

# 股份公司债化与公司债股份化研究

王 健 朱宏文

传统公司法理论一直认为,股份与公司债是两个截然不同的概念。股份是以股票为其表现形式,体现股东权利义务,按等额划分的公司资本构成单位;而公司债则是以公司债券为其表现形式,依照法定程序发行,约定在一定期限内还本付息的金钱债务。尽管从投资和筹资角度看,两者有着相同之处,在法律的视野内,两者有着明显的区别,主要表现为:

第一,法律性质不同。公司债是一种债权债务关系;股份是一种股权关系。公司债发行后,公司系公司债之债务人,应募人为债权人,二者处于对立地位,公司债债权人是公司之局外人。而持有股份之股东,基于股权的享有成为公司组织体的内部成员。所以,公司债债权人无权参加经营,从而不能出席股东会以行使表决权,同时对董事会的业务执行,亦无监督权。反之,股东则有权出席股东会并享有表决权,有权决定公司管理机构的组成,任免董事和董事会等公司管理机构人员,有权任免监事和决定监事会的组成,享有选举权和被选举权,等等。

第二,收益和风险责任不同。股份持有者依法取得的收益是股息和红利,是公司内部分配关系。股息和红利完全依赖于股份有限公司的经营状况,数额事先难以确定,具有风险性。公司经营状况好的,股东可获得大大高于公司债利息的收益;经营状况不好的,则可低于公司债利息,甚至分文不取。公司债债权人依法获取的收益是公司债利息,是一种外部分配关系。其数额事先已经确定,不受公司经营状况的影响,一般无风险性。

第三,本金是否返还不同。公司债债权人于公司债偿还期限届满时,即得受本金之偿还。而股份却不具返还性,股东在公司存续期间不能要求公司退还其股本金。只能在公司解散清算或宣告破产时,在以其全部财产清偿公司债务后,如尚有剩余财产,可分配给股东。

不过,在现代股份有限公司发展中,公司债与股份在法律上的区分是相对的,并有趋于接近的倾向。<sup>①</sup>究其原因,是因为公司债与股份均系公司筹集大量资金的手段,且为投资者投资的好对象。为公司发行方便及提高投资者投资兴趣着想,两者有互相接近之趋势。其情形,或为股份公司债化,如德国所采的无表决权股,英美的非参加优先股,日本的偿还股;或为公司债股份化,如附认购公司债券、可转换公司债券、永久公司债券。

## (二)股份公司债化

### 1. 股份公司债化的原因

股份有限公司发展到现代呈现出两大特点：一是从股东大会中心主义走向了董事会中心主义，董事会权力愈加强大；二是股份日趋分散，股东人数日益增多。在一个大型股份有限公司中，个人股东的股份要占1%已非常不易。例如，在70年代，美国电话电报公司的股东超过300万，其中一半的人每人持股份不到15股，1/4的股份保持在100股以下的人的手中，而没有任何单个的股东持有全部股份的1%。<sup>④</sup>这极大地冲淡了股东对公司的团体与团结意识。其结果，除一部分企业股东外，绝大部分股东对公司日常经营状况和董事会的组成情况均漠不关心，而成为仅顾虑公司股息、红利分配多少的投资股东或成为仅关心股票市场价格涨跌的投机股东。这些投资股东和投机股东一般也不出席一年一度的股东大会，也不委托代表代理行使股东权利，其地位实际上与公司债债权人已十分相似。为了反映这种经济现象，许多公司往往用增加任意公积金的方法，使利益分配趋于平均化。有时也以分配保证的方式，保障股东能获得一定比率的盈余分配。在公司立法上，世界各国逐渐确认了公司债化之股份，如非参加优先股、偿还股及无表决权股等，或直接授权公司章程加以规定。

## 2. 股份公司债化的具体表现形式

①在股份收益方面。普通股份的收益一般同公司经营状况直接相关，具有不确定性。而一些特别股却不具有这种特性，它们的收益跟公司债一样具有确定性，如累积优先股、非累积优先股、参与优先股、非参与优先股。累积优先股是一种常见的，发行很广泛的优先股，指的是公司本年度可分配的利润不足而未全部支付优先分配的股息时，可以推迟到下一个会计年度执行以及必要时推迟到后两个会计年度执行，或者由章程作出规定，推迟到以后的会计年度执行。<sup>⑤</sup>公司只有在历年积欠的优先股的股息分配后，才能分配给普通股。而非累积优先股指公司本年度盈余不足支付优先股股息时，其余额不得累积到下一年度或以后年度，而仅以本年度盈余为限。对投资者来说，累积优先股比非累积优先股具有更大吸引力。在实践中，累积优先股发行较为广泛，而非累积优先股则认购很少。参与优先股的特点在于它不仅有权获得固定比率的股息，而且还有权与普通股一起参加分配公司其余利润。非参与优先股的特点在于它仅有权按固定比率获取股息，而不能再参加公司利润分配，是较为常见的一种优先股。根据英国公司法的法律推定条款，凡公司章程中未规定优先股具有参与分享权利的，应推定为非参与分享的优先股。<sup>⑥</sup>

②在参加公司经营管理方面。股东是通过在股东大会上行使表决权来参加公司经营管理的。现代社会，投资股东与投机股东日益增多，他们一般对公司经营管理不感兴趣，只要在盈余分配方面获得优先利益即可。为了顺应这种需要，无表决权股应运而生。无表决权股发端于美国，在第一次世界大战后逐渐为各国所仿效。如《德国股份公司法》第12条第1款第1项规定：“每一股票都享有表决权。根据本法规定，优先股票可以作为没有表决权的股票发行。”此种无表决权股使企业所有和企业经营完全分离，正是股份公司债化的反映。从权利义务对等的关系上看，无表决权股之表决权既被剥夺，通常在盈余分配方面予以优厚待遇。如果在一年内没有支付或者没有完全支付优先款项，并且在下一年度除了该年度的全部优先股票外不能补交拖欠款项，那么优先股东在补交之前有表决权。<sup>⑦</sup>

③在本金返还方面。一般的股份在发行后不得随意返还，这与偿还期限一经届至，即得受本金偿还之公司债大相径庭。但公司为了避免负担永久性的现金股息，可以在发行特别股时声明：公司可以在期限届到或一定期间内，按事先确定的条件赎回特别股，并予以注销。<sup>⑧</sup>这就是可赎回优先股，在经济性质上颇似公司债。英国公司法规定，发行这种可赎回的优先股，必须在

公司章程中加以核准；赎回股份所需款项来源和其他条件与方式必须符合公司条例规定；在赎回或准备赎回旧股时，公司可以发行不超过该旧股票面金额的新股；赎回的股份仍属于公司账面资本的一部分，必须列入资产负债表；已发行的股份不得转换成可赎回的优先股份。<sup>⑤</sup>

## （二）公司债股份化

### 1. 公司债股份化的原因

公司债系英国于19世纪发明的。在英国法院，常把公司债券持有人形象地比作“鹰”(eagle)，一见公司财务情况不佳，立刻飞翔而下，攫取公司一切。因此，公司债是比较安全的，属于一种风险较少的投资方式。<sup>⑥</sup>另一方面，公司债只能获得所约定利率的利息，而不能参与公司盈余分配。广大投资者乐于投资公司债，就是因为公司债安全性高、利息固定。但是由于公司债债权人是公司的局外人，不能参与公司经营管理，只能行使一般债权人的请求权，这难免会发生损害公司债债权人合法利益的事情。所以，许多公司债债权人要求参与经营管理，行使一定的监督权。在公司债发展壮大的同时，投资者的兴趣也越来越广泛，有些人希望公司债能带点投机性；有些人则希望除得固定利息外，能更进一步参加公司盈余分配，等等。总之，希望在保留公司债优点的同时，能补充些股份的长处，以给自己带来更多的利益。法律对这种社会状况加以确认，允许公司债债权人组织债权人会议，行使一定监督权或参与公司经营管理。另外，也允许一些公司债能参加公司盈余分配。于是，许多种股份化之公司债纷纷出现，如所得公司债、附新股认购权公司债、盈利公司债、可转换公司债、永久公司债等等。

### 2. 公司债股份化的具体表现形式

①在参加盈余分配方面。一般而言，公司债的收益是固定的，它只能获得所约定利率的利息，而不能象股东一样参加盈余分配。但在现代公司立法上，已经出现了变更或修改这一性质的现象，使其利息带有盈余分配的色彩，如所得公司债、参加公司债、转换公司债、附新股认购权公司债。

A. 所得公司债。这种公司债为美国所首创，其利息的支付受公司经营状况影响较大，以公司盈余出现为要件。即公司有盈余才支付公司债利息；反之，则不用支付。就此点而言，与股份并无差别，接近于非累积优先股。但是，此种公司债有明确的偿还期，且不享有表决权，这两点又维持了公司债的特性，所以应属股份化之公司债。应指出的是，这种公司债向来不太受投资者的欢迎，因为它一方面丧失了公司债固有的特性——安全性与收益固定性，向股份接近，另一方面却不能象拥有股份那样享有表决权，去参与公司经营管理。此外，英国的收益公司债、法国的可变收益公司债和德国的盈利公司债大体上相当于美国的所得公司债。

B. 参加公司债。它是指以公司经营状况的好坏来确定其利息的公司债。这种公司债的债权人除了具有到期收取债的本息的权利外，还有参与公司利润分配的权利，即当公司股利分配的比例超过债券利率时，债权人有取得按一定比例增加债的利息的权利。<sup>⑦</sup>此种公司债在保证其本质的同时由于还有权参与公司利润分配，因而接近于股份，带有股份之色彩，为股份化之公司债。参加公司债曾在德国、法国、美国发行。

C. 转换公司债。又称换股公司债，是指可以转换成股份的公司债。转换公司债实际上是给予债权人一项选择权：债权届受清偿期之后，债权人或者收回本金，取得固定利息，或者以债权抵缴认股款而取得公司股份。是行使债权，还是以放弃债权为代价而拥有股权，全由债券持有人自主决定。<sup>⑧</sup>转换公司债在未转换前，法律上仍属于一种公司债。然而，由于法律赋予公司债债权人转换选择权，所以，转换公司债自发行开始时起就有在将来转换成股份的可能性，从而

成为持有股份之股东,来参与公司盈利分配及经营管理。从这一点上来说,转换公司债已具有股份化的趋势,是潜在的股份。象所得公司债一样,转换公司债也初始于美国,后被德国、法国、日本等国所仿效。到现在为止,凡有公司债制度的国家,基本上都有转换公司债的规定,我国也不例外。

D. 附新股认购权公司债。这种公司债的债权人在认购公司债的同时,也获得了根据约定的时间和条件优先购买同一公司发行的新股的权利。公司债债权人若行使新股认购权,则取得公司债发行公司股东的资格,而且不失其为公司债债权人的地位,即兼具公司的债权人与股东双重资格。因此,亦属股份化之公司债。另外,有些国家还规定,可在发行公司债的同时,对公司债债权人发行新股认购权证券。<sup>⑧</sup>公司债债权人持有新股认购权证券,即可在预定时间内以一定价格认购公司发行的新股。其结果同附新股认购权公司债基本相同。<sup>⑨</sup>因此,也可归入附新股认购权公司债的范畴,属股份化之公司债。

②在参加公司经营管理方面。公司债债权人是公司的外部成员,与公司处于对立地位,故不能参加公司内部事务的经营管理。但是,由于公司债发行数额较多,偿还期往往较长,为维护债权人利益,各国通常规定了公司债的监管制度。其基本作法有两种:英美法系国家采取委托受托人监管;大陆法系国家采取债权人会议监管。<sup>⑩</sup>另外,有些国家还直接赋予公司债债权人参加股东会或董事会的权利,如比利时商法赋予公司债债权人有出席股东会陈述意见的权利;美国各州公司法赋予公司债债权人就股东会议事项之全部或部分表决权;意大利民法典赋予公司债债权人全体的代表有出席股东会的权利;西班牙股份公司法赋予公司债债权人全体的代表有出席董事会的权利,等等。这说明,世界各国都注意到了在保护好股东合法权益的同时,也要保护好债权人的合法权益,把保护股东合法权益与公司债权人合法权益作为公司立法的两个基本点,并且要在股东与债权人之间实现利益均衡。受这种思想指导,赋予公司债债权人以一定的经营管理权,使公司债出现股份化倾向,是不足为奇的。

③在本金返还方面。公司债通常规定有明确的偿还期限。期限一到,本金即予以返还。但英国公司法实践中的永久的不能赎回的公司债却丧失了这种特性。根据解释,不能仅因为债券是不能赎回的,或只有在某一偶然事件发生后才能赎回(不论这事件的发生如何遥远),或在一个阶段终结以后(不论其时期有多长)才能赎回,就作为违反衡平法原则而无效。<sup>⑪</sup>这说明,永久的不能赎回的公司债带有浓厚的股份色彩,故属于一种公司债之股份化现象。

股份公司债化与公司债股份化作为一种法律现象,有着普遍的意义。但由于各国的政治、经济发展具有不均衡性且历史、文化背景各异,因此,股份公司债化与公司债股份化的广度与深度也大不相同。

就我国而言,股份公司债化的程度是远远不够的,《公司法》仅仅提供了一把开门的钥匙,其第135条规定:“国务院可以对公司发行本法规定的股票以外的其他各类的股票,另行作出规定。”这跟我国实行股份制改革时间较短有着直接联系。不过,1992年由国家体改委颁布实施的《股份有限公司规范意见》第23条却规定,公司设置普通股,并可设置优先股。公司对优先股的股利须按约定的股利率支付,优先股不享有公司公积金权益。当年可供分配股利的利润不足以按约定的股利率支付优先股股利的,由以后年度的可供分配股利的利润补足。公司章程中对优先股的其他权益作出规定。另外,一些地方性法规对公司债化之股份也有所反映,例如

《深圳经济特区股份有限公司条例》第36条规定,发行优先股时,应当在公司章程中规定:优先股分配股利的顺序、定额或定率,股利是否累积;优先股有无表决权以及行使表决权的顺序和限制。这至少说明了累积优先股和无表决权股这两种公司债化之股份在我国存在的合法性。但由于《规范意见》属于部门规章,而《深圳特区股份公司条例》属于地方性法规,因此必将对股份公司债化起到阻碍作用。当务之急是由国务院根据《公司法》第135条的授权作出进一步明确规定。

至于公司债股份化,《公司法》仅确认了转换公司债,<sup>⑤</sup>没有再涉及其他内容,也没有规定授权条款,这与现代公司法的发展是不相称的。我国公司法第1条开宗明义地指出要保护债权人的合法权益,但在随后的第五章公司债券制度中却没有具体落实如何对公司主要债权人——公司债券持有者的保护措施,也就是说,没有赋予具有股份化色彩的公司债债权人监管权和直接参加董事会、股东大会的权利。这使得公司立法宗旨在一定程度上处于虚置状态。因此,在今后的公司法修改中要着重解决这个问题。另外,对于其他公司债股份化现象,诸如所得公司债、参加公司债、附新股认购权公司债、永久的不能赎回的公司债,则要认真分析,区别对待。笔者认为,由于所得公司债具有接近于非累积优先股的特点且在实践中不太受投资者的欢迎,因此没有必要规定;永久的不能赎回的公司债不太符合公司债的根本特征,因此也不应提倡;参加公司债、附新股认购权公司债则有利于充分调动投资者投资债券的积极性且基本上保持了公司债的本色,因此有必要在法律中加以确认并在实践中大力提倡。

注:

①中村一彦著:《现代日本公司法概论》,哈尔滨出版社,1989年版,第126页。

②[美]萨缪尔森著:《经济学》(上册),商务印书馆,1988年,第158页。

③见《法国商事公司法》第269—2条。

④董安生等编译:《英国商法》,法律出版社,1991年版,第252页。

⑤见《德国股份公司法》第140条。

⑥江平主编:《新编公司法教程》,法律出版社,1994年版,第191页。

⑦漆多俊著:《中国公司法教程》,四川人民出版社,1994年版,第110页。

⑧沈四宝编著:《西方国家公司法概论》,北京大学出版社,1986年版,第98—99页。

⑨漆多俊著:《中国公司法教程》,四川人民出版社,1994年版,第136—137页。

⑩江平主编:《新编公司法教程》,法律出版社,1994年版,第114页。

⑪如日本、法国。详见《日本商法典》第三百四十一条之十三、第三百四十一条之十四;《法国商事公司法》第194—1条~第194—11条。

⑫新股认购权证券通常可以独立于公司债进行让与或转让,这一点与附新股认购权公司债不同。

⑬戴 隆、凌相权主编:《台湾商事法论》,武汉大学出版社,1992年版,第106页。

⑭R·E·G·佩林斯、A·杰弗里斯著:《英国公司法》,上海翻译出版公司,1984年版,第243页。

⑮《公司法》第172条第1款规定:“上市公司经股东大会决议可以发行可转换为股票的公司债券,并在公司债券募集办法中规定具体的转换办法。”

(作者单位:武汉大学法学院;邮编:430072)