

论股东异质化背景下股东权利 差异化配置及其利益平衡

——兼评科创板“表决权差异安排”章节

王 倩*

摘要:随着全球资本市场的不断发展以及股东异质性特点下公司治理结构呈现股权差异化的趋势,对股份有限公司实行单一的同股同权制度难以适应日新月异的市场变化,上交所科创板规则中关于表决权差异化安排的设计表明我国已及时作出制度回应。但差异化股权结构设计是一把“双刃剑”,本文在借鉴美国、新加坡、中国香港地区股权差异化设计规则的基础上,评析上交所科创板规则中关于表决权差异化安排的规则,肯定其积极价值的同时,提出完善建议,进一步探究差异化股权设计下中小股东保护利益平衡机制。

关键词:股权差异化 中小股东保护 平衡机制

* 华东政法大学国际金融法律学院 2017 级硕士研究生。感谢华东政法大学国际金融法律学院罗培新教授、郑或副教授在本文选题和写作上的指导与帮助。本文文责自负。

一、问题的提出:股东异质化的市场格局之兴起

股权是指股东因出资而取得的、依法定或公司章程规定的规则和程序参与公司事务并在公司中享受财产利益的、具有转让性的权利。^[1]随着社会的发展,公司的股东构成日益多元化,股东之间存在利益偏好、投资目的、治理能力等方面的异质性特点,^[2]公司治理结构呈现股权差异化配置的趋势。股权差异化配置是指相同种类的股份配置不同的权利,即分离股权中的具体子权利,主要表现为参与公司事务的权利与享受财产利益的权利之分离,也即通常所称的“同股不同权”结构。

随着全球资本市场的不断发展以及公司治理结构呈现股权差异化的趋势,越来越多的国家和地区允许采用差异化股权架构的公司上市。在2017年之前,亚洲主要资本市场如中国内地、中国香港地区、新加坡等国家和地区都禁止采用股权差异化配置的股份有限公司上市,2017年后中国香港地区、新加坡等地为吸引新经济企业上市,逐步完善与证券发行上市条件相关的法律和交易所规则,允许采用差异化股权结构的公司上市。自2018年4月30日起,香港交易所为拓宽香港上市制度而新修订的《上市规则》条文正式生效,在原有的制度基础上,采取不同投票权(weighted voting right)架构的公司可以在港交所申请上市。^[3]此举吸引更多新经济企业赴港上市,使2018年中国香港重新攀登至全球上市地的冠军位置,其中来自中国内地的采取不同投票权架构的小米集团、美团点评分别以426亿港元、331亿港元融资额位居2018年香港新股市场第二名、第三名。^[4]

[1] 参见江平、孔祥俊:《论股权》,载《中国法学》1994年第1期。

[2] 参见冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期。

[3] 参见香港交易所:《上市规则、诠释及指引》,载 <http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/browse.php?type=0&id=9870>,2018年8月15日访问。

[4] 参见德勤咨询:《中国大陆及香港IPO市场2018年回顾与2019年前景展望》,载 <http://www.199it.com/archives/811594.html>,2019年1月10日访问。

以高科技、互联网为代表的这些新经济企业,因在发展阶段需要大量资金支持,导致创始人的持股比例在上市前数轮融资后大幅度稀释,因此上市后企业的控制权问题凸显。股权差异化配置的结构安排因能够兼顾公司股权融资需要与保持控制权的平衡而备受新经济企业的青睐。^[5]目前,我国以新产业、新业态和新商业模式为代表的新经济快速成长,2018年中国企业赴美上市融资额高达67.5亿元,其中大部分来自于新经济行业。^[6]此前囿于股份有限公司股东表决同股同权的规定,股权结构差异化设计的结构难以实现,造成我国内地优质上市资源的流失。随着我国股权差异化趋势与资本市场的不断发展,2019年1月28日,中国证监会公布《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》(以下简称《实施意见》),允许科技创新企业发行具有“特别表决权”的股份。2019年3月1日,按照该《实施意见》的要求,中国证监会及上海证券交易所(以下简称上交所)正式公布了相关部门规章和配套业务规则。

科创板新规千呼万唤始出来,首次规定我国内地版本的“同股不同权”规则以及相应配套措施,此举将会对我国内地上市公司治理产生极其深远的影响。但该制度的具体内容及其适应性如何,仍有待观察和讨论。差异化股权结构设计是一把“双刃剑”,如何完善股权差异化设计下保护中小股东的利益平衡机制,从根本上对股权配置规则进行调整,完善配套措施,平衡各方关系,是解决问题的关键。

二、股权权利的差异化配置:逻辑基础、制度需求与现实隐忧

(一) 股权差异化配置的逻辑基础:股东同质化到股东异质化的发展

不同的公司治理理念会导致不同的权力配置模式。传统的代理理论是基于一种股东同质化的逻辑假定而以无差异的资本作为股份公司

[5] 参见杨梦:《新经济需包容双重股权结构》,载《证券市场导报》2018年第2期。

[6] 同注[4]。

内部权力配置的唯一标准。^{〔7〕}也即,在同股同权结构下,股东持有的股份可以反映出其所得的利益,股东可以按照与股份比重相适应的投票权参与表决。在股东同质化的假设里,股东被视为具有相同偏好的群体,拥有同质化的利益、目的和能力。包括股东在参与公司治理中不存在利益冲突,股东投资于公司的目的都是实现个人及公司利益最大化、股东在参与公司治理上的能力都是相同的。^{〔8〕}当然,在这样的假设下,按照等比例股份数量表决的同股同权结构成为了最为合理的股权结构。

但股东同质化假定下的股份公司权力配置会存在以下问题:首先,股东追求的利益偏好因人而异,部分股东对公司进行投资的目的很大程度上是为了能在短期内通过公司经营获取最大化的投资收益。而对于长期持股的股东来说,其更关注的是公司能否取得长远发展,不可避免地会减少甚至避免短视投资活动的发生,而选择稳妥的投资项目,不同股东之间的利益诉求存在很大差异。^{〔9〕}其次,股东作为具有个体差异的人,参与公司的治理能力也存在明显差异,股东在参与公司治理时很难表现出相同的能力。最后,基于同质化假定推导出的股东平等原则是资本意义上的形式平等,仅指股东权中的收益权能的平等,并不包含作为股权主体的股东在法律地位和权利行使上的平等,因此造成股东之间形式平等与实质平等的背离。^{〔10〕}

因此,现代公司理论研究表明,股东同质化作为一种逻辑假设,与股东的真实世界相去甚远,而股东异质化是一种客观存在,并且随着社会经济生活的发展不断向更加复杂的层面演进。^{〔11〕}股东异质化表现为股东之间投资目的与认知的差异化。随着社会的发展,公司的股东

〔7〕 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。

〔8〕 同注〔2〕。

〔9〕 参见汪青松:《论股份公司股东权利的分离——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。

〔10〕 参见汪青松:《中国股份股东权利配置模式的变革》,载赵万一主编:《市场创新背景下的公司法与信托法》,法律出版社2017年版,第203~209页。

〔11〕 参见汪青松:《股份公司股东异质化法律问题研究》,光明日报出版社2011年版,第111页。

构成日益多元化,不同投资者有着不同的需求和偏好。股东异质化的现实发展对于股份公司股东表决行为的影响必将是极其深远的,在股东对目标股份拥有不同的定位与评价、对如何管理公司持有不同的观点情况下,股东异质化首先就表现为股权的收益权能和投票权能的不成比例或者相互分离。

综上所述,随着社会的发展,在股东同质化假定基础之上建立的公司内部权力配置模式存在现实缺陷,无法为实现良好的公司治理目标提供坚实的逻辑基础。股东偏好朝向异质化发展必然对股份公司表决行为产生深远的影响,其能够成为股份公司股东权利配置理论和制度展开的逻辑基础。

(二) 股权差异化配置的制度需求:股权融资与保持控制权的兼顾

目前,我国市场经济充分发展,公司制度已成为人们投融资的基本工具。^[12]但是单一的普通股制度已不能满足投资者的差异化需求。仅以将收益权与投票权相捆绑的普通股作为融资工具,会使公司与股东承担不必要的投融资成本,公司融资将受到束缚。对人力资本要求较高的创新科技型企业对股权融资与控制权兼顾的需求尤为强烈。科技创新型企业的成长周期及融资特征是促使其选择股权差异化设计结构的内在动力,出于保持市场竞争力的需求,科技创新型公司往往会将大量的资金投入项目研发中。以互联网公司为例,其发展大体要经历“创立、起步→融资→烧钱、亏损→形成规模效应→公司上市”等阶段。资金是维系科技创新型企业运转、扩大知名度和达到规模效应的必要条件。^[13]该类型公司在发展过程中需要不断募集资金,对于负债率较高的成长型企业,债权融资的现实可能性比较小,股权融资是较为可行的融资渠道。随着发行股票的数量和次数越多,管理层股权被稀释的越严重。因此,如何既能融集大量资金又能保持对公司的控制权是科技创新型企业不得不思考的关键问题。

除此之外,表决权不但维系和控制着公司所有者与管理者的关系,

[12] 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。

[13] 参见宋建波等:《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》,载《管理案例研究与评论》2016年第4期。

还是不同股东之间争夺公司控制权的工具。^[14] 研究表明差异化股权设计是防止恶意收购的重要武器。^[15] 公司控制权体现为人员选任、决策管理或收益分配等各项具有利益内容的权利的享有,出于维护公司长期发展利益的考量,公司股东或管理层有防范公司控制权旁落的现实需求。为了应对恶意收购者对公司控制权的争夺,A股上市公司纷纷在公司章程中加入反收购条款,在“宝万之争”后尤甚。以投票权为核心的控制权争夺一直是中国公司治理中的重要问题。但是,在公司内部章程中增加对投票权结构进行限制的反收购条款,会产生非法限制股东权利的质疑。^[16] 科技创新型公司的成长发展往往与其创始人团队的能力与发展战略密不可分。有研究表明美国公司治理市场的“金融化”使得公众公司仅关注股票价格、股本回报等财务资本,无法集中于除股东价值之外的其他发展目标。^[17] 尤其对于机构投资者来说,其更关注短期股票价值的上涨,为了规避这种过度金融化给企业带来的负面影响,差异化股权结构在一定程度上被视为新兴企业规避市场短期行为而不得不采取的自我保护措施。^[18] 因为企业创始人通常

[14] 参见梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005年第3期。

[15] See Harry DeAngelo and Linda DeAngelo, *Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985.

[16] 例如,中证中小投资者服务中心通过调查上市公司公司章程修改中的反收购条款,认为海利生物公司章程中的相关条款限制了股东的董事提名权,其行为违反公司法关于股东对董事有选举权的相关规定,投服中心依股东身份向法院提起诉讼。参见《公司章程限制股东提名涉嫌违法海利生物遭投服中心起诉》,载 http://www.legaldaily.com.cn/Finance_and_Economics/content/2017-07/03/content_7229773.htm?node=75679, 2018年8月12日访问。

[17] See Admati, *A Skeptical View of Financialized Corporate Governance*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, 2017.

[18] See David Berger, *Why Dual-class Stock: A Brief Response to Commissioners Jackson and Stein*, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/22/why-dual-class-stock-a-brief-response-to-commissioners-jackson-and-stein/#more-105170>, accessed Jan 24th, 2019.

对其所创立的企业拥有强烈的心理所有权。^[19]若要更加专注于公司长期价值的提升,需要创始团队作为公司的舵手,把握公司的整体发展方向,如果创始团队因为引入资本而失去对公司的控制权,有损公司战略决策的连续性,核心团队的积极性会受到打击。对于依靠创始人能力与发展战略的科技创新型公司来说更是如此。差异化的股权设计结构可以帮助管理者专注于长期项目的实施,同时避免服从于短期的市场压力,以此加大研发强度和获得更高的销售收入。^[20]高效的管理需要管理层投入时间和资源,股权差异化制度可以实现以创始人为核心的管理层的高效人力资本投入,而不必担心资本市场收购机制导致所有权结构变化而造成职位的不确定性。因此,股权差异化配置制度是有助于现有管理层人员投入特殊人力资本的机制,使管理层人员更加具有责任感和归属感,努力地提高经营公司的业务能力,进而提高公司管理的效率。股权差异化配置制度通过将控制权配置于控股股东,减少公司决策权因股权变动而发生波动的情况,从而为公司创造稳定的经营环境。公司和股东可以从控股股东对于经营战略类型具有自主的、不受资本市场干扰的选择权中获得收益。合理利用股权差异化配置制度可以促进企业发展长期化、价值化,这对处在发展初期或变革阶段的科技创新型企业来说尤为重要。

回应现实需求,表决权安排是重构制度规则的首要问题。通过将股东的参与性权利与经济性权利做不同于普通股的特殊安排,能使公司股权融资与控制权兼顾的需求得以实现。^[21]因此,根据发行股票性质差异对不同股份赋予不同数量的投票权的结构安排,是在保障新进入股东权利的基础上维持公司控制权稳定并确保公司长期利益的可行方案。股权差异化设置在融资功能上可以分割投资者的收益权与投票

[19] See Thomas M. Begley, *Using Founder Status, Age of Firm, and Company Growth Rate as the Basis for Distinguishing Entrepreneurs from Managers of Smaller Businesses*, *Journal of Business Venturing*, Vol. 10, 1995.

[20] See Bradford Jordana and Soohyung Kimb, *Growth Opportunities, Short-term Market Pressure, and Dual-class Share Structure*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, 2016.

[21] 参见肖金锋、杨梦:《类别股的类型化分析及制度建构——以股权融资与控制权兼顾为视角》,载《证券法苑》(第20卷),法律出版社2017年版。

权,满足股东不同的投资偏好,公司和股东可以利用股权差异化设置规则,合理分配风险,构建合适的控制权关系。

(三) 股权差异化配置的现实隐忧:代理成本加大与公司治理难题

传统公司治理理论认为,股份收益权的一个核心内容是股东对公司的剩余索取权,股份投票权的权重必须与股东的剩余索取权相配比,即相同的剩余索取权必须带有相同的投票权重,否则将引发代理成本。如果投票者的投票权与其剩余索取权不成比例,则他们无法获得自己努力所带来的等同于其投票权比例的利益份额,也无须按其投票权比例承担可能造成的损失,股份和投票权的分离将导致投入与回报失衡。^[22] 因为在该理论中,股东与经营者都是自利经济人,双方的目标都是实现自身利益最大化,因此在信息不对称条件下,经营者作为代理人可能利用信息优势谋求自身利益。^[23] 若投票权与剩余索取权严重不匹配,将无法对拥有特别投票权的股东形成正确的投票激励,导致控股股东无法站在公司立场或者非控股股东的利益角度思考问题,也缺乏动力去思考和作出最优决定,从而产生懈怠或以别人承担成本为代价的滥权。因此,传统理论认为股东投票权的权重必须与其剩余索取权相配比,即相同的剩余索取权必须带有相同的投票权重,否则将引发代理成本。^[24]

在股权差异化设置的创新企业中,创始人往往为保持公司的控制权拥有特别投票权,此时投票权与收益权分离的幅度大大提高,可能导致更严重的代理问题和更高的代理成本。因为股权可分为自益权与共益权。自益权是指股东专为自己利益而行使的权利,如分红权、公司剩余财产分配请求权等,自益权主要是财产权。而共益权则是指为自身利益并兼为公司利益而行使的权利,包括表决权、选举权、查阅权等,共益权主要是人身权。股东自益权的行使不会带来代理成本,但共益权

[22] 参见[美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》(第2版),罗培新译,北京大学出版社2013年版,第351~352页。

[23] See Jensen and Meckling, *The Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, October, Vol. 3 No. 4, 1976.

[24] 参见罗培新:《公司法学研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》,载《法学研究》2006年第5期。

则不然。原因在于股东让渡共益权例如投票权不可避免地带有涉他性,即股权转让会涉及公司、其他股东等诸多利益。因此,差异化股权结构下的代理成本,主要表现为投票权与收益权非等比配置产生的外部性。也即,如果拥有特别投票权的股东行使股权的行为,为其自身带来利益的同时损害其他股东的利益,^[25]则构成经济学意义上的负外部性。股权权能的分离转让需要考虑其潜藏的外部性所引发的代理成本,股权差异化的制度设计加剧经营权与所有权的分离,弱化公司治理机制,易引发内部控制人机会主义行为及掏空公司行为,^[26]从而降低公司长期业绩表现。^[27]

另外,差异化股权构造是否会对有效治理和价值创造造成损害仍存在大量争论。一些实证研究结果表明,采用双重股权架构后,企业价值和代理成本也会得到改善。例如,研究发现采用差异化股权结构设计的企业比单一股权公司会支付更多的现金股息,这表明采取差异化股权结构设计的企业仍考虑其他股东的利益。^[28]但另一些学者提出质疑,认为差异化股权结构设计对企业带来的成本和收益在企业不同的生命周期是不断变化的,在IPO之后一段时间内,创始人保持控制权会有利于公司,但随着公司不断成熟发展,差异化股权结构产生的交易溢价最终会在某个时间点之后消失。^[29]因此,对差异化股权结构设计之于投资者而言是更好还是更坏下结论还为时过早,尤其是对于年轻

[25] See McGuire Sean and Dechun Wang, *Dual Class Ownership and Tax Avoidance*, *Accounting Review*, Vol. 89, 2014.

[26] “掏空效应”,是指大股东利用各种渠道侵占上市公司及其他股东的利益,通过内部交易等方式转移公司资金,侵害公司中小股东的利益。See Simon Johnson, et al., *Tunneling*, *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 2000.

[27] See Chaudhuri and Seo, *An Agency Theory Explanation of SEO Underperformance: Evidence from Dual-class Firms*, *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, Vol. 22, 2012.

[28] See Bradford Jordan and Mark Liu, *Corporate Payout Policy in Dual-class Firms*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 26, 2014.

[29] See Ryou Ji Woo, Hong Hyun A and Kalcheva Ivalina, *Dual-class Structure and Corporate Innovation: International Evidence*, https://scholarspace.manoa.hawaii.edu/bitstream/10125/59349/HARC_2019_paper_191.pdf, accessed Jan 25th, 2019.

的企业而言,政策制定者们必须要认识到市场在不断变化。^[30]

毋庸置疑的是,完善的投资者保护机制会降低特别投票权股东和普通股东之间的代理成本。因此,问题的重点在于如何完善采用股权机构差异化设计的企业的内部监督机制,确保对持有特别表决权的股东进行有效监督。我国资本市场以“散户”为主,自然人投资者占比超过了99.78%。^[31]相对来说,基于投资者的认知水平、信息不对称等原因,中小投资者自我保护能力较弱。因此,在股权差异化制度设计中,须遵循“内化行为主体的交易成本,减少或者避免产生代理成本等负‘外部性’”^[32]的总体原则。在制度设计上,在逐步接受股权差异化设置的同时,通过采取一套协调机制加以缓和,内化股权差异化配置产生的代理成本,保持企业内部公司治理灵活度和竞争力的同时,避免道德风险等代理成本,最大限度地防止表决权差异因缺乏监督而被滥用。在满足控股股东现实需求与保护中小股东之间寻求妥当的平衡。

三、股东异质化的域外表现与制度供给

差异化股权结构的设计虽能缓解控制权保持与股权融资的矛盾,但出于股权差异化设计可能会进一步侵蚀中小投资者利益的弊端,境外市场对于是否允许上市公司采用差异化股权结构设计的看法并不一致。有些国家和地区仍禁止股权差异化结构的设计,如德国、我国台湾地区等;有些国家和地区允许差异化配置股权结构的公司上市交易,如美国、加拿大和瑞典。近期,随着全球资本市场制度竞争的发展,新加坡、中国香港等地区为吸引新经济企业上市,逐步修改上市规则,允许

[30] David Berger, *Are Dual-class Companies Harmful to Stockholders? A Preliminary Review of the Evidence*, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/15/are-dual-class-companies-harmful-to-stockholders-a-preliminary-review-of-the-evidence/>, accessed Jan 24th, 2019.

[31] 参见上海证券交易所:《上海证券交易所统计年鉴(2018卷)》,载 http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/yearly/documents/c/tjnj_2018.pdf, 2019年2月1日访问。

[32] 罗培新:《抑制股权转让代理成本的法律构造》,载《中国社会科学》2013年第7期。

股权差异化设置。香港交易所已正式决定允许不同投票权架构的新兴及创新产业发行人在其主板上市,新加坡交易所也将接纳双重股权结构的公司上市,直指吸引新经济企业赴新加坡上市,股权差异化设计规则逐渐在全球范围内获得了越来越多的认可。如何设计对采用差异化股权设计企业的监督机制、确保公司对持有特别表决权股东进行有效监督,在具体实践操作中,各国尝试从多个角度加以控制。

(一) 美国的股权差异化制度

美国关于是否允许股权差异化结构设计的公司上市经历了长时间的实践和探索。为抵御敌意收购、避免控制权被稀释,20世纪80年代开始,大量创业公司选择股权差异化配置投票权的结构,美国纳斯达克、纽交所等主要交易所也通过调整上市规则允许此类公司挂牌上市。但美国证监会却不认同证券交易所发布的上市规则,于1988年颁布了证券交易委员会规则19c-4,通过禁止上市公司采用投票权封顶计划、限制投票权行使时间、限制高表决权股分红权利等措施来限制外部股东的表决权。规则19c-4引起了广泛的讨论,反对者认为SEC侵入了传统上属于各州规范的领域。于是,著名的CEO组织商业圆桌会议向哥伦比亚特区上诉法院提起诉讼,请求法院判决规则19c-4无效。随后法院判决,证监会介入了公司治理,规则19c-4无效。此后经过几方博弈,形成了统一的监管规则。^[33]

目前,美国《标准商事公司法》第6.02节规定,公司章程可授权董事会在首次公开上市之前设立股权差异化的表决结构,在首次公开上市之后不得发行具有表决权差异的同种类别股份。^[34]在上市规则层面,纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所等主要交易所都允许带有差异化股权结构的公司上市。股权差异化结构在适用行业上应当是有所侧重的,近年来在美国挂牌上市的众多大型高科技企业,如Google、LinkedIn、阿里巴巴、京东等均采用了股权差异化配置的架构。基于美国股权更具包容性的股权差异化结构设计制度,吸引了大批优质上市

[33] See Zoe Condon, *A Snapshot of Dual-class Share Structures in the Twenty - First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy*, Emory Law Journal, Vol. 68, 2018.

[34] Model Business Corporation Act (2016 Revision), § 6.02(b).

资源赴美上市。

美国的监管规则对持有特别表决权股份的控股股东限制较少。例如,美国监管规则并未规定特别投票权与普通投票权的权重倍数,因此,有的上市公司例如 Facebook 会出现特别股投票权是普通股投票权权重的 150 倍的极端情形。^[35] 美国监管规则也未禁止发行人发行无投票权股份。例如,“阅后即焚”应用 Snapchat 的开发商 Snap 的招股说明书显示,Snap 为募集最高 30 亿美元资金而发行不带有投票权的普通股。以前由于刘强东涉嫌性侵而一度股价大跌的京东为例,对持有特别表决权股份的股东限制较少体现出差异化股权结构的弊端。京东集团于 2014 年赴美上市时采用差异化股权结构安排发行 AB 股份,其中 A 股面向公众发行,每股一票投票权,而 B 股持有者则享有每股 20 票投票权。在招股说明书中,京东指出,刘强东团队持有上市时的全部 B 类普通股,在仅持 21% 股权的情况下拥有 83.7% 的投票权。京东公司章程规定,董事会不得在刘强东未出席的情况下,召开正式会议。也就是说,京东目前的章程规定使得董事会在没有刘强东许可的情况下很难有效召开。^[36] 此外,京东集团采用 VIE 架构上市,如此一来使中小股东的利益保障更具不确定性。虽然美国完善的集团诉讼机制和风险代理机制一定程度上可确保中小股东通过司法救济手段维护权利,仍有美国学者建议借鉴中国香港地区、新加坡的上市规则,采取限制特别投票权与普通投票权的权重倍数、规定终止双重股权结构的情形、限定行使特别投票权的事项等措施,以此提升美国资本市场的竞争力。^[37] 美国机构投资者协会也请求纽交所和纳斯达克要求所有即将采用差异化股权结构上市的公司都必须在公司章程中规定“定期落日”条款,以保证特别表决权股份在某一个约定的时间转化为普通表决权股份。^[38]

[35] 参见蒋小敏:《美国双层股权结构:发展与争论》,载《证券市场导报》2015 年第 9 期。

[36] 同注[13]。

[37] 同注[33]。

[38] See *Dual-class Stock, the Council of Institutional Investors*, https://www.cii.org/dualclass_stock. Accessed Jan. 15th, 2019.

(二) 香港的股权差异化制度

自 2018 年 4 月 30 日起,香港交易所为拓宽香港上市制度而新修订的《上市规则》条文正式生效,在原有的制度基础上,采取不同投票权(weighted voting right)架构的公司可以在港交所申请上市。^[39] 同年 5 月 3 日,小米公司向港交所递交了上市申请,这也是香港联交所接受的第一家以不同投票权架构申请公开上市的公司,小米公司成为阿里巴巴之后全球最大的科技企业 IPO。此前,由于港交所坚持同股同权政策,错失了阿里巴巴在香港地区上市的机会。有数据显示,香港地区 2017 年新股融资规模进一步下降,较 2016 年同期的 1.02 亿港元减少 27%,而这其中最主要原因就是缺少超大型新股 IPO,2017 年 5 宗超大型 IPO 融资额仅占主板融资额约 46%,低于 2013 ~ 2016 年的超大型 IPO 融资额。^[40] 此次港交所放宽上市条件,吸引小米集团、美团点评等更多新经济板块的企业赴港上市,有利于优化香港资本市场结构。

香港经历了两次由同股同权制度到不同投票权制度的转变,^[41]从香港联交所 2018 年 2 月的咨询文件^[42]以及 6 月修订的《上市规则》^[43]中,可一窥历经波折的香港的不同投票权制度如何平衡保持创新发展与维护中小股东的合法权益的关系。中国香港地区与内地实际情况较为接近,2018 年 9 月 20 日,美团点评正式在港交所挂牌上市,这是继小米之后,在香港地区以不同投票权上市的第二家企业。本

[39] 参见香港交易所:《上市规则、诠释及指引》,载 <http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/browse.php?type=0&id=9870>,2018 年 8 月 15 日访问。

[40] 参见德勤咨询:《中国大陆及香港 IPO 市场 2017 年回顾与 2018 年前景展望》,载 <http://www.199it.com/archives/668744.html>,2018 年 8 月 10 日访问。

[41] 在 20 世纪 70 年代到 80 年代,中国香港地区曾允许上市公司采用双重股权结构,但后来发生了声势浩大的 B 股风波,港交所采取修例的形式禁止上市公司再度发行双重股权的股票。及至 2014 年,中国香港地区针对阿里巴巴上市诉求,再就同股不同权展开广泛讨论,2018 年经市场咨询后最终决定重新接纳不同投票权企业上市。

[42] 参见香港交易所:《〈新兴及创新产业公司上市制度〉咨询总结》,载 [http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc.pdf](http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc.pdf),2018 年 8 月 19 日访问。

[43] 参见香港交易所:《主板上市规则修订》,载 <http://att.hkex.chinalaw.com/PDF.php?mid=859f88d82d8338f346882b60a5858e80>,2018 年 8 月 19 日访问。

部分以在香港地区上市的美团点评为例,梳理和评析香港地区对不同投票权制度作出的规定,可为我国法律制度的修改和完善提供借鉴。

1. 上市标准

香港地区对设立不同投票权架构公司的基本上市要求是“预期市值至少达 400 亿港元,或者达 100 亿港元市值且最近一年经审计后收入达 10 亿港元的创新产业公司”。香港地区未要求专门机构对何为创新产业公司进行实质性认定,但创新产业公司至少要满足以下四项中的两项标准:“(1)运用了新科技、创新理念、或新业务模式;(2)一大部分预期价值来自研发,且研发也是公司的主要业务活动;(3)公司成功营运归咎于其独有业务的特点或知识产权;(4)相对于有形资产总值,公司的市值或者无形资产总值极高。”修订后的《上市规则》中没有明确的盈利要求,但需要“过往业务呈现高增长趋势且预期未来有可持续高增长的迹象”。美团点评的预计估值高达 600 亿美元,招股说明书显示,美团点评的定位为生活服务电子平台,通过先进的大数据和人工智能技术助力服务行业,符合港交所上市标准。

2. 对不同投票权受益人要求

在修订后的《上市规则》中,将持有特别投票权股份的股东称为不同投票权受益人。其中要求“不同投票权受益人必须为个人,且公司上市时必须为董事,其技能、知识或战略方针均对推动公司业务增长有重大贡献”。根据美团点评招股说明书显示,美团点评发行 AB 类股份,其中 A 类股份一股代表 10 票表决权。创始人王兴持有 10.4% 的 A 类股,拥有 47.14% 的投票权;穆荣均持有 2.3% 的 A 类股,拥有 10.43% 的投票权;王慧文持有 0.7% 的 A 类股,拥有 3.17% 的投票权。由此,王兴的团队三人则掌握美团点评 60.74% 的投票权,超过了 1/2,对一般事项拥有决定权。通过不同投票权架构设计,王兴团队实现了持有较小股权仍能控制公司的目的。王兴、穆荣均、王慧文为不同投票权受益人(A 类股份持有人)。

基于创新产业企业的特点与股权差异化的制度价值,不同投票权人持有的股票具有很强的人身属性。为防止拥有不同投票权股份的股东以绝对优势的表决权损害其他股东的利益,港交所对其持有的不同投票权股份作出以下限制,包括权利范围限制:“对于特别股份,除了

投票权不同之外,所附带的权利与普通股份均相同。”流通性限制:“上市之后,特别股份的投票权比例不可提高;特别股份不可流通,除非转换为普通股份;特别股份转换为普通股份时,转换比例应为1:1。”对不同投票权与普通股投票权的权重倍数差距作出的限制:“特别股份的投票权最高不得超过普通股份的10倍;普通股份股东的投票权合计不低于10%。”

修订后的《上市规则》中也设置了不同投票权的失效条款,即如果特别股股东的人身属性失落,则不同投票权结构的股权配置模式即失去了适用的正当性。港交所要求:“不同投票权不会永久存在,只有上市时创始人股东受益于其不同投票权,并继续积极参与上市公司的业务,有关的不同投票权方会继续存在;如果不同投票权股份的受益人身故、不再担任董事、失去法律行为能力或不再符合上市规则对董事的要求,不同投票权将失效,也就是转换为普通股;特别股份的不同投票权是不可以继承的;将不同投票权的股份转让也会使不同投票权失效。”由此看来,在采取不同投票权结构股权配置模式的上市公司中,特别股股东不得对外转让股权,亦不得将股权转让给普通股股东。如若转让,则特别股自动跳转为普通股。

另外,当受益人被判或者曾被判犯上欺诈或不诚实行为的罪行、法院发出取消资格令或联交所裁定受益人未遵守需按照“一股一票”进行投票的规定,在上市公司或受益人的违规情况比较严重且整改不到位,港交所有权根据规定强制上市公司停牌甚至要求退市。

3. 公司治理要求

为防止拥有不同投票权的股东滥用投票权进而侵损公司及中小股东的利益,修订后的《上市规则》中除了限制不同投票权股东特殊权利外,也进一步提出措施以保护上市公司中小股东的利益。第一,规定了类别表决机制,对于修改章程、变更股东权利、选举和罢免独董及审计人员以及公司自愿清算这几类事项必须采用一股一票的表决方式。第二,规定“采用同股不同权的公司必须设立企业管治委员会,该委员会由独立董事占多数并由独立董事出任主席”。对上市和合规文件披露要求是:“股份代号结尾须加上W作为区分;所有上市文件、财报、通函、通知及公告须带有‘具不同投票控制的公司’的字样,并详述相关不同投票

权架构及风险提示。”例如,美团点评的股份代号为“美团点评 W”,招股说明书提示,美团点评存在市场格局仍未稳固、有一定现金流压力、其收购的共享单车运营商摩拜的盈利具有不确定性等风险,以供投资者参考。

(三)新加坡的股权差异化制度

2017年2月,新加坡证券交易所(SGX)发布《关于将双重股权架构纳入上市规则可能性的咨询文件》,此咨询文件的出台表明新加坡逐渐转变对于同股同权的强硬监管态度,转而探索股权差异化结构设计的可能性。新加坡在2006年之前曾禁止股权差异化设计结构。根据2006年新加坡《公司法》的Section 64(1)部分,应授予公司发行的任何一份普通股具有在公司股东大会投票时一票表决权,除非是报业公司根据报纸和印刷出版法案发行的管理层股票。因此,当2012年英国曼彻斯特联队有意以差异化表决安排寻求在新交所上市时,由于受制于上述公司法规则限制,最终曼联放弃新加坡转赴纽交所上市。基于全球科技创新活动日趋活跃、公司融资要求多元化,新加坡财政部指导委员会2011年在审查《公司法》的过程中提议做相应修改,认为可使公司在资本管理上享有一定的灵活性,以允许公众公司发行无投票权的股票和多投票权的股票。经过充分考虑公众咨询意见,修订后的新加坡《公司法》64A条取消了原先对公众公司一股一权的限制,允许公众公司发行含有不同投票权的股票。为了防范可能出现的风险,指导委员会制定了配套的应对措施:首先,高额投票权的股票发行需经过股东大会的绝对多数同意。其次,为了最大限度地保障公众股东对于高倍投票权的知情权,要求在提出发行提案时,必须提供不同类型股票投票权的特别说明。最后,在公众公司章程中需要清晰载明发行股票的种类和其投票权的数量。^[44]

2018年6月26日,在结束了两轮上市规则咨询后,新加坡证券交易所宣布允许采用双重股权结构的公司上市。与港交所相同,为了应对可能出现的滥用双重股权结构损害公众投资者权益的情况,在修改放宽投票权限制相关条款的同时,加入一系列的保护性措施,从而保护股东的

[44] 参见陈彬:《双重股权结构制度改革评析——新加坡公司法的视角》,载《证券市场导报》2016年第7期。

权益,主要有以下几点:

1. 完善投票程序,对于独立董事或者审计师的任命和解任事项、反收购事项、清算或退市等事项无论持有何种类别的股份,采取一股一票的投票规则。

2. 虽然没有要求采用双重股权结构的公司另行设置公司治理委员会,但为了加强董事会的独立性,要求审计委员会、提名委员会和薪酬委员会的大多数成员为独立董事,并由独立董事担任委员会主席。

3. 在公司首次上市发行时需规定特别股份的投票权最高不得超过普通股份的10倍,并且将特别股份持有人限定为个人或者团队。这一点不同于香港地区要求的持有特别股份投票权的主体为个人的规则。

4. 设置日落条款。规定在公司首次上市发行时需要将拥有多数表决权的股票自动转换为普通股股票情形。^[45]

新加坡金融管理局指出:“新交所的双重股权结构框架在支持高增长公司和实施保障措施以减轻与此类结构相关的治理风险之间取得平衡。该种类型公司的上市将扩大投资者的选择范围,增加新加坡资本市场的活力。”^[46]

四、股权差异化配置的中国趋势:我国股权差异化配置制度设计中的利益平衡

随着金融市场的发展和公司理论研究的深入,上交所科创板规则中允许上市公司进行股权差异化配置既尊重了公司内部治理的实践选择,也能提升境内资本市场服务企业的制度包容性。在股权差异化配置的

[45] See SGX launches rules for listing of dual class shares companies, SGX, available at https://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/highlights/news_releases/SGX_launches_rules_for_listing_of_dual_class_shares_companies. Accessed Sept. 15th, 2018.

[46] See Singapore Details Rules for Listing of Dual-class Shares, Channel NewsAsia (June 26, 2018), available at <https://www.channelnewsasia.com/news/business/singapore-exchange-rules-listing-dual-class-shares-10471876>. Accessed Jan. 15th, 2019.

趋势下,我国法律制度积极予以回应,建立一套动态的适应性机制,具有其积极正面意义。但是,新规则具体内容和实施效果有待观察和讨论,尚需要经过市场的检验,另外,相关规则在内外外部监督机制等方面仍有进一步完善的空间。本部分在评析我国股权差异化配置的制度设计的同时,提出进一步的完善建议。

(一)我国股权差异化配置的最新实践:表决权差异安排的规则设计及评析

在科创板关于“表决权差异安排”的实施细则出台之前,我国内地资本市场进行过多次有益的尝试。2018年3月30日,证监会发布关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证 CDR 试点的意见,表明采取“同股不同权”股权架构的“独角兽”在我国内地上市成为了可能。2018年12月9日,香港交易所发文称:沪深港交易所就不同投票权架构公司纳入港股通股票范围达成共识。2018年9月18日,国务院印发《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》第七条第(二十六)款中明确,允许科技企业实行“同股不同权”治理结构。2018年11月,习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布,将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。2019年3月1日,证监会正式发布在上交所设立科创板并试行注册制的行政规章,随后上交所也发布多份业务规则。科创板新规包括证监会的《实施意见》、《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《管理办法》)、《科创板上市公司持续监管办法(试行)》(以下简称《持续监管办法》)及其他规范性文件,以及上交所出台的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》、《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《上市规则》)等6份配套规则。

从《管理办法》第41条、《持续监管办法》第7条、《上市规则》第四章第五节的细则来看,为平衡持有特别表决权股份的股东和普通股东的关系,规则就如何合理设置差异化表决权安排、如何保护其他股东利益进行必要的规范,在拟上市公司资质、限定特别表决权股份、表决权差异安排公司的治理结构、内外外部监督机制等方面作出制度安排。

1. 以表决权差异安排上市的公司资质要求

上交所对以表决权差异安排科创板上市的申请人资质至少提出以

下几点要求:

第一,限定允许使用股权差异化设计规则的公司性质范围。规定:申请科创板股票首次发行上市的公司应具有突出科技创新能力,主要依靠核心技术开展生产经营,具有稳定的商业模式,市场认可度高,社会形象良好,具有较强成长性。此举表明科创板重点支持高新技术和战略新兴产业,允许科技创新型企业采用股权差异化结构上市也与中国目前 A 股市场引入新经济企业的发展需求吻合,在科技创新型企业先行试点,可以提高我国证券市场的包容性。值得注意的是,在判断何为科技创新型企业时,不应以专门机构实质审查和行业目录为要求,而要以具体公司治理特性为标准进行界定与划分。^[47]

第二,市值要求。除满足科创板上市的一般条件之外,具有表决权差异安排的公司市值需要符合“预计市值不低于人民币 100 亿元”或“预计市值不低于人民币 50 亿元,且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元”两项指标之一。以“预计市值”为核心,更注重企业的成长性而非营利性。

第三,表决权差异安排设置时间及程序要求。表决权差异安排只能在上市前设置。若上市前不具有表决权差异安排,则上市后不得进行此类安排。另外,上市公司设置表决权差异安排需经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过。不允许企业上市后设置股权差异化措施是国际通行做法,此举旨在保障中小股东知情权的同时减少控股股东对中小股东的侵害。

2. 对特别表决权股份的限定

针对特别表决权股份,上交所科创板规则所作出严格限定:

第一,持有特别表决权股份的主体资格要求。上交所规定:持有特别表决权的股东应当对公司具有显著的贡献,且上市前后持续担任董事或者是实际控制的持股主体。此外,特别表决权股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到全部已发行有表决权股份 10% 以上。如此规定的原因在于,通过将控制权配置于控股股东,减少公司决策权因股权

[47] 参见蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》(第 13 卷),法律出版社 2014 年版,第 27~44 页。

变动而发生波动的情况,从而为公司创造稳定的经营环境。但规则中未明确规定此“持股主体”为个人还是团体,也未表明此“持股主体”是否需要限定为创始人。

第二,特别投票权与普通股投票权的权重倍数。上交所规定:特殊表决权股份的表决权数量需要在公司章程中进行明确规定,每份特别表决权股份的表决权数量应当相同,且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。在我国目前资本市场制度建设尚且不充分的情况下,对此不加以限制可能会使控股股东缺少制衡机制而对公司采取绝对控制方式,其结果必然影响中小股东的利益,因此,需要对特别投票权与普通股投票权的权重倍数加以限定。

第三,特别表决权股份上市后的限制。上交所规定:公司上市后,除同比例配股、转增股本情形外,不得在境内外发行特别表决权股份,不得提高特别表决权比例。如果因股份回购等原因被动提高了特别表决权比例,还应将相应数量特别表决权股份转换为普通股份,保障特别表决权比例不高于原有水平。

3. 表决权差异安排公司的治理结构

上交所科创板规则对拟以表决权差异安排上市的公司治理结构提出较高要求:

第一,特别投票权比例限制。“上市公司应当保证普通表决权比例不低于10%;单独或者合计持有公司10%以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会;单独或者合计持有公司3%以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会议案。”此举给予中小股东参与提议召开临时股东大会和提出议案的权力。

第二,特别投票权股份的流通限制。上交所规定:当持有特别表决权股份的股东不符合主体资格和最低持股要求、丧失相应履职能力、离任、死亡时、失去对相关持股主体的实际控制时、转让或委托他人行使表决权时、公司控制权发生变更时,特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通股份。另外,特别表决权股份不得在二级市场进行交易,但可以按照上交所有关规定进行转让。拥有特别投票权股份的股东具有很强的人身属性,如果持有特别投票权股份的股东的人身属性失落,则

特别投票权结构股权配置模式即失去了适用的价值基础。

第三,特别投票权的适用范围。在修改公司章程,改变特别表决权股份享有的表决权数量,聘请或者解聘独立董事、聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所,涉及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的事项上行使表决权时,每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通股份的表决权数量相同。

特别投票权的制度价值基础在于保持公司创始人对公司战略决策、文化理念的传承与发展,但在公司决策中并非所有表决事项都属此类。因此,若是将特别投票权适用于所有的决策事项上便违背了立法初衷,所以要区分不同表决权的适用范围,对于不属于特别投票权表决制度价值保护范围的事项或根本影响中小股东利益的事项应当实行同股同权的表决方式。此时,特别投票权股应自动转化为普通股,即每股只享有一份投票权。限定特别投票权适用范围的合理性在于,在关涉中小股东自身权益时应由其自己做主。

4. 表决权差异安排公司的信息披露及监督机制

第一,外部信息披露义务。上交所规定:上市公司具有表决权差异安排的,应当在定期报告中披露该等安排在报告期内的实施和变化情况,以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况。前述规定事项出现重大变化或者调整的,公司和相关信息披露义务人应当及时予以披露。信息披露制度可最大限度保障中小股东对特别投票权运转详情的知情权。

第二,内部监事会监督。公司具有表决权差异安排的,监事会应当在定期报告中,就持有特别表决权股份的股东是否持续符合《科创板上市规则》相关要求、特别表决权股份是否出现《科创板上市规则》规定的情形并及时转换为普通股份、上市公司特别表决权比例是否持续符合本规则的规定、持有特别表决权股份的股东是否存在滥用特别表决权或者其他损害投资者合法权益的情形、公司及持有特别表决权股份股东遵守本章其他规定的情况等事项出具专项意见。另外,持有特别表决权股份的股东应当按照所适用的法律以及公司章程行使权利,不得滥用特别表决权,不得利用特别表决权损害投资者的合法权益。出现前款情形,损害投资者合法权益的,上交所可以要求公司或者特别表决权股东予以

改正。

(二)表决权差异化安排的制度检视及完善要点

1. 完善制度保障体系:多层次立法安排

股权差异化设计的制度涉及寻求满足市场需求与中小股东保护的平衡,因此,差异化股权设计权利配置的制度应有赖于不同层次的立法安排。根据我国的资本市场法律体系,《公司法》《证券法》等基本法决定拟上市企业的股权结构、上市交易等基本条件,证监会的部门规章制定具体方案,作为自律机构的交易所在上位法的范围内细化并执行规定。对于股份有限公司,我国《公司法》第103条^[48]和第126条^[49]规定了同股同权的原则,从规范属性来看,《公司法》对股份有限公司股权安排采取的是强制性规则。对于不同种类的股份涉及的股东权利义务能否差异化配置,《公司法》中无明确禁止性规定,只在《公司法》第131条^[50]授权国务院对其他种类的股份作出规定,为发行享有差别权利的不同种类股份留有余地。

根据《实施意见》的规定,此次出台的特别表决权股份制度正是依照《公司法》第131条的规定,在一般规定的普通种类之外,设立拥有特别表决权的其他种类的股份。证监会公布《实施意见》“经党中央、国务院同意”,可以视为符合《公司法》第131条有关国务院作出规定的要求。但为实现股东表决权规则的一体化,后续仍需进一步考虑如何修改《公司法》等基本法律制度,提升特别表决权股份制度的法律层级和法律效力。

在法律层面,可将我国《公司法》中对股份有限公司股东权利的强制性规定调整为任意性规定,修正与股权差异化设计不相容的条文。例如,将《公司法》第103条“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权”修改为“股东出席股东大会会议,所持每一相同的股份享有相

[48] 《公司法》第103条:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。”

[49] 《公司法》第126条:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”

[50] 《公司法》第131条:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。”

同的表决权。”将《公司法》第126条“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额”修改为“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股支付相同价额。公司章程另有规定的除外,公司章程应对股权内容等相关事项,进行明确记载和公示”。

2. 设定特别表决权定期终止时间

基于对股权差异化设计的制度价值分析可知,拥有特别投票权股份的股东其实具有很强的人身属性。公司创始人以其人力资本保持公司的长远发展。如果持有特别投票权股份的股东的人身属性失落,则特别投票权结构股权配置模式即失去了适用的价值基础,赋予公司的管理层永久的控制权是不合理的。^[51] 因此,在各国和各地区的特别投票权制度实践中,也规定了所谓的“日落条款”,^[52] 即对特别投票权的终结条款,如规定持有特别投票权股份的股东不得转让股权,如若转让,则特别股转为普通股。在采取特别投票权结构股权配置模式的上市公司中,享有特别投票权的股东不得对外转让股权,亦不得将股权转让给普通股股东。如若转让,则特别股自动跳转为普通股。

除此之外,在差异化股权制度实施一定年限后将特别投票权转化为普通投票权的“定期日落”机制也是防止同股不同权被滥用的重要机制。美国学者的实证研究显示,近年来,采用“定期日落”机制的公司数量显著增加,且大部分为科技型企业。一些公司采用差异化股权结构上市时,在公司章程中会对其永续差异化股权结构适用的标准加以一定限制,表明管理层愿意在某一天把投票权还给股东。至于具体的日落时间

[51] 参见美国 SEC 委员 Robert J. Jackson 的主题演讲: Perpetual Dual - class Stock: The Case Against Corporate Royalty, 载美国证券交易委员会官网, <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty?from=groupmessage>, 2018年7月28日访问。

[52] See Lucian Bebchuk and Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual - Class Stock*, Virginia Law Review, Vol. 103, 2017.

可以另行斟酌,以现有研究成果以及企业上市的实际情况看,2010~2017年,选择定期日落时限为5~28年不等,大多数公司选择10年的期限。另外,到期之后是否继续延长采用差异化股权结构的时限可以允许普通股东投票表决。^[53]如果把是否采用定期日落条款的权利交给上市公司,那么在握有特别表决权的控股股东的主导下,恐怕很少会有公司主动采用这样的条款。因此,法律有必要强行规定日落条款。如此可以确保特别投票权的制度价值真正得以发挥出来。具体而言,可在《上市规则》第四章第五节增加一条规定:“上市公司具有表决权差异安排的,应当在公司章程中规定表决权差异安排终止时限。”至于具体“定期日落”时限,可由各个公司根据实际情况在一定期间内(如5~10年内)进行选择。

3. 完善特别投票权股份持有人的信义义务规则

信义义务(fiduciary duty)源于英美国家的信托法理论,后广泛地适用于公司法、合伙法等领域。该义务主要指受信人(fiduciary)基于信义义务关系(fiduciary relation)而对受益人(beneficiary)产生的法律义务。信义义务主要包括注意义务和忠实义务。注意义务是指要求控股股东在经营公司时要与任何一个谨慎的人在同等情形下对其所经营的事项给予同样的注意,忠实义务是指受信人在处理相关事务时不得为个人利益而损害或牺牲委托人或受益人的利益,如禁止控股股东自我交易和权利滥用。^[54]解决利益冲突问题应是公司法的核心问题。^[55]对于表决权差异化安排的公司来说,在特定交易中,持有特别投票权的股东与普通股东之间存在利益冲突尤为明显。

目前我国《公司法》对控股股东的信义义务规定与对中小投资者的

[53] See Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-class Stock Structures*, Columbia Business Law Review, Vol. 2018, Issue 3, 2018.

[54] 参见冯果:《公司法》(第3版),武汉大学出版社2017年版,第223页。

[55] 参见邓峰:《代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任》,北京大学出版社2017年版,第77~80页。

民事救济措施还不尽完善,^[56]基于中美资本市场的差异,也难以效仿英美国国家通过案例总结信义义务标准的方式。^[57]因此,要在制度层面予以保障,可以采用要求滥用特别投票权股份的股东对中小股东进行赔偿的制度,以防止控制人滥用差异化表决权结构损害公司和中小股东的利益。

在2019年世界银行营商环境评估中,“保护少数投资者”指标中我国排名较上一年大幅提升55名。但在满分为10分的“董事责任指数”部分,DB2018及DB2019我国均仅得1分,仍有很大的提升空间。因此有学者建议,可在衡平保护各方利益的基础上,强化控股股东、董事、高管责任。例如,在《公司法》中增设规定:“关联交易损害公司利益的,控股股东必须在其获益范围内承担损害赔偿责任。”或对利害关系董事施以加重责任,即规定:“关联交易给公司造成损害的,利害关系董事必须在其获益范围内承担损害赔偿责任。”^[58]要求控股股东给公司造成损失后,在获益范围内赔偿,既满足了世行的评估指标,也能提高保护中小投资者水平。当然,在加重特别投票权股份持有人的信义义务的同时,须给创始人保障一定的自主商业判断的空间,只要创始人勤勉尽责、出于善意,即使其商业判断导致了公司和投资者出现损失,也不应当认定其责任,而应将其认定为商业风险。这样才能保证特别投票权制度的本质和活力。

4. 完善表决权差异安排公司内部监督体系

一直以来,我国监事会制度饱受诟病。监事会大多只是上市公司的临时机构,并且没有充分的权力监察和控制董事与经理履行职责,从而导致监事会地位低下、资源匮乏。监事缺乏适当的考核和激励机制、强

[56] 例如,《公司法》中没有规定信义义务包括的具体内容以及追究责任的主体。《公司法》第147条规定:“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。”

[57] 参见张巍:《上市公司董事会的信义义务:基础理论与美国实践》,载《投资者》2018年第1期。

[58] 参见罗培新:《世行营商环境评估之“保护少数投资者”指标解析》,载《清华法学》2019年第1期。

势的高管和过度支配的股东,很难让监事履行职责、发挥作用。^[59] 另外,虽然科创板规定了监事会专项报告制度,要求监事会在定期报告中,就“持有特别表决权股份的股东是否存在滥用特别表决权或者其他损害投资者合法权益”等情形进行报告,但值得注意的是,监事由股东大会选举产生,上交所科创板规则并未明确要求在选举监事时特别表决权转为普通投票权,因此持有特别表决权的股东可能控制监事人选,易产生“自己监督自己”的情况,该内部监督机制可能形同虚设。

目前,科创板中已经规定了选举独立董事时特别表决权失效的规则,结合我国香港地区的立法经验,可尝试在进一步增强上市公司董事会独立性的同时,于表决权差异化安排的公司设立由独立董事占多数并由独立董事出任主席的治理委员会,替代监事会监督和防范特别表决权的滥用情况。有学者指出,独立董事作为公司外部人员,通常没有机会获得第一手信息,而要依赖于内部董事和经理。^[60] 因此,为充分发挥独立董事、治理委员会的职能,还可规定委员会拥有向管理层索取信息、聘请独立顾问机构的权利,以此可以定期监督是否存在利益输送等情况,确保公司为全体股东利益运营。

5. 健全中小投资者司法救济保障体系

科创板规则中虽然规定了交易所可以在持有特别表决权股东出现滥用特别表决权情形时要求公司或者股东改正,但是,对滥用特别表决权的情形需要如何认定、公司或者特别表决权股东拒不改正有何惩罚措施等方面语焉不详。司法救济保障一般为事后监管,在表决权差异化安排的制度下,司法救济保障应是保护公众投资者的最后一道防线。

就是否需要引入集体诉讼制度来保障投资者权益的问题,2015年6月,香港交易所在不同投票权架构咨询及2017年有关建议设立创新板的咨询中发现,只有少数回应者认为引入集体诉讼机制该是允许采用不同投票权的先决条件。实际上,研究表明香港与美国一样都高度重视投

[59] 参见郭雳:《中国式监事会:安于何处,去向何方?——国际比较视野下的再思》,载《比较法研究》2016年第2期。

[60] 参见方流芳:《独立董事在中国:假设和现实》,载《政法论坛》2008年第5期。

投资者保障,只是做法不同。^[61] 美国的投资者保护重点在于事后保护,投资者对于其自身权益侵犯方面较易采取诉讼并获得赔偿,司法成本较之香港地区要低。^[62] 而香港地区对于投资者保护更侧重于事前监管,采取更严格的公开披露要求等方式来尽可能预防权利滥用,尽量提前防范可能产生的控制股东滥权情况。

为最大限度地保护中小投资者的利益,结合美国和我国香港地区的经验,在完善事前信息披露机制的同时,也需要不断加强对中小股东权益的司法救济机制。在我国目前的司法体系下,采取美国的股东集体诉讼制度缺乏现实的可操作性。我国的中证中小投资者服务中心是保护中小投资者利益的证券金融类公益性组织,在持股行权、纠纷调解、支持诉讼等方面有了良好的实践,投服中心既可以通过自身的特殊投资者身份独立行使权利,也可以接受个体投资者权利的让渡,并以专业的知识组织的力量来实现保障投资者个体权利的宗旨。^[63] 因此,可以考虑由类似机构调解处理表决权差异化安排公司中产生的权益纠纷。

(编辑:谢贵春)

[61] 参见香港交易所:《不同投票权架构的概念文件》,载 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082_c.pdf, 2019年1月20日访问。

[62] 参见巴曙松、巴晔:《双重股权架构的香港实践》,载《中国金融》2018年第11期。

[63] 参见陈洁:《投服中心公益股东权的配置及制度建构——以“持股行权”为研究框架》,载《投资者》2018年第1期。