

向前一步:中国资本市场差异化 表决权制度完善的若干意见

张诗伟*

摘要:随着优刻得科技股份有限公司在上海证券交易所科创板挂牌上市,我国资本市场迎来了首家差异化表决权架构的上市公司,我国资本市场发展揭开了新的历史篇章。而日前深圳证券交易所亦正式发布了创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排,其也引入了差异化表决权架构制度,相关制度建设向纵深发展。本文认为,差异化表决权架构相对同股同权架构的传统公司,系股东从形式平等到实质平等的体现,也为相关市场参与者提供了同股同权架构之外的其他可能性,更增加了公司股权基本制度和资本市场的包容性。如果说相对无限责任,有限责任特权的树立是公司法历史上在承认和限制其缺陷基础上第一次伟大的妥协,那么也可以说差异化表决权的引入是公司法历史上第二次伟大的妥协,当然同样也是在承认和限制其缺陷的基础上。本文提出了合理的差异化表决权制度安排应遵循的尊重保障和管控监督并行的两个基本原则,并对中国资本市场差异化表决权制度的进一步完善提出了若干建议。

关键词:科创板 创业板 同股同权 差异化表决权 制度设计

一、现代公司法差异化表决权的导入

(一) 股东的形式平等到实质平等

近现代公司,以一股一权或同股同权为基本原则。依此原则,在有限公司,股东

* 中伦律师事务所合伙人。本文仅代表个人观点,不代表所在机构观点。本文写作初期,陈文超律师协助收集了部分相关材料,并得到李硕、沈心怡、陈铭宇等同志的意见和建议,在此谨表感谢。

按照出资比例行使表决权;在股份公司,股东按照其所持每一股份享有一票投票权。^①以此,出资或持股多数者控制公司并形成公司意志,公司据此采取行动成为可能。此即所谓资本多数决,其理据自不待言。但随着时代的变迁,一股一权这一公司法基本原则在近年也发生了变化,最显著者,无疑就是在高科技、新经济或科技创新领域的相关科技创新企业的特别(殊)表决权或差异化表决权架构安排。在此种架构安排下,被视为保证科技创新企业科技创新领先且专注于企业长期利益的决定性力量的是“英明神武”甚至“天赋异禀”的创始人团队成员或所谓核心灵魂人物,而不是资本。是企业家尤其是创始人,而不是资本或其他什么决定了创新企业的命运和未来自来。^②因此,创始人团队成员所持少数股份系带有特殊人身属性或具有专属人力资本内涵的特殊资本,故得以被赋予一股享有复数个表决权(从几个到几十个不等),^③继而无论公司进行多少轮股权融资都不影响其始终牢牢把握公司控制权,而其他投资人等因所持股份或为无表决权,或为复数个股仅有一个表决权,故而无论持股多少都无法撼动创始人团队控制权地位。

一个形象的说法是,在此种架构安排下,如果把被投资企业比喻成一辆正在行驶的汽车,那么创始人始终是司机,方向盘始终在其手里,投资人给再多钱也是乘客,最多只能是个副驾驶员。根据我国资本市场出现的首家差异化表决权架构上市公司优刻得科技股份有限公司(以下简称优刻得)的招股说明书,优刻得共同实际控制人季某某、莫某某及华某持有的A类股份每股拥有的表决权数量为其他股东(包括首次公开发行人对象)所持有的B类股份每股拥有的表决权的5倍。该次发行前,季某某、莫某某及华某合计直接持有发行人26.8347%的股份,通过设置特别表决权持有发行人64.7126%的表决权。发行后季某某、莫某某及华某在本次发行完成后将合计持有发行人23.1197%的股份及60.0578%的表决权。根据相关披露,认为设置特别表决权安排“使发行人A类普通股股东作为公司的创始及核心管理团队能够集中公司表决权,有利于维持和巩固三名共同实际控制人对发行人的实际控制权,使发行人治理效率提升,能够更好地实现共同实际控制人对公司战略的长远布局,支持公司作为科创

① 我国《公司法》第42条和第103条。

② 香港交易所执行董事、行政总裁李小加认为,“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”。参见《梦谈之后 路在何方——股权结构八问八答》:载财新网,<http://opinion.caixin.com/2013-10-24/100595426.html>。

③ 根据笔者查阅,极端者如在纽约证券交易所上市的大型汽车零部件供应商Magna International Inc.,其曾设置A类股一股一票,B类股一股500票的双层股权架构,使创始人家族在持有公司3%股权的情况下享有公司75%的表决权。Magna International Inc.的该等特别表决权安排在2010年被取消。

企业的稳定发展,符合公司及全体股东长远的最大利益”。

值得特别强调的是,特别表决权架构因存在合理性根据,故并不会因为得不到相关法律制度承认就不会在实践中得到应用。有观点认为,完全禁止特别表决权架构则将产生溢出效应,相关市场主体不得不采取迂回变通的方式,比如,东亚的“金字塔”结构、德国的协议控制模式、日本的交叉持股模式,导致产生更加隐蔽的控制结构从而增加交易成本及监管难度。这对中小股东可能更不利,因为此种隐蔽的控制结构缺乏有效的信息披露(本文此处所述公示性),从而丧失了承认特别表决权架构下原本可以获得的风险补偿。但相关公司实行特别表决权架构安排本来就并非出于公司法上的强制,而系相关公司及相关股东的自主选择,并且相关公司特别表决权股份创设也具有公示性,^①外部投资者如认为不公平完全可以自主选择不加入公司。^②换言之,差异化表决权架构安排系属于私法自治的范畴。在这个意义上,股东的强制平等在某种程度上被股东自愿的不平等取代,或股东平等从形式上的平等走向了实质上的平等。当然,其本质上更反映了“不同类型股东的投资偏好和不同需求”^③以及控制权配置的不同考虑,以实现所谓最优表决权架构进而最大限度提升公司整体价值。^④该种差异化表决权架构也被称为特别(殊)表决权或同股不同权架构。

即使在没有实行特别表决权制度安排的普通股权架构的上市公司,所谓的一股一权也早已不是“一块完璧”:比如,实践中普遍存在的表决权委托、放弃、一致行动等情形都是对一股一权的背离。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。^⑤而在实践中,各种金融创新工具运用对股权表决权和收益权等各项权能

① 参见蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载桂敏杰总编,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。

② 所以一般的要求是,特别表决权架构安排仅限于上市之前设立,如上市之前未设立该架构安排则上市后亦不能设立。因发行上市时设立特别表决权架构,中小股东有选择的余地。而上市后,中小股东已经没有选择的余地,只能被动接受不利后果。因此,中小股东处于一个在上市后设立该架构对于普通公众投资者较为不利。参见罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第153页。

③ 其基本路径就是通过股东权的此种财产权和表决权的分离与份额切分、配置从而使“将对财产收益权或表决控制权有不同偏好的投资者容纳到同一公司中”,参见朱慈蕴、沈朝辉:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。

④ 参见刘胜军:《新经济下的双层股权结构:理论证成、实践经验与中国有效治理路径》,载《法学杂志》2020年第1期。该文认为,科技创新公司的初始股东/管理者将公司视为自己的孩子、毕生的事业,与公司整体利益一致,根据阿洪和博尔顿(Aghion and Bolton,1992年)的长期融资合同的不完全契约理论(An incomplete contracts approach to financial contracting),将公司控制权配置给初始股东/管理者将是最优的、有效率的,由其填补公司不完全合同漏洞,这有助于实现企业家愿景、公司长远价值以及股东利益最大化。

⑤ 参见卢文道、王文心:《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》,载桂敏杰总编,黄红元、徐明主编:《证券法苑》第9卷,法律出版社2013年版,第179~204页。

的分割也加剧了对完整意义上一股一权的破坏。再进一步而言,同股同权的股东同质化假定是不成立的,因为在实践中,具体股东不可能有着完全相同的特质和需求从而具有共同的抽象人格,其都是差异化、个性化或至少是类型化的。在这个意义上,与近现代民法转型一样,公司法上的“人”——股东存在一个从抽象人格走向具体人格的过程,而公司法本身也存在一个从形式正义走向实质正义的过程。^①

(二)同股不同权、特别表决权或差异化表决权等相关概念的辨析

严格而言,特别表决权或差异化表决权实际是同股不同权的下位概念,而通常所谓AB股双层表决权股份架构和多层表决权架构又系属特别表决权或差异化表决权的下位概念。因为广义的同股不同权架构中“权”并不限于“表决权”或控制权,还包括分配权等经济权利或现金流权等。换言之,就表决权的差异化安排而言,所谓特别表决权或差异化表决权架构安排不仅有双层表决权股份安排,还可能有多层表决权股份安排(当然,相对而言双层表决权股份安排最常见),更极致允许无表决权类别股份架构^②或“合伙人架构”安排。其可谓资本取得对资本压倒性胜利的极致:在此种架构中,合伙人占董事会过半数席位,而且拥有提名董事会过半数董事的权力。^③

官方文件相关表述也经历了流变的过程,在基本架构层面最早的表述是“同股不同权”,而后是“表决权差异安排”,在其下位的相关具体股权层面则指称为“特别表决权”。《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》(以下简称《双创意见》)的表述是“同股不同权”,《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(以下简称《注册制实施意见》)的表述是“特别表决权”,《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《科创板上市规则》)、《深圳证券交易所创业板

^① 参见汪清松、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。

^② 美国监管规则甚至允许发行人上市发行无投票权股份,比如,阅后即焚应用Snapchat的开发商Snap上市募集最高30亿美元资金而发行不带有投票权的普通股。其实我国也允许特定行业类型企业发行没有表决权的优先股,具体规范依据为《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》,但一般认为其仅适用于金融能源等重资本行业上市公司或公众公司补充资本之用,故不具有一般性参考意义。

^③ 具体而言,阿里巴巴合伙人(2014年美国上市时为27人,根据相关披露最新人数为38人)共计持有(直接或通过子公司持有)阿里巴巴的股份为10%左右,但合伙人有权提名过半数董事,董事由股东大会投票选举。若股东大会否决了合伙提名的董事,合伙人可针对空缺指定临时董事,至下一届股东大会前,由临时董事行使董事的权利。若因任何原因,合伙人提名或指定的董事人数低于半数以上的,合伙人有权另行任命额外的其他董事(无须股东决议),以保证合伙人提名或指定的董事占董事会人数的半数以上。根据相关披露,阿里巴巴选择合伙人条件要求为:(1)合伙人必须在阿里服务满5年;(2)合伙人必须持有公司股份,且有限售要求;(3)由在任合伙人向合伙人委员会提名推荐,并由合伙人委员会审核同意其参加选举;(4)在一人一票的基础上,须经超过75%的合伙人投票同意通过。合伙人的选举和罢免无须经过股东大会审议或通过。此外,成为合伙人还要符合两个弹性标准:对公司发展有积极贡献;高度认同公司文化,愿意为公司使命、愿景和价值观竭尽全力。

股票上市规则》(以下简称《创业板上市规则》)的表述是“表决权差异安排”,并在其下位概念采用“特别表决权”的表述,《上市公司章程指引》在其下位概念采用的也是“特别表决权”的表述。本文对相关术语的使用亦遵循其例。

二、中国资本市场差异化表决权(特别表决权)制度的导入

如前所述,从私募融资纯粹的市场博弈行为到最终被资本市场正式接纳,各国和地区的差异化表决权制度都经历了一个过程。^①但也正因为其存在的诸多弊端,即便是该等接纳差异化表决权架构的主流资本市场对其也并非全然接受,而是都加以诸多限制和约束。采取差异化表决权架构上市的公司家数和采取同股同权架构上市的公司数量完全不可同日而语。^②但与其他主流资本市场就此经历的曲折、反复甚至漫长的过程不同的是,我国资本市场该制度的导入过程则顺利、迅速得多。受制于我国公司法传统上受同股同权的理念影响较大,股份有限公司以同股同权为基本原则,而境内资本市场发行股票上市的适格主体只能是股份有限公司,故境内资本市场的上市公司也均为同股同权。

《公司法》第103条规定:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权……”第126条第1款规定:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。”当然,随着《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》(2018年)及其配套规则的颁布,境外(红筹)主体也可以在境内上市从而可以为非股份有限公司的形式(如华润微电子有限公

^① 如美国、新加坡、日本和我国香港特别行政区等也都经历了这样或长或短的历程。根据香港交易所《双层股权结构架构与生物科技企业的上市制度改革研究报告》(2018年4月),全球最大的46个国家、地区股票市场中有30个国家、地区有或曾经使用双层股权结构的公司上市。在美国,系由美国证券交易委员会在1988年即通过19C-4规则引入;在我国香港特别行政区,系由香港联交所于2018年对《香港主板上市规则》修订而引入。双层股权(差异化表决权)架构在主流资本市场发展的历史参见蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载桂敏杰总编,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;林海、常铮:《境外资本市场差异化表决权监管路径探究及启示》,载黄红元总编,蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》第24卷,法律出版社2018年版,第85~105页;傅穹、杨金慧:《不同投票权制度:争议中的胜出者》,载黄红元总编,蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》第25卷,法律出版社2018年版,第51~81页。

^② 从1995~2002年,美国大概仅有6%的上市公司采用双重股权结构,约占美国上市公司总市值的8%。但自2004年来谷歌(Google)上市重启了美国高科技企业采用双重股权结构的新时代。在此之前,在美国上市的高科技企业多数没有双重股权结构,著名者如Apple、Microsoft、Amazon和Netflix。而2004年之后上市的主要高科技公司几乎都有这种架构,比如2012年IPO的所有大型高科技企业——Groupon、LinkedIn、Yelp、Facebook和Zynga——就都使用了同股不同权架构。参见张巍:《双重股权结构的域外经验与中国应对》,载《财经法学》2020年第1期。

司)。但另外,《公司法》第131条的规定“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定”确实也为其实行同股不同权架构预留下了空间。承该条规定,从2018年9月国务院发布的《双创意见》首次明确提出“允许科技企业实行‘同股不同权’治理结构”,到中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)发布的《实施意见》允许科技创新企业发行具有特别表决权的类别股份,再到2019年3月1日上海证券交易所(以下简称上交所)发布《科创板上市规则》设第四章第五节“表决权差异安排”专门对科创板上市的差异化表决权架构公司设置具体要求和制度安排。

根据《科创板上市规则》第4.5.4条第2款和《创业板上市规则》第4.4.4条的规定,每份特别表决权股份的表决权数量应当明确规定且相同。可见科创板及创业板只承认双层表决权架构,不承认多层表决权架构。当然,这里面还值得讨论的一个问题是,《科创板上市规则》《创业板上市规则》规定,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,不得在首次公开发行并上市后以任何方式设置此类安排。而前述《双创意见》也明确提出允许科技企业实行此架构安排。由此,企业未申报上市时尤其是在初创阶段是否可以以及何以判断自己为合资格可设置差异化表决权架构的科技企业,尤其是符合科创板和创业板定位而可作此设置的科技企业?从相关规定和实践看,此判断权交给了企业,交给了市场。本文也注意到,在首家科创板优刻得案例中,其系在股份有限公司设立半年后上市申报前夕方变更设置为特别表决权架构公司,并就此由保荐机构、律师事务所出具了相关专项意见。

2019年4月17日,中国证监会发布修订后的《上市公司章程指引》,进一步明确了存在特别表决权股份的上市公司的相关章程和公司治理安排。2020年6月12日,深圳证券交易所发布了最新修订的《创业板上市规则》,修订后的《创业板上市规则》设第四章第四节“表决权差异安排”对设置表决权差异安排的创业板上市公司作出了具体规定。^①

相关制度实践是:2019年4月1日,首家差异化表决权架构公司优刻得的科创板首发上市申请获得上交所受理;2019年9月27日,获上交所科创板上市委审议通过;2019年12月24日,获中国证监会同意注册;2020年1月20日,在上交所科创板挂牌上市。至此,我国资本市场首次出现具有差异化表决权架构安排的上市公司,这为差

^① 对比科创板,存在表决权差异安排的发行人申请股票或者存托凭证首次公开发行并在创业板上市的企业要求具备盈利能力,而科创板则未对盈利能力提出要求。

异化表决权制度在中国资本市场的实践迈出了坚实的一步。

三、差异化表决权架构安排的功能及其可能的局限

亚当·斯密指出,私人利润的打算是决定资本用途的唯一的动机。^①在公司领域尤其如此。从差异化表决权架构安排的起源来看,其出现完全是私募市场投资者和创始股东博弈亦即利益交换合意的结果。在这种架构下,就创始人团队而言,其在公司后续融资尤其是大额融资中将能够牢牢掌握公司控制权,而不至于因一次次融资被稀释股权而使控制权旁落他人;^②就投资人而言,其享有的作为管理性质的表决权虽然受损甚至被剥夺,但其享有的经济权利如分红、清算分配仍然得按其持股比例平等享有,甚至还享有优先的权利,更重要的是仍然受有限责任的保护。普通股东由此成为亚当·斯密笔下“心满意足地接受董事会每年或每半年分配给他们的红利,不找董事的麻烦”典型的“省事”股东。^③就公司而言,凭借资本的不断注入,公司得以快速发展壮大。对于差异化表决权架构的公司,其由此可充分提高公司决策效率、专注于其目的事业的长期战略规划和稳定经营,尤其是可有效免受公开市场上敌意收购的外部压力。因此,差异化表决权架构基于其反映了“不同类型股东的投资偏好和不同需求”^④的本质而尤其受高风险又依赖于资本推动的科创企业创业者和相关风险投资机构的欢迎,至少其提供了同股同权架构之外的其他可能性,也增加了公司股权基本制度的包容性。但毕竟其对近现代传统公司法同股同权基本原则作出了改变,因此自其出现以来,一直争议未歇。即使没有实行特别表决权制度安排的普通股股权结构的上市公司,所谓的一股一权也早已不是“完璧一块”:比如,实践中普遍存在的表决权委托、放弃、一致行动等情形都是对一股一权的背离。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。前述相关核心争议表现在以下方面。

① 参见[英]亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》(上卷),郭大力、王亚南译,商务印书馆1972年版,第344页。

② 参见[美]扎克伯格:《若没有控制权,我早被 Facebook 开除了》,载新浪财经频道,https://finance.sina.cn/2019-10-06/detail-iicezzn0432193.d.html?sinawapsharesource=newsapp&wm=3200_0001。

③ 参见[英]亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》(下卷),郭大力、王亚南译,商务印书馆1974年版,第303页。

④ 其基本路径就是通过股东权的此种财产权和表决权的分离和份额切分、配置从而使得“将对财产收益权或表决控制权有不同偏好的投资者容纳到同一公司中”,参见朱慈蕴、沈朝辉:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。

一是该等架构安排的企业管治是否一定意味着高效率?^① 单说拥有特别表决权股东相对于普通公司一股一权在公司治理上无疑更具有独断专制的优势地位,进而产生压制、侵害公司和其他股东利益的风险,因此其可能加剧公司代理成本问题。^②

二是特别表决权股东尤其是创始人股东的“神人”(所谓“英明神武”或“天赋异禀”)以及“圣人”(始终以公司最佳利益为行为准绳而无所偏私)假设是否成立,即使在有限程度上成立,又能持续多久?^③ 赋予与其持有的股比不相称的表决权、控制权是否恰恰会大大提高其道德风险以及代理成本? 由此在理论与实务界引发了激烈、持续的争议,实践中爆出的个案弊害更让其饱受攻击。^④ 著名案例如“Uber 和 WeWork 案”。克雷默斯、劳特巴赫和派于斯特(2018 年)发现,没有证据证明,拥有双重股权的公司,其长期业绩好于单一类别股票的公司。而安德森、奥图蓝吉和雷德(2017 年)发现,双重股权公司的治理质量实际上取决于它们的股权结构以外的其他因素,如控股股东的持股情况。也就是说,希望中的“一股一权的公司可能更容易实现良好的治理”的想法,显然是不合理的。

而对立的观点完全可进一步主张,所谓的核心灵魂人物创始人在传统行业可能都存在,^⑤ 尚未有证据表明科技创新企业在此点上表现得更突出,并且也有许多科技创新企业虽未实行差异化表决权架构,却不影响其优秀乃至卓越。进言之,如果承认新经济持续创新和加速迭代的特质,那么相关企业的核心灵魂人物创始人本身是否同样也需要迭代才能不被市场淘汰? 而设定差异化表决权架构以反对创始人团队迭代是否与新经济的前述特质恰恰矛盾? 等等问题不无疑问。

以上种种不一而足,其实也较充分印证了伯利、米恩斯“两权分离”(所有权与控

① 《OECD 企业支配结构原则》就认为一股一表决权原则更有效率。

② 相关优势和风险利弊的详细分析详见郭雳、彭雨晨:《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》,载北京大学经济法官网 2020 年 1 月 17 日, <https://www.economiclaw.pku.edu.cn/xzzq/jrf/1321438.htm>; 傅穹、杨金慧:《不同投票权制度:争议中的胜出者》,载黄红元总编,蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》第 25 卷,法律出版社 2018 年版,第 61~63 页。

③ 另一个批评角度是此种安排的假设可能过于夸大了创始人的不可替代性,也压制了可能更为优秀且“年富力强”人才的涌现。论者可能主张:乔布斯确实很伟大,但没有乔布斯的苹果也并没有垮了,库克不也干得挺好? 拉里·佩奇和谢尔盖·布林创办了谷歌也很了不起,但他们隐退后谷歌也照样坚挺。

④ 参见《法经治理 I 公司治理中四个被误读的重要概念》,载微信公众号“法经笔记”2019 年 10 月 28 日。而标准普尔、道琼斯和富时罗素(FTSE Russell)等股市指数提供商已开始对相关双重表决权架构的上市公司施加压力,要求它们取消双重股权结构,限制双重股权的公司股票纳入其指数。

⑤ 在美国,不少传统领域上市公司如 AMC、伯克希尔哈撒韦、CBS、雅诗兰黛、福特、耐克、Ralph Lauren、泰森食品和维亚康姆等也实行特别表决权架构。See Edward Kamonjoh, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Follow-up Review of Performance & Risk, Investor Responsibility Research Ctr. Inst.*, <https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf>.

制权分离)的经典理论。^① 但与该经典理论所阐述的观点不同的是,在伯利、米恩斯时代,差异化表决权架构远谈不上流行,而且伯利、米恩斯所述“两权分离”现象在中国并没有局限在股权分散的大公司,常发生在股权还相对比较集中的中小公司,即使就中国的上市公司而言,也远谈不上股权分散,公认的现实恰恰是其反面,即一股独大、控制权过于集中。在这个意义上,实行差异化表决权架构必然使“两权分离”的问题更为突出。为防止“两权分离”产生的风险和弊害,《公司法》《证券法》等相关法律法规有必要对差异化表决权架构此私法自治安排予以一定限制。

四、差异化表决权制度设计的基本规制思路

“如果说有限责任是公司法最显著的特征,那么投票权无疑稳居第二。”^②在这个意义上,相对无限责任,有限责任特权的树立是公司法历史上在承认和限制其缺陷基础上第一次伟大的妥协,那么相对同股同权公司,差异化表决权的引入可能是公司法历史上第二次伟大的妥协,当然同样也是在承认和限制的基础上。如果说同股同权同时意味着同责,那么同股不同权当然也意味着不同责。而且考虑差异化表决权是股东在有限责任基础上被赋予的,相关股东特权是呈几何级放大的,由此给公司和其他股东以及其他利益相关者造成的损害程度也可能是呈几何级放大的,由此对其科以不相称的责任亦属合理。

从权力的正当行使保障和适度制衡正反两面两个角度,笔者认为,合理的差异化表决权安排应该遵循以下两个基本规制思路:

一是差异化表决权设置要有足够的刚性,从而充分尊重和保障相关特别表决权股东长期稳定地拥有和行使特别表决权,防止随意“翻烧饼”影响公司控制权的相对稳定性,从而防止公司陷于“群龙无首”的混乱无序。

二是也要看到相关特别表决权股东滥用此“专制”的特权而可能对公司和其他股东以及其他利益相关者合法权益造成的侵害,故亦须对此予以有效的管控、监督以及救济。根据比例原则,限制特别表决权的行使应当根据相关侵害情形发生的可能性及造成后果严重程度来判定,严重时得剥夺其特别表决权。

^① 参见[美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2005年版,第130~133页。

^② [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》(中译本),罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第62页。

当然,在具体制度设计上还须把握上述二者适度而微妙的平衡,并且二者的具体运用也都须遵守正当程序的原则。当出现相关争议时,在穷尽内部救济以及外部调解介入仍然不成的情况下,秉承司法最终解决的原则宜由法院作出最终的裁断。

五、科创板及创业板差异化表决权制度完善的若干具体意见

《科创板上市规则》第四章第五节、《创业板上市规则》第四章第四节对表决权差异公司的表决权差异安排时间点、市值要求、^①主体资格、特别表决权限制、特别表决权股份和普通股份转换、普通股股东表决权保障以及信息披露等方面进行了全面、系统和细密的规定。本着前述两个规制思路,进一步检视相关特别表决权制度规则,本文以为以下两端可进一步完善。

(一) 差异化表决权架构安排保障端——补强刚性

1. 增加差异化表决权架构的无因调整制度之合理限制

《科创板上市规则》第4.5.10条规定:“上市公司股东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……

(二) 改变特别表决权股份享有的表决权数量……上市公司章程应当规定,股东大会对前款第二项作出决议,应当经过不低于出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过……”《创业板上市规则》第4.4.9条作了类似规定:“上市公司股东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:(一) 修改公司章程;(二) 改变特别表决权股份享有的表决权数量;(三) 聘请或者解聘独立董事;(四) 聘请或者解聘监事;(五) 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;(六) 公司合并、分立、解散或者变更公司形式。上市公司章程应当规定,股东大会对前款第一项、第二项、第六项事项作出决议,应当经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”该等条款实际上规定了差异化表决权架构的无因调整制度。

根据相关规定,普通股股东只要持有公司10%以上已发行有表决权股份,无须任何

^① 需要注意的是,对市值要求的规定是在《科创板上市规则》第二章第2.1.4条,《创业板上市规则》对此并无要求。

理由随时可以提出改变特别表决权股份的议案,^①而在审议该议案时,因普通股东和特别表决权股东同股同权,故普通股东可能依赖其出席会议较高的持股比例占据投票优势而通过该议案,从而终止公司的差异化表决权架构安排。由此可见,差异化表决权架构实际上很容易被动摇甚至倾覆,上市公司控制权稳定性也难以得到刚性保障,而这显然并不符合差异化表决权架构制度创建的目的。为此,本文建议对此种差异化表决权架构的无因调整制度进行适当限制,比如,适当限缩无因的适用情形、将审议相关决议的表决权法定人数由出席会议的股东所持表决权数修改为公司全部已发行股份表决权数、提高相关议案提出或通过的相关表决权比例^②或者加以其他合理限制以保障差异化表决权架构具有足够的刚性。

2. 适时引进任期表决(tenure voting)制

荷兰、法国等近年来出现一种以股东持有股份的时间长度来计算表决权的制度,即赋予持股一定年限的长期股东多倍表决权,可称之为任期表决权制度。该制度属于忠诚股制度设计的一种,而后者除任期表决权外还包括对长期股东发放特别股利或授予其认股权证等制度设计。^③其制度理念都在于通过对长期股东的经济或表决权激励安排而鼓励长期价值投资。除荷兰对任期表决权制度的规定较为灵活宽松外,法国、意大利、比利时的法律一般允许公司向持续持有至少两年股份的股东提供最多每股两份表决权。同特别表决权制度相比,该等任期表决权制度对于每股所含表决权的倍数有更加严格的限定。其根源可能在于任期表决权制度的目的是鼓励股东对公司的长期投资;而特别表决权制度的目的是加强创始股东对公司的控制,实现公司的长期价值,赋予创始股东每股复数表决权的特别表决权,这是实现制度目的最直接、有效的手段。

尽管任期表决权制度和特别表决权制度的目的并不相同,但仍可给予我们一定启发,将持股时间长短作为特别表决权股东适格的一个标准是一个值得考虑的思路。持股时间长的股东对公司的认识可能更加深刻也反映了其对公司的忠诚度和长期价

① 《科创板上市规则》第 4.5.7 条第 1 款、《创业板上市规则》第 4.4.6 条第 1 款规定:“上市公司应当保证普通表决权比例不低于 10%;单独或者合计持有公司 10% 以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会;单独或者合计持有公司 3% 以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会议案。”

② 当然,《科创板上市规则》第 4.5.10 条第 2 款、《创业板上市规则》第 4.4.9 条第 2 款说的是上市公司股东大会对相关改变特别表决权架构作出决议应当经过“不低于”出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过,实践中,上市公司可以规定比这更高比如 3/4 或更高的比例。

③ 参见高皓、曾斌:《意大利首富阿涅利家族企业迁册荷兰背后 任期表决制:企业控制的第三条道路?》,载《新财富》2019 年 6 月号。

值投资的理念,而且真正的创始股东通常必然也是持股时间最长的股东,而其不会一门心思为所谓的财富自由而绞尽脑汁想着早日套现。《科创板上市规则》第4.5.3条、《创业板上市规则》第4.4.3条从特别表决权股东应当为公司发展作出重大贡献并持续担任公司董事的条件上隐含了持股或任职时间的要求,^①但借鉴该任期表决制的制度理念和设计,该规则仍可进一步明确细化,如规定在设置差异化表决权安排时,特别表决权股东应当为持有公司股份一定期限(如2年或3年)的股东。在参考任期表决权制度时,考虑的两个方向分别是,将持股时间长短作为特别表决权股东资格认定条件之一及特别表决权股东持股一定期限后可拥有更多的表决权倍数。当然,具体制度设计上可以再讨论,但对于此种设计可能导致某些长期股东畸高表决权的情形也须有封顶限制,而不能无限增加。

3. 适度限制特别表决权股份转化为普通股份

根据《科创板上市规则》第4.5.9条第1款第3项的规定,“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”,特别表决权应当转化为普通股份。《创业板上市规则》第4.4.8条第1款第3项在上述规定的基础上增加一类例外情形,即“转让或者委托给受该特别表决权股东实际控制的主体”的情形下特别表决权股份无须转换为普通股份。笔者理解该规定系出于特别表决权股份具有人身专属性,但考虑具体情况,该规定可能需要进一步限缩。

首先,于转让之情形,如果受让方亦为持有特别表决权股份的股东,原则上应该豁免强制转换。除非对此“他人”做狭义解释为除所有特别表决权股东之外的人,而非仅为作为转让方的特别表决权股东之外的人。

进言之,特别表决权股份本来为非流通股份,而其一经转让给他人即可转换成普通股份即流通股份,而除普通的减持新规外,科创板和创业板相关规则对于相关特别表决权转让并未有相关专门限定,从而可能为特别表决权股东变相减持套现提供了方便之门,这可能是一个制度漏洞亟待弥补。

其次,于表决权委托之情形,股东委托他人代其行使表决权一般属于法律允许,如特别表决权股东概况性或特别授权或以信托等方式处置其表决权的,可以认为相

^① 《科创板上市规则》第4.5.3条第1款规定:“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。”《创业板上市规则》第4.4.3条第1款与该规定相同。

关特别表决权股份已脱离原特别表决权股东专属身份及意志属性,这种程度可以允许进行强制转化。但在特别表决权股东就每一议案作出明确投票指示的情况下,受托人投票反映的是委托人的意志,在这种情况下,将特别表决权股东委托他人行使表决权一概作为特别表决权转化的事由可能欠妥。

据此,本文建议将《科创板上市规则》第 4.5.9 条第 1 款第 3 项、《创业板上市规则》第 4.4.8 条第 1 款第 3 项修订为“持有特别表决权股份的股东向不持有特别表决权股份的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概括性地委托他人行使而未事先对股东大会每一议案的投票作出明确具体指示”,或将同条第 1 款“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”修改为“出现下列情形之一的,除非经本所豁免,特别表决权股份应当按照 1:1 的比例转换为普通股份”,从而为市场操作和主管机构判定留有一定空间和灵活性。此外,特殊表决权股份质押实现也会导致特别表决权被动转让的效果,对此情形,相关质押限制和股份表决权变动效果规定尚付阙如,也有待进一步明确。

(二) 差异化表决权架构安排管控端——增强监督救济性

在差异化表决权公司架构里,拥有特别表决权的股东相对普通股东具有压倒性的优势地位,其利用该优势地位损害上市公司和普通投资者合法权益的机会、条件都大大提高,其和普通股东之间的利益冲突无疑也更加突出。而就上市公司而言,差异化表决权架构的设置如前所述还可能带来规避公开的控制权市场监督的问题,其很容易维护一个掌握上市公司巨大资源却无须承担相应责任的管理层,即使经营效率降低也难以撼动其地位,这降低了控制权市场的威慑作用,^①也降低了公开市场普通股票交易的价格,从而损害了投资者的利益。^②因此,对差异化表决权架构加强相关管控、监督从而实现对普通股东和公司的救济完全是必要的,也是衡平的。

1. 适度赋予公司和普通股东自力救济权

根据公司法的司法救济原理,司法救济以公司及利益相关者穷尽内部救济即所谓自力救济为原则,只有在内部救济力有不逮时方可诉诸司法救济。《公司法》第 20 条关于股东滥用股东权利侵害公司和其他股东以及债权人利益时应对该等受损害方

^① 参见《北京大学金融法中心与万商天勤律师事务所:科创板研究报告(之一)》,载“北京大学金融研究中心”微信公众号 2019 年 12 月 11 日, https://mp.weixin.qq.com/s/OUIqNYz_Jvd2xmj9ozlP0Q。

^② 参见何海峰、李凌霜:《双层股权结构动了谁的奶酪——Lyft 上市背后的利益博弈》“第八届青衿商法论坛·创新经济与公司治理”会议论文,2019 年 6 月于天津。

承担损害赔偿责任的規定中的“股東”無疑也包括特別表決權股東。^① 但該條僅限於損害賠償之救濟而且主要依賴於司法救濟,在差異化表決權架構的上市公司里對受害方的救濟力度和及時性無疑都較為有限。故《科创板上市規則》第 4.5.13 條、《創業板上市規則》第 4.4.15 條進一步規定,特別表決權股東濫用特別表決權損害投資者合法權益的,交易所可以要求公司或者特別表決權股東予以改正,投資者由此可不依賴通過司法提起損害賠償救濟。這一新規定確立了更為及時有效的救濟方式,值得贊許。但從實踐執行情況看更值得進一步思考的是,在此種情形下,交易所的判定和執行上存在較大難度,因此僅依賴於交易所的介入可能仍尚不足以有效防止損失的擴大,制度上應進一步明確公司和普通股東自力救濟的權利,比如,普通股股東自行召集股東大會而通過代表除特別表決權之外的 2/3 以上表決權的股東大會決議得將特別表決權股份強制轉化為普通股份或暫停特別表決權股東特別表決權行使,以及撤銷原決議或重新作出決議等行為(包括作為與不作為)。^②

2. 增設強制性固定期限日落條款

就特別表決權轉化的設定內涵而言,特定事件/條件的發生是或然的,而時間的到來是必然的。在這個意義上,僅設定特定條件觸發表決權轉化而不設定固定期限日落轉化條款,理論上就是賦予特別表決權股東終身制的特權。而根據美國特許金融分析師協會等機構的研究,採用差異化表決權結構的公司價值和效率隨着時間推移逐步降低,為防止此種情況發生,固定期限“日落條款”是最有效的保障,且不超過 5 年將特別表決權股份轉換為普通表決權股份的強制性日落是最合適的。^③ 和大多數設置了固定期限日落條款的差異化表決權架構的主流資本市場不同,科创板和創業板相關規則未強制上市申請人採納此種設置。本文認為,可能是考慮強制性固定期限日落條款的利弊權衡結果。當然,科创板和創業板相關規則不強制要求不代表

① 《公司法》第 20 條規定:“公司股東應當遵守法律、行政法規和公司章程,依法行使股東權利,不得濫用股東權利損害公司或者其他股東的利益;不得濫用公司法人獨立地位和股東有限責任損害公司債權人的利益。

公司股東濫用股東權利給公司或者其他股東造成損失的,應當依法承擔賠償責任。

公司股東濫用公司法人獨立地位和股東有限責任,逃避債務,嚴重損害公司債權人利益的,應當對公司債務承擔連帶責任。”

② 修訂後新的《民事訴訟法》相關行為保全的規定內容仍然是公力救濟而不是私力救濟。該法第 100 條規定,當事人可以在訴訟過程中向人民法院申請,在正式判決作出之前,要求對方當事人作出一定行為或者禁止其作出一定行為(所謂訴中禁令)。第 101 條規定,在提起訴訟或者申請仲裁之前,當事人亦可以向法院申請,要求被申請人作出一定行為或者禁止作出一定行為(所謂訴前禁令)。

③ CFA Institute, *Dual-Class Shares: The Good, The Bad, and The Ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific* (August 2018).

相关上市申请人自己不可以主动代入该等条款。但为增强设置差异化表决权架构安排和公司控制权的相对稳定性,故建议在《科创板上市规则》第4.5.9条、《创业板上市规则》第4.4.8条或者在《上市公司章程指引》等规范下设置差异化表决权制度的上市公司在章程中增设固定期限日落条款(尤其对那些在上市前特别表决权比例不高的公司尤其应该设置该等条款),该固定期限可要求最短不得低于1年,最长不超过5年,差异化表决权制度固定期限非发生负面法定事项并经法定程序不得取消。同时,为保留到期后的灵活性、自主性,可进一步规定,固定期限届满即告终止,但届时经全体股东以一股一票并以不低于2/3以上公司有表决权股份表决通过的方式同意延长的除外。

此外,如果限定日落条款为某些特定情形触发,需要注意防止特别表决权股东滥用控制权使日落条款不被触发从而照样悬空日落条款。^①

3. 加强对特别表决权股东信义义务的司法审查

最高人民法院于2019年6月20日发布的《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》明确提出“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’”,由此为对科创板和创业板上市公司特别表决权股东科以更重的责任和义务埋下了伏笔。可以参考美国司法实践的经验并考虑实践中追究控股股东责任规制及其实践的不足。本文认为,首要的就是适度加重差异化表决权结构上市公司的特别表决权股东的信义义务和确立其对其责任的追究机制。比如,对于特别表决权股东从事的关联交易或自我交易可能侵害公司和其他股东利益的行为应该树立起三道防线:第一道,强化特别表决权股东的披露义务;第二道,相关股东会或董事会回避表决;第三道,也是最后一道,原则上,相关特别表决权股东或相关董事已履行披露义务且回避表决,则相关股东或董事可获得责任豁免,但相关方就此仍有争议而诉诸法院时,法院运用《公司法》第21条^②进行判断时应采用实质公平原则而非同股同权架构这一常规适用的商业判断规则。相关公司或其他股东就该关联交易相关事项提出的诉讼应实行举证责任倒置,由特别表决权股东或相关董事

^① 根据美国卢西恩(Lucian Bebchuk)和科比(Kobi Kastiel)教授的研究,在品趣志(Pinterest)案例中,西尔伯曼(Silbermann)去世后,Pinterest的日落安排也将其结构转换为一股一票。然而,西尔伯曼目前仅36岁。鉴于一个人在99%的概率中预期寿命目前为87岁,西尔伯曼可能活得超过50年。因此,投资者面临着将控制权锁定在少数控制人手中50年或更长时间的风险。参见《双重股权结构潜在风险的再探讨——以Pinterest公司为例》,载微信公众号“法经笔记”2019年5月31日。

^② 《公司法》第21条规定:公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。违反前款规定,给公司造成损失的,应当承担赔偿责任。

对交易的合法性、必要性、合理性和公允性承担举证责任,不能证明的,应当承担相应的赔偿责任。

4. 增设独立董事组成的专门委员会发表合规性专项意见

对于存在差异化表决权安排的公司,因制度异化而产生的特别表决权股东滥用权力的风险和危害更大,为防范该等风险,《科创板上市规则》第4.5.12条规定了由监事会在年度报告中就差异化表决权安排和行使的合规性等事项出具专项意见,具体为:(1)持有特别表决权股份的股东是否持续符合该规则第4.5.3条的要求;(2)特别表决权股份是否出现该规则第4.5.9条规定的情形并及时转换为普通股份;(3)上市公司特别表决权比例是否持续符合该规则的规定;(4)持有特别表决权股份的股东是否存在滥用特别表决权或者其他损害投资者合法权益的情形;(5)公司及持有特别表决权股份的股东遵守本章其他规定的情况。

比《科创板上市规则》更进一步的是,《创业板上市规则》第4.4.9条明确规定,就聘请或者解聘监事事项,上市公司股东行使表决权时,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,因此这一规定更好地提供了监事会就差异化表决权安排和行使的合规性等事项发表意见独立性的组织保证。但仍有下列问题需进一步考虑。

首先,通常监事会人员的来源为大股东(在科创板主要即特别表决权股东)提名和公司内部,且由于其监督偏事后,所以效能发挥较为有限。赵旭东教授更认为,几十年的公司治理实践证明,德日公司法的监事会制度在中国的经济、社会、文化条件下水土不服,无法发挥监督的功能,监事会的设置不但徒增公司治理成本,而且挤占了公司监督机制的制度空间。为此,学界已形成取消监事会的呼声。《公司法》修改即便不宜作出彻底取消监事会的决策,至少也应允许公司自主选择监事会的设置,这也许是中国公司监督机制革新的重要突破口。^①

其次,根据《科创板上市规则》第4.5.10条第1款、《创业板上市规则》第4.4.9条第1款规定,就“聘请或解聘独立董事”事项,特别表决权股东和普通股东同样为一股一票,这也提供了独立董事就差异化表决权安排和行使的合规性等事项发表意见独立性的组织保证,但单个独立董事难以承担此重担。

最后,通常而言,红筹公司根据其成立依据的境外法律(通常为开曼公司,比如,

^① 参见赵旭东:《公司法修订中的公司治理制度改革》,载《中国法律评论》2020年第3期。当然,独立董事制度也存在不少问题,如选任和薪酬来源的问题也亟待改进。

最新通过上海证券交易所科创板上市委员会审核的九号机器人有限公司,其依据的法律通常为《开曼公司法》),通常不设监事。而按前述只规定由监事会就此出具专项意见,可能无法实现。

基于以上理由,本文认为在监事会之外,宜增加由董事会下设全部由独立董事组成的专门委员会(如名之为公司治理委员会或表决权差异化安排委员会)就差异化表决权安排和行使的合规性等事项出具专项意见,以充分发挥独立董事对此的监督作用,保障差异化表决权架构上市公司里的中小股东的利益。

事实上,香港联合交易所也是采取成立完全由独立董事构成的公司管治委员会,就特别表决权事宜提供咨询意见的做法。当然,由此产生的一个问题是,如果监事会和独立董事组成的专门委员会意见不一致以何为准,原则上无疑应当从严把握。其实在以美国为代表的欧美公司法上,董事会本来就具有公司监督机构的性质,在没有专门监事会的体制之下,公司事务监督本来就是以外部董事和独立董事为主要成分组成的董事会的重要职责。我国近 20 年对独立董事制度的引入和对其监督权责的赋予,已经使我国公司的董事会具有了公司监督的职能。^①

5. 特定情形普通股退出制度和要约收购制度

实践证明,外部市场的敌意收购制度是实现良好公司治理的三大法宝之一。^②就差异化表决权架构上市公司而言,根据《科创板上市规则》第 4.5.8 条、《创业板上市规则》第 4.4.7 条,特别表决权股份不得在二级市场进行交易而仅可进行相关转让。因此特别表决权股份具有“非流通股”性质,在这个意义上,克减(表决)权利的普通股股东“用控制权换取了流动性”^③,而特别表决权股东用流动性换取了控制权。差异化表决权架构上市公司由此实际上处于“股权分置”状态。由此,特别表决权股东内无可以挑战其“固若金汤”的控制地位的少数股东,外无公开市场的收购压力,特别表决权股东和管理层难免可能陷入不思进取的“安乐窝”中。

另外,为了保证在上市公司收购时让其他非控股股东尤其是公众股东享有退出的权利,且享受到控股股东控制权转让的溢价,各国证券法多规定了上市公司收购时的强制要约制度。《证券法》第 69 条关于“收购要约提出的各项收购条件,适用于被收购公司的所有股东”和“上市公司发行不同种类股份的,收购人可以针对不同种类

^① 参见赵旭东:《公司法修订中的公司治理制度革新》,载《中国法律评论》2020 年第 3 期。

^② 其他两个是积极股东和卖空交易。详见张巍:《公司治理,那不是一场和风细雨》,载微信公众号“比较公司治理”2019 年 12 月 30 日。

^③ [美]阿道夫·A. 伯利、加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,商务印书馆 2005 年版,第 11 页。

股份提出不同的收购条件”的规定亦似无适用之余地,因如前所述,根据《科创板上市规则》第4.5.8条、《创业板上市规则》第4.4.7条的规定,收购人无法直接在公开市场上对上市公司特别表决权股东而仅可对普通股股东主动发出要约,无论是部分要约还是全部要约。为适度打破此“股权分置”的局面而促进上市公司控制权股份流动而给予特别表决权股东和管理层适度压力,在收购人为收购特别表决权上市公司控制权而发出的全面要约时是否不在此限?在此基础上,进一步的问题是:(1)是否必须同时对特别表决权股东和普通股股东发出要约?(2)对特别表决权股东和普通股股东发出要约并设置不同的要约条件,该等不同的要约条件(收购数量、价格、支付方式及期限)是否也仍然要做到底线或整体意义上的公平?^①另一个值得讨论的场景是,假设收购人以直接要约方式取得差异化表决权架构上市公司控制权不可行,那么其通过协议方式受让特别表决权股达到30%时是否触发强制要约,因问题是此时收购人取得的特别表决权股自动转换为普通股而可能并未取得公司控制权。更有意思的问题是,在此情形下,此时特别表决权股转换成普通股致使其他普通股持有人的表决权比例被动升高,从而也很可能因超过30%的表决权而被动触发强制要约线。在此情形下,该等被动触发要约收购的普通股股东是否也要发出要约,向谁发出要约?^②

就公平原则而言,以上问题的答案都为肯定的。其理据在于无论是要约收购或协议转让,在上市公司特别表决权股份通过转让或置换等方式转移给第三方而导致上市公司实际控制权变更时,都应赋予相关上市公司原普通股股东公平退出上市公司的权利。当然,具体操作细节都有待关于差异化表决权架构上市公司收购的专门规定出台而予以弥补。

此外,特别表决权资格合法性植根于为实现其立法目的宗旨之正当性,其被轻度滥用时应被限制资格待滥用情形消除及损害填补后予以恢复,而其被重度滥用或其根据不复存在时应被消除资格,在此情形下得依相关当事人申请而强制特别表决权股份向普通股的转化。因此,相关资格的规定和转化的规定存在内在逻辑上的关联,但不具有必然性。自此而言,《科创板上市规则》第4.5.9条和《创业板上市规则》第

^① 笔者注意到,《上市公司收购管理办法》第26条规定为:以要约方式进行上市公司收购的,收购人应当公平对待被收购公司的所有股东。持有同一类别股份的股东应当得到同等对待。而新《证券法》前述第69条已删除前述“公平”字样。

^② 根据现行的科创板规则,假设特别表决权股份比例为10%而表决权比例为90%,其在全转换后,原来持股总计90%的普通股股东恢复为总计90%的表决权。参见张巍:《当强制要约遇到同股不同权》,载谢庚、徐明主编:《多层次资本市场研究》2019年第1辑,中国金融出版社2019年版,第131页。

4.4.8条(转化条款)、《科创板上市规则》第4.5.3条和《创业板上市规则》第4.4.3条(资格条款)各自在内容上存在进一步完善的空间(尤其是资格条款)。比如,关于积极资格和消极资格的进一步细化。就自然人而言,积极资格核心的如特别表决权股东或其实际控制人若系自然人须具备完全民事行为能力;消极资格核心的如不得为失信被执行人或存在被处以证券市场禁入等情形。而就特别表决权转化而言,《科创板上市规则》第4.5.9条、《创业板上市规则》第4.4.8条强制转化条款也存在完善的空间。比如,严重损害公司及其他股东利益的情形无疑应当触发强制转化。又如,兼顾上市公司收购肯认和特别表决权维护之平衡应当设立打破规则,即收购人在收购或持有公司股份达到一定比例时也应触发强制转化。此外,相关操作细节及配套罚则(前者如不同情形的认定及强制转化应当履行何种具体程序。后者如相关触发强制转化条款的特别表决权股东未予或怠于通知上市公司应承担的相关责任。有学者也认为,《科创板上市规则》当中,对持有高权重投票权股东的不当行为的惩处力度较弱。在低权重投票权股东对公司缺乏实质性控制的情境下,其难以维护自身合法利益,因此需要政府提供有力的法律保障,加强对高权重投票权股东滥用表决权或其他违法违规行为的追责力度)^①和类别表决机制^②及其信息披露^③等都尚待科创板和创业板差异化表决权制度实践的展开而进一步丰富。从这个意义上来说,中国资本市场第一个差异化表决权架构安排上市公司的诞生意味着相关制度实践也即“活的法律”的生长才刚刚开始。

① 有观点认为,《科创板上市规则》对持有高权重投票权股东的不当行为惩处力度较弱。在低权重投票权股东对公司缺乏实质性控制的情境下,其难以维护自身合法利益,因此需要政府提供有力的法律保障,详见于莹、张赫曦:《机构投资者与我国差异化股权制度的适应性发展》,中国资本市场法治论坛2019年会议论文。对相关主体违规的具体追责视情节轻重采取监管措施、纪律处分和行政处罚不同的手段,如警示、关注和警告、公开谴责、限制或剥夺表决权,严重的当然也包括强制退市。

② 相关规则必须根据“利益相关原则”进一步明确,详见朱慈蕴、沈朝辉:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。具体表决机制建议可借鉴《到境外上市公司章程必备条款》(1994年颁行)第九章的规定。

③ 现有规则仅规定了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,而并未对各自表决结果相关披露要求作进一步规定。