

论近代外商在华企业的优先股制度

——兼与华商企业比较

郭岩伟

内容提要:近代外商在华企业不仅长期在资金和技术上处于优势地位,而且在企业制度方面也领风气之先。优先股作为近代西方股份制企业中特种股份的重要类型之一,亦被诸多外商在华企业作为重要的融资工具引入中国,并对其企业的权力结构均衡和融资成本优化产生了非常深远的影响。因此对近代外商在华企业中的优先股做出系统分析,并探讨其与华商企业优先股之间的关系,不仅对进一步了解当时企业组织制度有重要意义,而且有助于完善近代中外企业制度变迁的研究。

关键词:近代 外商在华企业 华商企业 优先股

目前学界对中国近代股份制企业尤其是华商企业普通股的研究已经非常深入,而对其特种股份如优先股的研究亦颇为到位:张忠民提出了近代华商企业优先股并不等同于现代西方企业制度中优先股的观点,并做了简要论证,但其参照对象并非近代外商在华企业中的优先股;^①李玉亦在其研究中列举了众多华商企业发行的优先股,并对其做了精要分析;^②而杜恂诚则谈及优先股在限制大股东权力方面的独到作用;^③郭岩伟则在系统归纳近代华商企业六种类型优先股基本特征的基础上,指出华商企业优先股在权益方面相对于普通股是一种“特权附加”关系。^④

但学界对近代外商在华企业优先股及中外企业优先股的系统对比研究则付之阙如,仅有少数学者在研究中提及个别近代外商在华企业中存在优先股,^⑤另有部分学者从世界史及其他学科的角度来研究西方企业制度中的优先股,^⑥此外国外相关研究主要集中于西方企业制度中的优先股,但并未涉及外商在华企业。^⑦本文在运用当时报刊如《字林西报》、《北华捷报》、《申报》及租界档案中记载的中英文企业章程、企业招股章程、股东会记录、企业年报、企业兼并破产报道及股票交易信息入手,在系统归纳外商在华企业优先股基本特征的基础上,从企业制度的角度对近代中国同时存在的两种不同性质的优先股进行了进一步分析。

[作者简介] 郭岩伟,西南财经大学马克思主义学院讲师,四川成都,611130,邮箱:guoyanwei15@163.com。

① 张忠民:《近代中国公司制度中的“官利”与公司资本筹集》,《改革》1998年第3期。

② 李玉:《北洋时期股份有限公司的股份制度述论》,《民国档案》2006年第3期。

③ 杜恂诚:《近代中国股份有限公司治理结构中的大股东权利》,《财经研究》2007年第12期。

④ 郭岩伟:《论近代中国华商企业的优先股》,《安徽史学》2013年第5期。

⑤ 张秀莉:《上海外商企业中的华董研究(1895—1927)》,《史林》2006年第6期。

⑥ 韩铁:《1929年股市大崩溃以前的美国证券管制》,《世界历史》2004年第6期;邵会莲:《英国工业革命中运河运输业发展的经验教训》,《世界历史》1998年第2期;袁媛:《优先股制度研究》,复旦大学硕士学位论文2008年,第8—12页。

⑦ [美]福克纳著,王锴译:《美国经济史(上卷)》,商务印书馆1964年版,第348—367页;George Heberton Evans, Jr, “The Early History of Preferred Stock in the United States”, *The American Economic Review*, Vol. 19, No. 1, 1929, pp. 43—58; George Heberton Evans, Jr, “Preferred Stock in the United States 1850—1878”, *The American Economic Review*, Vol. 21, No. 1, 1931, pp. 56—62; George Heberton Evans, Jr, “Early Industrial Preferred Stocks in the United States”, *Journal of Political Economy*, Vol. 40, No. 2, 1932, pp. 227—243; Jonathan Barron Baskin, “The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600—1914: Overcoming Asymmetric Information”, *The Business History Review*, Vol. 62, No. 2, 1998, pp. 219—222.

首先对外商在华企业做一界定,本文所探讨的外商在华企业主要有两类:一是总部在国外的外国企业在华开办的分支机构,如汇源银行(The Cathay Trust, Ltd.^①)等;二是外国商人或组织在华招股集资创办的企业,如瑞镛船厂(New Engineering & Shipbuilding Works, Ltd.^②)、怡和纱厂(The Ewo Cotton Spinning and Weaving Co., Ltd. 或 The Ewo Cotton Mills, Ltd.^③)、上海自来水公司(Shanghai Waterworks Co., Ltd.^④)、马来橡胶公司(Shanghai-Malay Rubber Estates)和王呢斯橡胶公司(Senawang Rubber Estates, Ltd.^⑤)等。上述企业除第一类外,主要由洋行或洋商发起,并且多数注册在国外或其所属殖民地,以便在法律上取得外商企业的身份,但其中大部分企业有中国商民附股(如旗昌轮船公司、汇丰银行),甚至部分企业华股占多数(如怡和轮船公司、大东惠通公司^⑥)。因此本文将之称为外商在华企业,而非外资在华企业。

其次对优先股做简要释义。优先股制度起源于19世纪前期的英国。由于当时英国铁路和运河建设对资金的巨量需求,以及政府对公司债券融资的比例限制,许多大型工程由于资金匮乏不得不中途停顿,优先股便在铁路公司中应运而生。当时的优先股既享有事先约定的固定收益、又可同普通股一起参与股息分配。^⑦ 美国最早的优先股也在类似背景下得以发行。19世纪30年代,几家在马里兰修建铁路和运河的公司因为资金短缺不得不向当地政府求助。马里兰州政府考虑到铁路建成的巨大利润,在1836年通过的法案中同意向其注资,但要求在三年后保证每年6%的股息,且股息支付顺序位于普通股之前。^⑧ 此后美国优先股制度不仅在基础设施领域,而且在采掘、冶金、纺织等行业亦被广泛采用。^⑨ 当时的优先股一般享有议决权,但1870年俄亥俄州颁布法律规定优先股不得享有议决权之后,优先股的议决权逐步被舍弃。^⑩ 现代意义上的优先股逐步成型。现代股份制企业中的优先股是相对于普通股而言的特种股份,类似的特种股份还有后配股(股息支付顺序在普通股之后)。优先股的“优先”主要体现在股息分配顺序在普通股之前和在企业清算时享有优先求偿权,并具有优先获得分配、享受固定收益、优先获得企业剩余财产清偿和无议决权等四个主要特征。^⑪ 此外发行人为吸引投资者或保护普通股股东利益,会对优先股附加累积股息概念(当年股息发放不足可累积至下年)、可转换概念(可转换为普通股)、可赎回概念(可由企业定期赎回)等限定条款。

① *The North China Desk Hong List 1911*, Office of the North-China Daily News & Herald Limited, 1911, p. 17.

② *The North-China Desk Hong List 1926*, Office of the North-China Daily News & Herald Limited, 1926, p. 284.

③ *The North-China Desk Hong List 1912*, Office of the North-China Daily News & Herald Limited, 1912, p. 45. *The China Hong List 1936*, Office of the North-China Daily News Herald Ltd, 1936, p. 122. 前者为1921年以前之怡和纱厂,汉译为“怡和纱厂”,后者为1921年怡和纱厂与公益纱厂、杨树浦纱厂合并后之名称,汉译为“英商怡和各纱厂有限公司”,文中统称为怡和纱厂。

④ *The China Hong List 1936*, Office of the North-China Daily News Herald Ltd, 1936, p. 260.

⑤ 中国征信所:《征信工商行名录》,中国征信所1933年版,第258、251页。

⑥ 汪敬虞:《十九世纪外国侵华企业中的华商附股活动》,《历史研究》1965年第4期。

⑦ Jonathan Barron Baskin, “The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600 – 1914: Overcoming Asymmetric Information”, *The Business History Review*, Vol. 62, No. 2. 1998, pp. 219 – 222.

⑧ George Heberton Evans, Jr, “The Early History of Preferred Stock in the United States”, *The American Economic Review*, Vol. 19, No. 1, 1929, pp. 43 – 58.

⑨ George Heberton Evans, Jr, “Early Industrial Preferred Stocks in the United States”, *Journal of Political Economy*, Vol. 40, No. 2, 1932, pp. 227 – 243.

⑩ George Heberton Evans, Jr, “Preferred Stock in the United States 1850 – 1878”, *The American Economic Review*, Vol. 21, No. 1, 1931, pp. 56 – 62.

⑪ 马惠明编:《英汉证券投资词典》,商务印书馆2007年版,第492页。原文为“表决权”,现代经济学著述对议决权有两种定义:1将“议决权”定义为质询权、表决权、选举权和被选举权的总称,2将“议决权”等同于“表决权”。本文为统一全文相关概念,对议决权的定义取第一种。而《英汉证券投资词典》对优先股无“表决权”的表述可据本文对“议决权”的定义转述为优先股无“议决权”。

一、近代外商在华企业优先股之基本特征

成立于1869年的长利洋行(J. P. Bisset & Co.)^①是近代中国历史最为悠久的股票经纪公司,与1904年正式开办的西商众业公所(The Shanghai Stock Exchange)长期在近代中国股票市场中占据主导地位。^②据长利洋行在《字林西报》和《北华捷报》发布的“上海股市(Shanghai Share Market)”信息来看,至少在上市交易的股票中,近代中国第一家发行优先股的企业是英商董家渡船户(塢)(Pootung Dock)。^③在1890年7月18日《字林西报》上,首次刊载了该公司优先股的信息,其股本为50规元两(普通股100规元两),年股息率固定为10%。^④董家渡船户1853年由英商莫海德创立(仅比1852年由美商创立的近代上海最早的两座外商船塢稍晚),是当时远东最好的船塢。但该公司并不直接经营修造船业务,而是将船塢长期租赁给英商耶松船厂。^⑤随后董家渡船塢在1895年为耶松船厂收购,其优先股的交易信息亦早在1892年5月13日便消失了。^⑥但外商在华企业的优先股却作为特种股份之一种在各行业广泛存在,并主要集中于船舶修造及航运业、^⑦棉纺业、公共事业、橡胶种植业及金融业等领域,下面以相关行业的代表性企业来探讨近代外商在华企业优先股的基本特征。

(一) 船舶修造及航运业:以瑞镕船厂为例

董家渡船户优先股的存在时间虽然不长,但船舶修造及航运业业始终是近代外商在华企业中优先股发行最为普遍的行业。成立于1900年的瑞镕船厂是20世纪初上海地区两家最大外商船厂之一(另一家为耶松)。该公司1913年因收购万隆铁工厂需巨额资金,发行新股2万股(每股票面价值5两)。^⑧瑞镕船厂1921年以发放红利的方式向现有股东发行累积优先股,股本5两。此种优先股享有优先分配股息、年股息率固定为8%、公司清算时的优先求偿权等特权,但并无议决权,^⑨而该公司1921—1935年间普通股和优先股股息的变化也正好符合上述原则:

据图1可见:20世纪20年代初期,瑞镕船厂由于效益较好,公司在派发优先股8%的股息后,普通股分配剩余利润所得股息经常高于优先股,1921年普通股股息甚至为优先股股息的2.5倍。但瑞镕船厂在经历1925年大罢工之后,公司效益开始恶化,普通股股息除1929年略高于优先股外,其余年份均等于或低于优先股,1932年之后甚至停发。与普通股股息的剧烈波动形成鲜明对比的是,优先股的年股息率长期稳定在8%的水平,但其股息至1933年之后亦开始停发。

但上述史实又涉及到了外商在华企业股息分配的另一重要原则,即无论是普通股还是优先股股息,均来源于公司利润。如果公司利润不足甚至亏损,则不派发当年股息。而瑞镕船厂的优先股为累积优先股,即1934年和1935年未发放股息可累积到公司效益好的年份发放。这与晚清时期华商企业“移本作息”的现象有根本区别。多数华商企业虽在民国时期摒弃了这一商事习惯,但并未根除,尤其是在建设周期较长的行业中(如铁路)依然合法存在。

① *The North China Desk Hong List 1896*, Office of The “North-China Herald.”, 1896, p. 3.

② 更生:《上海西商证券交易所之略史》,《银行周报》1919年第34号。

③ *The North China Desk Hong List 1893*, Office of the “North-China Herald.”, 1893, p. 31.

④ *Shanghai Share Market, The North-China Daily News*, July 18, 1890, p. 2.

⑤ 王志毅:《中国近代造船史》,海洋出版社1986年版,第30—31页。

⑥ 王志毅:《中国近代造船史》,海洋出版社1986年版,第197页;*Shanghai Share Market, The North-China Daily News*, May 13, 1892, p. 2.

⑦ 《字林西报》所载西商众业公所股市收盘行情一度将“Dock, Wharves and Transport”(船舶修造、码头及航运业)股票归在同一类目下,故本文亦将之一体考虑。

⑧ *New Engineering & Shipbuilding Works, Ltd. Annual Meeting.*, *The North-China Herald*, April 4, 1914, pp. 45-46.

⑨ *Proposed Dock Merger Terms, The North-China Daily News*, November 28, 1935, p. 14;原文为“voting rights”,直译为“投票权”,但据文意及本文对议决权的定义,可将之理解为质询权、表决权、选举权和被选举权之总称,故本文意译为“议决权”,下文亦同。

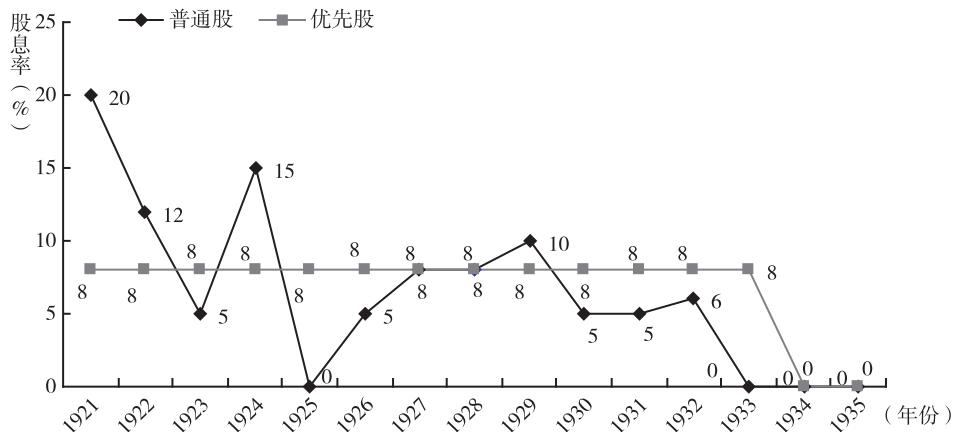


图1 瑞镕船厂普通股与优先股股息率统计图(1921—1935)

资料来源:J. P. Bisset & Co's Closing Quotations, *The North-China Herald*, March 25, 1922. March 31, 1923; Closing Quotations, *The North-China Herald*, March 29, 1924, pp. 492 - 493. March 28, 1925, pp. 530 - 531. March 27, 1926, pp. 580 - 581. March 26, 1927, pp. 502 - 503. March 21, 1928, pp. 521 - 522. March 30, 1929, pp. 538 - 539. March 25, 1930, pp. 480 - 481; Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotation, *The North-China Herald*, March 31, 1931, pp. 442 - 443; Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotations, April 15, 1932., *The North-China Daily News*, April 16, 1932, p. 5; Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotations, *The North-China Herald*, March 29, 1933, pp. 500 - 501. March 27, 1935, pp. 500 - 501. March 25, 1936, pp. 534 - 535. July 15, 1936, pp. 110 - 111.

优先股的各种优先权和累积优先股股息累积并适时补发的优势,在1935年的瑞镕船厂和耶松船厂合并案中得到了完美体现。1935年瑞镕船厂因造船业不景气造成公司经营困难,并欲与耶松船厂合并,普通股股东因此提出了还清积欠优先股股息、并赋予优先股议决权后,将优先股转换为普通股的解决方案;同时为弥补优先股在优先获得股息和优先求偿权两项特权消失的损失,提出了将优先股以8元的价格溢价赎回的措施。普通股股东认为上述方案既照顾了优先股股东权益,又可以避免因公司破产而损害全体股东利益。^①但优先股股东在股东会上以绝对多数否决了上述方案,并在《北华捷报》上刊文声明其立场:首先优先股本身就是为消除投资者对不确定因素的顾虑而发行的,其核心要务是保证股东股息回报,因此其固定股息通常低于普通股,且无议决权,为弥补上述限制,优先股才被赋予公司清算时的优先求偿权。事实也确实如此,在20世纪20年代初期普通股获得高股息时,优先股股息始终限定在最高8%的水平。其次普通股股东所提方案中每股8元的溢价赎回条款,仅弥补了优先股当前的股价损失(股价5.7两,溢价14%^②),并未弥补其优先获得股息和优先求偿权丧失的损失。因此优先股股东提出了以每股9元溢价赎回的要求,并声明优先股股东并非为了议决权或资产溢价,而仅仅为了寻求合理的解决方案。^③

据上文可归纳出瑞镕船厂优先股的主要特征:1 股息来源于利润;2 先于普通股分配股息;3 享受每年8%的固定股息,不参与公司剩余利润分配;4 公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;5 无议决权。

(二) 棉纺业:以怡和纱厂为例

以纱厂为代表的棉纺业是当时上海最发达的工业部门,而怡和纱厂又在上海棉纺业中占有重要地位。1909年的《北华捷报》甚至刊文将怡和纱厂选为上海的典型纱厂。^④怡和纱厂于1897年5月建成投产,纱锭5万枚,由怡和洋行经理;1913年有纱锭7万2264枚,布机500台,1921年与公益、杨

① Proposed Dock Merger Terms, *The North-China Daily News*, November 28, 1935, p. 14.

② 废两改元后,瑞镕船厂股票股息及股价多以“两”和“元”并存的方式存在。

③ A Proposed Merger Mr. Hughes' Comments, *The North-China Herald*, December 4, 1935, p. 407.

④ Typical Shanghai Industries I Cotton Spinning, *The North-China Herald*, November 13, 1909, p. 370.

树浦纱厂合并。^①

1909年,鉴于中国庞大的棉布消费市场以及日本、印度棉布工厂的良好经营,怡和纱厂决定涉足织布领域,并打算新建一家织布厂。考虑到订购机器及购买土地等项开支需花费50到55万规元两的巨额资金,怡和纱厂在11月26日召开的临时股东会上通过决议:决定增资扩股,发行5000股优先股,每股100规元两,从而将公司的资额定资本从100万两增至150万两。此次怡和纱厂发行优先股的主要条款如下:^②

(a) 优先股享有优先获得每年7%可累积股息的权利,从缴股日起计息。优先股在资本(即清算时)和股息方面享有优先权,但无参与公司剩余利润和资产溢价分配的权利。

(b) 优先股在股东常会上无议决权,其股东亦无参选咨询顾问委员会的资格。

(c) 公司有再次发行优先股,并使之在法律上享有与现有优先股同等权利的自由。

从以上条款可以归纳出怡和纱厂此次发行优先股的主要特征:1 先于普通股分配股息;2 享受每年7%的固定股息,但不参与公司剩余利润分配;3 优先股股息若当年不能支付,可累积至下年发放;4 在公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;5 股东常会上无议决权,亦无被选为咨询顾问委员会的资格。下面选取怡和纱厂自优先股发行以来15年间(1910—1924)普通股和优先股的股息发放数据,来进一步印证优先股在股息分配方面的特点:

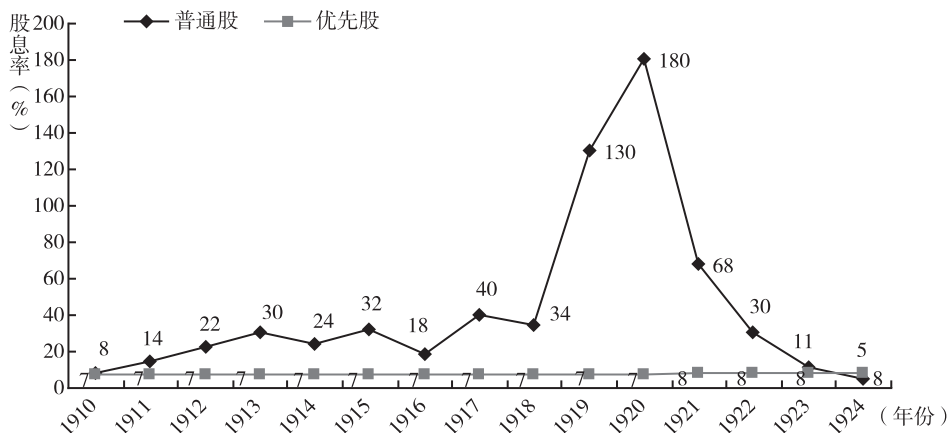


图2 怡和纱厂普通股与优先股股息统计图(1910—1924)

资料来源:Shanghai Share Market, *The North-China Daily News*, March 10, 1911, p. 10. March 12, 1912, p. 10. March 11, 1913, p. 4. March 12, 1914, p. 4. March 12, 1915, p. 4. March 14, 1916, p. 10. March 14, 1917, p. 10. March 12, 1918, p. 9. March 13, 1919, p. 9. March 16, 1920, p. 11. March 16, 1921, p. 15. March 15, 1922, p. 13. March 17, 1923, p. 15; Closing Quotations, *The North-China Daily News*, March 15, 1924, p. 5. March 14, 1925, p. 5.

1921年怡和纱厂为应对即将到来的激烈竞争,决定与英商公益纱厂(Kung Yik Cotton Spinning and Weaving Co. Ltd.)和英商杨树浦纱厂(The Yangtsepo Cotton Mill Ltd.)合并,新公司名为英商怡和各纱厂有限公司(Ewo Cotton Mills, Limited),^③并拥有15万3600纱锭和1914台织机。董事会响应股东要求将原公司股票从每股票面价值50规元两拆分为每股5规元两,并发行10万股新股(每股票面价值5两)。同时董事会为取得优先股股东对合并的支持,将优先股年股息率从7%提高到8%,但其每股票面价值仍为100规元两不变。^④

① 严中平:《中国棉纺织史稿》,科学出版社1955年版,第346页。

② The Ewo Cotton Spinning and Weaving Co., Ltd. Extraordinary General Meeting, *The North-China Herald*, November 27, 1909, pp. 508 - 509.

③ Ewo Cotton S. & W. Co., Ltd. Extraordinary General Meeting, *The North-China Herald*, March 26, 1921, pp. 807 - 808.

④ Ewo Cotton Mills, Ltd. The Annual Meeting, *The North-China Herald*, February 25, 1922, pp. 535 - 536.

据上图可见:优先股在十五年间每年均获得7%或8%的固定股息,而普通股每年所得股息则出现剧烈波动,多数年份维持在20%—70%的水平,甚至在1919年和1920年分别得到130%和180%的超高股息,当年所派股息远远大于每股50规元两的股本。普通股在1913—1922的十年间连续获得高股息,十年累积发放股息甚至达到了原股本的5.86倍。但棉纺业本身利润年际波动剧烈的特点,决定了普通股股息有时亦会低于优先股。如1924年之后棉纺业进入萧条期,普通股股息连续两年维持在5%的水平,^①而优先股则仍然保持其8%的固定股息。怡和纱厂1910—1924年普通股与优先股股息的强烈对比,充分体现了优先股先于普通股分配股息以及优先股享受固定股息,并不参与公司剩余利润分配的基本特征。

正是在普通股连续数年获得高股息的产业背景下,优先股年股息率才从发行时的7%提高到三家纱厂合并后的8%。普通股在股息方面与优先股的强烈对比,使得普通股股东在1921年新公司发行新股时,一度提出发行优先股的建议,但董事会深知棉纺业行业利润年际波动剧烈的特点,认为在这种情况下发行优先股不仅会严重影响新股认购,而且会在盈利较差年份负担相较普通股的高股息。因此该公司以发行普通股并获得等值溢价的方式保证了公司长远利益最大化,并完成了公司新一轮增值。^②

从怡和纱厂普通股与优先股的对比中不难看出,怡和纱厂的优先股具备以下特征:1先于普通股分配股息;2享受每年7%到8%的固定股息,不参与公司剩余利润分配;3公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;4无议决权。

(三)公用事业:以上海自来水公司为例

上海自来水公司于1880年正式成立,在英国注册,董事会最初设在伦敦,1887年移至上海,厂址位于杨树浦路附近的黄浦江边。公司水厂于1883年开始供水,主要面向公共租界、法租界及静安寺以东的越界筑路地区,后发展为远东最大的现代化水厂。公司创办时资本额为10万英镑,^③1932年公司章程记载其额定资本为100万英镑,其中每股20英镑的股份为4万零236股,每股1英镑的股份为19万5280股。^④

上海自来水公司章程在1932年之前即有关于特种股份的专门条款:^⑤

7在不影响现有股东权益的情况下,公司有权发行优先股、后配股或者其他有特权或限制的股份,不管是有关股息、议决权、资本回报或其他方面的。董事或公司可在每次股东会上决定之。

55(公司)可在一定条款或条件下发行新股,并在经股东会通过增发决议时附带一定权利或特权,如果没有相关指导时董事可予以定夺,特别是发行在股息和分配公司资产方面有优先权或限制权、并具备特定或无任何议决权的股份方面。

184公司清算的上述条款应在不损害有特别条款或权利的股东利益的前提下进行。

185(2)(清算)分配方案除了考虑负连带赔偿责任人的合法权利外(公司章程规定的固定条款除外),还应特别考虑各种股份的优先权和特别权利,或应一起或部分排除。

从上述条款可见,如果公司发行优先股,优先股应在股息分配方面具备优先权、但股息有最高限额、在公司清算时享有优先求偿权但不享有资产溢价的分配权,且无议决权。在发行优先股之前,公

① Closing Share Quotations, March 12, 1926, *The North-China Daily News*, March 13, 1926, p. 5.

② Ewo Cotton Mills, Ltd. The Annual Meeting. *The North-China Herald*, February 25, 1922, pp. 535 - 536.

③ 王荣华主编:《上海大词典》,上海辞书出版社2007年版,第355—356页。

④ Articles of Association of The Shanghai Waterworks Co., Ltd., 《上海公共租界工部局总办处关于上海自来水公司章程》,上海档案馆藏,档号U1—4—1678。

⑤ Special Resolution, 《上海公共租界工部局总办处关于上海自来水公司章程》,上海档案馆藏,档号U1—4—1678。

司董事会还以特别决议的形式对公司章程的上述条款进行了增补,加入了“在上述条款内任何优先股均可能发行,或者公司认为时机合适时收回”的内容,^①使公司发行可收回累积优先股有了坚实的规章依据。

在1932年4月初召开的临时股东大会上,上海自来水公司决议发行票面价值为10规元两的可收回累积优先股(即股息可累积,并由公司在一定期限内回购),并赋予其每年获得7%固定股息的权利(股息每半年支付一次)。新发行优先股从1932年7月1日起开始计息,因此1932年的股息将为3.5%。同时规定公司有权在1932年7月1日起的十年后将优先股以票面价值收回,或发行新一期特种股份。^②

另外上海自来水公司此次发行优先股还涉及到了定向增发的理论问题。因为此次发行的优先股并非面向大众,而是前期仅针对该公司1922年发行的八厘债券(年息8%)持有者,之后才面向公司全体股东发行。1932年5月,公司对即将到期的十年期八厘公司债券(1922年发行)提出了两种解决方案:以票面价格转为1932年1月发行的新一期六厘债券;以票面价格转为年股息率7%的可收回累积优先股。^③而在5余31日之前,优先股的发行仅针对上述公司债券的持有者;从6月1日起,优先股才面向公司全体股东发行。^④

最终上海自来水公司在1932年以发行可收回优先股的形式完成了增资100万规元两的计划(每股10规元两,共10万股)。上海自来水公司该年发行的优先股不仅有年股息率7%的可收回累积优先股,还有年股息率6.5%的可收回累积优先股,而这一部分优先股的来源恰是1922年发行的十年期七厘公司债券。但此次优先股的发行规模较小,总额仅为10万规元两(每股10两,共1万股)。^⑤

另外上海自来水公司一年内两次将公司债券转换为优先股,且只给予十年期八厘公司债券转换为优先股和六厘公司债券两种选择,却没有偿还本金的举措,并未违反债券“还本付息”的原则。因为此种公司债券很有可能是永久性公司债(Perpetual Debenture),即持有者享有永久获取利息的权利,而公司则无需偿还。因为早在1899年《北华捷报》即刊文介绍了这种永久性公司债,而且这种公司债券在英国铁路公司中早已存在多时。^⑥下面选取上海自来水公司五年股息数据对其优先股的特点做进一步分析:

从表1可见,上海自来水公司的股权机构颇为复杂,不仅有普通股和优先股之别,而且其普通股和优先股还细分为不同类别,普通股分为A、B、C三种,即使在同一年份亦获得不等的股息。同时该公司不仅1932年发行了优先股,而且在公司发展的不同阶段发行了两种股息率不同的优先股。优先股按照约定股息率获得稳定股息,而普通股除C股(有股息约定条款的普通股)外,A、B股所获股息各自随公司盈利状况的变化而波动。优先股在优先获取固定股息后,^⑦并未参与公司剩余利润的分配,因此普通股得以在五年内享受高于优先股的股息收益。

由于当时上海自来水公司的经营颇为平稳,普通股股息收益稳定且丰厚,因此公司在1932年增加资本时遵照公司章程中“不影响现有股东权益”的原则,发行固定股息率略低于普通股的优先股。这样既保证了普通股股东享受较高股息的既有权益,又达到了增加公司额定资本的目的,这种巧妙的增资手段可谓匠心独具。另外即使是发行优先股,除将之限定为其可收回优先股外,其发行对象

① Special Resolution,《上海公共租界工部局总办处关于上海自来水公司章程》,上海档案馆藏,档号U1—4—1678。

② The Shanghai Waterworks Co., Ltd., *The North-China Herald*, April 19, 1932, pp. 100—101.

③ The Shanghai Waterworks Co., Ltd., *The North-China Herald*, May 31, 1932, pp. 340—341.

④ The Shanghai Waterworks Co., Ltd., *The North-China Herald*, May 3, 1932, pp. 180—181.

⑤ Shanghai Waterworks Co., Ltd., *The North-China Herald*, April 12, 1933, p. 64.

⑥ On Investments, *The North-China Herald*, September 25, 1899, p. 632.

⑦ Shanghai Waterworks Co., Ltd., *The North-China Herald*, April 12, 1933, p. 64.

也有严格限定:前期只针对十年期八厘公司债券持有者,后期亦只面向公司现有股东。上述“债转股”行为既优化了公司的资产负债结构,又严格限定了新增资本的收益及其他附属权限(如资产溢价分配权、议决权等),尤其是特别约定了收回条款,达到了最大限度保护现有股东利益的目的。

表 1 上海自来水公司普通股与优先股股息率统计表(1933—1937) 单位:%

年份	普通股			优先股	
	A 种	B 种	C 种	年股息率 7%	年股息率 6.5%
1933 年	9.75	7.75	8.00	7.00	3.35*
1934 年	9.94	7.94	8.00	7.00	6.50
1935 年	9.68	7.69	8.00	7.00	6.50
1936 年	9.58	7.58	8.00	7.00	6.50
1937 年	9.00	7.00	8.00	7.00	6.50

资料来源:Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotation, *The North-China Herald*, April 11, 1934, pp. 26-27. Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotation, April 5, 1935, *The North-China Herald*, April 10, 1935, pp. 64-65. Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotation, April 3, 1936, *The North-China Herald*, April 8, 1936, pp. 66-67. Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotation, April 2, 1937, *The North-China Herald*, April 7, 1937, pp. 22-23. Shanghai Stock Exchange Official Share Report with Closing Quotation, April 1, 1938, *The North-China Herald*, April 6, 1938, pp. 22-23.

* 因 6.5% 年股息率优先股计息从 1933 年 7 月 1 日开始,所以 1933 年只发放半年股息。

据此可以归纳出上海自来水公司优先股的基本特征:1 先于普通股分配股息;2 享受固定股息(7% 和 6.5%),不参与公司剩余利润分配;3 公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;4 无议决权。

(四) 橡胶种植业:以马来橡胶和王呢斯橡胶为例

近代中国资本市场上的橡胶种植业是以一种“两头在外”的形式存在的,即橡胶种植园在东南亚,而主要消费市场在欧美。中国在其中扮演的主要角色是洋行在华募集股份并在资本市场进行股票交易。因此近代中国的橡胶种植业只具备资本市场上的意义,而不具备上述船舶修造业及航运业、棉纺业和公共事业等行业产业上的意义。此种国际分工所造成的信息不对称极易产生投机行为。如 1910 年左右的橡皮股票风潮,就是由于洋行在华广募橡胶股份、抬高股价,外商银行大量抵借,本国钱庄趁机投机,大量商民参与其中引起的。橡皮股票风潮最终导致大量钱庄倒闭,商民损失惨重,以至于清政府不得不抵借外款维持市面,堪称近代上海证券市场三次最严重的股票风潮之一。^① 但橡胶种植业的这一特点并不影响从资本构成的角度来分析近代外商在华企业优先股的特点,下面以马来橡胶公司和王呢斯橡胶公司为例进行分析:

王呢斯橡胶公司为弥补公司财务透支,在 1921 年 9 月 13 日召开的临时股东会上通过了发行 10 万股累积优先股的决议。并规定每股价值 1 规元两,年股息率 12%,股息可累积。该举措使得公司额定资本达到 40 万规元两;其中普通股 30 万股,每股 1 规元两;优先股 10 万股,每股 1 规元两。王呢斯橡胶公司此次发行优先股的主要条款如下:^②

1 自缴付起,享有优先获得每年固定 12% 股息的累积股息。自 1921 年 11 月 1 日起计算,1 月 31 日和 7 月 31 日发半年股息;

2 优先股只在出售公司产业或修改公司章程并直接涉及其权利的股东常会上具备议决权,只被赋予此种议案被提交时通知和参加股东常会的权利。

3 优先股在公司清算时较他种股份享有优先求偿权;

① 朱荫贵:《近代上海证券市场上股票买卖的三次高潮》,《中国经济史研究》1998 年第 3 期。

② Senawang Rubber Estates, Ld. Propose to Issue Cumulative Preference Shares, *The North-China Herald*, September 17, 1921, p. 870.

4 公司现有的 30 万普通股享有通过股息形式对公司剩余利润的分配权,并在清算时享有分配偿付优先股资本后剩余财产的权利。

由此可归纳出王呢斯橡胶公司此次发行优先股的基本特征:1 先于普通股分配股息;2 年股息率固定为 12%,但不参与公司剩余利润分配;3 优先股股息若当年不能支付,可累积至下年发放;4 在公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;5 只在直接涉及优先股利益的股东会上有议决权。由于王呢斯橡胶公司的股息数据缺失,故以同一时期由汇通洋行经理之马来橡胶公司^①的五年股息数据来对橡胶种植业优先股的特点做进一步分析:

表 2 马来橡胶公司普通股与优先股股息统计表(1917—1921) 单位:规元两

年份	普通股			优先股(年股息率 8%)		
	股本	股息	股息率(%)	股本	股息	股息率(%)
1917	10.00	无	0.00	10.00	0.40	4.00
1918	10.00	无	0.00	10.00	无	0.00
1919	10.00	无	0.00	10.00	0.40	4.00
1920	10.00	无	0.00	10.00	0.40	4.00
1921	10.00	无	0.00	10.00	无	0.00

资料来源:Shanghai Share Market, March 26, 1918. , *The North-China Daily News*, March 27, 1918, p. 9;Shanghai Share Market, March 24, 1919. , *The North-China Daily News*, March 25, 1919, p. 9;J. P. Bisset & Co's Closing Quotations. , *The North-China Herald*, March 27, 1920, pp. 858 - 859;J. P. Bisset & Co's Closing Quotations, March 24, 1921. , *The North-China Herald*, March 26, 1921;J. P. Bisset & Co's Closing Quotations, March 24, 1922. , *The North-China Herald*, March 25, 1922.

马来橡胶公司的优先股于 1915 年发行,总量为 3 万股,每股股本 10 两,为累积优先股,年股息率 8%。^②从马来橡胶公司 1917—1921 年五年股息数据可见:首先,优先股在股息利润顺序分配顺序上先于普通股。五年间由于公司盈利能力微弱,在 1917、1919 和 1920 三个年份优先股股息尚且只能发放规定股息额度的 50%,普通股则无机会发放股息。其次,无论是优先股还是普通股其股息均来源于公司利润,如果公司当年亏损,则不发放股息;如果公司盈利不足以全额股息,则只发放部分股息;最后,橡胶种植业两头在外的运营模式,以及本身略带投机性质的行业特性,在很大程度上导致了橡胶公司羸弱的盈利能力,并直接导致公司普通股基本没有股息,优先股只在部分年份发放部分股息的惨淡局面。甚至到 1923 年,马来橡胶公司已累计拖欠优先股股息 4 万规元两。^③优先股尚且如此境遇,遑论普通股。

据上文可归纳出以两家橡胶公司为代表的橡胶种植业中优先股的基本特征:1 股息来源于公司利润,不盈利则不发放;2 先于普通股分配股息;3 享受固定股息,不参与公司剩余利润分配;4 公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;5 只在直接涉及其利益的股东会上有议决权。

(五) 金融业:以汇源银行为例

金融业中发行优先股的企业主要是外商在华保险公司,^④外商在华银行发行优先股的并不多见。汇源银行是由 1864 年创设的英国宝信银行改组而成,总行设在纽约,资本为 100 万英镑。上海分行于 1902 年开业,1920 年停业清理。汇源银行虽然在《字林报行名录》中冠名“银行”,但该行在华经营业务期间,《字林西报》刊登的“上海股市”(Shanghai Share Market)一直将之列入信托业。而且据该行股东会议录来看,该行业务似乎更侧重股票买卖等投资活动,^⑤因此汇源银行实质上与信托公司更为接近。

① 《马来橡胶派息》,《申报》1939 年 4 月 5 日,第 4 张 16 版。

② Shanghai-Malay Rubber Estates. , *The North-China Herald*, January 9, 1915, pp. 100 - 101.

③ Shanghai-Malay Rubber Estates. , *The North-China Herald*, February 3, 1923, p. 320.

④ 由于保险公司股东会记录中关于优先股基本特征的记载较少,故本节未以保险公司的优先股为分析对象。

⑤ The Cathay Trust, Ltd. , *The North-China Herald*, July 4, 1914, p. 34.

汇源银行在1910年5月召开的临时股东会上,对公司章程的第六条做出了如下修改:^①

6 公司的初始资本分为优先股100万股,每股18先令,普通股100万股,每股2先令。优先股在缴付资本日起,即获得每年6%的可累积股息,且在股息和资本方面相对于普通股享有优先权,但并不享有进一步参与公司利润或资产的分配权。公司享有日后增资时发行新股并附带优先权、后配权或其他特权的自由。优先股所附带的权利经四分之三该类股东同意后可予变更。

由此可归纳出汇源银行此次发行优先股的基本特征:1 先于普通股分配股息;2 年股息率固定为6%,但不参与公司剩余利润分配;3 优先股股息若当年不能支付,可累积至下年发放;4 在公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权。另外召开本次股东会的目的,就是应股东要求,将优先股每年6%的股息附加“可累积条款”,以便替代之前的不可累积条款。^② 可见在1910年修改公司章程之前,该公司的优先股为不可累积优先股,即若公司当年利润不足以支付优先股股息,积欠股息将不予补发。下面选取汇源银行五年股息数据对其优先股的特点做进一步分析:

表3 汇源银行普通股与优先股股息统计表(1910—1915)^③ 单位:%

年份	普通股			优先股		
	股息	红利	总收益	股息	红利	总收益
1910	10.00	50.00	60.00	6.00	无	6.00
1911	10.00	50.00	60.00	6.00	无	6.00
1912	10.00	52.00	62.00	6.00	无	6.00
1914	无	无	0.00	6.00	无	6.00
1915	3.47	无	3.47	6.00	无	6.00

资料来源:J. P. Bisset & Co's Closing Quotations, March 29, 1912., *The North-China Herald*, March 30, 1912; J. P. Bisset & Co's Closing Quotations, April 18, 1913., *The North-China Herald*, April 19, 1913; J. P. Bisset & Co's Closing Quotations, April 16, 1915., *The North-China Herald*, April 17, 1915; Cathay Trust, *The North-China Herald*, May 29, 1915, pp. 614 - 615; Cathay Trust. Ltd., *The North-China Herald*, May 20, 1916, pp. 405 - 406.

由上表股息数据可见:首先优先股的股息分配顺序位列普通股之前。因此该公司1914年分派优先股股息后,由于剩余利润不足,并未分派普通股股息;其次,普通股发放红利需满足低水平稳定股息之必要前提,如上文怡和纱厂即使1920年发放180%的超高股息亦未有红利分派。而汇源银行则将普通股股息限定为10%,每股收益高于10%的标准时,即以红利形式分配剩余利润,低于10%的标准即只发放股息。再次,优先股只获得固定股息,不参与公司剩余利润分配。所以1910—1912三年间普通股股息不仅高于优先股,而且还有巨额红利分派,每股总收益为优先股十倍之多。而优先股股息则被限定在最高6%的水平,因此也不可能发放红利。最后,优先股每年获得6%的稳定股息,而普通股收益则波动较大(最高时达到62%,最低时则停发股息)。

据此可归纳出汇源银行优先股具备如下特征:1 股息来源于公司利润;2 先于普通股分配股息;3 享受每年6%的固定股息,不参与公司剩余利润分配;4 公司清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权。

综合上文对外商在华企业在船舶修造及航运业、棉纺业、公用事业、橡胶种植业和金融业等诸多行业中代表性企业优先股的分析,我们可以对近代外商在华企业优先股的基本特征做出如下归纳:1 先于普通股分配股息;2 享受规定额度之固定股息,不参与企业剩余利润分配;3 企业清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权;4 无议决权或只在直接涉及其利益的股东会上有议决权。

另外,虽然上述代表性企业中只有瑞裕船厂、马来橡胶和汇源银行三家有直接证据表明其股息

① The Cathay Trust, Ltd. Extraordinary General Meeting, *The North-China Herald*, May 13, 1910, pp. 385 - 386.

② The Cathay Trust, Ltd. Extraordinary General Meeting, *The North-China Herald*, May 13, 1910, pp. 385 - 386.

③ 汇源银行1913年股息数据缺失。

必须源于企业利润,但其它企业的优先股均附带的“股息可累积”条款,即蕴含了股息必须源于企业利润的深意。因为如果外商在华企业可以像晚清华商企业那样“移本”发放股息,那么至少在企业破产清算之前,就不会存在拖欠优先股股息的情况。正是优先股股息必须源于企业利润的分配原则,才使得企业在利润不足或亏损时,就会发生积欠优先股股息的情况,优先股股息可累积概念也就应运而生了。如马来橡胶公司至1923年已累计拖欠优先股股息4万规元两的例子恰是优先股股息可累积造成的。^①因此,外商在华企业优先股亦应具备“股息必须来源于企业利润”之特征。

这又涉及到了优先股的另一个理论问题,即优先股的上述五个特征只是优先股最基本的特征,企业会针对各自不同的情况对优先股附加限制条款,如股息可累积条款(积欠股息可累积至下年补发,如瑞裕船厂、马来橡胶)、可收回概念(企业可在一定期限内回购优先股,如上海自来水公司)等。同时同一种优先股也可同时附件几种条款,如上海自来水公司的优先股即同时附加了上述两个条款,称为可收回累积优先股(股息可累积、企业一定期限内回购)。附加了上述条款的优先股除具备优先股的五个基本特征外,还具备附加条款所限定的特征。

对比现代股份制企业中优先股的基本特征及相关限制条款,不难发现近百年后现代西方股份制企业依然继承了当时西方股份制企业的优先股制度,或者说近代外商在华企业至少在优先股制度方面承袭了当时的西方企业制度。

二、近代外商在华企业与华商企业优先股之对比分析

通过上文对近代外商在华企业优先股的分析,并结合近代中国华商企业优先股的基本特征,可得出以下结论:近代外商在华企业的优先股全面承袭了当时西方企业制度中优先股的基本特征,与现代企业制度中的优先股是一脉相承的关系;而近代中国华商企业的优先股则与外商在华企业优先股并非同一概念,而是一种在股份权益方面(相对于普通股)处于“全面优先”地位的特种股份。现就近代中国并存的两种优先股之特征做如下对比:

表4 外商在华企业与华商企业优先股对比表

类别	股息来源	分配顺序	股份收益	企业剩余资产分配	议决权
外商在华企业	源于企业利润,无盈利则停发	在普通股之前	享受固定股息,不参与企业剩余利润分配	企业清算时享有优先求偿权,但不享有资产溢价分配权	无议决权或只在直接涉及其利益时有议决权
华商企业 ^②	晚清源于企业利润、股本或借款,不管企业盈亏均应给付;民国多数企业转变为源于企业利润,不盈利则停发	多数企业与普通股同时分配官利和红利,部分企业先提取优先股特别报酬	除派发官利外,绝大多数还享有红利及其他特别收益	多数企业无相关条款,部分企业规定清算时享有优先求偿权	与普通股享有同等选举权、表决权和被选举权

首先由上表可见两种股份权益不同:外商在华企业优先股在股份权益方面与普通股是一种“权利限制与特权附加并存”的关系;华商企业优先股在权益方面相对于普通股则是一种“特权附加”的地位。外商在华企业优先股在享有股息优先分派权、稳定股息、清算时优先求偿权三个特权的同时,也失去了对企业剩余利润的分配权、企业资产溢价的分享权以及参与企业经营管理的议决权。所以外商在华企业普通股与企业是风险共担的利益共同体,而优先股则是一种类似借贷性质的契约关系。

^① Shanghai-Malay Rubber Estates., *The North-China Herald*, February 3, 1923, p. 320.

^② 郭岩伟:《论近代中国华商企业的优先股》,《安徽史学》2013年第5期。

与之形成鲜明对比的是,绝大多数华商企业优先股除享有普通股一切权益外(官利和红利分派权、议决权),还享有额外的特别收益,这种收益包括多分派官利、红利,缴纳股款时给予一定折扣(如《中华民报》优先股以九折缴纳股款、上海机器造船厂优先股以八折缴纳股款^①),加赠红股(如安徽泾县煤矿铜官山铜矿公司、沪太长途汽车公司^②)等多种方式。同时在分配顺序上,部分华商企业优先提取优先股特别报酬。此外在企业剩余资产分配方面,尽管多数企业无相关条款,但从规定破产清算条款企业的记录看,优先股在企业清算时亦享有优先求偿权。可见外商在华企业优先股“权利限制与特权附加条款”并存,是基于投资收益稳定性保障的权义制衡博弈之结果;而华商企业优先股的权益相对于普通股则是一种“特权附加”关系。那么二者为何会出现如此的巨大差异呢?

其次二者招股难度不同:外商在华企业由于享有不平等条约规定的诸多特权,加之资金技术实力雄厚,在招股集资过程具有很大优势,中国商民亦多附股其中。^③因此外商在华企业在扩大再生产或有其他资金需求时,能够发行承袭西方企业制度的优先股,而且多数足额认购,甚至出台限购措施或溢价发行。如上海自来水公司1932年发行年股息率7%的可收回累积优先股,即仅限公司债券持有者和老股东认购。^④甚至部分企业的新股发行存在溢价(时称“升水”),如瑞裕船厂1913年发行2万股新股时,每股票面价值5规元两,溢价5规元两,故认购价为10规元两;^⑤之后1921年怡和纱厂发行10万股新股,每股票面价值5规元两,亦溢价一倍(认购价10规元两),且仅限老股东八股得认购一股。^⑥而发行新股的溢价一般纳入企业公积金账目,用于企业应对各种风险。

同时华商企业由于处于相对弱势地位,往往存在招股困难的情况,尤其是晚清路矿公司开办之时,风气未开,民众互相观望,利用优先股来鼓励认股非常必要。^⑦及至民国,多数华商企业相对于外商企业的弱势地位并无根本性改变,因此上海炼钢厂、蒙藏银行和浦东纱厂等企业在招股时,均规定先期认股或发起人股为优先股并享受特别权益。^⑧而将新募股份作为优先股和负债转化而来的优先股之发行,则更折射出企业筹资招股之艰难。另外汉冶萍公司商办时将老股作为头等优先股的做法并非说明上述情况大为改观,而更多是对老股东之前认股行为的肯定(“老商创办艰难,必须永远格外优待”),进而对企业之后的招股产生积极的示范效应(如其章程所载“(公司将来)再行续招新股,则此次所集普通股届时亦应照优待之例”)。^⑨而且将老股作为优先股的情况多存在于有官方背景且关系国家利权的企业(如汉冶萍、闸北水电),其商办过程多杂有民众挽回利权的民族情绪和对企业前景的美好预期。同时这些企业本身亦为优质资产及具备稀缺资源,如汉冶萍公司“兼采矿、炼铁、开煤三大端,创地球东半面未有之局”。^⑩但这类企业在当时并不多见。即便如此,汉冶萍公司此次招股亦出现了将其中的700万元(总共新招1700万元)列为二等优先股、并赋予其特别权益以鼓

① 《创办中华民报通告书》,《申报》1912年2月23日,第7版;《上海机器造船厂之发起》,《申报》1922年7月22日,第4张13版。

② 《安徽矿务总局创办泾县煤矿铜官山铜矿股份有限公司招股简章》,《申报》1910年7月27日,第2张后幅第2版;《沪太长途汽车公司添招资本公告》,《申报》1923年4月30日,第1张第2版。

③ 汪敬虞:《十九世纪外国侵华企业中的华商附股活动》,《历史研究》1965年第4期。

④ The Shanghai Waterworks Co., Ltd., *The North-China Herald*, May 3, 1932, pp. 180 - 181.

⑤ New Engineering & Shipbuilding Works, Ltd. Annual Meeting., *The North-China Herald*, April 4, 1914, pp. 45 - 46.

⑥ Ewo Cotton Mills, Ltd. The Annual Meeting. *The North-China Herald*, February 25, 1922, pp. 535 - 536.

⑦ 《商办浙省铁路有限公司暂定章程》,《申报》1906年3月3日,第3版。

⑧ 《苏当局核准炼钢厂公司章程》,《申报》1926年7月25日,第4张第13、14版;《劝业银行筹备处广告》,《政府公报》第1448号,1920年2月25日;《浦东纱厂之草章》,《申报》1919年1月7日,第3张第10版。

⑨ 湖北省档案馆藏:《汉冶萍公司档案史料选编(上册)》,中国社会科学出版社1992年版,第236—237页。

⑩ 苑书义、孙华峰、李秉新主编:《张之洞全集》(第二册),河北人民出版社1998年版,第1167页。

励认购的现象,^①这也从侧面反映了其招股之不易。

可见外商在华企业不仅股份认购踊跃,还经常限定股份的认购范围,甚至享受溢价等额外收益。反观华商企业,不但股份认购不够踊跃,而且还需规定特权条款或给予一定优惠。因此华商企业发行相对于普通股是“特权附加”关系的优先股来达到鼓励认股的目的也就顺理成章了。

再次二者发行初衷不同:外商在华企业优先股多为企业扩大再生产(怡和纱厂)或优化企业资产负债结构(上海自来水公司)的产物,侧重保护老股东收益或保证企业的控制权。只有少数为解决资金困局而发行(王呢斯橡胶)。而瑞镕船厂以发放红利的方式向股东发行优先股的例子则颇为少见。因此外商在华企业的优先股绝大多数发行于企业发展过程中,是近代西方企业制度中的优先股。

而华商企业优先股主要有六种类型,多数优先股(优先缴款或一次性缴款的优先股、将老股、发起人股作为优先股和以红股形式存在的优先股)可看作发起人股及发起人股概念的延伸(如优先缴款或一次缴款的股份、老股),其主要目的是鼓励优先认股、优待老股东或表彰企业发起人的贡献,发行于企业发展初期;而部分优先股(将新募股份作为优先股和负债转化而来的优先股)的出现,亦多为解决资金危局而生(与外商在华企业优先股的发行初衷有异)。^②

最后二者的差异体现了它们在企业制度演进进程中处于不同阶段:六种类型的华商企业优先股中,前四种(优先缴款或一次性缴款的优先股、将老股和发起人股作为优先股和以红股形式存在的优先股)可看作发起人股及发起人股概念的延伸(如优先缴款或一次缴款的股份、老股);之后两种类型(将新募股份作为优先股和负债转化而来的优先股)的优先股在发行时机上与西方式优先股颇为类似,只是企业本身的经营状况和股份收益,并不具备在资本市场上进行股票条款博弈的条件,便异化为“特权附加”形式的优先股。^③因此近代华商企业的优先股实为广义的发起人股和异化的优先股之杂合体。同时外商在华企业的优先股则是典型西方企业制度下的优先股(Preference Share)。而且当时的西方在华企业有专门的发起人股(Founders' Share)。如祥生洋行(Boyd & Co.)和汇中洋行(Central Stores, Ltd.),^④均有发起人股的交易信息刊登在《字林西报》上。

因此从企业制度发展的层面来看,近代华商企业企业制度的不成熟在表面上表现为优先股包罗颇杂。而实质上不仅优先股未及发育成熟,而且发起人股亦未从中完全分化。而当时的外商在华企业不仅有优先股、发起人股之完全分化,而且其优先股制度亦完全承袭西方企业制度。所以外商在华企业和华商企业在优先股方面的差异,还可以理解为外商在华企业在企业制度层面要比华商企业更为完善成熟。

究其原因,外商在华企业(至少在特种股份发行方面)直接承袭了西方近代数百年来形成的成熟企业制度;而华商企业的企业制度则借镜西方并融合了传统的投融资理念(如官利),且只有数十年的发展历程。因此华商企业在特种股份方面相对于外商在华企业不够成熟也就不难理解了。同时在近代中国的大部分时期内,外商在华企业在税收(如厘金)、融资(如股票溢价)、法律(如租界)等方面拥有诸多特权。而这种地位上的不平等又进一步迟滞了华商企业企业制度演进的进程,并使得近代中国两种形态迥异的优先股制度呈现出长期并存、差异演进的历史状态。

三、结论

综上所述,近代外商在华企业优先股与华商企业优先股并非同一概念:前者全面承袭了近代西

① 《商办汉冶萍煤铁厂矿有限公司详细章程》,上海档案馆藏,档号 Q92—1—132—63。

② 郭岩伟:《近代中国中外企业制度对比研究——以股权分配制度为中心的考察》,复旦大学博士学位论文 2014 年,第 104 页。

③ 郭岩伟:《近代中国中外企业制度对比研究——以股权分配制度为中心的考察》,复旦大学博士学位论文 2014 年,第 104 页。

④ Shanghai Share Market, *The North-China Daily News*, January 4, 1897, p. 2. Shanghai Share Market, January 5, 1910., *The North-China Daily News*, January 6, 1910, p. 10.

方企业制度中的优先股制度,与现代企业制度中的优先股是一脉相承的关系;而后者则异化为多种类型,并融合本土特色。二者差异主要体现在股份权益方面,外商在华企业优先股与普通股是一种“权利限制与特权附加并存”的关系;而华商企业优先股相对于普通股则是单纯的“特权附加”关系。造成上述差异的主要原因是二者招股难度不同:外商在华企业由于享有多项特权,优先股多足额认购,以致出台限购措施,甚至溢价发行;而华商企业则相对弱势,不仅晚清时期因风气未开需要鼓励认股,及至民国多数企业仍需依靠优惠条件来吸引认购。同时二者发行初衷亦有不同,外商在华企业优先股多为企业扩大再生产(怡和纱厂)或优化企业资产负债结构(上海自来水公司)的产物,多在企业发展过程中发行;而华商企业优先股则多为优先认购之股份,多发于企业创立初期。上述差异如果提升到企业制度的层面,则体现了华商企业在企业制度演进方面与外商在华企业相比尚处于初级阶段。究其原因,则主要源于二者在发展阶段和所处地位上的差异。

Study on the Institution of Preference Share of the Alien Enterprise in Modern China and Compared with the Chinese Enterprise

Guo Yanwei

Abstract: Alien enterprise not only has been in a dominant position for long time in capital and technology in modern China, but also led the pioneer of enterprise institution. As one of the important type of special shares in joint-stock enterprise, preference share has also been introduced to China as a financing tool, and has made a far-reaching impact on the power structure balance and financing cost optimization of enterprise. So making a systematic analysis and studying on the relationship between Chinese and alien enterprises of their preference share, not only had had significant meaning for comprehending the institution of enterprise organization, but also contributed to improving the study of institutional change of Chinese and alien enterprises in modern China.

Key Words: Modern China; Alien Enterprise; Chinese Enterprise; Preference Share

(责任编辑:王小嘉)