

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2021.05.011

股东异质化语境下双重股权结构的制度证成与防治进路

汪 伟

(武汉大学 法学院,武汉 430072)

摘要:在单层股权结构下,科创企业在谋求融资的同时,控制权易遭旁落。股东异质化理论证成了差异化表决权安排的正当性基础,契合了股东的特殊治理需要和多元投资偏好,同时也为双重股权结构的设计和表达祛除了制度壁垒。通过透视域外国家对双重股权结构的实际取舍,我国摸索出符合国情的双重股权结构的法律移植路径:采用审慎推进的改革思路对双重股权结构加以本土化改造。基于“同股不同权”衍生出的控制股东“一股独大”问题,应从中小股东的权益保护出发,以立法形式约束权力滥用,以监管策略应对道德风险,以信息披露防范证券欺诈,以事后救济平衡股东利益。

关键词:股东异质化;双重股权结构;一股一权;中小股东权益保护

中图分类号:D912.29;D912.28

文献标志码:A

文章编号:1672-626X(2021)05-0117-12

一、引言

近些年,大量优质的中国独角兽企业,为实现融资过程中话语权掌控的同时股权不受摊薄,而选择以双重股权结构赴海外上市。在企业融资瓶颈得到克服、股权治理结构得以优化、国际竞争力获得提升的同时,我国的资本市场却遭受严重冲击。作为资本市场的风向标和稳定器,优质企业的流失必然会加速“劣币驱逐良币”效应,最终导致资本市场的边缘化和空洞化。为防范金融体系的外部失灵、巩固本土资本市场的影响力、吸引优质企业回归A股市场,我国的差异化表决权安排继优先股制度后正式落地。

2020年4月,新三板出台了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理指引第3号——表决权差异安排》(下称《新三板治理规则》),允许挂牌公司发行特别表决权股,这是继2019年《上海证券交易所科创板股票上市规则》(下称《科创板上市规则》)后关于“同股非同权”的又一行业规范。双重股权结构作为我国创新驱动战略下的股权制度创新,在风险分配、契约治理、创新激励及收购防御方面发挥了重要作用^[1]。然而,背离“一股一权”原则的新兴股权制度,是否存在着合理依据与合法来源?股东异质化的现实如何影响股权结构的设计与表达?企业内部的股权配置如何兼顾经济效率与实质公平?权力机关如何设置强制规范以及回应公司的自治需求?势单力薄的弱势表决权股东又该如何进行风险规避与权益保护?本文将从域内外的理论与实际出发,就我国的差异化表决权安排提出治理之策和监管之策,以期破除“同股同权”的制度桎梏,推动我国双重股权制度进一步完善。

收稿日期:2021-05-26

作者简介:汪伟(1997-),男,安徽合肥人,武汉大学法学院硕士研究生,研究方向为金融监管、公司治理。

二、股权结构的理论证成与制度解构

(一) 股权结构设计的理论前提

公司的股权结构和治理安排紧紧围绕权力配置展开,而表决权又是股权配置的核心要素。经由民主程序的投票表决,股东的股权得以行使,个人与集体的利益偏好也能得以传达和呈现。根据 Hayden 的公共选择理论,集体的投票表决正是反映利益关联者偏好的一种汇集^[2]。这种利益偏好的强弱、选择与传达直接影响到集体决策,并由此衍生出两个问题:拥有投票表决权的主体是谁,以及投票主体的决策权重又该怎样分配。由此,公司代理理论应运而生。根据公司治理的主流观点,预期利益的股东当然享有投票权,而参照民主政治中的一票一权,公司最初将一人一票作为反映股东真实利益偏好的代理机制。由于权力运作成本低、简单易操作、能准确传达股东的利益偏好,一人一票成为公司决策时的默认规则,权重平均的股票也因此成为优良的代理工具。随着大股东对股票的持有更加集中,大小股东间的利益非均衡程度日益加深,美国特拉华州重新确立了一股一票作为股东经济利益的表决规则^[3]。由一人一票到一股一票的转变既是大小股东之间的妥协,也是政治民主在经济领域的适用。

(二) 单层股权结构下的传统理论:股东同质化假设

公司代理理论清晰地揭示出公司权力配置的本质为委托代理活动,然而传统的代理理论仅着眼于股权的“所有与分离”问题,即公司经营者如何将受托于股东的权力进行最优化配置问题,但股东作为委托方的特殊性却遭到了刻意忽视,股东被视作同质性群体而获得无差别对待。由此,公司代理机制直接抑制了个体股东的偏好形成,阻滞了投票权偏差的产生,减少了激励成本和监控成本的投入^[4]。在股东摩擦与冲突减少的情况下,达成合意的协商成本自然降低到最低值,并最终产生代理成本减少的效果。此外,民法的平等原则要求股东的法律地位必须平等,而股东平等恰好是股东同质化假设的应有之义。但在公司代理理论下,股东平等极易被简化为股份平等,而股份平等在股东同质化的推演下只是“资合性”鲜明的形式民主,背离了股东权利与义务相适应的实质平等。换言之,同质化假设下的股份平等是剥离人身属性的一种经济关系和财产关系^[5]。这种关系深刻围绕资本民主展开了以股东为本位的资本多数决。虽然股东同质化假设是传统公司股权配置的内在逻辑基础,但股东同质化假设也存在着不能为现代公司全面沿用的逻辑短板和资本弊端。

(三) 双重股权结构下的突破理论:股东异质化假设

现代公司的内部权力配置正朝着股东异质化变革,这种结构性变革能通过相关理论加以证成。关联性契约理论主张,公司虽然是以一系列契约的联结作为存在基础,但塑造公司整体形态的根本要素是人的集合^[6]。正如 Blair 所认为,公司是其内部成员为获取共同利益而主动投入资源,并自愿放弃资源配置权力的协调性层级结合,而非纯粹的财产集合体^[7]。在关联性契约的视角下,公司中一切关联性参与者都在进行着关于合作与冲突的互动,这为异质股东挣脱单一的公司意志束缚,寻求个性化的利益表达提供了坚实支撑。股东利益非同理论认为,股东利益是公司利益存在的先决条件,公司利益既需服从于股东利益,还需延伸至相关利益者,但这三方利益并非总是趋同^[8]。Fisch 明确提出不可将公司价值与股东价值混淆为同一概念^[9]。Romano 也强调了在信息成本支出不同的状况下,股东利益与公司利益同一的说法显然有误^[10]。在股东同质化假设下,过多强调公司的独立人格势必导致股东利益得不到重视,而股东利益非同理论区分了公司利益与股东利益的差异,为股东异质化的研究奠定了良好的理论基础。控制股东信义义务理论主张,控制股东在资本多数决的作用下,存在着利用优势地位对中小股东施加影响、滥用私权、转嫁危机的道德风险,为避免控制股东与中小股东的利益失衡,控制股东应履行忠实管理人义务,以消除其获得的超出持股比例所带来的不公平优势^[11]。王保树和杨继表示,为控制股东设立忠实义务和注意义务对保护偏离控制权的弱势股东利益、改善我国股权治理结构具有重要意义^[12]。总之,控制股东信义义务理论有力揭示了弱势股东

与控制股东表面同质、实则异质的本质。

股东同质化假设下的逻辑正当性正不断遭到瓦解和蚕食,以股东角色分化和股东权能分离为切入的股东异质化理论更能证成双重股权结构的合理性。就形式而言,股东异质化是股东角色的分化。Berle以股东风险负荷力为标准划分了两类投资者:追求风险可控且回报率恒定的稳健型投资者,以及愿从市场波动中获得风险利益的投机型投资者^[13]。Anabtawi就投资者的投资目的不同,归纳出内外部股东、长短线股东、多元型和单一型股东、营利股东和工会股东、套利股东和非套利股东^[14]。中国原保监会也在2008年2月修订的《保险公司股权管理办法》中,根据股东的持股比例、经营状况、信誉记录等资质要求,将股东分为财务类股东、战略类股东和控制类股东。可见,股东对金融市场的固定认知和流动性偏好存在诸多差异,其在股东角色的扮演上也呈现出异质性特质。就实质而言,股东异质化是股权内部权能的分离。所有权与控制权的分离是股东异质化假设下的宏观表现,而股权中表决权与收益权的分离则是股东异质化现实下的微观体现。现今,股权利益不再为股东单独享有,其形式也不断被塑造,股权中的人身性权益和财产性权益可在不同的权力安排下得到不同的归属^[15]。根据股东的不同利益诉求,股权可借由优先股、隐名出资、收益权信托、表决权约束协议等方式行使^[16]。

(四)双重股权的构造解析与价值解构

在准则主义时期,“一股一权”被视作股东行使投票权的天然原则^[17],这种嵌有表决权与剩余索取权比例一致的“一股一权”设计,能够防止股东过少承担风险或过多获取收益。然而,作为“一股一权”理论根基的股份平等原则是建立在股东同质化的错误假设之下。偏好多元、利益异质、能力迥异的个性化股东仅被简单理解为一元化经济关系中的无差别出资载体,股东同质化的逻辑推演势必会导致由物主导人、由资本决定人格的资本多数决的滥用现象发生。单层股权结构下的控制股东拥有中小股东无法比拟的经济优势、信息优势、决策优势,悬殊的经济实力和几近垄断的治理权力迫使中小股东接受控制股东的全部意志。换言之,中小股东在现实中的弱势地位与其在法律关系上的形式平等相互印证。与之相反,双重股权结构是典型的特定股东以较少出资被赋予较多表决权的“同股不同权”样态。在双重股权结构下,被矮化了的“A类股”股东或将被限制参与到企业的实际运作,而“B类股”股东将不再以让渡公司的控制权为代价获得资金融通。所有权与控制权的分离是双重股权结构最为显著的特征,它打破了公司法默示已久的股权禁止分离原则。具言之,其一,股权的行使能够脱离股东的身份单独进行,股权的转让和抵押不再受到禁止性约束;其二,股东的表决参与权可不依附于剩余索取权,股东可以出于经济性目的有偿出售投票权;其三,股份设计中的经济权和参与权可进行非比例性配置,剩余索取权所承载的表决权可高于或低于相应比例。

双重股权结构具有诸多传统股权结构不可比拟的价值优势。首先,双重股权结构契合了股东异质化的投资偏好。随着资本市场的多元化推进,内外部股东的投资目标和偏好都出现了明显分化,双重股权结构中的非比例配置既能满足普通股股东以较低价格获取现金流权的需要,也能调和与管理层控制与融资不可兼得的矛盾。而在单层股权结构的约束下,控制权能的取得必然伴随等比例经济权能的获得,对于不存在现金流权偏好的控制股东而言,经济权能的捆绑取得反倒是一种虚耗。其次,差异化的股权结构设计能减少因“野蛮人”入侵而导致的敌意收购现象发生,满足了管理型股东安全有序的治理偏好。而当视角转向单层股权结构,被拟制为同质化的股东群体易出现利益的多维分歧,反而加剧了治理的不稳定因素。此外,双重股权结构赋予了公司宽松的治理空间。双重股权结构在股权比例的分配上突破了原有权利配置的强制性约束,契合了公司经营自由的外部性需要和管理自由的内生性需求。这种控制权结构的自我选择与弹性调整,是现代公司对选择自由、行为自由和意思自治理念的认同^[18]。最后,双重股权结构有助于优化公司的治理效能。双重股权结构改变了“一股一权”模式下决策权的平均分配规则,取而代之的是由“专业性权力”对公司进行精细化、智能化和集中化治理,公司的治理体系也因此由低效“共治”转变为高效“专治”。

三、域外双重股权结构的实践证成与经验启示

(一)域外双重股权结构的适用情状

1. 北美洲双重股权结构的普遍适用

北美地区对差异化的股权结构包容性极强,北美的老牌资本主义国家普遍采纳了双重股权结构。加拿大在《商事公司法》中规定,公司可在章程细则中具体载明种类股的股份内容及发行条件,但该法并未对股份所附带的表决权数量做出任何限制,甚至实践中曾出现与表决权权重相差1000倍的股票。与此同时,多伦多证券交易所(TSX)也在《上市公司手册》中明文允许无表决权证券、受限表决权证券和次级表决权证券在TSX上市。另外,该手册还对公司IPO后发行更高比例的表决权作出禁止性规定,并增设需经由TSX审核、用以保障普通表决权股东的燕尾条款。与加拿大极为宽松的双重股权制度相同,美国对双重股权结构的限制也较少。美国律协起草的《示范商业公司法》(MBCA)和美国各州现行的公司法均授权公司董事会对股权类型进行设计,只要公司章程准确记载多重表决权股事项即可^[19]。此外,双重股权结构在墨西哥也得到了承认。

2. 欧洲双重股权结构的差异适用

欧洲国家对双重股权结构的态度不尽相同,在实际适用方面存在明显差异。早在20世纪中叶,英国便开始盛行双重股权结构,然而在机构投资者的无节制推动下,双重股权结构的热度在英国资本市场上迅速消退。目前英国尚不允许双重股权结构公司以高级上市(premium listing)的方式在伦敦证券交易所(LSE)发行股票,但采用标准上市(standard listing)并不被禁止。相较于英国,《法国商法典》不仅明确了双重股权结构具有合法性,还详尽地对双重股权结构中的优先股、限制和复数表决权股作出了可操作性强、实体与程序紧密结合的规范性设计^[20]。在瑞典,最高投票权不超过最低投票权十倍的差异化股权设计普遍被上市公司采用。据不完全统计,近八成的瑞典公司实际采用了双重股权结构^[21]。另外,虽然葡萄牙《商业公司法》规定了“一股一权”的一般规则,但该法同样规定了特殊情形下投票权与经济性权利可不成比例,如第384条“投票权限额”(voting ceiling)规定了股东投票权的上限。同葡萄牙类似的还有比利时、西班牙、波兰等国。

3. 亚洲双重股权结构的保守适用

亚洲国家(地区)大多对双重股权结构持保守态度,但近年来双重股权结构在亚洲资本市场的适用逐渐活跃。2008年7月以前,基于避免控制股东因控制权集中而产生的道德风险,日本《公司法》仅允许公司在盈余和剩余财产分配、股东大会可表决事项、股份取得和转让条件等九个方面发行类别股,明令禁止拥有复数表决权的种类股发行。但日本同样允许公司在章程中规定单元股制度,即股东能够以一定数额的股份在股东大会上行使相应数量的表决权,客观上产生了双重股权结构中行使复数表决权的效应。2008年7月以后,为抓住新经济下的发展契机,日本东京证券交易所(TSE)先后在《有价证券上市规则》和《上市审查指引》确定了上市公司复数表决权的发行规则^[22]。此外,2006年正式生效的新加坡《公司法》允许限制型、附条件型、特殊型以及无表决权型在内的股票发行,2018年新加坡证券交易所(SGX)出台的新上市规则,也规定双重股权结构的上市公司可在SGX上市。除韩国外,亚洲的主要资本市场均缓慢接纳了双重股权结构。

(二)域外双重股权结构的实践考证

双重股权结构的域外实践具有广泛性。据统计,在全球最主要的46个股票市场中,有六成以上的国家或地区允许企业以“同股异权”结构上市^[23]。以美国为例,2000—2015年共有680家技术类公司在美国证券交易所首次公开募股,其中采纳双重股权结构的公司共计62家。2018年共有19%的企业采纳双重股权结构,并且总市值已达4万亿~5万亿美元^[24],而2019年以双重股权结构进行IPO的公司约占30%^[25]。再以欧盟为例,在12个欧盟国家的5162家公司中,多达1035家公司采用双重股权结构,其中瑞典和芬兰的采用率更

是高达55%和36%^[26]。纵观股权治理的全球实践,能一定程度上窥知双重股权结构存在的合理性。笔者将继续从公司价值、代理成本和创新能力三个维度,对域外双重股权结构的实践加以检视和证成。

首先,域外双重股权结构下的公司价值未必减损。尽管许多研究表明,双重股权结构易产生侵占效应和机会主义,并会导致上市公司价值贬损。例如,Smith等学者利用加拿大的公司数据,检验了公司价值与股权结构之间的关系,发现双重股权结构公司平均以23.9%的股权获得66.1%的表决权,过分集中的投票权会降低公司价值^[27]。但更多研究表明双重股权结构有助于提升上市公司价值。例如,Bauguess等学者筛选出平均市值为4.9亿美元的142家美国公司,发现双重股权结构下现金流权和控制权的剥离,导致企业的经济所有权更加分散,极大增强了企业的风险承担能力和盈利调整能力^[28];Dimitrov等学者对1979—1998年实施双重股权资本重组的178家公司进行抽样调查,发现在资本重组后的4年里,双重股权结构下的公司和股东分别获得52.61%和23.11%显著为正的回报^[29];Anderson等学者考察了2001—2003年美国最大的2000家公司,发现双重股权结构本身并不是破坏公司价值的手段,而且在透明的创始人或继承人公司中,双重股权结构似乎与更好的公司业绩相关^[30]。综上,尽管双重股权结构与公司价值的现有实证研究存在迥异结论,但并没有确切证据表明上市公司的价值贬损必然与双重股权结构有关,相反,有更多的证据显示双重股权结构对公司的经营绩效和股票回报具有显著积极的影响。

其次,域外双重股权结构下的代理成本能够降低。双重股权结构下,经济所有权和投票控制权的脱钩,无疑会产生控制权溢价和控制权私人利益,并导致代理成本相应扩大。例如,Cronqvist等学者通过对1991—1997年在斯德哥尔摩证券交易所上市的309家公司进行面板数据分析,发现双重股权结构下的投票控制权与代理成本呈正相关^[31]。但有证据表明,商业声誉是降低双重股权结构代理成本的潜在因素。Lauterbach等学者基于对丹麦、芬兰、意大利等七个西欧国家的72家双重股权结构公司实证研究,得出了与公司估值相关联的商业声誉有助于削减私人利益的重要结论^[32]。而控制权基础上私人利益的减少,必然伴随代理成本的下降。此外,法律保护是降低双重股权结构代理成本的另一因素。在法律相对完备的英美法系国家,控制权的价值平均为公司市值的4.5%,而在投资者保护较弱的大陆法系国家,控制权的价值则为25.4%。例如,芬兰的控制权价值接近于0,而韩国控制权的价值达到了公司市值的48%^[33]。控制权的价值其实是控制权私人利益的下限,控制股东能够通过货币折现的方式实现私利的谋取,而完善的法律制度通过抑制控制权价格的抬升,以及限制控制权溢价的归属,进而降低了代理成本。综上,以完全放弃监管的方式消除代理成本是不切实际的,有效的外部约束机制在减少私人利益方面带来的好处同样可以消抵代理成本。

最后,域外双重股权结构下的创新机制具有保障。2014年,谷歌的创始人采用双重股权结构进行IPO,并且仅凭15%的现金流权就掌握了55.7%的表决权。Facebook、LinkedIn、Pinterest等科技公司也相继效仿。上述股权实践中蕴含的机理在于,创新是企业安身立命的核心竞争力,而拥有控制权的创始人股东通常被视为企业创新的重要资源。一方面,“以股东为中心,以代理为基础”的主流公司治理标准与公司创新并不兼容,甚至产生对立^[34]。以股东为中心的治理模式强调“监控”精神,倾向于将短期财务业绩作为“监控”指标,由此形成的严格审查和规避风险的文化会分散企业对创新战略的关注、抑制企业创新精神的形成。另一方面,双重股权结构的治理模式与创新潜力的感知和创新项目的开发密切相关。在双重股权结构下,集中控制权的创始人的创新思维、独特愿景和商业预判会受到较小限制,加之控制股东带来的稳定因素以及对创新失败的容忍度,能够激励公司积极探求“奇怪和美好”的东西^[35]。例如,2012年,Facebook的创始人扎克伯格不顾董事会反对,以10亿美元并购了仅有13名员工且尚未盈利的图片共享服务商Instagram,现Instagram估值已超过300亿美元。此外,Cao等学者也通过研究1976—2006年362家双重股权结构公司的专利被引率,证明了双重股权结构与企业的创新质量具有显著正向的因果关系^[36]。综上,双重股权结构是有利

于企业长期创新的有益形式,它将长期投资开发与短期市场压力隔离开来,更加注重创始人股东的人力价值和战略安排,最大程度上保证了企业的前沿创新能力。

(三)域外双重股权结构的经验启迪

双重股权结构的取与舍问题是横亘在现代国家面前的一道经济选择,而抉择的依据是如何兼顾经济发展的庞大效益与资本运行的稳健态势。通过勾勒全球资本市场中双重股权结构的商事图景,以及考证域外双重股权结构的商事实践,笔者认为,我国实施双重股权结构并不存在实质性风险和阻碍,但仍应以审慎推进的改革思路对双重股权结构加以本土化改造。

首先,域外经验表明,科学预见本土实践与国际接轨的必要性,才能避免双重股权结构的价值旨趣消失殆尽。当前,全球资本角逐日趋激烈,人口红利衰弱,加之新冠疫情等外部挑战增多,唯有深化公司治理体制改革、创新股权制度的内涵与形式、及时调整商事实践的保护策略,才能弥合我国在全球竞争中的经济鸿沟。同时,灵活的双重股权结构将创始人的长期愿景置于优先地位,也为中概股的回归提供了强大的驱动力。其次,域外经验表明,制度成本和制度收益间的博弈,最终决定资本市场的股权制度是否发生变迁。现阶段,我国投资者日渐理性、契约文化日渐成熟、法律救济与声誉机制日渐完善,设立特别表决权的潜在回报远大于私人利益的消耗,即双重股权结构的制度净收益为正值。此时,在我国公司治理中引入双重股权结构已初步具备条件,市场无形的手、私法领域的自治,以及国家有效的监管,能够共同保障双重股权结构发挥治理之效。最后,域外经验表明,在差异化股权配置之下,作为中性代理工具的表决权机制,同时存在着被合理利用的机会以及被滥用的风险^[37]。一味鼓吹双重股权结构的“市场调控”论调,和一味强调集权股东与弱势股东间的紧张关系都有失偏颇。在监管与自治的相互协作与动态均衡下,应当允许企业在股权结构的摸索中留有一定的试错空间,避免对双重股权结构展开“一言堂”与“一刀切”。

四、我国双重股权结构的发展脉络与实践缺欠

(一)我国双重股权结构的演进历程

双重股权结构在欧美资本市场有着相当成熟的实践,但对于股权设计较为保守的我国而言,仍是一片有待摸索和改良的新兴领域。《公司法》自1993年颁布伊始,至今已经历五轮修改,但关于差异化表决权的类别股份发行,却始终未做出立法层面的突破,《公司法》第103条固守的“一股一权”依旧是我国企业股权配置的核心规则。2014年前后,为推进金融体制改革、满足股权市场多元化需求,国务院和证监会先后颁布了《国务院关于开展优先股试点的指导意见》和《优先股试点管理办法》。优先股的试点可看作我国在双重股权结构制度上迈出的第一步。但是,对无表决权的优先股的探索,并不能表明我国初步形成了表决权差异化的双重股权制度。虽然优先股和双重股权结构都是对投票权作出的特殊安排,但优先股强调的是对表决权的限制,而双重股权结构更侧重于对控制股东投票权的加强。换言之,优先股的经济属性使其更接近于债券。不过,优先股的试点在一定程度上解决了融资和控制难以平衡、表决与收益难以分离的难题,在某种程度上实现了“同股不同权”的股权结构安排,为双重股权制度的建构做出了适应性的实践准备。

2018年,为有效激活科创企业的内在动能,推进公司治理结构的升级和本土资本市场的转型,国务院在《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》融资渠道拓宽部分,首次提及并认同了科创企业公司治理结构上可采用“同股不同权”模式。2019年,为深化金融体制改革、满足股权市场多元化需求,证监会先后发布了《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》(下称《实施意见》)和《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(下称《管理办法》),进一步明确特殊股权结构的企业能在科创板上市。同年3月,上交所正式出台《科创板上市规则》,并在内部治理章节增设了“表决权差异安排”。2020

年,涵盖差异化表决权规范功能的《新三板治理规则》也如期而至。一系列行政指导、部门规章及行业规范的出台,共同推进了中国特色的股权结构制度——差异化表决权安排登上历史舞台。

(二)我国双重股权结构的规则解读

中国双重股权结构的审慎实践依赖于差异化表决权的稳健规范,与此同时,科创板的发展和《证券法》的实施也在倒逼双重股权结构之规范体系不断充拓与完善。然而,当前差异化表决权安排的规则设计主要集中在证监会和证券交易所的相关配套性文件中,诸如《新三板治理规则》《科创板上市规则》以及《上市公司章程指引》,法律文本层面暂未回应对双重股权结构的现实关切。基于整体规制和本土治理的审慎建构思路,中国现有的双重股权结构的规则主要落实在四个方面:发行人的行业限定、特别表决权股的持有资格、特别表决权股的行使限制、两级市场的信息披露。

首先,在行业限定方面,双重股权结构将引领技术变革的科创企业作为战略目标,重点在电子、通信、新能源、高端制造、生物医药等尖端领域适用差异化表决权安排。这既是考虑到双重股权结构的晚近目的已由传媒控制转向企业培育与经济转型,又是因为双重股权结构的行业限定契合了我国局部性改革的内在逻辑,并塑造了渐进改革与风险防范的平衡进路^[38]。其次,在持有资格方面,特别表决权股的持股主体严格限定于股票份额不低于10%的公司董事。若将持股主体扩张至自然人以外的法人,既是对隐名股东的变相鼓励,又会产生与我国公司法相冲突的“法人董事”,而且金字塔持股结构与双重股权结构的叠加还会加剧控制股东对中小投资者的利益侵蚀,特别是科创板下特别表决权的适格主体必须与其贡献相挂钩,更加凸显“人力资本”的智力价值。再次,在行使限制方面,特别表决权的倍数上限为10倍,且需维持份额相对恒定。这既是对控制股东合理用权的制度提示,又是对中小股东风险承担的制度把控。同时,特别表决权不可在次级市场流通,在遇有公司章程修改、独立董事解聘、公司形式变更等情形时需排除适用,这是人力资本信赖被打破的必然结果。最后,在信息披露方面,发行人应当在招股说明书内,以醒目的方式向公众投资者告知双重股权结构的治理安排、风险因素与保护措施,并需定期就财务状况、治理情况、重大交易等事项进行公示。值得注意的是,发行人必须在IPO前以股东大会决议的方式通过表决权差异安排,明确禁止已经上市的企业改设双重股权结构,这是避免中小投资者的自由选择权被压迫,有效提升信息对称性、保障公众股东知情权的重要之举。

(三)我国双重股权结构的现实流弊

1. 立法规范存在漏洞

双重股权结构是我国资本市场在股权设计方面的最新实践,但由于“一股一权”规则在立法上占据了强势主导地位,加之差异化表决权在我国立法层面缺失规范性规定,双重股权结构在我国的实际适用仍举步维艰。虽然证监会发布的《实施意见》准允附带特别表决权的科创型成长企业在科创板上市,但《公司法》仅授权国务院就该法以外的特殊种类股的发行另做规定,作为国务院直属事业单位的证监会发布特别表决权的规范性文件显然超越权限,其法律效力有待商榷。另外,上交所根据《实施意见》在《科创板上市规则》中进一步制定了关于特别表决权的实施规范,即便该规范不存在合法性问题,在效力位阶层面,行业自律规范的约束作用也十分有限。作为高度市场化的产物,法律应及时回应市场需求,对股权结构作出适应性的变革。在双重股权结构的合法性框架搭建后,《公司法》也需要进一步对弱势表决权股东的权益保护作出回应。例如,差异化表决权安排下的大股东的责任承担方式能否为“同股不同责”?当特别表决权股东滥用超级投票表决权,立法上是否需要增强控制股东的信义义务?立法又该如何体现对弱势股东利益的倾斜保护?

2. 监管策略整体失灵

持有特别表决权的控制股东存在道德风险,而《科创板上市规则》用以约束控制股东的权力监督机制相对薄弱,中小股东的权益隐患急剧攀升。在内部监督方面,部分监事会和独立董事的设置浮于形式而缺乏

实质功效。控制股东能凭借强势的权力影响力操纵监事的提名与选任,监事在主观上不免存在畏难情绪,加之监事自身权力空泛化,设置监事用以约束特别表决权股东的安排实属制度虚设^[39]。此外,与监事作用互补的独立董事也难逃控制股东的权力影响,亦不能对差异化表决权安排下的控制股东形成实质约束。在外部监督方面,证券交易所对证券侵权行为缺乏监管动力。实践中,我国证券交易所隶属于证监会而被动运行,自律监管的缺位以及独立性的弱化导致双重股权结构的负面效益外溢^[40]。内外部的监管机制对特别表决权股东失效,控制股东得不到监管约束,中小股东的利益保障无从谈起。

3. 信息披露低端粗劣

信息披露是公众投资者知悉企业经营状况以便做出合理投资判断的重要途径。但是,创始人股东的控制权在双重股权结构下会被突出和放大,这无疑会加深控制股东与公众股东的信息非对称化程度。相较于单层股权结构的企业,设置差异化表决权的企业更容易滥用表决权优势,以损害公众投资者的知情权为代价实施机会主义行为。然而,目前我国并未对采用双重股权结构上市的企业作出更高的信息披露要求,对于特别表决权股票的变动情况也未予以特别关注,在信息披露的数量与质量上仍与发达国家存在明显差距。例如,在股东异质化背景下,不同股东对于信息披露的要求、偏好和积极性存在较大差异,不同行业、不同发展阶段、不同规模的企业在披露事项上也应当有所区别。但是实践中存在大量格式化、空泛化、冗长化、模板化的同质性信息;更有甚者,披露虚假有误的、残缺遗漏的、失真滞后的信息,中小股东的投资抉择会与真实偏好形成偏差。

4. 事后救济亟待落实

差异化表决权安排强调人力资本对公司发展的战略性作用,通过赋予特定股东额外的表决权,增强控制股东对公司的人身依附性。但是,随着企业发展的延续和深入,当控制股东的人身属性失落后,双重股权结构的股权配置机制便丧失了适用价值和存在根基。我国《科创板上市规则》对差异化表决权安排,仅着眼于短期的企业融资需求和中期的经济驱动需要,未能针对双重股权制度长期运行带来的负面效应增设取缔措施和退出机制。另外,在司法救济层面,我国的证券民事诉讼机制尚不完备,中小股东难以实质维权。由于行政前置程序的设立、地方保护主义的盛行、内幕交易等证券欺诈行为被排除在民事赔偿外,加之诉讼成本与收益不对等,受侵害的中小股东难以通过代表人诉讼向特别表决权股东主张维权。虽然2020年3月起实施的《证券法》加入了“默示加入、明示退出”的集体诉讼新规,但证券代表人诉讼制度能否倒逼特别表决权股东进行自我约束,又能否有效制衡双重股权结构中“所有与控制”的分离,仍有待时间检验。

五、双重股权结构的防治路径:基于中小股东权益保护

在股东异质化特质突出的经济背景下,我国已对上市公司的股权治理框架做出适应性的突破和革新,但双重股权结构的移植需立足于中小股东的权益保护。对此,应以“刚柔并济”的防治举措回应股权设计的“离经叛道”。在刚性层面,首先要破除立法机关对双重股权结构的不明朗态度,同时要推进立法观念由制度肯定向制度防治转变;其次要强化差序监管格局下的独立监管意识,避免监管失序与监管真空。在柔性层面,首先要转变上市公司的信息披露观念,消弭形式化披露所形成的投资屏障;其次要树立双重股权结构下的末端救济观念,挣脱公众投资者救济欠佳的局面。

(一)“立法堤坝”的修筑与加固

我国境内双重股权结构的实践已突破《公司法》关于“一股一权”的强制性规定,而相应的立法缺位诱发的金融风险、证券纠纷和法律隐患,倒逼立法机关对双重股权结构的合法性问题作出回应。综合考量我国资本市场的发展程度、监管机构的治理水平以及派生诉讼的实施现状,审慎推进的立法改革思路,更符合我

国股权设计的实际国情。

参照优先股对“一股一权”的撼动,双重股权结构的合法性确定首先应由国务院制定行政法规,这既是依据上位法《公司法》的特别授权,又能消除下位规范《科创板上市规则》在差异化表决权安排方面的无法可依。其次,《公司法》也要对股权制度的相关内容进行修订,给予部门规章有力的上位法支撑。具言之,《公司法》应坚持“一股一权”的单层股权结构,并将双重股权结构作为股权设计的例外原则加以补充。这既是考虑到“一股一权”坚实的内在逻辑基础和富有效率的决策理念,又是因为双重股权结构尚未演变为全局的需要^[4]。同时,《公司法》也应对“同股同权”进行强化和改造。“同股同权”是“一股一权”的上位概念和弹性尺度,因此,“同股同权”适用于范式多样的股权安排,股权配置模式过于基础的“一股一权”与内涵单调的普通股则互为表里。对“同股同权”展开再认识和再实践,既有利于弱化普通股制度的僵化效应,又能为丰富我国股权结构的多元样态奠定基础。

在双重股权结构的合法性具备后,有必要进一步对双重股权结构的“人合性”弊端加以法律规制,以此保护弱势股东的利益不受控制股东侵犯。一方面,立法上可对特别表决权股东的超级投票权加以约束。例如,《刑法》可针对控制股东滥用特别表决权进行内幕交易的违法行为制定刑事法规,严厉打击控制股东利用差异化表决权非法侵害公众股东权益的行为。《证券法》可以加重控制股东的信义义务,间接警示管理者在行使特别表决权时应尽到注意义务和忠实义务。另一方面,可以给予弱势股东立法上的倾斜保护。例如,《民事诉讼法》可以对差异化表决权安排下的弱势股东采取举证责任倒置的规则,减轻股权分散且处于举证劣势一方的中小股东的举证负担。

(二)“监管之舟”的划桨与掌舵

双重股权结构下中小投资者的保护,既要依赖企业内部的独立监管,又需借助证券交易所的自律监管,对监管漏洞的内外部共同填补,能有效阻遏差异化表决权安排的负面效应溢出。

在内部监管方面,应防范实际控制人及高管对中小股东的利益侵蚀,首先,应当增强监事的独立性,避免监事的意志受制于控制股东。在监事履职的语境下,控制股东和监事存在着职务间的“互不相容性”^[41]。对于监事的提名、选任和薪酬安排,要排除控制股东的权力介入和干扰。其次,应当单独赋予监事一定的人身权力,强化监事的知情权,避免监事被边缘化。充分的监事权是监事抗衡控制股东滥用超级投票权的强硬依据,而赋予监事更高标准的知情权能够督促控股股东增强决策透明性,进一步约束特别表决权股东的不正当治理行为。最后,要协调监事和独立董事的“并轨监督”,提高独立董事和监事的内部监管积极性,避免推诿懈怠现象发生。

在外部监管方面,证券交易所应当由证监会主导的行政监管模式向市场主导的自律监管模式转变,充分发挥其高效、灵活、专业的监管优势。首先,要打造证券交易所的竞争格局,减少政府监管权的延伸。Romano认为,打破监管的行政垄断才能激发监管的内生动力^[42]。鼓励证券交易所间的良性竞争能有效破除垄断缺陷和监管疲敝。其次,要提高证券交易所的监管能力和质量,灵活掌握自律监管的宽严尺度。证券交易所要强化对上市公司经营活动的合法性监管与合规性检查,严厉打击上市公司利用超级投票权谋求私利的证券欺诈活动,构建保护公众投资者的监管机制。最后,司法机关可审慎介入和干预证券交易所的自律监管,适度矫正其监管的原生缺陷。

(三)“信息管道”的疏通与净化

信息披露是降低股东信息不对称、增强证券市场透明度的有效方式。目前,我国“同股非同权”的信息披露仍停留在形式化与被动化阶段,要进一步从外部投资者的能力与需求出发,在信息公示中传递真实、有价值、可理解的投资信息。首先,信息披露应当以高效便利为原则。设置差异化表决权的上市公司应当以简洁醒目的方式注明股权安排,避免使用冷僻的专业用语加重中小股东的理解负担,也不得以信息“超载”

和“堆积”的方式为中小股东设置阅读障碍。其次,信息披露应当以“价值相关性”为导向。对于公众股东而言,重大信息也可能是无效的“信息噪音”,而涉及上市企业内在价值的、能够反映证券价格的信息才是有利于作出投资判断的有效信息。再次,信息披露应当以“深加工”为要求。专家可为信息优化提供智力支持,提升信息披露的专业性和信赖度,确保中小股东在投资时具备专业建议和理性依据。最后,要提高虚假信息披露的违法成本,对于重大误导性披露和违法性披露可启动强制退市程序,要求上市公司清退资本市场,并对构成犯罪的控制股东进行法律惩治。

(四)“救济药方”的抓取与保障

双重股权结构的事前与事中约束框架无法从根源上杜绝特别表决权股东滥用超级投票权,事后的退出机制和司法救济机制为中小股东提供了兜底保障。

在退出机制方面,虽然《科创板上市规则》规定了三类触发“事件型日落条款”的事由,即持有特别表决权股的控制股东转让股份、稀释股份及人格失落时,特别表决权股自动转为普通股。但是,Cremers等通过对677家采用双重股权结构的公司进行实证研究,发现“同股非同权”所产生的股票溢价会在6至9年内消失^[43]。这表明双重股权结构下控制股东的作用具有短期效应。因此,我国应当对采用双重股权结构上市的科创企业设定“时间型日落条款”,避免角色失效的控制股东仍产生权力的“棘轮效应”。然而,期待控制股东主导下的上市公司自发设置“时间日落条款”并不现实,法律强制规定“时间型日落条款”又有侵犯私法自治之嫌。为此,我国可借鉴美国的半强制型时间日落规则,由法律预先对双重股权结构设定固定期限,期限届满后由全体股东决议是否沿用差异化股权安排。

在司法救济方面,群体性证券纠纷的解决总是十分乏力。重构证券集体诉讼制度能促使双重股权结构下的控制股东遵守法律和契约,有效威慑并遏制大规模的证券侵权行为。虽然新修订的《证券法》中增设了“投资者保护”专门章节,其中的代表人诉讼制度和证券强制调解制度为中小股东的权益保护提供了兜底性的司法保障,但该规则设计仍需在程序的启动和投保机构的激励方面加以完善。此外,也可尝试建立符合我国国情的股东救济机制,即由证券监管部门牵头,设立类似于仲裁性质的、专门处理差异化表决权纠纷的司法机构。

六、结语

现阶段,我国的资本市场发育程度较低、制度不够健全、投资者非理性,当各类资本的所有者以治理者的角色参与到公司决策时,其投资目的、治理能力、风险承担、智力资本、社会关系和对企业经营的关切度都差异甚大,换言之,“股东异质化”的特征尤为显著。而内嵌股东同质化假设的“一股一权”规则,因背离当前股东异质性的客观现实,已难以支撑企业内部的权力配置和公司的良序治理。涵盖“同股非同权”原则的差异化表决权安排以其灵活的股权配置、宽松的自治空间、多元的利益承载、实质的法律公平、高效的制度运作等优势在我国资本市场备受科创企业青睐。然而,双重股权结构的现实流弊也被相应放大。如何约束控制股东规范用权,抑制超级投票权的负面效应外溢,以及如何全方位保护中小股东的分散权益,避免公众投资者的股权利益被掏空,成为立法者规则设计的重中之重。《科创板上市规则》搭建起了双重股权结构下中小股东保护的第一道防护网,而多层次、高位阶的股东权益保障体系的构建,是中国特色股权制度强劲发展的最坚实支撑。具言之,在立法层面,需及时回应双重股权结构的合法性地位,并对弱势股东进行倾斜保护;在监管层面,需依赖企业的独立监管和证券交易所的自律监管,共同填补差异化表决权安排下的监管漏洞;在信息披露层面,需建构高效、有价值、深加工的信息披露格局;在事后救济层面,需借助“时间型日落条款”和代表人诉讼制度,为中小投资者提供兜底保护。

参考文献:

- [1] 傅穹,卫恒志.表决权差异安排与科创板治理[J].现代法学,2019,(6):91-103.
- [2] Hayden G M. The False Promise of One Person, One Vote[J]. Michigan Law Review, 2003, (2):213-267.
- [3] 周韶龙.美国法上的双层融资结构及其借鉴[J].金融法苑,2015,(1):251-270.
- [4] 冯果.股东异质化视角下的双层股权结构[J].政法论坛,2016,(4):126-137.
- [5] 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[J].现代法学,2011,(3):32-42.
- [6] 李诗鸿.公司契约理论新发展及其缺陷的反思[J].华东政法大学学报,2014,(5):83-99.
- [7] Blair M M, Stout L A. A Team Production Theory of Corporate Law[J]. Virginia Law Review, 1999, (4):247-328.
- [8] 林少伟.论公司利益:一种普通法的解读[J].中山大学法律评论,2012,(2):133-151.
- [9] Fisch J E. Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy[J]. Journal of Corporation Law, 2005, (3):637.
- [10] Romano R. The Political Economy of Takeover Statutes[J]. Virginia Law Review, 1987, (1):111-199.
- [11] 朱慈蕴.资本多数决原则与控制股东的诚信义务[J].法学研究,2004,(4):104-116.
- [12] 王保树,杨继.论股份公司控制股东的义务与责任[J].法学,2002,(2):60-68.
- [13] Berle A A. Non-Voting Stock and Bankers Control[J]. Harvard Law Review, 1926, (6):673-693.
- [14] Anabtawi I. Some Skepticism About Increasing Shareholder Power[J]. UCLA Law Review, 2005, (3):561.
- [15] 周游.股权的利益结构及其分离实现机理[J].北方法学,2018,(3):30-43.
- [16] 梁上上.表决权拘束协议:在双重结构中生成与展开[J].法商研究,2004,(6):94-106.
- [17] Seligman J. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy[J]. The George Washington Law Review, 1986, (5):687-724.
- [18] 赵万一,赵吟.中国自治型公司法的理论证成及制度实现[J].中国社会科学,2015,(12):156-176.
- [19] Hamermesh L A. The Policy Foundations of Delaware Corporate Law[J]. Columbia Law Review, 2006, (7):1749-1792.
- [20] 法国商法典[M].罗结珍,译.北京:北京大学出版社,2015:284-285.
- [21] Skog R. Takeover Directive, the Breakthrough Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock[J]. European Business Law Review, 2004, (6):1439-1451.
- [22] 樊纪伟.日本复数表决权股份制度及发行公司上市规制——兼谈对我国种类股制度的启示[J].证券市场导报,2017,(4):67-72.
- [23] 李燕,李理.公司治理之下的双层股权结构:正当性基础与本土化实施路径[J].河北法学,2021,(4):82-99.
- [24] Grinapell A. Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation[J]. Stanford Journal of Law, Business & Finance, 2020, (1):40-85.
- [25] Aggarwal D, Eldar O, Hochberg Y, Litov L P. The Rise of Dual-Class Stock IPOs[R]. Duke Law School Public Law & Legal Theory Working Paper, 2021, No.28609.
- [26] Bennedsen M, Nielsen K M. The Impact of a Break-Through Rule on European Firms[J]. European Journal of Law and Economics, 2004, (3):259-283.
- [27] Smith B F, Amoako A B, Kalimipalli M. Concentrated Control and Corporate Value: A Comparative Analysis of Single and Dual Class Structures in Canada[J]. Applied Financial Economics, 2009, (12):955-974.
- [28] Bagues S W, Slovin M B, Sushka M E. Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, (4):1244-1253.
- [29] Dimitrov V, Jain P C. Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns[J]. Journal of Corporate Finance, 2006, (2):342-366.
- [30] Anderson C, Duru A, Reeb D. Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States[J]. Journal of Financial Economics, 2009, (2):205-222.
- [31] Cronqvist H, Nilsson M. Agency Costs of Controlling Minority Shareholders[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (4):695-719.
- [32] Lauterbach B, Pajuste A. The Media and Firm Reputation Roles in Corporate Governance Improvements: Lessons from European Dual Class Share Unifications[J]. Corporate Governance: An International Review, 2017, (1):4-19.
- [33] Nenova T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis[J]. Journal of Financial Economics,

- 2013, (3):325-351.
- [34] Barker R M, Chiu I H. Corporate Governance and Firm Innovation: Are Conventional Corporate Governance Standards a Hindrance? [J]. *Journal of International Commercial Law*, 2018, (2): 143-183.
- [35] Grinapell A. Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation[J]. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, 2020, (1):40-85.
- [36] Cao X P, Leng T C, Goh J, Malatesta P. The Innovation Effect of Dual-Class Shares: New Evidence from US Firms[M].*Economic Modelling*, 2020:347-357.
- [37] 梁上上. 股东表决权: 公司所有与公司控制的连接点[J]. *中国法学*, 2005, (3): 108-119.
- [38] 吴尚轩. 论中国双层股权上市的规制[J]. *法学论坛*, 2020, (6): 148-157.
- [39] 李建伟. 论我国上市公司监事会制度的完善——兼及独立董事与监事会的关系[J]. *法学*, 2004, (2): 75-84.
- [40] 徐明, 卢文道. 从市场竞争到法制基础: 证券交易所自律监管研究[J]. *华东政法学院学报*, 2005, (5): 25-31.
- [41] 杨大可. 论监事独立性概念之界定——以德国公司法规范为镜鉴[J]. *比较法研究*, 2016, (2): 88-98.
- [42] Romano R. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation[J]. *Journal of the Yale Law*, 1998, (8): 2359-2430.
- [43] Cremers M, Lauterbach B, Pajuste A. The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation[R]. *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper*, 2018.

(责任编辑: 颜 莉)