

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

李 燕 李 理

(西南政法大学 重庆 401120)

摘要：科创板允许采用双层股权结构的公司上市，使得公司治理中双层—股权结构本土化的问题进一步被摆上台面。股东异质化理论、国内各类市场主体的个性化需求是我国公司治理中引入双层股权结构的正当性基础。通过梳理域外双层股权结构立法模式与具体规则以及解读我国科创板上市规则，我国公司治理中的双层股权结构可以从公司内部治理、外部治理以及救济机制等方面具体实施。内部治理包含，设计合理的双层股权结构、限制超级表决权的行使、建立系统完备的公司治理规章制度等；外部治理可通过重塑注册制改革背景下的发行信息披露规则实现；救济机制可以围绕异议股东股份评估权建立。

关键词：双层股权；公司治理；股东异质化；差异化表决权；科创板

中图分类号：DF411.91 文献标识码：A 文章编号：1002-3933(2021)04-0082-18

Dual Share Class Under Corporate Governance: the Basis of Legitimacy and the Implementation Path of Localization

LI Yan, LI Li

(Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China)

Abstract: Science and Technology Innovation Board allows companies with dual share class to go public, which makes the localization of dual share class in corporate governance

收稿日期：2021-01-30 该文已由“中国知网”(www.cnki.net)2021年2月9日数字出版，全球发行

基金项目：2019年重庆市社会科学规划项目“公司双层股权结构的法律构造及监管变革研究”(2019YBFX023)的阶段性研究成果。

作者简介：李 燕(1976-)，女，重庆人，西南政法大学研究生院院长，博士生导师，教授，研究方向：商法；
李 理(1975-)，男，山东沂南县人，西南政法大学民商法学院博士研究生，研究方向：民商法。

further put on the table. The theory of shareholder heterogeneity and the individual needs of various domestic market subjects are the legitimate basis for the introduction of dual share class into corporate governance in China. By combing the legislative model and specific rules of the extraterritorial dual share class and interpreting the listing rules of Science and Technology Innovation Board in China ,this paper argues that the dual share class in China's corporate governance can be implemented from the aspects of internal governance , external governance and relief mechanism. Internal governance includes designing reasonable dual share class , restricting the exercise of super voting rights , establishing systematic and complete rules and regulations of corporate governance , etc. External governance can be realized by reshaping the rules of issuing information disclosure under the background of registration system reform; relief mechanism can be established around the right to evaluate the shares of dissenting shareholders.

Key words: dual share class; corporate governance; shareholder heterogeneity; differentiated voting rights; Science and Technology Innovation Board

一、问题的提出

随着 2019 年 3 月《上海证券交易所科创板股票上市规则》的发布 ,不仅确立了科创板上上市公司实行股票发行注册制 ,还允许其公司治理中进行表决权差异安排 ,也就是采用“同股不同权”的双层股权结构。这为我国上市公司提供了新的治理模式 ,也引发了关于双层股权结构如何本土化的问题。在我国公司治理中 ,长期以来资本多数决之下“一股一权”的表决权行使方式占据绝对的主旋律。也就是说 ,对于我国本土上市公司的内部治理而言 ,缺乏双层股权结构实施的经验。目前 ,我国采用双层股权结构的上市公司极少 ,还没有本土上市公司采用双层股权结构。当前采用双层股权结构的上市公司多为红筹回归企业⁽¹⁾。双层股权结构对于“轻资产、重人力资本”的科创企业的控制权分配提供了新的方式 ,使得企业创始人的专属人力资本投资得以重视并在公司治理中有所体现 ,满足了科创企业的特殊治理需求。鉴于此 ,我国的双层股权结构公司治理实践从科创板进行试点。但是 ,现有讨论多集中于双层股权结构与科创企业的契合度以及如果在科创企业中落实双层股权结构的问题。这导致缺乏了一种整体上从我国公司治理视角观测双层股权结构并探寻其本土化实施路径的探讨。就我国上市公司治理而言 ,目前已经解决的问题是科创板上市公司中可以采用双层股权结构 ,但尚有诸多问题亟待解决。譬如 ,由于在公司法中仍未明确双层股权结构的合法性 ,这就导致我国公司治理实践中不会自发产生双层股权结构的治理实践。因而 ,十分有必要从整个公司治理视角 ,对双层股权结构嵌入公司治理的相关问题进行详细探讨 ,从而对双

(1) 譬如 2020 年 1 月 20 日云计算服务商优刻得科技股份有限公司(UCloud) 在上海证券交易所上市的首家拥有同股不同权结构的科技企业便是一家红筹回归企业 ,在其回归上市之前的公司治理中便存在双层股权结构。

层股权结构的本土化提供指引。鉴于此,本文首先将对公司治理中采用双层股权结构的正当性基础进行分析,明确在公司治理中双层股权结构这一制度安排本身的正当性;其次,对域外主要国家的双层股权结构实践中的立法模式、具体规则等问题进行梳理分析并结合我国科创板规则进行讨论;最后,具体从公司治理的内部构造与证券市场需求的满足这两个方面,对我国公司治理中双层股权结构的本土化具体路径进行明确。此外,本文还将对公司治理中嵌入双层股权结构所带来的监管问题进行讨论,具体分析市场监管的具体转变以及讨论在立法上如何进行相应调整。

二、双层股权结构引入公司治理的正当性基础

双层股权结构是一种同股不同权的股权结构形态,是类别股⁽²⁾的一种典型形式,是股东权利在投票权方面的特殊安排。在采用双层股权结构的公司治理中,一般将公司的股份划分为AB两类股,前者是一股一个表决权,而后者是一股多个表决权。“同股不同权”的双层股权结构设计,可以满足公司创始人对公司资本治理结构的设计需求,让他们在公司进行股权融资后,在不持有公司大多数股份的情况下,仍能保持对公司的控制权。但与此同时,这种双层架构设计似乎挑战了民法的平等原则和公司法一贯坚持的“一股一权”表决权行使方式与股东平等原则,使得该项制度与保护中小股东原则相悖。如何在满足资本治理结构的设计需求与股东平等权利保护之间找寻到平衡,这是值得深思和研究的话题。换言之,双层股权结构这一公司治理制度安排的合理性以及正当性何在,该种制度安排是否存在现实基础。诸如此类的现实问题需要亟待解决。本文将从双层股权结构的理论冲突与价值选择、公司治理中引入双层股权结构的必要性以及可行性这三个方面对我国公司治理中引入双层股权结构的正当性,以及相关现实基础进行分析,从而明确在公司治理中引入双层股权结构的正当性基础。

(一) 理论冲突与价值选择——双层股权结构理论上的正当性分析

在科创板之前并没有针对上市公司以及其他类型的公司提供表决权差异安排的相关制度,证券市场上亦不曾出现过不同的表决权行使方式。⁽³⁾对双层股权结构正当性的质疑主要源于传统资本多数决理论,但也有股东异质化等理论支持双层股权结构的正当性。纵观公司治理中表决权行使的发展历史,是一个不断因时制宜、因地制宜的变化过程。这也一定程度上表明,双层股权结构的最终确立将是一个长期的过程,围绕其之间的理论冲突与价值选择,也是正当性基础的来源。

公司治理中“一股一权”的资本多数决表决权行使方式本身,亦经历了从一致同意到资

(2) 参见郭青青《类别股的类型化建构及其适用》,载《河北法学》2016年第2期。

(3) 根据《公司法》第42条的规定,事实上在有限责任公司中是可以实现“同股不同权”的表决权差异安排的。此外,我国的优先股制度也可以被看作是表决权差异安排。但是,这些并无法说明双层股权结构已经在我国公司治理中建立。

本多数决原则的过程。⁽⁴⁾然而这里并不是说,双层股权结构一定能够取代资本多数决的表决权行使方式,从而成为公司治理中表决权行使的主流模式。但是,在公司治理中也不可轻易否认双层股权结构的正当性基础。而双层股权结构的正当性基础的主要理论来源为股东异质化理论。资本多数决的内在逻辑是,表决权的获得来自股东出资,因为出资多寡意味着对表决结果即公司经营承担的风险大小。特别是在公司经营失败的情况下,出资多也就等于受到损失最大。而在大型公司中,随着控制权与经营权的逐步分离,董事会中心主义的盛行,控制权所掌握的对公司经营管理的话语权也从直接通过表决权决定公司经营重大事宜,转变为董事的任免权。由其通过拥有较高表决权选举出其认可的董事来经营管理公司,仍然属于传统的同股同权框架内的股东公平。将股东平等原则理解为均按其持股比例享有相同权利是机械的。⁽⁵⁾这种股东平等是基于一种股东“同质化”的逻辑假定而以无差异的资本作为股份公司内部权力配置的唯一标准,公司法理中关于股份公司根本属性的“资合性”界定就是对这一逻辑假定的法理化表达。⁽⁶⁾“一股一权”所倚靠的股东同质化假设正从多个维度被股东异质化现实所推翻。资本多数决表决机制侧重于资本平等却忽略了股东之间权利义务的实质平等。在制度安排上将不同股东的股东能力、追求目标、股东利益假定为同质,对于公司的资合性得以有效回应,但掩盖了股东之间的实质不平等。股东异质化理论认为,不同的股东除了在持股数量上具有明显不同外,无论就其对公司的利益诉求,还是就其对公司的关切度,甚或是其权利行使的方式和行使途径,都存在明显的差异。⁽⁷⁾因此,当股东的能力和 demand 呈现出如此不同与多样时,再按照每一份出资给予其同样的权利,股东并不满意,他们希望按照自己的意愿来决定他们的出资所享有的权利内容。表决权差异的安排即来源于这样的意思自治需求。换言之,随着经济活动的不断发展证券市场的建立与完善,人们进行股权投资的目的性已经日益趋于多样化、个性化。

(4) 在公司制度产生的初期,面对规模较小、业务和组织结构相对简单或由家族统治的公司,在“一致同意原则”下,每一个股东都有权阻止涉及公司的合并、分立、解散、收购和章程的修改等提议。公司小股东完全可以采取一票否决的方式而牵制大股东的意愿,而持有多数股份的大股东,其意志通常与公司的利益最大化相一致,由此导致不公平的后果。随着工业化的推进和公司资本规模不断扩大,股东人数不断增加,从而使得公司在稍纵即逝的机会面前求得全体股东的一致同意难上加难。更重要的是,一致同意规则虽然保障了小股东的期待权,但却客观阻碍了公司的行动,导致公司运营的低效率,并且容易造成小股东滥用权利,践踏大股东以及公司利益的局面。法官和立法者意识到公司灵活的必要性以及小股东蛮横的可能性,开始对公司所处的困境报以同情的态度,并“开始思考允许一个股东阻碍多数股东同意变化的情形之合理性”。一致同意规则由此开始缓和,并逐渐为“资本多数决原则”所取代。

(5) 参见张志坡《论优先股的发行》,载《法律科学》2015年第2期。

(6) 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。

(7) 其现实表现主要集中在:投资者目的与认知的差异化;股权的享有与股权的行使、股权的具体权能与股权的不断分离;股权与其他财产权的相互融合;融资模式创新催生类别股东。

(二) 公司治理中引入双层股权结构的必要性与可行性: 需求的多样性与制度供给不足在我国公司治理中引入双层股权结构的正当性, 还在于我国实践中对于该种制度安排存在现实需要, 这主要表现在国内各类市场主体的个性化需求。

第一, 对于科技创新类企业, 其具有“轻资产, 重人力资源且融资需求较大”的特征, 公司创始人在公司经营中起着举足轻重的作用。该类企业时常面临股权融资与控制权维持的矛盾。一方面, 科技研发需要大量资金的投入, 决定了该类轻资产为主的企业只能依靠股权融资获取外部资金; 但另一方面, 该融资方式又会稀释股份削弱创始人对公司的控制权, 而公司的发展又高度依赖创始人团队的人格魅力和智力贡献。双层股权结构可以解决这个矛盾, 让创始人团队的股权被稀释的情况下仍然保有对公司的掌控。

第二, 对于部分家族企业而言, 也存在少部分人控制公司的需求, 即确保家庭成员控制企业。⁽⁸⁾

第三, 对于中概股回归, 双层股权结构也有重要作用。当前海外优质资产回归中国资本市场, 无论是采用私有化后在境内上市, 或通过 A 股市场发行存托凭证的回归渠道, 中概股公司对维持其创始人控制权的双层股权结构均存在制度需求。⁽⁹⁾ 在中国香港证券交易所拟修改其上市规则仅仅几周之后, 新加坡交易所(SGX)也决定允许采用“双层股权结构(dual-class shares, 简称 DCS)”的公司在新加坡上市。新交所首席执行官罗文才解释说, 新交所决定这样做, 不一定是为了科技创业公司的集资需要, 实际上是为满足新经济的需要。⁽¹⁰⁾ 我国证券市场若要开启国际版, 就需要回应国外公司类似的需求。⁽¹¹⁾

第四, 对于本土上市公司而言, 公司治理中的双层股权结构可以解决公司增资扩股过程中因社会资本大量进入使创始人丧失控制权的问题。据统计, 早在 2017 年便有 50 家中国内地公司采用双层股权结构在海外上市。⁽¹²⁾ 这足以表明我国本土公司对于该项制度的需求。

第五, 对于国有企业而言, 在经历了十年相对停滞, 国企改革再次被提上了日程, 混合所有制企业将成为国企二次改革的重要突破口。但在国有资本不具有控股地位的情况下,

(8) 譬如, 拥有纽约时报的苏兹伯格家族和拥有华盛顿邮报的格雷厄姆家族都已分别于 1969 年和 1971 年通过双重股权结构在美国证券交易所上市, 以确保家族对公司的控制。

(9) 自 2013 年以来, 在美国上市的中国公司大都采取了双层股权结构, 这其中包括新浪(母公司新浪获得了新浪微博 3 倍于普通股的投票权, 控制了新浪微博 80% 的投票权)、500 彩票和 58 同城(内部股东获得了 10 倍于普通股的投票权)等。2013 年, 中国企业阿里巴巴因双层股权结构在香港上市受阻, 后选择到纽约上市。而后香港开始就是否可以接纳双层股权结构公司上市问题开展了讨论, 并为此修订相关上市条例。香港证交所的新规则旨在接纳更多盈利能力不高的双层股权结构公司以及生物科技企业。

(10) 参见吕锦明《新加坡金管局表态支持吸纳 DCS 企业 IPO 资源之争愈演愈烈》, 载《证券时报》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1590302551497270298&wfr=spider&for=pc> 2018 年 1 月 22 日。

(11) 参见陈若英《论双层股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对》, 载《证券市场导报》2014 年 3 月。

(12) 参见邱艳玲《双层股权结构制度法律研究》, 华南理工大学 2018 年硕士学位论文, 第 23-24 页。

混合所有制企业社会政策目标与经营目标之间的冲突凸显,如何达成二者之间的平衡关系到国企改革的成功,双层股权结构模式就是一种解决思路。⁽¹³⁾ 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。但双层股权结构毕竟是非常态化的股权设计模式,不受相应资本约束的控制权的无限放大,会使国家对企业拥有更加不合理的渗透力,对非国有资本的盘剥力更强,不仅难以解决既有问题,还会使其更加固化。有鉴于国企改革中双层股权结构的不当运用可能带来的风险,我们更需要结合国企及国有股东身份的特殊性,对双层股权结构进行必要限定,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。

在公司治理中引入双层股权结构,既可以解决前述市场主体的需求,也能弥补我国公司治理法律制度的供给不足。而现有的制度供给难以满足诸多市场主体不同的利益需求,使得股东在面对复杂的商事环境时难以在现有的合法框架下自主安排表决权。科创板下的表决权差异所适用的场景过于有限,是否可以进一步拓展适用主体和场景,可否推广及于全部上市公司或者尚未上市的股份有限公司,这值得进一步探讨。

三、双层股权结构域外经验统合与科创板雏形解读

前文结合我国市场主体实际需求从理论上论证了双层股权结构的正当性基础,这或许可以看作是在理论层面解决了双层股权结构引入我国公司治理的障碍。然而毕竟我国公司治理中双层股权结构的实践经验极度缺乏,在探讨我国公司治理中如何引入双层股权结构之时,或许更需要从域外实践、域外规则进行梳理比对。⁽¹⁴⁾ 从而才能对公司治理之下的双层股权结构实践形成全面的认识。在梳理比对域外规则的同时,也对我国科创板上市规则中关于双层股权结构的相关规定进行解读。

(一) 域外双层股权结构的构建模式对比

双层股权结构首先发源于美国,随后传播至其他国家(地区)。据统计,在全球最大的46个国家或地区的股票市场中就有30个国家或地区允许适用特别表决权机制的公司上市。⁽¹⁵⁾ 各个国家(地区)在其法律制度之中对于如何纳入双层股权结构,采用了不同的方式。具体而言,各国(地区)关于双层股权结构的立法模式可以归纳为:交易所主导模式、国家立法模式、章程自治模式这三种模式。本文将对此进行简要介绍,并在介绍的同时探讨我国公司治理中双层股权结构应当采用何种模式构建。

1. 交易所主导之下的双层股权结构

所谓交易所主导模式,指的是双层股权结构的具体规范可由交易所进行制定,其具体实

(13) 参见《双层股权模式可用于国企改革》,载《检察日报》<https://www.chinanews.com/m/cj/2015/03-10/7115208.shtml> 2015年3月10日。

(14) 本文所称双层股权结构的域外规则也包含我国香港地区的相关规则。

(15) 参见黄海燕《特别表决权机制的推进及规范路径》,载《西南金融》2020年第3期。

践由交易所负责监管。作为双层股权结构的发源地,美国对于双层股权结构的监管态度一直比较宽松。美国各州公司法一般都允许公司自由采用控制权强化机制。⁽¹⁶⁾但是在1988年之前,美国的三大证券交易所对双层股权结构都仍然没有形成统一的规范。由于纽约证券交易所(NYSE)一开始就对公司采用不同股权结构持反对态度,美国证券交易所(AMEX)的态度相对模糊和宽容,而纳斯达克证券交易所(NASDAQ)对公司发行不同表决权“普通股”上市和交易几乎没有限制。据统计,1985年里美国4886家的上市公司中就有170家在纳斯达克和美国证券交易所实行双层股权结构。⁽¹⁷⁾1988年7月,美国证券交易委员会(SEC)为对双层股权结构进行监管,制定了Rule 19C-4规则,对交易所、证券交易联合会等主体进行约束。⁽¹⁸⁾经过多年实践,纳斯达克交易所、美国证券交易所、纽约证券交易所相继接受了Rule 19c-4,并据之制定了近乎趋同的上市规则,规则核心是允许公司在IPO时设立双层股权结构,但已经公开发行股票的上市公司不能用任何方式去剥夺或限制已有股东的表决权。⁽¹⁹⁾中国香港《公司条例》允许在港注册成立的公司在其章程细则中约定发行多种级别的、具有不同投票权的股份。⁽²⁰⁾因此,从法律规范层面而言,中国香港并未完全否认双层股权结构的合法性。但后来为了应对股票市场中超级表决权股引发的震荡,中国香港交易所(HKEX)禁止双层股权,要求上市公司股票的表决权必须与股东的经济利益有合理关联。2014年8月,港交所发布《概念文件—不同投票权架构》向全社会有关人士就不同投票权架构谈论事项或其他有影响的相关事项公开征求书面意见。2018年4月24日港交所举行发布会宣布,将允许双层股权结构的公司赴港首次公开募股。其修改的主板上市规则中增设了Chapter 8A⁽²¹⁾专门对双层股权结构进行规定。

2. 国家立法主导之下的双层股权结构

日本、新加坡、韩国等国的双层股权结构的落地方式并非是由交易所主导,而是通过国家立法的方式为双层股权结构提供法律上的合法性依据。2006年日本《公司法》修改后,建立了“种类股”制度,法律上允许公司发行表决权受限股份、剩余利润分红的优先劣后股、剩

(16) 参见汪青松:《公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护——以美国制度环境与中概股样本为例》,载《环球法律评论》2019年第5期。

(17) Louis Lowenstein, Shareholder Voting Rights: a Response to Sec Rule 19c-4 and to Professor Gilson, 89 COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW 979 (1989).

(18) Stephen M. Bainbridge: The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4, 69 Washtown university Law Quarterly, 1991, 565-569.

(19) 参见杨雪:《双层股权结构在我国法律体系下的制度构想》,吉林大学2018年硕士学位论文,第10-11页。

(20) 参见中国香港《公司条例》第32章。

(21) 文章中关于中国香港双层股权结构规则的阐述主要参照中国香港交易所发布的《主板上市规则》Chapter 8A, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules/Consolidated-PDFs/Main-Board-Listing-Rules/consol_mb_sc.pdf?la=zh-HK。

余财产分配的优先劣后股、附取得条款的股份等^{〔22〕}，并规定限制表决权股或无表决权股的数目不得超过公司已发行股份总数的一半。新加坡的《公司法》明确规定公司的每一份股票只能拥有一份表决权，但例外是允许报业公司可以采取双层股权结构，以期维护媒体的中立性。后新加坡通过《公司法》的修正案正式允许上市公司采用双层股权结构。根据该原则性规定，新加坡证券交易所(SGX)也就双层股权结构上市中的投资者保障措施征求了公众意见，于2018年6月26日出台了针对双层股权结构的上市规则修正案，有限制地允许双层股权结构的应用。

3. 公司章程主导之下的双层股权结构

所谓公司章程主导之下的双层股权结构，指的是双层股权结构的建立主要交由公司自己决定，国家立法不过多干预的情形。在加拿大由于法律没有对每股股票可拥有的投票权数作硬性规定，公司可以通过公司章程对双层股权结构加以规定并载明相应权利及限制条件，公司根据自身需要可以向投资者发行限制表决的股票甚至没有表决权的股票。^{〔23〕}此外，根据加拿大上市公司交易规则，上市公司可以发行不同表决权股票，例如超级表决权股票、限制表决权股票、无表决权股票等。但是为了保护上市之前已持有公司股票的股东表决权，防范公司故意削弱前公司股东的股权，加拿大多伦多证券交易所采取的方式与美国的交易所规定相似，禁止公司在上市后发行股份的投票权大于该公司其他已上市股份投票权，除非该新发行股份按照现存的持有已上市具有投票权股票的股东持股比例进行发行。

(二) 域外双层股权结构的具体规则比对

双层股权结构嵌入公司治理之后，会扩张拥有超级表决权股东的权利行使范围。原本在资本多数决的表决权方式之下，需要通过出资优势获得的制度红利，如今通过双层股权结构便可实现。因而，各国(地区)对双层股权结构下的超级表决权均设置了一定的限制。或可说，在公司治理中引入双层股权结构，最为重要的便是如何进行限制超级表决权的制度安排。此种限制并不单单在于保护股东权益，还包括保护公司利益以及其他利益相关者之利益。由于各国(地区)对双层股权结构构建模式的不同侧重，在双层股权结构的具体规则设计方面也相应地存在一定的差异，并对各国(地区)股东权益的保护产生不同的影响。具体而言，前述限制主要表现在以下方面。

第一，发行主体限制。这可以细分为发行资格限制与设置时间限制。关于发行资格，中国香

〔22〕 参见日本《公司法》第108条。

〔23〕 参见《加拿大商业公司法》第140(1)条第6(1)(c)及24(3)至(4)条。

港交易所对采用双层股权结构上市的公司制定了一系列标准。⁽²⁴⁾而新加坡证券交易所没有
在主板上市规则中为采用双层股权结构的上市公司另外设定标准,因此,这些公司只需要符
合新交所主板上市规则规定的一般量化要求。但是新交所要求上市公司必须给出其适合采
用双层股权结构上的理由,该合适的情形由新交所根据个案来判断。值得一提的是,新交所
在出台上市规则修正案时公布的征询意见回复说明中还列举了一些公司的考察因素。⁽²⁵⁾关
于双层股权结构的设置时间,Rule19C-4规定美国的证券交易所和证券交易机构协会应当
禁止已上市的公司采取任何行为来剥夺、限制或稀释已经登记在册股东的表决权。⁽²⁶⁾中
国香港交易所规定公司只有在IPO时才能采用双层股权结构,并且之后如果需要增发超级表决权
股,需事先获得港交所的批准。新加坡证券交易所同样也只允许新发行上市的公司采用双
层股权结构。事后增发的超级表决权股不仅不能提高比例之外,且事先应作为特别决议事
项得到股东大会批准,即代表投票股东75%以上的表决权同意。⁽²⁷⁾

第二,加权幅度和发行规模的限制。关于加权幅度,美国、中国香港、新加坡都规定,双
层股权结构的超级表决权股与限制表决权股的表决权比例不得超过10:1,并且该比例在公
司上市时确定,事后不得变更。而法国的《法国商法典》第L225-123条规定了每股两个表
决权的忠诚股形式。关于发行规模港交所和新加坡证券交易所要求公司不能将股东大会的
表决权全部赋予超级表决权股东,必须为普通股股东保留不少于10%的合格表决权。⁽²⁸⁾

第三,持股主体限制。法国类似于美国双层股权结构的超级表决权是“忠诚股份”。为
了鼓励股东着眼于公司长期价值投资而非短期炒作,法国规定股东缴足股金并持股满两年

(24) 譬如,公司定性:限定为创新性企业范畴;增长元素:公司有可以客观衡量的高速发展历史;有效投
资:公司需至少得到过一名有经验的投资人的大规模融资,并且此等投资人于上市时需至少保留其
50%的投资;预期市值:公司的预期市值至少为400亿港元,或在满足前述情形下,预期市值达到
100亿港元,且在最近一个经审计的会计年度拥有不低于10亿港币的收入;证明超级表决权股东所
作出的贡献。

(25) 这些因素主要包含:商业模式,如是否具有谋求高速发展的远期规划;既往业绩,包括公司经营业
绩、公司治理业绩等;超级表决权股东(或团体)对公司经营成败的重要性;有经验的投资者的参
与;考察享有超级表决权的公司或信托形式的团体内部结构的妥当性,包括评估其是否具有“日
落”机制或者其他保护措施;其他相关特质。根据上述规则的对比,可以得知港交所明确将能够适
用双层股权结构的公司限定为创新型公司,并规定预期市值要求,更能体现双层股权结构在融资
与控制权保持两者之间的平衡功能。相比之下,新交所列举的公司考察因素就更为主观。但像美
国这种成熟的资本市场国家对采用双层股权结构上市的公司类型并未进行限制,尽管实践中新经
济企业的适用更为频繁。

(26) 这包含:以持股数量为依据,对已登记在册普通股股东的表决权设置上限。以持股期限为依据,对已
登记在册普通股股东的表决权设限。通过发行不同表决权的新股,来换取已经登记在册股东的表
决权。如果发行超级表决权股,那么应当对其股利的分配进行限制。

(27) 参见张巍《双重股权架构的域外经验与中国应对》,载《财经法学》2020年第1期。

(28) 另外,港交所还规定,若按全体股东现有持股比例发售的普通股未获得全部认购,或公司回购普
通股导致超级表决权股的比例上升时,上市公司则应将配发或已发行的超级表决权股的数量按
比例减少。

的股东可获得超级表决权股,同时该类超级表决权股的适用范围仅限于法国籍股东,欧盟成员国或者欧洲经济区有关协议方所属股东。⁽²⁹⁾中国香港交易所要求拥有超级表决权的股东是扮演积极管理角色的董事,并且必须因为自身的知识、技能而对公司发展负有重大责任或重大贡献。新加坡证券交易所规定拥有超级表决权的个人股东必须是董事。

第四,表决权行使限制。中国香港规定超级表决权只能在股东大会表决的时候行使,而且某些决议案必须以同股同权方式表决。⁽³⁰⁾法国的忠诚股只在特设的类别股东大会中才可行使双层表决权,而且行使主体应当为授权经营国有资产的运营公司。⁽³¹⁾日本的东京证券交易所的规则中同样也存在对超级表决权行使的限制。如当发生以极少数出资比例能够控制公司的情形时,公司章程应当约定当持有一定数额股份的收购者出现时,取消复数表决权股份结构。⁽³²⁾

第五,流通限制。中国香港交易所规定超级表决权股可以转让,包括经济利益或对超级表决权管控的转让。但只要其中一种权利的转让,就会导致超级表决权股多倍表决效力的终止。⁽³³⁾新加坡证券交易所仅要求超级表决权股东在公司上市之后至少12个月内不得转让或另行处分其全部股份,包括超级表决权股与普通股,并且超级表决权股可以继承。法国的《法国商法典》第L225-124条规定,若忠诚股转换为无记名股或者以所有权转移形式转让股份,原先分派的双重表决权将丧失。但允许因继承、夫妻共同财产清算、生前对配偶或有继承权的亲属的赠与而引起的转让。⁽³⁴⁾

第六,转换或退出机制。美国证券交易所规定当超级表决权股低于一定比例时,或限制表决权股的股息无法兑现时,超级表决权丧失。中国香港交易所规定超级表决权股转换为普通股的,必须按一换一的比率进行。同时采取双层股权结构的上市公司必须预先就转换超级表决权股时所需发行的股份征得交易所的批准。超级表决权股一经转让即终止超级表决效

(29) [意]Marco Lamandini 《多重表决权,小股东利益保护和要约收购》,李珂丽译,载《政法论丛》2017年第4期。

(30) 如公司组织章程等基础性文件的修改、任何类别股票的权利变动、委任或罢免独立董事、委任或罢免审计人员、主动解散上市公司等。同时,新交所还规定了上市公司反向收购和主动退市的“一股一票”表决规则。另外,公司必须保证按同股同权标准计算拥有10%以上表决权的普通股股东可以召集股东大会。

(31) 《法国商法典》中明确区分了“特别股东大会”“普通股股东大会”与“专门股东大会”。同时,在普通股股东大会之决议涉及特定类别股股东利益时,还须经过该类别股的专门股东大会通过后才能生效。

(32) 参见樊纪伟《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》,载《证券市场导报》2017年第4期。

(33) 转让的方式还包括超级表决权股东与一名或多名普通股股东订立任何安排文件,导致超级表决权股转至普通股股东。但若是通过有限合伙、信托、私人公司或其他工具代超级表决权股东持有的超级表决权股,而且这种安排又不属于规避交易所规定的转让的,就不属于前述的转让范畴。另外,超级表决权股可以留置、质押或成立其他产权负担,但也不能导致超级表决权股的所有权或经济利益被转让。

(34) 参见罗结珍译《法国商法典》,北京大学出版社2015年版,第284-285页。

力,另外,超级表决权股东一旦死亡、丧失行为能力或者不再担任董事,以及存在交易所认为不再符合上市规则中关于董事的规定的,其持有的股票也将不再拥有超级表决权。⁽³⁵⁾新加坡证券交易所关于超级表决权终止的事由与港交所差不多,包括超级表决权股的转让、董事身份的丧失、董事的死亡或丧失行为能力等。⁽³⁶⁾

第七,信息披露要求。中国香港交易所规定采用双层股权结构上市的公司必须在规定刊发的所有上市文件、定期财务报告、通函、通知及公告的首页,加入示警字句“双层股权架构警示”,并在发行的股票名称后加注 W,作为对双层股权结构公司的识别标记。⁽³⁷⁾新加坡证券交易所也要求采用双层股权结构的公司在招股说明书等发行文件中详述其股权结构、风险因素、采用双层股权结构的理由及合理性、同股同权的表决事项以及公司章程中其他与双层股权结构相关的重要事项。⁽³⁸⁾

(三) 科创板表决权差异安排规则解读

从对域外双层股权结构规则的梳理和对比研究中可以得知,美国的双层股权结构发展历史较长,制度较成熟和完善。而中国香港和新加坡对双层股权结构制定的规则更为细致,且两者具有高度的相似性。在双层股权结构“同股不同权”的大原则之下,各国(地区)的具体规则存在共性,这些共性之处可以成为我国制度设计参考的有益经验。2019年3月,上海证券交易所发布了《上海证券交易所科创板股票上市规则》,首次规定了特别表决权的主要内涵、相关风险和对公司治理的影响。通过特别表决权的设置,股东行使表决权得以突破“一股一权”的限制。特别表决权的介入加剧了公司治理中所有权与控制权的分离,导致代理成本增加、公众投资者风险加大、监督机制削弱等问题,使得中小投资者合法权益更易受到侵害。因此,《上市规则》也专门规定了特别表决权行使的限制性措施,主要体现在

(35) 包括因下列原因导致董事不再具有符合其身份的品格及诚信:该董事被判或曾被判犯欺诈或不诚实行为的罪行;有管辖权的法院或法庭向该董事发出取消资格令;该董事未遵守上市规则中有关表决权转让和行使等规定。

(36) 然而,与港交所不同的是,新交所允许所有股东以同股同权的表决规则来豁免上述超级表决权的失效事宜,但表决时相关的超级表决权股东、拟受让超级表决权股的股东,以及这两类股东的关联方不得投票。港交所与新交所对双层股权结构规定的“日落”机制是基于股权转让及董事死亡、离职之类等特定事件而触发,缺乏关于超级表决权股的持股时间限制及双层股权结构的存续时间限制,公司关于双层股权结构的安排将被无限延长,不利于防范双层股权结构所带来的可能的消极影响。

(37) 此外,还需要在上市文件及定期财务报告的显眼位置详述采用的股权结构、采用的理由以及对股东而言的相关潜在风险。并在上市文件、中期报告及年报内明确指出超级表决权股东的身份、超级表决权若转为普通股对其股本产的影响以及超级表决权会终止的所有情形。

(38) 参见高菲《新加坡双层股权结构立法改革及其对中国的启示》,载《广西政法管理干部学院报》2019年第2期。

发行主体限制⁽³⁹⁾、加权幅度和发行规模限制⁽⁴⁰⁾、持股主体及持股比例要求⁽⁴¹⁾、权利行使限制⁽⁴²⁾、流通限制⁽⁴³⁾、转换或退出机制⁽⁴⁴⁾、信息披露要求⁽⁴⁵⁾等方面。

由于我国科创板才实行特别表决权不久,相关实践案例也较少,《上市规则》实际运作的效果还有待时间和实践共同检验。因此,本文仅从比较法视野对《上市规则》中表决权差异安排规则可能存在的问题进行分析。具体而言:

第一,发行主体限制方面,根据科创板《上市规则》对特别表决权发行主体的规定,实际上是对发行主体的两层限制。其一,预估市值要求;其二,公司行业或类型要求。首先,预估市值本身具有一定的主观性和不确定性。这是因为估值的重要参考指标之一就是业绩,而创新型公司的业绩受资本影响具有较大波动性,从而可能造成市值限制规则的目的

-
- (39) 预计市值要求: 发行人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。发行人首次公开发行并上市前设置表决权差异安排的, 应当经出席股东大会的股东所持 2/3 以上的表决权通过。发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的, 禁止在首次公开发行并上市后以任何方式设置此类安排。
- (40) 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。应当保证普通表决权比例不低于 10%。上市公司股票上市后, 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。上市公司因股份回购等原因, 可能导致特别表决权比例提高的, 应当同时采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施, 保证特别表决权比例不高于原有水平。
- (41) 持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献, 并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。持有特别表决权股份的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份 10% 以上。
- (42) 持有特别表决权股份的股东应当按照所适用的法律法规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, 否则, 公司或者持有特别表决权股份的股东需予以改正。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。对下列事项行使表决权时, 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: 对公司章程作出修改; 改变特别表决权股份享有的表决权数量(该项决议应经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过, 但因为股份回购和法定转化的情况将相应数量特别表决权股份转换为普通股份的除外。); 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; 公司合并、分立、解散或者变更公司形式。
- (43) 特别表决权股份不得在二级市场进行交易, 但可以按照有关规定进行转让。
- (44) 出现下列情形之一的, 特别表决权股份应当按照 1:1 的比例转换为普通股份: 持有特别表决权股份的股东不再符合要求的持股主体资格和最低持股要求, 或者丧失相应履职能力、离任、死亡; 实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制; 持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份, 或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使; 公司的控制权发生变更(该情形下, 上市公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份)。
- (45) 首次披露: 上市公司具有表决权差异安排的, 应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息, 以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。持续披露: 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。重大变化的披露: 特别表决权安排发生重大变化或调整的, 应当及时披露具体情形、发生时间、转换为普通股份的特别表决权股份数量、剩余特别表决权股份数量等情况。

落空。⁽⁴⁶⁾其次,科创板对于公司行业有明显的偏好和要求。从国外立法实践来看,很少有国家对采用双层股权结构上市公司的行业和类型进行严格限制。尽管纵观目前国外资本市场的双层股权结构实践,多集中于新经济企业,但这并不意味着这一制度安排就完全不适用于传统行业。恰恰相反的是,传统行业对于双层股权制度的实践更早于新经济企业,如道奇兄弟公司、福特汽车、通用汽车等。最后,资产结构与行业差异并不会对不同公司的内部治理结构产生本质上的差异。

第二,在持股主体限制方面,《上市规则》将特别表决权持股主体的资格限定为公司的董事或该等人员实际控制的持股主体。该规定类似于新加坡关于持股主体的规则,即特别表决权股的持有人既可以为自然人,也可以是相关人员实际控制的组织体。一方面,层层控股的金字塔结构与特别表决权效用的叠加,将进一步加大现金流与表决权的分离⁽⁴⁷⁾,也进一步导致特别表决权股东与普通股股东的利益分歧。另一方面,变相鼓励公司隐名股东的安排为公司治理埋下隐患。此外,我国不存在明文规定的股东信义义务制度,而董事的信义义务并不足以防范双层股权结构带来的代理成本风险,控股股东仍可能为了一己私利而作出不利决策,侵害公司及其他股东的合法权益。

第三,在转换机制方面,从人力资本依赖及控制权匹配的角度发出,特别表决权股若转让给普通股股东或其他外部投资者时就应自动转换为普通股,该规定毋庸置疑。但由于《上市规则》将特别表决权股的受让人笼统的概括为“他人”,在规则适用上则带来一个问题,即当特别表决权股的受让股东或受托股东也是特别表决权股东的时候,该受让股东或受托股东是否也属于《上市规则》“他人”的限制范围。此种特别表决权股的转让或委托情形似乎并不会对普通股股东或公众投资者造成额外损害,因此是否应当倾向于尊重当事人意思自治和公司内部自治,而不对相关行为作过多限制,还有待商榷。

第四,在“日落条款”方面,《上市规则》中没有对特别表决权股东的持股期限和公司采用双层股权结构的存续时限做出相应规定,即所谓的“时间日落条款”。美国学者通过实证研究和理论分析发现,双层股权结构对公司发展的促进会随着上市时间的推移而递减的,其潜在成本,如损害中小股东利益、滥用控制权、管理层攫取私人利益等会逐渐攀升。⁽⁴⁸⁾因此,当双层股权结构不再有利于公司的发展时,可以通过“时间日落条款”实现特别表决权的普通化,以尽量避免或降低因时间流失或管理者能力衰退可能产生的风险和成本,避免双层股权结构成为公司股权结构的永久安排。

(46) 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。

(47) 参见朱慈蕴、神作裕之、谢段磊《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。

(48) Lucian A. Bebchuk and Kobi Kastiel. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, Virginia Law Review 2017, 103(4): 585-630.

四、公司治理中双层股权结构本土化治理路径的探寻

前文通过对双层股权结构域外经验的梳理以及对我国科创板上市规则中表决权差异安排部分内容的分析,明确了双层股权结构方方面面的具体内容。本文接下来将要探讨的便是,如何在我国公司治理中实现双层股权结构。这将通过两个方面来主要讨论,第一个方面是我国公司内部治理引入双层股权结构的具体设计;第二个方面是从证券市场的外部监管入手构建双层股权结构的外部治理与救济机制。

(一) 公司内部治理中双层股权结构的本土化设计探讨

在本文第三个部分中,已经对域外以及我国现有双层股权结构的具体规则进行了详细分析。为避免重复论述,本文将不再从细节上探讨我国公司治理中如何设计双层股权结构,而是从大的方向上或者说从原则上,对于我国公司治理中如何引入双层股权结构提出设计建议。此外,所谓万变不离其宗,但也需要具体问题具体分析。因而不同类型的公司需要不同的双层股权结构设计。一般而言,稳定股东的控制权对于防止股东权利滥用,提高企业公司治理质量和效益具有显著的促进作用。由于双层股权结构存在显著的代理成本和风险的劣势,因此,公司应该设计严谨的公司章程,通过优化双层股权结构和建立权力有效制衡的公司治理机制来确保控制权的稳定性配置,进而防止内部人控制等问题的出现。在通过公司内部治理机制调整实现公司治理中引入双层股权结构时,至少需要考虑以下三个方面的内容。

首先,设计合理的双层股权结构。所谓合理,指的是在公司治理中需要通过制度设计对超级表决权进行有效制衡。由于超级表决权赋予了公司创始人或控股股东绝对优势的公司治理话语权,而其他大股东和中小股东在企业决策中的话语权则相对削弱,这显然不利于构建公平合理、有效制衡的股权结构,从而有可能产生控制权争端。有研究在分析双层股权结构和公司价值的关系时,发现公司价值和内部人的经济性权益呈正相关,和内部人的表决权呈负相关,跟两者之间的差距呈负相关。而在内部人享有控制权但是其拥有的经济性权益少于50%的公司里,公司的现金流价值是正向的。因此,上市公司应合理确定超级表决权股和普通股的发行比例,同时根据公司自身的情况,通过对超级表决权股的加权幅度进行限制,在确保超级表决权股东拥有公司较多控制权的基础上,也要保障并进一步赋予普通股股东的话语权。

其次,合理限制超级表决权的行使。由于公司管理层或控股股东的变化与否是确定股东稳定控制权和公司平稳运行的基本条件,从特别表决权的行使主体来说,需要对其最低持股比例进行相应限制,使得超级表决权股东尽可能与公司利益保持一致。同时,该稳定性还体现为一定期限内控制权的稳定性。因此,公司章程中还可以约定超级表决权股的最低年限规则,以保障公司的平稳运营,间接实现对超级表决权滥用的有效规制。另外,在保障超级表决权股东超级表决权行使的同时,还需要在公司章程中对超级表决权的行使方式和行使范围进行限制,明确公司重大交易和其他重大事项的表决实行的“一股一票”,使普通股股

东能够对超级表决权股东的战略布局及决策意见形成有效的制衡,防止超级表决权股东绕开普通股股东将公司作为谋取私人利益的工具,保障公司治理机制的有效运转。除此之外,要以全面和系统的思维构建公司的双层股权结构,考量适宜的退出机制,也可以在公司章程中设置“时间日落条款”,确定双层股权结构的自动失效时间,以缓解公司因为双层股权结构治理优势的消退而带来的上升成本及低下效率。

最后,建立系统完备的公司治理规章制度。从宏观的角度来说,公司内部法律关系原则上由公司自治机制调整。因此,对双层股权结构的优化还需要结合公司章程对股东大会、董事会、管理层和监事会等机构的合理配置、权责分配以及公司内部各种自治机制的设立和完善来实现,如民主决议机制、谈判协商机制、权力制衡机制、对外代表制度、契约自由机制等。进一步规范和约束超级表决权股东的相关决策行为,建立权责对等、权力有效制衡的公司治理机制,实现公司股东的权利、责任、利益在一定程度上达到平衡。

(二) 公司治理中引入双层股权结构后的外部治理

从我国目前的现状来看,根据《上市规则》的规定,股份公司上市后是无法进行表决权差异安排的。换言之,公司治理中双层股权结构的建立只能在公司上市之前形成。然而,现阶段我国公司法并未对双层股权结构这一方式进行明确认可。这也就意味着我国本土未上市的股份有限公司中难以有采用双层股权结构的公司存在。即使存在,也无法从工商登记的内容上显现出来。因而,就我国当前而言,最有可能存在双层股权结构的公司是那些红筹回归而来的公司。因此,目前我们并不需要讨论非上市公司引入双层股权结构后的外部治理与救济机制。这是因为,非上市公司股东数量较少,不具备公众性,对证券市场的影响也较小。针对这些企业,暂且从理论上对于公司治理中如何引入双层股权结构进行探讨即可,对于进一步的实践需要待立法修订后再行讨论。目前最紧要的是,研究清楚采用双层股权结构的上市公司会如何影响证券市场,以及如何应对。就目前我国实际而言,上市公司治理中引入双层股权结构,不仅需要通过公司内部治理结构的调整来实现,也还需要发挥市场外部治理机制的作用。在全面推行注册制的当下,这或许通过事前治理的完善来进行。具体而言便是,重塑注册制改革背景下的发行信息披露规则。⁽⁴⁹⁾

由于证券的优劣不能像普通商品一样看得见摸得着,因此公司的财务是否健康、经营是否良好、有无发展潜力等,投资者是看不到的,只能要求发行人将其相关的文件资料真实、准确、完整的公开出来供投资者查阅。在注册制下,政府机构不再对发行人的状况进行实质审查,而仅仅通过相关信息强制公开的方式,由投资者自行判断。如果发行人存在虚假披露则需要承担民事赔偿责任以及行政、刑事责任。因此,在注册制改革背景下,政府的监管职责所在即是通过保护投资者的知情权来保护投资者。保护的办法是制定合宜的信息披露规则敦促发行人及时、准确、真实、完整的进行信息披露,同时使投资者有渠道便利的获取这些信息。

就我国实际而言,双层股权结构下的超级表决权适用于注册制下的科创板公司,因此对

(49) 参见邢会强《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》,载《河北法学》2019年第5期。

于其信息披露的要求应当更为严苛。⁽⁵⁰⁾但《上市规则》的规定略显笼统,比如让发行人来选择披露“风险”信息,但又未明确相关概念所涉的信息范围。立法上应当在披露内容与方式两个方面进行补充规制。在信息披露内容方面,应围绕特别表决权行使进行详尽披露与说明,如特别表决权行使主体、行使的具体内容、采用特别表决权的原因及必要性、如何保障中小股东利益等。披露内容集中在特别表决权行使本身有助于其他股东明晰自身权利,对特别表决权的行使也是一种反向监督。在信息披露方式方面,可以建立投资者分类制度,对于特别表决权的功能发挥、行使状况、高级管理层履职情况等内容进行详尽披露,其余信息则可适当简化。上市公司信息披露的内容涵盖广泛,针对特别表决权行使建立分级披露制度或许可以解决信息披露超载问题。特别表决权的存在,在某种程度上将公众投资者排除在公司决策之外,现有制度中为协助公众投资者表决而设计的信息披露无法为股东提供充分保护。特别表决权使得部分股东可以通过表决权的行使,滥用公司法人独立地位和股东有限责任。当然,若为限制股东滥用特别表决权而影响到公司控制权,这也有违特别表决权设置的初衷。如此便要求在对信息披露进行完善时,应当在公司独立性保持与公司控制权维持之间寻求平衡。为求此平衡,信息披露重点应当集中于公司关联交易、公司新业务开展、公司战略性与预测性信息披露等。因为关联交易与保持公司独立性息息相关,特别表决权股东可以利用关联交易转移利润与增加成本,从而影响公司的独立性。公司的新业务开展、公司战略性与预测性信息可能涉及公司控制权的变更,因此也应当是信息披露的重点。公司中小股东与债权人通过信息披露得以了解有关公司独立性与控制权的相关信息,既可以自主识别风险未雨绸缪,又不直接干涉公司经营对公司控制权造成影响。

(三) 公司治理中引入双层股权结构的救济机制

所谓公司治理中引入双层股权结构后的救济机制,指的是如何通过制度设计来保障普通股股东的合法权益,最为关键是保障其退出渠道的畅通。由于上市公司的股份可以在公开市场上进行自由转让,对于小股东而言可以及时的退出并不会受到其他更大的损害。但是在采用双层股权结构的公司之中,拥有超级表决权的股东,常常并不是上市公司的第一大股东。也就是说,在双层股权结构的公司治理之中,大股东也或许需要面临小股东那般的窘境——对于公司治理的影响力不够。而大股东想要从上市公司中退出,并不能单单依靠在证券市场上公开转让股票来进行。这可能会引发证券市场的动荡,也损害自身的利益。因

(50) 对于表决权差异安排,需要通过完善信息披露制度保护公司本身以及中小投资者免受特别表决权滥用的侵害。对此,《上市规则》4.5.1条规定,上市公司具有表决权差异安排的,应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息,以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。4.5.11条规定,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。前款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。上市公司应当在股东大会通知中列明持有特别表决权股份的股东、所持特别表决权股份数量及对应的表决权数量、股东大会议案是否涉及第4.5.10条规定事项等情况。

此 在此情况之下或许需要通过制度设计保障大股东的权益以及证券市场的稳定。异议股东股份评估权(the appraisal right of dissenters) ,又称异议权、估价权、异议估价权、评估补偿权、异议股东股份收买请求权、解约补偿权或退出权等 ,其含义是指当公司股东大会做出对股东利益有重大影响之决议时 ,对该决议表明异议之股东 ,享有要求对其所持股份价值进行评估并由公司以公平价格予以购买或补偿的权利。⁽⁵¹⁾ 关于这一问题 ,我国公司法的规定区分了有限责任公司与股份有限公司。⁽⁵²⁾ 其法理是基于公平之考虑 ,法律不能强迫少数异议股东继续留在结构及权利已作出重大改变的公司实体中。而公司法上的此种设计能较好地协调各方利益。一方面 ,公司法仅要求获得全部已发行股份过半数或 2/3 以上的表决通过 ,公司即可实行涉及公司的重大决策 ,如与他公司合并、出售全部或大部财产、变更章程等。另一方面 ,法律赋予反对决议的少数股东以评价补偿权 ,使得不愿接受公司重大变化的反对股东 ,能够在取得合理的金钱补偿后退出公司 ,以有效保护中小股东利益。⁽⁵³⁾

讨论在双层股权架构下股东异议评估权的适用范围 ,首要问题是上市公司中是否存在股东异议评估权。因为双层股权架构目前不管是境外还是境内 ,主要适用主体仍是上市公司。股票市场的存在可以使股东将其所持有的股票在市场上流通变现 ,对公司发展前景或公司管理层的表现不满意的股东可以随时出售股票退出公司。异议股东价值评估权制度是否有其存在的必要。《美国特拉华州普通公司法》1967 年确立了针对异议股东价值评估权适用范围的“股票市场例外原则” ,规定在上市公司与股份分散到一定程度的公司中不适用异议股东股份价值评估权;但在异议股东在并购议案中被要求接受的股票对价不是存续公司的股票或者其他公众公司的股票的情况下 ,市场例外原则不适用 ,异议股东仍享有股票价值评估权。⁽⁵⁴⁾ 而《美国标准商事公司法》在 1987 年的修订中取消了“市场例外”原则。美国所有的州公司法中仍有过半数不承认“市场例外”原则 ,允许司法估价权制度在股份公司中适用。⁽⁵⁵⁾ 这些公司立法体例认为 ,“市场例外”原则过分依赖市场定价机制进行股票价值评估的做法是难以令人信服的。

(51) 参见魏磊杰《论美国公司法中的异议股东股份评估权制度》载《研究生法学》2006 年第 3 期。

(52) 《公司法》第 74 条 ,有下列情形之一的 ,对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权:(一) 公司连续五年不向股东分配利润 ,而公司该五年连续盈利 ,并且符合本法规定的分配利润条件的;(二) 公司合并、分立、转让主要财产的;(三) 公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现 ,股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。自股东会会议决议通过之日起六十日内 ,股东与公司不能达成股权收购协议的 ,股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。第 142 条涉及股份公司中 ,股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议 ,有权要求公司收购其股份。

(53) 就采用双层股权结构的公司而言 ,这不单单是中小股东权益保护的问题 ,甚至还涉及到大股东权益的保护。因此 ,这里可以归纳为普通股股东权益的保护问题。

(54) Lynn A. Stout , Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price , Fair Value , and Corporate Law , Yale Law Journal , 1990 , 99: 1235 - 1296.

(55) Barry M. Wertheimer , The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value. Duke Law Journal , 1998 , 47: 613.

因此,采用双层股权结构的上市公司中异议股东是否享有价值评估权的焦点问题是股票市场定价机制是否是有效的,它是否能够为普通股股东利益提供足够的保护。⁽⁵⁶⁾ 根据目前的我国证券市场实际情况,需要注意的问题或许是:第一,在双层股权结构下普通股股东的表决权受限,因此作为权利的补充和平衡,其要求股份被购买的适用范围应大于未嵌入双层股权结构的情况;第二,股东异议评估权的适用范围的边界在于在相比股东加入公司时,公司的结构及股东的权利义务是否发生重大变化。比如控制权出售、管理团队整体更迭的情况下,普通股的持股股东应当享有要求股份被收购的权利,否则违背了其当初投资时的期望。但是在不同的场景下,要求购买其股份的对象除了公司回购之外,是否还可以请求控股股东、实际控制人作为股份的买受人,有待进一步讨论;第三,基于有限责任公司更强的人合性,股东异议评估权的适用范围应大于股份公司的场景。从我国公司法目前的规定来看,股份公司中的股东异议评估权的适用范围也明显小于有限公司。前述三点问题,主要是围绕异议股东股份评估权的适用范围所进行的讨论。而这也只是针对双层股权结构的救济机制之一,是否还有其他救济机制依旧可以进一步讨论。

结语

资本多数决这一表决权行使方式为公司治理作出了重要贡献,但随着经济活动的不断发展,新事物的层出不穷,市场主体对于公司治理的个性化需求日益强烈。公司治理中引入双层股权结构也是我国市场主体之需要,更是公司法律制度的创新。双层股权结构虽然在域外已经实践多年,但我国法律环境与域外各国的法律环境有所不同,不可奉行“拿来主义”直接运用。域外之经验可以作为参照,而不能套用。双层股权结构的本土化路径需要考虑我国之实际情况,通过结合我国公司治理以及证券市场现状所进行的分析,从公司内部治理与外部治理两个方面进行实现。第一个方面针对所有公司,而第二个方面主要针对目前科创板的上市公司。前一个方面更为原则,需要根据公司的不同情况进行具体探索;而后一个方面更为具体与实际,是解决当前证券市场科创板上市公司治理中所面临的相关问题。目前,我国科创板上市规则虽已经认可采用双层股权结构的公司上市,但由于立法上的态度不明,使得我国公司治理中的双层股权结构实践极为受限。但双层股权结构的本土化趋势已经显现,应当为我国公司治理中双层股权结构的落地奠定理论基础。

(全文共 15 620 字)

⁽⁵⁶⁾ 例如,在股价剧烈波动的情况下,再如大股东利用双方信息不对称的情况损害小股东利益或是通过操纵公司的经营活动对股票市场上的公司股价进行打压等情况下,应当排除“市场例外”原则的适用。