

双层股权结构及其对 一股一权规则的背离

——阿里上市方案中“合伙人制度”引起的思考
卢文道* 王文心**

摘要:近期,阿里巴巴集团在其上市方案中,提出了上市后核心管理者保持对公司控制的特殊股权结构安排。在全球交易所竞争背景下,阿里的特殊股权结构安排,引发了相关交易所对上市规则中表决权政策的检讨。一般认为,“一股一表决权”规则作为公司法上的默认规则,是公司制度进化的产物,具有重要的经济理性。但在很多国家“一股一表决权”并非公司法上强制性规则,实践中对“一股一表决权”规则的背离是普遍的,其中又以双层股权结构最为直接、最为典型。历史地看,美国市场对双层股权结构的接受,主要是证券交易所竞争的产物,其制度合理性至今还存在不同看法。在制度借鉴方面,当前境内市场的主要矛盾还是中小股东话语权太小,缺乏有效手段抗衡大股东,这构成了增加制度供给的主要方面。与此同时,对于经济发展中新兴企业融资和国有资产资本化过程中提出的特殊股权结构的需求,也可适时予以关注。

* 上海证券交易所法律部总监,法学博士。

** 上海证券交易所法律部员工。

关键词: 一股一表决权 双层股权结构

阿里巴巴集团作为全球电子商务和中国新兴产业的标杆企业,其整体上市进程及上市地选择备受关注。近期,在与港交所就上市方案沟通中,阿里方面提出了上市后公司核心管理者保持对公司控制的“合伙人制度”。这一安排与港交所“同股同权”的现有规则存在冲突,引发了各界的争论和表态,从目前情况看香港有可能就作出有限妥协。^[1]而在另一目标上市地——美国市场,则允许上市公司采取双层股权结构,并在近年来创新型企业 IPO 中占据较大比重。在全球交易所竞争背景下,阿里上市方案很快引发了相关交易所对上市规则中表决权政策的检讨,以及对公司法上“一股一表决权”的默认原则的再审视。

同股同权和一股一权,是我国公司法的原则。对于境内已上市及拟上市公司,双层股权结构在实践有无需求,是否是一种可行的治理结构,境内市场环境和配套制度能否对其兴利除弊,值得思考。在此背景下,本文对“一股一表决权”规则及境外市场双层股权结构的制度实践进行了研究,分为五个部分:第一部分,介绍了阿里上市方案中提出的特殊股权结构安排;第二部分,考察了“一股一表决权”规则的含义、价值及其实践背离;第三部分,分析了对一股一表决权规则最直接的背离形式——美国的双层股权结构产生的过程;第四部分,梳理了市场实践中对双层股权结构的主要争议;最后是对境内市场相关制度完善的初步设想。

一、阿里上市方案中提出的特殊股权结构安排

(一) 阿里的控制权安排

阿里巴巴集团(Alibaba Group Holding Ltd.)是一家注册在开曼群岛的离岸公司,其通过协议控制(VIE)阿里巴巴在中国境内的业务实体,包括市场产业群、金融产业群、数据产业群。目前,阿里巴巴集团(开

[1] 参见“港交所或就放宽 IPO 股权结构咨询公众”,载 <http://finance.caixin.com/2013-11-01/100598133.html>,2013年11月1日访问。

曼)正推进整体上市,预计在2015年之前完成。从媒体披露情况看,阿里首选上市地是香港,其次是美国,不排除会考虑上海。根据公告及相关信息汇总,截至目前,软银持有阿里31%股权;雅虎持有阿里25%股权,马云及阿里员工持股24%,其中马云本人持股在7%左右。

在此股权结构下,马云及阿里管理层不愿在IPO过程中后放弃对公司的控制权。据此,其上市方案中要求,阿里巴巴的合伙人(即公司业务的核心管理者)应当在公司上市后拥有较大的战略决策权,减少资本市场短期波动影响,从而确保客户、公司以及所有股东的长期利益。为此,阿里筹划了以下控制权安排。

1. “合伙人制度”。阿里在与港交所沟通中,提出了在公司治理中所谓的“合伙人制度”。合伙人制度并非以合伙这一组织形式上市,而是确立核心管理人员(“合伙人”)在提名董事人选方面享有的特别权利。具体的制度设计,是在公司章程中设置提名董事人选的特殊条款,规定阿里巴巴集团28名合伙人可提名董事会大多数(simple majority)董事,但是否通过委任,仍由股东会投票表决;若股东否决合伙人提名董事人选,合伙人可再另行提名人选。

2. 双层股权结构。双层股权结构即设定不同种类投票权的普通股,将股票分为A、B两个系列,其中对外部投资者发行的A系列普通股有1票投票权,而管理层持有的B系列普通股每股则有N票(通常为10票)投票权。据此,马云及其阿里核心管理人员将拥有明显超过其持股比例的话语权,从而达到控制公司的目的。

(二) 香港的回应

“合伙人制度”是阿里抛给香港的难题。阿里上市预计市值达1200亿美元,筹资规模有望达到120亿美元,是互联网公司的又一标杆交易,对港交所具有重要意义。^[2] 在此背景下,前期香港监管机构

[2] 根据投行估值,阿里巴巴集团预计市值高达1200亿美元。自2010年10月以来,港交所还不曾有40亿美元以上的IPO。安永会计师事务所表示,阿里巴巴的IPO筹资规模有可能在1000亿港元(129亿美元)左右。如此,它将成为2012年5月Facebook上市筹资160亿美元以来世界最大的IPO交易,同时也将成为2010年10月友邦保险200亿美元股票发行以来香港最大的一笔IPO交易。而在过去中国互联网公司上市潮中,美国市场是最大赢家,香港市场唯一成果是腾讯。

不接受阿里最初的上市方案,主要还是“合伙人制度”与上市规则的现有规定存在冲突。对此,港交所《上市规则》第2.03条明确规定,“上市证券的所有持有人均受到公平及平等对待……上市规则致力确保证券持有人(持有控股权者除外)获得若干保证及平等对待,而该等保证及平等对待是他们在法律上未必可能获得的”。而合伙人制度表面上是关于董事提名权的安排,但由于该提名权具有排他性(其他股东只可否决),实际上达到了委任董事的效果。一般认为,阿里“合伙人制度”赋予了28名具有合伙人身份的股东在董事任免方面的特别权利,对上市后公司其他股东不公平,违反了本条规定。

由于上述同股同权规定较为抽象,港交所上市委员会有一定的自由裁量空间,即“如果公司要求的改变有限、适度而且平衡,又能根据香港现行整体上市机制的条文规定或精神合理地处理,豁免或者批准都可以斟酌”。〔3〕正是基于此,阿里开展了前期的游说和公关。但在2007年,港交所曾以违反公平及平等原则,否决一家新股申请人在董事提名权有特权的要求,构成规则适用上的先例。目前,在香港只有港交所(00388.HK)一家上市公司,基于政府控制需要,有提名董事方面的特权——港交所13个董事会成员中,只有6名董事由股东选举产生,而这一提名董事的特权是香港立法会通过法例《交易所及结算所(合并)条例》所确认的。因此,在现有规则下,阿里提出的上市方案不符合香港市场上市条件。〔4〕

理论上,即使阿里的要求超出了《上市规则》许可的有限酌情范围,经过公众咨询后仍可以通过修订规则予以认可。但目前看,就香港上市制度能否转向允许双层股权,还存在反对意见。主要理由是,从全球范围看,以同股同权为基础的资本多数决原则,是全球主要交易所的

〔3〕 参见李小加:“投资者保护杂谈”,载香港交易所网站,http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/130925blog_c.htm,2013年10月15日访问。

〔4〕 目前,在香港上市实行双重存档制度,联交所须将由上市申请人递交的资料副本送交港证监会,港证监会可以否决有关的上市申请。而就阿里提出上市方案,香港行政当局有关人士认为,上市规则相关规定是清晰的,对于各类上市申请人应当一视同仁;在便利发行人和保护投资者的政策权衡上,上市规则应将维护投资者利益放在首位。

制度选择,只有美国纽交所、纳斯达克有双重股权的安排。而美国的双层股权之所以运行良好,是因为其以信息披露为中心的市场机制,机构投资者占据投资者结构主体以及发达的集团诉讼文化,可抗衡同股不同权带来的负面影响。而上述市场环境,目前香港可能尚未具备。

(三) 小结

事实上,无论是双层股权结构,还是董事提名权特别条款,都是关于公司创始人进一步提升控制权的安排。阿里认为,上述控制权安排反映了科技型企业对于治理结构创新的需求,即阿里创始人之一、副董事长蔡崇信所言“如何把我们的管理创新和资本市场的有效治理对接”。〔5〕在褒贬合伙人制度的同时,不可否认的是阿里最主要的竞争对手,都采取了类似的设计。但资本市场是以规则为导向的市场,与市场创新相比,资本市场法律规则往往显得保守、稳妥和滞后。在法律上,阿里的两种制度安排面临三个层面的检验:一是公司登记注册地的公司法;二是发行股份所在国家的公司证券法律;三是上市交易所的上市规则。直至2013年11月初,香港市场在是否开展公众咨询以修改规则上未有定论,但行政当局立场已经逐渐清晰,即股权结构的制度创新不得降低香港市场的监管水平。

二、“一股一表决权”规则及其实践背离

(一) “一股一表决权”作为缺省性规则

一般认为,“一股一表决权”规则(又称等比例规则)是指所有的普通股都拥有投票权,所有的投票权都拥有相同的权重;除非公司组织文件中有明确约定,其他公司参与方都没有投票权。传统理论认为,一股一权规则是股权本身完整性的要求。在大陆法系,对股权有自益权和共益权的划分,自益权与共益权构成一个不可分离的单位,股东不得自

〔5〕 参见蔡崇信:“阿里巴巴为什么推出合伙人制度”,载 http://company.cnstock.com/company/scp_dsy/tcsy_tt/201309/2754416.htm,2013年10月13日访问。

己保有自益权,而将共益权转让于他人,反之亦然。^[6]而表决权作为股东的最重要的共益权,又被称为是固有权的一种,即使是章程的规定也不能剥夺或限制。同样,在英美法系,传统上也认为普通股代表着所有者权益,既包括一系列的经济上权益(分红权、对剩余财产的分配权产等),还包括对公司决策表决的权利,这些权利不得分割、不得转让。^[7]

然而,上述观点更像是对既有法律的注解和适用,而不是关于普遍性规则背后制度理性的解释。历史地看,“一股一表决权”是公司制度进化的产物,最多是一个现代标准,公司投票实践在不同地区、不同时代是不同的。在欧洲早期实践中,从在中世纪的一人一票,发展到各种权重不同的投票结构,一些更有利于中小股东,其他的则提升了大股东的控制。^[8]在美国早期实践中,存在三种不同模式:极少的公司采取了一股一票;一些公司采取了一人一票;更多是在章程中规定单个股东表决权的上限。^[9]直到19世纪以后,“一股一表决权”的规则,逐步从制度多样性中进化成为公司法上的缺省性规则(default rule),甚至在某一历史时期或某一地区会被强制性推行。

对此,经典的解释来自契约理论(nexus of contracts)。首先,公司必须保有投票机制,因为在公司合同不完备时,必须有人拥有剩余权力来决定一些事项。剩余控制权必须归属于股东,因为他们享有公司的剩余财产权,最有动力去实现公司利益最大化。进而,投票权与投票者在公司中的剩余利益必须是相匹配的,剩余利益的权重必须带有相同的表决权重。如果投票者的表决权与其剩余索取权不成比例,利益和

[6] 1893年德国学者 Pregelberger 最早将股权划分成共益权和自益权,进而有观点认为自益权是基于社员资格而享有的权利,社员权因而具有身份性,故不得转让。参见江平、孔祥俊:“论股权”,载《中国法学》1994年第1期。

[7] See Stephen M. Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights*, UCLA School of Law Research Paper No. 07-16.

[8] See Pistor, Katharina, Yoram Keinan, Jan Kleinheisterkamp, and Mark D. West, 2003, “The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison,” *Journal of International Economic Law*, 23(4), pp. 791-871.

[9] See Stephen M. Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights*, UCLA School of Law Research Paper No. 07-16.

风险机制使公司难以将最大化公司价值为目标作出决策。按照这一理论,公司控制权和剩余所有权相分离,公众公司将会产生巨大而不必要的代理成本。^[10]

公司治理的最新研究也表明,^[11] 偏离“一权一表决权”规则,将会显著降低公司治理水平。理论上,少数人的集中控制可能产生代理成本和对小股东的掠夺问题,攫取控制权私人利益,例如,隧道行为^[12] 导致公司控制权市场的无效^[13] 形成垄断^[14] 管理层铺张消费,^[15] 等等。而最新的一些公司治理研究通过检验那些投票权和现金流权利分离的公司,发现偏离一股一表决权的安排,将加剧大股东和小股东之间利益冲突。Bebchuk 教授等人将这类安排统称为少数股东的控制结构 (a controlling – minority structure , CMS), 控股股东以不到多数的现金流权利,完全锁定了对公司控制。相对于通过持股比例获得控制的情况,CMS 进一步加剧了大股东和小股东之间利益冲突,加大了代理成本。实证研究表明,为达到同等程度的控制,CMS 下的代理成本要大一个数量级。同时,持有股权对应的现金流权利越低,代理成本越高

[10] See Easterbrook, F. and D. Fischel , Voting in Corporate Law, Journal of Law and Economics(1991).

[11] 自伯利和米恩斯的研究起,所有权和控制权的分离,就被视为是公众公司管理层和股东之间代理成本的根源。但早期的研究主要关注那些表决权(控制权)与现金流权利一致的情况,最近的一些研究开始关注到交叉持股、金字塔型持股以及双层股权结构等特殊的股权结构。See Fei Xie, Ronald W. Masulis, Cong Wang, Agency Problems at Dual – Class Companies, Journal of Finance (2009) , pp. 1697 – 1727.

[12] 如控股股东通过上市公司担保而取得贷款、股权稀释、关联交易、掠夺公司机会等,这类行为被形象地称之为隧道行为 (Tunneling). See Johnson, S. , La Porta, R. , Lopez – de – Silanes, F. and Shleifer, A. (2000) Tunneling, American Economic Review 90, pp. 22 – 27.

[13] See Grossman, S. and Hart, O. (1988) One share – one vote and the market for corporate control, Journal of Financial Economics 20, pp. 175 – 202.

[14] See Tarun Khanna, Yishay Yafeh, Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?, ECGI – Finance Working Paper No. 92/2005

[15] See David Yermack, (2006) Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns, Journal of Financial Economics 80, pp. 211 – 242.

(不是线性关系)。^[16] 同样,双层股权结构还会加大管理层与股东之间的代理成本,因为双层股权结构具有反收购效果,排除了对公司管理层职位的威胁。^[17]

除了制度理性以外,现代社会的平等、参与观念也是形成和维系“一股一表决权”的重要力量。^[18] 早期,美国发行的普通股和优先股都有表决权。20世纪初期,有些家族企业和银行,为了保住自己对公司的控制权,开始发行无表决权优先股和普通股,这种做法在社会上引起了广泛争议。对此,哈佛大学政治经济学教授威廉·里普利提出了尖锐的批评,认为没有表决权的股份剥夺了公众投资者的权利,是一个巨大的罪恶。^[19] 威廉·里普利推动了投票权平等运动,形成了反对无表决权股份的舆论声势,并得到总统加尔文·柯立芝(Calvin Coolidge)的重视。最终,联邦和各州的监管机关也开始禁止无表决权股份的发行,纽交所开始确立长达60年的一股一表决权的上市标准。

(二) 市场实践对一股一权的背离

实践中,有很多的制度安排,可以使一些股东的投票权权重大于他们对公司主张现金流的权利,从而违反了“一股一投票权”规则。本质上,这些制度安排是将股东投票权与对公司现金流权利分离(separate voting rights from cash flow rights)。在这些制度安排中,既包括发行不同表决权的股份(双层或多层股权结构)、章程特别条款、股东协议等直接方式,也包括交叉持股、金字塔形持股等间接方式。除了双层(或多层)股权结构外,典型的方式有以下几种:

1. 公司章程规定或股东协议约定。即使每一股享有同样的投票

[16] See Bebchuk, L., R. Kraakman and G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross - Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash - Flow Rights*, Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999).

[17] See Fei Xie, Ronald W. Masulis, Cong Wang, *Agency Problems at Dual - Class Companies*, *Journal of Finance* (2009), pp. 1697 - 1727.

[18] 历史上,也曾有对一股一表决权的批评,认为一人一表决权更合理,一股一表决使一些人比别人拥有更多的表决权。但一股一表决权代表的资本民主,最终在观念竞争中胜出。

[19] 威廉·里普利相关讲话和文章,收录进著名的《华尔街主街》一书。See William Z. Ripley, *Main Street and Wall Street*, p. 77 (1927).

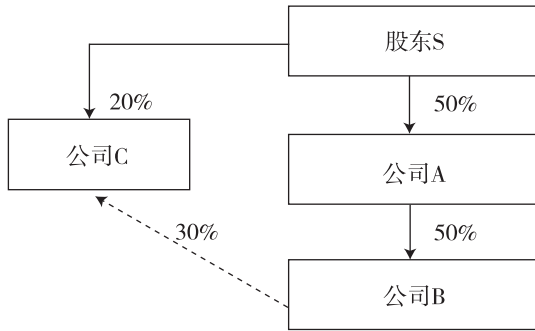
权,公司章程也可能设置一些特殊条款,来背离一股一权规则。例如,赋予一些股东在特定重大事项上的特别表决权、规定单个股东的最大表决权等。此外,股东之间可以达成投票权信托协议、表决权购买的协议,以协议的方式在股东间重新分配表决权。

2. 金融创新对股东权利的拆解。资本市场的发展,使股东可以便捷地拆开股份上的权利,分别交易股票上的现金流权利和投票权利。例如,通过融券市场,投资者可以购买表决权,而不必承担与公司相关的经济风险。当投资者融券时,股权上的现金流权利(分红、配股等)仍然归属于借出股东,而投票权则由借入者行使。^[20] 如果投票权和现金流权利通过市场交易完全可以拆解,那么基于股权的投票权结构就变得没那么重要,任何股东都可以私下里构建自己想到的现金流权利和投票权的组合,甚至严重违反一股一投票权规则。一个特别令人不安的情况是,一个与投资者可能享有一家公司的投票权,而持有相反的经济利益。

3. 公司间的控制。这是一种间接方式,可以通过联系多个公司的持股关系,以少量的股权达到控制目的,例如,交叉持股(Cross - Ownership)和金字塔形持股(Stock Pyramids)。^[21] 这样的安排使控股股东或一个股东群体可将对公司的控制权锁定,而其持有的权益对应的现金流权利并不占多数。下图是一家家族企业的控制结构,股东 S 通过金子塔型持股(实线)控制了公司 B,但仅享有 25% 的现金流权利;通过交叉持股(虚线)控制了 C 公司,但仅享有 27.5% 的现金流权利。

[20] See Mike Burkart, Samuel, The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective, ECGI Working Paper Series in Finance.

[21] See Bebchuk, L., R. Kraakman and G. Triantis, Stock Pyramids, Cross - Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash - Flow Rights, Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999).



实证研究表明,在全球范围内对一股一表决权的背离是普遍的。^[22] 在欧洲最大的 300 家公司中,有 35% 违反了这一规则。2007 年,欧盟委员会委托机构投资者服务组织 (Institutional Shareholder Services),对欧洲范围内上市公司股权结构开展了研究。^[23] 据统计,样本公司中有 44% 违背了一股一权规则,其中最常见的是金字塔型持股(27%)和双层股权结构(24%)。但各国情况不一,例如,比利时(34%)、瑞典(59%)的上市公司更多采用金子塔型控股,英国就很少(3%)。瑞典(59%)、法国(58%)、荷兰(14%)上市公司更多采用多层股权结构,但在比利时和意大利就不存在这样的公司。关于多表决权、无表决权股等相关安排在欧盟主要国家以及美国、日本、澳大利亚的合法性,下表 1 是一个系统检验(注:是表示可行;否表示不可行),反映出在这一国家存在各种形式的对“一股一表决权”规则的背离。

[22] See La Porta, Rafael, Florencio Lopez – de – Silanes, and Andrei Shleifer. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*(1999).

[23] See Institutional Shareholder Services (2007), Proportionality between ownership and control in EU listed companies; External study commissioned by the European Commission. Available at http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf.

表 1: 相关安排在欧盟主要国家以及美国、日本、澳大利亚的合法性^[24]

国家	多表决权股	无表决权股	无表决权优先股	金字塔型	优先表决权股	存管凭证	表决权上限	持股上限	绝对多数条款	金股	交叉持股	股东协议
比利时	否	否	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
丹麦	是	否	否	是	是	是	是	是	是	是	是	是
德国	否	否	是	是	是	否	否	否	是	否	是	是
爱沙尼亚	否	否	是	是	是	是	否	否	是	是	是	是
希腊	否	否	是	是	否	否	否	否	是	否	是	是
西班牙	否	否	是	是	否	否	是	否	是	否	是	是
法国	是	是	是	是	是	否	是	否	不明确	是	是	是
爱尔兰	是	是	是	是	是	不明确	是	是	不明确	否	是	是
意大利	否	是	是	是	不明确	否	否	是	是	是	是	是
卢森堡	否	否	是	是	不明确	是	不明确	不明确	是	不明确	是	是
匈牙利	是	否	是	是	否	否	是	不明确	是	否	是	是
荷兰	是	否	否	是	是	是	是	是	是	是	是	是
波兰	否	否	是	是	否	否	是	不明确	是	是	是	是
芬兰	是	是	是	是	否	否	是	否	是	否	是	是
瑞典	是	否	否	是	是	不明确	是	否	是	否	是	是
英国	是	是	是	是	是	否	是	是	是	否	是	是
美国	是	是	是	是	是	否	否	是	是	否	是	是
日本	是	是	是	是	是	否	不明确	否	是	是	是	是
澳大利亚	否	是	是	是	是	不明确	否	是	是	否	是	是

[24] See Institutional Shareholder Services (2007) Proportionality between ownership and control in EU listed companies; External study commissioned by the European Commission. Available at http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf.

其中,双层股权结构经常出现在巴西、加拿大、智利、丹麦、芬兰、德国、墨西哥、挪威、南非、韩国、瑞典和瑞士。在澳大利亚、法国、英国,比例相对较小。在比利时、中国、日本、荷兰和新加坡,法律不允许采取双层股权。在北美,美国上市公司有双股股权结构的大约有6%,占总市值的8%;^[25]在加拿大,双层股权公司已经被采用了60年,在目前多伦多交易所上市公司中大致占据了20%到22%。^[26]

如前文所述,欧洲国家对表决权政策的规定最为宽松,实践中表决权结构最为复杂。2004年,欧盟委员会曾提议建立股东民主(shareholder democracy),并强制推行“一股一表决权”规则。欧盟内部市场专员查理·迈克格利维表示,欧盟将在内部引进“一股一表决权”规则,以此消除对广大投资者的歧视和限制。这一计划,引起了广泛争议,受到一些国家的强烈抵制,如法国、瑞典和西班牙。最终,这一计划在成员国反对下被迫放弃。反对者主张,没有证据表明违背“一股一表决权”规则与公司绩效之间的存在关联,因此这一规则没有必要在欧盟层面强制推行。欧洲公司治理机构(The European Corporate Governance Institute, ECGI)发布的系列报告认为,从金融、经济和法学的视角看,一股一权仅仅是公司众多决策方式中的一种,不必然是最优的;欧盟的政策制定者并没有提供足够的证据来证明股东民主或推行一股一票规则将实现其政策目标——重建投资者信心、保护投资者和利益相关者以及促进欧洲范围内的商业竞争和效率。学者批评道,这再次反映了欧盟公司立法的特征,强制性的统一盖过了实施干预的经济理性。^[27]

(三) 小结

“一股一表决权”作为各国公司法上的缺省性规则,理论和实践已

[25] See Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, *Review of Financial Studies*, 23, pp. 1051-1088.

[26] See Stephanie Ben-Ishai and Poonam Puri, *Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis*, 29 *Dalhousie L. J.* (2006).

[27] See Arman Khachaturyan, *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=908215>.

经对其在公司治理中的价值给出了充分证明。但“一股一表决权”并非强制性规则,在实践中存在各种形式的背离,其中最直接的方式就是发行具有不同表决权的股份(多层股权结构)。从股东和公司利益最大化出发,“一股一表决权”并非放之四海而皆准的最优解。其对于公司价值的影响,需要结合不完备合同、公司收购、金字塔型控股、衍生工具等具体情形,予以深入分析。^[28] 功能上,对一股一票的偏离,可能造成两种效果:一是提升中小股东的表决权,达到控制权分散的效果;二是加大控股股东的表决权,达到控制权进一步集中的效果。

三、交易所竞争:美国资本市场双层股权结构的产生^[29]

双层股权结构对一股一表权的背离最为直接、最为典型。在美国,“一股一表决权”不是公司法的强制性规则,而是以证券交易所自律规则的形式出现并长期存在。20世纪80年代以后,在交易所规制竞争背景下,纽约交易所最终放弃了“一股一表决权”规则。在此过程中,围绕交易所表决权政策以及19C-4规则所展开的激烈的辩论,充分展现了双层股权结构的利弊。

(一) 一股一表决权规则的确立

在20世纪80年代以前,美国上市公司在的股权结构安排,须服从州法、交易所上市条件两套规则。其中,州法的规则通常非常灵活的,绝大多数都将一股一表决权作为缺省性规则,并允许公司在组织文件中采用适当条款的方式来背离这一规则。^[30] 因此,在19C-4规则实施前,交易所的上市标准中的“一股一表决权”规则,就构成了对双层股权结构的主要约束。

[28] See Arman Khachaturyan, *supra* note 27.

[29] 本部分的写作主要参考了卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第121~126页。

[30] 当时,仅有两个州的公司法背离了这一模式,尽管有1/3的蓝天法限制不同表决权股份的发行。同时,法院一般也支持双层股权结构。See Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4*, Wash. U. L. Q. (1991).

这一规则出现于 20 世纪 20 年代,当时美国的上市企业多为家族型,一方面,其渴望筹集更多股本;另一方面,那些企业创始人竭力保证自己对企业的控制。在该需求的推动下,一些企业,主要是银行类企业开始发行“双重表决权”的股票,规定企业的原所有者所持每股股票的表决权,大于公众股东的每股表决权。在投票权平等运动的推动下,有的州政府撤回了对无表决权股发行的批准,投资银行协会工业证券委员会也表示不支持发行无表决权股,在这种环境下,纽约证券交易所在 1926 年开始拒绝无表决权股上市交易,1940 年开始拒绝发行无表决权股的公司股票在纽约证券交易所挂牌,在该年度发表的《关于优先股投票权的上市要求的报告》中,纽约证券交易所明确表达了这一态度。这一原则被纽约证券交易所坚持了 60 年。

此后的 60 多年时间里,在美国几个最有影响力的交易所中,纽约证券交易所坚持对股东表决权规定最为严格的标准,禁止任何侵犯股东表决权的行爲。而全美证券交易商协会(NASD)没有设置任何关于表决权的上市条件,无论是在柜台市场还是在 NASDAQ 系统。美国证券交易所(AMEX)虽有限制,但同时规定在个案中,可以豁免,最为典型的是 1976 年,其允许一家“Wang Laboratories Inc.”上市交易,该公司发行了部分公众股票,规定每股只有 1/10 的表决权,纽交所此前因此拒绝了该公司的上市申请。

(二)交易所竞争下一股一权规则被放弃

纽交所一股一表决权规则一直使用到 20 世纪 80 年代。其间,纽交所一直坚持该原则,未做任何妥协。但 20 世纪 80 年代收购兼并浪潮中,大量无表决权或者限制性表决权股票的兴起,动摇了纽交所的强硬立场。其时,美国上市企业收购开始勃兴,双重表决权股票发行再次抬头。上市企业兼并收购中,管理层惧怕恶意收购,竭力将表决权控制在自己和公司原股东手中,发行双重表决权股票,使公司管理层和原股东无须投入大量资金,就可以在兼并收购中继续保有对公司的控制权。这一旨在有效防御公司收购的手段,将所有权与表决权分开,被认为严重了普通股股东的利益。

在发行双重表决权股票被作为公司防御收购的手段而普遍运用时,就是否接纳这样的企业上市,是否要求上市期间发行双重表决权

的企业退市等方面,纽交所面临了难以抗拒的竞争压力。1984年,当在纽交所上市的声名显赫的通用汽车公司(GM)为收购一家电子公司,发行了表决权受到限制的股票后,其更是左右为难。当时,GM拒绝遵守纽交所的一股一表决权规则,并威胁要改赴其竞争对手美国证券交易所或 Nasdaq 市场上市。考虑到 GM 作为一家大型上市企业的重要性,纽交所作出了妥协,没有按照规则将其摘牌。其如此行事,表面原因是 GM 具有的市场分量,深层次原因是,受到其他交易所颇具威胁的竞争抗衡,因为纽交所不想将自己的上市企业,拱手让给竞争对手。

1984年6月,纽交所宣布,暂停对发行双重表决权股票的公司实施摘牌,同时,设立了“股东参与和质量上市标准附属委员会”,重新评估长期坚持的一股一表决权政策。该附属委员会认为,如果纽交所继续坚守该政策,将导致原本在其市场上市的公司,外流至与其竞争的交易所,故而其解释不得不放宽规则的原因,是来自于其他交易所的竞争。

1986年,纽交所正式修改了其长期以来坚守的一股一表决权规则,并将其原因归结为:(1)与美国证券交易所、Nasdaq 市场之间不断加剧的上市资源的竞争;(2)上市企业客观需要采用全然不同的表决权计划,作为收购的防御手段,交易所应当满足这一要求;(3)在筹集资金和公司治理结构等公司事务处理上,公司应当具有更大的灵活性;(4)法规的变化(如公司披露规则的改善),已经使由一股一权承载的股东利益保护功能,变得不那么重要。在这四项原由中,屈服于上市企业施加的压力,以及由此带来的交易所之间的竞争压力,是规则修改主要原因,这一点是确定无疑的。在1985年美国国会举办的一股一表决权听证会上,纽交所宣称,国内的竞争环境使其无法独自维持一股一表决权

政策。^[31]

(三) 对底线竞争的批评

学者指出,19C-4 规则的无效,会造成各交易所底线竞争(race to bottom),而投资者保护被忽视。因为管理层决定上市地,自律管理将会采取哪些有利于管理层的规则,而不是有利于投资者保护的投票权规则。

在美国学术界,关于竞争影响自律管理的理论争论中,纽交所一股一表决权规则的存废,向来被作为最为经典个案,^[32]反复引用。纽交所放弃一股一表决权规则的做法,充分显示了交易所制定规则和严格执行规则之间的紧张关系,引发了外界对交易所自律管理自愿性的批评,也

[31] 美国 SEC 后来介入“一股一表决权”事件,并劝说交易所采用统一的表决权规则,但没有成功。如是,1988 年 SEC 直接颁布规则 19c-4 规则,禁止上市企业改变普通股股东的表决权,要求交易所对减少现有股东每股股票的表决权的上市企业,应当禁止上市。该规则同时留下一个缺口,规定如果改变表决权,出于善意的商业目的,则是允许的。该规则的意图是:在确保管理层承担责任、限制恶意收购的情形、保持公众股东的权利、限制自律管理组织之间的恶性竞争、保护美国证券市场的完整性等相互矛盾的目标之间保持平衡。但是,在 1990 年的商业圆桌会议(Business Roundtable)诉 SEC 一案中,哥伦比亚地区上诉法院废除了 19c-4 规则,理由是该规则直接控制了持不同种股票的股东之间的权利的实际分配,因而超出了《证券交易法》第 19 节规定的 SEC 的职权范围,因为其无权命令(各交易所)在统一的上市标准中,采用统一的公司治理标准,那么政府对公司治理和股东表决权的管辖权将受到破坏。经过与 SEC 的多番谈判,NYSE 和 Nasdaq 采用了一个统一的规则,该规则从本质上是过去 SEC19-4 规则的改良版。See Roberta S. Karmel, *The Future of Corporate Governance Listing Requirements*, 54 SMU L. Rev. 325 (2001), pp. 346-347.

[32] 另外一个被广泛提及的个案为,纽交所限制上市企业申请终止上市规则的废弃。纽交所 Rule500 曾经规定,上市企业主动申请终止上市,需要 2/3 以上表决权股东同意,而且,反对退市申请的股东所代表的表决权不得超过 10%。依此要求,纽交所上市企业申请终止上市,并非易事。纽交所的主要竞争对手,Nasdaq 和美国证券交易所没有规定类似的规则。其对纽交所 Rule500 规则,提出了抗议,认为其限制了竞争。美国 SEC 最后在 2000 年度的市场报告中,也批评 Rule500 规则的不合理性。在各方压力下,2001 年,纽交所修改了该规则,规定终止申请经上市公司董事会同意即可,从而降低了申请终止上市的程序要求。See Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 Cardozo L Rev. 675 (2002).

引起了人们对交易所保护投资者可靠性的质疑。^[33] 当纽交所放弃一股一表决权规则时,“其所宣称的维护投资者利益,就同时让位于满足公司管理人员的自我利益”。^[34] “奔向低端论”持有者始终将之作为典型案例,主要原由在此。

四、褒贬不一:美国资本双层股权结构的市场实践

美国公司很早就存在双层股权结构,但在 1978 年以前鲜有采用。在 20 世纪 80 年代,敌意并购兴起后重新恢复。在这一时期,诸如毒丸计划、交叉董事会、金色降落伞等反收购手段都被创造出来,但在反收购效果上都远不及双层股权结构。^[35] 发行分类股份作为一种防御收购手段被越来越多的公司所采用,家族或内部人控制的公司也希望发行不同表决权的股份避免控制权被稀释。仅在 1986 至 1987 年间,就有 34 家公司采取了双层融资。而在 1988 ~ 1992 年间,在 1019 家 IPO 公司中,有 5% 采取了双层股权结构。

以 2012 年上市的 Facebook 为例,典型的双层股权结构有以下要点:(1)发行 A 类普通股和 B 类普通股,A 类、B 类普通股仅在投票权和可转换方面有所不同,其他权利则是完全相同的。(2)每一股 A 类普通股享有每股一票投票权;每一股 B 类普通股享有每股 10 票。(3)B 类普通股可随时兑换成一股 A 类普通股。双层股权结构是由公司章程设定,实践中种类多样,但归纳起来一般具有以下特征:(1)分为超级表决权股(B 类股)和劣等表决权股(A 类股),IPO 中超级表决权股以一股 10 票最为常见,大概占四成比重;^[36](2)单向可转换,即 B 类股可转换为 A

[33] See Edward Rock, Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, 23 Cardozo L Rev. 675,699 (2002).

[34] See Robert A. Prentice, Regulatory Competition in Securities Law: A Dream (That Should Be) Deferred,66 Ohio St. L. J. 1155,1190(2005).

[35] See John C. Coates IV, Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers, California Law Review (2001).

[36] See Scott B. Smart, Chad J. Zutter, Control As a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual - and Single - Class IPOs, Journal of Financial Economics (2003).

类股,A类股不得转换为B类股;(3)超级表决权由公司内部人持有,在转换为普通股份前一般不得向公众转让;^[37](4)在双层股权结构形成方式上,除了首次公开发行以外,还有换股要约、再融资等方式。

早期,双层股权结构主要应用在一些家族企业或者传媒企业,例如,纽约时报、新闻集团。传媒行业采取双层股权结构一直有一个正当理由,即新闻行业应当掌握在适当的人手中,以保持独立、正直,免遭财阀控制。但是,谷歌创造了新的传统。2004年Google在IPO上市过程中率先采用双重股权结构,在拟上市高科技公司中形成示范效应。目前,美国上市的一些最具影响力的社交媒体和互联网公司,如Google, Baidu, GroupOn, Zynga, LinkedIn, Facebook都采取了双层股权结构,唯一的例外是2013年10月披露招股书的Twitter。对于新兴企业而言,经过多轮融资,创始人的持股比例难免稀释。通过双层股权结构,公司业务的创始人或核心管理者,在公司上市后可以继续拥有较大的决策权,减少资本市场短期波动影响,从而有利于客户、公司以及所有股东的长期利益。

如前文所述,美国在20世纪80年代曾有过关于上市公司股本结构标准的激烈辩论。尽管目前纽交所、纳斯达克都已经明确上市公司可以采取双层股权结构,但在实践中仍存在大量的争论。这里简单梳理一些较新的观点。

(一) 支持的观点

一是有助于公司和股东长期利益的最大化。这一观点认为,在美国战后初期,大多数股东为个人投资者,习惯于长期持有股票且很少对公司施压。当时高管不用担心季度盈利,并可自主决策投资于长期研发和业务发展。但在今天的市场,投资者积极地对公司施压以追求短期收益。股东积极主义可以提高公司的资金使用效率,驱逐表现不佳的CEO们。但与此同时,现在共同基金投资组合的平均年换手率是100%,而对对冲基金则达到了300%,这些股东对投资回报的考虑是月(或周),而不是年。机构投资的短期化以及投资行为的短视化(short investment horizon),可能损害公司的长期利益和长期持股股东的利益,例如,要求

[37] See Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, *supra* note 27.

公司削减长期投资、增加分红、向股东发行优先股。一个著名的实证研究表明,就公司和股东的长期利益而言,股东积极主义往往有负面作用。^[38] 因此,如果有合适的人通过双层股权结构锁定对公司的控制,将有助于公司免遭大型机构投资者的短期行为的干扰。至于控股股东滥用控制权的隐患,成熟的中小股东权益保护机制,特别是发达的集团诉讼制度和企业文化,足以有效予以制约。

比较苹果和谷歌,这一理由不难理解。谷歌因为有双层股权结构的存在,拉里·佩奇和谢尔盖·布林可以自由去开发 google glass 和无人驾驶汽车这些在短期没有收益,但可能影响未来的产品。而没有双层股权结构的苹果公司则是麻烦不断,仅以今年为例,先是大卫·埃因霍温要求苹果向股东发行优先股,^[39]接着激进投资人卡尔·伊坎(Carl Icahn)致信苹果公司 CEO 蒂姆·库克,再次敦促执行规模 1500 亿美元的股票回购计划,并暗示希望得到董事会席位。^[40]

二是新兴企业的“天才理论”。这一观点认为,有些时候,在公司治理中少数人的集中控制,比多数人的决策质量更高。简言之,如果创始人、核心管理人是天才,让其享有超级表决权,将有利于股东利益的最大化。关于创始人对企业发展的独特性作用,最深刻的阐述来自熊彼特的企业家理论,企业家的任务是“创造性的破坏”,是生产要素新组合的实现者;如果没有企业家,经济只能处于“循环流转”的均衡状态。^[41] 正因为此,在当前市场舆论下,采取双层股权结构除了传统的反收购、保持控制权外,还有一个更好听的理由,即双层股权结构契合了新兴企业对公司治理结构创新的需求。特别是在 2008 年金融危机以后,美国经济迫

[38] See Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, and Wei Jiang, *The Long - Term Effects of Hedge Fund Activism*, Columbia Business School Research Paper No. 13 - 66.

[39] 埃因霍温管理的对冲基金绿光资本(Greenlight Capital)和其附属公司持有价值约 6.1 亿美元的苹果股票。埃因霍温敦促苹果应当发行股息率为 4% 的优先股。相关报道可参见“苹果现金储备引股东不满 增速放缓就应还富于民”,载 <http://tech.qq.com/a/20130208/000069.htm>, 2013 年 10 月 24 日访问。

[40] See Investor Carl Icahn pushes Apple to spend cash hoard on massive \$ 150 billion stock buyback, 载 <http://www.theverge.com/2013/10/24/5024016/investor-carl-icahn-pushes-apple-on-150-billion-buyback>, 2013 年 10 月 24 日访问。

[41] 参见约瑟夫·熊彼特:《经济发展理论》,何畏、易家译,商务印书馆 2011 年版。

切需要寻找增长引擎,新兴企业被寄予厚望,便利其在资本市场融资已经成为一种“政治正确”。

以沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司为例,伯克希尔·哈撒韦公司是典型的双层股权结构,1股伯克希尔哈撒韦B股只享有A股的1/200投票权。事实证明,伯克希尔·哈撒韦股份在上市后股价从8美元上涨到17万美元。很难想象,一个普通的投资者通过投票来代替沃伦·巴菲特进行公司投资的决策。众所周知,伯克希尔·哈撒韦公司仅仅在1967年向股东支付了上市后首次也是唯一的一次红利——每股10美分。

在香港双层股权结构的辩论中,港交所行政总裁李小加特别认同这一观点,“创新型公司与传统公司最大的不同在于,它取得成功的关键不是靠资本、资产或政策,而是靠创始人独特的梦想和远见。毫无疑问,对于这类公司而言,创始人应该比任何人更在意公司的长远健康发展,也恰恰因此,众多投资者钟情于这样的公司。创新型公司还有一个重要的共同特点,就是它们的创始人创业时都没什么钱,必须向天使投资人、创投、私募基金等融资来实现自己的梦想,这就使他们在公司中的股权不断被稀释;一旦公司上市,他们的股权将进一步下降、作为公司发展方向掌舵人的地位将面临威胁。在公司的长期利益和短期利益发生冲突时,他们甚至可能会被轻易地逐出董事会。”^[42]

三是市场定价的有效性。这一观点认为,按照有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis),对于同一公司发行的现金流权利相同的股份,如果表决权不同,在证券市场的资产定价上就会有相应的折溢价。这一观点背后,还包含对美国证券市场运营质量的信心:第一,以信息披露为中心的市场机制。这一机制建立在“有效市场”的理论基础之上,认为只要一切与证券及其发行者有关的重大信息得到充分、及时和准确的披露,市场自身就可以吸纳和处理这些信息,并反映在证券价格上。因此,监管者不必越俎代庖,代替市场去设定发行人股权结构,而只要求和督促公司进行充分披露。第二,投资者有能力进行定价,认为在美国市场投资者结构中,机构投资者占据主体。对于各种类别股、混合工具以及

[42] 参见李小加:“股权结构八问八答”,载港交所网站,http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/blog_c.htm,2013年10月24日访问。

衍生工具,机构投资者都有能力进行证券定价,比较而言双层股权结构定价并非特别复杂。

四是股东可以“用脚投票”。这一观点的认为,投资于双层股权结构,纯粹是基于自愿的市场化的行为,不喜欢双层股权结构的投资者可以用脚投票。在此意义上,投资者对于双层股权结构可能加大的代理成本,已经有充分的考虑。一项研究表明,在 IPO 中采取双层股权结构的公司,与普通公司相比通常质量更好,上市前有更高的营业收入,承销商也更为优秀。^[43] 对于投资者而言,在过去十年的市场背景下其并没有太多的选择,有太多的资本有追逐有限的投资机会,投资者愿意接受曾经难以忍受的条款。从发行人角度看,诸如 Facebook 这样的公司并不真正需要的钱,根据 S-1 文件 Facebook IPO 募得资金未确定具体用途。由于开源软件和云计算的推出,技术公司启动和扩大业务的成本已大幅下降,Facebook 的营业利润足以资助其业务增长。

(二) 反对的观点

一是双层股权是一个糟糕的公司治理。机构投资者普遍认为,实证研究不足以证明双层股权结构有利于股东长期利益,但双层股权结构的流行已经导致了控股股东不负责任行为以及股东利益受损。在现代公司所有权和控制权分离以后,股东的投票权就被视为是对抗管理层的重要工具,双层股权结构使机构投资者失去了这一工具。公司治理倡导组织以及机构投资者,批评采取双层股权结构 IPO 的公司数量不断增加,认为允许双层股权结构在全球主要交易所并不是一个广泛接受的做法。对此,纽交所和纳斯达克应当向伦敦交易所和香港交易所看齐。^[44]

2011 年至 2012 年之间,美国机构投资者协会(CII)连续向纽交所、

[43] See Laura Casares Field, Control Consideration of Newly Public Firms: The Implementation of Antitakeover Provisions and Dual Class Shares Before the IPO, working papers series, Electronic copy available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=150488.

[44] 著名的曼联足球俱乐部上市中,因其双层股权遭到港交所和伦交所的拒绝,后转投纽交所。See, e. g., Steven M. Davidoff, In Manchester United's I. P. O., a Preference for American Rules, N. Y. Times, July 10, 2012, 载 <http://dealbook.nytimes.com/2012/07/10/in-manchester-united-s-i-p-o-a-preference-for-u-s-rules>, 2013 年 10 月 20 日访问。

纳斯达克发出三封公开信,要求两个交易所禁止新的上市公司采取双层股权结构,并要求默多克家族控制的新闻集团立即废除双层股权结构。^[45] 在给纽交所的公开信中,CII 强调“一股一表决权”是其组织创立的首要政策,坚持认为多重股权结构的公司不利于投资者和市场的长期利益,要求纽交所禁止带有两层或更多层不同表决权普通股的公司寻求首次上市。

二是“天才老了怎么办”。对于那些基于天才理论认可双层股权结构的人,需要考虑当天才不再能作出正确决策时,这样的公司治理结构怎么办? 他们的继承人可能没有那么值得信任。现在美国互联网公司的创始人还年轻,双层股权结构还没有经历这一考验。但早期的传媒行业已经开始暴露问题,例如,默多克家族通过双层股权结构控制下的新闻集团。默多克也曾经受到华尔街的欢迎,但在去年暴露出窃听门丑闻后,股东对其不再信任,要求公司更换 CEO 并废除双层股权结构。

三是市场系统性“错误定价”(mispricing)。理论上,同一公司发行现金流相同的股份,如果表决权不同,在证券市场的资产定价上应当体现出折溢价。但市场实践中并非如此,Zutter 和 Smart 的研究发现,在两家公司盈利和销售收入相同的情况下,双层股权结构公司的普通股 IPO 价格,仅略低于发行单层股份公司的普通股。^[46] 而在上市后的交易中,双种不同表决权的股票也存在系统性错误定价。同一家公司发行的有相同现金流权利、但有不同表决权的股份(with equal cash flow rights but different voting rights),在二级市场交易中差价很小。通过买入便宜的

[45] See CII follow-up letter to NYSE meeting on dual-class stock (Dec. 10, 2012); CII letter to NYSE urging end to new listings of dual-class stock companies (Oct. 2, 2012); CII letter to Nasdaq urging end to new listings of dual-class stock companies (Oct. 2, 2012); CII letter to News Corp. lead director asking end to dual-stock structure (Dec. 15, 2011)。参见 CII 官方网站,载 http://www.cii.org/dualclass_stock, 2013 年 10 月 20 日访问。

[46] See Scott B. Smart, Chad J. Zutter, Control As a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual- and Single-Class IPOs, *Journal of Financial Economics* 69 (2003) 85 - 110.

种类、卖出稍贵的种类,可以形成一个稳定的套利交易策略。^[47] 实践中,伯克希尔·哈撒韦公司发行的 A、B 股就是很好的套利标的。^[48]

四是投资者很多时候无法用脚投票。具有双层股权结构的公司发行的股份,很多都是指数的成分股。投资者买入指数基金,就无可选择地买入了劣等表决权的股份。对于共同基金、大的企业年金管理机构以及资产管理公司这些倚重被动投资策略的投资者,用脚投票的能力受到了很大的限制。仅以 CII 会员为例,指数化投资在美国股票组合中平均有 47%,在美国债券中平均有 16%。所以,机构投资者还向指数编制者施压,希望罗素指数能剔除有双层股权结构的公司。^[49]

(三) 小结

理论上,双层股权结构加大了大股东和小股东之间的潜在利益冲突,给大股东攫取控制权私人利益创造了条件和机会。从市场实践角度看,集中争议的问题主要包括:(1) 攫取控制权私人利益行为发生频率有多高,对股东利益的影响有多大,在配套制度上能否有效遏制;(2) 不同表决权的股份是否有折溢价,能否被市场有效定价;(3) 双层股权结构对股东长短期利益的影响。这些最终都是实证问题,目前还未有定论。双层股权结构在上市公司中大规模出现,只有三十年的时间,其有效性还有待时间的检验,而且加强监管可能也就是一个极端事件的推动。

五、完善境内上市公司“一股一表决权”规则的初步思考

“同股同权”和“一股一权”,是我国公司法的原则,在各个版本的《公司法》中都有规定。相较 1993 年《公司法》,2005 年修订后的《公司

[47] See Paul Schultz and Sophie Shive, Mispricing of Dual - Class Shares: Profit Opportunities, Arbitrage, and Trading, *Journal of Financial Economics*(2010).

[48] See Adam Y. C. Lei, Arbitrage in Dual Classes: The Case of Berkshire Hathaway, Working paper, Midwestern State University.

[49] See Francis H. Byrd, Dual Class Share Structures: The Next Campaign, Electronic copy available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/>.

法》的同股同权已经有所放松。^[50] 对于有限责任公司,已经允许公司章程约定不同的分红权、表决权。对于股份有限公司,《公司法》第104条仍明确要求“每股享有一表决权”。与此同时,《公司法》第132条还授权国务院可以规定公司法规定股份种类以外的股份。据此,如果国务院能制定相关规定,可以为发行不同表决权(无表决权或超级表决权)的股份提供直接依据。未来优先股试点的推出,即是遵循了这一法律路径,以国务院发布相关政策文件的方式创设了新的股份类型。而优先股的推出丰富了股东平等原则的内涵,即不同股不同权。

从更广阔的经济改革的视角看,中国公司制度缘起与对西方的学习。有观点认为,中国的现代公司文化本来就没有多少基础,实行计划经济和经历多次政治运动之后,更是荡然无存。随着1992年股份制扩大试点,股东一股一权开始真正普及,扩大了企业自主权,积聚了社会资金,有利于政企分开,建立了共同决策、风险共担、收益共享的市场经济文化。但在实践中,股权结构分割的情况还长期存在,如将股份分成国家股、法人股、个人股和外资股,以及分为流通股与非流通股。但这些股份种类划分,并非基于股东对权利义务的约定,而是转轨经济下的时代烙印。在此意义上,“一股一权”制度和观念和实践的确立,是公司法律制度进步的宝贵成果。

表决权连接着所有权和控制权,是释放市场主体活力的重要方面。在资本市场改革发展背景下,为了进一步提升资本市场对实体经济的服务能力,更好地保护投资者权益,可以在两个方向上完善境内上市公司一股一权规则。

一是进一步提高中小投资者话语权。我国上市公司普遍股权集中

[50] 关于类别股的规定,1992年国家体改委《股份有限公司规范意见》更值得称道。其第41条规定,“公司的股份持有人为公司股东。股东按其持有股份的类别和份额享有权利、承担义务。普通股股东有出席或委托代理人出席股东会并行使表决权的权利,每一股都拥有同等表决权。优先股股东无表决权”。

度高,^[51]资本多数决与我国特定市场环境结合,在实践中产生了“一股独大”现象。大股东对上市公司经营决策具有重大影响或实际控制,中小股东却无法也无心参与,缺乏积极的投资者形成有效制衡。而制度上缺乏针对性的安排,又给了实际控制人长袖善舞的空间,导致大股东攫取控制权私人利益。因此,当前境内市场的主要矛盾还是,中小股东话语权太小,在制度上缺乏有效手段抗衡大股东。

为弥补资本多数决的不足,现行《公司法》一些条文力图予以矫正。^[52]实践中,证券监管机关也在沿着这一方向努力。例如,在2002年证监会发布了《关于上市公司增发新股有关条件的通知》第5条规定,增发新股的股份数量超过公司股份总数20%的,其增发提案还须获得出席股东大会的流通股(社会公众股)股东所持表决权的半数以上通过。^[53]再如,在股权分置改革中发布了《关于加强社会公众股东权益保护的若干规定》,引入了社会公众股股东对重大事项的单独表决机制。

当前,对于“提升中小股东话语权”这一主要矛盾,监管机关有着深刻的把握,也提出了有力的措施,即“健全上市公司股东投票和表决机制。股东投票方式、表决结果效力直接影响中小投资者行使参与权的积极性。要研究专门针对中小投资者行使参与权、具有中国特色的分类表决机制。在股东大会审议再融资、利润分配等可能影响中小投资者利益的重大事项时,要重视中小投资者的话语权。探索建立完善征集投票制度,为中小投资者行使投票权提供便利”。^[54]可以说,这一旗帜鲜明的政策立场,也明确了增加制度供给的主要方向。

二是关注双层股权结构的实践需求。如前文分析,表决权政策不存

[51] 截至2013年4月30日,沪市共有954家上市公司披露了2012年年报。根据年报披露,实际控制人为国务院国资委、地方国资委、中央部委以及地方各级政府(部门)的上市公司总数为597家,占沪市上市公司总数的62.58%。与2011年相比,自然人控股的公司从276家增加到294家;地方各级政府(部门)控制的公司减少了19家;外资法人和境外自然人实际控制的企业基本没有变化,占比较低。

[52] 例如,第20条规定公司股东不得滥用股东权利损害其他股东的利益;第106条规定了累积投票制;第16条规定关联股东回避表决担保事项等。

[53] 对中国类别股的梳理,详见葛伟军“论类别股和类别权:基于平衡股东利益的角度”,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第574~595页。

[54] 参见中国证监会肖钢主席在《人民日报》发表的署名文章“保护中小投资者就是保护资本市场”。

在放之四海而皆准的最优解。主要矛盾之外,还有次要矛盾,实践提出的一些新的需求也应当予以关注、深入研究。

其一,是新兴企业对公司治理创新的需求。对于境内市场和监管机关而言,双层股权结构并不陌生,红筹架构企业境外上市中往往采取这一股权安排。从目前情况看,境内发行上市制度体系,对这一安排缺乏足够的包容性,科技创新与资本市场的对接还不理想。如何适应新兴行业对公司治理创新的需求,是境内相关制度完善的重要课题。同时,为克服双层股权结构的弊端,在制度建设中还应有专门的上市、交易、信息披露规则予以配套。对此,可以采取增量改革的方式,考虑在目前主板—中小板、创业板之外开设新的证券交易板块,建立第三套制度体系。

其二,是国企改革和垄断行业向民营资本开放的改革需要。国有企业改革是我国新一轮改革的重要方面,其中又以“重新界定职能、国有资产资本化”为重点。^[55] 实践中,国有企业所处行业不同、职能定位不同,所采取的资本结构也有不同。有些领域的国有企业可能更关注国有资产的增值保值,有些领域可能更关注保持控制。这就对资本结构的多层次性提出了需求。这方面有一些国外经验可供借鉴,例如,在 20 世纪 80 年代英国的公用事业改革,政府在部分行业退出过程中,为继续保持控制发行了金股(Golden Share)。^[56]

[55] 国务院发展研究中心课题组:“新一轮改革的战略和路径”,载 http://news.ifeng.com/mainland/detail_2013_10/26/30686951_1.shtml,2013 年 10 月 30 日访问。

[56] 在 20 世纪 80 年代英国的公用事业改革中,考虑到国有企业股份制改造后,政府可能再无权对企业的经营管理进行任何形式的干预和控制,而有的国企关系到国计民生、国家安全,如果完全失控,就有可能出现不利影响。为了确保国家、政府的利益,英国政府在转让国有股份的同时,发行由政府或财政部持有的“黄金股”,即特权优先股,并制定了相应的“黄金股”章程。在这种情况下,即使将国有企业股份的百分之百公开转让而使其转变成民营企业,政府仍可通过持有“黄金股”,依据章程中规定的权利对股份制企业行使管理控制。