

科创板差异化表决权结构下的 利益冲突与应对进路

鲁斯齐*

摘要:随着新经济和高新技术的发展,差异化表决权结构成为众多创始人化解融资需求和控制权稀释困境的最佳选择。2019年1月和2019年3月,中国证监会、上海证券交易所出台文件表明允许科技创新企业发行具有特别表决权类别股份,这一举动表明我国突破传统“一股一权”原则,引进差异化表决权架构。诚然,美国对差异化表决权结构的研究已经较成熟,但发达资本市场的监管模式或许无法适用于新兴资本市场。一味地借鉴美国经验并不能开出真正适合中国的药方。所以,本文选取了中国香港特别行政区、新加坡两个同类新兴亚洲资本市场作为研究对象,通过对差异化表决权结构下内外各方利益主体间的冲突进行分析,结合差异化表决权的实践,试图提出完善科创板差异化表决权结构的思路。

关键词:差异化表决权结构 控制权 投资者保护 同股不同责

一、问题缘起

差异化表决权结构于1898年在美国问世后,^①引起了大量关注与调查。近些年来,随着科技星球的升起以及新加坡证券交易所、香港证券交易所、上海证券交易所等亚洲新兴资本市场对差异化表决权结构的接受,关于差异化表决权结构的争论在中国以及东亚地区变得炙手可热。Google(2004年)、LinkedIn(2011年)、Facebook

* 华东政法大学2017级法律硕士研究生。

^① See Berle A. A. (1926), “Non-voting stock and bankers control (1926 - 1926)”, *Harvard Law Review* 39(6), pp. 673 - 693.

(2012年),阿里巴巴(2014年于美国首次上市、2019年于香港二次上市)及Snap(2017年),这些经济体量巨大的“独角兽”公司纷纷采用差异化表决权结构上市。数据表明,仅2016年至2017年,科技公司对差异化表决权结构安排的采用度就由23.8%上升至43.3%,同时期非科技公司对差异化表决权结构安排的采用度仅由9.4%上升至22.1%。^①2019年3月出于扩大上海区域对外开放程度的考虑,正式宣布上海证券交易所设立科创板并试点注册制。此后,上海证券交易所于2019年3月1日出台了《上海证券交易所科创板股票上市规则》等配套文件,文件表明允许科技创新企业发行具有特别表决权类别股份,政策推动而不是市场推动的差异化表决权结构被批准。科创板的确向前跨了一大步,同时实现了核准制向注册制、“同股同权”向“同股不同权”的双向转型。但在面对不成熟的资本市场、不成熟的投资者以及不成熟的外部法律环境,差异化表决权结构的突然颁布引起了学者、实务界、交易所以及证监会对该结构的期待和担忧。

关于差异化表决权结构的辩论已经持续了将近一个世纪,不断有新的理论以及实证数据来证明差异化表决权存在的正当性,但这些也都无法消除人们对它的怀疑。一方面,差异化表决权可以增加投资者的选择,满足融资需求和控制权维持需求,还可以拓展市场;另一方面,又会带来代理成本、“壕沟效应”以及缺少可问责性。因此,必须要平衡该结构带来的好处与坏处,以免破坏中小投资者的利益或者破坏资本的最佳配置。为争夺上市资源,越来越多的亚洲资本市场选择接受该结构,这都显示了交易所所承受的国际竞争压力。

当下我国对差异化表决权结构的研究主要基于两个方面:第一,主要围绕“同股不同权”与“一股一权”的理论之辩,把差异化表决权结构作为类别股的一种进行研究,然后主要基于股东异质性转向以及现实需求,建议引入差异化表决权结构。^②第二,直接将差异化表决权结构作为研究对象,通过对国外相关法制的借鉴,为引入与

^① See Ritter J., “Initial Public Offerings: Updated Statistics”, available at https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018Statistics_Dec.pdf, last visited: Feb. 25, 2020.

^② 例如,可参见以下论文的研究。冯果:《股东异质化视角下的差异化表决权结构》,载《政法论坛》2016年第34卷第4期;汪青松:《论股份公司股东权利的分隔——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》,载《清华法学》2014年第2期;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;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33卷第3期。

完善我国差异化表决权结构提出建议。^①诚然,美国对差异化表决权结构的研究已经较成熟,赞成派与反对派于20世纪80年代就展开了充分的辩论,对差异化表决权结构的跟踪长期实证研究也一直持续至今。但同样一种监管模式无法适用于不同的资本市场。我国与美国资本市场在投资者成熟度、股权分散(集中)程度、^②司法救济有效性及及时性、中小股东保护措施等方面都存在极大不同。更何况,实证研究的结果与样本选择有极大关联,基于美国市场的实证研究结果或许并不具备普适性。在新兴资本市场,差异化表决权的表现究竟如何,应当如何监管还缺乏绝对有说服力的结论。这主要是因为没有区分不同资本市场类型对差异化表决权结构带来的影响,也没有足够的实证证据支持差异化表决权结构在新兴资本市场里的表现。一味地借鉴美国经验并不能开出真正适合中国的药方,所以本文选取了中国香港特别行政区、新加坡两个新兴亚洲资本市场作为研究对象,希望通过对同类市场监管方法的借鉴,为完善我国差异化表决权结构制度提供一个新的视角。当然,虽然美国资本市场环境与我国相差明显,我们仍然不能忽视这头“大象”,尤其是其关于差异化表决权的理论争辩可为我们带来诸多启示。

二、差异化表决权下的利益冲突

(一) 差异化表决权结构监管的外部利益冲突

公司上市融资需要交易所提供公平有序的市场交易秩序,交易所需要吸引公司上市增加对投资者的吸引力,从而提高自身竞争力。上市公司和交易所之间本来是相辅相成的关系,两者像天平的两端,处于动态平衡之中。公司想要公开募资必须符合交易所的上市条件,以防止资质不好的公司在市场上损害投资者利益,败坏交易所名声;交易所想要繁荣发展,必须吸引资质良好的公司前来上市,其不仅要提供保护

^① 例如,可参见以下论文的研究。陈若英:《论差异化表决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年第3期;张舫:《一股一票原则与不同投票权股的发行》,载《重庆大学学报》(社会科学版)2013年第1期;张舫:《美国“一股一权”制度的兴衰及其启示》,载《现代法学》2012年第2期;蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第13卷),法律出版社2014年版,第27~44页;黄臻:《差异化表决权结构有效运作的条件——基于美国与香港的实证研究》,载《中国金融》2015年第6期;蒋小敏:《美国差异化表决权结构:发展与争论》,载《证券市场导报》2015年第9期。

^② 伯利(Berle)和米恩斯(Means)通过对美国大型股份公司的研究得出结论,现代公司所有权与控制权正在发生分离,公司控制权已经由所有者转移到很少持有公司股份的管理者手中。然而欧洲公司治理网络(European Corporate Governance Network)的研究显示,在欧洲大陆和亚洲,企业的集中所有和控制更是普遍存在,分散股权结构下对差异化表决权结构的治理问题与集中所有股权结构下的差异化表决权结构的治理问题可能存在较大分歧。

投资者的法律法规,还要设立对上市公司友好的上市规则。但是当优质公司的数量有限,交易所多项可选或优质交易所数量有限,当奔赴上市的公司多如牛毛时,上市公司与交易所之间的冲突便由此产生。当交易所声誉良好,在该交易所上市可以带来公司声誉的提升和大量资金的募集,众公司就需要完全按照交易所的规则行事;当公司具有庞大的资本力量和能吸引众多投资者的目光,交易所们便纷纷抛出“橄榄枝”,甚至不惜为其改变上市规则,以提升自身竞争力。这就带来了交易所之间的监管竞争和交易所自身对“公益”还是“私益”的抉择。

1. 交易所之间的监管竞争

美国差异化表决权结构发展史就是一部美国交易所之间的监管竞争史。自1898年国际白银公司(International Silver Company)发行了2000万股无投票权股票以来,差异化表决权结构正式进入交易所的视野,此后关于差异化表决权结构存废的问题引发了激烈的讨论,最终纽交所、美交所、纳斯达克达成统一,允许差异化表决权结构公司上市。第一个阶段是19世纪末至20世纪初。自1898年首发无表决权股票以来,差异化表决权结构公司日益增多,在20世纪20年代达到顶峰。据统计,1926年前有183家差异化表决权公司上市发行。1925年道奇兄弟公司(Dodge Brothers, Inc.)的投资人投资银行狄龙瑞德公司(Dillon, Read & Co.)以极少的对价取得了公司的控股地位。在社会各方的施压下,纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)于1926年以“禁止无表决权股票上市交易”的方式对道奇兄弟公司的行为进行回应,仅有特许的几家公司能够采取差异化表决权结构发行,如福特汽车公司。第二个阶段是1926年至1985年,这个阶段属于交易所之间监管竞争的阶段。在纽交所禁止无表决权股票上市交易的时期,美交所和纳斯达克并未对该类股票作出明显的否定规定。众多公司转向美交所和纳斯达克寻求上市机会。迫于与其他交易所的竞争压力,纽交所作出了让步。第三个阶段是1985年至21世纪10年代,这个阶段实现了差异化表决权结构的复兴。1985年纽交所放弃了坚持了近60年的同股同权规则,允许差异化表决权结构公司的存在。1988年美国证监会还公布了19c-4规则,试图统一各个交易所关于差异化表决权公司的上市规则,虽然该规则被质疑由于超出了立法权限而被撤销,但是仍对各个交易所股票上市标准的制定产生深远影响。第四个阶段是21世纪10年代至今,^①科技星球的崛起带来了新一波热潮,全球交易

^① See Dual-class Shares, “The Good, The Bad, and The Ugly”, available at <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/dual-class-shares-apac-survey-report>, last visited: Feb. 25, 2020.

所之间的监管竞争开始,争夺上市资源,纷纷改变上市规则,拥抱差异化表决权结构。

同样,我国香港对差异化表决权的态度也经历了从宽松到严格再到宽松的发展阶段。1987年之前,港交所并未对差异化表决权结构进行全面禁止。1973年 Swire Pacific 公司就曾发行过低表决权股票。1987年之后香港证监会开始限制低表决权股票的发行。当时,包括和记黄埔、长江实业和怡和集团都计划发行低表决权股票,但都被禁止。^① 随着新经济和新技术公司的繁荣,越来越多的创新企业寻求差异化表决权结构上市。港交所对同股同权的坚持让其痛失英国足球俱乐部曼联和阿里巴巴两大资源。随后在2014年8月,港交所发布关于差异化表决权的概念文件进行咨询。文件中详细描述了中国香港特别行政区、美国等交易所的上市情况,将上市公司数目和市值进行对比,企图说服公众接受差异化表决权公司上市以增加港交所的竞争力。2018年4月30日港交所宣布允许差异化表决权公司上市。之后,我国科创板也于2019年1月发布文件允许差异化表决权的设置。

由此可见,交易所之间的竞争是影响上市规则的重要因素。在这一场监管竞争中,竞争的是具有巨大资本吸引力的优质公司。尤其在新经济和科技创新科技蓬勃发展的今天,人们普遍看好创新产业,规模大、声誉响的优质企业对交易所具有很大的吸引力。在竞争程度不足以对交易所的经济利益或地位造成影响时,交易所倾向于坚守规则;而当竞争程度日渐激烈,交易所的经济利益或地位遭到威胁时,交易所便倾向于放松规则,提高自身的竞争力。这一场交易所之间的“逐底竞争”(race to bottom)就此展开。普遍允许差异化表决权结构是市场需要还是监管竞争的产物?这个问题还没有确切的答案。

2. 交易所“公益”与“私益”的艰难抉择

交易所“公益”与“私益”冲突之根本在于交易所商业和公益的双重属性。交易所的商业属性要求其通过与证券交易直接相关的经手费、上市公司的上市管理费、会员席位费、证券交易通信费等费用收取冲抵开支,并尽可能地增加收入;交易所的公益属性要求其维护公平的市场交易秩序、良好的投资环境以及满足实体经济发展的需求。^② 是否允许差异化表决权结构安排意味着,交易所要进行商业利益和公共利益

^① 参见《为何港交所不能批准阿里的“双股权”制度?》,载腾讯网:<https://tech.qq.com/a/20140324/014880.htm>,最后访问日期:2020年2月25日。

^② 参见谭婧:《差异化表决权结构下的利益冲突与平衡》,华东政法大学2015年博士学位论文,第77页。

的衡量。在新经济和创新科技高速发展的背景下,公司创始人对差异化表决权结构需求多,且许多采用差异化表决权的公司都拥有极高的市值和良好的声誉,这类独角兽公司单个公司的交易量、市值、影响力等远远超过多家普通公司之总和,交易所如果能吸引这类公司的上市,就能够名利双收、稳赚不赔。而且对一个国家来说,利用友好的上市规则吸引创新科技企业的上市,不仅能让投资者分享到科技创新的红利,还能促进一国科技创新能力的提升,创造更多的就业机会、促进周边产业和消费、增加财政税收等。但是在不同地区的不同经济背景和法治环境下,对差异化表决权结构是否接纳的考虑是不同的。

交易所需要考虑该地区投资者的成熟度、法治保障机制的完善度以及该证券市场的有效程度等。如果交易所只顾商业利益而不顾公共利益,后续投资者会在进场交易时担忧自己的权利将会受到无法预计的损害而压低对整个证券交易所股票的估价,从而把对自己因表决权折损而可能造成的现金流量请求权不自由度降到最低,进而引起交易所价格的畸形降低。一味向上市主体倾斜只会带来上市主体质量的不断下降,从而导致自身声誉受损,最后引发投资者的不信任以至于抽资离场。如果交易所持保守态度,不以开放的心态拥抱新经济和新科技,随着这代发展的需要修改相关规则,不仅会丧失众多上市资源,也不利于法治的进步。目前,全球差异化表决权安排的热潮随着创新科技的浪潮又一次席卷而来,交易所自身竞争力的提升、提高对优质独角兽企业的吸引力成为许多交易所放松上市规则的原因。其实,交易所的“私益”与“公益”并不存在不可调和的冲突,只要在追逐“私益”的时候不突破“公益”的底线,在允许差异化表决权安排的同时,强化信息披露、促进有效救济、切实保护中小投资者的利益,就能实现“私益”和“公益”的双赢。

(二) 差异化表决权结构内部的利益冲突

1. 超级投票权股东与普通股东之间的利益冲突

超级投票权股东与普通股东之间的差异,实际上即为实业经营—价值驱动(创造)型股东和财务投资—价值评估型股东之间的差异。^①一般来说,价值驱动型股东以能取得控制权的内部股东为主,一般为公司的发起人或者创始人,他们较积极地参与公司的经营管理决策,对公司价值创造贡献很大;价值评估型股东以外部投资者为主,这类股东在流动变现时用脚投票,与积极参与治理即用手投票之间存在机会主义

^① 参见冯增炜:《我国上市公司股东间利益冲突与协调问题研究》,西南财经大学2007年博士学位论文,第41页。

选择。^①

其中,投资者的短视行为与创始人公司治理的长期策略之间的冲突最突出。而长短期策略的不同就会带来是向股东分配利润还是投入公司经营与是出卖股份给公司收购方还是维持公司控制权等具体事项上的分歧。股东至上理论的前提是股东作为最终利益的所有者,股东会更积极地行使自己的监督权,会最大化地考虑公司的发展,这是基于股东“同质化”的考虑。而当下股东的诉求差异性逐渐显现,股东从“同质化”转向“异质化”。随着机构投资者的增多,证券市场的发展,越来越多的股东并非出于获得上市公司分红而买进股票,而是出于看好股票在二级市场的价格走势,并希望通过二级市场的股票买卖进行套利。这类股东只关心公司股票能给自己带来何种短期经济利益,并不关心公司管理层的组成、业务的种类与范围以及长期经营策略等,这类股东会希望公司作出能让他们在短期盈利的决策来换取二级市场上的好价格。这类股东也更愿意投资差异化表决权结构公司,用投票权换取现金流权益上的增益。而超级投票权股东普遍是公司的创始团队成员,当初选择差异化表决权结构的原因就是为了解决融资带来的控制权稀释问题。超级投票权股东需要对公司保证绝对的控制以实现自己的远期愿景,他们往往将公司经营状况的好坏、未来的发展、在市场上的地位等与个人价值的实现联系起来。甚至创始人之所以选择该资本结构,并非完全从经济利益方面考虑,而是由于经济利益之外的个人满足感。^② 由此可见,超级投票权股东对公司的忠诚度会让其把公司的长期经营策略放在首位。

此时,普通股东的短期逐利需求与超级投票权股东长期经营需求之间的冲突就产生了。而该冲突的进一步激化,源于差异化表决权的安排让普通股东的诉求完全没有实现的可能。同股同权公司会通过资本多数决实现冲突双方的利益平衡。但在差异化表决权公司,超级投票权股东一般占董事会的大部分席位,公司经营策略的通过与否完全处于超级投票权股东的控制之下。即使公司章程规定该重大事项需要经过股东会同意,超级投票权股东的绝对控股地位也剥夺了普通股东的话语权。此时一个悖论就产生了,允许差异化表决权结构上市的原因,主要基于充分尊重公司的自治权和给投资者提供选择的空间。普通股东之所以选择投资差异化表决权公司,就是希望用投票权来换取短期经济利益,而超级投票权股东控制下的差异化表决权公

^① 参见冯增炜:《我国上市公司股东间利益冲突与协调问题研究》,西南财经大学2007年博士学位论文,第41页。

^② See Gilson, Ronald J., “Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes”, 73 *Va. L. Rev.*, p. 807 (1987).

司却以长期经营策略为为优选项,忽视普通股东短期经济利益的诉求,且普通股东毫无申诉之道。若超级投票权股东出于对公司的忠诚采取远期策略而带来股价下跌,普通股东出于市场逐利性不会等待不可预期的远期愿景的实现,与其毫无依据地相信创始人不可控的商业嗅觉,还不如争取在这之前抛售股票以求得好价格。那么,公司决策相关的任何风吹草动都会让普通股东草木皆兵,这就会缩短短期投资的周期,加剧短期投资的频率,从而进一步加剧长期策略与短期经济利益之间的冲突。

2. 超级投票权股东与公司之间的冲突

超级投票权股东与公司之间的冲突,是由于控制权与现金流权益不成比例导致对公司利益的侵占行为。控制股东对公司利益的侵占并不是一个新问题,但在差异化表决权结构安排下,侵占行为的损害成倍数放大。在确保有效掌握控制权的情况下,差异化表决权结构控制股东在公司中所占的股份越少,其侵占限制投票权股东的利益的动因越强烈。^①原因如下:

第一,超级投票权股东股利分配与付出不成比例。超级投票权股东股份占比较小,因此股利分配较少。而超级投票权股东为维护控制权需要付出大量的时间、精力、金钱,以保证公司的良好运转。比如,超级投票权股东需要维持并提高自身的治理才能而进行额外的学习,需要为维持有效快速的信息渠道而付出隐形成本,需要为创立并维护公司理念而投入更多心血等。超级投票权股东在公司治理中的投入远远高于普通股东,而公司经营成果依照股份分配且由全体股东共享。在超级投票权股东股利分配与付出不成比例的情况下,超级投票权股东就倾向于利用自身的控制地位侵占公司利益来弥补额外付出的成本。

第二,超级投票权股东进行公司利益侵占的成本低。其一,由于超级投票权与普通投票权之间投票倍数的差异,让超级投票权股东以极低的成本就可以获取控制权以实现对公司利益侵占。在科创板差异化表决权倍数最多为10倍的情况下,超级投票权股东仅仅拥有10%的股份就可以实现对公司100%的控制。其二,公司侵占行为而必须付出的股利损失成本低。与同股同权公司相比,控制股东对公司利益侵占的损失会按照持股比例分摊至每个股东,控制股东持股比例高,所受损失也更大。而在差异化表决权公司,超级投票权股东持股比例很低,公司利益损失主要由普通股东承担,因此,公司侵占行为而必须付出的股利损失成本也大大减少。

^① See Gilson, Ronald J., "Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes", 73 *Va. L. Rev.*, p. 807 (1987).

三、域内外经验分析

我国内地、我国香港特别行政区、新加坡在引入差异化表决权结构时,都采取了额外的保障措施以防止公司自治的滥用和对中小投资者的侵害。每一项规则的制定都是基于对投资者成熟度、交易所对“私益”或“公益”选择的倾向度、监管的有效性和及时性的考量。笔者试图结合上市规则进行对比分析,为完善科创板差异化表决权安排提供一些思路。

(一) 内部治理

1. 规则设立(见表1)

表1 我国内地、我国香港特别行政区、新加坡公司内部治理规则

项目	我国内地	我国香港特别行政区	新加坡
企业性质	科技创新企业	创新产业公司	不限于创新企业
市值	预计市值不低于100亿元;或者预计市值不低于50亿元且最近1年营业收入不低于5亿元	1. 预期市值应不低于400亿港元;或者预期市值低于100亿港元的,最近一个会计年度收益不低于10亿港元(生物科技公司为15亿港元); 2. 资深投资者投资;具有金融机构等资深投资者实质性的投资,且该投资额的50%上市后限售6个月	1. 对市值无另外规定(满足主板上市要求即可); 2. 资深投资者投资:市值在5亿~10亿新加坡元以上的成熟投资者持股占比不低于13.5%;市值在10亿新加坡元以上的,持股占比不低于10.8%
时点要求	仅限在IPO前设立	仅限在IPO前设立	仅限在IPO前设立
最高倍数要求	10倍	10倍	10倍
日落条款	1. 股东死亡、离任、失去董事资格、丧失履职能力或者不满足最低持股要求; 2. 股东失去对相关持股主体的实际控制; 3. 向他人转让特别表决权股份或委托他人行使; 4. 公司控制权发生变更	1. 受益人身故、不再为董事、被联交所视为失去行为能力、不再符合《上市规则》有关董事的规定; 2. 向他人转让特别表决权股份或委托他人行使	1. 股东死亡、离任、失去董事资格、丧失履职能力; 2. 向他人转让特别表决权股份或委托他人行使; 3. 可通过同股同权方式表决豁免上述超级表决权失效事宜; 4. 除以上列出的强制转换事件之外,可自愿采用其他转换事件

我国内地、我国香港特别行政区、新加坡在规则设立方面大同小异,都只允许在首次公开募股(Initial Public Offering, IPO)前设立差异化表决权结构,都规定差异化表决权最高倍数不得超过10倍,都设置了“日落条款”,仅在以下方面有些许差别。

(1)企业性质是否限于科技创新企业?中国内地和中国香港特别行政区对企业的性质进行了限制,需为创新企业,新加坡并无此规定。笔者认为,企业性质不一定要以行业属性作为限制,而是要突出未来业务增长的可持续性和超级投票权股东在公司的重要性。

第一,从差异化表决权结构发展历史来看,差异化表决权结构与企业性质并没有必然联系。差异化表决权安排,是创始人为了化解融资需求与控制权稀释的两难困境而作出的制度安排,以便维持自己对公司的绝对控制。有学者对1970年至2005年加拿大多伦多交易所采用差异化表决权的公司进行统计,加拿大最大的几个差异化表决权公司都是在20世纪40~80年代形成的,20世纪90年代形成的差异化表决权公司是电子传播行业类的上市公司。^①1988年至2007年,美国差异化表决权结构公司横跨67个行业之多。^②著名的纽约时报、新闻集团、华盛顿邮报、新加坡报业集团都采用了差异化表决权结构。我国内地科创板的设立是在政策推进的背景下,选择创新科技企业作为差异化表决权结构的适用主体更多地是出于鼓励创新、吸引资本的政策考量,而非创新科技企业本质属性使然。况且根据1980~2018年美国科技类与非科技类上市公司采用差异化表决权结构的统计(见表2),纵使在互联网经济浪潮中采用差异化表决权结构的科技企业数量有所增加,但所占比例仍然有限,大部分科技企业仍然采用“一股一权”的结构,而且科技企业和非科技企业在是否采用差异化表决权上并未拉开明显差距,这说明差异化表决权只是公司自治范围内的一个选择,科技企业与差异化表决权安排之间并无必要性。

^① Terence Zinger, *Supra note 1*, p. 54. 转引自马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界》,载《中外法学》2014年第3期。

^② See “The data come from the Center for Research for Securities Price”, available at <http://www.crsp.com/documentation>, last visited: Feb. 25, 2020.

表2 1980~2018年美国科技类与非科技类上市公司采用差异化表决权结构的统计^①

年份	科创上市公司			非科创上市公司		
	双层股权上市公司(家)	所有科创上市公司(家)	百分比	双层股权上市公司(家)	所有科创上市公司(家)	百分比
1980	0	22	0	1	49	2.0
1981	2	73	2.7	4	120	3.3
1982	0	42	0	0	35	0
1983	3	174	1.7	4	278	1.4
1984	2	50	4.0	5	121	4.1
1985	1	37	2.7	6	149	4.0
1986	3	77	3.9	21	316	6.6
1987	1	58	1.7	23	227	10.1
1988	3	28	10.7	6	77	7.8
1989	1	35	2.9	6	81	7.4
1990	0	31	0	7	79	8.9
1991	7	70	10.0	16	216	7.4
1992	2	113	1.8	16	299	5.4
1993	3	126	2.4	30	384	7.8
1994	8	116	6.9	25	286	8.7
1995	8	204	3.9	22	257	8.6
1996	16	274	5.8	46	405	11.4
1997	10	173	5.8	41	302	13.6
1998	8	114	7.0	21	170	12.4
1999	22	370	5.9	19	107	18.7
2000	19	260	7.3	7	120	5.8
2001	2	23	8.7	5	56	8.9
2002	2	20	10.0	12	46	26.1
2003	3	18	16.7	5	45	11.1
2004	3	61	4.9	10	113	8.8
2005	9	45	20.0	13	115	11.3

^① See Ritter, J., "Initial Public Offerings: Updated Statistics", available at https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018Statistics_Dec.pdf, last visited: Feb. 25, 2020.

续表

年份	科创上市公司			非科创上市公司		
	双层股权上市公司(家)	所有科创上市公司(家)	百分比	双层股权上市公司(家)	所有科创上市公司(家)	百分比
2006	1	48	2.1	10	109	9.2
2007	4	75	5.3	14	84	16.7
2008	0	6	0	3	15	20.0
2009	2	14	14.3	3	27	11.1
2010	2	33	6.1	7	59	11.9
2011	5	36	13.9	9	45	20.0
2012	5	39	12.8	11	54	20.4
2013	5	43	11.6	23	114	20.2
2014	3	53	5.7	18	153	11.8
2015	14	38	36.8	8	80	10.0
2016	5	21	23.8	4	54	7.4
2017	13	30	43.3	17	77	22.1
2018	13	38	34.2	12	96	12.5
合计	210	3088	6.8	510	5420	9.4

第二,应侧重于未来业务增长的可持续性和超级投票权股东在公司的重要性。从现有规定来看,内地科创板对企业性质的要求以行业技术特征为主要视角,而我国香港特别行政区对上市主体除要求为创新产业公司外,还要其证明有高增长的业务记录及高增长轨迹预期的可持续性,以及证明每名超级投票权股东的技能或知识或战略方针对推动公司业务增长有重大贡献。投资者宁愿牺牲投票权也要选择差异化表决权公司,是因为看好其未来的发展前景以及信任创始人的商业嗅觉和治理才能。在高新技术发展的今天,投资者不是在弄懂充满晦涩难懂的行业知识后进而判断,而是大多出于对创始人个人才能的信任而进行选择,尤其信任创造了互联网神话的独角兽企业们,如阿里巴巴、facebook。行业特性并不是决定是否采用差异化表决权结构的决定因素,未来业务增长的可持续性和超级投票权股东在公司的重要性才是核心。

(2) 市值要求是否过于严格? 笔者认为,市值要求过于严格。我国内地和香港特别行政区对科技创新企业的市值都进行了具体规定,往往达到如此高市值的创新企业已经资金充足、组织完善、运营成熟,而达不到上市条件的创新企业往往仍需要寻求天使基金等的支持。真正需要依靠差异化表决权结构在初始阶段保障创始人愿景

不被机构投资者干涉的小型创新企业,无法得到制度支持,这未免与科创板设立的初衷相违背。

另外,我国香港特别行政区和新加坡都规定了需要资深投资者投资达到一定比例,我国内地并无此规定。笔者认为,这一规定无借鉴之必要。这一设置的本意,是利用资深投资者的专业眼光降低中小投资者投资风险。但这样的要求有可能沦为前IPO投资人(VC、PE机构)寻租的工具,既会导致PE、VC行业竞争天平的倾斜,不利于新人进入,更有扭曲一级市场融资成本的危险。^①投资者是否资深的标准应由市场决定,而不应该由公权力决定。

(3)时间型“日落条款”是否有必要加入?我国内地、我国香港特别行政区、新加坡都未规定时间型“日落条款”。笔者认为,有必要规定时间型日落条款。原因如下:

第一,创始人的特殊企业家才能,如独特的商业眼光或者领导才能,可能不具有持续性。随着创始人年纪的增大,创始人很有可能不再具备初创企业时的才能和远见,无法带领企业作出最有利于企业发展的决策,那么在股东死亡、离任、失去董事资格、丧失履职能力或不满足最低持股要求以及股东失去对相关持股主体的实际控制,向他人转让特别表决权股份或委托他人行使之前,创始人的地位根本无可撼动,公司掌权人没有被替代的可能。而关于“丧失履职能力”的标准,上市规则中并没有进行明确的解释。而且这一标准本来就十分模糊难以界定,更不能用企业盈利数额这种定量指标加以衡量。

第二,即使承认科技创新企业是采用差异化表决权结构的理由,科技创新行业会随着时间的推移成为常规传统行业,因而失去采用差异化表决权结构的正当性。根据行业周期理论,任何一个行业都有起步期、成长期、成熟期以及衰退期,所以任何一个科技创新企业都会走向衰退。比如,在纽交所宣布禁止差异化表决权结构公司上市之后,仍然特许福特汽车公司以差异化表决权安排上市,然而在21世纪的今天,汽车已经由当时的科技创新行业变成传统行业。

第三,实证研究表明,差异化表决权结构公司的估值优势会随着时间的推移而逐渐消失。有学者把1980年至2015年在纽交所、美交所、纳斯达克上市的行业、市值、规模等都相似的504家差异化表决权结构公司与504家同股同权公司进行对比发现:总体而言,差异化表决权公司的估值在首次公开募股时比同股同权公司要高,但

^① 参见比较公司治理公众微信号:《中国版“同股不同权”出炉:不算太迟的几点建议》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/292503613_667897,最后访问日期:2020年2月25日。

随着时间的推移,在6~9年之后估值明显萎缩,而强制的时间型“日落条款”会尽量避免随着时间增长而导致的超级投票权占比逐渐增高和代理成本的增加。^①美国证券交易委员会(the U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)的罗伯特·J. 杰克逊(Robert J. Jackson)委员和他的职员对2003年到2018年157家差异化表决权公司进行调查,发现自首次公开募股7年后,采用了“日落条款”的差异化表决权公司的估值明显高于为未采用“日落条款”的差异化表决权公司。美国机构投资者协会(Council of Institutional Investors)于2019年2月13日更新的统计也从侧面呼应了以上两个研究(如表3所示),目前,自愿采取时间型“日落条款”的公司将触发时间点主要设置在7年(7家)和10年(9家)。因此,笔者建议,可将时间型“日落条款”的时间触发点设置在7年。

表3 采用时间型“日落条款”的差异化表决权公司^②

公司名称	上市时间	触发“日落条款”的时点要求	触发“日落条款”的持股要求 ^③	现状
EVO Payments	2018年	3年	没有	仍采用双层股权结构
Texas Roadhouse	2004年	5年	没有	于2009年变为同股同权结构
Groupon	2011年	5年	没有	于2016年变为同股同权结构
MuleSoft	2017年	5年	没有	于2018年被Salesforce收购
Bloom Energy	2018年	5年	获得5%的已发行普通股	仍采用双层股权结构
MaxLinear	2010年	7年	没有	于2017年变为同股同权结构
Yelp	2012年	7年	获得10%的已发行普通股	基于持股比例“日落条款”于2016年变为同股同权结构
Kayak Software	2012年	7年	没有	于2013年被Priceline收购,现为Booking Holdings所有
Mindbody	2015年	7年	没有	于2019年被Vista Equity Partners收购

^① See Cremers, K. J. Martijn and Lauterbach, Beni and Pajuste, Anete, “The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation” (December 19, 2018). European Corporate Governance Institute (ECGI) -Finance Working Paper No. 550/2018, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3062895> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3062895>.

^② See “The data come from the Council of Institution Investors”, available at <https://www.cii.org/files/2-13-19%20Time-based%20Sunsets.pdf>, last visited: July 24, 2019.

^③ 持股比例“日落条款”,指特别表决权股东的持股低于一定比例,或者要约收购者收购的普通表决权股份达到一定比例将导致差异化表决权结构的终结。

续表

公司名称	上市时间	触发“日落条款”的时点要求	触发“日落条款”的持股要求	现状
Apptio	2016年	7年	获得25%的普通表决权股份	于2018年被 Vista Equity Partners 收购
Twilio	2016年	7年	没有	仍采用双层股权结构
Smartsheet	2018年	7年	获得15%的普通表决权股份	仍采用双层股权结构
Veeva Systems	2013年	10年	没有	仍采用双层股权结构
Castlight Health	2014年	10年	没有	仍采用双层股权结构
Pure Storage	2015年	10年	获得10%的普通表决权股份	基于持股比例“日落条款”于2018年变为同股同权结构
Stitch Fix	2017年	10年	获得10%的普通表决权股份	仍采用双层股权结构
Alteryx	2017年	10年	获得10%的普通表决权股份	仍采用双层股权结构
Hamilton Lane	2017年	10年	超级表决权股东持股比例低于25%	仍采用双层股权结构
Okta	2017年	10年	没有	仍采用双层股权结构
Zuora	2018年	10年	获得5%的普通表决权股份	仍采用双层股权结构
Eventbrite	2018年	10年	没有	仍采用双层股权结构
Altair Engineering	2017年	12年	获得10%的普通表决权股份	仍采用双层股权结构
Fitbit	2015年	12年	没有	仍采用双层股权结构
Nutanix	2016年	17年	没有	仍采用双层股权结构
Workday	2012年	20年	获得9%的普通表决权股份	仍采用双层股权结构

第四,对否认时间型“日落条款”的反驳。港交所在对新兴及创新产业公司上市制度文件的咨询会回复中,对不采用时间型“日落条款”的答复如下:在此日期临近之际,对股东以及潜在投资人造成严重不确定性。针对港交所的答复,笔者认为:首先,任何公司结构发生重大调整都会引起股东和潜在投资人的严重不确定感,不仅限于

时间型“日落条款”引起的变动。比如,当公司经营层发生变动,新一任经营者完全推翻旧任经营者的经营战略,尤其对于轻资产,依靠特殊经营模式和创始人特殊企业家才能的互联网公司,股东和潜在投资者也会面临严重的不确定性,而其并没有因为这种严重不确定性而阻止管理层的更迭。其次,时间型“日落条款”相比事件型“日落条款”并没有更大的不确定性,甚至可以说只有更小的不确定性。时间型“日落条款”给出了一个确定的时间,公司可以在日落时间点到来之前做好相关安排,并会在持续披露的报告中披露。而事件型“日落条款”更多地会受制于创始人是否发生意外事件。即使不受制于意外事件,自然生理衰退也没有一个确切的时间预期;或者只有当股份权属发生变化之后,公众才得以知晓,而权属变化完全依赖超级投票权股东不具有可预期性的主观意志。故笔者认为,港交所的声明并不成立。另外,伯纳德·S.沙夫曼(Bernard S. Sharfman)针对时间型“日落条款”的存在进行了反驳,他认为时间型“日落条款”的存在会干扰到创始人的长期愿景,不利于其作出最有利于企业的决策,是否采用时间型“日落条款”属于公司自治的范畴,不应作强行规定。^①笔者认为,是否干扰到创始人长期愿景涉及的是时间型“日落条款”触发时间点设置的问题。通过各方经验数据总结分析出恰当的触发时间点,可以最大限度地避免对创始人长期愿景的干扰。况且,如果加入参照新加坡加入同股同权豁免日落的规定,创始人可在日落触发时间点前通过以往业务成绩以及对长期愿景的详细描述争取赞成票,所有超级投票权股东股份之和再加上游说赢得的选票,豁免日落的可能性并不低。总之,仅依靠创始人脑中无法验证、不可预期的长期愿景,无法成为“日不落”的理由。

时间型“日落条款”的设置是为了避免外人可能无法观察或验证的企业家商业理念而带来的风险,笔者认为应当设置为强制性规则。此外,作为强制性“日落条款”的例外,可以效仿新加坡作出的规定,即可通过同股同权方式表决豁免上述超级投票权失效事宜,投票时相关的超级投票权股东、拟受让超级投票权股的股东,以及这两类股东的关联方不得投票,但其他超级投票权股东仍可参与投票。以日落为原则以同股同权豁免为例外,这样既避免了差异化表决权永续存在而导致的风险,又避免了违背股东意愿强制日落带来的公司成本的增加。

(4)对“公司控制权发生变更”的评述。我国香港特别行政区和新加坡都未规定这一条,我国内地加入这一条的目的在于防止现金流权益与控制权的过度背离。公

^① See Bernard S. Sharfman, “The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel”, 93 *S. Cal. L. Rev. Postscript* 1 (2019).

司控制权变更的主要表现为敌意收购,但不排除其他可能情形,至于对公司控制权变更的具体细则还需将日出台。在超级投票权股东的持股低于一定比例,或者要约收购者收购的普通投票权股份达到一定比例时,将导致差异化表决权结构的终结,这也称为持股比例“日落条款”,在日本其被称为突破条款(Breakthrough Provision)。持股比例“日落条款”的优势在于:首先,当敌意收购价格优于当前股价时,中小投资者有最大化自身利益的选择权。尤其是当差异化表决权公司经营状况很差,股价持续下跌,敌意收购者很有可能由于即使收购了股份也无法取得公司控制权而放弃收购,最终导致中小股东手中的股票无法脱手,被迫承受亏损。其次,超级投票权股东手中控制权的集中,可以迫使公司收购方与其谈判,从而将全部股东的利益最大化。在敌意收购过程中,控制权分散的股东会面临集体行动难题,而在差异化表决权公司由于控制权的集中、内部信息的通畅,可以尽量避免被低价强制收购的风险。持股比例“日落条款”的劣势在于:首先,公司收购容易导致经营层的变动,从而影响公司的长期发展战略。尤其对初期的创新公司来说,其资金需求大,抗风险能力弱,公司的核心创新点很容易因敌意收购而流失、公司的长期经营战略因敌意收购而破坏。其次,可能导致机构投资者由于无法影响公司决策,从而寻求与敌意收购者的合作机会,增加了公司面临收购的风险。笔者支持持股比例“日落条款”,原因如下:

第一,持股比例“日落条款”不会影响差异化表决权结构的核心功能。差异化表决权设置的核心功能在于防止因融资需求带来控制权的稀释。虽然差异化表决权设置的初衷主要是为了应对敌意收购,但是该资本结构发展至今,多数公司都是为了特别加强对公司的控制权,实质上并非为了抵御可能存在的收购威胁。比如,LinkedIn、Facebook 都设置了其他足以抵御敌意收购的条款或机制,如分期分级董事会制度,其在此情况下却仍然了采取差异化表决权结构安排。因此加入持股比例“日落条款”,并不会影响差异化表决权结构的核心功能,一般也不会影响该公司对敌意收购的防御功能。

第二,原差异化表决权结构赖以存在控制权基础会因股份被大量收购而消失。超级投票权股东控制权源于普通股东向其让渡的投票权与自身股份所对应的投票权。普通股东向其让渡投票权是基于对创始人企业家才能的信任,让渡自身投票权以保证超级投票权股东对公司的经营管理权。当公司股份被收购至一定比例,自愿让渡的基础消失,而且还会导致极少股份就能控制公司的局面,导致风险承担和控制之间的过度失衡,此时应当撤销差异化表决权结构。

第三,持股比例“日落条款”优于将敌意收购纳入一股一权特定表决事项。将敌意收购纳入一股一权特定表决事项见于2004年欧盟的公司收购指令,其中规定当某一公司在收购过程取得了目标公司75%股份后,“一股一票”的投票规则应重新适用。持股比例“日落条款”见于日本东京交易所《关于上市审查等的指引》中,即其中规定的突破条款(breakthrough provision):当取得公司已发行股份数的一定比例的人出现时,应当撤销该差异化表决架构。笔者认为,持股比例“日落条款”的设定要优于将敌意收购纳入“一股一权”特定表决事项。理由如下:股份的统一有利于公平对待超级投票权股东与普通股东。如果仅仅是恢复一股一权表决通过敌意收购事项,由于股东投票权的差异,敌意收购者会对两种股票进行区别对待。而超级投票权股东控制权的溢价源于普通股东对自己投票权的让渡。当敌意收购时,投票权应当回归普通股东手中,撤销差异化表决权结构,以同等的价格收购公司股票。此外,同等价格收购股票有利于促进超级投票权股东与收购方积极谈判,争取最优成交价格,最大化股东利益。

2. 公司治理(见表4)

表4 我国内地、我国香港特别行政区、新加坡公司治理

项目	我国内地	我国香港特别行政区	新加坡
持股主体	需为具有重大贡献董事或董事持股主体	需为具有重大贡献董事(必须为个人)	需为具有重大贡献董事或董事团体
持股及表决权比例上限	1. 持股比例最少10%; 2. 表决权比例最高90%	1. 持股比例最少10%,最多不超过50%; 2. 表决权比例最高90%	1. 持股比例最少10%; 2. 表决权比例最高90%
特定事项恢复“一股一权”表决	1. 章程修改; 2. 类别股相关权利变动; 3. 聘请或解聘独立董事、聘请与解聘出具定期报告审计意见的会计师事务所; 4. 公司合并分立及变更公司形式、清算	1. 章程修改; 2. 类别股相关权利变动; 3. 聘请或解聘独立董事、聘请与解聘出具定期报告审计意见的会计师事务所; 4. 公司合并分立及变更公司形式、清算	1. 修改章程等公司基础性文件; 2. 改变任何组别股票的权利; 3. 任免独立董事; 4. 任免审计人员; 5. 反向收购; 6. 主动解散上市公司; 7. 主动退市

续表

项目	我国内地	我国香港特别行政区	新加坡
监督	1. 监事会定期报告出具专项意见; 2. 保荐人、发行人律师发表意见	1. 设立由大多数独立董事组成的公司治理委员会,且半年发布一次公司治理报告(该公司治理委员会需由以独立董事为主席,多数成员为独立董事的提名委员会提名); 2. 设立常规合规顾问	审计委员会、提名委员会和薪酬委员会的大多数委员和主席须为独立董事

(1) 持股主体范围是否需要限缩? 我国香港特别行政区关于持股主体的规定最为严格,需为具有重大贡献的董事个人。我国香港特别行政区将持股主体限于董事个人的目的在于防止股东控制权与经营权进一步的分离而带来的公司治理难题。新加坡允许具有重大贡献的董事个人和董事团体同时存在,目的是解决多名创始人希望共同控制公司的发展方向,但是无法让太多人同时担任董事的情况。科创板规定了两类持股主体:董事个人和董事的实际控制主体。这样的安排默认了“金字塔”持股结构与差异化表决权结构叠加使用的合法性。“金字塔”持股结构和差异化表决权结构的叠加使用,会导致现金流权益和控制权的分离程度极度扩大,创始人利用极少的资金就可以控制大量资本。如图1所示,假设A是创始人,B公司和C公司的注册资本为100万元,G公司(差异化表决权结构)的注册资本为510万元,A通过“金字塔”持股结构控制C公司成为G公司的超级投票权股东。那么,实际控制人A只需要出资51万元,就控制了外部投资者E和D的资金98万元(49万元+49万元),并刚好达到差异化表决权公司最少持股比例的限制,进而控制G公司普通股东的资金459万元。总而言之,创始人只需出资51万元,就能控制557万元的资金,实现了10.92倍的扩大。而现金流权益和控制权的进一步分离会导致代理成本的进一步加剧,扩大控制股东对公司利益的侵占行为。我国科创板的现行规定将面临两个风险:一是“金字塔”持股结构与差异化表决权安排叠加,将进一步加大超级投票权股东与普通股东在经济利益上的分歧,加大公司治理难度;二是变相鼓励隐名股东的安排。^①笔者认为,应当将持股主体限于董事个人,以防止表决权股东与普通股东之间的冲突进一步激化。

^① 参见朱慈蕴、[日]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。

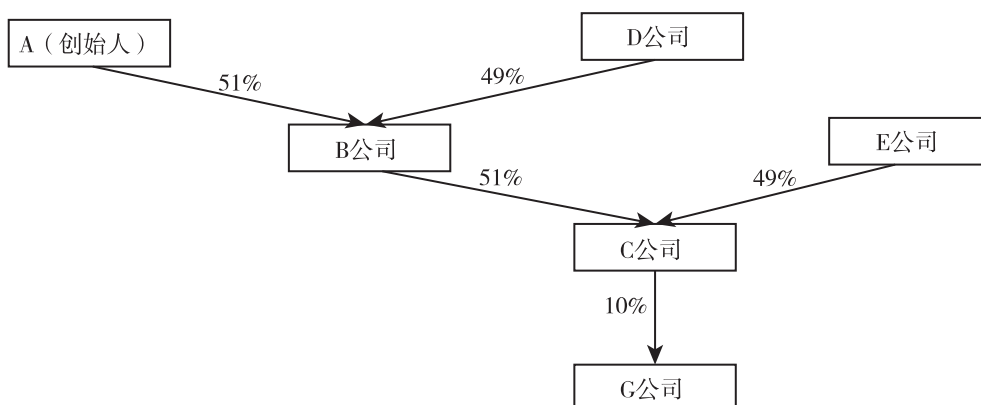


图 1

(2) 监督机制是否过于薄弱? 新加坡通过要求审计委员会、提名委员会和薪酬委员会大多数委员的独立席位来避免超级投票权股东的控制,但是差异化表决权结构设立的初衷就在于实现超级投票权股东的控制,委员会的独立性是否不受超级投票权股东的干涉仍然存疑。中国香港特别行政区为实现监督职能设立企业管治委员会,并赋予企业管治委员会以下职能:监察权(制定与监督企业管治政策、监察董事高管的专业发展、监察遵循企业管治守则之情况、监察公司是否违反上市规则有关差异化表决权结构安排之规定、监察本公司运营管理是否符合全体股东的利益)、建议权(建议委任或任免公司合规顾问、就不同投票权受益人存在的潜在利益冲突提出建议、就公司不同投票权架构所有风险如关联交易提出建议)以及定期报告。中国香港特别行政区还规定,差异化表决权结构公司需设立企业合规顾问,任何差异化表决权的事宜均需向其咨询。虽然企业管治委员会也面临职能不明确、信息不对称、独立性不够的问题,但企业管治委员会制度框架的设立十分可取。

科创板上市规则中规定了由监事会定期报告出具专项意见,意在把差异化表决权结构公司特殊治理的职责交给监事会。笔者认为,这一监督机制不足以起到保障作用。第一,监事会不独立的地位很有可能让这一设置沦为空壳。根据我国《公司法》的规定,监事会的成员包括股东代表和适当比例的公司职工代表。科创板上市规则并未对差异化表决权结构公司的监事会组成作出其他安排,股东代表并未明确是超级投票权股东抑或普通股东。若为超级投票权股东,监事会完全处于控制股东的控制之下,无法起到应有的监督作用。第二,监事会组成若为普通股东和公司职工代表,将会面临信息不对称的局面。超级投票权股东可以通过控制经营层有选择地向

监事会披露信息,而监事会成员也没有向公司经营层的信息索取权,重大决策和关联交易中的核心信息无法得到充分披露,那么期待无差异化表决权结构公司经营管理经验和缺乏关于法律、财务等行使监督职权必要的知识技能的监事会成员,实现有效监督是不现实的。第三,与我国香港特别行政区的企业管治委员会制度和合规顾问制度相比,科创板设立的监督规则相对单薄,在上市公司普遍要求设立独立董事的背景下,是否引入独立董事占多数的企业管治委员会制度十分值得考虑。

(二) 外部治理(见表5)

表5 我国内地、我国香港特别行政区、新加坡公司外部治理

项目	我国内地	我国香港特别行政区	新加坡
强制信息披露	1. 年报披露实施及比例的变化情况,投资者权益保护情况; 2. 表决权的重大变化或者调整	1. 股票名称结尾需标记“W”以示区分; 2. 持续信息披露时需表明双层股权结构的身份; 3. 披露文件中详述该架构、依据与风险	1. 持续信息披露时需表明双层股权结构的身份; 2. 披露文件中详述该架构、依据与风险
司法救济	无集团诉讼	无集团诉讼	无集团诉讼

1. 强制信息披露制度是否过于宽松?

我国内地、我国香港特别行政区、新加坡强制信息披露的要求基本相同,都要求对差异化表决权结构进行特殊信息披露,但我国香港特别行政区与新加坡的要求要更高一些,要求对差异化表决权结构进行详细表述,并对采用这一结构的依据与风险进行披露,我国香港特别行政区还要求对差异化表决权股票进行特殊标记,即在结尾添加“W”以示区分。笔者认为,对中小投资者保护之根本就在于信息披露,应当加强对差异化表决权结构公司的信息披露制度。目前,针对科创板差异化表决权结构公司的信息披露呈现以下特点。

第一,特殊信息披露要求较低。对差异化表决权结构的介绍,采用该结构的必要性,以及公司内部保护投资者的安全性机制都需要加以说明,以提供投资者充分的信息来助其决定是否要对具有差异化表决权的公司进行投资以及决定投资之后何时退出。必要性说明包括对采用差异化表决权结构合理性和正当性的说明,安全性说明包括管理团队的可信度和预防侵害的保障机制。^① 管理团队的可信度可从创始人对公司管理运营的态度、规划和既往表现进行说明,预防侵害的保障机制可以从公司内

^① 参见陈若英:《论差异化表决权结构的公司实践及制度配套》,载《证券市场导报》2014年第3期。

部制度安排进行说明。比如,在必要性说明中,许多公司只是列举出为抵御公司收购、为实施公司长期策略等每个公司都可套用的原因,确无具体的分析说明。以 LinkedIn 为例,在已经具备分期分级董事会的情况下,控制股东可以凭借 10 票对 1 票的投票权利轻易做到反收购,为何还要采取差异化表决权结构安排上市,仅凭为抵御公司收购的理由是站不住脚的。公司还需要对采取差异化表决权结构安排的必要性进行进一步说明。

第二,科创板上市公司信息披露规则主要以行业信息披露、经营信息披露等为主,差异化表决权结构独有的风险并未进行披露。科创板对行业的限制导致强化了公司对行业发展趋势、核心竞争力分析、研发费用占比、研发成果前景等风险的关注度,而忽视了科技创新企业在同时具备科技创新属性和差异化表决权结构带来的双重风险。所以不仅应要求公司针对差异化表决权结构存在的抽象风险进行披露,还要对具体公司面临具体重大决策时超级投票权股东与普通股东之间存在的重大利益冲突进行强制披露,以保护中小投资者的利益。

第三,应当强化对关联交易的披露。目前,在《上海证券交易所股票上市规则》中,对关联交易的披露规则与主板、中小板、创业板的规则基本相同,只对关联交易的数额和披露主体进行了特殊规定。在该上市规则中,关联交易披露主体增加了保荐机构,与关联法人发生的成交金额变为占上市公司最近一期经审计总资产或市值 0.1% 以上,且超过 300 万元。^① 但差异化表决权由于所有权与控制权的分离,导致超级投票权股东在持有极少股份的情况下就能掌握公司绝大多数的控制权。公司经营成果带来的经济效益由全体股东共享,超级投票权股东除因为掌握公司控制权带来的个人满足、名誉、高薪等外,并未获得其他的经济收入。这时,如果超级投票权股东通过关联交易谋取私利,盗取公司财产,由于超级投票权股东所占股份很少,故当公司财产受损时,按照股份比例,超级投票权股东并不会遭受很大的损失。所以当超级投票权股东觉得自己的付出与经济收入不成比例时,超级投票权股东就将倾向于通过关联交易增加自身收益。因此,应当对所有超级投票权股东从公司获取的利益都进行充分披露,让投资者自行判断是否受到了不公正待遇。^② 此外,还可以引入美国“吹哨人计划”,以高额奖励金作为回报,弥补监管漏洞和“盲区”,同时应对举报人进

^① 《上海证券交易所股票上市规则》第 10.2.4 条规定,上市公司与关联法人发生的交易金额在 300 万元以上,且占公司最近一期经审计资产绝对值 0.5% 以上的关联交易(上市公司提供担保除外),应当及时披露。

^② See Joel Seligman, “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share One Vote Controversy”, 54 *George Washington Law Review* 687, pp. 719 - 720 (1986).

行保护,防止其受到被举报对象的报复。

2. 司法救济是否足以保障中小股东的权益?

我国内地、我国香港特别行政区、新加坡都没有引进美国的集团诉讼制度,普通股股东在面对处于支配地位的超级投票权股东时就显得特别吃力。在我国香港特别行政区由股东发起针对上市公司的诉讼主要分成不公平侵害的救济制度(unfair prejudice remedy)和法定衍生诉讼(statutory derivative action),通过这两种制度,中小股东得以对控制股东的滥权和不当行为向法院提起诉讼,但是有争论表示该条款存在一系列缺陷并且不能为中小股东提供充足保护,起到纠正公司错误或弥补股东损失的作用,如在针对公司不当行为提起的诉讼中,需结合根据不公平损害索赔发生的环境进行综合司法考查。^① 中国内地股东诉讼的方式有两种:一是直接诉讼;二是股东代表诉讼。同样,这两种制度难以对中小股东提供充分的保护。股东代表诉讼难以克服“集体行动难题”,诉讼成功收益全体股东共享,其他股东便得到了“搭便车”的收益,而原告股东却要独自花费时间,在缺乏美国风险代理制度的情况下,便极易形成股东理性冷漠的局面。在我国投服中心如何通过支持诉讼方式在证券市场开拓为投资者维权的新渠道,完善民事赔偿诉讼方式,将是破解“集体行动难题”的一剂“良方”。^②

另外,司法机关关于控股股东诚信义务的审查,也是保护中小投资者的重要一环。由于超级投票权股东董事身份和控股股东身份的双重性,导致其可以在规避身为董事应履行的诚信义务的条件下,利用股东身份达成目的。譬如,面对某一项对公司有利,却可能对超级投票权股东不利的商业机会,超级投票权股东可以在董事会决议时赞同公司利用这个机会,可是一旦该董事会决议需要得到股东大会表决,这些股东又可以反过来投反对票,超级投票权股东的这两次不同的投票既不违反其作为董事的义务,又符合其行使股东权利的规则。^③ 2019年6月21日,最高人民法院发布的《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》(以下简称《解释》)第10条提出了禁止特别表决权股东滥用权利的司法政策,在案件审理中,要准

^① 参见黄臻:《差异化表决权结构有效运作的条件——基于美国与香港的实证研究》,载《上海金融》2015年第6期。

^② 参见罗荟:《投服中心民事赔偿诉讼方式研究》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第3辑),法律出版社2018年版,第101页。

^③ 参见比较公司治理公众微信号:《创造条件也要上:清澄君看港、新两地的同股不同权》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/287093383_667897,最后访问日期:2020年2月25日。

确界定特别表决权股东权利边界,坚持“控制与责任相一致”原则,在“同股不同权”的同时,做到“同股不同责”。《解释》恰好击中痛点,说明我们急缺一套具体的控股股东对于中小股东诚信义务的审理依据和审查标准。

关于差异化表决权公司控股股东诚信义务下的公平性审查,中国香港特别行政区、新加坡鲜有案例,而美国法院已有两起典型案例。在“*In re Delphi Financial Group*”案件中,Delphi公司采取了差异化表决权结构上市,并规定超级投票权对限制投票权的比率为10:1,而在Tokio Marine Holding(TMH)对Delphi的收购中,Delphi的创始人以“删除公司章程中关于收购中A类股和B类股同等对待”为批准收购的条件与TMH谈判,为自己赢得了高于A类股的收购价格。特拉华州大法官法院选择了支持中小股东,并指出差异化表决权公司的控股股东违反了对其他股东的诚信义务。^①在“*Levco Alternative Fund诉Read's Digest Association(RDA)*”一案中,具有差异化表决权结构的RDA公司为实现股份统一,拟以新发行的、具有同等表决权的股份回购之前发行的A类股和B类股。然而在章程中明确载明A股与B股在分配与清算以及其他情形下均具有同等权利的情况下,仍然实行了B股以1.24:1的比例转换为“一股一票”的股份,而A股只能以1:1的比例进行转换的方案。A股股东向法院诉请禁令救济,特拉华州最高法院认可了原告的主张,认为:在董事会被控制股东控制的情形下,董事无法证明这项利益冲突的交易是完全公平的;而由独立董事构成的专门委员会在代表A股股东进行谈判时,也没有恰当平衡两类股份股东的利益,无论从程序(独立委员会没有征求财务顾问的意见等)还是最终价格的公平性上都存在缺陷。^②因此,美国最高法院认为这项交易存在有违公平的问题。美国法院加强对控股股东诚信义务的审查,不仅对差异化表决权结构下的控股股东与董事产生了有力的约束,而且对中小投资者来说更是重要的救济措施。

而我国虽然在《上市公司治理准则》第19条有规定,控股股东对上市公司及其他股东负有诚信义务,控股股东对其所控股的上市公司应严格依法行使出资人的权利,控股股东不得利用资产重组等方式损害上市公司和其他股东的合法权益,不得利用其特殊地位谋取额外的利益。但是该准则法律位阶低,适用主体有限,难以满足公司治理的需要。^③而忠实义务本身不提供任何可适用的条款,需要在个案中由事实确

^① *In re Delphi Financial Group Shareholder Litigation*, C. A. No. 7144VCG (Del. Ch. Mar. 6, 2012).

^② *In re Delphi Financial Group Shareholder Litigation* (Del. Ch. Mar. 6, 2012).

^③ 参见徐晓松、徐东:《我国公司法中诚信义务的制度缺陷》,载《天津师范大学学报》(社会科学版)2015年第1期。

定,我国法院审查能力的不足导致了司法机关在面对控股股东责任认定时对“实质判断标准”把握不住。这不仅导致了我国更加依赖事前监管,而且会由于对控股股东威慑力的缺乏导致更多的滥权现象,从而伤害中小股东的利益。是否需要引入普通公司法下不断扩张的控股股东诚信义务,也成了必须正视的问题。

四、结 论

法学界以及经济学界对“股权集中”与“股权分散”何者才是更有效的所有权结构以及公司治理结构这一问题争论许久,但应当正视的是,市场这双“看不见的手”会对各种治理结构作出反应以及评价,任何治理结构的出现都是具体特定公司的内生性选择。简单的事前禁止与限制规则是我国为保护中小投资者的进行的初期选择。但从长远来看,只有通过司法救济的强化以及资本市场成熟度的提高,才能真正保护到中小投资者的切身利益,并且实现公司治理结构的最优选择。