

# 优先股与普通股的利益分配

## ——基于信义义务的制度方法

潘 林\*

---

内容提要：优先股跨越了股权与债权的边界。股债融合中股权与债权经济利益状态的趋同、组织法与合同法权利行使机制的交叉，带来了股东间复杂的利益竞争。优先股合同权利空间或是被组织挤压，或是在组织中膨胀，合同与组织陷入双重失序。优先股是股不是债，优先股合同权利的边界应在组织法的框架下划定。作为标准的信义义务制度匹配了金融工具创新以及公司法的授权性，其关键在于法官通过何种方法适用模糊的法律标准以及切入复杂的商事交易。通过董事决策程序引导、控制公司决策的公平性，是信义义务司法审查中首要与核心的方法论。结合证明责任的分配机制，优先股与普通股利益分配的公平性也可能通过计算分析和判断。由是，回应股债融合中的利益竞争，提升对信义义务制度的微观适应，一种可能的路径在于：程序层面，对公司治理中决策过程的认知从法律行为语境下的格式规范进化到商事交易语境下的程序公平；计算层面，在定量裁判思维下重新认识公司价值计算的意义。

关键词：优先股 信义义务 商业判断规则 整体公平 司法审查

---

### 引 言

因应个性化的公司融资与治理需求，以合同手段重新架构公司的利益、风险与控制权分配格局，正在成为我国公司实践中的重要方法。通过合同安排，将股权的各项财产性、治理性子权利分离并重新组合，扩张或限制股权的某些权能，形成了不同于传统普通股的股权或股份类型。作为其中的典型，优先股以分红优先权、清算优先权为核心，并往往伴随在某种条件下回购股权的回赎权、转让股权时强制其他股东一同出售所持有股权的领售权、占据公司一部分董事席位以及针对公司特定事项的一票否决权等优先权利的合同约定。优先权利相对固定了投资者的风险收益，使公司中的一部分股权开始摆脱风险负担、剩余

---

\* 山东大学法学院副教授。

本文是作者主持的国家社会科学基金项目“类别股合同的权利行使问题研究”（17CFX074）的阶段性研究成果。

索取的公司法图景，被注入了债权的元素。

优先股合同权利的行使潜藏着合同中的背信弃义与组织中的剥削压制的可能。我国公司法未能对优先股合同权利行使中优先股与普通股的利益竞争问题作出有效回应。比较法上，信义义务制度是处置股东间利益冲突的重要机制，但该制度在我国的移植并不成功。分类表决无法延伸至实质的优先股安排，况且其关乎公司的行动自由，适用范围应该严格限制。异议股东回购请求权在法律解释的层面上应当适用于优先股，同时受制于回购中“合理价格”的计算。股债融合加剧了股东的异质化，带来了股东之间复杂的利益竞争。我国公司法应积极回应，以兼容合同秩序与组织秩序，进而划定优先股合同权利的组织法边界，给出复杂利益竞争的妥当分配方案。

## 一、优先股与普通股的利益竞争：股债融合与双重失序

股权与债权的清晰界分是公司法的基本预设，股债二元结构定义了公司的内外边界。但股权与债权的分界在一定市场条件下会被打破。公司融资实践中旺盛的资金需求与多元的投资偏好推动了金融工具的创新。随着金融创新的加速，“股东”与“债权人”的术语已经不是那么有意义了。<sup>(1)</sup> 股权与债权的权能重新组合，形成了以混合证券为重要表现形式的股份的公司债化和公司债的股份化两种现象和趋势。作为混合证券的一种重要形态，优先股跨越了股权与债权的边界，体现了股份的公司债化。

### (一) 我国公司融资中的优先股

我国公司法授权国务院“对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定”。按照《国务院关于开展优先股试点的指导意见》（国发〔2013〕46号）以及《优先股试点管理办法》（证监会令第97号），优先股试点范围限定为上市公司和非上市公众公司。或许是与该试点范围相适应，两份规范性文件贯彻了优先权利法定的规制路径，如法定无表决权，上市公司公开发行中固定股息率、强制分配股息、未派发股息的累积性、累积分配股息后不再参加剩余利润分配的法定以及可转换优先股的禁止。除了借鉴比较法上通行的表决权复活、分类表决等机制外，优先权利法定以及证券监管的规制思路使得优先股与普通股之间的利益竞争问题并不突出。

然而，作为对公司个性化需求的回应，合同性而非法定性才是优先股的本质属性，<sup>(2)</sup> 封闭公司而非公众公司才是优先股发挥功能的首要场域。<sup>(3)</sup> 例如，在美国，风险投资机构集中地采纳优先股作为投资工具，<sup>(4)</sup> 优先股的代表性判例也集中发生在风险投资领域。如果认识到优先权利的设计未必冠之以“优先股”的称谓，完全可以通过投资合同等实现优先股安排，其实我国也并非例外。由于公司法采取了授权国务院对类别股作出特别规定的

(1) See Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 *Stan. L. Rev.* 1311 (2008).

(2) 参见张志坡《论优先股的发行》，《法律科学》2015年第2期，第141页。

(3) See Ronald J. Gilson & David M. Schizer, *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, 116 *Harv. L. Rev.* 879 (2003).

(4) See Steven N. Kaplan & Per Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, 70 *Rev. Econ. Stud.* 286 (2003).

策略，加之公司法中部分条文与优先权利存在冲突，<sup>(5)</sup> 风险投资领域只能利用公司法为有限责任公司释放的自治空间，努力寻找优先权利实现的变通路径，以实现国际私募股权投资游戏规则的本土化。<sup>(6)</sup> 旨在锁定投资风险，视公司业绩由公司或创始股东给予投资者补偿的对赌协议，也由此大行其道。

由是，本文在广义的、实质的层面上使用优先股的概念。某些优先权利，如赎回权、领售权甚至清算优先权并非各国优先股的标配内容，在优先权利法定的立法模式下尤其如此。这些限制一方面禁锢了公司融资与治理中的个性化安排，以对赌协议的效力之争为例，优先权利的各种变通形式游走在管制与自治之间，另一方面，优先股制度框架中诸如分类表决等回应股东异质性的规范又无法纳入这些实质上的优先股安排。实际上，美国公司法已经“不再注重‘优先股’抑或‘普通股’的标签，而是致力于如何提供最大限度的灵活性”。<sup>(7)</sup>

### (二) 优先股中的股债融合

优先股中股权与债权的融合首先体现在经济利益状态上的趋同。优先股分红优先权乃至可累积性的优先股股息相对固定了投资者的回报，清算优先权以及部分情况下的赎回权等优先权利则相对固定了投资者的风险，优先股股东的经济利益状态趋向债权人化。当一部分股东的经济利益债权人化，股东之间的利益顺位与风险偏好就会出现差异，进而在公司决策上出现分歧，体现在股利分配、公司再融资时累积未付股息、公司并购、公司投资经营策略等方面。<sup>(8)</sup> 例如，优先股股东会倾向于低风险、低收益的投资，尤其是，即便在延续公司营业会增进股东价值的情况下，优先股股东仍有可能偏好解散或出售公司。<sup>(9)</sup> 同时，优先股的优先权利又被划分为不同层级。例如，清算优先权可以存在不同的优先级别，更高优先级别的优先股先于其他优先股分配剩余财产。不同投资者在退出企业的价格以及时点上分歧明显。<sup>(10)</sup> 可转换优先股又保留了转换为公司普通股、分享剩余收益的可能。不同类别、不同层次的优先股使前述利益冲突更趋复杂化。

除了经济利益状态上的趋同，优先股中股权与债权的融合也体现在权利行使机制上的交叉。由于优先股的优先权利是通过章程、股东协议等合同机制创设，以下问题必须被追问：优先权利的行使落入合同范畴还是公司范畴？这是优先股法律规则的核心问题。<sup>(11)</sup> 在合同范畴中，“一份可强制履行的合同，能把一个非合作博弈转变为合作博弈。”<sup>(12)</sup> 交易追求效率，缔约方通过合同对利益和风险进行分配和交换，实现价值的最大化，合同本身才

(5) 如公司法第186条关于公司剩余财产分配的规定，“有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配”，其与优先股的清算优先权存在冲突。

(6) 参见李寿双《中国式私募股权投资：基于中国法的本土化路径》，法律出版社2008年版，第20页以下。

(7) 于莹、潘林《优先股制度与创业企业——以美国风险投资为背景的研究》，《当代法学》2011年第4期，第82页。

(8) 参见楼建波、马吾叶《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》，《证券法苑》2015年第3卷，第3页以下。

(9) See Jesse M. Fried & Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 N. Y. U. L. Rev. 994 (2006).

(10) See Robert P. Bartlett, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, 54 UCLA L. Rev. 52-74 (2006).

(11) See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. Pa. L. Rev. 1820 (2013).

(12) [美] 罗伯特·考特、托马斯·尤伦《法和经济学》，史晋川、董雪兵等译，格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社2012年版，第276页。

是保护双方利益的最佳工具。而在公司范畴中, 优先股合同权利的实现依托于组织机制, 是否履行合同、如何履行合同取决于公司机关的商业判断和决策。此时合同机制与公司机制交叉, 组织秩序与合同秩序相互嵌入, 这使优先股与普通股之间的利益竞争进一步复杂化。

### (三) 合同与组织的双重失序

合同与组织是市场配置资源的两种基本方法, 合同秩序与组织秩序的交叉配合成就了优先股的灵活性和适应性。但在优先股与普通股的利益竞争中, 合同与组织却陷入双重失序。或者优先股股东遭遇失信, 优先权利沦为—纸空文, 或者普通股股东遭受霸权, 企业沦为资本刀俎下的鱼肉。

一方面, 组织挤压了合同权利的空间, 合同秩序因嵌入组织而瓦解。优先权利通过合同机制创设, 优先股合同是投融资双方议价的结果。债是一种法律拘束力, 按照契约严守的合同法原则, 融资方应信守约定, 不得拒绝兑现优先权利。在会计处理上, 优先股是股还是债取决于合同条款所反映的经济实质。“如果企业不能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行—项合同义务, 则该合同义务符合金融负债的定义。”<sup>(13)</sup> 但无论在比较法上还是依据我国法律, 优先股被定性为股而不是债。即使依据会计准则而在公司的资产负债表上将优先股计为负债, 也不能改变优先股的法律定性。<sup>(14)</sup> 尽管存在基于公司资本维持而无法履行优先股合同的可能, 但优先股是股不是债常常成为融资方背信、拒绝履行合同义务的借口。在公司商业决策的托辞下, 优先股股东的投资很可能成为实质上无需偿还的借贷。在某种意义上, 优先股股东在公司世界中的处境要比其他任何财务参与方都更为脆弱。<sup>(15)</sup> 在我国实践中, 大量对赌协议不获履行的纠纷涌向诉讼和仲裁即是适例。实际上, 债权人利益保护是否是优先股语境下最为典型和突出的问题值得反思。在诉讼两造的争辩中, 公司利益、债权人利益保护等主张的背后往往是优先股与普通股的利益冲突问题。只是裁判者将债权人利益保护作为认定合同无效的依据, 至于公司债权人利益是否受到现实威胁、公司的资产负债情况如何, 并没有具体的讨论。在风险投资领域, 使用优先股的初创企业能够获得多少债权融资是有疑问的。与之形成对比的是, 在对赌协议纠纷中, 公司利益、债权人利益保护反倒成为公司、持有普通股的创始人股东拒绝履行合同义务的有力抗辩。

另一方面, 合同权利空间在组织中过度膨胀, 组织秩序受到了合同的入侵。合同强制履行的债权逻辑可能带来对部分股东的压制以及控制者的滥权, 冲击公平对待全体股东以及正当行使控制权力的组织秩序, 给公司及普通股股东造成灾难性的后果。优先股股东往往享有一系列优先权利, 系列优先权利共同作用, 以使投资者获得相对周全的保护。以回赎权、领售权、清算优先权为例, 公司如果没有足够现金满足优先股的回赎权, 优先股股东可启动领售权, 强制公司创始股东跟随其—同出售股权。因领售权的行使, 清算优先权又被触发。<sup>(16)</sup> 优先股股东除了获得股权转让收益, 还会获得清算优先权益。而公司创始股

(13) 参见财政部《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》(财会〔2014〕13号)。

(14) See *Harbinger Capital v. Granite Broadcasting*, 906 A.2d 226-227 (Del. Ch. 2006).

(15) See Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, 51 *Bus. Law.* 443-444 (1995).

(16) 在风险投资中, 投资合同通常将合并、被收购、出售控股股权以及出售主要资产视为清算, 从而使投资者在以上情形中享有清算优先权, 获得比较理想的回报。参见前引〔6〕, 李寿双书, 第26页。

东被动加入到收购交易之中，将面临“净身出户”的风险。<sup>(17)</sup>在我国，业界对对赌协议的行权颇有微词。本应由全体股东共同承担经营风险，却由企业经营者扛下了全部的责任，投资方反而有可能享受此等环境不利因素的“红利”。<sup>(18)</sup>无独有偶，在美国特拉华州衡平法院新近审理的一则案例中，优先股股东（占据公司多数董事席位）意欲通过行使赎回权实现退出。公司为争取足够的资金，先后变卖了大量重要资产和若干核心业务，最终实现了对优先股的回购。公司则因此丧失了核心竞争力。值得注意的是，此处优先权利的行使并未触及公司资本维持等管制。案涉公司有充足的净资产，用以赎回优先股的资金来自净资产超出注册资本的部分。同时并没有证据表明赎回会使公司丧失清偿能力或者带来无力偿债的实质风险。<sup>(19)</sup>但此处优先股股东“杀鸡取卵”以满足自身优先权利的做法是否妥当，值得深思。

## 二、优先股合同权利的边界：组织法中的信义义务制度

优先权利通过合同机制创设，但优先股与普通股的利益竞争在公司组织中展开。因此，优先股合同权利边界的划定问题，首先需要选择组织法抑或合同法的框架，然后是特定法律框架下的制度选择。

### （一）优先股合同权利的行使落入组织法范畴

将优先股与普通股的利益竞争置于组织法而非合同法的框架下，进而在组织法中划定优先股合同权利的边界，有其正当性。

第一，优先股是股不是债。优先股融合了债权元素，但并无偿本付息的保障，并未摆脱其股权及剩余索取的属性。“优先股股东与普通股股东是共同企业的参与者，为公司提供股本的缓冲。”<sup>(20)</sup>例如，优先股赎回权利的行使受制于公司管制，而债权人尤其是担保债权人可以在任何情况下回收到期债权，这也成为优先股与债的关键区别。尽管通过合同机制创设了类似债权的优先权，但优先股股东仍具备组织成员的身份。在与普通股东的利益竞争中，优先股是股不是债，意味着优先股合同权利行使在组织成员关系的语境中展开，不因创设优先权利的合同机制而排除优先股股东的组织法保护，也不因合同性的优先权利而触犯其他成员权益的组织法底线。

第二，尝试回答优先股合同权利的边界问题何时落入合同范畴而由合同法调整，何时落入公司范畴而由组织法调整，从而在组织法与合同法之间作明确分工的努力注定是失败的。美国判例法中的Jedwab规则就是这样一种尝试。依据该规则，对于优先股股东区别于普通股股东的特别权利和限制，公司及董事的义务是合同性的，义务的范围取决于合同文本；而对于优先股股东与普通股股东同等享有的权利，则受到信义义务制度的保护。<sup>(21)</sup>但是，哪些是优先股股东的特别权利，哪些是与普通股股东同等享有的权利，这一问题在复

(17) 参见《从张兰净身出局看俏江南资本之殇》，<http://business.sohu.com/20160111/n434103687.shtml>，2018年3月20日最后访问。

(18) 参见陈友忠等《中国创投20年》，中国发展出版社2011年版，第139页。

(19) See Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation, 2017 WL 1437308 (以下简称Frederick案)。

(20) 前引〔15〕，Mitchell文，第472页。

(21) See Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A.2d 594 (Del. Ch. 1986)。

杂的公司交易中往往并不清晰,从而需要对优先股合同作出解释。而董事在规划公司交易、解释优先股合同时,实际上又是在划定自身信义义务的境界。<sup>(22)</sup> Jedwab 规则看似明确、合理的安排被何为特别权利和限制、何为同等享有的权利在公司组织中的解释和操作所击溃。相对性的合同安排一旦落入公司组织的范畴,伴随公司组织中的控制权安排以及商事交易中的操作空间,合同与组织的边界将被不断模糊。

第三,在优先股与普通股的利益竞争中,合同机制也无法胜任对组织成员关系的评价。合同是“当事人自创的规范”,<sup>(23)</sup> 优先股合同通常具有高度的专业性,合同机制下划定优先股合同权利的边界将诉诸合同约定本身。通过合同机制解决优先股与普通股之间的利益分配,其核心在于具体商业情境下对优先股合同条款的解释,尤其是系争交易是否落入优先权利范围,投资者在系争交易中能否主张某种优先权利。合同解释方法存在主观解释与客观解释的二元论,“学术上围绕解释方法的种种努力就是一系列通过这样或那样的方式对二元论加以克服的探索”。<sup>(24)</sup> 主观解释与客观解释的对立在组织成员关系的语境中进一步加剧,成员力量对比的悬殊、商事交易的复杂多变使这一对立难以消解。而合同法的前设又在于,自愿达成的合同是缔约方实力而非弱势的表现。<sup>(25)</sup> 特拉华州法院曾对优先股合同条款采取严格的文义解释。例如,优先权必须明示而不得推定。<sup>(26)</sup> “在普通法中,如果没有相反约定,所有股份都是平等的,而不管它们被冠之以何种名称。优先权利作为对普通法规则的背离,必须作严格解释。”<sup>(27)</sup> 美国判例法对优先股合同的严格解释已经偏离了合同解释的目标。<sup>(28)</sup> 例如,除非合同的保护性条款写明“合并”的字眼,否则法院对因合并而起的机会主义行为不予干预。<sup>(29)</sup>

在我国司法实践中,以对赌协议纠纷为例,关联于公司法强制性规范合同效力评价是一贯的裁判思路。从苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案引申出的“与股东对赌有效,与公司对赌无效”,<sup>(30)</sup> 到强静延与曹务波等股权转让纠纷再审案认定公司为股东之间对赌提供担保的合同条款有效,<sup>(31)</sup> 在有效抑或无效的非此即彼的僵化判断中,合同秩序与组织秩序的冲撞并未得到解决。脱离公司治理的语境,尝试通过合同效力机制划定优先股合同权利的边界,一方面,无效判断会冲击商人自治,另一方面,商人智慧将持续挑战效力边界。组织法在商事交易中调整组织成员关系有其丰富的制度内涵,诸如公司治理中对权力行使者的约束、对股东压制的干预,这是合同机制无法包容的。

(22) 参见前引〔15〕, Mitchell 文,第449页。

(23) 王泽鉴《债法原理》,北京大学出版社2013年版,第217页。

(24) [德]卡尔·拉伦茨《法律行为解释之方法——兼论意思表示理论》,范雪飞、吴训祥译,法律出版社2018年版,第10页。

(25) See Rafael Chodos, *Fiduciary Law: Why Now? Amending the Law School Curriculum*, 91 B. U. L. Rev. 843 (2011).

(26) See Warner Communications Inc. v. Chris-Craft Industries, Inc., 583 A. 2d 967 (Del. Ch. 1989).

(27) Goldman v. Postal Telegraph, 52 F. Supp. 767 (D. Del. 1943).

(28) See D. Gordon Smith, *Independent Legal Significance, Good Faith, and the Interpretation of Venture Capital Contracts*, 40 Willamette L. Rev. 842 (2004).

(29) See Benchmark Capital Partners IV, L. P. v. Vague, 2002 WL 1732423.

(30) 参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

(31) 参见最高人民法院(2016)民再128号民事判决书。

### (二) 优先股与普通股的利益冲突诉诸信义义务制度

作为公司剩余索取权人的股东，获得了由忠实义务和注意义务构成的信义义务的保护。<sup>(32)</sup>实际上，忠实义务和注意义务“两者之间并无明显的区别”。<sup>(33)</sup>“基于品德的忠诚义务和基于能力的注意义务的划分，不过是理论上甚至是表述上的清晰而已。”<sup>(34)</sup>尤其是，伴随着公司的并购浪潮，在董事采取的反收购措施中，难以分辨其动机是否保护职位的自我利益。在优先股语境下，常常也难以分辨系争公司交易是出于董事所代表的某一类股东的私利还是董事对某一类股东利益未尽合理注意。

第一，股债融合中的利益竞争之所以凸显信义义务制度的重要性，根植于信义义务作为一种与规则相对的标准，其属性匹配了金融工具创新以及催生这一创新的公司法的授权性品格。公司法的授权性意味着，公司法规则已无法事先为公司内部权力的行使提供清单式的枚举。在此背景下，公司行为必须经受双重测试：首先是关于权力的存在以及正当行使的技术性规则，其次是类似于限制受托人权力行使、保护信托受益人的衡平法规范。<sup>(35)</sup>与事前规定行为的规则相对，信义义务作为一种事后被赋予规范内容的标准，授权裁判者事后裁量。<sup>(36)</sup>其承载了公司内部权力行使的第二重测试，提供了自治、创新以及与之相适应的公司法的授权性所要求的规制弹性。

信义义务制度“将立法权力配置给法庭”，<sup>(37)</sup>对司法有着强烈的依赖。不同于规则事先对权利边界的明确划定，该制度依托于司法审查。信义义务制度的移植是否成功，一国的制度环境能否适应信义义务制度，有宏观、微观两个层面的因素。信义义务制度在我国缺少宏观适应，或许归因于国有经济规范与实践对诸多领域的渗透以及在官员等级体系中通过行政方式界定与执行资产管理者义务的做法。<sup>(38)</sup>而信义义务制度的微观适应则“必须包括一个可行的、衍生出来的诉讼程序和促使律师来做这些事情的激励；相对于严格限定的法律规则，法官和律师更熟悉广义上的法律标准的适用；法庭能够在没有清楚的成文法律指引的情况下，检查关联交易，作出相应的救济”。<sup>(39)</sup>理解信义义务制度，关键在于观察法官通过何种方法适用模糊的法律标准以及切入复杂的商事交易。

第二，优先股与普通股的利益分配问题在组织法中应首先归回到程序层面来讨论。信义义务中程序的制度方法迎合了现代商业环境与公司治理下对公司决策进行事后判断的需要。董事注意义务源于英美法系，其规范标准的界定存在两种路径：其一，过失侵权框架下的义务履行标准，这是董事注意义务规范标准的传统模式。以英国为代表的立法例仍在

(32) 参见 [美] 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔《公司法经济结构》，罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年版，第91页。

(33) 同上书，第103页。

(34) 邓峰《代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任》，北京大学出版社2015年版，第140页。

(35) See Adolf A. Berle, *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 Harv. L. Rev. 1049 (1931).

(36) See Louis Kaplow, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, 42 Duke L. J. 560 (1992).

(37) 许成钢、[德] 卡塔琳娜·皮斯托《转型的大陆法法律体系中的诚信义务：从不完备法律理论得到的经验》，黄少卿译，载吴敬琏主编《比较》第11辑，中信出版社2004年版，第143页。

(38) 参见 [美] 郭丹青《在翻译中遗失？——简评中国公司法中的移植体》，游传满译，载陈夏红主编《中国公司法》，中国大百科全书出版社2018年版，第311页。

(39) [日] 神田秀树、[美] 屈尔蒂斯·米约普《重新审视法律移植：日本公司法中的董事诚信义务》，王昕璐译，载吴敬琏主编《比较》第11辑，中信出版社2004年版，第153页。

坚守这一模式。过失侵权中注意义务的界定受制于可预见性、关联性、公平正义及合理性等利益衡量上的政策考虑。<sup>(40)</sup>相应地,在公司董事决策的语境下,界定注意义务的核心在于建构“理性人”标准。其二,美国判例法在发展中脱离了侵权模式下的义务履行标准,即董事决策本身须符合的义务标准,而是突出决策程序的核心地位。美国《示范商事公司法》(Model Business Corporation Act, 2016)第8.30(b)条对注意义务的描述是,相似职位的人在类似情形下合理地认为是适当的注意。然而,“这个对于注意义务的描述是有误导性的。因为它暗指对于违反注意义务的责任规则应当类似于对于侵权(伤害别人的行为)的一般责任规则,即是否董事在履行义务时有不合理的疏忽大意。实际上,这不是注意义务责任承担的判断标准。”<sup>(41)</sup>“法官非常不愿意自己去判断决定一项具体商业决策的优劣。相反,他们通常注意的是公司是否遵循了适当的程序。”<sup>(42)</sup>董事注意义务中“理性人”标准的建构受制于主观标准与客观标准的争论、不同类型与规模的公司、不同类型的董事,<sup>(43)</sup>极为困难。在董事义务问题上援引法院所熟悉的过失侵权法,看起来相当合理,这也是法院既往的做法,但这一植入在根源上是错位的。判断过失侵权的前提在于对主体行为常态的共同理解,公司董事履职问题并不具备该前提。<sup>(44)</sup>除了商业情境下定义义务履行标准的障碍,信义义务规范标准转向决策程序,其动因在于所有权与控制权两权分离下对董事专业管理、集中决策、自由裁量、商业判断的尊重以及股东行动主义下派生诉讼的大量涌现,是司法克制的体现。同时,以反收购措施为代表的混合动机行为、注意义务与忠实义务边界的模糊,进一步扩大了诉诸程序性审查以保护董事自由裁量权的范围。<sup>(45)</sup>

针对决策程序的审查跳出了“理性人”界定的迷局,契合了商业决策的事后判断以及公司组织的程序指向,为公司决策者提供了有效的保护和激励。侵权法界定了特定职业群体的义务履行标准与侵权责任规则,如医疗侵权。与此不同的是,一方面,每一项商业决策是如此独特,以至于无法通过类似于治疗方案、公认惯例等客观基准为公司决策提供保护,从而难以区分坏的决策和决策的变坏。<sup>(46)</sup>另一方面,对公司决策本身进行审查,判断公司决策是否符合某种义务标准,通常涉及公司应当承担何种程度的风险的抉择。<sup>(47)</sup>此时,决策者为避免被追究责任,将会放弃那些可欲的商业冒险。商业决策的作出基于不完备信息,瞬息万变的商业环境又要求及时行动以把握商机。法官对公司决策的审查是一种事后判断,针对决策程序而非决策内容的评价避免了法官事后替代公司作出商业决策,最终使决策者动辄得咎,抑制公司冒险以及企业家精神。同时,决策程序是公司决策的重要元素,强调公司决策的程序性审查与公司组织的程序机理正相契合。“公司的本质在于社团

(40) 参见王泽鉴《侵权行为》,北京大学出版社2016年版,第53页。

(41) [美]伯纳德·S.布莱克《外部董事的核心信义义务》,载[美]弗兰克·H.伊斯特布鲁克等《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第361页。

(42) 同上文,第355页。

(43) 参见[英]保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿《现代公司法原理》,罗培新等译,法律出版社2016年版,第503页以下。

(44) See Bayless Manning, *Business Judgement Rule and the Director's Duty of Attention: Time for Reality*, 39 Bus. Law. 1493-1494 (1984).

(45) 参见前引〔34〕,邓峰书,第146页以下。

(46) See Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, 51 U. Pitt. L. Rev. 963-964 (1990).

(47) 同上文,第965页。



性，而社团意志的特点在于程序，是由公司治理所确立的决策过程。”<sup>(48)</sup> 公司决策的作出依托于公司治理架构，公司治理则通过程序约束公司机关的权力行使。基于此，利益分配的难度会被规范的决策程序所吸收，利益分配的不公会被不当的决策程序所暴露。

由是，本文在商事审判方法论的意义上使用程序这一概念。决策程序是对董事决策展开司法审查的角度。在商事交易中，法官通过程序的方法适用作为标准的信义义务，对董事决策作出事后判断。这一语境下的程序并非与实体相对立，也是实体意义上的规范方法。

### (三) 组织法中信义义务制度的分析框架

对于优先股股东与普通股股东的利益冲突，从 20 世纪 90 年代的 Equity-Linked Investors, L. P. v. Adams (以下简称 Equity-Linked 案)、<sup>(49)</sup> Orban v. Field<sup>(50)</sup> 到 2010 年左右的 LC Capital Master Fund, Ltd. v. James (以下简称 James 案)、<sup>(51)</sup> SV Inv. Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc. (以下简称 ThoughtWorks 案)、<sup>(52)</sup> In Re Trados Inc. Shareholder Litigation (以下简称 Trados 案)<sup>(53)</sup> 再到新近的 Frederick 案，美国判例法总体上因循了组织法中信义义务制度的分析框架。其中，James 案、ThoughtWorks 案以及 Trados 案被认为是近年美国优先股领域的三大代表性判例。<sup>(54)</sup> 以上判例中，法官通常诉诸商业判断规则，通过审查董事决策程序，分析董事与系争决策是否存在利害关系，是否对决策事项履行了尽职调查，尤其是对系争交易的替代方案充分了解和知悉，从而在决策中充分考量权衡了不同类别股东的利益。如果董事决策并未满足以上程序性要求，在整体公平标准下，被告董事需证明系争决策的实质公平性，尤其要计算交易价格是否公平。

美国判例法将优先股与普通股的利益分配诉诸于董事的信义义务，法官对董事决策程序进行审查。原因在于，董事是公司成员利益冲突的协调者，是组成公司的各种合同的中心。<sup>(55)</sup> 相应地，董事权威与董事责任处于永恒的紧张关系之中。<sup>(56)</sup> 董事决策过程中对信息的搜集、对少数股东利益的考量、对交易的架构等均可能成为司法审查的对象。尤其是当董事作为某一类股东的利益代表，在特定决策中丧失独立性时，就会构成利益冲突交易，进而适用更为严格的司法审查标准。

值得说明的是，在美国判例法中，公司董事对普通股股东负有信义义务并无疑问，但对于优先股股东能否享受信义义务保护的问题，法院采取了谨慎态度。法官认为，优先股的持有者通常具有极强的缔约能力，完全可以通过合同手段获取足够的保护，以此为判例法对优先股股东的态度辩护。<sup>(57)</sup> 优先股股东之所以较少获得信义义务的保护，有其特定的

(48) 前引〔34〕，邓峰书，第 168 页。

(49) 705 A. 2d 1040 ( Del. Ch. 1997) .

(50) 1997 Del. Ch. LEXIS 48.

(51) 990 A. 2d 435 ( Del. Ch. 2010) .

(52) 7 A. 3d 973 ( Del. Ch. 2010) , *aff' d* , 37 A. 3d 205 ( Del. 2011) .

(53) 73 A. 3d 17 ( Del. Ch. 2013) .

(54) 参见前引〔11〕，Bratton 等文，第 1823 页。

(55) See Stephen M. Bainbridge , *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance* , 97 Nw. U. L. Rev. 605 ( 2003) .

(56) 同上文，第 604 页。

(57) See Leo E. Strine , Jr. , *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred* , 161 U. Pa. L. Rev. 2038 - 2039 ( 2013) .

市场条件和政策考虑。但理论上也认为,这一做法对优先股股东过于苛刻。<sup>(58)</sup>实际上,在Equity-Linked案、ThoughtWorks案等普通股股东控制公司的情形下,法官也并未仅仅诉诸合同,仍是在信义义务的分析框架下对董事决策进行审查。在优先股股东取得公司控制权的情况下,信义义务制度在优先股与普通股的利益分配中发挥关键作用。因此,获取优先股股东与普通股股东之间利益分配的核心经验有赖于对信义义务制度的观察。

### 三、信义义务制度的方法论:程序与计算

程序是信义义务司法审查中首要与核心的方法论。作为“决定取得合法性或认同的有效机制”,<sup>(59)</sup>程序可以“通过促进意见疏通、加强理性思考、扩大选择范围、排除外部干扰来保证决定的成立和正确性”。<sup>(60)</sup>形式层面的正当程序能够引导和控制优先股与普通股之间利益分配的公平性,进而在一定程度上化解利益选择难题。而在实质层面,随着证明责任的转移,对利益分配方案作出判断的难题会再度浮现,利益分配的公平性可能最终仍需通过计算分析和判断。

#### (一) 信义义务的司法审查标准

一般认为,认定董事违反信义义务需经两个步骤:第一,原告必须推翻商业判断的推定。商业判断假定,“公司董事在作出商业决策时,在充分知悉的基础上行动,秉承善意,并诚实地相信其行为符合公司的最佳利益。”<sup>(61)</sup>商业判断规则为董事提供了推定性的保护。第二,如果原告能够满足第一步的要求,证明责任将转移到被告董事,董事需证明系争决策的整体公平。<sup>(62)</sup>与以上两个步骤相对应,适用信义义务制度对董事决策进行司法审查存在三重标准:商业判断规则、强化审查以及整体公平。<sup>(63)</sup>

首先,商业判断规则是默示性、程序性、推定性的审查标准。它是法院审查董事决策的缺省性标准,其余两个标准——强化审查与整体公平在特定条件下都存在转化为商业判断规则的可能。商业判断规则是一种程序性的审查,如董事的独立性、决策过程中董事的尽职调查以及充分知悉相关信息等。“只要董事们的决策是通过适当程序作出的,法庭就保护他们。”<sup>(64)</sup>

其次,强化审查标准适用于董事会对敌意并购采取的防御措施。<sup>(65)</sup>在反收购中,公司董事与防御措施存在潜在的利害关系,其决策未必以公司最佳利益为出发点。在强化审查标准下,被告董事首先需证明敌意并购对公司是一个威胁,且防御措施并非过度并符合比例性。只有满足这一证明要求,董事采取的防御措施才会受到程序性的商业判断规则的推

(58) 参见前引〔15〕, Mitchell文,第470页。

(59) 蔡立东《公司自治论》,北京大学出版社2006年版,第258页。

(60) 季卫东《法律程序的意义》,中国法制出版社2012年版,第18页。

(61) Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 812 (Del. 1984).

(62) See Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A. 2d 361 (Del. 1993).

(63) See Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A. 3d 457 (Del. Ch. 2011).

(64) Brazen v. Bell Atlantic Corp., 695 A. 2d 49 (Del. 1997).

(65) See Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

定性保护。<sup>(66)</sup>

最后，在整体公平标准下，被告董事需证明系争决策满足公平交易和公平价格两个方面。<sup>(67)</sup>这一标准的适用，又存在程序性的安全港规则。无利害关系董事或股东的核准可能改变证明责任的分配，使董事决策重新获得程序性的商业判断规则的保护。<sup>(68)</sup>整体公平标准中的公平交易主要是程序性事项，包括“交易何时发生，如何发起、架构、谈判、向董事披露，如何获得董事与股东的批准”。<sup>(69)</sup>当程序性的评价被用尽，系争董事决策的司法审查将推进到公平价格层面。评价公平价格的方法在于计算，涉及所有相关的因素，包括资产、市值、所得、前景以及影响公司股票内在价值的其他要素。<sup>(70)</sup>

由是，通过决策程序引导、控制决策的公平性，成为公司治理与商事交易语境下对董事决策进行司法审查的方法论。在美国优先股领域的信义义务之诉中，相当数量的判例以决策者的独立性、知悉以及公平交易等决策程序为中心与主线展开讨论，并终结在程序层面的评价。正如学者对 ThoughtWorks 案的评价：它是法官将优先股制度重新嵌入公司法框架的一次努力，因为司法审查已经转移到董事的决策程序而非决策内容本身。<sup>(71)</sup>而在无法通过程序确保决策公平性的情况下，伴随着证明责任的转移，法官对董事决策的审查重心从形式层面转移到实质层面，从程序深入到价格，通过计算评价决策公平性。

## （二）通过程序的利益分配

在优先股领域的信义义务之诉中，法官对董事决策程序的审查集中在决策者的独立性、公平交易以及安全港程序三个方面。

第一，关于决策者的独立性。在信义义务的司法审查中，决策者欠缺独立性将推翻商业判断的推定性保护，进而适用整体公平标准。董事与系争交易存在利害关系涵盖以下情形，如持有优先股的风投机构派驻的董事同时作为公司与风投机构的双重受托人、管理层激励计划对管理层董事独立性的影响、董事在风投机构投资的其他公司中担任要职以及间接持有优先股等。这就要求职业关系、财务关系等影响董事独立性因素的判断必须足够灵活，以应对优先股领域的特殊性。

第二，关于公平交易审查。法官结合具体情境，在整个商事交易链条中分析可能存在的董事滥用权力的空间。与对交易的替代方案履行尽职调查、充分借助外部专家顾问等正当程序相对，商事交易的发起、架构、谈判、披露、批准乃至发生时点都可能潜藏着机会主义行为。以管理层激励计划为例，补偿管理层的资金可能来源于普通股股东在公司交易中本应获得的份额；如果管理层持有部分普通股，这本来会使管理层在决策中考虑普通股股东利益，而带有削减特性的管理层激励计划将扣除管理层通过持有普通股获得的交易对价，从而促使管理层仅仅关注优先股股东利益而忽略普通股股东利益。<sup>(72)</sup>

第三，关于安全港程序。在不同的交易情境下，不同的安全港程序对董事决策审查标

(66) See *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1362 (Del. 1995).

(67) See *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1163 (Del. 1995).

(68) See *Del. Gen. Corp. Law*, § 144 (a) (2013).

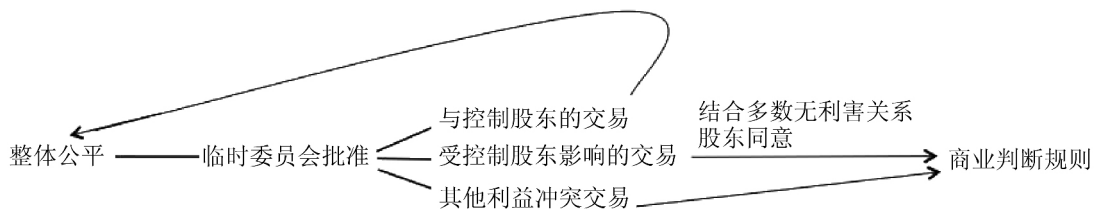
(69) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 711 (Del. 1983).

(70) 同上。

(71) 参见前引 [11]，Bratton 等文，第 1868 页以下。

(72) 参见前引 [53]，Trados 案，第 58 页以下。

准的影响不同。首先，无利害关系董事的批准、代表无利害关系股东利益的临时委员会的批准是有效的安全港程序，将使对董事决策的审查由整体公平退回到商业判断规则。例外是公司与多数或控制股东的交易，此时即便董事会采用以上安全港程序，仍适用整体公平标准，因为这种情况下董事是否真正独立是存在疑问的。<sup>(73)</sup> 其次，外部的公平性意见从无利害关系股东的立场对交易作出分析，权衡其他可能的替代方案，因此将提升系争交易的公平性，尽管这种公平性意见的价值可以被适当怀疑。最后，多数无利害关系股东的同意是一项能够证明交易公平的肯定性证据。在这种情况下，法院通常不会适用带有极强干预性的整体公平标准。<sup>(74)</sup> 例如，法官认为，临时委员会批准结合多数无利害关系股东同意的双重安全港程序，将使受控制股东影响的利益冲突交易重获商业判断规则的保护。<sup>(75)</sup> 可见，安全港程序对审查标准的影响并没有非此即彼的唯一正解，法官因应交易情境的复杂多元，在具体个案中结合多种因素综合考量，进而赋予特定的安全港程序以不同的权重。



安全港程序对利益冲突交易审查标准的影响图

### (三) 通过计算的利益分配

尽管在交易公平性的实质判断方面保持谦抑，但信义义务司法审查中的整体公平标准仍包含公平价格的判断，而评价公平价格的方法在于计算。在优先股与普通股的利益竞争中，通过计算对公司价值、交易价格、优先股优先权益等进行定量分析与数值比较，将揭示系争公司决策的实质公平性。例如，在公司清算交易中，如果能够证明公司已经丧失前景，公司价值不会超过优先股的清算优先权益，此时逐渐清算公司将被认为是价值最大化的选择。在公司并购交易中，如果能够证明并购价格显著高于公司实际价值，公司即使不被并购也不会为普通股股东创造任何价值，普通股在并购前已不具有经济价值，即便普通股股东在并购对价分配中一无所获，也是公平的。此类分析和判断取决于法官是否对现代公司价值计算方法的原理、假设、前提、要素等有着深刻理解和娴熟把握。

公司决策的公平性可以通过程序控制，亦可通过计算分析。作为信义义务的方法论，程序与计算二者是什么关系？尤其是，既然可以通过计算判断交易的实质公平性，为何又突出决策程序的首要地位？程序与计算的顺位如何？

第一，信义义务的分析推演在证明责任分配的框架下展开。对董事决策的审查从程序深入到计算，首先是一个证明责任分配问题。“证明责任规范的本质和价值就在于……谁对不能予以确认的事实主张承担证明责任，谁将承受对其不利的裁判。”<sup>(76)</sup> 正当程序是否得

(73) See Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2d ed., St. Paul: West, 2010, pp. 358 - 359.

(74) 同上书，第 363 页。

(75) 参见前引〔19〕，Frederick 案，第 34 页。

(76) [德] 莱奥·罗森贝克《证明责任论》，庄敬华译，中国法制出版社 2018 年版，第 3 页。

到遵循，决定了交易实质公平性的证明责任分配。如果董事决策未能通过程序性审查，商业判断的推定性保护被推翻，交易实质公平性的证明责任由被告董事承担。如果不能证明交易在实质上是公平的，董事将被认定为违背信义义务。如果决策程序正当，被告董事将受到商业判断的推定性保护。原告股东仍可主张系争交易的实质不公，但需承担交易实质不公的证明责任。如果股东无法证明交易在实质上是不公平的，董事将被认定为并未违背信义义务。继程序性审查之后，两造对抗与案件裁判在证明责任分配机制下进一步推进，是否深入到通过计算评价交易实质公平性，取决于承担证明责任的一方当事人是否主张以及能否举证。如果并未主张或者无法举证，案件将终结在程序层面。由程序公平性推定实质公平性，其正当性在于：一方面，程序公平性与实质公平性的关联是一个经验判断。法官知道董事本来应当使用更好的程序却选择不用，其中必有问题。<sup>(77)</sup>以至于“好的程序能够支持一个比在没有此程序时法官会接受的价格为低的价格”。<sup>(78)</sup>另一方面，此种证明责任分配将促使决策者采取正当的决策程序与规范的公司治理，进而发挥证明责任分配作为激励机制的功用。<sup>(79)</sup>

第二，当对董事决策的审查由程序推进到实质，会计计算在部分情况下能够实现对交易公平性的实质判断，进而在诉讼两造的对抗中推翻程序性的推定。程序固然是法官事后判断公司商业决策的思维角度与首要方法，但程序判断终究停留在形式层面，而形式公平与实质公平之间并不存在绝对的必然联系。对于不当程序下的决策公平与正当程序下的决策不公，会计计算的确解决了部分公司交易的实质性判断难题。例如，在 Trados 案中，被告董事使用现金流折现法，以根据加权平均资本成本计算出的贴现率对未来的现金流进行折现，得出低于并购价格的公司现值，从而证明了并购交易的实质公平性。“历史地看，会计职业是在法律业务的边缘上发展起来的。”<sup>(80)</sup>法官不应对会计计算在判断公司交易实质公平性方面的价值视而不见。

第三，计算在何种情况下能够实现交易公平性的实质判断进而辅助信义义务的规范分析，是一个动态的、开放的命题。并非全部争议都会深入到计算，涉及的计算问题也并非全部能够得到证明。能否通过计算分析和判断交易的实质公平性，在法官被动裁判与证明责任分配的条件下，受制于个案中当事人的举证能力。尤其是财务会计制度本身处于更新发展之中，能否计算又受制于特定的争议问题、交易场景、行业特性与现有的计算技术。结合证明责任的分配机制，法官应对现代公司估值的重要作用及其技术进步抱持开放态度。

## 四、信义义务制度的移植：观念与技术

我国公司法明确了董监高的忠实义务和勤勉义务，但该项信义义务制度的移植效果饱受质疑。实践中，运用信义义务规范裁判的案件并不多见：一方面，勤勉义务的具体审查

(77) 参见前引〔41〕，布莱克文，第355页。

(78) 同上文，第354页。

(79) 参见霍海红《证明责任的法理与技术》，北京大学出版社2018年版，第21页。

(80) 刘燕《会计法》，北京大学出版社2009年版，第38页。

标准是主观标准还是客观标准并不明确；另一方面，在个别体现商业判断规则的案例中，法官未能明确区分实质性审查与程序性审查。<sup>(81)</sup> 一项对北京市法院系统审理的董事、高管违反信义义务案件的实证分析表明，勤勉义务的司法审查标准异化为“正常经营行为”标准，即董事、高管的行为是否拥有正当权限。这一标准忽略了公司运营中的实质性要素，实际上是以越权原则取代商业判断。<sup>(82)</sup> 我国商事审判方法论应注重提升程序与计算的理念和技术，以形成对信义义务制度的微观适应，进而在优先股与普通股之间妥当分配利益。

#### （一）从法律行为语境下的格式规范到商事交易语境下的程序公平

在判例法下的事实与裁判以及成文法下的概念与规则之间，如何比较美国与我国公司组织决策中程序公平的理念和技术？在功能主义的方法论指引下，将美国优先股判例法中的程序性事项——决策者的独立性、公平交易与安全港程序，在我国公司法中一一作答与回应，将揭示制度间的差异。

第一，关于决策者的独立性。我国公司法对决策者的直接利益冲突与间接利益冲突均有规范。前者体现在公司法第148条，董事、高管不得“违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同意，与本公司订立合同或者进行交易”。后者落入公司法第21条对关联关系的规制中，即“公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益”。结合第216条对关联关系的界定，可以发现，风投机构所派驻的董事与持有优先股的风投机构之间并非“直接或者间接控制”，是否存在关联关系从而适用第21条的规定，取决于如何解释“可能导致公司利益转移的其他关系”。我国司法实践中也存在“因股东、管理人员的交叉形成的关联公司”。<sup>(83)</sup> 董事间接持有优先股，享受并购交易中的清算优先权益是否构成“与本公司进行交易”，仍存在解释空间。此外，与持有优先股的风投机构存在职业关系相较于风投机构派驻董事的人事关联更为间接，难以被解释为“可能导致公司利益转移的其他关系”。我国公司法因循关联关系的界定，从主体之间关系的角度评价决策者的独立性，从而使管理层激励计划对管理层董事的影响无法被评价为决策者独立性的丧失。

第二，关于公平交易审查。我国公司法第21条使用了“损害公司利益”的措辞，实际上，“公司利益”本就是一个模糊的概念，需要具体分析。在股东异质化的背景下，不同类别股东的风险偏好、利益取向产生差异，公司决策中究竟什么是“公司利益”，有时会让人难以判断。不同于整体公平标准下的公平交易和公平价格，该规定也未提供利益冲突交易司法审查的分析框架。由是，诸如“交易何时发生，如何发起、架构、谈判、向董事披露，如何获得董事与股东的批准”等公司决策中关乎公平性的、重要的程序性事项，在我国大多不会得到裁判者的评价。

第三，关于安全港程序。我国公司法第148条自我交易规范中的“未经股东会、股东

(81) 参见罗培新等《我国公司高管勤勉义务之司法裁量的实证分析》，《证券法苑》2010年第3卷（上），第385页以下。

(82) 参见甘培忠、刘兰芳主编《新类型公司诉讼疑难问题研究》，北京大学出版社2009年版，第329页以下（楼建波等撰写）。

(83) 江必新、何东宁等《最高人民法院指导性案例裁判规则理解与适用·公司卷》，中国法制出版社2015年版，第193页。

大会同意”并未设置利害关系股东的回避投票规则。依照公司法第124条关于上市公司董事关联交易的规定，董事会决议中关联关系董事须回避投票。但如果“出席董事会的无关联关系董事人数不足三人的，应将该项提交上市公司股东大会审议”，此处同样遗漏了股东大会的回避投票规则。<sup>(84)</sup>除了制定法上的漏洞，商事审判中不同的安全港程序也并未依据不同的商业情境而在具体个案中被赋予不同的权重。因应利益冲突交易的复杂多变，针对安全港程序的类型化、精细化作业尚未展开。

对公司治理中决策过程的认知从法律行为语境下的格式规范进化到商事交易语境下的程序公平，商事审判方能适应信义义务制度中的程序观念和技术，进而有效回应优先股与普通股之间的利益竞争。

第一，我国公司制度系统对组织决策程序的认知重心在于决议以及最终形成决议的会议，对商事交易语境中的决策过程重视不足。与利益冲突认定、公平交易审查以及安全港程序设置中的疏漏相对，我国公司法文本中大量规范集中在股东会与董事会的会议召集、主持、提案、通知、出席、表决、决议、记录等事项。

同时，对公司决议的定位以及公司决议所置身的语境在一定程度上强化了这一认知局限。尽管就公司决议是否归属于多方行为、共同行为、意思形成以及独立类型的法律行为等存在诸多争论，<sup>(85)</sup>但学界对公司决议性质的讨论从未脱离民事法律行为的语境。从民法总则第134条关于民事法律行为成立的规定可知，决议被作为一种与单方民事法律行为、双方民事法律行为、多方民事法律行为并列的独立民事法律行为。基于主体的意思表示，法律行为是“私法自治的工具”。<sup>(86)</sup>作为高度抽象的概念，法律行为是民法总则的核心，各项民法制度依托法律行为的体系化技术得以展开。而商法“独立于一般意义上的私法，亦即不仅存在着独立于政治社会的市民社会，这是整个传统私法理念的基础，而且还存在着与市民社会相分离的独立的‘经济社会’”。<sup>(87)</sup>将公司决议定位为法律行为，虽然契合了公司自治的理念，但仅仅突出自治意义有限，它并未对如何在公司交易中处置利益竞争与约束权力行使提供多少经验。同时，在法律行为体系中，关联于禁止滥权、信义义务等强制性规范的决议效力评价，将面临无效认定后交易安全的保护难题。而事前颁发禁令以及事后由决策者支付赔偿金的救济方式可能更符合商事交易的需要。抽象的民法语境也无助于理解公司决议作出的复杂商业情境和组织治理，甚至对这一理解形成障碍。如美国优先股判例法中信义义务司法审查所权衡的临时委员会批准、外部公平性意见、多数无利害关系股东同意等权重不同的安全港程序，商事交易语境中程序公平的这些丰富内涵将被“没有‘或多或少’，只有‘非此即彼’”<sup>(88)</sup>的抽象概念思维所湮没。

第二，我国对决议程序的司法审查更多地停留在格式规范的层面，缺乏程序公平性的经验。公司法第22条将“会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程”作为公司决议的可撤销事由。其中的“召集程序、表决方式”又被裁判机关具体化为“会议

(84) 参见邓峰《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第471页。

(85) 参见陈甦主编《民法总则评注》，法律出版社2017年版，第954页（朱晓喆撰写）。

(86) [德]迪特尔·梅迪库斯《德国民法总论》，邵建东译，法律出版社2013年版，第142页。

(87) [意]F.卡尔卡诺《商法史》，贾婉婷译，商务印书馆2017年版，第11页。

(88) [德]卡尔·拉伦茨《法学方法论》，陈爱娥译，商务印书馆2003年版，第331页。

的通知、股权登记、提案和议程的确定、主持、投票、计票、表决结果的宣布、决议的形成、会议记录及签署等事项”。<sup>(89)</sup> 这些当然是决议形成中重要的程序性事项。但程序的本质在于“过程性和交涉性”，<sup>(90)</sup> 与公司决策中决策者独立性、公平交易以及安全港程序相比，这些事项多局限在公司行动的格式规范层面。它们通常无需结合具体的交易情境即可作出分析判断，甚至可以一体化地适用。相应地，这些基本格式并未给公司权力的行使者留有多少运作空间。英美法上，可由公司排除适用的标准章程提供了公司行为的样本格式，作为高管的公司秘书是公司行为程式的监督者。<sup>(91)</sup> 然而，我国各地工商机构提供的公司章程示范文本在相当程度上照搬了公司法规定，公司治理中也无类似公司秘书的程式看护者。由是，本应在公司内部框架下实现的格式规范，由于标准章程、公司秘书等机制的缺漏，最终以决议效力纠纷的形式传导到法院的司法审查。公司内部分歧经常演化为基于会议、决议基本格式瑕疵的决议效力争议，最终推向法官的裁判。这一现实在某种程度上制约了司法机关对程序公平的认知以及对商事交易、公司运作、权力行使的理解。

实现这一进化，公司立法首先应弥补诸如决策者独立性、安全港程序等规范的疏漏。通过“重大影响”等不确定法律概念，形成富有弹性的利益冲突认定标准，进而为商事审判因应公司交易与社会关系实际的法律解释以及类型化作业释放空间。填补现有立法中零散规则的明显漏洞，确立无利害关系的有权主体批准的安全港程序，为法官权衡无利害关系董事批准、临时委员会批准、多数无利害关系股东批准与事后同意等安全港程序的不同权重提供依据。商事审判应回归商事交易的逻辑，在现有规范中能动的解释“可能导致公司利益转移的其他关系”、“与本公司进行交易”等规则，对雇佣关系、职业关系、财务关系等进行能动评价。此外，还应摆脱“损害公司利益”的空泛认识，在公平交易的分析框架下重新认识商事交易链条中发起、时点、架构、谈判、披露、批准等环节可能存在的滥权空间。私法学说、营商环境的改观也将助推公司制度从会议、决议格式规范的认知局限中解放，节制民法抽象概念体系对公司交易的解释，以标准章程、公司秘书确保公司程式，最终实现向商事交易中程序公平的认知重心的迁移。

## （二）在定量裁判思维下重新认识计算的意义

我国司法实践存在“只重定性不重量化的裁判思维习惯”。<sup>(92)</sup> 这一思维惯性或许是公司价值观念和计算技术粗疏的根源。在优先股与普通股的利益竞争中，通过现代公司价值计算，比较系争交易前的公司价值与系争交易的价格，如并购交易发生前的公司价值与并购价格，有助于判断系争交易的实质公平性。

一方面，在股东异质化的背景下，优先股与普通股利益分配方案的实质性判断可能难以诉诸定性评价，而需要借助定量分析。以优先股与普通股利益冲突最为尖锐的情境——基于优先股的清算优先权、赎回权等财产优先权利，是着眼于普通股利益而延续公司经营还

(89) 最高人民法院关于就《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》（征求意见稿）向社会公开征求意见的公告，<http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-19342.html>，2018年7月30日最后访问。

(90) 前引〔60〕，季卫东书，第32页。

(91) 参见邓峰等主编《最高人民法院关于公司法解释（四）理解适用专题讲座》，中国法制出版社2018年版，第4页。

(92) 前引〔84〕，邓峰书，第383页。



是出售或解散公司以保全优先股财产权利为例，股债二元结构中剩余索取、企业存续等原理在股债融合的背景下均缺乏解释力。在股债二元结构中，股东与债权人存在相对清晰的利益顺位。其一，公司法的一个基本立场是，股东是公司的剩余索取权人，股东利益的最大化与公司利益的最大化一致。但在优先股与普通股的关系中，尽管存在财产优先权利，优先股仍具备剩余索取的属性。其二，公司负有对债权人到期偿本付息的义务，而股东对公司的投资则被“锁定”为公司的永久资本。<sup>(93)</sup> 永续存在的公司追求永久资本的长远价值，即股东利益的最大化。当然，例外情况是，公司在特定时点会放弃追求股东利益的最大化，以保全债权人利益，公司制度中也存在较为明确的界定。在公司丧失偿付能力之际，比较法上存在董事对债权人的信义义务规则。<sup>(94)</sup> 在破产清算中，公司权力机关则从股东会转变为债权人会议，公司利益的最大化从股东利益最大化转换为债权人利益最大化。与此不同，优先股与普通股的投资均为公司的永久资本。不同于股债冲突中公司利益追求在特定时点的清晰切换，优先股与普通股的利益抉择贯穿于整个企业经营中。

公司并不负有在特定情形下保全财产以保证优先股股东优先权利实现的义务。同时，公司对价值最大化的追求也并不总是意味着保证公司的永续存在。某些状态下出售、清算公司才能保全价值，而维持经营只会损害公司价值。例如，如果并购能够产生协同效应，收购者的出价将高于公司的独立价值。又或者基于外部市场环境或者其他因素，从长计议、继续营业反而破坏公司价值。<sup>(95)</sup> 尽管此时在满足优先股优先权利之后，留给普通股股东的部分寥寥无几。而现代公司价值计算是面向整体的判断。通常公司总资产的价值大于其各部分的总和，因为它们包含在一个特定营业中有用的品质，如果投入到不同的用途中，这些品质可能会丧失。<sup>(96)</sup> 现代公司价值计算是面向未来的分析。企业估值中绝不能放弃的基本原则之一就是，“任何一项资产都是基于其在未来创造现金流的能力而获得价值”。<sup>(97)</sup> 面向整体与未来的现代公司价值计算有助于揭示出售、清算等重大公司交易的实质公平性，进而对优先股与普通股的利益分配方案作出判断。

另一方面，商事审判中的公司价值计算无法完全委诸专业人员，法官需要对公司价值计算形成独立的理解和判断。首先，公司法中公司价值计算的语境在于权利义务范畴形成的法律关系，争议的解决需要作出“公平”“合理”与否的法律判断，这区别于会计人员的估值和定价。将公司价值计算完全委诸专业人员，“既没有将重点放在争议本身上，也缺乏‘公平’价值的观念”。<sup>(98)</sup> 其次，公司价值计算存在很多方法，这会导致诉讼中两造由于采用不同的计算方法而形成不同的估值结论。对公司估值的分析和判断考验着法官对不同公司价值计算方法的理解和把握。最后，专业人员的估值存在局限性。日常业务中与公司建立的千丝万缕的联系、对佣金的追求，使专业人员面临独立性以及代理成本问题。

(93) See Lynn A. Stout, *On the Nature of Corporations*, 2005 U. Ill. L. Rev. 253 (2005).

(94) 参见朱圆 《论美国公司法中董事对债权人的信义义务》，《法学》2011年第10期，第129页以下。

(95) 参见前引〔19〕，Frederick案，第19页。

(96) See Jeffrey J. Haas, *Corporate Finance in a Nutshell*, 2d ed., St. Paul: West, 2011, p. 124.

(97) [美] 埃斯瓦斯·达莫达兰 《估值：难点、解决方案及相关案例》，李必龙等译，机械工业出版社2017年版，第441页。

(98) 前引〔84〕，邓峰书，第304页。

## 结 语

金融创新打破了传统的利益格局，带来了复杂的利益竞争。作为股债融合的混合证券，优先股中股权与债权经济利益状态的趋同、组织法与合同法权利行使机制的交叉，使公司内部充斥着不同类别股东之间的利益纠葛，合同与组织陷入双重失序。比较法上，法院在对作为标准的信义义务制度的事后立法中，通过程序与计算的方法给出了优先股与普通股之间的利益分配方案，使团体秩序与合同秩序在金融创新中得以共生。这些经验有助于我们勾勒出划定优先股合同权利的组织法边界、回应优先股与普通股利益竞争以及在法律移植中提升信义义务制度微观适应性的中国方案：一方面，对公司决策过程的认知从抽象的民法语境切换到具象的商事语境，从格式规范层面进化到程序公平层面；另一方面，实现法律分析与会计计算的深度融合，公司纠纷的裁判向现代公司价值计算开放。

---

---

**Abstract:** Preferred stock straddles the line between equity and debt. In the hybrid of equity and debt, the convergence in the economic interest of equity and debt as well as the overlapping of mechanisms for the exercise of preferred rights in organic law and contract law bring about complex interest competition among shareholders. And the scope of preferred stock contractual rights is either squeezed by or inflated in the organization, thus leading to dual disorder of contract and organization. Preferred stock is equity instead of debt, and the boundary of preferred stock contractual rights shall be defined in the framework of organic law. As a standard, fiduciary duty matches the innovation of financial instruments as well as the enabling character of corporate law, the key of which lies in the method used by judges to apply the vague legal standards and approach complex commercial transactions. The primary and core methodology of judicial review of fiduciary duty is to ensure the fairness of corporate decisions through the fair decision-making process of directors. What's more, combined with the distribution of the burden of proof, the fairness of interest distribution between preferred and common shareholders may also be analyzed and judged by valuation. Therefore, a possible approach to responding to the interest competition in the hybrid of debt and equity and improving the micro-fit of fiduciary duty in China is as the following: at the procedural level, to upgrade the understanding of decision-making process in corporate governance from that of normative format in the context of legal act to that of fair procedure in the context of commercial transaction; and at the valuation level, to re-recognize the significance of corporate valuation in the quantitative judicial thinking mode.

**Key Words:** preferred stock, fiduciary duty, business judgment rule, overall fairness, judicial review

---

---