

科创板差异化表决权的治理模式及规则重构

彭雨晨*

摘要:私人秩序和公共秩序是差异化表决权的两种治理模式,两者在规则实践、法理基础等方面迥然不同。虽然我国科创板选择了公共秩序治理模式,但是关于何种治理模式更佳的探讨并未停止。追根溯源,两种治理模式的区别产生于二者对投资者理性程度和其他情景因素的不同假设。结合我国科创板市场的实际情况,遵循匹配治理理念,私人秩序才是科创板差异化表决权的最佳治理模式,这一模式不仅具可行性和有效性,更具有必要性。据此,对科创板现有治理规则体系应以是否限制投资者选择自由为依据予以重构。

关键词:科创板 差异化表决权 私人秩序 公共秩序 匹配治理

根据科创板关于差异化表决权的相关规定,科创板上市公司的股份可以分为普通股份和特别表决权股份两类,除特别表决权股份每股享有的表决权多于普通股股份外,两类股份的其他权利完全相同。^①这意味着在目前科创板语境下,差异化表决权仅指学理上所谓的双层(重)股权结构(dual-class share structure)中的表决权安排。^②差异化表决权可能带来严重的公司治理风险,^③因此对其有非常强烈的反对

* 北京大学法学院2018级经济法法学博士研究生。

① 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.4条和第4.5.5条。

② 由于科创板语境下的差异化表决权和双层(重)股权含义相同,下文为保持一致性,将双层(重)股权统一称为差异化表决权。不过也有学者认为,差异化表决权可以囊括所有不同于一股一权原则的表决权安排。参见朱慈蕴、[日]神作裕之:《差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角》,载《清华法学》2019年第2期。

③ 比如参见郭雳、彭雨晨:《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2019年第2期。

声浪。^①但是差异化表决权也具有不容忽视的优点,^②因此很多国家或地区早已实施了差异化表决权制度。^③

尽管关于差异化表决权利弊及治理的讨论仍是众说纷纭、尚无结论,但是在全球交易所激烈竞争上市资源和内地科创类公司纷纷赴域外上市的背景下,我国也于2019年年初放开限制,允许此类公司在科创板上市。目前国际上关于差异化表决权的治理模式主要分为两种:允许上市公司自行设计治理规则的私人秩序(private ordering)治理模式和交易所统一制定治理规则的公共秩序(public ordering)治理模式。虽然我国科创板选择了公共秩序治理模式,但是关于何种治理模式才能达到最好治理效果的探讨并未停歇。鉴于此,本文在分析差异化表决权两种治理模式的规则差异、理论分歧的基础上,总结出市场环境与管理模式相匹配的治理理念,并重点讨论科创板差异化表决权适用私人秩序治理模式的可行性、有效性和必要性,证成私人秩序才是科创板差异化表决权的最佳治理模式,最后提出了科创板差异化表决权规则体系的重构建议。

一、差异化表决权两种治理模式的规则实践与法理基础

私人秩序治理模式和公共秩序治理模式是应对差异化表决权治理风险的两种方式,前者推崇自治,后者主张管制,因而这两类治理模式的规则实践大相径庭,旨趣殊异,对交易所到底应该选择何种治理模式素来存在很大争议。追根溯源,两种治理模式之所以会针锋相对,是因为它们的理论基础迥然不同。

(一) 两种治理模式的概念解读

私人秩序是一种基于公司自治理念而生的公司治理模式,认为公司治理秩序应该由公司利益相关方供给。不过,公司治理秩序也可以由超然于公司之外的监管者提供,本文将这种治理模式称为公共秩序治理模式。事实上,更多的国家或地区求助于这种监管者提供的公共秩序来解决差异化表决权产生的治理风险。

^① 比如长期反对差异化表决权的美国机构投资者协会(CII)2018年致函交易所要求制定日落条款对差异化表决权加以必要限制。See Council of Institutional Investors, "Dual-Class Stock", Accessed July 14, 2019. https://www.cii.org/dualclass_stock.

^② 比如参见汪青松、肖宇:《差异化股权制度东渐背景下的中小股东保护》,载《投资者》2018年第3期。

^③ See Tatiana Nenova, "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 2003, p. 327.

1. 私人秩序治理模式的含义解释

私人秩序治理模式是公司治理标准样式之一,在公司法语境中,私人秩序治理模式意图通过公司股东、管理层等自主协商公司治理规则,^①从而形成有序的公司治理状态,监管者则对此保持尊重且不干预的态度。良好运行的私人秩序治理模式可以达到量公司之体裁治理之衣的效果,^②从而为每家公司制定出符合其特性的治理规则。

私人秩序治理模式在规则设计上有两个最显著的特点。一是尽可能少地设置强制性规则。^③按照法律效力强弱的不同,公司法规则一般分为赋权性规则、缺省性规则和强制性规则。^④私人秩序治理模式多使用缺省性规则为公司治理提供规则指引,以节省各方的交易成本,^⑤也常使用赋权性规则方便公司利益相关方自由议定规则细节。二是尽可能少地设置事前(ex ante)规则,^⑥私人秩序治理模式不希望给公司利益相关方的自治设置过多事前障碍,而是期待当公司自治产生危害时,公司法能于事后(ex post)矫正之。^⑦这些特点表明私人秩序治理模式笃信自由协商能够创造最佳治理规则,法律规范应尽量维护而非限制此种自由。

2. 公共秩序治理模式的概念界定

公共意指“属于社会的,公有公用的”,^⑧公共秩序本意为社会秩序。但在公司治理领域,本文所称的公共秩序侧重于强调公司治理秩序规范的提供者,所谓“公共”则是指公司团体之外的权力组织,包括立法机关或者交易所等。^⑨公共秩序治理模式具有鲜明的管制主义色彩,是一种由监管者统一制定普遍适用的公司治理规则而达至

① See The Activist Investor, “What is Private Ordering?”, Accessed July 14, 2019, http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Blog/Entries/2015/9/29_What_is_Private_Ordering.html.

② See Troy A. Paredes, “Statement at Open Meeting to Propose Amendments Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations”, Accessed July 14, 2019, <https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch052009tap.htm>.

③ 基于公司合同理论的私人秩序治理模式甚至认为公司内部关系不应由强制性规则决定。参见[美]R. W. 汉密尔顿:《公司法》,刘俊海、徐海燕注,汤树梅校,中国人民大学出版社2001年版,第7页。

④ See Eisenberg, Melvin Aron, “The Structure of Corporation Law”, *Columbia Law Review*, Vol. 89, 1989, p. 1461.

⑤ 参见伍坚:《论公司法上的缺省性规则——兼评新〈公司法〉相关规定之得失》,载《法学》2007年第5期。

⑥ See Jonathan G. Rohr, “Corporate Governance, Collective Action and Contractual Freedom Justifying Delaware’s New Restrictions on Private Ordering”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 41, 2017, p. 821.

⑦ See Elisabeth de Fontenay, “Individual Autonomy in Corporate Law”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 8, 2018, p. 186.

⑧ 商务国际辞书编辑部编:《现代汉语词典》,商务印书馆国际有限公司2018年版,第268页。

⑨ 国内首次在公司治理领域使用公共秩序的学者是蒋大兴教授,但是本文与其对公共秩序的界定存在一定差异,本文侧重于法律、交易所规则层面提供的公共秩序。参见蒋大兴:《论公司治理的公共性——从私人契约向公共干预的进化》,载《吉林大学社会科学学报》2013年第6期。

有序治理状态的公司治理标准样式。蒋大兴教授认为现代公司法的公共秩序治理模式体现出三大特征:股东地位下降而其他利益相关方地位增强,公司治理中契约安排的作用变弱而公共规范的作用变强,外部监管在公司治理中发挥着很大作用。^①

公共秩序治理模式体认到囿于信息不对称和有限理性等原因,公司自治会存在较大缺陷。而外部监管者具备理性,地位超然、信息充分,其所制定的治理规则能够更好地实现各方利益的平衡。因此,公共秩序治理模式下的规则设计体现出如下三个特点:一是由法律或交易所规则等外部公共规范对某项公司治理事项统一作出安排;二是相关治理规范一般细致完善以避免规则漏洞;三是相关治理规范一般为强制性规则,上市公司不可选择不适用或者变更适用。

(二)两种治理模式的规则实践

将私人秩序作为差异化表决权治理模式的典型国家为美国,其主张以监管层面的“少为”达到差异化表决权治理的“大治”,更多国家或地区则选择了公共秩序治理模式。本文将结合美国和我国科创板的相关历史和规则,阐述两种治理模式的规则实践。

1. 私人秩序治理模式的美国实践

从历史维度看,早期美国各大交易所的差异化表决权治理模式各不相同,但是随着竞争加剧和对差异化表决权认识的不断深入,各大交易所最终还是都选择了私人秩序作为差异化表决权的治理模式。

最早采用差异化表决权的美国上市公司出现在1898年,^②刚开始这类公司并未受到任何针对性监管,可见美国交易所一开始便选择了私人秩序治理模式。不过这一状态之后发生了变化,19世纪20年代不少公司上市时意图发行无表决权股份,这引发了美国社会对差异化表决权的强烈批评,纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)便于1926年决定上市公司须遵循一股一权原则。^③尽管如此,美国证券交易所(American Stock Exchange, AMEX)和纳斯达克证券交易所(National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ)仍然遵循私人秩序治

^① 参见蒋大兴:《论公司治理的公共性——从私人契约向公共干预的进化》,载《吉林大学社会科学学报》2013年第6期。

^② 参见香港交易所:《研究报告:双重股权架构与生物科技行业的上市制度改革》,载香港交易所官网:https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201804_c.pdf?la=en,最后访问日期:2019年7月14日。

^③ See Louis Lowenstein, “Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson”, *Columbia Law Review*, Vol. 89, 1989, p. 982.

理模式应对差异化表决权,未禁止该类公司上市。其中,NASDAQ 不加任何限制,^① AMEX 则规定有禁止发行无表决权股票等部分限制。^②

进入 20 世纪 80 年代,第四次并购浪潮兴起,敌意收购大量发生。^③ 不少上市公司采用差异化表决权作为对抗敌意收购的有力武器。^④ NYSE 于是试图再次拥抱差异化表决权,以提升自身相对于 NASDAQ 和 AMEX 的竞争力。^⑤ 为避免“朝底竞争”问题,美国证监会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 出台了规则 19c-4,统一差异化表决权的治理规则。规则 19c-4 是私人秩序治理模式的又一体现,奠定了美国之后治理差异化表决权的规则基础。该规则允许公司上市时采用差异化表决权结构,但是限制公司在上市后选用差异化表决权结构。^⑥ 除此以外,该规则未作出过多实质限制。

尽管规则 19c-4 出台不久即因故被法院认定为违法而失效,^⑦但是三大交易所仍然将规则 19c-4 的精神纳入各自的上市规则之中。^⑧ 目前美国主要交易所全都将私人秩序作为差异化表决权的治理模式,交易所允许已有差异化表决权安排的公司上市,对差异化表决权的具体安排不予干预,但是限制公司上市后再改采差异化表决权结构,同时明确规定公司上市后不得采取其他任何损害普通股份持有人表决权的措施。^⑨

^① See Daniel R. Fischel, “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock”, *University of Chicago Law Review*, Vol. 54, 1987, p. 120.

^② See Am. Stock Ex. Guide (CCH) § 122 (1985) and Two Class Issues Listed on the Amex, American Stock Exchange, Resource Investment Banking Services (June 1, 1986), cited in Roberta S. Karmel, “Qualitative Standards for ‘Qualified Securities’: SEC Regulation of Voting Rights”, *Catholic University Law Review*, Vol. 36, 1987, p. 820.

^③ 参见[美]帕特里克·A.高根:《兼并、收购和公司重组》,顾苏秦、李朝晖译,中国人民大学出版社2017年版,第54页。

^④ See Stephen M. Bainbridge, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4”, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 69, 1991, pp. 565-566.

^⑤ See Jeffrey N. Gordon, “Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, *California Law Review*, Vol. 76, 1988, p. 5.

^⑥ See 17 CFR 240.19c-4 (1990) – Governing certain listing or authorization determinations by national securities exchanges and associations.

^⑦ See *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D. C. Cir. 1990).

^⑧ 参见王灏文:《美国类别股法律制度探源:背景、进程及内在逻辑》,载《证券法苑》2018年第2期。

^⑨ See NASDAQ Equity Rules IM-5640, “Voting Rights Policy”, Accessed July 14, 2019. http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.aspx?selectednode=chp_1_1_1_1&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq-equityrules%2F. See also NYSE Listed Company Manual 313.00 Voting Rights, Accessed July 14, 2019. <http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.aspx?selectednode=chp%5F1%5F4%5F12%5F7&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm%2Dsections%2F>.

2. 公共秩序治理模式的规则设计

我国科创板关于差异化表决权的规则设计即适用公共秩序治理模式的典型例证。中国证监会在《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第7条中搭建起差异化表决权的治理框架,并授权上海证券交易所(以下简称上交所)据此制定关于差异化表决权的具体治理规则。^① 上交所则在其发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《科创板上市规则》)中以1节的篇幅从差异化表决权的设立、运行和退出三个方面对表决权差异安排下的公司治理规则作出了详细规定。^②

在设立阶段,《科创板上市规则》一方面将设立差异化表决权视为股东会特别决议事项,并将差异化表决权的设立时间限制在上市前;^③另一方面限制特别表决权股份持有人身份,特别表决权股份持有人需满足“特别贡献”和“持续担任董事”两个条件。^④ 此外,《科创板上市规则》规定特别表决权股份比例不得低于公司全部已发行有表决权股份的10%,特别表决权股份每股享有的表决权不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。^⑤ 在运行阶段,科创板上市规则在以下五个方面对差异化表决权作出了限制:一是公司上市后禁止特别表决权股份所占比例或者表决权倍数超过原有水平;^⑥二是设定普通股份最低比例,保障普通股份持有人召开临时股东大会的权利和提案权;^⑦三是明确列举部分特殊事项,对其需回归一股一权进行表决;^⑧四是要求持续披露差异化表决权相关信息;^⑨五是明确禁止滥用特别表决权。^⑩ 在退出阶段,《科创板上市规则》明确列举4种情形作为差异化表决权的退出机制的触发事件。^⑪

(三)两种治理模式的法理基础

私人秩序治理模式由公司合同理论衍生而来,它以自由主义为理论根基。公共秩序治理模式则秉承法律父爱主义观念,认为应以监管干预克服公司自治失灵的

^① 参见《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第7条。

^② 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4章第5节。

^③ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.2条。

^④ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.3条第1款。

^⑤ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.3条第2款和第4.5.4条第2款。

^⑥ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.6条第1款、第2款。

^⑦ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.7条第1款。

^⑧ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.10条。

^⑨ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.11条和第4.5.12条。

^⑩ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.13条第1款。

^⑪ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.9条。

问题。

1. 私人秩序治理模式的理论依据

私人秩序治理模式的直接理论来源是公司合同理论(Contract Theory),该理论是自由主义思潮在公司法中的投影,而自由主义则以理性主义为其正当性基石。

法律经济学与公司法的结合产生了公司合同理论,^①该理论将公司看作“一系列合同关系的联结”(a nexus for a set of contracting relationships)。^② 股东只是其中提供股权融资并享有剩余索取权的合同当事方,公司债权人、公司员工等也都只是其他类型公司合同的当事方,公司管理层则处于各类合同关系的中心位置。^③ 包括公司治理规则在内的各类公司合同的具体条款由合同当事方协商产生。^④ 由此可见,私人秩序治理模式推崇自由主义,它尊重当事方的意思自治,允许公司的利益相关方自主协商、自由设计公司内部治理规则,监管者原则上不需施加强制性干预。

个人自由得以被尊重的前提是个人理性假设。^⑤ 法律规则设计的前提是假定作为主体的“人”具有充分理性。这一假定很大程度上受到了伦理学上“人”的概念的影响,伦理学上的“人”“有能力在给定的各种可能性的范围内,自主地和负责地决定他的存在和关系,为自己设定目标并对自己的行为加以限制”。^⑥ 据此,法律假定每个人都是“自身利益的最佳判断者”。^⑦ 其知晓自己的真实所需,具备足够理性对其行为作出利弊得失判断。在这个意义上来说,个人自由应当得到尊重,因为每个人的行为都是最能满足其欲望的选择。因此,私人秩序可以说是公司法最为良善的治理模式。就公司治理规则的选择而言,监管干预不可能比私人秩序更好。^⑧

2. 公共秩序治理模式的理论支撑

支持公共秩序治理模式的理论为法律父爱主义,而市场失灵理论和行为金融学理论则是法律父爱主义得以成立的坚实基础。

① 参见罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第21~22页。

② Michael C. Jensen, William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, p. 310.

③ 参见[美] R. W. 汉密尔顿:《公司法》,刘俊海、徐海燕注,汤树梅校,中国人民大学出版社2001年版,第6~7页。

④ See Jonathan R. Macey, “Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective”, *Cornell Law Review*, Vol. 84, 1998 - 1999, p. 1272.

⑤ 参见胡田野:《公司法任意性与强制性规范研究》,法律出版社2012年版,第64页。

⑥ [德]卡尔·拉伦茨:《德国民法通论》,王晓晔等译,法律出版社2003年版,第45~46页。

⑦ 郭春镇:《法律中“人”的形象变迁与“人权条款”之功能》,载《学术月刊》2010年第3期。

⑧ See Lucian Arye Bebchuk, “Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments”, *Harvard Law Review*, Vol. 102, 1989, p. 1827.

法律父爱主义,英文是“Legal Paternalism”,也常被称为法律家长主义,^①其含义是法律可以为了当事人的利益而强制干预其行为。^②此时,无论当事人是否愿意,他都没有选择的自由。根据对个人自由的尊重程度的不同,学界一般将法律父爱主义分为软性法律父爱主义和硬性法律父爱主义,^③前者认为在当事人因故实际作出的选择违背其真实意愿时,可以使用强制性法律规范矫正个人自治的不足;^④后者主张不论当事人的真实意愿是什么,都应该使用强制性法律规范禁止当事人作出其他选择,因为该规范才是当事人的最佳选择。^⑤不过,软性法律父爱主义的观点在很大程度上契合自由主义的意涵,因此,有学者认为将其归为法律父爱主义其实并不恰当。^⑥

法律父爱主义的理论源泉之一是市场失灵理论。典型的市场失灵现象包括垄断、外部性和信息不对称等问题。^⑦ 这些问题会造成市场机制低效配置资源,一般无法通过私人协调的方式予以解决,因此,需要国家干预以维护个人利益和公共利益。法律父爱主义的另一理论来源是行为金融学理论。该理论通过实验证明很多因素会干扰当事人的理性决策,比如“确认偏差”会使当事人在信息充分时也难以作出不带感情色彩的判断。^⑧ 此时,强制性法律规范能够弥补当事人的理性缺陷,避免其受损害或者让其获得更多收益。

二、匹配治理的理论提炼与科创板适用私人秩序治理模式的可行性

深入分析两种治理模式的法理基础会发现,它们的根本分歧是关于个人理性程度和模式适用场景的理论假设不同。在实践中,只有坚持匹配治理理念,结合证券市场具体环境妥当选用治理模式,方能达到差异化表决权的最佳治理效果。

(一) 理论基础:两种治理模式的理论假设分歧

根据前文对理论基础的梳理可以发现,私人秩序治理模式和公共秩序治理模式

① 比如参见孙良国:《法律家长主义视角下转基因技术之规制》,载《法学》2015年第9期。

② See Kalle Grill, “The Normative Core of Paternalism”, *Res Publica*, Vol. 13, 2007, p. 441, Available at Springer link, Accessed July 14, 2019, <https://doi.org/10.1007/s11158-007-9036-9>.

③ 参见孙笑侠、郭春镇:《法律父爱主义在中国的适用》,载《中国社会科学》2006年第1期。

④ See F. H. Buckley, *Fair governance: paternalism and perfectionism*, Oxford University Press, 2009, p. 14.

⑤ *Ibid.*, p. 15.

⑥ 参见[美] 乔尔·范伯格:《刑法的道德界限(第3卷):对自己的损害》,方泉译,商务印书馆2015年版,第15页。

⑦ 参见张守文主编:《经济法学》,北京大学出版社2014年版,第10页。

⑧ 参见[美] 弗兰克·B. 克罗斯、罗伯特·A. 普伦蒂:《法律与公司金融》,伍巧芳、高汉译,北京大学出版社2011年版,第82~84页。

最终的目标是统一的,都希望维护个体权益,实践公平正义。但因为两种治理模式的理论基础对个人理性和适用情景的认知不同,导致在手段层面出现了“自由达致正义”还是“干预达致正义”的分歧。

1. 个人理性的认知分歧

私人秩序治理模式和公共秩序治理模式产生理论分歧的逻辑起点是对个人理性的认知差异。私人秩序治理模式假定行为主体具有充分理性,公共秩序治理模式则假定行为主体仅具有有限理性。充分理性的行为主体在交易中能够自我保护,并实现多赢,自由主义思想、法律不干预理念自然是恰当的。而有限理性的行为主体在交易中处于脆弱状态,如若法律不干预,行为主体将受到损害,为实现公平和正义,法律父爱主义是必需品。可见,行为主体的理性程度与治理模式的选择密切相关。行为主体理性强,最好选择私人秩序治理模式;反之,则应选择公共秩序治理模式。

当然,不同行为主体的理性程度千差万别,同一行为主体面对不同事物的理性程度高低不同,学习和经验积累可以提升行为主体的理性程度。基于理性的这3个特质,抽象地空谈行为主体理性强弱是错误的。因此,在具体制度层面考虑选择适用哪种治理模式时,最关键的要是结合实际情况判断行为主体的理性程度。

具体到上市公司治理领域,理性程度需结合“对象”和“主体”两方面因素加以判断。所谓“对象”因素是指投资者理性所指向的对象,如某项公司决议或者某项具体制度。对象的类别不同,投资者理性的高低程度也会不同。不过,对理性程度判断影响最大的是“主体”因素。所谓“主体”因素是指投资者整体,单一投资者的理性程度参差不齐,选择治理模式时需结合整体投资者的平均理性水平加以判断。证券市场投资者大致可以分为机构投资者和散户投资者。机构投资者的员工普遍受过系统专业的金融教育,经验丰富,因此机构投资者有较强的分析能力和决策能力,理性程度非常高。而不同的散户投资者在金融教育、投资经验等方面相差较大,因此其理性程度也有天壤之别,不过从总体来说,散户投资者平均理性程度要远低于机构投资者。所以,在证券市场上,机构投资者占比高,则整体投资者理性程度高,反之则低。

2. 具体情景的认知分歧

除对个人理性认识有分歧外,两种治理模式的理论基础还在对具体适用情景的认知上存在分歧。在与公共秩序治理模式的理论对比中可以发现,私人秩序治理模式隐含着如下设定:行为主体处于高度竞争的市场中,能够获取充分信息,且司法救济途径方便快捷。

在高度竞争的市场中,行为主体方能有选择的自由,如果市场被垄断,行为主体就没有选择的余地,而且行为主体与垄断者地位、能力不对等,只能任其宰割。同理,只有在信息充分的情景中,行为主体才能综合运用已知信息作出准确判断,否则,行为主体将因为信息不对称而处于脆弱状态。此外,违约救济途径是否畅通高效也非常重要,如果违约救济低效,就可能会增加违约率,使行为主体权益更难以得到维护。

可见,私人秩序治理模式只有处在恰当的环境中才能有效运行。但是在社会实践中,市场竞争不充分、信息不对称和救济途径不完善等问题时有发生,公共秩序治理模式就是以此为理论背景,试图克服这些障碍,以更完善地保护行为主体的权益。

(二)理论阐释:匹配治理理念

依据前述分析,两种治理模式的理论假设都有一定道理。问题的关键是分辨行为主体的个人理性和具体情景更贴近哪种理论假设,并据此选择治理模式。因此,本文认为在选择差异化表决权的治理模式时应坚持匹配治理理念,结合现实环境,选择恰当的治理模式。依循匹配治理理念的逻辑,如果个人理性程度高,证券市场竞争较强、证券信息披露充分、救济途径运作高效,此时就应当选择私人秩序作为差异化表决权的治理模式。反之,如果个人理性程度较低,证券市场竞争不充分、信息披露和救济途径存在缺陷,差异化表决权产生的风险更容易成为现实,那就应该选择公共秩序治理模式予以应对。

事实上,考察美国、我国香港特别行政区关于差异化表决权治理模式的选择就会发现,上述理论推导契合国际证券市场实践。如前文所述,美国选择私人秩序作为差异化表决权治理模式,是因为美国证券市场在投资者理性和具体情景两方面都满足私人秩序治理模式的要求。首先,美国证券市场中机构投资者的持股比例超过93%,^①故投资者整体理性水平特别高。其次,美国证券市场吸引全球公司到美国上市,证券市场竞争充分,并建立了健全的强制信息披露制度。同时,美国完善的集团诉讼制度也为投资者提供了高效的救济渠道。^②我国香港特别行政区,香港交易所选择了公共秩序作为差异化表决权的治理模式。^③这一选择的正当性可以从投资者整

^① 参见荀玉根:《策略专题报告:A股与美股的市场结构对比》,载新浪财经网:http://vip.stock.finance.sina.com.cn/q/go.php/vReport_Show/kind/lastest/rptid/4411092/index.phtml,最后访问日期:2019年7月14日。

^② 参见郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》2009年第2期。

^③ 香港交易所应对差异化表决权的规则与科创板非常类似。参见《香港交易所主板上市规则》第8A章。

体的理性程度加以解释。2016年的统计数据显示,机构投资者和散户投资者在交易量方面的占比大约分别是五成和两成,而且香港证券市场正朝向散户化趋势发展。^①因此,我国香港特别行政区证券市场投资者整体理性程度可能与美国差别较大。依循匹配治理理念,香港交易所选择公共秩序治理模式可能更为妥当。

(三) 科创板差异化表决权适用私人秩序治理模式的可行性

私人秩序治理模式的有效运行依赖于许多前提条件,这也是为什么目前仅有美国较为完整地采用了私人秩序治理模式,而无论是新加坡还是我国香港特别行政区都不约而同地选择了公共秩序治理模式。依循匹配治理理念,本文认为科创板差异化表决权可以选用私人秩序治理模式,因为科创板在个人理性程度和其他具体情景因素方面具备所需条件,可以让私人秩序治理模式高效运作。

1. 科创板投资者整体理性程度较高

我国证券市场是一个高度散户化的市场,2017年自然人投资者在上交所累计开户为19,435.8万户,占比超过99.6%,交易占比约82%。^②由于散户投资者和机构投资者比例非常不协调,因此我国证券市场投资者整体理性程度较低。但是由于科创板实行投资者适当性管理,^③鼓励散户投资者借由基金渠道投资科创板上市公司。这一措施极大地提高了科创板投资者的整体理性程度。

科创板相关规则规定,散户投资者只有同时满足“证券账户及资金账户内日均50万资产”和“2年证券投资经验”这两项条件才能参与科创板交易。^④上交所的测算结果显示,按照这一标准,只有约300万户个人投资者才能参与科创板交易。^⑤再根据前文中2017年的数据计算,科创板适格散户投资者只占自然人投资者总户数的1.54%。其他散户投资者则只能通过相关基金投资科创板上市公司。这意味着绝大多数散户投资者都被排除在科创板之外。而且可以合理推测,能够拥有50万证券投资资产的投资者大部分应该具有较高的理性程度和较强的风险承受能力。同时“2

^① 参见郑磊:《香港股市的投资者结构》,载腾讯网:<https://new.qq.com/omn/20171225/20171225A0L00R.html>,最后访问日期:2019年7月14日。

^② 数据参见上海证券交易所编:《上海证券交易所统计年鉴2018卷》,载上海证券交易所官网:http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/yearly/documents/c/tjnj_2018.pdf,第529页、第531页,最后访问日期:2019年7月14日。

^③ 参见《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第3条、第4条。

^④ 参见《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第4条。

^⑤ 参见上海证券交易所:《上海证券交易所发布设立科创板并试点注册制配套业务规则答记者问》,载上海证券交易所官网:http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190301_4729501.shtml,最后访问日期:2019年7月14日。

年证券投资经验”的要求也进一步确保了参与交易的散户投资者的理性程度。因此,科创板通过大幅提高投资者门槛的方式彻底改造了投资者结构,使科创板投资者的整体理性水平达到了较高程度。

2. 科创板具备实施私人秩序治理模式的其他情景因素

如前文所述,证券市场竞争是否充分、信息披露是否全面和救济途径是否高效也是影响私人秩序治理模式可行性的的重要因素。根据科创板的发展前景和现有规则,科创板也符合这3项情景因素的要求。

首先,虽然科创板首批上市公司只有25家,但是已经有140多家公司提交了在科创板上市的申请。^①由于科创板采取注册制方式审核上市,相信科创板可交易的公司股票会迅速增多,市场竞争的充分性也将很快提升。

其次,科创板建立了较为完善的信息披露制度,确保信息充分披露。第一,我国证券市场已经建立了强制信息披露制度,现有信息披露规则也较为完善。第二,科创板实施注册制,而注册制是由投资者自行判断证券价值,^②这就要求信息充分披露,而科创板已经明确了“切实树立以信息披露为中心的监管理念,全面建立严格的信息披露体系并严格执行”的目标,^③这将确保投资者获得充分信息。第三,科创板信息披露制度设计也更为精细,比如《科创板上市规则》要求上市公司充分披露行业信息、公司个性化信息,方便投资者决策。^④

最后,科创板具备高效的司法救济渠道,中国证监会也加强了执法力度。就司法救济渠道而言,最高人民法院出台了保障科创板投资者权益的专门文件,极大地强化了对科创板投资者的专门保护力度。特别是文件中要求用好代表人诉讼制度、完善群体诉讼统一登记机制和建立多元化纠纷解决机制,^⑤这些制度措施的落实将有效解决证券共同诉讼耗时费力问题,提高司法救济效率。就证券行政执法而言,中国证监会近年来打击证券违法行为的力度不断加强。从图1中的统计数据可以看出,中国证监会每年作出的行政处罚案件数量虽有起伏,但是整体呈现明显上升趋势。证券违法行为因而受到了有力打击。

^① 参见上海证券交易所:《关于科创板首批公司上市安排的答记者问》,载上海证券交易所官网:http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c_20190705_4858654.shtml,最后访问日期:2019年7月14日。

^② 参见陈洁:《科创板注册制的实施机制与风险防范》,载《法学》2019年第1期。

^③ 《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》第13条。

^④ 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第5.2.1条、第5.2.2条。

^⑤ 参见《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》第13条、第15条、第16条。

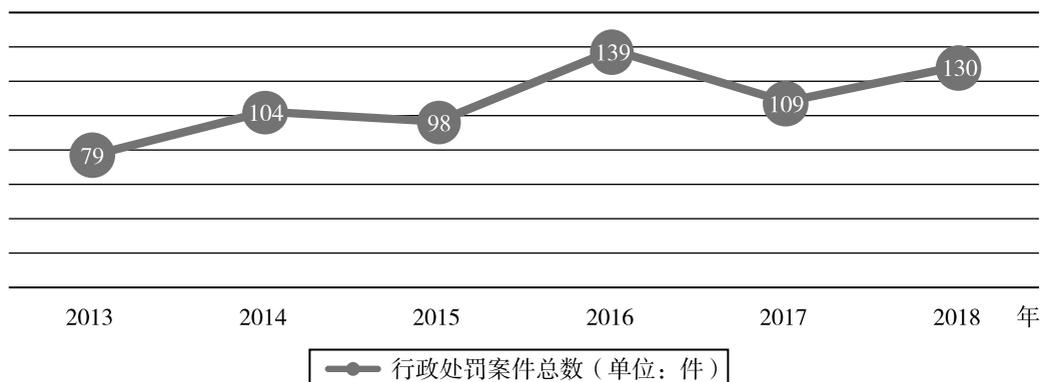


图1 证监会年度行政处罚案件数量变化(2013~2018)①

三、私人秩序作为科创板差异化表决权治理模式的有效性与必要性

差异化表决权背离同股同权、一股一权的公司法原则,会对上市公司造成一定的治理风险。而私人秩序治理模式依靠特别表决权股份持有人的双重目标约束、普通股份持有人的理性和市场机制的约束,可以有效应对这一治理风险。同时,私人秩序治理模式的适用具有显著必要性,因为它可以满足市场上多样化的投融资需求,并能提升科创板竞争力。

(一) 差异化表决权治理风险的理性解读

上市公司采用差异化表决权最直接和最危险的后果是可能极大增强特别表决权股份持有人控制公司的能力,以至于公司监督机制失灵问题和代理成本问题更为严重,而这将给上市公司治理带来潜在风险。

1. 差异化表决权的两类治理风险

差异化表决权结构会直接导致总股份占比不多的特别表决权股份持有人掌握表决权优势,从而让公司内外部监督机制失灵。从公司内部监督机制角度来看,特别表决权股份持有人能够左右股东大会决议,通过股东大会选举其满意的董事会和监事会成员,并控制公司董事会选出其可信赖的高级管理人员。最终,他们得以全面把控公司股东大会、董事会、监事会和经理层。按照公司法的分权制衡理念,股东大会、董事会、监事会和经理层本应分别扮演权力机构、决策机构、监督机构和执行机构的角

① 数据来源于中国证监会行政处罚决定页面,载中国证监会官网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3313>,最后访问日期:2019年7月14日。

色,各司其职,相互制衡。^①但是,这一整套内部监督制衡机制都可能因差异化表决权而失效。从公司外部监督机制角度来看,敌意收购具有督促公司管理层为股东利益勤勉工作的作用,但是其发挥功能的关键是借由获得目标公司绝大多数表决权来替换管理层。由于特别表决权股份持有人往往拥有半数以上的表决权份额,这成为敌意收购无法逾越的障碍。因此,差异化表决权使外部监督机制可能不再有效。^②

差异化表决权还会使表决权和剩余索取权过度分离,进而加剧代理成本问题。正如弗兰克·H. 伊斯特布鲁克(Frank H. Easterbrook)教授和丹尼尔·R. 麦希尔(Daniel R. Fischel)教授所指出的,理论上如果相同剩余索取权对应的表决权不同,享有更多表决权的股份持有人,既不会按表决权比例承担丧失剩余索取利益的风险,也不能按表决权比例分享剩余索取利益,正向激励和反向激励因此都会失衡,代理成本自然就会产生。^③特别表决权股份持有人可能会利用控制权攫取私人利益(private benefits)。^④而监督机制失效则会进一步恶化代理成本问题。

监督机制失灵问题和代理成本问题会导致上市公司治理出现巨大风险,这类治理风险并非只是理论假设,在美国的差异化表决权实践中就曾爆发过严重的公司治理丑闻。^⑤

2. 正确认识治理风险

虽然差异化表决权确实会放大上市公司的治理风险,但是差异化表决权并非洪水猛兽,其产生的治理风险往往被其反对者所夸大。

一方面,差异化表决权产生的治理风险归根结底是由于控制权集中和表决权、收益权这两项权能分离造成的。但事实上,表决权信托(voting trust)、表决权拘束协议(voting agreement)等安排均能解决上市公司控制权的集中与投票权、收益权分离的问题,虽然有部分法律规范对这些现象予以规制,但是法律总体上对这些现象保持尊重和宽容的态度,并未予以禁止或者对其运用加以严格限制。^⑥尽管差异化表决权产

^① 参见甘培忠、周游、周淳:《企业与公司法学》,北京大学出版社2018年版,第199页。

^② 其他学者也持有相同观点,比如参见蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》2014年第4期。

^③ See Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, "Voting in Corporate Law", *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, 1983, p. 409.

^④ See Ronald J. Gilson, Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, 2003, p. 787.

^⑤ 参见张巍:《资本的规则》,法制出版社2017年版,第219页。

^⑥ 关于表决权信托的相关内容可以参见梁上上:《论表决权信托》,载《法律科学》(西北政法学院学报)2005年第1期。关于表决权协议的相关内容可以参见梁上上:《表决权拘束协议:在双重结构中生成与展开》,载《法商研究》2004年第6期。

生的治理风险要严重些,但依然在可接受范围之内,不应过分高估差异化表决权的风险水平。

另一方面,股东异质化理论揭示,虽然同样具有股东身份,但是不同股东的需求有着显著差异。^① 特别表决权股份持有人往往是控制公司的创始人,他们进入资本市场的目的是在保持公司控制权的同时,尽可能多融资以促进公司发展。普通股份持有人则是中小股东,他们进入资本市场的目的是最大化投资收益。中小股东一般会保持理性冷漠,很少使用表决权参与公司管理,因为关心公司经营产生的交易成本会显著高于收益,而一旦出现公司出现问题,中小股东会选择卖出股票。^② 在这一意义上,表决权对中小投资者而言意义并不大,因此差异化表决权对中小股东投票权产生的实际影响不会像反对者宣称的那么严重。

(二) 私人秩序治理模式能够有效应对治理风险

如前文所述,私人秩序治理模式主要是依靠投资者和公司管理层的自主协商形成双方均认可的治理规则。但是因为投资者人数众多,直接协商会产生极大的交易成本,因此实践中真实的协商方式是间接协商,即由公司管理层拟定条款。如果投资者买入公司股票,就认为双方达成了合意。如果特别表决权股份持有人和普通股份持有人都具有较强理性,且市场机制有效运行,这套私人秩序治理模式能够有效应对差异化表决权产生的治理风险。

1. 特别表决权股份持有人的自我约束

从特别表决权股份持有人角度来看,他们追求融资最大化目标和管理权力最大化目标,前一目标一定程度上会制约后一目标,因而会减弱差异化表决权的治理风险。

管理权力最大化目标意味着应减少公司治理规则对管理层的束缚,但这会推升公司治理风险,减少普通股份持有人预期投资收益,普通股份持有人的疑虑因此会增加,这不利于实现融资最大化目标。理性的特别表决权股份持有人会在一定程度上自行控制公司治理风险,并维持公司治理规则的平衡性。比如,如果普通股份持有人不认可特别表决权股份每股享有 20 份表决权,公司证券价格必然会降低,特别表决权股份持有人的预期融资目标就将落空。倘若特别表决权股份持有人希望实现公司

^① 关于股东异质化理论的介绍可以参见汪青松、赵万一:《股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》,载《现代法学》2011年第3期。

^② 参见孔东民、刘莎莎、黎文靖、邢精平:《冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护》,载《经济学》(季刊)2013年第1期。

融资目标,那么他要么降低表决权倍数,要么在其他方面自我设限,以加强对普通股份持有人的保护力度,比如在章程中增设“固定时间型日落条款”(fixed-time sunset provision)^①作为特别表决权股份的退出机制。

当然,特别表决权股份持有人也可以不作任何让步,而是通过发行更多普通股份的方式筹集到足够资金,但是这一行为反过来会稀释特别表决权股份的占比,减轻特别表决权股份持有人控制公司的强度,降低差异化表决权的治理风险。

2. 投资者理性自治与定价机制的约束

从投资者(普通股份持有人)角度来看,其追求预期投资收益最大化目标,如果投资者理性较强,且风险定价机制较为准确,那么投资者就可以有效规避风险。

证券市场通常是一个充分竞争的市场,理性投资者有选择的自由,在有其他更好选择时,其并不会购买风险大、收益低的公司股票。如果某家公司治理规则不能令投资者满意,他完全可以选择投资其他公司,甚至选择拒绝投资任何公司。

此外,私人秩序治理模式相信合同条款可以被有效定价,并反映到公司股票价格中。^②只要资本市场的价格发现功能正常发挥,类似于提高特别表决权股份表决权倍数的做法虽然会使投资者的投资风险升高,但是也会导致公司股票价格的折让。^③如果公司股价可以折价到合理价格,该公司仍然具有投资价值。投资者在合理价位买入该公司股票时,差异化表决权产生的治理风险已经被消化,投资者也就不会承受额外治理风险。如果投资者认为证券价格仍然偏高,则可以拒绝投资该公司而选择其他公司进行投资。

(三) 科创板差异化表决权适用私人秩序治理模式的必要性

中国证监会易会满主席曾表示,设立科创板的主要目的是为科技创新提供资金支持。^④要实现这一目的,一方面,需要放宽科创类公司的上市门槛,便利其利用资本市场进行融资;另一方面,要提升科创板的国际竞争力,吸引优秀科创类公司到科创板上市,因为只有这样才能汇聚庞大投资资金。与公共秩序治理模式相比,只有私人

^① 固定时间型日落条款的主要内容是公司上市若干年后特别表决权股份将自动转换为普通股份,相关介绍可以参见 Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, Vol. 103, 2017, pp. 618 - 619.

^② See Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, “The Corporate Contract”, *Columbia Law Review*, Vol. 89, 1989, pp. 1430 - 1431.

^③ See James D. Cox, “Corporate Law and the Limits of Private Ordering”, *Washington University Law Review*, Vol. 93, 2015, pp. 261 - 262.

^④ 参见顾志娟:《易会满:科创板主要目的是增强资本市场对实体经济包容性》,载新京报网:<http://www.bjnews.com.cn/finance/2019/02/27/550944.html>,最后访问日期:2019年7月14日。

秩序治理模式才能达到这两方面目的,因此将私人秩序作为科创板差异化表决权的治理模式是非常必要的。

1. 满足市场上多样化投融资需求

科创类公司的成长发展离不开融资支持。在进行首次公开募股(Initial Public Offering, IPO)之前,科创类公司一般都有着多轮融资历史,并已形成多样的股权结构。现代科创类公司已经形成了一整套完整的适应企业生命周期的融资模式:种子期以自有资金和政府融资为主,创立期以风险资本和债务融资为主,成长期以私人融资、风险投资和债务融资为主,成熟期则以债务融资、IPO 融资和股东追加投资为主。^①可见,在 IPO 之前科创类公司可能已经经历多轮融资。等到 IPO 阶段,科创类公司的创始人所持有的股份很可能已经被稀释到很低程度,例如阿里巴巴在 2014 年 IPO 时,马云仅持有公司 8.9% 的股份。^②由于持股比例太低,创始人为保有对公司的控制权,所采取的差异化表决权安排可能会突破目前科创板设置的各类门槛,比如京东的特别表决权股份的表决权倍数是 20 倍,^③这就突破了科创板设置的 10 倍表决权限制。

相比于公共秩序治理模式,私人秩序治理模式允许股东自行设计上市公司的治理规则,更能满足各方股东的需求。比如,科创板将特别表决权股份的表决权倍数限定为 10 倍,就会使某些公司的特别表决权股份持有人不满意,因为他们的股份占比较低,为保有公司控制权会希望将表决权倍数提高到 20 倍。如果监管规则不允许这类行为,作为对监管规则的回应,公司创始人可能会决定暂缓上市或者前往能够满足其意愿的交易所上市。

私人秩序治理模式同样对投资者有利。对于投资者而言,差异化表决权仅是其选择投资对象的许多项标准之一。相比于公司治理完善,但是已步入夕阳的公司来说,投资者更希望投资那些即使公司治理存在风险,但发展前景好的公司,因为后者能够给其带来更多回报。实践数据也表明差异化表决权的影响是很有限的,比如谷歌股票目前分为三类,其中 A 类股每股有 1 倍表决权,B 类股每股有 10 倍表决权,C

^① 参见马秋君:《中国高科技企业融资问题研究》,北京科学技术出版社 2013 年版,第 48~61 页。

^② 参见《阿里巴巴股权结构曝光:马云持股比例 8.9%》,载搜狐网:<http://business.sohu.com/20140507/n399231628.shtml>,最后访问日期:2019 年 7 月 14 日。

^③ 参见宋建波、文雯、张海晴:《科技创新型企业的双层股权结构研究——基于京东和阿里巴巴的案例分析》,载《管理案例研究与评论》2016 年第 4 期。

类股没有表决权。^① 尽管表决权倍数存在差异,但是目前 A 类股和 C 类股的股价几乎相同。^② 因此,对投资者来说真正重要的是能够吸引到足够优秀的公司来科创板上市。

2. 提升科创板竞争力

有很多优秀的科创类公司在美国或我国香港特别行政区交易所上市。造成这一现象的原因很多,禁止差异化表决权是原因之一。^③ 虽然目前科创板取消了这一限制,但是现有规则仍属严苛,我国相关规则并无竞争优势。在这种情况下,无助于科创板与域外交易所竞争我国优秀科创类公司的上市资源。

如前文所指,美国的证券交易所对差异化表决权的限制非常少,科创板差异化表决权的现有规则很难与之竞争。然而,即使与同样选择公共秩序治理模式的香港交易所相比,科创板也无竞争优势。整体来看,科创板相关规则与香港交易所规则非常相似,但是在部分规则上更严格。比如,在“回归一股一权表决事项”上,香港交易所只列举了章程修改、类别股权变动、独立董事选任、审计师选任和公司自愿清算这几项内容,^④但是《科创板上市规则》在此基础上还增加了“公司合并、分立、解散或者变更公司形式”。^⑤ 在其他部分规则上,科创板的规定也要更严格些。具有差异化表决权的公司仍然会更倾向于选择在美国和我国香港特别行政区上市。

选用私人秩序作为科创板差异化表决权的治理模式,可以改变科创板在与美国 and 我国香港特别行政区交易所规则竞争中处于竞争劣势的尴尬,至少能够让科创板获得相对于香港交易所的竞争优势。只有吸引到优质上市资源,才能让投资者积极地到科创板投资,从而更好地实现科创板支持科技创新的目标。

四、科创板差异化表决权治理规则体系重构

既然私人秩序是科创板差异化表决权的最佳治理模式,那么对基于公共秩序治理模式构建起来的现有治理规则体系就应当予以重构。规则体系重构标准可维护投

^① See Emily Chasan, “Google’s Multi-Class Stock Structure Made Alphabet Move Unique”, Accessed July 14, 2019. <https://blogs.wsj.com/cfo/2015/08/12/googles-multi-class-stock-structure-made-alphabet-move-unique/>.

^② 美国时间7月15日收盘,A类股股价为1150.51美元,C类股股价为1150.34美元。

^③ 阿里、京东、百度、美团、小米等一批优秀科创类公司都未遵循一股一权原则。

^④ 参见《香港交易所主板上市规则》第8A.24条。

^⑤ 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.10条。

投资者的选择自由,以实现股东利益最大化。具体来看,多数强制性规则都应删除或转换为缺省性规则,对少数与保护投资者选择自由密切相关的强制性规则才应予以保留。

(一) 规则体系的重构标准

私人秩序治理模式的根本目标是实现股东收益最大化,^①维护投资者自由选择的权利则是实现这一目标的直接抓手。美国针对差异化表决权实施的私人秩序治理模式只有少量强制性规则,而任由公司当事方自行设计治理规则。本文认为,这一做法并不妥当,应多设置缺省性规则,少设置强制性规则和赋权性规则,既为当事方的自由协商预留空间,也为当事方提供规则指引。

那么,哪些规则适合设计成缺省性规则和赋权性规则,哪些规则应该设计成强制性规则呢?这一问题又需要回归到投资者理性程度层面,参与科创板交易的投资者理性程度虽然处于较高水平,但是实践中私人秩序治理模式也会存在缺陷。监管者应当认真辨别差异化表决权设立、运行和退出各阶段的细节,对于私人秩序运行良好的情形,则设计缺省性规则或者赋权性规则;而对于那些私人秩序可能会存在缺陷的情形,则设计强制性规则予以应对。值得指出的是,虽然私人秩序治理模式和公共秩序治理模式下都存在强制性规则,但是两者在强制性规则的数量占比和设计理念等方面存在显著区别。

而对于缺省性规则和赋权性规则的设计选择,则需要考虑规则制定成本。赋权性规则将规则设计完全委诸当事方协商,这虽然最大限度给予了其创设最佳规则的空间,但是也需考虑到协商最佳规则本身也是会产生交易成本的。^②缺省性规则在为当事方提供规则模板的同时,也给予其“选出”(opt out)规则的自由。如果设计出的缺省性规则足够理想,“理性和知情的当事方就最有可能将之视为利益最大化的规则”,^③这样的缺省性规则自然被采用的概率大,如此便能节约当事方的规则制定成本。如果有当事方不满意该规则,他们也可以自行设计。因此,就差异化表决权治理规则而言,精心设计的缺省性规则要优于赋权性规则。

^① 公司合同理论认为公司目的是股东财富最大化。参见[美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》,齐东祥组织编译,法律出版社2008年版,第42页。

^② 参见伍坚:《论公司法上的缺省性规则——兼评新〈公司法〉相关规定之得失》,载《法学》2007年第5期。

^③ Lucian Arye Bebchuk, “Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments”, *Harvard Law Review*, Vol. 102, 1989, p. 1827.

(二) 适度修改设立阶段规则

关于差异化表决权的设立阶段,本文认为应取消现有规则在无表决权股份、特别表决权股份持有人身份、多类别表决权股份上的限制,但应继续禁止上市后实施差异化表决权。

1. 允许发行无表决权股份

科创板禁止发行无表决权股份的规定,本文认为应予以删除。因为无论是从历史维度、理论维度还是实践维度,无表决权股份都有其存在的合理性,不应对其采取特殊对待的治理理念。

从历史维度来看,虽然早期 NYSE 和 NASDAQ 都禁止发行无表决权股票,但是在此期间 AMEX 一直允许无表决权股份的发行。而且自 1994 年开始,美国主要交易所都不再将无表决权股票视为另类,而是对其同等适用差异化表决权治理规则。这一历史变迁客观显现出无表决权股票并非洪水猛兽,有其存在的合理性。

从理论维度来看,虽然无表决权股份是一种激进的公司融资机制,其风险较含表决权股份要高,但是只要市场定价机制运作良好,作为丧失表决权的补偿,无表决权股份的发行价格一般也会低很多,这会降低投资者持股成本。对于部分风险偏好更高的投资者来说,无表决权股份风险虽大,收益也大,故具有合理性。而对交易所来说,只要确保投资者拥有是否买入无表决权股份的选择自由,就应该遵循“买者自负”原则,对其不予过多干涉。

从实践维度来看,上市公司一直有采用无表决权股票制度融资的需求,如 2017 年 Snap 公司上市时就发行过无表决权股票。^① 目前美国市场上也几乎没有出现过因无表决权股票而生的公司治理丑闻。这说明,无表决权股票并没有想象中那么可怕,也有存在合理性。

2. 取消对特别表决权股份持有人的限制及允许发行多类别股份

科创板现行规则对特别股份持有人设置了较严格的限制,要求其满足“特别贡献”和“持续担任董事”两个条件。但是,这些限制是不必要的,因为差异化表决权产生的治理风险的程度高低,与特别表决权股份持有人对公司的控制强度密切相关,而与其是否对公司有“特殊贡献”,或者是否“持续担任董事”不存在必然关系。强加这些限制,反而会给科创类公司的融资徒增限制。因此,本文认为应取消对特别表决权

^① See U. S. Securities and Exchange Commission, “Form S - 1 of Snap”, Accessed July 14, 2019, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216dsl.htm>, p. 4.

股份持有人的身份限制。

如果可以接受无表决权股份并取消对特别股份持有人的限制,那么多类别股份也应被允许发行。科创板现行规则只允许将股份分为特别表决权股份和普通股份两类。正如前文多次论证过的,基于风险收益相匹配原则和有效市场定价机制,表决权倍数不同的类别股份也具有存在意义,只要发行多类别股份时也能确保投资者的选择自由即可。

3. 禁止上市后实施差异化表决权

将差异化表决权的设立时间限制在上市前,目的是保障投资者的选择自由。如果差异化表决权在公司上市前设立,投资者可以结合公司披露的信息理性考虑是否购买该公司股票。但是,如果公司上市后再实施差异化表决权结构,而市场认为这是利空信息的话,公司股价就会下跌,投资者即使卖出股票,也会蒙受损失。而且博弈论揭示,投资者可能会就此陷入“囚徒困境”,导致难以在股东大会上联合投票否决这一计划。^① 这一“囚徒困境”是非常有可能发生的,因此差异化表决权设立时间的限制仍然应该保留,并继续作为强制性规则。

(三) 改造运行和退出阶段规则

为了尽可能保障投资者权益,科创板在差异化表决权运行和退出阶段设置了很多强制性规则,其中部分规则的设置能够维护投资者选择自由,但是大多数规则只会起到相反效果。因此,本文认为应仔细梳理这些规则,并对限制投资者选择自由的规则加以改造。

1. 运行阶段相关规则的保留与转换

在差异化表决权的运行阶段,本文建议仍然禁止上市后提升特别表决权股份的比例或表决权倍数,也仍然禁止滥用特别表决权股份的行为,并坚持强制披露差异化表决权相关信息。此外,其他运行阶段的规则应转换为缺省性规则。

为防止上市后特别表决权股份持有人损害现有普通股份持有人利益,应当保留部分运行阶段的强制性规则。第一,上市后禁止特别表决权股份所占比例或者表决权倍数超过原有水平。这一规则是与禁止上市后实施差异化表决权规则一脉相承的,一旦特别表决权股份持有人在上市后继续提升其对公司的控制力度,公司股价就会下跌,现有普通股份持有人难以否决这一提议,又会失去选择自由,即使卖出股票

^① 参见王灏文:《美国类别股法律制度探源:背景、进程及内在逻辑》,载《证券法苑》2018年第2期。

远离该公司,也会承担股价下跌带来的损失。第二,禁止滥用特别表决权的规则应该予以保留,因为滥用特别表决权会直接侵害投资者利益,将这一规则设计为强制性规则是理所应当。第三,上市后持续披露差异化表决权相关信息的规则也应该予以保留,私人秩序治理模式能够有效运行的前提之一便是完善的信息披露制度,关于差异化表决权的相关信息,对投资者来说意义重大。

除上述规则外,科创板现有运行阶段的规则还有三项:一是限制特别表决权股份的表决权比例和表决权倍数的上限,二是限制普通股份表决权比例的下限,三是部分事项回归一股一权表决。这些强制性规则都应该转换为缺省性规则,这样处理的目的一方面是鼓励当事方选用,另一方面也给予其在章程中排除适用的自由。科创板设计这3项规则是希望将差异化表决权产生的治理风险限定在有限范围内。但是正如前文所论证的,投资者理性和市场定价机制可以平衡这些治理风险,因此这3项限制可以给当事方提供公司治理规则的参考,但其并不是必要的。取消这3项限制反而能够更好地满足科创类公司的融资需求,并吸引阿里巴巴、京东等优秀公司借助美国存托凭证(American Depositary Receipt, ADR)回国上市。

2. 退出阶段的规则改良

《科创板上市规则》第4.5.9条列举了4种情形作为差异化表决权的退出机制,本文建议这些情形都应从强制性规则转换为缺省性规则。因为这些情形不会限制投资者的选择自由,依靠投资者理性和市场定价机制可以有效平衡其风险。将这4种情形作为强制性规则,会限制部分科创类公司到科创板上市的意愿。

此外,本文建议增设“固定时间型夕阳条款”,并将其设置为缺省性规则。研究显示,差异化表决权产生的积极影响在上市后一般可以持续6~9年。^①但是这一积极影响终将丧失。“固定时间型夕阳条款”则为普通股份持有人提供了一个再次选择的机会,等到该条款触发后,普通股份持有人可以投票选择是否继续实施差异化表决权。但是特别表决权股份持有人可能会拒绝“固定时间型夕阳条款”,若将该条款设置为强制性规则,特别表决权股份持有人可能选择推迟上市或者去其他交易所上市。这对投资者来说也是损失。因此,本文建议科创板规则将“固定时间型夕阳条款”作为缺省性规则供当事方选择。

^① See Martijn Cremers, Beni Lauterbach, Anete Pajuste, “The Life Cycle of Dual Class Firms” (May, 2018), European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 550/2018, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3062895>, p. 39.

五、结 语

尽管我国科创板选择了公共秩序作为差异化表决权的治理模式,但是本文主张私人秩序治理模式才是更为合适的选项。这是因为科创板投资者具有较高理性,市场竞争和信息披露充分,救济渠道较为完善高效,依循匹配治理理念,私人秩序治理模式在科创板具有实施可行性。更为重要的是,虽然两种治理模式都能有效应对差异化表决权产生的治理风险,但是只有私人秩序治理模式才能满足市场上多样化的投融资需求,并提升科创板的竞争力。按照私人秩序治理模式,对科创板差异化表决权的现有治理规则体系应当予以重构,重构标准应是维护投资者选择自由,具体到规则层面,应当多设置缺省性规则,少设置强制性规则。

当然,选择私人秩序治理模式意味着对证监会和证券交易所提出了更高要求,监管者必须充分发挥监管能动性,让科创板实践更契合私人秩序治理模式的理论假设。第一,为确保投资者理性程度维持在较高水平,应当要求证券公司严格执行投资者适当性标准,并鼓励更多机构投资者入市交易。第二,以服务公司上市融资为出发点,打造更具包容性的科创板制度体系,提升科创板的服务质量,吸引更多优秀的国内科创类公司乃至海外公司前来上市,提高市场竞争程度。第三,应当特别强化对科创板信息披露违规行为的查处力度,着力提升信息披露的质量。第四,与法院合作提升证券民事诉讼的效率,为投资者提供更好的救济渠道。