程的一部分。这些章程或者凭证上的条款被称为优先股合同(preferred stock contract)。<sup>[21]</sup>

在特拉华州早期的案例中,优先股股东依据优先股合同所获得的权利被认为是合同性质的。例如,“优先股的优先权在本质上是合同性质的,因此这些权利的内容应当以章程中的条款为准”。<sup>[22]</sup> 优先股的权利还被认为是固定的、事先确定好的,“相对普通股股东来说,优先股股东的权利是在设立优先股时,由(当事人)合意的合同条款所确定。”<sup>[23]</sup> “优先股股东的权利依据是公司章程中的相关条文,公司章程以及优先股股东仅限于章程规定的权利,将依据合同法来解释”。<sup>[24]</sup> 因此在这一时期,优先股所有的权利,而不仅仅是相较于普通股的特别权利,都被认为是合同性质的。特拉华州最高法院的判决也表明优先股股东只能主张在章程或股权凭证上写明的权利,拒绝给予优先股合同以外的诸如信义义务的保护,优先股股东的权利被严格地认为是合同性质的。<sup>[25]</sup>

实践中,当优先股股东的权利受到侵害时,基于合同属性,他们只能寻求合同救济。这对于优先股股东非常不利。因为相比冗长而复杂的债权合同(如银行贷款合同或者公司债券契约),公司章程或股权凭证上有关优先股的条款是极其简单的。<sup>[26]</sup> 并且,单纯地依靠合同法去

---

[20] 一般来说,优先股是不具有投票权的,但是在有些情况下优先股的投票权可以恢复。例如,纽约证券交易所规定,优先股能够上市交易的条件之一为:如果优先股的累积股利在八个或更多的季度内没有被支付,那么优先股股东可以选举至少两名董事。在有些情况下,甚至允许优先股股东选取全部的董事会成员,直到所有的累积股利被支付完毕。参见 Robert W. Hamilton, Richard A. Booth, *Corporation Finance Cases and Materials* (4<sup>th</sup> edition), West Group, 2012, p. 609.

[21] 同上, p. 610.

[22] *Rothschild International Corp. v. Liggett Group, Inc.*, 474 A.2d 133 (Del. 1984).

[23] *Wood v. Coastal States Gas Corp.*, 401 A.2d 932 (Del. 1979).

[24] *Judah v. Del. Trust Co.*, 378 A.2d 624, 628 (Del. 1977).

[25] 前引注[9], McEllin 文, 第 907 页。

[26] See Stephen M. Bainbridge. *Corporate Law*. Foundation Press, 2009, p. 230.

调整双方法律关系的前提是:这是一项双方地位平等的交易(arms-length transaction)。然而,优先股合同条款在多数情况下是由公司在发行前拟定的,优先股股东与董事在谈判能力上显然是不对等的。因此,单纯依靠合同无法周延地保护优先股股东的合法利益。

## (二)杰瓦伯案——信义义务的确立

在1986年的杰瓦伯案(Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.)中,<sup>[27]</sup>特拉华州法院破天荒地改变了传统立场,认为在合同保护之外,优先股股东还可以得到信义义务的保护。

本案涉及公司被收购时如何在普通股与优先股之间分配收购价金的冲突。科克里安(Kirk Kerkorian)是被告米高梅大酒店的董事及控股股东,拥有69%的普通股和74%的优先股。1985年6月,科克里安对外宣布了其寻求现金合并(cash-out merger)的意图,愿意以普通股每股18美元、优先股仍留在公司内部为条件寻求并购者,其中财务顾问出具的意见书认为18美元是普通股的公允价值。最终,巴利公司以44亿美元的总价现金收购了米高梅酒店所有发行在外的股票,包括普通股和优先股。由于并购协议并未约定如何在优先股与普通股之间分配巴利公司支付的44亿美元,这便成了公司董事会的任务。若按照44亿美元的总价除以米高梅所有的股票数,每股平均可以获得14.03美元。然而,科克里安在和财务顾问讨论之后,决定付给普通股每股18美元,优先股每股14美元。鉴于该分配方案的支出额要比44亿美元多,科克里安同意他个人拥有的普通股将接受每股12.24美元的价格,其他普通股还是每股18美元,所有的优先股也还是每股14美元。作为补偿,科克里安将获得米高梅酒店名称专有权的转让权以及米高梅酒店正在进行的诉讼中可能获得的赔偿金。这一并购收益的分配方案通过了董事会决议,并经股东会表决通过。但是,优先股股东——他们对公司并购没有表决权——对这项分配方案提出了异议,杰瓦伯代表除科克里安以外的优先股股东对米高梅酒店及董事提起了集体诉讼。

原告认为,米高梅公司的董事及控股股东因提议一个对优先股不

---

[27] Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A. 2d 584 (Del. Ch. 1986).

公平的并购方案而违反了对优先股股东的信义义务。在米高梅公司,优先股与普通股在转换、分配股利上是一样的,公司的审计也是将优先股与普通股一样对待。现在公司在分配并购收益时,明显地偏向于普通股。由于董事科克里安先前对外宣布出售公司时将普通股定价为18美元,如果其主导的并购交易最后普通股的的对价少于18美元,他很可能卷入普通股股东提起的诉讼。为避免卷入诉讼,科克里安偏袒性地对每股普通股分配18美元,对优先股仅分配14美元。因此,在这项并购中,他为了自己的利益损害了优先股股东的利益,没有公平地对待优先股股东,违反了忠实和勤勉的信义义务。

被告则认为董事对于优先股股东不负有信义义务。其援引了一系列先前的判例认定优先股的权利在本质上是合同性质的,其权利内容仅以公司章程的规定为准。被告主张,优先股股东的权利类似于债权人,只能得到合同救济,不能得到信义义务的保护。董事对优先股股东的义务,仅限于保障优先股股东享有优先股合同上的权利。由于被告公司的优先股合同(即章程)并没有规定公司并购的事项,因此董事并没有违反合同义务,也不负有信义义务。

审理该案的艾伦(William T. Allen)法官认为,本案最重要的法律问题就是董事是否对优先股股东负有信义义务,对此,原、被告所主张的法理基础都是成问题的。原告是基于董事和控股股东应当平等地对待股东,但平等对待股东的义务一般是指平等对待大股东与小股东,这种义务是否涉及优先股股东是不明确的。而被告则主张优先股股东的所有权利都是合同性质的,这也不符合实际。艾伦法官创造性地对优先股股东权利进行了区分,认为优先股的权利可分为两种:一种是公司章程或股权凭证等确立的优先股的特殊权利和特殊限制;另一种则为优先股和普通股均享有的权利。前一种特殊权利和特殊限制仅在明确的条款规定时才存在,后一种权利即使章程中没有规定,它也是存在的。

基于这种区分,艾伦法官提出了著名的杰瓦伯规则(Jedwab rule):“对于优先股不同于普通股的特殊权利或特殊限制,公司和董事仅承担合同义务,合同义务范围以优先股合同规定的内容为准;对于优先股与普通股共享的权利,权利的内容及公司、董事对其负有的相关义

务以公司法为准”。<sup>[28]</sup> 因此,该规则为优先股的权利建立了一个框架,当涉及优先股的特别权利或特殊限制时,这是一种合同性质的权利,应以合同方式解决;当涉及的权利为同普通股共享的权利时,这是一种股权性质的权利,优先股股东可以主张信义义务的保护。艾伦法官进一步提出,依据普通法,在没有相反规定的情况下所有股权是平等的,因此对于优先股合同没有作出例外规定的那些股东权利,优先股股东和普通股股东共同享有,均受到信义义务的保护。

本案中,优先股合同中并没有关于公司并购的内容。据此,艾伦法官认为,原告主张的权利不属于优先股合同规定的特别权利或特别限制,而是属于共享的股权性质的内容。因此,原告要求公平地分配并购收益、要求公司董事在并购谈判中履行勤勉职责、要求不受到控股股东压榨的请求,是属于与普通股共同享有的权利,可以适用信义义务。不过,在进一步的分析中,艾伦法官指出本案中并没有证据表明董事和控股股东违反了信义义务,因此拒绝了原告禁止该并购的请求。

尽管杰瓦伯案以优先股股东败诉而告终,但其确立的杰瓦伯规则却成为优先股股东最有力的法律武器。它突破了之前的合同救济路径,将信义义务引入了优先股权利保护的法律框架。当某一项权利不属于优先股股东的特别权利或特别限制时,它就有权获得与普通股一样的对待。可以说,杰瓦伯规则在优先股股东保护方面迈出了具有实质意义的一大步。

### (三)“普通权利 VS 特别权利”的分析框架及其隐忧

杰瓦伯案规则不仅引入了“信义义务保护”的理念,而且提供了一个具体的分析框架,即对优先股股东权利的“普通权利,即‘普通权利’(ordinary stock rights)VS 特别权利(preference rights)”,并据此判断特定个案下是否存在信义义务救济,还是仅存在合同救济。<sup>[29]</sup> 这一分析框架对于美国的优先股司法实践产生了广泛而深远的影响。根据杰瓦伯案中法官的观点,优先股合同中并没有特别规定的权利都属于优先股

[28] *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986).

[29] See Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, *The Business Lawyer*, Vol. 51, 1996, p. 448.

股东与普通股股东共同享有的“普通权利”，从而可以享受信义义务保护。在此以后，美国各州法院在解决优先股的利益诉求时，会先援引杰瓦伯规则，对争讼行为属于特别权利还是普通权利进行区分，进而考虑是采用合同法还是公司法去处理相关诉求。<sup>[30]</sup>

然而，不论是“信义义务”还是“普通权利”、“特别权利”，它们都是高度抽象的概念，需要在个案中进行具体分析，这就使得杰瓦伯规则的适用存在相当大的不确定性。事实上，杰瓦伯判决甫一出台，就有学者指出：杰瓦伯规则将受制于公司董事的自由裁量权，并因此而被削弱。<sup>[31]</sup> 这是因为，杰瓦伯规则的运用首先要求确定某项权利是合同规定的特别权利还是普通股权；而在特拉华州，一般是由公司董事或其律师解释公司章程中的条款。由于在杰瓦伯规则下，优先股合同未特别规定的权利属于股权性质的内容，受到信义义务的保护，因此当董事在解释优先股条款时，实际上也是在确定其信义义务的范围。这样，董事可以将某个交易解释为已被合同所规定因而免除自身的信义义务。甚至有学者认为，杰瓦伯规则并没有消除优先股股东与普通股股东之间的潜在冲突，也没有说明在发生冲突时董事应当偏向谁的利益。<sup>[32]</sup>

学者对杰瓦伯规则的批评，很大程度上预见到了杰瓦伯规则的实际效果。从此后的判例对杰瓦伯规则的运用来看，在有普通股股东和优先股股东利益冲突的情形下，无论是优先股的特别权利，还是其普通权利都可能处在一个较为劣势的地位。这一特征，在特拉华州法院后来的一系列判决中充分地体现出来。

### 三、信义义务与合同救济的双重式微——杰瓦伯规则的应用及其分化

利益冲突的平衡是一项微妙的司法技术，优先股的双重属性更增

[30] 前引注[9]，McEllin 文，第 910 页。

[31] See Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, *The Business Lawyer*, Vol. 51, 1996, pp. 448 - 449.

[32] 前引注[17]，Bainbridge 书，第 230 页。

加了这种技术在实践操作中的不确定性。在过去的三十年间,特拉华州法院逐渐偏离了杰瓦伯案确立的“以信义义务保护优先股股东”的路径,其中,2009~2010年审理的一些案件在某种意义上甚至改变了杰瓦伯规则的主基调,对优先股的普通权利和特别权利的保护方式都产生了实质性的消极影响。

### (一) 优先股的普通权利:信义义务保护的弱化

在杰瓦伯规则下,优先股股东则基于优先股中与普通股共享的一些股东权利(即普通权利)而获得信义义务的保护。然而,普通股与优先股的利益毕竟不会完全一致,董事在做出决策时需要平衡两类股东的利益诉求。当普通股和优先股都享有信义义务的保护时,如果两类股东产生利益冲突,董事会面临着艰难的选择:在两类股东相互冲突的利益面前,如何同时对两者都承担信义义务?这是一个很具体但又无法回避的操作难题。对此,不同的判例提出了一些不同的解决方法,对优先股股东保护的力度参差不齐,近年来更呈现出限缩信义义务保护范围的趋势。

#### 1. 设置代表优先股利益的独立代理人

杰瓦伯案后不久,特拉华州法院就在 FLS 控股公司股东诉讼案(In re FLS Holdings, Inc. Shareholders Litigation, 以下简称 FLS 案)<sup>[33]</sup>中提供了杰瓦伯规则具体适用的一种途径,即设置代表优先股利益的独立代理人来解决优先股与普通股的利益冲突。

FLS 案争议与杰瓦伯案颇为类似,也涉及公司并购收益的分配,优先股股东指控公司未能在优先股与普通股之间合理地分配并购收益。<sup>[34]</sup>由于 FLS 公司章程中未涉及并购收益的分配,因此这属于优先股与普通股共同享有的权利,可以要求董事公平、合理地分配并购所得。法院指出,董事虽然是由普通股股东选举产生,但是在分配并购收

[33] In re FLS Holdings, Inc. Shareholders Litigation, 1993 WL 104562 (Del. Ch. ).

[34] 优先股股东认为,FLS 公司董事会的董事要么拥有大量的普通股股票,要么是促成本次并购交易的投资银行(高盛和花旗集团)的雇员;在董事会分配并购所得时,优先股股东与普通股股东的利益是互相冲突的,但在做出分配决议时,董事会中没有一个代表优先股利益的独立顾问或独立董事,优先股股东对并购方案也没有表决权,导致出现了不公平的分配结果。同上注。

益上,董事对普通股股东和优先股股东都负有信义义务,因此有义务公平对待优先股股东。进一步,法院认为,尽管“公平”的标准是模糊的,但可以采取一定的程序保证公平的实现。为了公平地分配并购收益,可以在并购交易之前任用一名“真正独立的代理人”来代表优先股的利益。在本案中,并购交易完成后第三方财务顾问出具了分配结果公正的意见书,但法院认为这一程序不足够,它只能给优先股提供很微弱的保护。换言之,在涉及优先股普通权利与普通股利益冲突时,如果在事前任用一名代表优先股利益的真正独立的代理人去参与决策,可以表明董事对优先股股东尽到了信义义务;有了这种程序性的保护手段,法院就不会认为交易结果是不公平的。<sup>[35]</sup> 这样,FLS 控股公司股东诉讼案实际上就对如何应用杰瓦伯规则提供了一种具体方法,即在普通股与优先股的利益冲突时,通过任用一名代表优先股利益的独立代理人参与决策来保护优先股的利益,从程序的角度保障公平。

当然,独立代理人机制也并非万全之策。由于优先股与普通股的利益诉求不同,设立代表优先股利益的独立代理人很可能会为了维护优先股的利益而对公司的决策进行否决,阻碍公司的有效运转。因此,公司从效率的角度出发,一般不会设置这样的代理人。正如布拉顿(William W. Bratton)教授指出的,尽管这些因素(设立优先股的独立代理人等)是判断是否公平的标准之一,但没有这些因素,也不会当然地构成对信义义务的违反。<sup>[36]</sup> 公司可以用别的途径去解决优先股普通权利与普通股之间的利益冲突问题。

## 2. 允许对模糊的合同条款排除信义义务的适用

在优先股的普通权利和普通股利益冲突时,有些情形下为了避免陷入对两者都负有信义义务的矛盾境地,董事会便通过对优先股合同中语义模糊的条款进行扩大解释的方式而排除信义义务的适用。由于特拉华州授权董事会解释章程,因此董事会可以认为,优先股合同条款已经涵盖了所涉及的交易和权利,属于“特别权利”而非“普通权利”,

[35] See Marilyn B. Cane, Joong - Sik Choi, and Scott Gitterman, *Recent Developments concerning Preferred Stockholder Rights Under Delaware Law, The Selected Works of Marilyn B. Cane*, Available at [http://works.bepress.com/marilyn\\_cane/1/](http://works.bepress.com/marilyn_cane/1/).

[36] 前引注[7], Bratton 文, 第 1850 页。

优先股股东不能主张信义义务的保护,只能根据合同条款来解决。

2010年的詹姆斯案(LC Capital Master Fund, Ltd. v. James)<sup>[37]</sup>便属此种情形。本案原告是一家风险投资基金,持有库扎梅德(QuadraMed)公司的优先股。该优先股当初以25美元的价格发行,持有人除累积股利外,还可享有25美元的清算价值,并可以15.5美元的价格转换为普通股。公司的优先股合同规定,公司并购不等同于公司清算;在公司发生并购交易时,每股优先股可以转换为1.6129股普通股,然后以普通股的身份参与并购收益的分配。在本案涉及的并购交易中,普通股拟以8.5美元的价格卖出,而优先股拟以13.71美元的价格卖出,这个价格是以普通股定价8.5美元乘以优先股转换成普通股的价格比率1.6129而计算出来的。原告认为公司董事在对分配并购收益时,以“优先股如果转换为普通股”为条件确定优先股的价格,分配给优先股的太少,违反了杰瓦伯案中要求公平对待优先股的义务;而且公司也没有像前述FLS案一样设立代表优先股利益的独立代理人,因此违反了对优先股股东的信义义务。相反,董事们则认为,对于优先股的分配他们不负有信义义务,因为他们是按照优先股合同中规定的价格底线进行分配,即按照优先股转化为普通股并取得与普通股一样的对价为标准。

法院支持了被告的主张,认为在章程中规定的转换价实际上就是优先股股东可以在并购中取得的对价。既然章程中确定了优先股在并购中的价格,那么董事对优先股的分配所得无裁量权,也就不负有信义义务。由于原告援引了杰瓦伯案和FLS案,为了进行区分,法院指出,“当在涉及某个特别的交易时,如果优先股合同明确地规定了优先股的权利,董事会应当尊重优先股的权利。只要董事会做到了这点,他就不需要以普通股股东的利益为代价去给优先股股东额外的保护和利益。然而,当合同中没有对优先股的权利进行规定,就如同杰瓦伯案和FLS案一样时,董事就应当承担起信义义务并且尽其所能协调好普通股与优先股之间的利益冲突。”由于在本案中存在一个转换机制,因此,法院认为优先股合同中对优先股权利已有规定,应按照合同规定处

---

[37] LC Capital Master Fund, Ltd. v. James, 990 A. 2d 435, 454 (Del. Ch. 2010).



理,不得援用信义义务。而根据优先股合同,优先股和普通股之间转换价格的比率,实际上是为优先股的并购价格设置了一个底线,由于并购价格的确定方法已经规定在合同中,优先股就应该接受该价格,不能再主张更多的分配。

学者对詹姆斯案判决提出了强烈批评,认为法官不当缩减了优先股股东享有的普通权利的范围。本案优先股合同关于转换权的条款虽然提到了并购交易,但只是规定在并购时若优先股没有被赎回而是继续留在存续的公司内,则优先股可以自愿地转换为普通股,并以普通股的对价退出公司;章程并没有规定公司被并购时优先股要被强制转换为普通股。转换权实质上是给领取固定收益的优先股股东一个选择权,即在公司经营不好时他可以领取固定的收益,在公司经营良好时可以选择转换为普通股从而取得更高的收益。这种自由选择权并不是免费的,因为实践中可转换优先股的股息率往往设置得比较低。<sup>[38]</sup> 既然这种由优先股股东自行决定运用的转换权是其支付代价而获得的,那么法院认为并购交易强制性地引发了优先股的转换,优先股应以普通股股价乘以转换比例的价格退出公司的观点实际上是剥夺了优先股的选择权,破坏了交易。<sup>[39]</sup> 詹姆斯案表明,当优先股的普通权利和普通股利益冲突时,为了避免董事对两类股东不同的利益诉求都负有信义义务的矛盾境地,董事和法院可能对模糊的章程条款进行解释,认为交易所涉及的优先股权利在章程中有特别规定,因此属于合同权利,董事对其不负有信义义务。这实际上是通过扩大解释,将本属于优先股股权性质的内容拉到合同法领域,使优先股股东本没有具体规定的权利受制于优先股合同,从而承担合同规定的不利后果。

总的来说,在优先股的普通权利与普通股股东之利益发生冲突时,董事一般会倾向于普通股股东,因为董事往往都是由普通股股东选举产生。这种偏向于普通股的决策也不太容易被法院否定,因为即便该决策损害了优先股的利益,法院还可能以商业判断规则免除董事的责

[38] See William W. Bratton, *Corporate Finance: Cases and Materials* (7<sup>th</sup> ed. ), Foundation Press, 2012, pp. 462 - 463.

[39] 前引注[7], Bratton 文, 第 1855 页。

任。依据商业判断规则,董事在做出商业决策时,被假定为是了解情况的、诚实信用的、善意地相信所采取的行动是最有利于公司的。只要董事没有滥用自由裁量权,其商业判断就会被法院尊重。如果有人要挑战董事的商业决策,就需要证明这个前提假设不成立。<sup>[40]</sup> 由于普通股股东作为公司剩余财产的所有者,在一般情形下,普通股利益最大化与公司利益最大化是一致的,因此,现代公司法的原则和架构都要求董事为普通股的利益行事。<sup>[41]</sup> 董事在利益冲突的决策中偏向普通股,很容易证明其决策是有利于公司利益的,如果优先股股东有异议,就需要承担较重的证明责任。

## (二) 优先股的特别权利:合同救济的限制

在杰瓦伯规则下,优先股的特别权利由公司章程或股权凭证上的条款来规定,它通常表彰着优先股东的优先权。当优先股的这种特别权利与普通股的利益冲突时,优先股股东按照优先股合同的规定实现权利是杰瓦伯规则的应有之意。但是判例显示,优先股股东并不总能顺利地实现其合同权利。

### 1. 对于优先股特别权利过于严格的解释

公司章程或股权凭证中关于优先股特别权利的条款往往很简单,因此在有些情况下需要对条款进行解释。那么,董事应以什么身份解释章程,是作为优先股股东的受托人(fiduciaries)? 还是作为对立优先股股东的两个平等的民事主体(arms-length)? 杰瓦伯规则对此并未明确。<sup>[42]</sup> 实践中,当优先股的特殊权利与普通股利益冲突时,特拉华州法院是按照两个平等民事主体所达成的契约标准来衡量,这往往允许董事对合同条款进行严格解释。<sup>[43]</sup> 例如,在阿洛特协会案(Elliott Assocs., L. P. v. Avatex Corp.)<sup>[44]</sup>中,法官认为,“任何区别于普通股的优先股的特别权利与限制都应被明确、清晰地规定,如果没有这种规定,这些特别的权利与限制不能被认为是暗含的或者是推定享有的”。

[40] Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 812 (Del. 1984).

[41] 前引注[8], Mitchell 文, 第 450 页。

[42] 前引注[8], Mitchell 文, 第 449 页。

[43] 前引注[9], McEllin 文, 第 915 页。

[44] Elliott Assocs., L. P. v. Avatex Corp., 715 A. 2d 843.

这种观点明确了在解释优先股合同时要严格解释、文义解释,而不能有推断的成分。当优先股的特别权利与普通股利益冲突时,这种解释标准将大大地限制优先股股东依据优先股合同实现其特别权利。<sup>[45]</sup>

针对法院以平等民事主体的立场解释优先股合同的做法,学者批评其违背了信义义务和公司法理论。米歇尔教授指出,合同法中的诚实信用(contractual good faith)与公司法上的信义义务(fiduciary obligation)不同。诚实信用原则是为了解决在合同订立过程中产生的模糊及不确定性,它是建立在尊重个人自治的基础上,因此诚实信用原则的作用仅仅局限于确保合同的履行。但是信义义务却不是基于个人自治,它被认为是受益人将特定的权力转移至受托人,使得双方力量悬殊而强加给受托人的义务,受托人需要忠实地为了受益人的最大利益行事。在产生利益冲突的情形下,信义义务甚至要求受托人为了受益人的最大利益牺牲自己的利益。因此,当某一主体对另一主体既负有信义义务又负有合同义务时,信义义务胜过合同义务(fiduciary duty trumps contract)。而董事对优先股股东既负有信义义务又负有合同义务,所以应承担更高要求的信义义务。作为受托人,为了使受益人利益最大化,在解释合同时应当做有利于优先股的解释。由于信义义务胜过合同义务,董事绝对不能以平等交易主体的身份去解释优先股合同,因为这将与法律赋予的身份不一致。<sup>[46]</sup>可见,董事以平等民事主体的身份严格解释优先股合同是与公司法理论相违背的。

## 2. 特别权利受制于董事商业判断规则

优先股的特别权利不能完全实现,在某种程度上是因为优先股兼具债权和股权的双重属性。对于债权人来说,如果公司没有履行合同义务,法院可以强制履行。但是对于优先股,尽管优先股合同上可能明确载有股利分配、优先清算、赎回、转换等权利,但是它又具有股权性质,且一般认为股东从公司获得的承诺都是不确定的,<sup>[47]</sup>因此,优先股的这种特别权利可能会被法院出于公司整体利益的需要、保护债权人

[45] 前引注[9],McEllin文,第916页。

[46] 前引注[8],Mitchell文,第459页。

[47] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第103页。

的需要等而不予强制履行。

例如,假定一个公司有大量的净资产但没有现金,优先股股东按照章程或合同要求行使赎回权,但公司董事却认为赎回优先股将损害债权人利益。此时,法院可以适用两种解决方法:一种是法院尊重优先股的合同权利,要求公司在不损害债权人的利益下折现公司的部分财产,赎回优先股;另一种是法院从公司利益出发,认为赎回优先股会损害债权人利益而予以拒绝,虽然法院的出发点是保护债权人,但实际上起到了保护普通股利益的作用。在美国早期的判例中,法院对该问题的判决是有分歧的,要么认为公司在有净资产时应当按照合同赎回,如果公司目前没有现金应该尽快拟定分期赎回计划;要么认为优先股没有强制要求赎回的权利,因为这将影响公司的经营、损害债权人和普通股股东的利益。<sup>[48]</sup>

特拉华州法院在 2010 年的斯特沃克案(SV Investment Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc.)<sup>[49]</sup>中对于这种利益冲突偏向于普通股一方。该案原告是一家风险投资公司,购买了被告斯特沃克公司 94% 的优先股,希望通过斯特沃克公司上市而获利。优先股投资协议赋予了原告强制赎回权:如果在投资后五年内原告不能通过首次公开发行(IPO)或其他方式退出,斯特沃克公司有义务回购原告的优先股,回购价格等于优先股的购买价加上所有累积未付的股利。强制赎回权的条款使用了标准的合同语言,要求被告“用任何合法可利用的资金”(any funds legally available)赎回其优先股,即如果一项资金在法律上允许被用来赎回股票,那么被告就必须用其赎回优先股;被告在决定赎回优先股时,应当在现行法下可被允许的最大金额范围内赎回。<sup>[50]</sup>然而,被告在五年里并未成功上市,原告遂要求赎回优先股,因公司缺乏足够现金,截止到 2010 年总共才赎回 410 万美元的优先股。2010 年,原告起

---

[48] 前引注[7],Bratton 文,第 1864 页。

[49] SV Investment Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc., 7 A. 3d 973, 976 (Del. Ch. 2010)。

[50] 在特拉华公司法下,可以用于回购的资金等同于可用于分配的资金,因此它实际上是公司法关于利润分配的规则,公司董事可以从“任何时刻公司净资产超过公司声明资本的金额”中派发股利。参见[美]卞耀武主编:《特拉华州普通公司法》,左羽译,法律出版社 2001 年版,第 62~63 页。

诉到法院要求执行其强制赎回权,此时优先股的赎回价(含累积股利)已达到 6700 万美元。原告主张被告有充裕的净资产,其提交的估值报告显示被告的净资产可达 6800 万美元至 1.37 亿美元。换言之,被告拥有足够的“合法可利用的资金”来赎回原告的全部优先股 6700 万美元。

法官拒绝了原告请求,认为“合法可利用的资金”并不等同于净资产,因为一个公司有大量的净资产也可能会因缺乏流动性而破产,原告没能证明被告赎回如此多的优先股不会损害债权人的利益,因为赎回全部优先股可能导致被告破产。被告作为一个软件公司有很大的净资产是因为其具有较高的人力资本和知识产权,但是公司内部可使用的现金却很少。鉴于此,法官进一步指出,第一,“合法可利用的资金”是指可以立即使用的现金,有时公司可以清算财产获取现金或者以资产进行分配,但是本案公司的绝大多数资产显然不能用来分配;第二,原告除证明有“合法可利用的资金”以外,还要证明“董事在做出不赎回决议时是恶意的、依赖了不可靠的方法和数据或者是构成了欺诈或滥用权力”。这实际上是推翻商业判断规则前提假设的证明要求。如果说,法官的第一个理由可视为严格解释优先股合同中的条款,第二个理由便是把商业判断规则引入了董事履行合同的过程当中。本案中优先股的强制赎回权条款实际上是非常明确和完善的,但法院却认为董事是否履行合同取决于其商业判断,即使他不履行优先股合同,只要他是善意的、了解情况和真诚地为公司利益行事,他的行为决策就免受责任追究。<sup>[51]</sup>

由此一来,斯特沃克案实际上改变了杰瓦伯规则。依据杰瓦伯规则,优先股合同中明确规定的特别权利是合同性质,应当依照合同法来解决。本案中优先股强制赎回权属于特别权利;即使法院对合同条款进行严格解释,也应当在合同法框架下进行,然后去审查是否有违反合同的行为。然而,斯特沃克案却采用了公司法的审查方法,考量董事是否善意、是否知晓信息等。结果,本案焦点从公司是否有能力赎回优先

---

[51] See Charles R. Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, Brooklyn L. Rev. Vol. 78, 2013, pp. 1163 - 1198.

股(履行合同的能力),而是转化为公司不赎回优先股能否得到商业判断规则的保护。<sup>[52]</sup> 由此一来,优先股股东享有的特别权利虽然是公司给予的承诺,但它们并不具有真正的合同性质,因为它们不一定被履行,能否得到履行还要看董事的商业判断。换言之,当优先股的特别权利与普通股利益冲突时,该特别权利很可能因董事的商业判断而不能实现。

### 3. 董事优先保护普通股利益的义务

在2009年的塔多思案(*In re Trados Inc. Shareholder Litigation*)<sup>[53]</sup>中,特拉华州法院甚至明确提出,在特定情形下,董事有义务偏向普通股股东的利益。

塔多思案涉及公司战略决策上优先股与普通股的冲突情形。该公司的优先股股东也是风险投资人。按照公司章程,优先股股东不仅具有优先分配、优先清算等财产权利,还可参与公司治理,且其选派的董事在塔多思公司董事会中占据多数席位。由于优先股股东入主后一直未从塔多思公司的经营中取得收益,故决定出售公司来弥补投资损失。最初的收购询价仅有4000万美元,未达到优先股投资人的预期。董事会遂雇佣了一个新管理团队来运营公司以改善业绩,希望卖出一个好价钱。新管理层确实令公司有起色,一年后,董事会收到了新的报价为6000万美元决议并决定接受。塔多思公司章程规定,公司并购视为清算,因此该交易将使优先股股东行使优先清算权,获得5790万美元的清算价值。扣除管理者奖金(780万美元)后,普通股股东从该出售交易中将一无所获。因此,普通股股东向法院提起诉讼,认为董事会违反了对普通股股东的信义义务。他们指出,鉴于公司经营已改善,没必要去出售公司;如果董事不出售公司,那么公司还有机会继续良好地经营,从而使得普通股股东也能获利。因此,董事在做出决议时完全忽视了普通股股东的利益。

显然,塔多思公司的优先股和普通股之间存在直接的利益冲突:如果公司继续运营良好,优先股仅能获得固定的股利分配,而普通股会因

---

[52] 前引注[7],Bratton文,第1868页。

[53] *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, WL 2225958 (Del. Ch. 2009).

利润增长而获得更多的股利；如果运营失败，优先股股东的投资将无法收回，错失这次收回投资的机会，但对普通股股东来说，运营失败不会对目前的处境有任何改变。因此公司的继续运营对优先股来说是利益小风险大的决策，对普通股来说是利益大风险小的决策。如果公司被收购，优先股股东可取回约 90% 的清算价值并退出公司，但普通股股东将一无所获，并且永远地失去了一个取得收益的机会。

出乎大多数人意料，本案的主审法官将信义义务引入到优先股的特别权利与普通股冲突的语境中，做出了不利于优先股的裁决。他指出：“优先股的特别权利属于合同性质。判例法已表明董事不仅对普通股股东负有信义义务，而且在优先股股东主张其与普通股股东共同享有的权利时，也要对其负有信义义务；但是本案所涉及的权利并不是优先股与普通股共同享有的权利。通常来讲，当优先股的特别权利与普通股的利益冲突时，如果董事具有自由裁量权，那么董事就有义务善意地偏向普通股的利益而不是优先股的特别权利。因此，在普通股股东与优先股股东的利益不一致时，如果董事不适当地将优先股的利益凌驾于普通股利益之上，该董事的行为可能会被认定为违背义务。”本案中，章程或合同都没有要求董事去寻求有利于优先股的并购，优先股股东也不具有强制出售公司的合同权利，因此，董事对于是否出售公司具有自由裁量权。此时，董事有义务去偏向普通股利益，否则便是违反了信义义务。

由此一来，塔多思案比斯特沃克案走得更远，后者认为优先股特别权利的实现取决于董事的商业判断，前者则直接要求董事在面对此种利益冲突时应偏向于普通股的利益。这实际上是为普通股的利益与优先股的特别权利设置了优劣等级，当两者产生利益冲突时，优先股的特别权利很难获胜。<sup>[54]</sup>

### (三) 小结

杰瓦伯规则在其后的司法实践中展现了一个让人大跌眼镜的演进路径。不论是信义义务的引入，还是“普通权利 VS 特别权利”的分析框架，都未给优先股股东提供一个理想的保护网，反而离杰瓦伯规则的

[54] 前引注[9]，McEllin 文，第 918 页。

初衷越来越远。

一方面,对于优先股的普通权利来说,虽然董事对其负有信义义务,但是当优先股的普通权利与普通股利益冲突时,这种信义义务保护难以真正落到实处。FLS案提出在解决冲突时应设立一个真正独立的代表优先股利益的代理人参与决策,但这一机制由于可能影响公司决策效率,因此只是一种非强制性的程序性救济。不仅如此,董事和法院还可以像詹姆斯案那样,将“普通权利”解释为已被优先股合同所规定,从而排除信义义务的适用。最后,由于普通股股东是公司剩余财产的所有者,董事偏向于普通股利益的决策受到商业判断规则的保护。可见,优先股的普通权利与普通股的利益冲突时,前者很少能受益于杰瓦伯规则提供的信义义务的保护。

另一方面,对于优先股的特别权利来说,它们受到合同法的保护。然而,法院将优先股合同视为两个平等交易主体之间签订的合同,允许对优先股合同条款进行严格解释,从而使优先股的特别权利仅能获得有限的合同保护。更进一步,虽然法院在解释优先股合同时将双方视作平等主体,但在合同的履行上双方却是不平等的:斯特沃克案表明优先股股东特别权利的实现受制于董事的商业判断,塔多思案则表明董事应偏向普通股的利益。可见,优先股的特别权利,尽管被认为是合同性质,但并不是真正意义的合同;受制于公司法的一些因素,优先股的特别权利甚至不能完全获得合同法下的保护。

综上,尽管杰瓦伯规则的初衷是为优先股股东提供更多的保护,但正如学者一开始就注意到的,该规则内在的局限——抽象性与不确定性——导致其实际运用中发生严重分化,在普通股和优先股的利益冲突的情形下很难为优先股股东的权利提供有意义的保护。

#### 四、美国优先股—普通股利益冲突司法实践演变的原因分析

在经过三十年的演变后,尽管杰瓦伯规则还在被与优先股相关的案例引证,但其最初的革命意义似乎已经荡然无存。目前,特拉华州对于优先股适用的法律原则可以表述为以下五点:(1)当优先股股东处



于一个“风险巨大且脆弱的位置”时,才有可能适用信义义务的保护;(2)信义义务保护只限于优先股与普通股共享的权利,而不及于特别权利;(3)董事会在进行自由裁量时应偏向普通股;(4)优先股股东可以通过评估补偿的方式获得救济;(5)优先股股东应通过合同方式保护自己。<sup>[55]</sup> 换言之,优先股股东还是应当盯着合同,不要对公司法下的信义义务寄予希望。

优先股股东保护的由盛转衰,其背后的原因大致可以归为两方面:一是法理因素,即优先股的股、债双重属性导致法律定位困境,并进而影响了救济方式的不确定性;二是现实背景,即优先股目前在美国主要应用于风险投资等机构投资者占主导地位的领域,导致法律干预的必要性大大降低。

### (一) 优先股之双重属性导致法律定位困难

如前所述,传统公司法建立在股一债二元结构之上,并基于股、债之别而确立公司治理模式以及不同的权利救济路径。相反,优先股既非典型的股权,也非典型的债权,而是具有股权和债权的一部分特征。这种中间状态或者说股、债双重属性虽然有利于其作为一种灵活的融资工具,但不可避免地导致其在法律上的定位发生困难。杰瓦伯规则通过创造性地将优先股名下的权利分解为“普通权利”与“特别权利”,巧妙地解决了定位问题:优先股股东与普通股股东共同享有的普通权利,属于股权性质,可以受到信义义务的保护;相反,优先股股东的特别权利属于合同性质,应按合同法去解决。

尽管如此,由于优先股的普通权利和特别权利在实际中很难截然区分,公司法路径与合同法路径事实上是重叠在一起的,这就大大影响了杰瓦伯规则的实际效果。在个案中,优先股的权利定位仍然不明确,可以根据董事和法院的需要一会儿被拉进合同法领域,一会儿又被拉进公司法领域,从而使优先股权利的保护处于很被动的境地。例如,杰瓦伯规则赋予优先股的普通权利以信义义务的保护,从而采纳了公司法路径;但是,法院可以依据模糊的合同条款认为该权利已被合同规定,又将其推入合同法的范畴。在合同法范畴里,法院又严格解释合同

[55] 前引注[7],Bratton文,第1851页。

条款,将优先股承担的不利后果归因于优先股股东在磋商阶段没有将所主张的权利写入合同。即使在优先股股东全面、详细、清楚地合同中规定了其权利的情形下,法院又将其拉入公司法范畴,认为优先股的权利尽管在合同中被规定,但其实现还要受制于董事的商业判断和对普通股利益的保护。

在股、债二元结构之外,公司法中另一个根深蒂固的观念是对普通股股东利益的关照,因为普通股股东是公司的剩余索取人;相反,优先股股东在股利以及剩余财产方面都拥有“先取权”,并未承担公司的最终风险。因此,当优先股股东与普通股股东发生冲突时,法官们还是习惯于将普通股股东的利益与公司利益视为一体,作为信义义务指向的对象。由此可以发现,杰瓦伯案之后的判决在对杰瓦伯规则中的模糊之处进行解释时,总是有利于普通股股东而不利于优先股股东。例如,杰瓦伯判决指出,没有写入优先股合同的权利应视为普通权利而受信义义务的保护,但詹姆斯案中法院明确表示:“如果优先股股东在接受优先股合同条款时,没有通过磋商谈判争取到一些权利并将其写入合同,那么衡平法院也没有义务为他们创造这些利益。”因此,优先股股东应更多地通过合同保护自己,如果优先股股东所缔结的优先股合同不完善,则需承担合同不完善的后果,而不能指望法院用信义义务去填补空白。再如,在普通股与优先股的利益产生冲突时,杰瓦伯规则并未说明在发生冲突时董事应当偏向谁的利益,然而塔多思案却明确要求董事在利益冲突中偏向普通股:“在普通股股东的利益与优先股股东的利益不一致时,如果公司董事不适当地将优先股股东的利益凌驾于普通股股东利益之上,该名董事的行为很可能会被认定为违背义务。”

## (二) 司法淡出优先股保护的现实考量

司法干预商事实践的前提是特定的社会需求,恰恰在这一方面,优先股的现实基础发生了很大的变化。这一点可能比前述法理上的困难更能解释特拉华州法院立场的演变。

优先股在美国已有一百多年的历史。在早期融资实践中,优先股一般是由自然人或者是普通企业来购买,优先股股东在获取信息、投票权、谈判、获取经济利益等很多方面都处于劣势地位,而公司管理者和普通股股东经常倚仗其强势地位任意地变动优先股合同条款,从而取

消或者削弱优先股的权利。<sup>[56]</sup> 此外,优先股合同内容简单,由公司及其董事先期拟定,并且董事总是站在解释优先股合同的第一线。鉴于优先股股东的身份及其劣势地位,法院赋予了优先股股东信义义务的保护。

当优先股在 20 世纪 80 年代重新流行后,主要应用于风险投资、并购重组、银行业补充资本金等领域。其中,优先股是风险投资公司在对高风险、处于前沿的创业企业进行投资时的首选工具。<sup>[57]</sup> 一项实证研究表明,风险投资企业支持的创业企业最为集中地使用了优先股,大概 95% 的此类融资使用了可转换优先股作为投资工具。与之形成对比,只有大概 10% 的公众公司发行可转换优先股。<sup>[58]</sup> 从法院判例也可以看出,对杰瓦伯规则产生重要影响的判例大都发生在风险投资企业与创业企业之间,如詹姆斯案、斯特沃克案和塔多思案,一方当事人均为风险投资企业。风险投资企业不是普通意义上的投资者,风险投资合同也不是一般意义上的契约。风险投资人往往通过老练的投资家、资深律师、专业化的企业家等与被投资的企业达成分配控制、分享收益的投资合同,属于证券监管中所谓的“精明的投资者”(sophisticated investor)。就风险投资合同而言,风险投资人作为行家里手,通过频繁地、重复性的拟定投资合同已具有很高的合同签订技术和谈判磋商能力,往往能制定出有利于自身的合同条款。因此,他们的优先股权利是否需要合同以外的额外保护是大可置疑的。

---

[56] See Victor Brudney, *Standards of Fairness and the Limits of Preferred Stock Modifications*, Rutgers L. Rev. Vol. 26, 1972, pp. 443. 优先股股东在获取信息上居于劣势是因为其不参与公司经营;在投票权上居于劣势是因为表决权受限制;在谈判上居于劣势是因为优先股股东比较分散会出现集体行动的难题,并且优先股合同条款在发行优先股前已经由公司董事拟定好,优先股股东无法磋商;在经济利益上居于劣势是因为优先股的收益取决于股利分红,而很难通过卖出优先股获益,因此公司董事可能拖延给付股利,从而使得优先股股东很难获益也无法通过卖出优先股取得差价。

[57] 前引注[48],Korsmo 文,第 1163 页。

[58] See Steven N. Kaplan, Per Stromberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, Rev. Econ. Stud. Vol. 70, 2003, pp. 281 - 286. 转引自潘林:“美国风险投资合同与创业企业治理法律问题研究”,吉林大学博士学位论文,2012 年。

由此来看,司法实践中是否有必要赋予优先股信义义务的保护,一是从优先股东所处的相对优、劣势地位考虑,二是从优先股合同条款的完备程度考虑。由于现今大部分的优先股是由风险投资人持有,而后者在合同谈判与执行中并不处于劣势,其合同条款也往往是复杂而精密的,再给予其信义义务的保护就是多余的了。换言之,在杰瓦伯案及其之前的时代,优先股合同的条款由公司拟定,优先股股东谈判能力弱,再加之缺乏公司治理中的表决权处,因此法院有必要赋予其信义义务和合同的双重保护。随着优先股被风险投资企业大量运用,商业环境发生很大变化,风险投资者具有很强的谈判、磋商、控制风险甚至控制公司的能力,因此,对于这种类型的优先股股东,大多数情形下合同的保护可能就已经足够。

## 五、美国经验对我国的启示

平心而论,我国资本市场的结构与发展阶段与美国存在很大差距,但目前优先股试点所展开的两个领域——商业银行补充资本金以及风险投资——却与美国近几十年来优先股的市场状况不谋而合。尤其是在风险投资领域,早在监管层发布《暂行办法》之前,类似于域外优先股的各种权利安排都已经在实践中大行其道,著名的“对赌第一案”——甘肃世恒与海富投资之间诉讼大战——就是一个例子。<sup>[59]</sup>目前,不论是风险投资还是商业银行发行的优先股,其持有人也主要集中于机构投资者。在当下我国风起云涌的并购大潮中,类似美国近年来出现的并购收益分配、赎回权甚至公司战略决策等方面的利益冲突也会很快出现。<sup>[60]</sup>这也使得美国司法实践处理优先股问题的经验可以给我们提供一些有益的启示。

---

[59] 参见罗东川、杨兴业:“‘对赌协议’纠纷的法律规制及裁判规则”,载《人民司法(案例)》2014年第10期。

[60] 上海地区的法院已经审理了一些PE因被投资企业未能如期成功上市而要求执行强制赎回权的案件。参见俞秋玮、夏青:“以上市为条件的‘对赌’协议效力评价”,载《人民法院报》2015年3月25日第7版。

第一,依据优先股的特别权利对优先股进行细分,以满足公司治理、会计记账以及信息披露的需要。优先股的股、债双重性质是导致法律定位模糊、法律适用上出现摇摆的主要原因,但是,根据优先股的特别权利的具体内容,还是可以对优先股的属性做进一步的细分,确定偏股型与偏债型优先股,从而采用差别对待的处理方法。

根据《暂行办法》,我国的优先股可以分为强制分红性优先股和非强制分红性优先股、累积性优先股和非累积性优先股、发行人要求赎回优先股和投资者要求回售优先股等。在这些优先股中,最具有股权性质的优先股为非强制性兼非累积性优先股,依据《暂行办法》,商业银行可发行此类优先股;<sup>[61]</sup>最具有债权性质的为兼具有强制分红性、累积性并可以依投资者的要求回售的优先股。从域外的会计实务看,对于兼具强制分红性、累积性并可依据投资者的要求回售的优先股,会计确认上就是作为公司负债处理的。<sup>[62]</sup>我国财政部出台的相关政策也明确,公司发行的优先股须根据其权利内容分别列入为“负债”或“其他权益工具”。<sup>[63]</sup>公司账目的这种分类以及相应的信息披露也可以起到公示效果,更好地保护债权人以及优先股股东本身的利益。在公司

[61] 《优先股试点管理暂行办法》第二十八条:上市公司公开发行优先股应当在公司章程中规定以下事项:

- (一) 采取固定股息率;
- (二) 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;
- (三) 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;
- (四) 优先股股东按照约定的股息率分配股息后,不再同普通股股东一起参加剩余利润分配。

商业银行发行优先股补充资本的,可就第(二)项和第(三)项事项另行约定。

[62] 在美国会计准则中,如果某种优先股可以用现金或者其他资产赎回,并且:(1)在可确定的时间内可以被赎回;(2)或者基于优先股股东的要求就可以被赎回;(3)或者在某件事情发生时可以被赎回,但该事件的发生是不被优先股发行人所控制的,那么这种优先股不应计入资产,而应计为负债。参见 Financial Accounting Standards Board, *Accounting Standards Update: Accounting for Redeemable Equity Instruments* (Aug. 2009), Available at [http://www.fasb.org/cs/ BlobServer? blobkey = id&blobnocache = true&blobwhere = 1175819483183&blobheader = application% 2Fpdf&blobheadername2 = Content - Length&blobheadername1 = Content - Disposition&blobheadervalue2 = 344345&blobheadervalue1 = filename% 3DASU \\_ Update \\_ 2009 - 04. pdf&blobcol = urldata&blobtable = MungoBlobs](http://www.fasb.org/cs/ BlobServer? blobkey = id&blobnocache = true&blobwhere = 1175819483183&blobheader = application% 2Fpdf&blobheadername2 = Content - Length&blobheadername1 = Content - Disposition&blobheadervalue2 = 344345&blobheadervalue1 = filename% 3DASU _ Update _ 2009 - 04. pdf&blobcol = urldata&blobtable = MungoBlobs).

[63] 《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》,2014年3月21日发布。

治理方面,我们建议,对于偏股权性质的优先股,应给予持有人类似普通股股东的信义义务保护,因为该类优先股股东能否获取利益取决于公司的自由裁量;但是对于具有很强债权属性的优先股,应主要依据章程中优先股条款的规定来调整股东与公司之间的关系。

第二,尊重优先股股东与公司达成的优先股合同条款。依据《暂行办法》,上市公司可以公开发行优先股,也可以向合格投资者以非公开方式发行优先股,同时非上市的公众公司也可以向合格投资者非公开发行优先股。一般而言,公开发行优先股时投资者与上市公司谈判磋商的机会很小,但是在非公开发行优先股的场合,投资者还是可以与发行公司商讨优先股合同的条款,并通过该公司股东大会的决议成为公司章程的一部分。经济活动的当事人有各种不同的商业需求,也有不同的风险承担水平,依据意思自治原则,可以自行通过合同条款保护自己。美国特拉华州公司法也要求优先股股东更多地依据合同来保护自己的利益,因此,只要优先股股东与公司达成的优先股合同,只要不违反法律强制规定,不损害公共利益和他人利益,就应当得到尊重和保护。

这一点,对于消除我国目前风险投资领域的优先股法律风险具有特殊的意义。例如,为了克服海富案关于禁止公司与股东对赌的障碍,现在一些PE合同也借鉴域外做法,赋予优先股股东在公司无法兑现入股时约定的业绩时进入获得表决权,甚至直接进入董事会。尽管《暂行办法》并未规定优先股股东的此一权利,但它作为一种商业实践并不违反股东平等或者诚实信用等基本法律原则。<sup>[64]</sup>

第三,依据投资者的商事能力给予不同程度的保护。《暂行办法》对于公开发行优先股并没有设立投资门槛,但对于非公开发行的优先股提出了合格投资者的前提条件。<sup>[65]</sup>一般来说,公开发行证券的投资者可以受到证券市场的结构性保护,除了证券承销商的责任外,公众投资者还可以搭参与投资的机构投资人的便车。因此,通常认为对于公

---

[64] 已有学者表达了类似观点,例见张志坡:“论优先股的发行”,载《法律科学》(西北政法大学学报)2015年第2期。

[65] 参见《优先股试点管理暂行办法》第65条。

开发行证券的投资者不必在证券法之外再给予额外的保护。<sup>[66]</sup>但是从我国证券市场来看,投资者以散户为主,大量的中小投资者集中在单一的股票市场里,并不具有很强的商事能力。本文认为,当一个公司公开发行优先股时,且优先股投资者以散户居多时,可以借鉴特拉华州法院的思路,给这些优先股股东信义义务的保护。当优先股的投资者以机构投资者居多,或者是在非公开发行优先股的场合,则应强调合同保护为主。

此外,优先股试点的展开也意味着在公司资本结构的复杂化,公平对待不同类型的公司投资者会促使公司董事、高管的信义义务的演进与分层。这势必要加强董事会的地位,使其承担起公平对待普通股与优先股股东的职责。然而,我国现有的公司法采取股东会中心主义,将公司看作是股东财产的延伸,董事会只不过是控股股东们对公司控制权延伸的臂膀。<sup>[67]</sup>这不仅无助于董事会协调公司不同性质股东之间的冲突,也不利于公司经营决策的效率与公平。例如,在引入了优先股之后,在涉及有关优先股利益的交易且优先股与普通股之间存在冲突时,若仍然按照现行《公司法》的规定将其交由普通股股东决定,就可能产生不公正的结果。此外,随着公司决策机制的复杂化,要求股东会进行决策可能是没有效率的,势必需要加大对董事会的授权,不论是通过公司法还是公司章程来实现。因此来看,优先股的引入必然进一步催生我国《公司法》的修改以及公司治理的改革,强化董事会在公司内的中心地位,赋予其做出公正决策、公平地对待公司中各类股东的权力与责任。

---

[66] 前引注[48],Korsmo文,第1208页。

[67] 参见邓峰:“董事会制度的起源、演进与中国的学习”,载《中国社会科学》2011年第1期。