优化营商环境视角下优先股面向非公众公司的制度激活——以回购型上市对赌为切口

陆　瑶

摘　要　回购型上市对赌的法律风险持续蔓延，这一问题可以追溯到与对赌协议机理相近的优先股制度之固有缺陷。目前，优先股仍是一种被试点思维压抑的制度创新，自身的融资功能未能得到充分发挥；而回购型上市对赌面临着合同法、组织法、监管法的三层桎梏。实际上二者均以“股债融合”作为内核，优先股在理论上可以作为制度海绵将回购型上市对赌予以吸纳。但是，目前优先股的制度潜能受到抑制，特别是在非公众公司的适用场合下，往往遭遇目标公司主体资格、超级分红权条款、优先清算权条款以及回购权条款四方面的司法实践困境。在优化营商环境视角下，优先股在非公众公司的制度激活，既要靠非公开发行的主体扩展，也要与回购型上市对赌等各类融资安排紧密结合起来，并明确债权人转为优先股股东的程序设计需要遵循债权出资的有关规定。

关键词　优先股　营商环境　非公众公司　回购型上市对赌

一、问题的提出

没有适当的融资，再出色的商业构想都难以实现。世界银行最新营商环境评估 BR 体系（Business Ready），从之前 DB 体系（Doing Business）“获得信贷”指标延伸成为“获取金融服务”指标。金融服务的不充分是世界各地企业面临的主要制约因素之一，而发展中经济体的私营部门融资具有积极的宏观经济效应（罗培新，2023）。近期我国 A 股市场经历阶段性的上市资源供给调整，股权投资市场随之收缩，但是比较有限的退出渠道使得股权投资退出难度较大。高风险与高收益齐飞的 IPO 依然是当下主流的股权投资退出通道。据估算，截至 2024 年 8 月约有涉及 1.4 万家公司的投资项目面临陆续退出压力。[①] 考虑到上市回购条款在拟 IPO 投资项目中的广泛应用[②]，因目标公司未能成功 IPO 而触发回购条件的法律风险持续蔓延。

这个问题的背后除了学者热议的国内私募基金对于对赌协议的非理性偏爱之

陆瑶，中国人民大学法学院。本文系中国人民大学2024年度拔尖创新人才培育资助计划成果。

① 礼丰律师事务所. VC/PE基金回购及退出分析报告[EB/OL].(2024-08-19).https://www.lifenglaw.com/lfdc/2.html.

② 常见的上市回购触发条件如下：在某个日期前或在投资方投资资金全部到位之日起某段时间内，公司未向相关证券监管部门提交合格的首次公开发行申请或者该等申请未获得受理；发行人主动撤回IPO申请；发行人IPO申请未能通过证券监督管理机构或证券交易所的审核；发行人在其IPO申请获得证券监管部门核发的发行批文后未能成功完成发行；发行人做出终止上市的决定；公司未能完成境内创业板（中小板）或者境内外其他资本市场上市审批等。

外，可以进一步追溯到与对赌协议机理相近的优先股制度之缺陷。目前公开发行优先股的法定主体仅限于上市公司，非公开发行优先股的法定主体也只有上市公司和非上市公众公司而已，但是亟须融资的目标公司大多以有限责任公司的组织形式设立，或属于达不到公众公司规模的股份有限公司。在主体适格上遇到法律障碍的目标公司只得绕路组织法并依赖合同法，通过形式上的对赌协议来达成实质上的优先股权利架构。如能激活优先股制度的融资功能，不仅可以发展党的二十届三中全会提出的“耐心资本”，促进天使投资、风险投资、私募股权投资的规范发展，又可缓释股权回购型上市对赌的法律风险，减轻一直以来对赌协议泛滥、“无对赌不投资”的路径依赖，平衡好金融创新与金融稳定之间的张力。

二、优先股和回购型上市对赌的关系之辨

（一）优先股：被试点思维压抑的制度创新

2023 年修订后的公司法第 144 条明确了类别股的三种法定类型：优先股、特殊表决权股以及转让受限股，并授予国务院创设其他类别股的权力。章程自治的范围不得超出上述几种法定类型。类别股一定程度上突破了传统公司法的“一股一权”理念，细分、重组了股权中不同类型的权益内容并将其分配给不同股东（张其鉴，2022）。如果转为“投资要素可以自由配置”的观念，那么股权投资、债权投资便都只是投资要素的两种常见组合而已，“股债二分”并非亘古不变的真理定律。类别股同时具有股权和债权的性质，也有学者直接将所有股债结合型融资均直接定义为类别股合约（陈冠华和尹振涛，2011）。

类别股的股权性质主要通过公司法的章程和表决规则得到保障。公司发行类别股属于章程的法定载明事项（《公司法》第 145 条），这使得关于类别股的重要约定不仅在公司内部通过了股东会决议，也在公司外部完成了对不特定人的公示。有法定重大事项或其他可能影响类别股股东权利情形的，需遵循特殊的“双 2/3 通过规则”：出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，以及出席类别股股东会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。股东治理权是对股东特有的易受伤害部分的补偿，考虑到大多数普通股股东不参与日常生产经营，很少有机会为了自我利益而与公司直接磋商，因而其被法律赋予了知情权和投票权等治理性权利（伊斯特布鲁，2016）。类别股股东的治理权弱于普通股股东，但又享有部分表决权和表决权恢复等法定权利，这将其与一般的债权人区分开来。

在三种类别股中，优先股是优先分配利润或者剩余财产的股份，属于典型的资产收益型类别股，还可以通过多样化的条款设计方案，灵活调节优先股的股权或债权色彩，满足投资者的不同需求，具有十分突出的融资功能（陈景善，2022）。2013 年 11 月国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》；2014 年 3 月证监会发布《优先股试点管理办法》，2023 年根据《证券法》对其调整相关表述，未予以实质性制度供给创新。早在试点尚未启动的 2006 年，由发展改革委等十部委审议通过、国务院批准的《创业投资企业管理暂行办法》（以下

简称《暂行办法》）便规定创业投资企业可以通过签订投资协议以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。这一部门规章将《公司法》和《中小企业促进法》列为自己的上位法。具体来看，《暂行办法》的上位法依据究竟为何？尽管当时的公司法没有规定类别股，“同股同权”的表述甚至与《暂行办法》似有龃龉，但《公司法》（2005 年修订）第 132 条的“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行做出规定”赋予了国务院另行规定类别股的法定授权。与此同时，2003 年《中小企业促进法》第 16 条规定的“国家采取措施拓宽中小企业的直接融资渠道，积极引导中小企业创造条件，通过法律、行政法规允许的各种方式直接融资”与《暂行办法》非常相近，不过《暂行办法》在效力位阶上不属于该条所述的法律或行政法规，并不能以该条作为上位法依据。[①] 这使得试图在全国范围开设创投企业准股权投资的《暂行办法》在合法性和可操作性上均显尴尬，尽管随后中央部委、地方政府纷纷针对优先股出台了不少规范性文件，但优先股的法律地位仍然更像是一种合同法上的契约安排（张志波，2012）。这种试点性思维直到优先股正式进入《公司法》仍未得到松绑。

优先股另一非常特殊的应用在于商业银行。商业银行可以非公开发行包含强制转股条款的优先股，在触发事件时自动转为普通股以补充核心资本；除此之外，商业银行在股息支付上比其他类型企业拥有更大的灵活性，例如，允许不完全支付所欠股息即可行使赎回权、有权取消股息支付且不构成违约等。最后，商业银行受到不得发行附回售条款优先股的额外限制，目的在于避免流动性风险。[②] 这些特殊安排集中体现了优先股在商业银行资本补充机制中的核心功能，主要依托于银行法框架下的监管逻辑而非商事自治机制。

（二）回购型上市对赌：“合同法-组织法-监管法”的三层桎梏

对赌协议具有现金补偿、股权调整、股权回购、股权或现金激励、特殊股权等多种形式（杨明宇，2014）。学者或将对赌协议单独抽象为介于股权投资和债权投资之间的“第三种投资”（赵旭东，2022），或将其与类别股、协议控制、股权收益权信托等统称为“契约式股权结构”（李安安和侯子璇，2022）。本文仅考虑较为常见的股权回购型上市对赌协议（以下简称“回购型上市对赌”），即约定当目标公司未能实现上市条件时，目标公司或其实际控制人将以投资方投资款加固定回报的价格回购投资方持有的目标公司股份。

回购型上市对赌在合同法上有效，已无异议。因回购型上市对赌的目标公司均为非上市公司，股票不进行挂牌交易亦不存在市场价格，无涉于公众投资者和公共利益。此时公司自治的范围理应更大，与

① 鉴于原2003年版《中小企业促进法》第16条经过2017年修订，内容变成第18条的“国家健全多层次资本市场体系，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，促进中小企业利用多种方式直接融资”，所以《暂行办法》已经可以以修订后的《中小企业促进法》第18条作为上位法依据。

② 《中国银保监会、中国证监会关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见（修订）》（银保监发〔2019〕31号）。

公序良俗的距离相较于上市公司远甚。因此，“对赌协议”的签订没有干扰股票的市场价格，亦未扭曲资本市场的定价机制，更未损害公众投资者的利益（邢会强，2019）。不宜通过公序良俗，特别是《九民纪要》中的“金融安全-公序良俗-效力性强制性规定”通道予以轻易否定。不过，这并不意味着所涉权利性质仅系基于合同约定的债权请求权[①]，投资方的债权人身份与股东身份互不影响。回购型上市对赌必然要进一步在组织法视域中予以检视。

通过聚焦对赌协议的履行问题，《九民纪要》将人们的注意力从合同法切换到组织法上。一方面，回购请求权的行使涉及“股东不得抽逃出资”和定向减资程序。定向减资需要控股股东的配合，而控股股东通常是对赌的合同当事人。控股股东为了摆脱自身违约责任而推动定向减资，可能侵害反对定向减资的小股东的利益（杨春宝，2023）。另一方面，现金补偿权涉及“股东不得抽逃出资”利润分配的强制性规定。这种思路考虑到合同当事人之外的中小股东利益与债权人利益。新增股东投资大部分计入公司资本公积，属于资产负债表中的公司资产范畴，既关乎全体股东利益，也影响外部债权人。但在多方利益平衡之外，该思路似乎少了些对于对赌协议所涉及的回购请求权和现金补偿权之法律本质探讨。这两类权利不是因资本性交易中的违约行为而产生的救济性权利，而是在法律属性上专属于股东的身份性权利。一方面，回购请求权以持有股份为前提，回购请求权属于股东权利，股权回购协议的“签订”即股权回购请求权的实现，基于股权回购协议的权利才是合同权利；另一方面，在组织法的框架下，股东从公司获得财产只有利润分配（分红）和剩余财产分配两种正当的路径。分红权、剩余财产分配权均属于成员权，只有经过法定程序才会形成具体的债权性请求权。

一直以来，回购型上市对赌还受到监管规则的严格限制，主要目的可能在于维持公司资本、保护股东、投资人以及债权人的利益。然而，如果不能充分论证“全面保护”的正当性，便极易沦为父爱主义。首先，公司和投资人本就是对赌协议当事人，一方急需融资，另一方则是实力雄厚的机构投资者（武长海，2021），只要是双方基于意思自治监管形成的契约安排，监管机构便无须置喙（Baird & Jackson，1984），也无须将机构投资者的保护程度抬到普通投资者那么高；其次，至于公司股东特别是中小股东，虽然自身力量较为弱小而可能陷于信息不对称等不利境地，但其作为公司内部人是有机会参与对赌协议的磋商、订立和有关股东会决议的，且犹有公司法提供的其他救济渠道，监管机构不必为了中小股东而“一禁了之”；最后，只剩下债权人这一类利益相关者，而债权人在债权债务关系存续期间有能力去监督公司行为，还能够阻止公司增加经营风险的行为，现有救济途径亦足以援用。债权人的知情权、选择权、异议权、安全保障权和救济权不会虚弱到被一纸回购型上市对赌所抹杀（刘俊海，2022）。因此，回购型上市对赌的监管限制应当逐渐放松。

① 〔2015〕中国仲裁委员会京裁字第1155号。

（三）同大于异：均以“股债融合”作为内核

由于优先股和对赌协议均具有股债融合的特性，二者较为相似。有学者指出对赌协议投资方的回购请求权和现金补偿权，与优先股股东的回购权和优先分红权内容上完全一致。通过“优先股以公司章程配置权利”的基本原则对标“对赌协议以协议设定特别权利”，可以发现后者欠缺法理上的正当性。更有学者将基于有限责任公司且通常包含对赌、反稀释、领售权等条款的风险投资合同直接称为“（中国式）优先股”（杨硕，2023）。进一步地，有学者建议通过类推将对赌协议解释为优先股，从而纳入组织法规制路径（郝博 等，2023）。具体而言，对赌协议应当适用优先股表决权行使的一般限制，要求董事、监事、高级管理人员承担对投资方的特别信义义务等（冉克平和张仪昭，2025）。

总的来说，优先股在理论上可以作为股债融合的制度海绵，吸纳包括回购型上市对赌在内的既有股权属性又有债权属性的契约安排，使之摆脱合同法“效力有无”的传统民事审判思维泥淖，受到组织法和监管法的有效规范，充分释放民营经济的融资需求。但是，目前优先股的制度潜能受到抑制，特别是在非公众公司的适用场合下遭遇司法实践困境。

三、优先股在非公众公司的实践之困

经检索，关于非公众公司优先股投资的案例在事实层面具有高度相似性。在案情上，往往是非公众公司作为目标公司，投资者与其订立合同约定出资购买其股份，尽管合同并不一定提及“优先股”等表述，但双方往往约定投资者享有超级分红权、优先清算权等与优先股非常类似的特殊权利。司法实践的分歧主要集中在目标公司主体资格、超级分红权条款、优先清算权条款以及回购权条款四方面。

（一）目标公司主体资格

凡是考虑到发行主体资格问题的法院，几乎均以此直接否决了目标公司具有发行优先股的资质，进而判定合同无效。[①] 有法院在论证过程中添加了“自始履行不能”等理论来增强说理。具体而言，因目标公司不是适格的优先股发行主体，使得涉案合同关于优先股的登记、自由转让等约定成为自始不能履行事项。根据中国证券登记结算有限责任公司《优先股试点登记结算业务实施细则》第 8 条，当前优先股的登记、结算机构为中国证券登记结算有限责任公司。即使目标公司在合同签订后在省级股权交易所完成挂牌，但省级股权交易所系区域性股权市场运营机构，并不具有优先股的登记、结算职能。涉案合同违反了法律、行政法规的强制性规定，且关于优先股的事项自始不能履行，因此该合同无效。目标公司和投资者均存在过错，公司应当返还优先股认购款，关于股息的约定亦无效。[②] 但从定义上来说，履行不能是依一般社会观念或交易观念作为债

① 丽水市城市建设投资有限责任公司与浙江金润担保发展有限公司、黄卫有等侵害企业出资人权益纠纷案，浙江省丽水市中级人民法院（2015）浙丽商终字第30号民事判决书。

② 湖南长沙中国城酒店股份有限公司、湖南省中城富通商贸有限公司证券发行纠纷案，湖南省长沙市中级人民法院（2017）湘01民终9642号民事判决书。

权之客体的给付不可能。通说并不认为合同效力因自始不能履行而受影响，如果一方当事人在缔约时明知合同不能履行仍签订合同，则以欺诈处理(韩世远，2006)。涉案合同的“履行不能”是监管所致的形式障碍，实际上即使不经依法登记、结算，仍可通过订立和履行合同来实现“非公开定向发行优先股”的法律效果。此种情况是否属于履行不能，不无疑义。

如果涉案合同和当事人主张均未提及优先股，是否可以不再考虑主体资格乃至于具体权利安排条款呢？在另一个案例中，目标公司同样是省级股权交易中心挂牌的股份有限公司，法院却直接跳过主体资格审查问题，也未讨论投资合同中是否存在特殊权利条款，仅凭意思自治而直接全面肯定了涉案合同效力。[①] 无独有偶，在济南华科创业投资合伙企业、张磊与公司有关的纠纷案（以下简称“华科案”）中，法院也遵循了这种思路。投资人投资本金约 14% 作为目标公司的新增注册资本，剩下约 86% 作为溢价进入公司资本公积金。涉案合同虽未言明投资人是否为优先股股东，但在回购权条款和优先清算权条款均提到了“优先股息”。回购权条款约定的回购价格标准之一是“投资本金 + 投资本金对应的复利每年 15% 的优先股息之金额 + 历年积累的对应该部分股权的所有其他未分配利润”，且在该标准与“投资本金的 200%”中取较高者；在优先清算权条款中，约定优先于公司其他所有股东获得“全部投资本金 + 投资本金对应的复利每年 15% 的优先股息之金额 + 公司已宣布但未向投资人分配的所有其他可分配利润”的清算优先额。特别地，目标公司已按约定完成关于公司章程修改及股东、董事、监事变更的工商登记。[②] 类似华科案的这种契约设计，虽无“优先股”之名，但合同所创设的股东权利已具备“优先股”之实，主体资格不宜成为否定效力的唯一依据。有必要穿越合同法“效力有无”的二极化浅表，在组织法的视野之下进一步讨论涉案合同具体条款的权利场域。

（二）超级分红权条款

此类案件经常会约定如下：无论目标公司业绩如何，投资人享有来自目标公司的固定分红，实际分红股利超过约定股息率时按实际计算，低于约定股息率时按该约定股息率计算。本文将这类争议最大的约定称为“超级分红权条款”。不同于法定优先股的优先分红权，超级分红权同时具备无条件分红和固定分红两大特征。该权利因为这两个特征时常被法院认定为“只享有权利而不承担义务”[③]“滥用股东权利”[④]，尤其是案件中还涉及清算优先权等特殊权利以及章程修改、工商变更等股东

① 宋峥嵘、沈阳含饴食品股份有限公司与公司有关的纠纷案，辽宁省沈阳市苏家屯区人民法院 (2023) 辽0111民初3941号民事判决书。

② 济南华科创业投资合伙企业、张磊与公司有关的纠纷案，山东省济南高新技术产业开发区人民法院 (2021) 鲁0191民初4257号民事判决书。

③ 四川康西铜业有限责任公司、会理县干田湾铜业有限责任公司合同纠纷案，四川省凉山彝族自治州中级人民法院 (2018) 川34民终744号民事判决书。

④ 河南农投产业投资有限公司与赵连军、方城县金馥植物油有限公司股权转让纠纷案，河南省郑州市中级人民法院 (2019) 豫01民初1848号民事判决书。

资格问题时，裁判者往往将“优先股投资”穿透为“股权质押借款”，固定股息实为借款利率，股权转让实为借款质押，投资人并非目标公司股东。[①②] 仅有一例财政支农案件，法院支持了作为投资人的财政局行使超级分红权。[③]

“明股实债”的超级分红权条款有可能损害目标公司以及公司债权人的利益，从而根据原《合同法》第 52 条规定，该条款被认定为无效。即使法院没有言明请求权基础在于第 52 条的哪个情形，经推导可知应是该条第 4 项的“损害社会公共利益”。基于社会公共利益一刀切地否定合同效力的有关规定在《民法典》中被弱化，该思路与理论界普遍认可的个案具体认定路径理论也是背道而驰的（蒋建湘和赵媛，2024）。职是之故，最高院在终审中回避了合同效力问题，转而从回应当事人诉讼请求出发，以投资方优先股股东身份未得到公示、投资方未收到收益款等合同履行方面的理由说明投资合同根本目的无法实现而应解除。[④]

超级分红权条款被认定无效的另一个原因是无条件分红违反了法定公积金提取制度。但法院很少适用《公司法》中违法分红应退还利润并承担赔偿责任的规定，而是借助效力性强制性规定又回到合同法的效力认定之上。因为《公司法》（2023 修订）第 210 条目的在于保证公司资本完整性与保护公司债权人利益，属于涉及公共利益与市场秩序的效力性强制性规定，因此超级分红权条款因违反该条而无效。[⑤] 但这陷入了一个自相矛盾的怪圈：如果超级分红权使得该法律关系实为借贷关系，那么所谓“分红”便是“付息”而已，不必考虑公司法，只要不违反法定利息限额便应当有效；如果仍对超级分红权适用公司法，那就认为涉案法律关系处于公司内部而不涉及外部债权人。以公司法开头却未一以贯之，反又以合同法续貂，体现出法院在商事纠纷中对于传统民事审判思维的路径依赖。

（三）优先清算权条款

《公司法》（2023 修订）第 236 条第 2 款规定了公司清算后剩余财产的分配方式。在顺序上，依次清偿完毕“清算费用—职工工资—社会保险费用和法定补偿金—税款—公司债务”的剩余财产才归股东；在份额上，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。这种分配份额的规定是否完全排除了股东之间意思自治的空间？大

① 四川康西铜业有限责任公司、会理县干田湾铜业有限责任公司合同纠纷案，四川省凉山彝族自治州中级人民法院（2018）川34民终744号民事判决书。

② 京山市京诚投资开发有限公司、湖北省京山天菇食品有限公司等民间借贷纠纷案，湖北省荆门市中级人民法院（2021）鄂08民初17号民事判决书。

③ 富宁县财政局、富宁田蓬永恒种植专业合作社等合同纠纷案，云南省富宁县人民法院（2021）云2628民初2196号民事判决书。

④ 新疆中亚金谷国际物流有限责任公司、新疆润盛投资发展有限公司合同纠纷案，中华人民共和国最高人民法院（2018）最高法民终1192号民事判决书。

⑤ 丽水市城市建设投资有限责任公司与浙江金润担保发展有限公司、黄卫有等侵害企业出资人权益纠纷案，浙江省丽水市中级人民法院（2015）浙丽商终字第30号民事判决书。

多数法院认为，只要投资者没有获得与债权人同等的分配顺序就不会损及外部人利益，“明股实债”的嫌疑便可减轻；而剩余财产性质上属于公司全体股东的共有财产[①]，股东内部对于分配顺序可以自由约定，优先清算权条款合法有效。[②]

（四）回购权条款

回购权条款在非公众公司优先股案例中时有出现，这种特殊约定实际是对于可赎回优先股的模拟。法院大多予以支持。尤其是当投资人入股股金未增加或减少目标公司注册资本时，优先股回购权的行使也就不触及“股东抽逃出资”问题。[③] 实际上，召开股东会审议回购事项、履行公司减资程序等公司治理流程在一般的股权转让法律关系中同样存在，不是回购权条款所特有的。回购权实现的流程大致可以分为五个步骤：即投资人的回购主张、目标公司或原始股东对该主张的确认、回购款项的支付、股权回转和履行公司治理流程。在考虑回购权条款时，不能将上述流程混为一谈。现行司法实践重视公司治理的程序，轻视回购权本质的判断，不利于问题的最终解决。回购权实现流程中的第一个步骤即投资人向目标公司或原始股东提出回购要求或主张，才是回购权的本质或特有属性。针对投资人发出回购股权的意思表示，目标公司或原始股东接受即可，而并不需要从事特定行为，也即回购权的行使是一种单方法律行为。回购权仅是指投资人向回购义务人主张要求回购股权的权利，就其权利性质而言应为形成权，回购权行使期限应属于除斥期间，并不受诉讼时效的约束，而投资人超过约定行使期限应丧失要求回购的权利（章杰超，2023）。

四、新公司法下优先股在非公众公司的制度激活

因现行法律法规明确将发行主体限于上市公司和非上市公众公司，由此采取反面解释原则，直接否认非公众公司发行优先股的效力，这种思路与试点之初的从严监管精神相吻合，但与新公司法的鼓励创新精神相违背，也与民营经济主力军——非公众公司的融资需求相抵触。事随时迁，在当下继续延续那种单纯以主体资格为由“一刀切”否认合同效力的思路，绝非良策。何况除主体资格外，司法实践也有着对超级分红权、优先清算权、回购权等条款秉持开放态度的良好基础。新公司法下优先股在非公众公司的制度激活一方面要靠非公开发行的主体扩展，另一方面要与回购型上市对赌等各类融资安排紧密结合起来。

（一）将优先股非公开发行主体扩展到非公众公司

优先股的制度设计可谓是围绕着“融资”展开的。**其一，**优先股在融资方面十

① 国广传媒发展有限公司与浙江华策影视股份有限公司合同纠纷案，浙江省丽水市中级人民法院（2020）浙04民终2163号民事判决书。

② 林宇与北京北科创新投资中心（有限合伙）股权转让纠纷案，北京市第三中级人民法院（2019）京03民终6335号民事判决书。

③ 宋峥嵘、沈阳含饴食品股份有限公司与公司有关的纠纷案，辽宁省沈阳市苏家屯区人民法院（2023）辽0111民初3941号民事判决书。

分高效。其发行与前一次再融资之间无须设定特定的时间间隔，本次优先股发行与后续再融资活动在时间安排上亦不存在硬性约束。**其二，**优先股的审核流程相对简便。该融资工具属于政策鼓励的范畴，因此其审核周期通常较短且获批的可能性较大。**其三，**优先股的融资用途具有广泛性。募集所得资金仅需明确使用方向，既可投入至具体项目建设中，亦可用于偿还银行贷款或补充企业运营所需的流动资金。

但和公司债券相比，优先股的劣势也比较明显。**一是**优先股税收成本更高。优先股股利从税后支付，相当于固定付息成本且不能税前扣除，和发行一般公司债券的利息成本税前扣除相比，优先股融资成本更高。**二是**优先股分红收益受市场利率影响更大，投资者会将优先股分红收益与公司债券收益进行对比，受到发行期市场利率环境影响，发行风险较大。因此，优先股发行场景被限制在没有公司债券融资额度的高负债公司，以及发行符合条件的优先股用于补充其他一级资本的金融机构之内，制度的供给与需求出现错配，亟须从上市公司和非上市公众公司等公众公司扩展到有限责任公司和非公众股份有限公司等非公众公司。

学界已形成共识，新公司法将类别股的发行主体范围限定为股份公司而没有扩展到有限责任公司，显然是制度上的疏漏。考虑到有限公司不存在对公众利益的威胁，理应具有更广泛的章程自治权，对于类别股的约定只要不违反法律、行政法规的强制性规定或法律原则，都应得到法律认可（李建伟，2024）。事实上，《公司法》第 65 条规定：“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。”这表明，有限责任公司可以通过公司章程来设置类别股（陈洁，2024）。

通过章程来设置优先股，主要目的是确立投资人作为优先股股东的地位，与对赌协议本身效力无关而与其履行有关。章程是股东之间缔结的具有规则性的合同，主要对内发生效力，是解决股东和股东之间、股东和公司之间纠纷的重要依据。与股东身份无关的章程条款，即使该条款经全体股东一致同意，也不能在股东和股东之间、股东和公司之间设定权利或义务。因此，公司章程对外部人不具有效力，即公司章程对以股东身份行事以外的所有其他人不产生合同性约束力。公司债权人等外部人无法将公司章程作为主张权利的依据，其应当将公司视为一个独立的实体，通过交易合同条款的设计保护自身的权益。至于债权人是否对公司登记的章程条款产生信赖，这与商事登记的效力有关，而与公司章程的效力无关，债权人仅可以主张其对登记备案所反映出的章程条款存在信赖利益，而不能就此主张该章程条款在自己和公司或公司内部人之间产生法律效力（葛伟军，2024）。

（二）将回购型上市对赌条款等融资协议纳入优先股制度

优先股在权利上遵循的是“同款同权”原则，即相同条款的优先股应当具有同等权利。通过在合同条款上的不同设置就可以创设不同类型的优先股。股息分配和剩余财产分配是优先股的两大核心合同条款，如果拘泥于“同股同权”“股东权利与义务相匹配”的老路上，类别股的融资功能便很难发挥作用。对有限责任公司而言，因认缴资本制的完全自治属性，更有理由

将类别股制度“融入”认缴资本制，以便有限公司筹集资本（邹海林，2024）。

对于以回购型上市对赌为代表的融资协议，既不宜一味固守“股债二分”予以排斥，也不宜放任自流“意思自治”而无视组织法和监管法的特别考量。一个更为持中的进路可能是，充分活用现有的股债融合制度，将反映了市场主体特别是民营经济组织融资需求与金融创新的层出不穷的各类融资协议纳入法治化轨道。如此一来，投资人与目标公司订立的对赌协议，名为“对赌”，实际是投资人通过出资以成为享有超级分红权、优先清算权等权利的优先股股东的商事约定。只要不与现行公司法、监管法对于优先股的效力性强制性规范相抵触，该优先股投资协议即为有效。仅订立该协议并不能使得投资人直接成为优先股股东，直到公司章程完成相应修改之际方完成这种“从外到内”的身份转变。若纠纷发生在章程修改之前，则融资协议按照借贷处理，投资人的法律地位是债权人而非优先股股东。

（三）债权人转为优先股股东的程序设计

回购型上市对赌投资人向优先股股东转化（以下简称“债转优先股”）的程序设计，主要在于债权债务关系向股权关系的转换。越秀集团债转优先股案（以下简称“越秀案”），是我国首个非上市非公众股份公司获准开展债转优先股的案例。2018 年，发展改革委、人民银行、财政部等六部委联合发布《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，以试点方式开展非上市非公众股份公司银行债权转为优先股，“债转优先股”模式成为市场化债转股的一个重点方向。在此政策背景下，工商银行旗下的工银投资以自营资金，以及组织发起设立越秀集团债转优先股 SPV 募集社会合格机构投资者资金的方式，认购了越秀集团非公开发行的优先股 100 亿元。[①] 本次优先股系作为权益工具计入企业所有者权益，越秀集团资产负债率明显下降，财务结构得到改善。[②]

考察越秀案具体流程后不难发现，其中仍有不少政策引导的色彩存在。对于今后更多的市场化债转优先股，均应以 2023 年修订后的《公司法》关于“债权作为非货币出资形式之一”的全新规定为核心依据。在此之前，以对目标公司的债权作价出资的做法历来常见，而重整程序中的债转股更是通行做法（潘勇锋，2024）。融资

表 1　越秀案具体流程与时间点

时间点	越秀案具体流程
2017.01	经广州市国资委同意，越秀集团与工商银行签署战略合作框架协议
2017.06	市场化债转股整体方案获得广州市国资委批复 为满足债转优先股的先决条件，越秀集团启动股份制改造工作
2018.11	国家六部委联合批复同意该债转优先股方案
2019.06	越秀集团完成股份制改造，获广州国资委批复
2019.10	经广州市市场监管局登记核准，越秀集团工商登记变更为股份公司

① 越秀集团.全国首单双非企业债转优先股获批战略合作协议签署[EB/OL].(2018-12-14).https://www.yuexiu.com/newscenter/jtyw/1culb9gn4ct2g.shtml.

② 越秀集团.债转优先股项目落地暨工商银行百亿股权资本引入公告[EB/OL].(2019-12-13).https://www.yuexiu.com/newscenter/jtyw/1drufj8k64lca.shtml.

协议投资人的债权经过确权与评估等法定程序，符合“权属清晰、可货币估价”的出资要件的可以转换为优先股股权，应无异议。

五、结论

我国的优先股制度之所以沦为银行业上市公司的专属通道，一大堵点在于适用主体被不合理地过分限缩了。在公司法修订首开先河的当下，相关司法解释以及监管法应及时总结试点经验，松绑创新类金融工具的相关限制。否则，司法裁判只能围绕合同法的效力判定来回打转，回购型上市对赌等融资协议所蕴含的巨额风险无处释放，各类经济组织难以公平参与市场竞争。特别是在非公众公司的适用场合下，司法实践困境表现为目标公司主体资格、超级分红权条款、优先清算权条款以及回购权条款四方面的裁判思路模糊混乱。风险看似被限缩在优先股制度一处，其实非也。新公司法下优先股在非公众公司的制度激活，既要靠非公开发行的主体扩展，也要与回购型上市对赌等各类融资安排紧密结合起来，以首个非上市非公众股份公司获准开展债转优先股的“越秀案”为鉴，债转优先股的整体思路应从政策化转向市场化，具体程序设计需要遵循债权出资的有关规定。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 陈冠华,尹振涛.论股债结合型融资的性质及其法律适用[J].山西大学学报(哲学社会科学版),2021,44(6):146-156.
[2] 陈洁.弘扬企业家精神的内在逻辑与制度回应[J].中国法律评论,2024(5):39-50.
[3] 陈景善.类别股之组织法规范与资本制度衔接[J].北京理工大学学报(社会科学版),2022,24(6):67-73.
[4] 葛伟军.论契约说视角下公司章程的约束力[J].北方法学,2024,18(4):83-97.
[5] 郝博,韩芳芳,李文贵.附回售条款的股权投资”会计处理辨析[J].财会月刊,2023(4):60-68.
[6] 韩世远.履行障碍法研究[M].北京: 法律出版社,2006.
[7] 蒋建湘,赵媛.效力性强制性规定的规范构造: 要素缺失与补正[J].东北大学学报(社会科学版),2024,26(4):112-120.
[8] [美]伊斯特布鲁克.公司法的逻辑[M].北京:法律出版社,2016.
[9] 李安安,侯子璇.契约式股权结构的公司法调整: 回应型法的一个解释框架[J].理论月刊,2022(5):128-142.
[10] 李建伟.公司法评注[M].北京:法律出版社,2024.
[11] 刘俊海.目标公司对赌条款无效的法理证成[J].河北法学,2022,40(4):51-76.
[12] 罗培新.世界银行新旧营商环境评估规则及方法比较——兼论优化营商环境的道与术[J].东方法学,2023(4):100-112.
[13] 潘勇锋.关于股东出资方式的实践思考[J].法律适用,2024(2):57-70.
[14] 冉克平,张仪昭.股债融合视域下对赌协议的本质属性与法律规制[J].重庆大学学报(社会科学版),2025,31(1):247-258.
[15] 武长海.机构投资者参与非上市公司治理的困境与纾解[J].江西社会科学,2021,41(8):169-183.
[16] 邢会强.我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应[J].河北法学,2019,37(5):26-39.
[17] 杨春宝.私募基金定向减资退出的困境[J].中国金融,2023(2):69-70.
[18] 杨明宇.私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析——兼评海富投资案[J].证券市场导报,2014(2):61-71.
[19] 杨硕.封闭科创型公司治理的逻辑检视与规范建构[J].法学家,2023(5):56-71+192-193.
[20] 张其鉴.公司法修订背景下我国资本制度研究的主要误区及其修正[J].法学评论,2022,40(5):135-150.
[21] 张志波.优先股的立法、实践与启示[J].金陵法律评论,2012(1):82-92.
[22] 章杰超.对赌协议中回购权之性质及行使期限研究[J].中国政法大学学报,2023(5):142-155.

[23] 赵旭东.第三种投资：对赌协议的立法回应与制度创新[J].东方法学,2022(4):90-103.
[24] 邹海林.以公司自治为本源的认缴资本制的发展[J].环球法律评论,2024,46(1):5-20.
[25] BAIRD D G, JACKSON T H. Corporate reorganization and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured interests in bankruptcy[J]. University of Chicago Law Review, 1984(51): 97-120.

Optimizing Preferred Shares for Non–Public Companies: A Case Study on Buyback–Type VAM (Valuation Adjustment Mechanism) for Listing

LU Yao
(School of Law, Renmin University of China)

Abstract The persistent spread of legal risks associated with Buyback-Type VAMs (Valuation Adjustment Mechanisms) for listing traces its origins to inherent defects in the preferred stock system, which shares a foundational mechanism with VAM agreements. Currently, preferred shares remain an institutional innovation constrained by a pilot-program mentality, limiting their potential as a financing tool. Buyback-Type VAMs for Listing face legal constraints spanning contract law, corporate law, and regulatory law. Both mechanisms fundamentally embody a "debt-equity hybrid" structure, and theoretically, preferred shares could function as a "systemic sponge" to absorb Buyback-Type VAMs for Listing. However, the institutional potential of preferred shares remains suppressed, particularly in non-public companies, where judicial practice consistently confronts challenges in four key areas: target company eligibility/subject qualification, super-dividend rights clauses, liquidation preference clauses, and share repurchase rights clauses. Consequently, from the perspective of optimizing the business environment, activating the preferred share framework for non-public companies necessitates expanding eligible entities for private placements while tightly integrating this framework with diverse financing arrangements including Buyback-Type VAMs for Listing. This needs to be achieved alongside the establishment of procedures for converting creditors into preferred shareholders while strictly complying with regulations governing debt-to-equity conversions.

Keywords Preferred Shares, Business Environment, Non-Public Companies, Buyback-Type VAM
JEL Classification G32 K22 G34