

563.5
5737

國民文庫
投資周刊社編

股
票
之
研
究

中國文化服務社印行

563.5
5737

國 民 文 庫
投 資 周 刊 社 編

股 票 之 研 究

中 國 文 化 服 務 社 印 行

中華民國三十六年二月滬初版

國 民 文 庫

股票之研究

每冊定價國幣二元四角

(外埠酌加運費匯費)

版 所 不 翻
權 有 准 印

編 輯 者 投 資 周 刊 社

發 行 人 劉 百 閱

發 行 所 中 國 文 化 服 務 社

上海福州路六七九號
電話：九一七〇五
電報掛號五一二三

印 刷 所 中 國 文 化 服 務 社 印 刷 廠

目錄

| | | |
|-----|-------------|----|
| 第一章 | 股票之種類 | 一 |
| 第二章 | 普通股之研究 | 九 |
| 第三章 | 優先股之研究 | 一四 |
| 第一節 | 優先股之發行 | 一四 |
| 第二節 | 優先股之股息 | 一七 |
| 第四章 | 累積非累積及保障優先股 | 二六 |
| 第五章 | 參加與非參加優先股 | 三六 |
| 第六章 | 優先股與殘餘財產之分配 | 四六 |
| 第七章 | 議決權股 | 五四 |

| | | |
|------|------------------|-----|
| 第八章 | 無議決權限制議決權及否決權股 | 六三 |
| 第九章 | 可收回之優先股 | 七一 |
| 第十章 | 可轉換之優先股 | 七九 |
| 第十一章 | 第一・第二……優先股 | 八九 |
| 第十二章 | 保障優先股 | 九四 |
| 第十三章 | 無面值股 | 一〇二 |
| 第一節 | 歷史 | 一〇二 |
| 第二節 | 發行方式 | 一〇五 |
| 第三節 | 無面值股之利弊 | 一〇七 |
| 第十四章 | 後取股與 Bonus Stock | 一一〇 |
| 第十五章 | 特殊股份 | 一一三 |

股票之研究

第一章 股票之種類

公司股票，因性質之不同，可分爲若干種。

就股票之記載形式分類，有記名式，無記名式，及無面值式。記明股份所有人姓名者爲記名式，轉移股份所有權時須照章辦理過戶手續。股份所有人姓名不記入股票票面者爲無記名式，一經私相授受，其所有權之轉讓卽生效，無須申請過戶。一般股票，皆有面值：因股份爲公司資本之均分單位，每股金額，等於股份總數除股本總額之平均數，股本總額與股份總數既有一定，則每股金額自亦一定。股票爲股東對公司所有權之憑證，自應明白載明該股東對公

司所有之股份數及公司所規定之每股金額。故一般股票，均有面值。所謂面值，即指該票所表示之股數及其每股金額之乘積。惟美國自一九一二年以來，各公司頗有發行無面值之股票，並傳入各國。其意蓋謂公司資產實在額隨營業之變遷而變遷，而股票之面值則係固定的，無法表示公司資產之實在價值，反不如無面值之股票之合理，不致使人誤會。

就股票之發行與否分類，有發行股 (Issued Stock) 及未發行股 (Unissued Stock) 之別。股本已經股東認購之部分為發行股，反之為未發行股；此在公司會計上應有之區別。未發行股之發生原因有二：或以公司初創，投資者鮮；乃就已發行之股份資本先行開辦，至未發行股可於成立後再行陸續招募。此項辦法，具一面試辦一面招股之性質，對股東之權利及債權人之債權，均欠保障，故為法律所禁止。我國公司法第九十三條云「發起人不認足股份者，應募足股

份總數』，此即公司非經募足股份總數不得成立之意。未發行股發生另一種原因爲公司增資時期，其因增資而添發之股份，隨公司在外信用之強弱，招股自無一定募足之理，其信用脆弱或時當社會不景氣中，不免有若干未發行股之發生，公司記賬時應加以區別。

股票又有因股款之清付與否，分爲付清股 (Full-paid Stock) 及未付清股 (Part-paid Stock) 兩種。前者指股款繳足者而言，後者則發生於分期繳款之場合。股東全體雖將第一期應繳之股款繳足，但尚有續繳之義務。在票面上規定之全部股款未繳足前之股份，概稱之爲未付清股。依我國公司法第九十六條規定，第一次應繳之股款不得少於票面金額二分之一。第九十八及一百二十一至一百二十四條及一百九十七條規定，股東若不能如期照章繳款，即失其權利；此項失權之股份，公司得自由加以處分。凡因此而公司受有損害者，尙得向原

股東請求賠償。已失權而猶未處分者，則稱充公股(Forfeited Stock)。意指此項股權，已經充公，原股東無權過問。一般的處分方法，仍作未發行股出售，並仍採分期繳股之原制，照章先收其一部分。出售所得如不敷應繳之股款時，公司仍得向原股東追償。如溢出應繳之股款，則其溢出部分，除公司章程另有規定者外，可歸還原股東。

未發行股與充公股均暫歸公司庫藏之，但不能視同一般之所謂庫藏股(Treasury Stock)。凡由公司收買自己之股票，或由股東移贈公司之自己的股票，且其股款已照票而全部繳足者，方稱庫藏股。依我國公司法第一一九條規定，公司不得自將股份收買或抵押。故我國各公司內如有庫藏股者，大都發生於股東移贈公司之場合。此種庫藏股，為公司財產之一部，公司得自由處理之。惟在庫藏時期，不能享有選舉，表決及分配股息等權。

就股東之權利分，則有普通股及優先股及後配股三大類。普通股係對優先及後配股而稱，公司如無優先或後配股之發行者，則其所有股份，概屬普通股，不必復以「普通」二字區別之。優先股者，對於公司派息或分配殘餘財產等事，較普通股有優先享受之權。如次於普通股而享受派息或分配殘餘財產者，則名之為後配股。依我們公司法第一百八十八條規定：公司增加資本或整理債務時，得發行優先股。是則公司新設時不應有優先股之發行，是以普通股必為各公司股份資本之幹部。公司為增資或整理債務之必要，乃不惜以某種優先權授諸投資者，以達其吸收資本之目的。職是之故，優先權之規定，便形形色色；優先股之名稱，乃亦五花八門矣。依公司法第一八八及一八九條與一二條之規定，優先股應有權利之種類，應訂明於公司章程及聯單式認股書內，如有變更章程致礙及優先股股東之權利時，除股東會之決議外，更應經優先股

東會之決議，否則無效，而優先股東有依法起訴之權。

同一公司如無優先股之發行，則其所有股份，概屬普通股；股東之權利義務，自應相等。但亦有經特殊規定而有所區別，如美國之有A級普通股(Class A Common Stock)與B級普通股(Class B Common Stock)之分。對於公司利益之分配，前者較後者有優先享受之權，惟不以優先股名之。嚴格言之：A級普通股，實即優先股之一種。

同一公司之優先股，因發行先後或由於迎合發行上之需要，可將不同之優先權，分別給予其優先股東。而不同公司之間所發行之優先股，其優先權之授與，自更不盡相同。就一般公司授與之優先權而言，可有(一)累積優先股；(二)非累積優先股；(三)參加優先股；(四)非參加優先股；(五)第一優先股；(六)第二優先股；(七)第三優先股；(八)議決特權優先股；(九)無議決特權優

先股；(十)償還優先股；(十一)准換優先股；(十二)保障優先股等等。

派息或分配殘餘財產權次於普通股之後配股，大都由公司贈給發起人及管理人者，故又有發起人股 (Founders' Shares) 與管理人股 (Management Shares) 之分；但其性質與權利，完全相同。其代價則為提供勞力與名義，而非金錢或財產，故有乾股之稱。

此外復有異於普通股、優先股、後配股之性質而發行之特種股份：如(一)保證股 (Guaranteed Stock)。(1)換價股 (Verwertungssaktien)。前者性質與保障優先股性質相同，但並不提存現金保息，僅由他公司或他人乃至政府機關之承諾保息，且無所謂優先，派息時必須給付是矣。後者與庫藏股性質相似，但其法律上之所有權並非屬之公司，而為第三者所有。惟公司有任意處分之權，一經處分，公司僅能取得其由換價而所生利益之一部。此項利益，限於手

續費及利息，與庫藏股之所有權及其處分時之全部利益均歸公司不同。(三)議決權股(Stimmrechtsaktien)。(四)無議決權股(Non-Voting Stock)。(五)否決權股(Vetoing Stock)。議決權股係對特定股東給以多數表決之特權，但並無任何優先利益，盛行於德國，蓋藉以限制外國持股人對於德國產業之支配力量。無議決權股則反是，對於股東應有之議決權，亦予以剝奪。如我國中交兩行十股以下之股東無表決權。此種股票，盛行於美國。否決權股，亦係無議決權股之一種，惟對指定之議案，有否決之表示權，亦盛行於美國。

第二章 普通股之研究

普通股，即通常股份之意。英人名之曰 Ordinary Share；美人名之曰 Common Stock；德人名之曰 Stammaktie；日人稱普通株；於公司發行他種股份如優先股等時，以此示其區別。故同一公司內別無他類股份者，並無特稱普通股的必要。

普通股每爲一般公司股份資本之主體，優先股等祇居輔佐地位，可謂爲公司基本所有權之表徵。惟其對於純意分配及財產分派之爭議權，以與公司之借入款項，公司債券，及優先股份等比較之，則居於末位。若優先股並無殘餘財產之優先分配特權者，當作別論。

我國公司法規定，優先股之發行，以增資或整理債務時爲限。故一般公

司，都以普通股份爲公司唯一發行之證券。但在歐美各國之大規模公司，普通股對於公司理財上之地位，卽不如是之重要。

普通股之性質，須與他種股份比較時方得以理解。如同一公司之股份，由普通股及優先股構成者，則其分派股息及紅利之次序，普通股居於優先股之後。如優先股對於殘餘財產之分配附有優先權利者，則普通股之參加分配，又在優先股之後。

美國於一九一七年以來，將普通股分爲A級普通股及B級普通股兩類（註一），前者對於分配利益時，較B級具有優先之權。實則普通股之名稱，既以分配利益對優先股有先後之分而來，則此之所謂A級普通股，實與優先股無異。

大體言之：投資於普通股，對優先股較具危險性。故普通股常爲發起人承

受，而對一般投資者則發行優先股。惟將普通股與優先股同時對一般投資者招募時，公司不得不注意於普通股較優先股有取得較高股息分派之可能。否則普通股既負投資上之危險，又未能獲得較優先股為高之股息分派希望，則何必購置普通股；於是普通股之發行及其市價，勢將陷於逆境。職是之故，一般公司之發行優先股者，乃以吸收欲求比較安全之投資者為目標；而對於比較的富有投機性之投資者，則發行普通股與之。於是此二種態度不同之資本，均有吸收到手之可能。

然則普通股之利益分派，有時亦有加以限制之必要。如未收回優先股（註二）之股息達於定額以上時，普通股之派息，亦應作百分之幾的限制。蓋所以便利此類優先股之發行，同時仍無礙於投資於普通股之投資性（註三）。由是觀之，對一般投資者發行普通股，或較限於對發起人或特殊關係人發行普通股，

尤爲合理。

同一公司之股份，由普通股，優先股，後配股三類構成時，其利益之分配，優先股居先，次爲普通股，復次爲後配股。如同一公司之股份，僅由普通股與後配股二者構成時，則普通股自能首先參加其利益之分配，但應予以某種約束。在此場合，此種普通股，不啻爲優先股；而其後配股，可視同普通股。

關於普通股之性質及其公司理財上之地位，非與優先股及後配股同時研究，難於理解，故其詳細之說明，俟於研究優先股及後配股時述之。

(註1) Arthur Stone Dewing, *A Study of Corporation Securities*. 1934, pp. 195-198。

(註2) 可收回優先股之尙未收回，而流通於公司以外者，曰未收回優先股。此種優先股之股息，同時有最低股息及最高股息之限制，因其股息之分派，大致均有擴

張在，甚為難得也。

(註川) Benjamin Graham & David L. Dodd, Security Analysis, 1934, P. 632。

第三章 優先股之研究

第一節 優先股之發行

優先股，英人稱 Preference Share，美人稱 Preference Stock，德文爲 Vorzugsaktien，爲吸引穩健之投資者而發行。欲爲優先股下一定義，殊非易事。要之，普通股附以某種或若干種優先權之股份，通稱優先股。此種優先權，可大別爲三類。

- (一) 關於分配股息紅利之優先權
- (二) 關於分配殘餘財產之優先權
- (三) 兼有分配股息紅利及殘餘財產之優先權

實際上，限於優先分配殘餘財產之優先股，尙無先例。就理論上言之，分配殘餘財產之優先股，亦並無價值。換言之，唯一的賦與分配殘餘財產之優先權，並無吸引投資者之力量。而優先股之賦與優先權，旨在吸引投資者；故將投資者企求之安全性與確實性，予以優先分配。是則將殘餘財產，賦與優先分配，適與投資物件之安全性相抵觸。所謂爲殘餘財產，即公司破產清算後殘餘之財產是也。投資者豈希望公司之破產與清算者歟？故優先條款，有實際意義者，實以股息紅利之優先分配爲限。是則所謂優先股，乃指賦與較其他股份有優先分配股利股息之股份而言。如美國之有所謂 A 級普通股云云，雖無優先股名義，實質已與優先股無異。

優先股之起源，已有相當歷史。十六世紀時，英國已有發行。惟濫觴於一千八百八十年左右。過去，一般企業，只發行一種股票，如有二種或二種以上

之股票發行時，必因金融危迫，或股東間發生何種糾葛。時至今日，凡謀充實公司資本組織者，輒有優先股之發行。

優先股係對普通股，具有優先分配公司利益之權爲其特質。此種優先權，又有種種附加條項。隨附加條項之不同，優先股之種類因之日見複雜。

我國公司法規定，優先股之發行，限於公司實行增資時，其故，公司股東權益，依理必須平等。任意將優先權賦與一部份股東，有損股東平等之原則。惟公司財政發生困難，或增加普通股股份資本不易，或實行整理公司債務時，則不得不承認新加入資本之股東，應有若干優先權。惟其優先股之發行，基於公司理財上之不得已；故爲吸收資本上之便利計，卽不惜以種種優先權以爲引誘資金之餌。法律爲保護優先股股東之利益計，故凡因變更章程而將損害優先股東之權利時，非僅應先經股東大會之決議，且應經優先股東會之通過。

第二節 優先股之股息

優先股之關於利益優先分配的條項，較任何其他條項爲重要。股份與公司債同以公司爲投資目的物，但前者之危險性較後者爲大。優先股既享有利益分配之優先權，此項危險性乃隨之減輕。故優先股實爲公司債與普通股間之中間證券。

關於利益分配之優先權，可分三段：（一）優先分配率如何？（二）給付之股息是否累積的？（三）優先股息給付外，能否參加普通股息之分配？關於第一點，大致隨企業性質而異。由於後兩點，乃有累積優先股及非累積優先股之分，參加優先股與非參加優先股之別。

普通股息開派之前，應優先給付之優先股股息，與公司債同，均於發行時

即予規定。故有七厘優先股、六厘優先股等之稱。通常較普通股息爲低。然營業不振時，優先股息依章開派後，普通股所獲之股息不若優先股者，亦比比皆是。惟今之優先股股息，未必均屬定額制，即未必均於發行時即予規定者。如美國之 *Best & Company* 所發行之優先股，並無定額股息之規定，每屆結算時期，由董事會決定；但附以最低及最高之限制，即最低不得小於六厘，最高不得超過八厘。日本小穴製作所之優先股亦然，惟其股息可小至二厘五，而最高不過五厘（註一）。

優先股股息與普通股股息比較，前者投資性較後者安全，故前者較後者爲低。反之：後者之投機性較前者濃厚，故後者之股息，可小至絲毫無着，亦可大至年利五六分乃至八九分。我國公司設立之初所能發行之股份，限於普通股，無優先股之競爭，故其股息如屬定額者，則都在八厘至一分之間；此類公

司以後如增發優先股，其額定之股息，乃不得降在六厘與八厘之間，而另以其不同之優先權利以爲誘致投資者之條件。誠以我國產業落後，如欲振興實業，自以低利政策爲上。如公司設立之初即可同時發行普通股與優先股，則欲免高利政策之競爭，唯有放棄目前所行之普通股額定股息之辦法方可。

優先股之股息，又隨優先股之種類而互異。如前所述：優先股之種類繁多，有累積與非累積之別，又有參加與非參加之別。累積優先股股息如欠發時，則累積至後期補發，而以發清爲原則。反之則爲非累積優先股。累積優先股股息，理應較非累積者爲低。優先股東除享受其優先的額定股息外，尙能於普通股派息時參加分配者，曰參加優先股，反之謂非參加優先股。因之參加優先股之股息，理應遠較普通股之股息爲低。而非參加優先股之股息，又理應較參加優先股之股息爲高。如規定不宜，卽有優待甲而歧視乙之嫌，於乙種股份

之募集效果上當然大有影響。

再者：優先股股息理應較公司債債息略高。因股份投資不若債票投資爲安全。同時，優先股股息又隨企業之類別而異。據美人 Arthur Stone Dewing 氏研究美國各種優先股股息之結果，以鐵道公司者最低，公用事業公司較前者略高，而以一般產業公司爲最高。此種區別，氏曾作如次之說明。

鐵道公司之優先股，大都於公司變更組織時或整理財務時所發行，故其股息較低。因此類股票，一般投資者很少出售，其商品性本身原較他種股票貴，故無高給股息之必要。惟第一次歐戰以還，已有增加給息之趨向，但較之公用事業與一般產業者尙低。

一九一六年前後美國鐵道公司優先股股息比較(註二)

優先股息%

一九一六年前股份種數

一九一六年後股份種數

| | | |
|--------|-------|-------|
| 四・〇%以下 | 〇 | 一 |
| 四・〇% | 三四 | 〇 |
| 四・五% | 〇 | 一 |
| 五・〇% | 三八 | 一三 |
| 六・〇% | 二三 | 二九 |
| 六・五% | 〇 | 一 |
| 七・〇% | 一八 | 二三 |
| 七・〇%以上 | 一 | 二 |
| 平均率 | 五・二六% | 六・〇一% |

美國公用事業之優先股，主要者均於一九〇三年經濟恐慌時代所發行。大致可分二種。一由直接經營之所謂事業公司（Operating Company）所發行，

一爲投資公司(Holding Company)所發行。事業公司之發起人取得其普通股之全部，以爲發起之報酬；而以相當於公司實際資產額之證券，售之於一般投資者；此時乃有公司債及優先股之發行。並將優先股之股息，較公司債略爲提高。投資公司之優先股，大都爲適應其分散於各地之事業公司的資本需要而發行，具危險分散性質，較事業公司者似爲確實。惟此種投資公司，亦擁有直接經營之事業者。則投資公司持有其直接經營之子公司的普通股，子公司本身又有其自發之公司債與優先股，而後者之權利較前者又具有優先性，於是可知投資公司之優先股實富有投機性；因之該項優先股之股息，通常高至六厘至七厘。

產業公司之優先股股息比較最高。因產業公司既欲發行優先股以吸收社會上之游資，而不願發行公司債。但一般投資者，既知產業公司之危險性，又知

經濟恐慌時期難免停止給息，自希望其股息較高。是以產業公司設立初期發行之優先股，其股息平均都在七厘以上；因一般投資者對於公司營業之前途，尙多疑慮。此後，投資者之疑慮隨公司之發展而減退，故後發之優先股股息，大都較前爲低，以七厘爲最普通。依 A. S. Dewing 氏調查，美國各大產業公司之優先股股息，在第一次歐戰以來三時期，有如次之變動。

美國各大產業公司第一次歐戰以來三時期間之優先股股息變遷表（各級股息佔總

調查總股數百分比）

| 優先股息 | 一九二五年前% | 一九三〇年前% | 一九三一年份% |
|------|---------|---------|---------|
| 四・〇% | 〇 | 〇・五 | 〇・三 |
| 五・〇% | 三 | 四 | 三・六 |
| 六・〇% | 一三 | 三九 | 二五・三 |

| | | | |
|------|----|-----|------|
| 七・〇% | 六八 | 五〇 | 五九・〇 |
| 八・〇% | 一三 | 一〇 | 一一・五 |
| 九・〇% | 〇 | 〇・五 | 〇・三 |

優先股股息，有定額不定額之分。發行時即規定其股息爲若干者稱定額制，內又分定額股息，即最高最低額定息兩種：前者祇規定一種股息，後者在額定之最高最低率間可自由伸縮之。不定額股息，由董事會每屆開派股息時臨時決定而宣佈之，但大體上應在公司債息之上。已如前述。

然則定額股息，亦非絕對性。公司能否照額定給付？以公司營業利潤之有無爲前提。如公司利潤不足給息時，則優先股雖有優先特權，亦不得要求開派。此與公司債之債息，公司附以保證給付之絕對性不同。惟公司利潤足派優先股息，則不論有何餘額以開派普通股股息，優先股有要求最先派給之權。若

公司之利潤不足照額定開派優先股息時，則各依公司章程上之規定辦理；或就所能派給者開派，不問其爲足額不足額；或竟完全停止給付。凡派給不足額定之數，或本屆絲毫未曾派給者，可累積至下期乃至力能開派之以後某期補給之，此卽所謂累積優先股。反之：本屆所派不足之額，或全部欠息，均歸優先股股東承受其損失，以後不復補給；此之謂非累積優先股。此外尙有一種保障優先股，卽在每屆開派公司盈利時，除照章開派本屆優先股息外，復提存若干爲公積，以防未來不能照額給息時之補償基金。

(註1) Floyd F. Burchett, *Corporation Finance*, 1934. P. 93. 岡村正人，株式金融論 1938. P. 62.

(註11) Henry F. Holland, *Corporation Finance*, 1933. P. 47.

第四章 累積非累積及保障優先股

公司對於優先股之額定股息，因營業不振而未能派足時，其不足部份，累積至下屆補足；下屆如再派給不足，仍可繼續累積，而以完全派清為原則；此之謂累積優先股(Cumulative Preferred Stock)。反之，如本屆盈利不敷額定之股息，則其不足部分，以後不復補給，而由股東自承其損失。此之謂非累積優先股(Non-Cumulative Preferred Stock)。美國之優先股，有兼用累積與非累積二種者。在發行之最初若干年間，以非累積為原則；至規定之若干年後，則有累積之規定(註一)。在日本亦有此類兼用之優先股，但辦法適與美國者相反。在最初若干時期有累積之規定，期滿後即規定為非累積的，如有欠息，不再補發。如日魯漁業之優先股，規定於發行之日起五年間為累積的，此

後即無累積之待遇(註二)。此種股份，可謂之有限累積優先股。

依美英習慣，累積與非累積有明文規定，果可照章辦理；如無明文規定者，概作累積優先論(註三)。德日則反是：苟無累積或非累積規定者，概作非累積論(註四)。誠以累積制度，英美通行已久，而德日則尚未普遍。故其解釋，有所不同。我國公司法規定，凡屬優先股之發行，應將種類與性質明白規定；同時發行累積優先者又鮮。故凡無累積字樣者，理應作非累積者解。

在最初若干時期有累積之規定，期滿後即規定為非累積的。如日魯漁業之優先股，規定於發行之日起五年間為累積的，此後即無累積之條項(同註二)。此種兼有者，可謂之有限累積優先股。

一九二五至三〇年間，美國大小產業公司發行之五百四十五種優先股中，附有累積條項者佔至九八%；但在二一八九三年，尚絕無僅有。其採用以一八九

七年爲始；至於公用事業公司，如地方的瓦斯及電氣公司等，一九〇七年後亦已盛行累積制度。在一九二五至三〇年間發行之三〇一種優先股中，九五%爲累積優先，二%爲非累積優先，此外三%則並無明確之規定（註五）。此在歐洲，亦極普遍。即在日本，近年亦頗風行。據井上謙一氏調查：昭和七年份發行之五一種優先股內，累積的亦佔到一七種。另據山一證券株式會社調查（註六）之二十一家公司內，發行累積優先者佔十七家之多，可知其亦正趨向於累積優先之發行。但在我國，其有累積之明文規定者，至今尙不多見，殆皆屬非累積優先。其有累積優先字樣者，僅廣東銀行發行之第一第二兩種優先股而已。惟我國之普通股中，因多定額之股息，反間有累積之規定者。

累積優先股之欠息，既規定於後期給付；則在未將累積優先股之欠息付清之前，普通股能否參加利益之分配？實屬問題。就理論上言，累積優先之欠息

未清，普通股不能參加後期利益之分配。但事實上未必盡然。因在公司營業不振時期，累積優先之欠息，勢必日積月累，普通股對於股息之享受，將不復可得，實亦不合情理，故頗有採用變通辦法者。如 Interborough-Metropolitan Co. 鑒於一九一五年之五厘累積優先股欠息額累積過巨，使普通股之派息大感困難，乃主張另發六厘之非累積優先股，以與前發之五厘累積優先股交換，使該項優先股東放棄其補付欠息之要求。又如第一次大戰及其後，美國之一般產業公司均無法給清其優先股息，於是就其欠息之部份，給以新發之非累積優先股，以代補給現金，作為清償其欠息（註七）。

據 E. Schmalenbach 氏分析（註八）：一般公司對於累積優先股之欠息的補付，可分為三種程序。即：

(A) 一、先發本期優先股之股息

- 二、次發本期普通股之股息
 - 三、補發累積優先股之欠息
- (B)
- 一、先發本期優先股之股息
 - 二、補發累積優先股之欠息
 - 三、次發本期普通股之股息
- (C)
- 一、先發累積優先股之欠息
 - 二、次發本期優先股之股息
 - 三、再發本期普通股之股息

就保護優先股之利益言：B C兩式，自較A式為佳。如依A式辦理，勢將發生二點問題：(一)欠息將越積越大；(二)非預先規定普通股之股息不可，故在德國，鮮有採行A式者。至於B C兩式，補給欠息與本期優先股息之孰先孰

後，固無問題。惟如有新發優先股時，則C式又較B式爲優。以德國而言；過去都採B，今則有傾向C式之採用者。

至於累積優先與非累積優先之股息的規定，應略有高低。因後者之投資，不若前者安全；故後者之股息，理應較前者爲高，方有吸引投資者之可能。然在資本需要迫切之公司，不僅發行累積優先股份，且不惜以高利誘致；甚至對於欠息部分，復附以加計利息之條項。如日本之鶴岡米穀取引所發行之累積優先股，對於欠息部分，竟加計年息七厘半之多（註九）。

優先股之欠息，無累積之規定，如公司營業不佳，給息不達額定時，即由股東承其損失。此項股東，僅有較普通股優先分配利益之權；故在爭取投資者觀點言，自不能與累積優先股競爭。再者，公司之支配權集中於普通股時，不免發生隱蔽公司之利潤而蓄積之、至相當時期，一面依規定清付優先股息，

同時可予普通股以較多之股息與紅利。惟就公司之理財財政策言：發行累積優先股，不免有作繭自縛之後患。如欲提高普通股之商品性，則優先股之累積條項的給與，實屬不宜。因普通股之投資者，寄厚望於公司發生巨額利潤時可較優先股多獲利益之分配，若有累積優先股之存在，則其巨額利潤，或將仍為補給欠息所佔去；是則累積優先股之發行，實有妨礙普通股之投機性，此為公司當局所應特別注意者。

累積優先股誘致一般投資者之魔力，雖較非累積優先者為大；但有增大公司今後理財困難之危險。非累積優先股雖無此種後患，但於公司渴需資金時，似感其誘力之不足。故今日美國，又有保障優先股(Protected Preferred Stock)之採用。

前已言之：股份之開派股息，不若公司債付息具有保證之性質。即屬累積

優先股，無論其承諾欠息補發，若在公司營業不振之場合，其補發之希望亦極微弱；蓋祇供承認，而不給保證；至於非累積優先股，其利益更無保證之可言。但此項保障優先股，顧名思義，即知其具有保證之性質。其法於每屆開派股息時期，除照章給付優先股息外，復就盈利中提存一部分，作為準備金，以防將來因利潤減少而無法照章清付優先股息時，以此補足其應給之定額。此項提存額，事前有所規定，而分期辦理之；直至額定提存數足額時為止。如是，此項股東，可無欠息之患，較累積優先股為佳，較非累積優先股尤佳。與累積優先股較，可無擾亂公司財政之危險；與非累積優先股較，可增強對於投資者之魔力。至於此項提存總額之決定，大致等於一屆或二屆所需之該項優先股息之全部，而以等於一屆之需要額為最普通。惟此際有一問題：即此項提存，於開派普通股股息之前執行，抑之後執行。如在普通股派息之前，則其妨礙普

普通股之投機性，與累積優先股同。如在派給普通股股息之後，則普通股股息又有先行規定之必要。而普通股股息之先行規定，若爲避免影響普通股之投機性計，而酌爲提高，則於公司之理財上有所不宜；若所定不高，普通股之商品性又受其打擊。假定對於普通股之股息，規定至爲得宜，則照給普通股股息後，能否再行如額提存？又屬疑問。要非公司營業特殊景氣，恐非易事。即屬可能，但遇營業不振之時期延長較久，前提之準備已先後填付無餘時，仍不免發生欠息情事。然則此項欠息，因非累積，故仍歸股東承受。故所謂保障，仍極有限度者，但較之累積與非累積，則確已有若干進步。

(註1) Arthur Stone Dewing, *A Study of Corporation Securities*, 1934, pp. 178-179。

(註2) 日本山一證券株式會社調查部，特殊株式の研究，昭和五年，P. 54。

- (註三) Henry E. Holland, *Corporation Finance*, 1933, P. 48。
- (註四) E. Schmalenbach *Finanzierungen*, Erster Teil, S. 152.
- (註五) 井上謙一氏，我方國ニ於ケル優先株制度，會計三〇四四 P. 559。
- (註六) 山一證券株式會社調查部，前記書 P. 15。
- (註七) Arthur Stone Dewing 前書 P. 171-173。
- (註八) E. Schmalenbach 前記書，ss. 152-153。
- (註九) 岡村正人：株式金融論，昭和十四年，P. 82。

第五章 參加與非參加優先股

優先股東除優先享受其額定之股息外，對於未處分之殘餘利益，能否參加分配？於是有參加優先股 (Participating Preferred Stock) 及非參加優先股 (Non-Participating Preferred Stock) 之別。前者除享有其應得之優先股息外，尚有參加其他與普通股同樣分配之權；其參加之範圍，有限於盈餘之分配者，有限於殘餘財產之分配者，亦有得有上項兩種之分配者。至其參加方法，則可大別爲三。(註一)

(一) 單純參加 (Participating Simply)

(1) 即時參加 (Participating Immediately)

(二) 特殊參加 (Participating Specially)

單純參加，一稱普通參加。優先股享有其額定之優先股息後，普通股乃依優先股所得之股息，同等分配之。及先後支付上述二項股息後，如尚有餘利，優先股與普通股復共同一次分配之。普通股與優先股所得之權益，在此種辦法中，粗看似乎相等；即彼此均得一相等之股息，並無高低不同。在公司營業開展時期，果係如此；然在公司營業不振時期，則不然。因優先股東既有優先享受其額定之股息，如此項股息支付後之餘款，已不足以同率給付於普通股，此際普通股所得分配之股息，即不若優先股者為大。故優先股之利益，已較普通股者為大。再者，公司營業開展，普通股原有獲得優於優先股之利息；然因有單純參加之優先股存在，則普通股可得之利益，即祇能等於此種優先股所得者之數。故就普通股之立場言，實屬不利。如公司於同時發行此種優先股及普通股，則其普通股之招募效力，當然不若優先股者為大，勢將限於發起人或其特

殊關係者承受之。故一般公司，凡非財政困難，迫不獲已時，方發行此種參加優先股份。然在日本，極爲通行，據山一證券株式會社調查之三十一家公司內，發行此項參加優先股者佔二十五家之多。（註二）

單純參加優先股之參加利益分配時既如此，但對於殘餘財產之分配，原則上亦應與普通股平等分配。但爲保護普通股權益計，美國一般學者，認爲非經特別規定，對於殘餘財產之分配，單純參加之優先股無再行參加之權。換言之：關於殘餘財產之分配，如無明文之參加之規定，則作不得參加論。蓋所以挽回普通股投機性之相對的減少也。（註三）

在單純參加優先股份內，在美國尙有一種連續的逐段式之參加（*Series or Stepped Participation*），如芝加哥西北鐵道公司（*Chicago & North-Western Railway Co.*）是。優先股先派七厘，普通股亦派七厘；支付後即分段開派，

每段一律三厘計算，不問其餘額爲幾何。至不克按三厘開派時爲止。故最後一段不足三厘之餘額，即滾存公司。此種辦法，在美國鐵道股內曾盛行一時，今已少見（註四）。

即時參加者，即於優先支給其定額之優先股息後，即就其殘餘利益部份，與普通股平均分配之。故此種優先股，較普通股多獲一期官息，對於普通股之損失，較前述之單純參加爲尤大。故美國採用者極少（註五），日本之秩父鐵道，豐川鐵道等前曾發行此項股份，後即予以轉換；今日僅有川崎造船所一種；但其規定之優先股息祇有四厘，使此項優先股東較普通股所獲之超過股息（Überdividende）不致過鉅，以維普通股之投機性，且不附以參加分配殘餘財產之權（註六）。德國今日，尙多此類股份（註七）。我國廣東銀行第一優先股，亦屬此類性質。且屬累積優先，額定之優先股息又高至年利八厘。可見該行當

時對於資本需要之迫切。

特殊參加者，如前記二種參加方式外，所有其他參加方式之總稱。扼要言之，可分爲下列幾種（註八）。

（一）優先股與普通股，各按其不同之額定股息開派後，再就餘額共同均派之。故普通股之股息，亦須採定額制。即於發行時規定，以後一律依此計算。如日本之鶴岡米穀取引所採用此式：優先股之官息爲年利七厘五，普通股之官息爲年利五厘。先後派給後即平均分派。德國亦多此項股份，優先股官息大致六厘，普通股之官息則都定爲四厘（註九）。此項辦法，與單純參加相似，惟普通股之地位更不如單純參加時爲有利。因之其普通股股票之市價，無有超出其優先股者。

（二）優先股與普通股，各按其不同之官息開派後，如有餘額，全部歸優先

股分配之。如日本之大阪電氣分銅公司即採此制，且此種優先股官息定爲年利一分二，而普通股之官息僅年利八厘。如德國之 *Kammarnspinnerei Weikshausen*，亦採此制。惟兩者官息之差額僅百分之一，一九二七年後且改採前式，於各別派息後即就餘額平均分派之（註十）。

（三）優先股與普通股，各按相同之股息分配後，再就餘額派給優先股以另一固定之官息，如有餘額，則兩者平均分派之。如日本之近江絹絲紡績會社，優先及普通之官息均定爲八厘，第一次餘額內，優先股尙得享受年息一分二厘以下之特殊股息；再有餘額時，乃共同均派之（註十一）。是以優先股有較普通股多得一分二厘特息之希望。

（四）優先股按官息開派後，普通股就餘額得支給較大之官息，復有餘額，則共同均派之。如德國之 *Berliner Spediturverein* 即採此制：優先股官息爲

五厘，先派，普通股官息爲六厘，次派。餘卽平分。在此場合，普通股之地位自較優先股爲佳。惟該公司之此項優先股，一九二一年後已改爲普通股矣（註十二）。

（五）優先股與普通股各按不同之官息開派後，再就餘數，按官息之高下而比例分派之。如我國之上海女子銀行卽採此制。

（六）優先股與普通股，各按其不同之官息開派後，其餘額之分配，則依章程上規定之比率而辦理之。此與上式相似，所異者：上式之餘額分配率，等於兩者官息之比率；而此式之餘額分配率，由章程規定，與兩者之官息的比率，未必相等。我國之華商電氣及閘北水電之優先股參加辦法，卽照此制。該公司規定之餘額參加分配率，高低懸殊。前者優先與普通之分配比率，相差幾達三分之一；但後者則僅差年息一二厘（註十三）。

(七) 優先股與普通股，各按同率之官息分派後，再就餘額按另一官息給予優先股，復有餘額時，即全部派給普通股(註十四)。如美國之 Seaboard air line railway 之優先股與普通股之官息均四厘，惟優先股在餘額內有加派二厘之權。故各派四厘後餘額不足二厘或適足二厘時，均歸優先股所得，如超過二厘時，則超過部份均由普通股得之。

以上係參加優先股之種別，而無此等參加之特權規定，僅以優先享受其額定之股息為權利者，則為非參加的優先股。申言之：即無論公司收費若何優異，淨利若何優厚，優先股股東，僅能得規定之優先股息，而所餘之利潤，全歸普通股股東所享有，優先股並無參加分配之權利。是故公司盈利優異時，普通股股東所獲之股息，反較優先股股東所得為高。以言現狀，歐美外商發行之優先股，十九皆屬此類；優先股股東所得者，實祇限票面上規定之股息而已。

我國開林油漆公司之優先股是。

最後，參加與非參加之如經明文規定者，果無問題。如並未明記，究應作何解釋？美國各州之習慣，並不一律。或作參加論，或作非參加論。如在德日，則一律作參加論。蓋優先股與普通股同為企業之出資者的資本，因之在營業不振時，負有所收股息不足額定乃至完全無給息之危險，在營業開展而利潤超過額定股息時，亦應給以參加之權利，方合情理。問題祇在用何種參加方式，以兼顧優先股及普通股雙方之利益，不使之過於輕重不均。至於我國，凡屬優先股，均應將其種類與性質明定於章程。如無參加字樣，自作不參加論。

(註1) Joseph Howard Bonnevill & Lloyd Ellis Dewey, *Organizing and Financing Business*, 1935 P. 113。

(註二) 山一證券株式會社調查部，前記者，P. 13。

- (註三) Joseph Howard Bonnevillie & Lloyd Ellis Dewey, *ibid.*, P. 113。
- (註四) Lloyd F. Burchett, *Corporation Finance*, 1934, P. 933。
- (註五) 同註三， P. 114。
- (註六) 岡村正人，株式金融論， P. 92。
- (註七) E. Schmalenbach, 前記書， S. 149。
- (註八) 岡村正人，前記書， P. 93-97。
- (註九) 同註七。
- (註十) 同註七。
- (註十一) 岡村正人，株式金融論， P. 95。
- (註十二) 同註七。
- (註十三) 王宗培：公司股票述要，信託季刊三卷一期， P. 74。
- (註十四) Charles W. Gerstenberg, *Financial Organization and Management of Business*, 1934, P. 133。

第六章 優先股與殘餘財產之分配

公司解散時，優先股對普通股，有優先參加殘餘財產分配之權。然則優先股之本質，以享受定額之優先股率爲其特徵；參與殘餘財產分配並有優先之權，不過一附帶之條項。誠以公司之解散，大都已經長時期之凋零，因之其財產之能殘餘者恐已無幾。即或有之，必已列爲公司債及其他借款之擔保品。故優先股在分配殘餘財產時之所謂優先權，罕有實惠可言（註一）。惟我國公司法祇准公司於增資或整理債務時發行優先股，如以營業不良而增資，或以整理債務而發行，則以殘餘財產優先分配之權授予優先股，究不無增強投資者安全感之效。

附以分配殘餘財產優先權之優先股，美國極爲盛行，而以產業公司爲尤

多。如觀其最近發行之各優先股，大多數均有此項優先權之給與；有如次表（註二）：

| 產業別 | 種數 | 一九二五年 | |
|-------|-----|------------------|-------------|
| | | 附以殘餘財產優先分配者所作之比例 | 優先股A級優先股之種類 |
| 鐵道股票 | 四七 | 二三 | 不詳 |
| 公用事業股 | 四九 | 三九 | 三四〇 |
| 產業股 | 一六五 | 八六 | 七〇八 |
| 合計 | 二六一 | 六六 | 一〇四八 |

德國現有之各種優先股內，並無優先分配殘餘財產條項之規定者，已極爲少數；如無此項優先權者，且都係舊時發行者。但自有所謂議決權優先股發行後（下節當另述之），頗有放棄此等條項者（註三）。

日本之優先股，亦多此項規定。據井上謙一氏昭和七年時之調查，五十一種優先股中有十七種均附以優先分配殘餘財產之規定者（註四）。

我國現有之各種優先股，除公司章程另有特殊規定者外，均有分配殘餘財產之權。申言之：如發行優先股時，並未明文規定有權分配或無權分配時，概作有權分配論。此根據公司法第二一〇條「清償債務後殘餘之財產，應按各股東所繳股款之數額比例分派；但公司發行優先股而章程中另有訂定者，不在此限」而來。

至於優先股分配殘餘財產時，對普通股，能否援引其優先之權？如公司章程未有特別規定時，應如何解決之？

前已一再言之：優先股之本質，對利益分配具優先權爲其特徵。分配利益之優先權，與分配殘餘財產之優先權，截然兩事。因前者並非包括後者在內。

故公司章程上如祇規定優先股有權參加殘餘財產之分配，而並未特別規定其亦有優先分配權時，即不得要求其優先權之援用（註五）。如欲防止到時發生糾紛，對於此等問題，以明白規定爲上。

再者，如許可優先股可優先分配殘餘財產者，其享受之範圍，理應有其一定之限度，且其限度之大小，又隨各業而異。依我國公司法之規定，則以其出資額之多寡爲標準。在美國，鐵道優先股享受之範圍最小，公用事業及一般產業者較大。因鐵道優先股，大都於整理債務時，強制對公司債及短期借款之債權人或老股東而發行，故不予以特殊之權益。至於產業優先股及公用事業優先股，因對一般投資者而發行，故有刺激其投資慾之必要，乃不惜提供以較多之特殊優先性。除產業別之不同外，又依其解散之原因而異。一般公司之解散，大別爲任意解散（Voluntary）及營業失敗時之強制解散（Involuntary Dissolution）

兩類。在任意解散時，優先股對於殘餘財產之分配範圍，通常較強制解散時爲大。此種不同之分配範圍，於最近發行之產業優先股中尤爲顯著。最後發行之產業優先股，在任意解散時，不僅可優先享受未付股息，且常加給以額外酬金 Bonus。此項額外酬金，由二%至一〇%爲最普通，且有高至一二五%之多（註六）。

未付股息之優先分配，及加給額外酬金之辦法，在德國亦屢見不鮮。惟額外酬金，大致皆給付與非參加優先股，及如後述之議決權優先股。此項議決權優先股，除取得上項額外酬金外，且於補給未付股息時，復加計利息；較美國尤爲優待（註七）。

依美德兩國之例，公司清算時，對於優先股之欠付股息，優先股有請求優先給付之權；但仍應以事前明文規定爲條件。如無明文規定，則作無優先給付

之權論。如英國法院於一九〇二年之 *Crichton's Oil Co., Ltd.* 事件之判決詞內謂：「如無特殊條項，否認其優先權」（註八）。

最後，除依定額將殘餘財產之一部分分配於優先股後，復依另一部分之殘餘財產，依法分配於普通股時，在優先股方面，尚有參加的與非參加的不同。

最普通之參加方法，先依實繳額發還優先股款，次依實繳額發還普通股款後，如尚有殘餘財產，則由優先股及普通股均分之。如日本之玉川電氣鐵道等公司，均採此制。另一種方法，先依股票票面額發還優先股款，次依面額下之一定金額發還普通股股款後，如尚有殘餘財產，由兩者均分之。德國之上西里西亞煤礦公司即採此制；該公司之優先股對於殘餘財產之分配，得優先依其票面金額收回全數，對普通股則僅依票面發還百分之五十；其餘殘產，則均分之（註九）。

至於非參加者，對於殘餘財產之分配，祇以優先收回其票面金額爲限。此外縱有鉅額之未處分財產殘餘，亦統歸普通股所有，優先股絲毫不得分露。

故對殘餘財產之分配，有參加的與非參加之別，且應先事規定。如無明文規定者，則應作參加的解釋。

雖然，此僅就優先股與普通股，在分配殘餘財產時之法律地位而已。按之實際，清算中之公司，其所餘財產，大部分均已移充債務上之擔保；故參加與否之問題，事實上已無何種意義。

(註一) E. Schmalenbach, Finanzierungen, Erster Teil, 5 Aufl., 1932, S. 155.

(註二) Arthur Stone Dewing, A Study of Corporation Securities, 1934, P. 152-153

(註三) 同註一。

(註四) 井上謙一氏，我方國ニ於ケル優先株制度，會計，3096. 昭和七年六月。P. 55.

(註五)岡村正人：株式金融論。P. 106.

(註六)同註二。P. 153-154.

(註七)E. Schmalenbach, 前記書・S. 155.

(註八)Robert Ashworth, *Liability Companies*, 1925. P. 43.

(註九)同註七。

第七章 議決權股

股份原用以表示出資者之資本者，因之對於參加企業經營上之方針的決定，應予以平等的議決權。優先股亦為股份之一種，自應與普通股具有平等之議決權。然事實上未必盡然。在某種場合，優先股或較普通股具有更多之議決權；在某種場合，或反剝奪其議決權。復有雖無一般之議決權，但對特定事項，則予以否決之權。於是乃有議決權股(Mehrstimmrechtsaktien)，無議決權股(Aktie Ohne Stimmrecht)及否決權股(Vetoing Stock)之稱。試先述議決權股之產生起源及其運用。

議決權股者，即對某種優先股，給以較普通股更多之議決權是也。此種股份，盛行於第一次歐戰後之德國，其時德國外匯慘跌，外資大量流入，德國產

業，大有被外人支配之危機。德國乃利用此種議決權股之發行，俾德國人得以維持其對於產業之支配地位。故有「防衛外資股」(Überfremdungssaktien)之稱(註一)。但自馬克價值穩定後，此種特權股份，又造成國內資本奪取公司統治權之現象，因之又縮減一般股東之議決權，而相對的增加公司當局以此項特權。藉以保障其公司中之支配地位。於是一般股東，雖在公司內擁有鉅額之股份，但因有議決特權股之存在，此等普通之大股東對於公司之經營方針等，依然無決定之發言權。反之：公司當局，雖在公司上祇有極少之股份，但因其爲議決特權股，故反得獲得支配公司之實力。故議決特權股之產生，使股份公司之出資，經營，與支配三要素，形成分離之傾向。具有此項議決特權股之公司當局，若係誠實可靠而具才幹者，則果能善用其特權，益能增大其責任心，並得安心推行一持久之計劃，使公司獲得堅實之發展。反之，若惡用此種特權，

則勢將公司推入危險之途。(註二)故其後德國之股票交易所之上場股票審查局(Zulassungstellen)對於議決特權股份之上場，漸取限制態度。如柏林交易所即規定議決特權股份之議決權，凡在公司議決權總權數五分之一以下的公司股票，方有入場賣買之資格。至一九三七年時，且修改公司法，確立根本禁止之原則(註三)。依(Wirtschaft und Statistik)之統計，近年德國公司內之議決特權，亦已呈漸減之傾向，有如次表：

| | | | |
|----------------------|--------|------------|------------|
| 發行議決特權股之公司數(家) | 一九二五·九 | 一九三〇·一二·三一 | 一九三四·一二·三一 |
| 佔全德國公司總數之百分率 | 八六〇 | 五八〇 | 三五四 |
| 議決權股發行公司之資本金總額(百萬馬克) | 五三·九 | 四六·一 | 三八·八 |
| 議決權股發行公司之資本金總額(百萬馬克) | 六·三四七 | 六·六二六 | 四·〇八五 |

| | | | |
|-----------------------|------|------|------|
| 估全德國公司資本總額之百分率 | 五六·五 | 五〇·六 | 四二·九 |
| 議決特權股之實收資本額 (百萬馬克) | 一四八 | 一六八 | 一七二 |
| 估實收資本總額之百分率 | 二·四 | 二·六 | 四·三八 |

依我國公司法第一二九條規定：「公司各股東每股有一表決權；一股東而有十一股以上者，應以章程限制其表決權。但每股東之表決權及其他代理股東行使之表決權，合計不得超過全體股東表決權五分之一」。則可知我國採禁止原則，非特規定一股一權，一律平等；且限制大股東之議決權，以防其藉資本勢力而操縱公司。惟此項限制，事實上則並無若干效力也。

至於議決權股之運用方法，尙有一述之必要。

(一) 議決權股之特權程度的規定 爲確保公司當局之專制的支配地位計，

則應以若干議決權，給予議決特權之股東？此一問題，須依情形而定。如一千萬馬克之普通股內，三百萬馬克之股份在公司當局者之手，此外七百萬馬克之股份在一般股東之手；則對於公司當局，有加給四百萬馬克相當之議決權的必要。此際如決定發行四十萬馬克之議決特權股份時，則應以十倍之議決權賦與，方能達到其目的。此項股份，如實收二五%計，則有十萬馬克之資本，已足應付。惟公司當局藉議決特權，得與一般股東之議決權相等時，如欲變更公司章程，或在股東會上作某種特殊之決議時，則尙感力量之不足。

據 *Virtschafft und Statistik* 所載，一九三二年十二月底調查，其時德國所有發行議決權股之公司，對於一股予以若干議決權，高低頗不一致。有一股二權者，有一股千權者；但以一股擁有二十五權至五十權者爲最多，有如次表：

發行公司數

資本金(百萬馬克)

五權以下之議決權股

四四

五五七・三

五權至十權者

四七

一・二四七・九

十權至二十五權者

七七

一・五九二・五

二十五權至五十權者

九六

五九〇・六

五十權至一百權者

六九

五九二・九

一百權至二百權者

五四

二九〇・〇

二百權至三百權者

一九

一一六・六

三百權至四百權者

一七

七一・九

四百權至五百權者

一三

九五・八

五百權以上者

一六

二三七・六

合 計

四五二

五・三八八・一

第七章 議決權股

五九

(二) 議決權股不限於優先股 議決權股雖以優先股爲最普通，然不限於優先股，對普通股亦可適用之。如德國慕尼黑 München 之 Rhein-Main-Donau A.-G. 之普通股，均屬議決權股，此外則全部爲無議決權之優先股。又如弗蘭克福脫 (Frankfurt) 地方之 Voltahn, Seilund Kabelwerke A.-G. 之普通股外，在一九二〇、一九二二、及一九二三年，又各發另一種普通股而給以二十倍之議決權；惟此項議決權之普通股，於分配利益時，則次於一般的普通股之後。是則此種議決權股，不僅非優先股，且係後配股矣。

(三) 議決權股之紅利給付應有限制 議決權股已擁有較大之議決權，若不限制其紅利，則有濫用權力以自肥之危險。故一般的均有限制分紅 (Limiter Dividende) 之規定，藉以保障其他股東之利益。此項限額，普通爲六%；同時又規定不得參加殘餘財產之分配；惟經章程規定，亦得享受累積，或

清算時發還特殊酬勞金等之待遇，與一般優先股之辦法無異。

(四)議決權股之議決權，得託人代理行使。議決權股之議決權，通常得委託自然人、法人、或加迭爾(Konsortium)等代理行使，凡受委託之自然人或法人或加迭爾，得與其本人自有之議決權合併使用，不受限制。

(五)議決權股不得轉讓之限制。凡屬議決權股，均屬記名式，不得自由轉讓，又不得轉換為無記名式。如需轉讓，應先經股東會通過。蓋防止大權之旁落，而陷公司於危機也。

(六)行使議決權之範圍，限於選舉監察人，修改章程，及決定解散之三大場合，且應秉承公司當局(董事長)之指令或意旨，故所謂議決權股，實專為確保公司當局之提議得以通過於股東大會而設。然亦有若干公司，除上舉三大場合外，復在章程內規定其他行使範圍者。

(七)議決權得經股東會之決議而廢止；或於事前設定期限，通常均定爲十年至十五年，期滿時仍須依股東會之決議而解除之。解除之方法有二：或將其股份全部發還，或使之轉換爲普通股。

此種議決權股，不僅行於第一次歐戰後之德國，且亦一度行之於法國美國。一九二〇年後，法國國內已有仿行德國辦法，發行議決權股者。至一九二六年法郎慘烈跌價中尤爲盛行。但一九三三年後，卽用法律予以禁止之。美國法律上迄無明文規定，對於議決權股之禁止，但實際上並不盛行。且據 De-wing 調查，美國之議決權股，最普通者均爲一股二權至四權，擁有四權以上者已屬例外。

(註一) E. Schmalenbach, Finanzierungen, Erster Teil, 1932, S. 160.

(註二) 同上，S. 161.

(註三) 岡村正人：株式金融論，昭和 14 年，P. 116.

第八章 無議決權限制議決權及否決權股

優先股與普通股同爲企業之出資者，對於經營方針之決定，及其執行者如公司當局之選任等等，理應給以議決權。如我國公司法第一二九條「一股一權」之規定，即確立優先股亦有議決權之原則。根據同法第一八九條規定：公司如變更章程而將損害優先股東之權利時，除股東會決議外，更應經優先股東會之決議；則可知優先股對自己權利之保障，尙有更多之決議權（此項決議權，且具複決權之性質）。但在歐美，有加給議決權之股份，又有剝奪議決權之股份；前者謂議決權股，已如上述。後者稱無議決權股（Non-Voting Stock, Akite Ohne Stimmrecht）；而以美國，尤爲盛行。

一九一一至一九二二年間，美國各大公司，頗多發行無議決權之優先股，

如Dodge Brothers, Inc.，且於一九二五年發行無議決權之普通股。其所持之論據爲（一）一般股東投資公司，目的限於取得優厚之股息，並無真實參與企業之意思，故出席股東會時，對決議權毫不重視。是以既對優先股給以確定之股息，自毋須再給議決權之必要。（二）股東對公司之期望限於優厚股息，故對公司之經營各事，平日不甚關心甚至漫不瞭解者，授以議決權作經營方針之決定，於企業經營之前途上，實無價值可言。（三）擁有總股份百分之二十以上之大股東，事實上已足左右股東會之決議，是以一般股東之議決權，實亦形同虛設。與其給以並無實效之議決權，不若給以確定而優厚之股息，更能保護股東之利益（註一）。

然則股東僅能享受確定之股息，對公司不能有發言及議決之權，性質上已與公司債持票人相同。一般公司債之還本付息，不論公司營業情形如何，公司

皆有絕對給付之義務。無議決權之股息，雖都附以累積條款，然其給付與否？以公司收益爲條件，則與收益公司債 (Income Bond) 更類似。此種無議決權之股份，除若干收益確實信用優良之大公司，在發行上較有把握外，其他公司，自不相宜。故又有以限制議決權股 (Limited Voting Stock) 以替代無議決權股者。

所謂限制議決權股者，即對於該項股東利益有直接關係之問題，給以議決權；此外一概剝奪之。此種限制議決權股之議決權行使範圍，主要的有如次六項(註二)。

- (一) 發行新優先股時；
- (二) 發行參加優先股時；
- (三) 設定抵押權時；

(四) 發行公司債或調遣其他借貸資本時；

(五) 出售公司財產時；

(六) 變更公司章程時。

在上項問題發生時，無議決權股東，則有執行議決權之權利，故有「有條件議決權股」(Conditional Voting Stock)或「臨時議決權股」(Contingent Voting Stock)之稱。據(Dewing)氏調查(註三)：美國於一九二五至三〇年間發行之二〇四八種優先股內，此項限制議決權股佔總股數六一%以上為最多，次為議決權股；無議決權股之比率最少。有如下表：

| 普通優先股 | 議決權股 | 限制議決權股 | 無議決權股 |
|---------|---------|--------|-------|
| 五四三種產業股 | 公司數 一五三 | 三六一 | 二九 |
| 百分比 | 二八·二 | 六六·五 | 五·三 |

| | | | | |
|-----------|-----|------|------|-----|
| 三〇一種公用事業股 | 公司數 | 八八 | 一八四 | 二九 |
| | 百分比 | 二九・二 | 六一・二 | 九・六 |

| | | | | |
|----------|-----|------|------|-----|
| (八四四種)合計 | 公司數 | 二四一 | 五四五 | 五八 |
| | 百分比 | 二八・五 | 六四・六 | 六・九 |

A級優先股

| | | | | |
|---------|-----|------|------|------|
| 一六五種產業股 | 公司數 | 六七 | 七三 | 二五 |
| | 百分比 | 四〇・六 | 四四・三 | 一五・一 |

| | | | | |
|---------|-----|-----|-----|-----|
| 三九種公用事業 | 公司數 | 九 | 一九 | 一一 |
| | 百分比 | 二・三 | 四・九 | 二・八 |

| | | | | |
|----------|-----|------|------|------|
| (二〇四種)合計 | 公司數 | 七六 | 九二 | 三六、 |
| | 百分比 | 三七・二 | 四五・一 | 一七・七 |

限制議決權股，在一定場合，雖能行使其議決權；然其議決權，如與普通

股相等，並不特別增加；則其效果仍等於零。故美國又有一種否決權股（Vetoing Stock）之發行。凡屬否決權股東，對於特定事項，具有較其他股東有更多之議決權。如美國之 Sherwin Williams Co. 發行之六厘累積優先股之股東，如逢公司延欠股息四期時，或公司資產淨額 Net Assets 實質減低時，或尚無償債基金設立時，則有一股四權之否決特權。申言之：即普通股為一股一權，而此項否決權股東，則有一股四權之特權。又如 Montgomery Ward & Company, Inc. 之辦法：每當延欠優先股息二期時，償債基金提存延滯一年以上時，公司擁有之有價證券跌價至票面以下時，普通股轉換為優先股時，則普通股具有否決之權，而優先股則停止其議決權。此種普通股，亦可視為議決權股；而此種優先股，則可視為限制議決權股（註四）。

對於股東議決權之分配不等，此在英國，極為反對。英國之普通股與優先

股之議決權，一律平等。無議決權者，絕無僅有。偶或有之，亦限於限制議決權股性質，而非完全剝奪其議決權。一九二五年制定之新公司法，且有明文禁止無議決權股份之發行（註五）。

近年來之德國，亦有反對發行無議決權股之趨向。一九三二年修正商法時已有此項表示，然一九三七年之新公司法內，仍承認發行無議決權之優先股，惟其發行額應有一定之限度（註六）。

（註1）Alexander Hoffmann, 在 *Wirtschaftslehre der Kaufmännischen Unternehmen* 1932, S. 401. 內故曰：『由法律承認無議決權，此不過係承認事實，使法律更見其真實性而已』。

（註11）Charles W. Gerstenberg, *Financial Organization and Management of Business*, 1934, P. 105-106.

- (註三) Arthur Stone Dewing, A Study of Corporation Securities, 1934, P. 193.
(註四) Charles W. Gerstenberg, 同註三 P. 107.
(註五) Robert Ashworth, Limited Liability Companies, 1935. P. 46.
(註六) 岡村正人，前掲書 P. 134.

第九章 可收回之優先股

股份與公司債最大之不同，前者非至公司清理解散不負還本義務；即在公司清理解散時，其殘餘財產能否適足還本，亦無保證之責任。後者則與一般之債務同，除照章付息外，尚須照章還本。故就投資安全性之觀點言：後者實較前者為確實。然公司為增大一般投資性之興趣，並提高投資者之安全感計，如美國等又有一種可以返本之優先股的發行。在發行之初，即附以在某種場合或某種時限公司得收回此種股份之條款，收回之時，或予返本，或予轉換為他種股份。附有此種收回條款之優先股，稱之曰「可收回優先股」(Redeemable Preferred Stock, Callable Preferred Stock)(註1)。此種優先股，性質上，與一般公司債更無不同之處。

此外，美國對某種優先股，雖不附以「收回」條款，但於發行時規定在某種場合或某種期限得以轉換爲他種證券，此則謂之「可轉換優先股」(Convertible Preferred Stock)。此種轉換優先股，與收回優先股，顯有極大之不同點：即(一)前者之轉換時的選擇權，操諸股東之手；後者公司得以章程規定之。(二)後者股份一經收回，即屬公司所有，或予註銷；在公司股份資本內能起增減之作用。前者則不過轉換股份之性質與形態，於公司股份資本實質上不發生增減作用。

依吾國公司法第一一九條規定：「公司不得收回其股份」。是則可知發行收回優先股，我國在禁止之列。但不受我國法律拘束之在華外商，仍有此類收回優先股之發行；如美商上海電力公司發行之六兩累積無票面額優先股，即附有「可收回」之條款。至於「可轉換優先股」，我國頗多採用。如新新公司，

上川交通公司，漢冶萍之頭二等優先股均是。

可收回優先股發行之原因，大致有二：（一）公司需款殷急，乃以優厚之種種條件，給予新發行之優先股，以資刺激投資者之興味，以謀迅速達到其募集資本之企圖。但此項優厚權利之提供，對於公司，殊屬不利。故附以「可收回」之條款，以謀未來之挽救，而渡目前之難關。（二）公司平日信用不佳，募股上殊鮮把握，公司乃以「可收回」之字樣，作為此項股本，公司負債還之責，藉以增強投資者之安全感（註二）。

可收回優先權股，以其收回權之不同，可分（一）強制收回權，與（二）任意收回權兩種。公司於發行此種優先股時，為準備收回此種股份計，設有收回基金（Sinking Fund），並規定一收回收期限，屆時公司必須依章收回此項股份者，謂之強制的收回優先股。如公司發行之初，並無收回基金之設定，又並

無期限之約束；公司得隨時行使其收回之權者，此謂之任意的收回優先股。

第一次世界大戰中，美國盛行強制收回優先股之發行。據 *Deering* 氏調查：一九二五至一九三〇年間美國發行之優先股及 A 級優先股內，所佔比率均極甚大。有如下表（註三）：

| | 優先股 | | A 級優先股 | |
|-------|-----|-------|--------|--------|
| | 總計 | 強制收回者 | 總計 | 強制收回者 |
| 公用事業股 | 三〇一 | 七二·三 | 三二 | 一三·二 |
| 產業股 | 五四三 | 二九五·二 | 一六五 | 六七四〇·九 |

收回基金每年應提存若干？可就三方面決定之：（一）應佔每年利純額幾成？或（二）應佔在外優先股總額之幾成？或（三）等於該項股份之票面額幾成？公司得依本身之情形而自由決定一採用之標準，以便逐年照提。

公司依章收回此項優先股時，應先通知持票人。屆時用強制收買方式收回之。至其收買時之價格，應事前決定而公佈之。但大致均較募集時之價格為高。如前舉美商上海電力公司發行之六兩累積無票面額優先股，其發行價格為九十五兩五錢，而其收回價格則定為一百十兩是。至其收回價應較發行價增加若干？依美國情形而論，隨事業別而異。如鐵道股之收回價，大致與票面價相等。產業股與公用事業股之收回價，則大致均較票面價為高。此種高於票面額之程度，產業股者大致高至一〇%，亦偶有高出二五%至四〇%者，公用事業股者大致在一〇%以下（註四）。

收回優先股之收回時期，大都事先規定。然事先規定之根據，常依對於企業內外情事預測所得之結果而為之。此項預測，每因實際情勢之變化莫測，屆期使公司陷於不克履行收回義務之窘境，故亦有不規定收回時期，而隨情形決

定者。如在社會繁榮，企業利潤昂揚，證券市價昂揚中，則償還優先股而另發普通股，以重定公司之金融方策，實屬有利。如美國於一九二七至一九二九年間，各公司頗有出售高價之普通股而收回前發之優先股者。反之，在社會經濟恐慌時期，證券市價跌落，則可出較高之收回價格以收回優先股，於公司亦屬有利，如一九三〇年以後之美國公司，頗有利用當時機會，而實行收回前發優先股，而斷行減資計劃者（註五）。

日本雖無收回優先股之稱，但亦有規定「解除優先特權」之條款者。此種解除優先特權之條件，大致可分下列各點（註六）：

（一）普通股在一定期間，得享受優先股同率之股息；期滿即解除此種特權。如東京灣汽船，日本鋼管，白木屋等普通股皆是。其所定享受特權之時期，短者三個營業會計年度，多者八個營業會計年度，普通則為六個營業會計

年度。

(二) 優先股之優先分配特權，在一定期間後即告消失，而自然變為普通股。如關東紡績等。

(三) 普通股之額定股息照付一定期間後，即告終止。如金澤電氣軌道等是。

(四) 法定準備金及特別準備金之提存總額，達實收資本三分之一時，優先股之特權即自行消滅。如日本絹絲紡績是。或於利純超過實收資本一定率以上，並經預定期間後，優先股之優先特權即自然解除。如高知鐵道是。

(五) 如中央火災傷害保險公司之優先股，逾規定之期限時，即無條件解除其優先特權，而轉成普通股。

此等自然解除特權之辦法，實與可轉換股份性質上相同。因其股東資格依

然存在。

(註一)同第六節第二項註一 P. 141.

(註二)增地庸治郎：經營財務論，昭和九年，P. 218-219.

(註三)Arthur Stone Dewing, 前掲書 P. 162.

(註四)同註一 P. 161.

(註五)John C. Baker & Deane W. Malott, Introduction to Corporation Finance,

1936, P. 182.

(註六)岡村正人：株式金融論，P. 142-146.

第十章 可轉換之優先股

公司發行優先股時，附以「轉換」(Conversion)條款，以示此項股份，得掉換本公司發行之其他證券。如前所述：任何股票，原則上均能自由轉讓。果不待公司給以此種轉換之條款而後可。然並無此項轉換條款之股份，如欲以優先股換為普通股，或以普通股換為優先股，必須由持票人將原有股票，售之市場；復向市場購進所欲換入之證券，於是不免受市價上之損失。因轉換之目的，原欲以投資安全感低位之證券，換為高位之證券，則兩者之市價勢必各與其票面價不同。申言之：低位之證券市價，必在票面價之下，而高位之證券市價，勢必在票面價之上。在市場上轉換，即不得不承受此種差額上之損失。附有此種「轉換」條款之優先股，則其轉換時得將交換中之兩種證券，均按票面

計算，彼此平掉之。故「轉換」條款，亦不失為增強投資者安全感之一法。

(一) 轉換之範圍 轉換優先股，原則上可自由轉換為本公司發行之普通股，公司債，或其他優先股；但實際上以換為普通股居多，且以新發之普通股為限。如公司允以舊發普通股或其他證券與之掉換，在公司原有資本總額中等於註銷其一部份。必須以新發之普通股或其他新發之證券相交換，庶不致影響公司之資本。再者，如能以轉換優先股換為公司債，則公司之自有資本將減少，而其債務則在同額增加。在企業良好時期，股東將保留優先股而取得高於債息之股息；反之，在企業不良時期，股東將以優先股轉成公司債，以謀取得確定之債息，清算時又得以債權者資格參與殘餘財產之分配；結果將使公司之經營，益見困難。故一般公司，對於以轉換優先股掉換公司債者，其准換與否？權操公司之手（註一）。

轉換之證券，必須以本公司發行者爲限，自不待言。惟投資公司 (Holding Companies) 發行之優先股，得轉換爲本公司所附屬之公司證券者，亦非少數；以附屬公司之證券，轉換爲投資公司之證券者，亦屢見之。

(二) 轉換價格或轉換率 轉換價格或轉換率之表示方法，或用若干股掉若干股，或以票面價格爲標準。採用何種方法，及其轉換率，應於發行時規定。

優先股若干股，可掉普通股幾何？應有一定之比率。此謂之轉換率 (Conversion Rate)。美國一般產業股，特別是無額面股票，均用此種方法。如 Fisk Rubber Co. 之七厘轉換優先股一，得換普通股四股；如由普通股轉換爲該項優先股，亦援用此項比率(註二)。

以票面價格爲轉換標準者，計算上較爲困難。如美國 Hudson & Man-

hantan R. K. Co. 之五厘非累積優先股及普通股之票面額，同爲美金百元。惟後者之發行價格爲一百十元；故其所定之轉換價格爲：前者十一股，得換後者十股（註三）。

(三) 轉換期限 轉換權之行使期限，大體可分四種。

a. 發行日起二年至五年內，爲轉換權之有效期，逾期無效。此於公司資本之構成上，可免以後之時時變化。但在投資者方面，則其轉換機會較少。

b. 發行後二三年，轉換權方開始有效。再經五年或十年後即失效。逾期，其轉換權即自然消滅。

c. 發行後若干年起，轉換權即開始有效，不復有期限之限制。

d. 無轉換期限之確定。即並不規定轉換權行使有效之始迄時期，可作隨時轉換之解釋，亦可作時時不能轉換之解釋。故其轉換權形同虛設，事實上

極少實例。

我國現有之各種轉換優先股，大都採用前二式，如新新公司之優先股，規定五年內每年派年息二分；至五年期滿。歷年股息累積等於票面金額時，優先股之名義及權利，即告終止；而自然轉換為普通股。又如上川交通公司之優先股，其優先股息及優先償還權利，規定以六年為限。如漢冶萍之頭二等優先股，則均規定以十五年為限。至期限屆滿，優先權利即自然廢止，而與普通股無異。

(四) 轉換限制 轉換優先股之轉換行使權，原則上並無限制。但一般公司為保護其他股東之利益計，亦都設有限制。如轉換有效期內，因增大普通股股息而刺激其市價上漲時，優先股勢必行使其轉換權；此於普通股之利益上自受影響。又如公司同時發行普通股及轉換優先股時，則普通股之發行之力，難與

轉換優先股競爭；故公司對於轉換權之行使期限，又應作適當之限制，以資保護普通股。惟其限制方法，不出下舉：

a. 對轉換優先股，附以「收回」之條款。必要時公司又收買之。如美國之 United Biscuit Co. 之七厘轉換優先股，公司可於六十天前通知，即可隨時按一百十元價格收買之。

b. 轉換權行使有效期，分成數期。而分別規定各期之轉換率。且將初期之轉換率提高，而以後則逐漸減小，使優先股除非迅即轉換，以後即祇能接不利之轉換率轉換。

(五) 轉換權之保護 發生下列事情時，轉換權無形遭受阻礙或損失。

a. 欲換入之證券票面，與轉換者不等時，則股份之分割發生問題。

b. 欲換入之證券，本身發生變化。

c. 未轉換前，普通股股息原甚優厚；故其市價昂貴。轉換後普通股之下
降，市價亦隨下。

d. 發行優先償還或優先清算之他種股票時。

e. 欲換入之證券的發行價格，較原定價格為低。

在上述場合，轉換權之利益，無形中均受影響。如無特殊規定，股東不得
抗議。為保護股東利益計，公司常作如次之保護（註四）：

a. 用分合方法，使轉換時彼此之額面或價值相等。如普通股與優先股之
轉換率，原定二對一；今普通股額面既減半，則其轉換率應改為四對一，以
符原定之比率。

b. 以變更轉換率，適應欲換入證券本身變化後之價值。

c. 優先股與普通股之轉換率，原定一對二。因轉換結果，普通股數隨增

二倍，則普通股股息勢必減半，應將轉換率改成一對四，以保護轉換之股份。

d. 公司以償還或清算等優先權，另發其他優先股時，應先取得優先股股東會之通過。我國公司法上亦有專條規定。

e. 欲換入之證券發行價格如較原定價格低時，應調節轉換價格以資保護。調節轉換價格之方法有種種，最普通者採用如式：

C_1 || 調節之新的轉換價格

C_2 || 原定轉換價格

O || 依原定轉換價格換出之股份數

N || 將依新轉換價格轉換之股份數

P || 發行價格

$$C_1 = \frac{CO + NP}{O + N}$$

如美國之 United Artists Circuits, Inc.，為轉換而已發行之普通股五十

萬股，發行價格定為每股四十美元。現應有追加發行十萬股必要，方敷需要；但其發行價格則需改為每股三十美元。該公司乃按上式調節其轉換價格而定為每股三八·三三三……美元。其計算為：

$$\frac{(500,000 \times 40) + (100,000 \times 30)}{500,000 + 100,000} = 38.333 \text{ (調節後之新轉換價格)}$$

f. 公司合併時，轉換股之轉換義務，移歸合併後之新公司履行，其轉換權不因公司合併而消滅。

發行轉換優先股之原因，主要者在增強投資者之安全，以利資本之調遣。然其轉換時，或搖動普通股之市場價格，或由無議決權之優先股轉換為有議決權之普通股後，使公司之管理上發生影響。前項影響，制定適當之轉換率或轉換價格後可以減免；後項影響，轉換優先股分散於各中小股東時，則無問題。

(註 1) Lloyd F. Burchett, *Corporation Finance*, 1934, P. 222-223.

股票之研究

八八

(註一) Charles W. Gerstenberg 前掲書，P. 144.

(註二) 同上。

(註三) 同註二。

第十一章 第一·第二……優先股

同一公司如有二種優先股存在，其優先權應依發行程序而有所區別。於是有所謂第一優先股(1st Preferred)、第二優先股(2nd Preferred)、或頭等優先股(First Preferred)、一等優先股(Second Preferred)、或甲種優先股(Class A Preferred)、乙種優先股(Class B Preferred)、或普通優先股(Ordinary Preferred)、A級優先股(Class A Preferred)等等之稱。其定名之次序，大致以發行之先後為準。如某年發行者為第一優先股，其後續募者為第二優先股。亦有以優先股之權利優劣為準：如我國廣東銀行發行之第一優先股，得有定額累積優先股利按年利八厘之權利，於每年純益中最先支付之；如有盈餘，尚有分派紅利之權。但其第二優先股，則僅得定額累積優先股利按年四厘之權，其

支付亦在第一優先股常年八厘之後，派給普通股股息之前，且不復有分配紅利之權。由此可知優先股等級之分，不僅有股息分派之高下先後之別，對分派紅利尚有參加與否之分。凡對分配股息或紅利或殘餘財息，均較他種優先股有優先權之股份，有稱之為先取優先股(Prior Preferred Stock or Prior Preference Stock or Prior Lien Stock)者(註1)。依我國公司法第一八九條規定「公司已發行優先股者，其章程之變更，如有損害優先股東之權利時，除股東會之決議外，更應經優先股東會之決議」。則可知後發之優先股，其權利事實上不致超優先發之優先股，否則將被優先股東會之否決。於是可知優先股等級之高低先後，不僅與其發行時間上之順序相同，且可知其對利益分配之高低先後大致相符。若同時發行二種不同之優先股時，則其等級之區別，常以其權利之優劣為準。如廣東銀行之第一第二優先股是。其權利優厚之高位優先

股，大致對外界之一般投資者而發行；其次位之優先股，則以本公司發起人及原有之老股東爲發行對象。外界投資者對高位優先股權利之優厚，自必樂於投資；而本公司發起人及原有之老股東，爲維持或促進其先前投資事業計，自亦樂於接受較普通股爲優厚之次位優先股，而讓外界投資者購買高位之股份，俾公司充分達成其集資計劃。

公司已有優先股之發行，而復增發新優先股時，無形中等於妨礙先發優先股之權益，故公司法有應先取得優先股東會通過之規定，藉以維護優先股之權益。然發行優先股之公司，若發行公司債或作短期借款，亦足影響優先股之權益。如美國之 *Duquesne Light Co.*，設立於一九〇三年，一九一五年因擴張事業，發行七厘優先股一種。其時該公司對外並無提供擔保之負債，即短期借款亦極少，故優先股之發力甚高，發行價格超乎票面至鉅。但後因受第一次

歐戰末年之影響，該公司不得不增發公司債一千萬美元，定期三年。於是每年突增六十萬美元之債息負擔，優先股股息之支付金，因此即較一九一五年激減（註二）。故第一次歐戰以後，美國各公司對於優先股權利，均有保護條項之規定。如（註三）：

（一）American Bank Note Co. 規定：凡以本公司及其附屬公司之財產為擔保發行時，應分別取得優先股及普通股全體股東八〇%以上之同意。

（二）United States Leather Co. 規定：凡以本公司財產為公司債之發行擔保者，應取得優先股之在外股東全體八〇%之同意。

（三）Boston and Maine 規定：為換償公司債而增發先取優先股者，應先經優先股三分之二以上之同意。

（四）Consolidated Gas Company of N. Y. 規定：發行累積優先股，

應以上年度股息分配後尚有鉅額利益之滾存爲條件。否則應先得優先股東之同意。

(五) International Harvester Co. 規定，不論增加或減少普通股或優先股，應分別取得外界股東三分之二以上之同意。

(註一)見第六節第二項註二，同書 P. 154-155.

(註11) Arthur Stone Dewing 前揭書，P. 185-186.

(註三) Lloyd F. Burchett 前揭書，P. 90-91

第十一章 保障優先股

關於優先股附以保護條項之辦法，在今日之美國，極爲盛行。據 Dewing 調查，一九二五至一九三〇年間發行之「一〇四八」種優先股內，附有保護條項者有如下表（註一）：

| 普通優先股 | 無保護條款者 | 絕對禁止追加發行者 | 追發同類證券時之保護 | 應先得優先股之同意者 |
|-----------------|----------|-----------|------------|------------|
| 產業股 (五四三種) | 種數 一六五 | 五六 | 一五九 | 三四五 |
| | 百分比 三〇・四 | 一〇・三 | 二九・二 | 六三・五 |
| 公用事業股 (三〇一種) | 種數 一一五 | 一三 | 一五三 | 一〇八 |
| | 百分比 三八・二 | 四・三 | 五〇・九 | 三五・八 |

| 總計 (八四四種) | | A級優先股 | |
|----------------|------|---------------|------|
| 種數 | 百分比 | 種類 | 百分比 |
| 二八〇 | 三三・二 | 一〇七 | 六四・九 |
| 六九 | 八・二 | 二 | 一・二 |
| 三二二 | 三七・〇 | 一五 | 九・一 |
| 四五三 | 五三・七 | 五五 | 三三・三 |
| | | | |
| 公用事業股 (三九種) | | 產業股 (二六五種) | |
| 種數 | 百分比 | 種類 | 百分比 |
| 三二 | 八二・一 | 一〇七 | 六四・九 |
| 四 | — | 二 | 一・二 |
| 一〇・二 | — | 一五 | 九・一 |
| 一二・八 | — | 五五 | 三三・三 |
| | | | |
| 合計 (二〇四種) | | 合計 (二〇四種) | |
| 種數 | 百分比 | 種數 | 百分比 |
| 一三九 | 六八・一 | 一三九 | 六八・一 |
| 二 | 一・〇 | 二 | 一・〇 |
| 一九 | 九・三 | 一九 | 九・三 |
| 六〇 | 二九・四 | 六〇 | 二九・四 |

然則保護條項之設立，需合實際。如以議決權授人時，無議決權之優先股並無損失，自無保護價值。若優先股亦有議決權者，則應有保護之必要。

如前所述，股東投資之主要目標在於享受公司利益之分配。故設置保護條款，主要者亦在於保護股東應得之利益分配。故今日歐美各國，頗多實行保息制度者。以決定之保息方法作為發行股份時之一種號召，於是有保障優先股 (Protected Preferred Stock) 及保證股 (Guaranteed Stock) 之運用。

保障優先股者，即於給付優先股息之後，尚未給付普通股股息之前，先就公司利純中提出一部份，以為特別準備金 (Special Surplus Account)，以後凡遇公司營業不振，無法照章給付優先股股息時，即以此項準備金支付而補足其應付之額定股息，故有償補基金 (Sinking Fund) 之稱。此項補償基金之設定，應預定一限額。如已提存足額，即停止再提。以後如補償而又發生不足額時，則得續提補足其額定之數。凡於發行優先股時附以此項保障辦法者，故有保障優先股之稱。惟其提存之方法，各公司微有不同。試以美國之 May

Department Stores Co. 爲例。該公司之七厘優先股，附有保障條款。故於發行後次年度起，規定於支給普通股息之前，應每年提存補償基金十萬美元。而以四十萬美元爲限。在未提存足額時，普通股股息暫按四厘計算，如先提存十萬美元，繼又給付普通股股息四厘後，尙有餘額，仍得提充爲補償基金，至額定之四十萬美元足數後爲止。如四十萬補償基金經已提足，嗣因補償而又減少。假定減少額爲二十萬美元，則下年度應先提存二十萬美元後方可支付普通股股息（註二）。

至於保證股者，係一公司內之股份全部或一部，由第三者負保息或保價之責任。此種被保證之股份，謂之保證股。所謂第三者，或爲政府，或爲他公司，或爲公司內部之舊股東，或由專營保證業務之公司。所謂保息，即擔保公司營業不論如何虧損，其股份仍可照章取得其額定之股息。所謂保價，即由第

三者負責擔保；在一定時期內被保之股票價格跌落至一定程度時，即由擔保者負責補償之。此種保價之補償，大都用照原價收買之方式辦理。

八一三戰事發生後，我國政府當局爲獎勵資金內移，開發西南，建立特種工業計，特採行種種獎助辦法，保息制度之確立，亦爲其中之一策。據民國二十七年六月修正施行之特種工業保息及補助條例十五條內，第一條規定得受保息之工業範圍，第二條規定實施保息之辦法，第三條爲呈請保息之辦法，第四條爲新工廠之呈請保息辦法。其要點爲：

(一) 凡國人所辦而實收資本一百萬元以上之下列工業，均得呈請保息或補助：

1. 製造各種原動力機者。
2. 製造各種電機者。

3. 製造各種工作機器者。
 4. 冶製各種金屬材料者。
 5. 採煉各種液體燃料者。
 6. 製造各種運輸器材者。
 7. 其他經政府認為應予保息或補助之重要工業。
- 限。
- (二) 保息之限度，實收資本年息五厘，債票年息六厘，至多以七年為

(三) 凡呈請保息者，除備具呈請者載明下列各事：

1. 工廠之種類及名稱，
2. 董事經理或廠主及負責辦理技術事項主要職員之履歷，
3. 工廠及總辦事處所在地，

4. 資本定額及實收額，

5. 製造種類，及每年之產額與銷售情形，

6. 原料名稱，產地，及每年用量。

同時應附造財產目錄及資產負債表，製造方法及製品成本計算之詳細說明書，全部機器裝製設計書，工廠建築圖，各種註冊及登記證件，呈請經濟部核辦。

(四) 凡新成立之工廠，經呈准保息者，其保息以正式出品之日起實行。又據同年十二月公佈施行之非常時期工礦業獎助暫行條例第五條規定，關於保息之開始日期，除以正式出品之日為開始日期外，對於雖無正式出品，但工廠業已開始建廠，或礦場業已施工者，凡經核准保息者，得由通知之日起保息。惟在未有正式出品前之保息，不得逾一年。期滿猶無正式出品，即停止保

息。此外又據同時公佈施行之非常時期華僑投資國內經濟事業獎勵辦法第三條之規定，則凡經濟事業內華僑資本佔總額六〇%以上者，卽有呈請資本及債票之保息權利。然其保息辦法，則與前述者同。

(註一)同上章註。 P. 191.

(註二) Charles W. Gerstenberg, 前揭書, P. 138-140.

第十三章 無面值股

第一節 歷史

歷來各公司發行之股票，均有一定之票面價額；公司法內且亦有此項規定。惟自美國於一九一二年以法律認可無面值股票以來，美國各公司即頗多無面值股份之發行，而今日尤為盛極一時。據 Dewing 氏調查統計，一九一五至一九三二年間資本一千萬以上之美國各公司所發行之無面值股，其佔全部股份之比重增大形增加。一九三〇至三二年間所發行之股票，無面值者佔同時發行之股份總數之比率，公用事業公司方面竟佔百分之百，一般產業公司者亦佔百分之七十五；合計佔百分之八十五以上（註一）。

無票面股份之盛行，雖係近年間事，然其起源，由來頗早。如今日德國之法律，雖禁止無面值股之發行。然同國一八六五年之有關礦業公司之法律內，已有無面值股之承認(註二)。如美國以法律認可無面股雖係一九一二年事，然其 East Boston Co. 於一八三三年設立時所發行之股份，即係十五萬股之無面值股。又如 Adams Express Co. 亦依十二萬股無面值股而於一八五四年設立者。一八九九年時，塞臣(Francis Lynd Setson)氏於美國產業委員會(United States Industrial Commission)上曾發表意見，以為股票所應表示者，為對於公司財產之比例，並無表示任何貨幣價值之必要(註三)。一九〇六年之 New Hampshire 律師公會，一九〇七年之 Illinois 律師公會席上，夏巴脫(Edward M. Shepard)氏先後主張發行無面值股票之必要(註四)。一九〇八年紐約第二區公用事業委員會席上，同會會長史蒂芬司(F. W. Stevens)氏列數無面值股票

之優點，同時紐約律師公會且組織委員會，由史汀生、夏巴脫等爲委員，起草紐約州新公司法草案五條，規定一般事業會社得發行無面值之普通股；而提出一九〇九年之議會，當時雖經兩院全體贊成，嗣因課稅上困難，由紐約州州長許士(Governor Hughes)提出異議，卒被推翻。其後該委員會不以否決而罷議，每年議會舉行時，均將該案提出，至一九一二年方獲通過，並經紐約州長認可，於是正式取得法律上之地位。自紐約州成立此種法律後，其他各州，即相繼仿行，至於今日，已遍及全美各州(註五)。

所謂無面值股，美人稱 No-Par-Value Stock，或 No-Par Stock，英人稱 Shares Without Par Value，德人稱 Quotenaktie Nennwertlose Aktie, Aktie Ohne Pariwert，即並不規定每股金額之特殊股份。依股份之原理言：公司之股票，除定有股息年率之優先股外，本無票面價格以資爲憑之可能。因公司營

業，盈虧無定，今日盈賺較昨日增減，並無標準可斷。營業上之盈虧既無從確定，則股票價值之增減，乃屬自然結果。股票雖有票面價值之規定，實不足憑信。股份之性質，原在表示公司權利之一部分。是以無面值之股票，較有面值之股票，猶為適用。

第二節 發行方式

無面值股份之發行，可有二種方式。

(一) 規定發行價格之無面值股(Stated Value No-Par Stock)雖不規定每股金額，但其發行時，定有最低價格(Minimum Issue Price)之限制。其最低之發行價格，公司雖可自由規定，但不能低於當地政府法律上之規定。如 Illinois 州之法律，即規定無面值股之發行價格，最低不得小於五美元之內。

惟該州法律，又同時定有一最高價格之限制，不能作超額之發行。但就一般而論，無面值股之規定發行價格，亦輒較有面值股份之面額為低。

(二) 不規定發行價格之無面值股 (True No-Par Stock) 既無面值，又不規定發行價格；股票票面，對此全無定款。故其發行時，得自由作價，不受任何約束。惟設立公司，非有額定資本不可。是以此項股份之實收金額的總數，應全體作為公司之額定資本；或由公司規定其中一部份，作為額定資本。公司於發行此項股份時應予規定。如公司並無此項規定，則依當地之法律。如當地州法亦無此項規定，則其實收股款之全部，作為額定資本論。

依我國公司法規定，股份金額，應有規定，故無面值股之發行，在我國則屬禁止之列。

第二節 無面值股之利弊

發行無面值股之利弊，可就公司、股東、及債權者三種立場評估之。

(甲)就公司之立場觀之，有利者：一、調遣資本較易；二、整理財務及合併公司時計算上方便；三、可充管理人股之發行；四、因發行價較低，可促進股份之分散於多數股東，而避免其為少數人所控制；五、可增大優先股之發行額（因優先股之發行額，常受普通股發行額之限制。無面值普通股之發行價格常較普通面值股為低，則優先股之發行額亦便於增大）；六、會計處理上單純化；七、可無高估公司資產之必要；八、無面值發行金額之一部規定為資本，餘即可充公積金，以增大公司之實力；九、對實物出資或勞務出資者，給以無面值股較為兩便。但亦有其不利之處，如一、發行技術上的困難；二、依美國

稅法，無面值股多作百元面值以爲課稅標準；如其發行價格低於百元時，即多增其稅負；二、會計處理上對於資本及公積金之劃分困難；三、整理財務或與他公司合併時，有消滅其公積金之危險。

(乙)就股東之立場言：有利部分爲一、股份之評價，可由股東規定；二、無追加繳股之可能。其不利之點爲一、財產出資或勞務出資者，有評價過大之危險；二、股息分配率不安定；三、發行時民衆易於受欺；四、若分數次發行無面值股，則其價格自必不一致，是以股東易起待遇不等之感。

(丙)就債權者之立場言：有利之點爲一、因發行易，故債權之擔保力大；二、無高估資產之危險；三、無面值股票市價之上落，自然表示公司之信用狀態。然亦有其不利之處，即因資本與公積金之劃分不明晰，故債權擔保力亦因之不明顯。

- (註一) Arthur Stone Dewing, A Study of Corporation Securities, 1934, P. 66.
- (註二) Edward M. Shepard, Corporate Capitalization and Public Morals, 1907.
P. 49.
- (註三) Report of The United States Industrial Commission, 1900, Vol. 1, P. 976.
- (註四) Report of The Illinois Bar Association, 1907. Part II, P. 29-60
- (註五) Albert I. Harno & Raymond F. Rice, No-par Value Stock, 56 Am. L.
Rev. 321.

第十四章 後取股與 Bonus Stock

後取股(Derferred Shares)，因其享受利益分配之順序，較普通股爲遲，故名。此種股份，盛行於英國，主要者乃對發起人及管理人而發行，故又有發起人股(Founders' Shares)、管理人股(Management Shares)之稱。

惟美國之發起人股或管理人股，未必有後取之規定。換言之：美國之此項股份，對於公司利益之分配順序，常與普通股處於同等地位，但大都採用無面值股份之形式。每於公司發行優先股或公司債時發行之，用以給予公司之管理人，作爲薪給以外之特別酬勞，而與普通股享受同等之派息權利。此種股份，稱之曰 Bonus Stock。

後取股之分配公司利益，處於普通股之後，同一公司有優先股，普通股之

發行者，則後取股之派息居於第三位。蓋所謂後取，乃指後於普通股而言。如同一公司祇有普通股而並無優先股者，則所謂後取股，實與發行優先股之公司內的普通股地位相等。後取股分配利益之順序雖居最後，但非即劣等之意，甚或較普通股之利益尤為優渥。如英國某成衣公司之資本，乃由面值一磅之普通股一四七、五〇〇股，及面值一先令之後取股五〇、〇〇〇股所構成。分派利益時，普通股得先取定額股息六厘，其餘則由普通股與後取股平分之。在其發行此項後取股之計劃書內，曾假定某年之公司純收益為二四，〇〇〇磅，則普通股除先取額息六厘計八、八五〇磅外，復就餘額內分得二分之一的七五七五磅，共得一六、四二五磅，合面值一磅之普通股股息一分強。此際面值一先令之後取股五萬股（即面值共二五〇〇磅之後取股），亦分得七五七五磅，則其每股之合息達三分之一，遠較普通股為優厚。故後取股之派息程序雖屬殿軍，

但實益則不惡。此種後取股，我國有稱之爲「紅股」者，殊屬確當。因後取股於普通股開派定額股息後，再行參加分派其餘額，此項餘額之性質已與紅利相同。我國之上海華商電氣公司，閘北水電公司，浦東電氣公司等，均有紅股之發行，皆規定於提取普通股官利後之紅利部份內分配之。但一般之產業公司，絕少發行紅股者。

第十五章 特殊股份

在英國尙盛行一種名爲 *Debenture Stock* 者，相當於美國之先取優先股 (*Prior Preference Stock*)，但美國並無 *Debenture Stock* 之名。此項股份，對於公司利益及殘餘財產之分配，均具有優先權；且都附以累積及表決權之條項。股東於該項股份發行後若干年起，得要求公司按章分期發還其股款，至股款全部發還時註銷其股權，故又可謂爲公司債之一種變形。如 *E. I. Du Pont de Nemours & Co.* 發行之附表決權 *Debenture Stock* 一千萬美元，及無表決權 *Debenture Stock* 一億五千萬美元，卽其代表。該項股份，額面均一百美元，官息六厘，具累積優先權，股東得於該項股份發行後五年起，要求公司於每年一月二十五日發還其股東二五%。附有表決權之股東，凡當股息延付六

個月後，即可行使其獨占表決權(Sole Voting Power)。如公司某會計年度之收益，不達派息六厘時，即屬無表決權股，亦得行使表決權，故亦可謂為條件的表決權股或臨時表決權股。

英美公司法認可公司得以某種理由，收買其所發股票之一部，而作為公司所自有。此項被收買而歸公司所自有之股份，在會計處理上稱之為庫藏股(Treasury Stock)，作為公司財產之一部。此項股份上附有之一切權利，如派息權，表決權，優先權等等，原則上依然存在。故對未收回之此項同類股份之股東權利，未免有所妨礙。依我國公司法第一一九條規定：公司不得自將股份收買或收作抵押，故此項股份，不為我國法律所許可。

此項股份之發生，大多發生於財產出資以抵充股本之時。或因募股不足額而即須開業，乃將抵充股本之財產，高估其價值而多給以股票，復以此多給部

分的股票，由股東以贈與形式，贈與公司，而作公司所有。公司乃將此項股票，作為公司自有，而存入金庫，俾不與法律抵觸。歐美各公司對於鑛山權，發明權之抵充股本者，大都以高估其價值之方法，使公司亦得從中取得其一部分股份。

此項股份之另一種發生理由，在於公司對發起人管理人等發行 Bonus Stock 之時。公司如遇流動資金不足時，每以發行 Bonus Stock 之紅股為名，復由發起人或管理人將此項股份贈與公司，俾公司自由處分，以資調度。因庫藏股既為公司財產之一部，公司當有自由處分之權。則凡因成於流動資金不足而發行之此項股份，其處分方法必然採用出售（甚至低於票面之價格出售）之方式，而謀取得其資金。此項股份一經出售，即與同類之其他股份無異，不復作為庫藏股矣。

第一次歐戰後之德國，因防止外國資本之侵入，乃有一特種股之發行。此項股份之發行目的，旨在擁護公司現有支配者之支配權，故其議決權之行使，須依公司支配者之意旨，因之投資於此項股份之股東實質上不過在於收取其股息與股票買賣上之市價差益。因之若干此項股份之股東，常將此項股份寄存公司，委託公司加以處分，凡因出售而發生之利益，歸原股東所有。如不出售時，原股東得照常收取股息。此項股份之所有權，因係股東或公司外之第三者所有，非如庫藏股之係公司財產之一部，故德人名之為換價股(Verwertungsk-tien)。

此項換價股，不僅發生於議決權股發行時，若干公司為準備未來增資上之方便，常於先前發行其他股份時即同時增發一部分。此項增發之股份，不論其出售與否？皆寄存於公司，俾公司相機處分之。凡未發行之部份而寄存於公司

者，稱未發行股(Unissued Stock)；公司並未因此而收得其股款，於公司財政上之貢獻，必須待其出售後方可發生。如業已發行，但購置此項股份之股東，係暫時墊款性質；如有他人投資，原股東即須收回因認購該股份而墊付之款項者，則此項未出售前之股份寄存於公司時，實即換價股之一種，然亦有以貯藏股(Vorratsaktien)名之。

股份係公司資本總額之均分單位，每股之價值應與其公司所有之資產價值相等為原則，自不待言。但一般公司因募股計劃之未能如願以償，或發起人管理人等之投資實力實際上不能在公司內取得其支配地位時，則常有高估其抵充股本之財產價值，或假裝股款繳足而實則並未繳足等方法，而多給以股票。此項股票之實際價值，自不及其面值；但與面值相等之其他股份同等待遇；故有名之為攙水股(Watered Stock者)。如某公司規定股本為百萬元，實際募得之

股款僅八十萬元；公司乃以其抵充股份之財產價值高估二十萬元，作為股本業已全部募足，是則此百萬元額定資本內，二十萬元即係攙水之部分。此項股票如面值定為百元者，其實際價值則不過八十元，此外二十元即因攙水之價格。我國公司法對於此種攙水辦法，絕對禁止；但事實上則極難避免。