

差异化股权制度东渐背景下的 中小股东保护

汪青松* 肖宇**

摘要:关于差异化股权构造的争议由来已久,但其从欧美到亚洲的勃兴具有理论基础和现实需求。继日本早在2005年开始放弃对股份类型的严格限制之后,近年来,作为亚洲主要资本场所的中国香港特别行政区和新加坡也都开启了拥抱差别化股权制度的变革之路,并相继在2018年4月和6月实施了最新的上市规则,允许采用了双重类别股权构造的公司上市,以顺应新经济公司在公司治理上的特殊性。这种变革趋势能够给我们的公司法和证券法的发展带来有益的启示和借鉴。但同时,差异化股权构造对中小股东利益的影响也是两面性的,由此就需要采取有效的措施来加强对采取差异化股权构造的公司中的中小股东利益的保护。

关键词:一股一票 差异化股权 双重类别股份 中小股东保护

由于以双重类别股份构造为代表的差异化股权制度和传统的“一股一票”原则相背离,因此,关于其争议由来已久,并在欧洲一度呈现出严格限制的趋势。不过,2008年以来的金融危机又使双重类别股份构造的优势在欧美更加引人关注,特别是美国对于双重类别股份构造所采取的极为包容的公司法制度和上市规则,使纽交所和纳斯达克成为对创新企业极富吸引力的IPO(Initial Public Offerings)场所。基于本地资本市场国际竞争力的考量,中国香港特别行政区和新加坡等亚洲主要证券市场都开启了拥抱差别化股权制度的变革之路,并相继在2018年4月和6月实施了最新的上市规则,允许采用了双重类别股权构造的公司上市,以顺应新经济公司在公司治理上

* 西南政法大学民商法学院教授、博士研究生导师。

** 华东政法大学国际金融法律学院副教授、硕士研究生导师。

的特征,支持对公司价值有贡献的管理团队在持续融资后保留上市企业治理架构的相对稳定。在差异化股权构造不断东渐的浪潮推动下,国务院办公厅于2018年3月转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》,旨在为存在投票权差异等特殊安排的红筹企业的回归营造宽松的制度环境。因此,加强对差异化股权构造的理论基础及其对中小股东权益影响的研究具有重要的理论和现实意义。本文在此将简要梳理差异化股权制度在亚洲主要法域扩展的基本脉络,并分析差异化股权制度对中小股东利益的影响,以期为我们正在进行中的制度变革提供可资参考的有益启示。

一、差异化股权制度的勃兴:理论基础与现实需求

(一) 差异化股权的理论基础

1. 公司自治理念日渐受到重视

近年来,公司自治成为公司法理论研究的重要主题。有研究指出,公司法上自治界分的实质是维护组织体信赖关系的和谐,追求组织治理稳定与实现法益平衡。^① 股东作为公司的所有者在公司自治中居于核心地位,现代公司自治实质上即为股东的自治,公司及公司制度的产生与发展均是以股东为核心力量进行的,公司制度功能的发挥关键在于股东自治的实现。^② 因此,中国新一轮公司法改革的最终目标应定位于实现从管制型公司法向自治型公司法的战略转型,自治型公司法应树立以效益为基点的均衡发展理念。^③ 从制度目标上来说,当代公司法不能单纯以被动填补缝隙为目的,而需在公司基本框架、股东权利保护、公司机关设置等关键制度领域引入主动提供多重选项的模式。以“选择”功能代偿“填空”功能的策略需充分考虑公司实践的不同可能性,提升机制形成过程中当事人的参与度,由此促使公司自治从形式走向实质。^④ 就立法技术上而言,应当重新设计公司自治的选择架构,设置惩罚性缺省并形成清单式指引将在保全主体选择自由的前提下促成对小股东的保护,进而有效回应

^① 参见冯果、段丙华:《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》,载《中国社会科学》2017年第3期。

^② 参见常健:《股东自治的基础、价值及其实现》,载《法学家》2009年第6期。

^③ 参见赵万一、赵吟:《中国自治型公司法的理论证成及制度实现》,载《中国社会科学》2015年第12期。

^④ 参见周游:《从被动填空到主动选择:公司法功能的嬗变》,载《法学》2018年第2期。

股东压制问题,实现软家长主义对公司自治的提升。^① 公司设立种类股是私法自治在公司法领域的具体体现。私法自治原则赋予了种类股股权的具体设计的正当性。^②

2. 公司语境下的平等内涵向实质层面演进

传统公司法理论基于对公司的资合性认知,坚持所谓的股份平等。随着股东之间的异质性不断被认同,传统的股份平等逐渐被股东平等所取代,股东平等原则被认为是投资者保护中的一项基本原则,渗透于公司法和证券法的全部领域。^③ 股东平等的内涵也逐渐从抽象平等向实质平等发展,据此,公司制度设计不能仅从“资”的视角将股东视为无差异资本的载体,而要从“人”的视角关注股东之间在稳定收益、强化控制、减小风险等方面的不同偏好,由此不断催生出股份公司内部权力配置的结构变革。^④ 在现代公司法中,无论是大陆法系还是普通法系,都不再固守僵化的形式平等,而是承认同股不同权这一股东形式平等原则的例外情形。^⑤

3. 股权配置比例性原则的弱化

长期以来,双重股权结构被认为是违反了“一股一票”原则和破坏了股东民主。^⑥ 但实际上,大型公众公司股东之间不仅在利益诉求上存在显著差异,其本身的投资偏好、理性判断能力也都不尽相同,“一股一票”所立足的股东“同质化”假定并不符合股东利益与偏好的客观现实。公司法的去规制化是现代公司法发展的基本取向,股东权利行使的态度等方面都具有很大的异质性,权利的多元化配置也应当是公司自治的当然要义。^⑦ 同时,资本市场和金融创新带来了公司治理的革命,在传统的“一股一票”和新兴的双重股权结构之外,将股东表决权与持股期限相关联的任期投票制成为了一种新的选择。通过给予长期股东超额表决权,能够避免短期股东的短期行为损害公司长期利益,并对股东形成长期持股的激励,从而有利于公司长远发展和投资者结构的完善。^⑧

① 参见潘林:《论公司法任意性规范中的软家长主义——以股东压制问题为例》,载《法制与社会发展》2017年第1期。

② 参见任尔昕:《关于我国设置公司种类股的思考》,载《中国法学》2010年第6期。

③ 参见编辑部:《论股东平等原则下的中小股东权益保护》,载《证券市场导报》2013年第6期。

④ 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。

⑤ 参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。

⑥ See Sanford Grossman and Oliver Hart, “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control”, 20 *Journal of Financial Economics*, 175, (1988).

⑦ 参见汪青松:《论股份公司股东权利的分隔——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》,载《清华法学》2014年第2期。

⑧ 参见袁康:《任期投票制:一种可能的表决权安排》,载《法商研究》2018年第3期。

4. 控制权的重要价值不断彰显

公司控制权属于由私法调整的一种私权利,其产生于对公司的所有权,是财产权的一种形式。公司控制权是股东收益权和控制权的集合,具有“权利束”的特征,是一种集合的财产权。^① 公司控制权是公司法中各项权利的核心。^② 公司控制人同其他股东的利益并不完全一致,其不仅可以同其他股东一样通过上市公司的盈利来获取收益,而且可以利用其控制权通过关联交易、资金占用、违规担保等资产转移手段来谋取私人利益。^③ 在法定的单一股权构造模式下,中国上市公司的控制股东通常通过金字塔结构施加控制,通过处于金字塔较高层的公司控制那些处于金字塔低层的公司。^④ 但域外的实践普遍表明,双重类别股权构造是保持控制权的有效方式。

(二) 中国对于差异化股权的现实需求

1. 创新驱动发展战略的实现有赖于资本市场的支持

2015年3月13日发布的中共中央国务院《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》中指出:“创新是推动一个国家和民族向前发展的重要力量,也是推动整个人类社会向前发展的重要力量。”“加快实施创新驱动发展战略,就是要使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用,破除一切制约创新的思想障碍和制度藩篱,激发全社会创新活力和创造潜能,提升劳动、信息、知识、技术、管理、资本的效率和效益,强化科技同经济对接、创新成果同产业对接、创新项目同现实生产力对接、研发人员创新劳动同其利益收入对接,增强科技进步对经济发展的贡献度,营造大众创业、万众创新的政策环境和制度环境。”“到2020年,基本形成适应创新驱动发展要求的制度环境和政策法律体系,为进入创新型国家行列提供有力保障。”2018年3月22日,国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》中也明确指出该通知发布的目的是“为进一步加大资本市场对实施创新驱动发展战略的支持力度,按照市场化、法治化原则,借鉴国际经验,开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点”。

2. 收购与反收购的均衡

从历史渊源来看,我国在制定收购监管框架时,受香港模式影响很大,从而间接

^① 参见覃有土、陈雪萍:《表决权信托:控制权优化配置机制》,载《法商研究》2005年第4期。

^② 参见林全玲、胡智强:《公司控制权的法律保障初论》,载《社会科学辑刊》2009年第4期。

^③ 参见徐向艺、宋理升:《上市公司实际控制人与信息披露透明度研究》,载《经济管理》2009年第10期。

^④ 参见肖作平:《所有权和控制权的分离度、政府干预与资本结构选择——来自中国上市公司的实证证据》,载《南开管理评论》2010年第5期。

形成了对英国收购监管模式的借鉴。其突出特点之一就是在公司法和上市规则中都清晰地表明“一股一票”原则,由此在间接上造成了禁止差异化股权结构应用的效果。从社会市场条件来看,这种选择也可能是由于在公司法、证券法制定之时,敌意收购在中国很少见,立法者在制定法律时并没有对恶意收购予以过多考虑。从外部市场环境来看,2008年金融危机之后,中国采取了大量的金融刺激政策,释放了大量的资本,其中很大一部分最终流入了收购领域。因此,市场呈现出收购蓬勃发展的趋势,敌意收购也不断涌现,而相应的法规是与此不相适应的。鉴于美国证券交易所对收购防御,特别是双重股权结构的容忍对中国公司产生了强烈吸引力,为了寻求对发行特别投票权股份的柔性监管环境,许多中国公司选择美国证券交易所作为其首次公开募股(Initial Public Offering, IPO)的场所。截至2017年年底,美国证券市场上市的中国内地企业达到了170家(纽交所挂牌企业67家、纳斯达克市场挂牌企业103家),其中约有3/10的采用双重股权结构。这表明中国上市公司对双重股权结构的需求似乎很大。因此,随着中国资本市场的收购行为日渐多发,包括差异化股权设计在内的反收购措施作为目标公司应对敌意收购的自发产物,能够与非市场力量的外在立法与监管一起抑制收购活动的负面作用,促进良性的、公平的收购市场的形成。^①

3. 混合所有制改革与完善公司治理的需求

目前,国有企业混合所有制改革正处于攻坚克难的阶段,国有资本的角色定位与权利义务设置是混合所有制改革成败的关键。正如有学者指出的,双层股权结构模式能够在实现国有资本淡出的同时,保有国家对特殊领域内的企业实施必要的控制,这与国企二次改革的核心任务相契合,可以通过适用对象、适用范围的限制,结合配套制度的完善,在将其风险降至最低的前提下加以运用。^②

从内部治理需求来看,控制权保持已经成为公司治理机制设计的重心。中国股份公司在“一股一票”模式下也存在多种实现股权差异化的主要变通方式,如传统的金字塔式企业网络构造、投资协议中的特别约定、公司章程的特殊安排(如阿里巴巴的“合伙人制度”)、部分海外上市中概股公司的特殊股权构造、试点中的优先股等。特别是随着敌意收购不断出现,尽管监管反应相对滞后,但商业实体则迅速采取行动以寻求构建某种反收购的安全港。近两年,有大量的上市公司都通过修改公司章程

^① 参见汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第6期。

^② 参见冯果、杨梦:《国企二次改革与双层股权结构的运用》,载《法律科学》(西北政法大学学报)2014年第6期。

的方式构建起形态各异的反收购机制。

二、亚洲主要法域差异化股权制度变革与启示

(一) 亚洲主要法域的制度变革

1. 日本

在很长时期,日本证券交易所上市的几乎都是普通股,唯一的例外是一个私有化的石油公司——英派克斯公司(Inpex Corporation),该公司在2004年11月发行了一种由日本政府拥有否决权的股份(所谓的黄金股)。2005年有关股份公司的商法规则被日本公司法所取代。该法对股票类别的规定进行了一些根本性的改变。日本《公司法典》第105条第1款规定了股东对其所持股份享有接受盈余金分红、接受剩余财产分配和股东大会上的表决权等项权利;该条第2款同时规定,只有前两项权利是必须赋予股东的。这一款隐含的意思就是公司章程可以对股份的表决权作差异化配置。该法第188条、第189条进一步明确规定:股份公司对其发行的股份,可在章程中规定以一定数量的股份作为股东可在股东大会或类别股东大会上行使一个表决权的一单元的股份;股东持有的单元未满足股份,不得在股东大会及类别股东大会上行使表决权。为响应2005年公司法,东京证券交易所(Tokyo Stock Exchange, TSE)积极推进上市制度改革。新的上市规则在2008年7月实施,合并了一个关于类别股份的新的分类上市体系的大纲草案,新上市规则放松了对在IPO中使用某些类型的双重类别股份的管制,但已经上市的公司仍然无法发行各种类别股份。在新规则中,“关于表决权的类别股份”被界定为没有表决权的股份、具有超过其他类别股票的表决权的股份以及具有投票权的股份少于其他类别的股份。东京证券交易所将基于个案来决定一个公司是否有资格发行两种或两种以上具有不同表决权的股票类别,并对任何可能损害现有股东利益的担忧进行考量。对发行股票的申请的审查将涉及正式审查和实质性审查。正式审查相当于普通股的上市要求,将检验申请公司是否符合《股票上市审查标准》中规定的量化标准。实质性审查将针对具体的申请个案来决定相关股份的方案是否充分尊重了股东的利益的基础上维护股东利益。

2. 中国香港特别行政区

基于历史的原因,中国香港特别行政区的公司和金融制度很大程度上继承了英国的制度,因此,中国香港公司证券法规则与英国非常类似,也不鼓励采用双重股权

结构,即在公司法层面允许采用,在证券法层面不允许公开上市。关于允许公司采用双重股权结构的制度主要体现在中国香港《公司条例》的相关规则中,如该条例第136条第2项(b)规定:“公司某一类别的所有已发行股份,均属已缴足股款股份,并就所有目的而言,其位阶属相等,则该等股份只要保持属已缴足股款股份,以及就所有目的而言,其位阶与当其时所有已发行并属已缴足股款的相同类别股份相等,即无须识别号码。”再如该条例第623条关于“对有股本的公司的某类别的股份的股份持有人的会议的适用范围”第4项规定:“更改某类别的股份权利的会议的法定人数是——(a)(如并非属经延期的会议)2名合共持有最少三分之一的有关类别的股份的股份持有人的总表决权的人亲身出席或委派代表出席会议;及(b)(如属经延期的会议)一名持有任何属该类别的股份的人亲身出席或委派代表出席会议。”

关于双重股权结构公司上市的禁止性规定主要体现在港交所的上市规则中。中国香港地区原来的《主板上市规则》第2.03条第4项和《创业板上市规则》第2.06条第4项都规定:“上市规则反映了市场上目前可接受的标准,旨在确保投资者能够保持对市场的信心,尤其是……所有上市证券持有人都受到公平和平等地对待。”《主板上市规则》第8.11条与《创业板规则》第11.25条都表明:除非在与交易所达成一致的特殊情况下,新申请者的股本不得包括表决权与其股份权益不存在合理关系的股份(“B股”),交易所将不会挂牌上市发行人发行的任何新的B股,也不允许已经发行上市公司发行任何新的B股(除非已经在本交易所或任何其他证券交易所上市)。港交所上市规则中的“表决权”一词被解释为旨在限制所有双重股权结构,包括那些给予增强或排他性董事选举权的构造,以及那些通过在公司章程中嵌入这些权利而获得相同效果的公司。该规则规定了港交所在例外情况下采取个案方式批准双重股权结构公司上市的权利,但是,在相当长的时期,并没有双重股权结构公司在所谓例外情况下被港交所接纳。

港交所《主板上市规则》第8.11条自推出以来一直保持不变,因为它是出于市场整合的考虑。然而,对于阿里巴巴在港上市申请的拒绝不仅导致香港金融界大约3亿美元咨询费收益的预期损失,也损害了港交所的交易体量和声誉,由此,港交所面临着改变该规则第8.11条的压力。为了吸引中国内地的技术公司,2014年8月29日,港交所公布了长达108页的概念性文件,征求公众对双重类别股份的看法。该概念文件考虑了投资者保护原则、现行监管框架、香港特别行政区作为世界顶级上市场所之一的竞争力以及双重类别股份的其他司法实践,旨在对双重类别股份公司是否

应该被允许上市的争论进行评价。港交所在审查了所有对概念文件的回应后,于2015年6月19日公布了其结论,表示支持公众对其上市规则的拟议变更和双重类别股份的可接受性进行咨询,支持双重类别股份的使用,并表示相信有适当措施可以减轻双重类别股份给投资者带来的潜在风险。提案草案包括一系列旨在为股东提供额外保护的措施,如将双重类别股份的使用限制在一定规模的公司。不过,香港证券及期货事务监察委员会却对变革表达了担忧,其认为虽然港交所的草案提案提供了多项保障措施以防止滥用其拟议的双重类别股份,但其声明中的保障措施是否足够仍存疑问,证券监管部门的监管职能是“维护公平和透明度的核心原则,这将巩固香港作为国际金融中心的声誉”,^①而如果双重类别股份结构变得司空见惯,香港的声誉将受到损害。尽管存在这些质疑,港交所最终还是在2018年4月30日推出了25年来幅度最大的上市制度改革,规定香港证券市场对于新经济公司将可实现同股不同权,以顺应新经济公司在公司治理上的特征,支持对公司价值有贡献的管理团队在持续融资后保留上市企业治理架构的相对稳定。

3. 新加坡

新加坡传统的公司证券立法支持公司反对稀释比例性原则的做法。新加坡证券交易所(Singapore Exchange Limited, SGX)在2011年发布了指南,指出鉴于双重股权结构会导致根深蒂固的控制,因此,新加坡不允许双重类别股份的上市。但报纸公司的上市是例外,新加坡《报业和印刷出版法》要求新加坡上市的报业公司(如新加坡报业控股),发行不同类别的股份。^②在新加坡发行的每一份报纸都必须创建两类股票——管理股和普通股。对于任何与报社董事或工作人员的任免有关的决议,每一个管理股东都有200倍于普通股东的投票权。^③管理股只能由政府许可的新加坡公民或公司持有,并且政府可撤销对持有管理股份的许可。

2012年由于新加坡证券交易所拒绝接受双重类别股份,誉满全球的足球巨擘曼彻斯特联合足球俱乐部放弃新加坡而转向纽约上市并最终募得2.33亿美元。这一事件引发了新加坡各界广泛的争议,不少人质疑新加坡证券交易所是否因为晦涩难解的公司治理要求而错过了吸引全球名企上市?2014年阿里巴巴在纽约证券交易所上市,这再次引发人们追问新加坡证券交易所为了“一股一票”原则而丧失了多少优

^① SFC, “SFC Statement on the SEHK’s Draft Proposal on Weighted Voting Rights”, http://edistributionweb.sfc.hk/t/ViewEmail/j/C5CD004D12EE9F25/F672ACDCDBF32846942_A2DF08F503B7C, 25 June 2018.

^② Singapore Newspaper and Printing Presses Act(Cap. 206), section 10.

^③ Singapore Newspaper and Printing Presses Act(Cap. 206), section 10(1).

秀的双重类别股份公司？

实际上,新加坡政府早已经开启了修订公司法以移除“一股一票”限制的工作。成立于2007年、负责对公司法进行全面审查的“公司法指导委员会”于2011年4月提交《公司法修正案》进行审议。该议案建议允许公司在章程许可并获得特定保障的情况下发行无投票权股份和多重投票权股份。指导委员会解释说,这样做的理由是无投票权股份和多重投票权股份将赋予这些公司在资本管理方面有更灵活的灵活性。2012年10月公司法指导委员会的建议被新加坡财政部(Ministry of Finance, MOF)接受。财政部认为,该建议的实施将使新加坡法律与美国等发达国家接受双重股权结构的主流做法相一致。与该提议相关的是,财政部要求引入特定的保障措施,主要包括以下几点:(1)带有不同表决权的股份的发行必须经股东会特别决议批准;(2)每一类别股份所附表决权的信息必须在相应的会议召集通知中表明;(3)公司必须在其章程中规定不同类别股票的权利,明确划定不同类别的股份,以便股东了解任何特定类别股票的权利;(4)无表决权股份的持有人对于公司清算或者无表决权股份的权利变更等事项的决议享有平等的表决权。2013年5月和10月,新加坡财政部会同会计与公司监管局(Accounting and Enterprise Supervision Bureau, ACRA)就《公司(修订)条例(2013)》草案进行了两轮公众咨询。2014年10月新议会通过了《公司(修订)条例草案》(第25/2014号),该修正案取消了“一股一权”的限制,允许上市公司发行无表决权或双重表决权的不同类别的股份。根据修订后的新加坡《公司法》第16.6.3条规定:总体而言,有两大类股票——普通股和优先股。顾名思义,优先股是赋予这些股票持有者特定优先性的股票,这种优先性可以采用股息或资本回报的形式,例如,优先股的条款可以规定,这些股票持有者有权在向普通股持有者支付股息之前获得特定比率的股息。

随后,新加坡交易所和金融管理局(Monetary Authority of Singapore)开始审查双重类别股份是否可以扩展到上市公司。2018年6月26日,新加坡交易所推出了新的规则,允许双重类别股份的公司股票上市,这是继资本市场的主要竞争对手——中国香港证券交易所接纳此种受到科技公司青睐的融资结构之后,新加坡交易所迅速作出的反应。香港证券交易所于2018年4月30日推出的新上市规则旨在吸引市值不低于100亿港元(12.7亿美元)的公司,而新加坡将允许价值3亿新元(2.29亿美元)的公司以双重类别股份上市。

新加坡交易所(SGX)要求以“双重类别股份”上市的公司实施四项措施,以应付

双重类别股份公司可能发生的风险。这四项措施包括以下内容。

第一项措施要求 DCS 公司在若干情况下,采取更严格的投票方式。此方式规定所有持股人只能以“一股一票”的方式表决委任或撤除独立董事或审计师、改变任何一级持股人的股份结构、反向收购、清盘或除牌。

第二项措施要求大部分的审计委员会、提名委员会和薪酬委员会的成员以及各个委员会的主席同时担任独立董事。

第三项措施规定一股多票股权的一股最多只能代表 10 票,而且公司必须在首次公开发行股份(IPO)时,披露一股多票的股权持有人或团体。即使是团体或机构,公司也必须披露组成成员,而且在 IPO 之后,不得扩大有关组合。

第四项措施要求公司施行“日落条款”。公司必须在 IPO 时说明在哪一个阶段或何种情况下将一股多票股权自动转换为“一股一权”。

(二)重要启示

亚洲主要法域接受差异化股权构造的制度变革表明,尽管各个法域的法律与司法传统和社会经济基础不尽相同,接纳差异化股权构造的考量因素也各有侧重,但其中所蕴含的基本法理与内在机制并无二致。我们能够从中获得以下重要启示。

首先,股东权利的具体构造不应当是法律赋权的产物,而应当是市场主体议价缔约的结果。因此,公司法关于股东权利配置的一般性规则不宜过多采用强制性规范,而应当以授权性规范和默示性规范为主。换言之,普通股所代表的完整的股东权利构造只是一种由立法供给的标准化契约,市场主体可以根据自身需要对其进行变通取舍。

其次,差异化股权制度设计是沿着一定的权利维度来进行的,这些权利主要集中于经济性权利、参与性权利和处分性权利等基本股东权利。^①为了使多元化配置的权利构造与本国或本地区的社会经济状况相适应,公司法需要对能够进行多元化配置的具体权利以及幅度等作出规定。

再次,差异化股权制度设计的核心是“类别权利”。尽管域外立法很少对“类别权利”的含义作出直接界定,但可以从相关的制度设计中归纳出三个基本的判定要件:一是公示性,即该项权利要由公司章程明确记载,上市公司要在上市文件中进行

^① 股东的具体权利种类繁多,公司法理论也发展出了若干分类体系。但这些分类体系的解释力都各有不足。基于本文所关注的主题,更为适合的是将各种具体股东权利分为以下三类:一是基本股东权利,如分红权、剩余财产分配权、投票权、处分权;二是附随性股东权利,如知情权等;三是救济性股东权利,如代表诉讼权等。多元化配置主要是沿着基本股东权利来进行。

明确披露;二是专属性,即该项权利不为其他股份所拥有;三是重要性,即该项权利应当属于一种对于该类股份持有者而言极为重要的基本股东权利。为保障类别权利不被肆意剥夺和侵害,公司法一般都对类别权利的变动作出了严格的程序性限制,即需要符合公司章程的最初规定或者获得该类别股东单独表决同意。

最后,公司法和证券法对于差异化股权的立场可能并不完全一致。从上述几个主要的亚洲法域的立法实践不难发现,对于差异化股权制度的接纳首先开始于公司法,而即使公司法允许股份公司自由采取双重类别股份等差异化股权构造,证券法对于此类公司的上市仍采取更为谨慎的态度。尽管几个法域都相继变革上市规则以接纳双重类别股份,但也都附加了较严格的限制或保障措施。

三、差异化股权构造对中小股东利益的影响

(一) 积极影响

1. 减轻基于两权分离而引发的传统代理问题

传统公司法理论一般是将因所有与管理分离而引发的代理问题作为公司治理所要解决的核心问题,因此,公司制度设计的总体框架就是要构建起以“三权分立”为特征的公司权力制衡机制。不过,这种制衡机制功能的发挥在相当大的程度上受制于传统的股东权利无差异配置模式,原因在于无差异配置模式未能考虑股东在收益、参与等方面的异质化偏好,因而绝大多数享有投票权的中小股东实际上缺乏足够的动机和能力来监控公司管理者的行为。公司治理的实际情况表明,股权越分散的大型公司,股东对于管理者的监控程度就越弱,股东本位实际上让位于董事本位甚至管理层本位,所有与管理分离而导致的代理问题越发严重。股东权利配置的差异化演进客观上尊重了与股东的异质化偏好与需求,使其可以根据需要选择或者安排自己的权利结构。一部分股东对于公司管理者的监控动机和能力将会得到强化,进而减轻基于两权分离的传统代理问题。

2. 满足股东的个性化投资偏好

无差异的、一元化的股份类型设计立足于股东同质化假定,将股东简单视为无差异资本的载体,将抽象层面的股份平等等同于股东平等,忽略了股东作为个体所具有的投资偏好差异。基于股东“异质化”演进而将分析视角深入股东关系层面所带给我们的直接启示是:股份公司不仅仅是一群投资偏好和利益诉求相同,都基于同样的利

己动机而行使表决权的同质化个体的集合;相反,股东间的冲突客观存在且随时可能发生,公司法律应当注重将法律机制与契约机制相结合来解决这些冲突。尤其是从源头的股东权利配置拓展自治空间应当成为强化中小股东保护的一种事前保护机制。借助于差异化股权构造,股东个性化的投资偏好将在股东权利构造中得到更好体现,股东的投资收益不确定性风险将能够通过事先的制度安排加以减轻(如持有收益更加稳定的优先股)。

3. 促使企业管理者关注企业长期价值成长

尽管通过公开上市从外部融资对于成长性公司具有较大诱惑力,但是多数创业型企业企业家只有在可以获得某些保护其免于失去控制权的保障时才愿意公开融资。的确,若缺乏此类保障,绝大多数企业家将避开股市、压缩其公司的成长或者寻求其他次优的融资方案。如此一来,创新、投资者、经济增长和就业都会遭受损失。创业者在公开融资时运用差异化股权构造来保持对企业的控制是一个有效的方案。另外,差异化股权构造不仅是作为一种外部融资时不失去控制权的工具,更能够允许创业者保护其商业模式、商业理念,打消潜在收购者短线干扰的企图。来自资本市场的收购威胁可能导致内部人浪费资源用于稳固其职位而非更有效地经营公司,而差异化股权构造有助于创业者在融资时不受重大的收购威胁,因而可以专注于长期投资,解决所谓的“管理者短视”(内部人关注于排除潜在收购者的短期目标)问题。

(二) 消极影响

1. 导致控制权私利的过度攫取

差别化股权构造在有效缓解所有与经营分离而引发的传统代理问题的同时,也有可能从股东维度间引发新的代理问题,如有表决权股东与无表决权股东之间、控制股东与非控制股东之间等。股东维度的代理问题突出地表现在与股东权行使密切相关的公司独立意志的形成、股东之间平等关系的实现、股东参与权能的行使以及公司团队关系的构建等方面。股东关系维度代理问题的实质也与公司团队生产结果的不确定性息息相关。简言之,就是公司的剩余利润和风险的不公正分配问题。控制股东能够通过内幕交易、关联交易、直接占用公司资产等形式攫取“控制权私利”,^①所

^① 迪克和津加莱斯将控制权私利界定为某些“不在所有股东中按照持股比例分享、而由控制方专属享有的价值”。See Alexander Dyck & Luigi Zingales, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, 59 *The Journal of Finance*, 537, 541 (2004). 吉尔森则将控制权私利界定为“不提供给小股东的控制股东的利益”。See Ronald J. Gilson, “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy”, 119 *Harvard Law Review*, 1641, 1651 (2006).

承担的风险却并不因此增加,甚至还可以通过各种方式向中小股东转移风险。特别是在以国资控股型公司和家族控制型公司为主体的上市公司中,“一股独大”现象明显,社会公众股东边缘化严重,股权结构缺乏制衡,控制权私利的攫取途径丰富,攫取成本较低。由于通过金字塔持股等杠杆方式进行间接控制的方式较普遍,上市公司的实际控制人往往与上市公司之间隔着若干层级。金字塔控制结构的终极控制人在每个层级都可以较容易地攫取控制权私利。近年来中国上市公司中爆发的德隆系、格林柯尔系、“五粮液现象”等案件都是大股东掏空上市公司的有力例证。

2. 降低控制权市场对公司治理的改善作用

经济合作与发展组织公司治理原则强调“应允许公司控制权市场以有效和透明的方式运行”“有关资本市场中公司控制权收购、较大比例公司资产的出售以及类似于合并的特别交易的规则和程序,都应清楚详细并予以披露,以使投资者理解自己的权利和追索权”。格鲁斯曼(Sanford J. Grossman)和哈特(Oliver D. Hart)曾经对公司控制权市场与“一股一票”之间的关系作出了经典的分析,他们指出,收购发生的难易依赖于多种因素(诸如管理层可以获得的防御性措施、法院的态度等),当然也包括公司的投票权结构,即公司的投票权如何在股票间分配。他们的论证表明,在一个特定的情境下,“一股一票”是一种最优的投票权结构。^① 差异化股权构造的反对者声称通过超级投票权股份所形成的不受拘束的控制权可能会被滥用于损害小股东利益。控制股东可以获得重大的控制权私利,包括在管理层任命和承继问题上的任人唯亲。比如,由于可以坐享控制权私利而不用担心被敌意收购,控制股东可能会拒绝那些有助于改善公司治理和对其他股东有利的收购要约。

3. 导致股东间的权责不对等

在差异化股权构造下,诸如资产受益权和剩余索取权等股东间的经济性权利与投票权等参与性权利的比例性失衡也可能导致权责不平等。正如有研究所指出的,在双重股权结构中对具有较低投票权的投资者股票的折扣可能导致私人利益的攫取和管理层蚕食,^②管理层可能会以双重股权结构公司的外部股东利益为代价来谋取私人利益。^③ 此外,在差别化股权结构下,对公司拥有较大控制权的股东所占的出资比

^① See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control”, 20 *Journal of Financial Economics*, 175, 175 - 180 (1988).

^② See Paul Gompers et al., “Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States”, 23 *Review of Financial Studies*, 1051, (2010).

^③ See Ronald Masulis et al., “Agency Problems at Dual-Class Companies”, 64 *Journal of Finance*, 1697, (2009).

重和经济利益却可能相对较小,其就可能偏好于促使公司进行风险较大的交易或投资,而相应的风险和责任则主要由其他投资者承担。

四、差异化股权下加强中小股东利益保护的主要思路

(一)充分尊重股东的自由选择

域外股份公司(公众公司)股东权利配置多元化的实现并非源于立法的强制性安排,而是通过多种契约交易机制,即股东根据自身的投资偏好而与其他股东或者公司之间进行权利或利益交换。当然,这种权利或利益交换在实践中往往并不是通过一对一的个别交易来进行的,而是由公司根据自身的融资需求和对目标投资者群体的偏好进行分析之后,按照一定的程序预先设计好具有特定权利构造的股份类型,然后由投资者根据自己的投资偏好进行选择。相对于权利结构完整的普通股而言,每一类别股份所具有的特定权利构造实际上都是某些权利或利益之间交换取舍的结果。权利或利益交换的效果将通过股东权利结构的统一或分离、权利行使的优先或劣后、权利计量的放大或限缩、权利内容的增加或减少加以体现。

从制度设计层面来看,中国股份公司立法需要消除“一股一表决权”的比例性限制,将其转化为可明示排除的非强制规范;同时,也应尽快填补《公司法》第131条的规范空白,完善类别股份制度和基于股权的金融衍生创新制度。制度建构的重点包括股份公司股东权利差异化配置的自治边界与基本原则,股份公司能够发行的类别股份的范围,以及各种类别股的法律界定、权利构造、权利行使、权利处分和权利保护等相关制度。

(二)对差异化股权设计加以适当限制

其他法域采用的限制主要包括以下几点:其一,将双重股权构造限定于特定公司。例如,中国香港特别行政区修订的《主板上市规则》第8A.06条规定:“新申请人寻求以不同投票权架构上市必须符合以下其中一项规定:(1)上市时市值至少为400亿港元;或(2)上市时市值至少为100亿港元及经审计的最近一个会计年度收益至少为10亿港元。”其二,设定特别投票权的上限。例如,许多法域都规定,为了确保管理层兼大股东的权势不会过大,投票权的比例不可超过10:1。其三,限定特殊投票权股份持有人的资格,如要求必须是自然人且担任公司董事。

(三)充分保障中小投资者的知情权

具有差异化投票权的公司上市时应当履行更加完善的信息披露义务,确保发

行差异化投票权股份的披露水平与发行单一投票权股份的披露水平相当。证券交易所规则应当对上市公司施加旨在保护低表决权股票持有者的要求,这些规则应当赋予低表决权股东在现有公司法证券法中所不享有的某些信息知情和治理权利。信息披露的重点包括不同投票权股份持股人的身份与持股信息;不同投票权股份变动或终止的所有情形;股份上市交易时的特殊标识。

(四)为中小股东利益保护构建特殊的保障措施

一是特殊的公司治理规则。例如,有的法域规定普通股股东的特别股东大会召集权和提案权,所需的表决权数要求不得高于公司股本按“一股一票”计算的10%;诸如公司章程修改、类别股份权利的变动、独立非执行董事的任免、公司解散等特别事项必须按照“一股一权”原则进行投票表决;强化独立董事的职责等。

二是对具有差异化股权构造的公司要求其上市时设定“日落条款”,例如,规定双重类别股份构造应当在某一特定日期或者某一事件发生时(如创设企业家去世)消除;特殊投票权股份转让后,所附特殊投票权必须终止;当所有原持有人都不再具备持有特殊投票权股份的条件时,双重股权架构必须终止。

(五)构建更加完善的事后救济机制

长期以来,不同法域对于差异化股权态度的不同所隐含的一个问题是:为什么诸如美国等法域可以接受双重类别股权构造,而其他法域却不接受?许多研究者和实践者试图找出一些在美国具有而其他法域没有的孕育双重类别股权公司的独特属性。他们的结论是,与双重类别股权特别相关的法律和制度框架包括更深层次的专业投资者基础、对小股东权益的更好保护以及诉讼文化。^①与美国不同的是,像中国香港特别行政区等股票市场是以散户投资者和所有权集中的家族企业为主导的,因此,香港特别行政区非常重视对权利滥用的预防,而不是对权利滥用的矫治。^②这种区别也体现在两个法域的诉讼制度中。易言之,中国香港特别行政区是通过采取更严格的IPO要求和公开披露义务等事前监管的方式来尽可能预防权利滥用,而美国则更加注重采取事后救济的方式,即通过向投资者和律师提供各种机制来起诉针对

^① See Raymond Siu Yeung Chan and John Kong Shan Ho, “Should Listed Companies be Allowed to Adopt Dual-Class Share Structure in Hong Kong?”, 43 *Common Law World Review*, 175, (2014).

^② See Richard Carney and Travers Child, “Changes to the Ownership and Control of East Asian Corporations between 1996 and 2008: the Primacy of Politics”, 107 *Journal of Financial Economics*, 494, (2013).

滥权者的诉讼。^① 因此,要想在充分发挥差异化股权制度推动创新企业发展的功能的同时,最大限度地保护中小股东的利益,就必须借鉴美国的经验,在完善事前控制机制的同时,不断加强和完善对中小股东权益的事后救济。

五、结 语

股份公司股权制度设计从同一向差异演进的正当性基础需要妥善解释和解决差异化股权制度所涉及的公司自治与法律规制、股权差异与股东平等、法定权利与约定权利、收购与反收购等几组主要矛盾,以及如何在差异化股权制度设计中协调好法律、章程与契约的关系。在欧美地区,从小股东利益保护视角对于双重类别股份构造的效率评判与争论由来已久。其主旨问题在于具有一元化股份构造的公司的效率较之具有差异化股权构造的公司是否会得以提升,或者说差异化股权构造是否会对有效治理和价值创造构成妨碍? 实际上,这是一个无法给予定论的问题,因为差异化股权构造对于公司治理和中小股东利益的影响具有两面性。

从公司法基本理论的发展来看,不断勃兴的公司自治理念充分支持了股东可以通过平等协商形成能够满足自己需要的股权权利结构;股东平等的内涵从抽象平等向实质平等发展,股东作为主体的异质性不断被认知,由此导致了股权配置比例性原则日趋弱化,控制权的重要价值不断彰显。从中国当前的发展阶段来看,监管理念上日益重视收购与反收购的均衡,创新驱动发展战略理念正在成为上下共识。这些都为差异化股权制度提供了坚实的理论支撑。而亚洲主要法域新近关于差异化股权制度的立法与规则的最新变革也能够揭示出股权设计模式从同一走向差异所遵循的制度路径以及股权相应的权利义务构造变化的内在机理,从而为我们完善差异化股权制度设计、加强对中小股东的保护、提升制度和资本市场的国际竞争力提供有益借鉴。

^① See King Fung Tsang, "Listing Destination of Chinese Companies: New York or Hong Kong?", 23 *Columbia Journal of Asian Law*, 357, (2010).