

新经济公司治理中的“智识多数决”：兴起、挑战与法治回应^{*}

李安安^{**} 林沐昕^{***}

摘要：随着“智识至上”的新经济时代到来，核心技术、商业创意、企业家精神等智识资源在新技术、新产业、新业态、新模式导向的新经济公司治理环节发挥着前所未有的作用。“创始人友好型”公司治理范式趋向现代化，“资本雇佣劳动”转向“智识雇佣资本”，“智识多数决”现象兴起，通过类别股发行或特殊协议安排，向那些对公司的经营管理或发展决策具有“智识贡献”的股东倾斜配置公司表决权。“智识多数决”对现有公司治理规范带来了创新性冲击，同时面临着控制权锁死、壕沟防守效应、权责匹配失败等众多合法性挑战。应在契约法与组织法并行的法治思维下，积极作出法治回应。

关键词：新经济企业 智识多数决 公司治理 超额表决权

习近平总书记在2023年中央经济工作会议中指出，“要以技术创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。”^①新经济时代吹响了新一轮技术革命的号角，以新技术、新产业、新业态、新模式为主要特征的新经济企业成为开辟新产业赛道的主力军，科技赋能新经济增长点，金融与科技紧密耦合，创新资本迎长青周期。市场经济中“个人的商化”为新经济企业治理持续注入人才红利，“创始人友好型”公司治理范式趋向现代化，“资本雇佣劳

^{*} 本文系国家社科基金项目“公司法制度竞争视野下股权结构变革研究”（项目批准号：21BFX095）的阶段性成果。

^{**} 李安安，武汉大学法学院教授。

^{***} 林沐昕，武汉大学资本市场法治研究中心助理研究员。

^① 《中央经济工作会议在北京举行》，载《人民日报》2023年12月13日，第1版。

动”向“智识雇佣资本”进化。珠海、温州、上海等多地出台人力资本出资政策,智识与资本深度绑定。双层股权结构、阿里巴巴合伙人、任期投票制等“同股不同权”的股权设计以及有限合伙协议架构、投票权委托协议、一致行动协议等制度安排,推动“智识多数决”现象兴起。

“智识多数决”是公司表决权的再分配机制。公司传统决议规则下,“资本多数决”根据一股一权原则向股东分配表决权,由大股东掌握公司决策权。“智识多数决”根据智识要素对公司表决权进行再调整,向那些对公司经营管理、发展决策具有“智识贡献”的股东倾斜配置特殊表决权,由智识股东决定公司未来。然而,资本市场上一些投资者担忧有悖于“同股同权”原则的“智识多数决”会带来不容忽视的掏空道德危机、潜在治理成本与专制垄断风险。金融科技独角兽企业蚂蚁集团为上市整改股东结构,马云宣布放弃实控权便是一个典型案例,如何将“智识多数决”纳入法治化轨道成为亟须研究的重要命题。本文旨在检视“智识多数决”现象的兴起路径,梳理并归纳“智识多数决”的制度范式与具体内涵,剖析“智识多数决”面临的多重合法性挑战,基于回应型法治视野探索构建与新经济企业治理特性相适配、在全球化公司法竞争中独树一帜的“智识多数决”制度。

一、“智识多数决”的时代语境与兴起路径

诺斯和托马斯在《西方世界的兴起》中提出,有效率的经济组织是经济增长的关键。制度安排能够使经济单位实现规模经济,鼓励创新。^①分析“智识多数决”的时代语境与兴起路径,对理解公司决议制度与治理效能的联系、构建适应新经济特征的公司治理机制具有重要意义。

(一) 新经济时代:人力资源利用趋向智识化

2023年末,火爆全网的东方甄选主播董宇辉凭借自身才能以及强大带货能力,在经历了“小作文事件”之后,不仅晋升为新东方教育科技集团的文化助理兼董事长特别助理,同时还担任新东方文旅集团的副总裁及东方甄选的高级合伙人,成功实现从“直播间的普通打工人”变成“有话语权的长期合作方”的逆袭。在新经济时代,董宇辉任东方甄选合伙人、“带货一哥”李佳琦成为美腕合伙人等信息表明,随着新经济时

^① 参见[美]道格拉斯·诺斯、罗伯特·托马斯:《西方世界的兴起》,厉以平、蔡磊译,华夏出版社1999年版,第10页。

代消费观念升级,稀缺的智识要素(如核心技术、文化创意、个人 IP、管理能力等)在人才导向、创意导向、科技导向的新经济企业治理中发挥愈发关键的作用,人力资源利用智识化现象突出。

新经济具有三个显著特点:全球化、无形资产(如观点、信息、关系等)、互相联结,上述三个属性催生了新的市场定位与社会形态。^① 互联网经济促生了新市场定位,技术赋能联结打通各类消费场域,全球化消费跨越时间、空间、文化、国别的差异,原先基于要素成本优势和技术模仿的后发优势无法满足消费者对更优消费体验的期待。创始人或优秀员工的智识形象和个人影响力在网络舆论中吸引狂热的粉丝经济,促成了公司品牌文化和无形资产形成。“智识至上”法则深刻影响着新经济产业的行业风向与商业策略,知识经济市场的高度竞争对要素市场的资源配置提出更细致、更及时的要求。^② 尖端技术、独特创意、客户画像、经验知识等智识因素对于公司决策的影响力日渐变强。伴随着股权社会化、稀释化趋势以及经理革命,公司的产权安排与内部控制更依赖于拥有专业特长的职业经理人,董事会中心主义兴起,人力资本结构高级化成为新经济企业高质量发展的核心因素。

(二) 新经济企业:公司传统决议范式遭遇困境

在新经济时代,数字创意、信息技术革新等战略性新兴产业与未来产业构建起新质生产力发展的前沿高地,受到资本青睐的新经济公司进入成长期和繁荣期。然而,新经济企业高融资需求与公司法上的传统决议范式——“资本多数决”规则爆发了诸多矛盾。传统“资本多数决”遵循“一股一权”原则,公司决议投票权比重与股东股权份额相挂钩,每一份股票上附着一票表决权,持股越多对公司决策权越多。然而,高度成长性的新经济企业前期需要高昂且长期的研发投入,对资本具有高依赖性,风投资金大量注入意味着创始人团队股权的稀释与公司控制权的动摇,对新经济企业造成许多不可逆的负面影响。首先,“资本多数决”的投票权规则设置对创始人控制权的保护,难以抵御“宝万大战”等野蛮人入侵事件出现。敌意收购对于企业价值、企业文化与价值观、消费者信任、发展策略方面构成难以估计损失的灾难。若企业家的话语权处于弱势地位,也难以投入更多成本,培育管理和经营这家特定公司的知识及能力。^③ 其次,公众股东缺乏管理经营公司的专业素养与商业判断能力,容易陷入短视

^① 参见[美]凯文·凯利:《新经济,新规则:网络经济的十种策略》,刘仲涛译,中信出版集团 2017 年版,第 5 页。

^② 参见肖钢:《中国资本市场变革》,中信出版集团 2020 年版,第 38 页。

^③ 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社 2019 年版,第 280 页。

主义与投机主义陷阱。有远见的创始人则可能会在进行大规模收购时看到巨大的长期价值和协同效应,但获得股东预先批准将非常耗时,这会阻止公司灵活行事并提醒竞争对手注意收购的可能性,并且不能保证公众股东会分享创始人对相关收购最终将取得成功的信心。^①最后,新经济企业以高保密性的前沿创新技术为核心竞争优势,公司控制权的不断替换可能诱发技术泄密等重大危机,严重影响企业的未来发展。“资本多数决”决议模式使核心创始人陷入了融资需求与控制需要的两难境地,亟待更适配新经济企业治理特性的决议范式诞生。

(三) 新经济制度转型:有限合伙企业形式提供借鉴

“资本多数决”模式也曾经在20世纪70年代的美国陷入失效窘境。伴随着高科技创新中心硅谷的崛起,科创企业雨后春笋般纷纷涌现,又因初创资金不足一夜消失。有限合伙企业组织形式的诞生扭转了这一局面。有限合伙组织的出资人分成普通合伙人与有限合伙人两类,其中有限合伙人仅承担有限责任。风险投资者们专注于投资“人、技术、市场”,不干预普通合伙人决策,取得了巨大的商业成功,如风投之父阿瑟·洛克对英特尔、唐·瓦伦丁对思科系统的投资等案例。另外,中国合伙企业法允许合伙人劳务出资,意味着合伙人的智力、专业能力等智识要素在合伙企业中可被估值。有限合伙制受到私募股权投资基金的青睐的例证为公司制度改革提供一定参考借鉴。^②

信任是金融市场的基石,新经济时代的金融服务实体经济从“物质有形资本”的信贷抵押向“智识无形资本”的资本定价转变,为“人才、知识、创新、技术、冒险、不确定性”等代表未来转型方向的因素提供资本融通和风险定价。^③风险资本是新经济公司最重要的资本来源之一,他们的估值决策不依赖于任何通用会计准则,而是管理团队的经验水平。而有限合伙为代表的是一种高度专业化分工、以“智识”为导向的组织形式,为风险投资提供了有效的运作和管理机制,使得风险投资能够更加专注于投资决策和企业培育。因而对于新经济公司的创始团队与投资者而言,兼具灵活、效率、自由、创造性价值的“智识多数决”安排是充分发掘公司发展潜力与经济效益的双赢选择。有限合伙企业组织形式的流行,为新经济公司决议制度由“资本多数决”渐向“智识多数决”的转型提供了思路,还衍生出“智识多数决”导向下镶嵌有限合伙协

^① See Bobby V. Reddy, *Up the Hill and Down Again: Constraining Dual-Class Shares*, *The Cambridge Law Journal* 80 (2021), pp.515-551.

^② 参见吴飞飞:《论公司治理中协议与决议的区分》,载《财经法学》2019年第2期。

^③ 参见肖钢:《中国资本市场变革》,中信出版集团2020年版,第30页。

议的公司控制架构,推动了“智识多数决”的兴起。

(四) “智识多数决”兴起:创新型商事实践加速公司法现代化改革

鼓励公司理性自治是公司法现代化的必由之路。^① 现代公司法是创新性商事实践的回应法,公司理性自治的赋权法,市场经济活力的促进法。公司法现代化的改革方向为放松管制,最大限度尊重市场“有形之手”的作用与推动市场经济主体发展。公司治理中“智识多数决”现象兴起,加速了公司法现代化改革的进程。以双层股权结构为例,20世纪,美国纽约证券交易所曾一度因质疑声限制双层股权结构公司上市。但在80年代,纽约证券交易所在竞争压力下也不得不同意颇受大型上市公司欢迎的双层股权结构回归。2012年,曼联股份公司IPO项目的失利促使新加坡证券交易所启动对公司法的审查,并于2018年完成允许双重持股结构的法律修订。2014年香港证券交易所在错失阿里IPO项目后痛定思痛,三年后修法允许双重股权结构企业上市。2019年,科创板在中国资本市场上正式开板,其配套规定《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》)允许采用双层股权结构设计的企业在我国科创板领域上市。2023年,公司法修订通过,新法第144条规定公司有发行特殊表决权股的权利。纵观“智识多数决”兴起的路径,公司法律对表决权差异化配置从“反对”“模糊”到“接受”“支持”的态度转变,背后体现的是各国公司法现代化改革的制度竞争。经济全球化进程推进下,全球资本市场联系日渐紧密,规模庞大的跨国公司在世界范围内寻找符合利益最大化、成熟便利、远瞻性高的股市。包容开放地接纳公司理性自治达成的表决权、收益权等权利分配安排,才能吸引更多国际资本流入,优化营商环境与振奋市场信心,实现经济高质量发展。

二、“智识多数决”的制度范式与内涵诠释

“智识多数决”在漫长又充满争议的兴起历程中逐渐被公司法接受,形成了内蕴商事逻辑的实现路径。企业家的商事实践创设了“智识多数决”多元的制度范式,归纳“智识多数决”的制度范式,剖析“智识多数决”的具体内涵,为“智识多数决”的法治化进程提供理论支撑。

^① 参见刘俊海:《基于公司理性自治的公司法规范重塑》,载《法学评论》2021年第5期。

(一)“智识多数决”的实现途径与制度范式

表决权的价值如同“风筝的绳子”,公司表决机制与妥当的表决权行使方式是股东之间争夺公司控制权的工具。^① 新经济公司治理实践中,“智识多数决”的实现主要通过以下两种路径:一是类别股发行,即发行含有差异化表决权的股票。二是特殊协议安排,构建合约机制将表决权移转给特定股东行使。本节将简要介绍在类别股发行或特殊协议安排路径下产生的、具有代表性的“智识多数决”制度范式。

1. 双层股权结构

双层股权结构是通过发行类别股实现“智识多数决”的基本制度范式,被广泛运用于新经济公司治理中。许多科技导向的新经济企业与双重股权结构之间存在共生关系,如鼻祖团购网站 Groupon、全球领先的职场社交平台 LinkedIn、著名商户点评网站 Yelp 和老牌游戏厂商 Zynga 等。有学者统计了 2004—2013 年上市的互联网公司的数据,发现超过 20% 的公司采用双层股权结构。^② 具体而言,双层股权结构是一种特殊公司股权安排:普通股被划分为 A 股和 B 股两类,A 股持有者享有普通投票权,一股一权;B 股持有者可行使特殊投票权,每份 B 股比 A 股拥有更多表决权。例如,2004 年谷歌上市选择双重股权结构,执行主席施密特、创始人布林和佩吉三位谷歌公司创始人和高管持有 B 类股票,每股表决权等于 A 类股票 10 股的表决权,仅限内部交易。^③ B 股具有非对外公开交易性质,持有者往往系新经济公司的创始人、核心团队或其他具有智识贡献的内部股东。通过灵活双层股权结构的规则,B 股持有者以较低的股份占比保持对公司决策的控制权,提升了作出公司决策的效率。

2. 阿里巴巴合伙人制度

阿里巴巴合伙人制度是董事会中心主义模式下诞生的“智识多数决”制度范式,核心是赋予合伙人股东独有的董事提名选任权。在阿里巴巴的公司架构中,重要表决事项大部分由董事会决定,而超过半数的董事人选由阿里合伙人决定,阿里巴巴的核心创始成员通过对董事人员的控制实现对公司稳定控制。进入退出机制方面,阿里合伙人由在任合伙人提名并通过在任合伙人投票表决产生,在 60 岁时自动退出合

^① 参见梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005 年第 3 期。

^② 参见石晓军、王骞然:《独特公司治理机制对企业创新的影响——来自互联网司双层股权制的全球证据》,载《经济研究》2017 年第 1 期。

^③ 参见秦芳菊:《公司治理模式的再审视——以阿里巴巴合伙人制度为视角》,载《中国社会科学院研究生院学报》2016 年第 2 期。

伙人,但马云和蔡崇信作为永久合伙人没有退出年龄期限。在利益分配方面,合伙人因其对阿里巴巴作出的贡献,享有区别于股东分红的年终奖金。人员构成方面,随着负责阿里国际数字商业业务的蒋凡与菜鸟总裁万霖成为阿里巴巴合伙人,阿里“1+6+N”组织框架改革将六大核心业务板块的负责人纳入合伙人行列,使各负责人既有权独立自主经营决策实现业务愿景,又与其他业务板块合伙人目标一致、共同进退、紧密合作、利益深度捆绑。阿里巴巴合伙人制度可灵活地根据公司的发展战略转型而优化智识资源配置,构建智力资本可持续性传递机制,通过股权激励吸引优秀人才积极参与公司治理,增强企业核心竞争力,确保公司的长期可持续发展。以“长期合伙合约”替代对“短期雇佣合约”,公司治理机制的前置培育了共同认同的企业文化,提升了企业管理效率。^①

3. 任期投票制

任期投票制(Time-Phased Voting,简称“TPV”)是一种长期股东比短期股东获得更多每股投票权的类别股安排,实质为纠偏股东短视行为的一种“智识多数决”制度范式,旨在吸引耐心资本、鼓励股东积极、忠诚地治理公司和增加敌意收购成本。例如,在美国家庭人寿保险公司与斯马克公司,所有股东一股一票,但持股四年后每股十票。^②与双层股权结构相比,任期投票制是以普通股为基础的表决权规则异化,无须额外的发行、交易规则。任期投票制下,表决权具有动态属性,随着持股时间增长而增加,更侧重于强化创始股东对公司的控制权,而且具有激励智识股东长期留在新经济公司的正向作用。此外,任期投票制不以身份区别对待股东,而是依据持股的期限分配表决权,能够较好地平衡智识股东与其他股东之间的利益,在以法国为代表的欧美国家中颇受欢迎。截至2014年初,在SBF120指数中列出的104家市值最大的法国公司中,57%使用了任期投票制。法国随后出台《弗洛朗日法》,规定上市公司股权安排以任期投票制为原则,股东会决定排除适用除外。美国硅谷也在尝试设立新的股票交易所,允许使用任期投票制的公司在该交易所上市。^③此类动态投票架构设计降低了短期股东对公司决议的话语权,有利于新经济企业的创始人团队长期稳定地实施公司经营战略,符合新经济企业的治理需求。有研究表明采用TPV的公司表现明显优于整个市场,1980年在TPV公司指数中投资100美元的投资者在2013年

① 参见郑志刚等:《合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究》,载《中国工业经济》2016年第10期。

② 参见刘俊海:《论上市公司双层股权结构的兴利除弊》,载《比较法研究》2022年第5期。

③ 参见袁康:《任期投票制:一种可能的表决权安排》,载《法商研究》2018年第3期。

底将拥有超过 10 672 美元,而如果投资于标准普尔 500 指数,则只有 1 748 美元。^①

4. 蚂蚁集团有限合伙股东制度

蚂蚁集团有限合伙股东制度通过特殊协议架构设计实现了有限合伙与公司制的最大优势组合。有限合伙股东制度在仅发行一类股票的前提下,通过使股东权益履行实现有限合伙人与普通合伙人之间的深度专业化分工。^② 蚂蚁集团有限合伙股东制度有两个阶段。2020 年预备上市时,蚂蚁集团的控制权的由杭州君瀚和杭州君澳两家有限合伙企业享有,而杭州云铂是上述两家有限合伙企业的唯一普通合伙人,负责投资管理以及代行蚂蚁股东权利。有限合伙人以出资为限承担风险和利润分配,不参与有限合伙的决策管理。马云对杭州云铂控股 34%,享有一票否决权,并与杭州云铂的其他股东井贤栋、胡晓明和蒋芳同时签署《一致行动协议》,实质上是蚂蚁集团的实际控制人。为针对性预防控制权高度集中带来的“经济专制”风险,调整后的蚂蚁集团发布公告解除《一致行动协议》。杭州君瀚、杭州君澳仍然是为蚂蚁集团员工持股平台,通过股权激励智识资本成功变现,但是分别受杭州云铂和杭州星滔两家公司控制。杭州云铂和杭州星滔的表决权由包括蚂蚁集团管理层、员工代表和创始人在内的 10 名自然人分别独立行使。调整后的蚂蚁集团有限合伙股东制度保持了公司控制和智识激励的双重功能,股东投票权与其经济利益的匹配度相较之前明显增加,智识股东拥有超额表决权的同时也要承担对称的风险责任,使公司的治理结构实现了进一步的优化。

(二) “智识多数决”的概念分析与内涵诠释

“智识多数决”是由“资本多数决”衍生出的概念,是指由对公司经营管理、发展决策拥有“智识优势”的人掌握公司控制权,“让听得见炮声的人做决策”。^③ 从“一致同意决”到“资本多数决”,再转向“智识多数决”,不同历史阶段的公司决议模式实质上是对“公司决策权应当由谁以何种方式掌握?”的差异化回应。“智识多数决”的概念诠释,具体而言可分两个问题:第一,何为“智识”,谁享有公司控制权?第二,何为“多数决制度”,多数同意如何形成?“多数决制度”中“智识多数决”与“资本多数决”的关系是什么?

^① See Lynnel. Dallas & Jordon M. Barry, *Long-Term Shareholders And Time-Phased Voting*, *Delaware Journal of Corporate Law* 40(2016), pp.541 - 645.

^② 参见郑志刚:《驾驭独角兽——新经济企业的公司治理》,中国人民大学出版社 2021 年版,第 9、73 页。

^③ 参见吴飞飞:《现代公司控制权分配中“智识多数决”现象探究》,载《证券市场导报》2019 年第 8 期。

文义解释上,智识是一种高于知识、能够统领知识的智慧,古文中常用“智识不凡”“智识绝人”来形容国之重器、能人贤士。智识综合了个人的智力、学问、经验、眼界、专业技能、用人管理能力、商业战略管理方法、客户关系等多项人才评价标准,是一种宝贵的人力资源。规范层面分析,《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^①均规定,持有特别表决权股份的股东应为对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献,且在公司上市前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具有“重大贡献”“担任董事职务”“持有一定比例股权”的法定要求。智识本质上是一种具有“人”和“物”的双重属性的生产要素,“智识多数决”中智识资本的具体评估量化标准,以及“智识”与“表决权”的挂钩机制,均由合约机制决定。根据人力资本出资的地方文件规定,人力资本出资额由全体股东协商评估或者由第三方评估机构评估后由全体股东确认,属于自治事项。^②在董事会中心主义模式的阿里巴巴合伙人制度中,成为新合伙人需满足任职五年以上、具备优秀领导能力、高度认可公司文化、持有公司一定股份以及至少一名现有合伙人的引荐并在选举中获得至少四分之三合伙人的表决权同意的条件。足够的时间投入、资金投入、业绩贡献并且获得其他合伙人绝大多数的认同,是在满足“重大贡献”与“董事职务”的法定标准上公司章程规定的更高门槛。商事实践中,新经济公司结合企业自身属性与发展需要,形成了高度个性化的智识条件认定标准。

多数决制度是一种组织团体用来作出决定的方式,最初起源于古教会法的“人头多数决”制度,根据过半数人的意见作出决定,量上的多数在法律上被推定为质量的更优。现代公司治理中,考虑到公司相关主体利益分歧较多、股东异质化的背景,公司决议规则也采取“少数服从多数”原则,由投票权多数方意见决定公司决议事项。相较于“一致决”,“多数决”在兼顾了理性与效率价值,更符合公共集体决策活动的需要。

① 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.3条:“持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司29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。”《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第4.4.3条:“持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发展作出重大贡献,并且在公司上市前以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的10%以上。”

② 如《中国(广东)自由贸易试验区珠海横琴新区片区人力资本出资管理办法(试行)》第10条:“人力资本出资额由全体股东协商评估,或者由第三方评估机构评估并由全体股东确认。”《上海市浦东新区人力资本出资登记试行办法》第3条:“人力资本可经法定评估机构评估作价,也可经全体股东协商作价并出具由全体股东签字同意的作价协议。人力资本作价入股应当提交由法定验资机构出具的验资证明。”

准则主义的普通公司法时期,投票权的分配采纳了“一股一票”形式,形成“资本多数决”原则。“资本与股权”“股权与表决权”实现双挂钩机制,资本多数同意决定公司决议,持股越多表决权越大。“资本多数决”的理论基础包括利益趋同说和剩余权利说。利益趋同效应则是指随着内部人持股比例的增加,公司股价上涨带来的收益将使得大小股东和管理层的利益趋于一致。换言之,该理论主张通过实施股权激励措施,实现管理层利益与股东利益的一致性,进而降低代理成本并增强公司治理的效能。美国会计学家威廉姆·佩顿提出剩余权利原则。^① 该理论认为在资本民主与股份平等理念下,“投票权与投票者在公司中的剩余利益如影随形”。^② 物质资本的所有者天生拥有决策权,合同规定分配方式的剩余盈余归属——剩余索取权,与以不违反合同、法律规定方式决定资产所有用法的权利——剩余控制权,只有互相匹配才能达到有效激励公司管理者的作用。目前,大多数国家及地区的公司法都规定了资本多数决规则,如德国股份法第12条规定“每一份股票都享有表决权”^③,日本公司法第308条规定“股东所持有一股股份拥有一项表决权”,《中华人民共和国公司法》第116条规定“股东出席股东会会议,所持每一股份有一表决权”。

自由主义的现代公司法时期,公司投票权配置架构更加多元,无表决权股、限制表决权股和加权表决权股等特殊表决权股全球流行。“智识多数决”是公司表决权的一种再分配机制。“资本多数决”以股东资本作为表决权份额的计量单位,严格遵循“一股一权”的基本原则。“智识多数决”通过特殊股权设计或协议安排赋予具有“智识优势”的股东特殊表决权,智识要素成为决定表决权再分配的主导因素,呈现出“同股不同权”的基本样态。实际上,市场最重要的功能不是配置资源而是改变资源。^④ 智识本身就是一种改变资源、组合资源的想象力,是成功企业的隐性基因。在当前的法律环境和公司治理实践下,智识资源无法在公司法定出资层面进行度量,只能通过股权结构的特殊安排或表决权协议途径在公司治理中实现价值。新经济企业的公司治理“智识多数决”并非彻底摒弃股权的计量单位,而是在公司法框架内以双层股权结构、合伙人制度、动态股权计划等各种形式通过股权实现“智识与特殊表决权”“智

① 参见[美]威廉·安德鲁·佩顿:《会计理论——兼论公司会计的一些特殊问题》,许家林、董峰译,立信会计出版社2017年版,第63页。

② 参见[美]伊斯特布鲁克:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第82页。

③ § 12 I Aktiengesetz.

④ 参见张维迎:《重新理解企业家精神》,海南出版社2022年版,第38页。

识与多数表决权”的实质关联,将公司表决权实质上分配给具备见识、学问、经验、眼界、专业技能、用人管理能力等智识因素的股东,以期新经济企业在创新赛道实现整体利益最大化。

三、新经济公司治理中“智识多数决” 面临的多重合法性挑战

在特殊表决权配置下,公司治理形成了所有权、经营权、控制权“三元分立”的格局,控制股东、董监高、公司、中小股东与机构投资者之间的利益纠葛更加错综复杂,代理成本加剧,“智识多数决”面临着多重合法性挑战。

(一)“控制权锁死”桎梏:精英治理效能之日落僵局

“控制权锁死”这一术语是指公司的控制权被少数股东或高管团队稳固把持,难以受市场因素或外部股东干预而变化的公司治理结构失衡状态,对企业的良性健康发展会产生不利影响。“智识多数决”模式下,公司控制权与所有权处于高度分离状态。卢西恩的一项研究表明,采用双层股权结构的公司中,超过80%的案例里控制者将其股份份额减少到10%以下,同时仍保留控制权。^①控制权的高度集中一定程度上有利于智识表决权人不受干扰、迅速高效作出决策,但受限于智识资源的不稳定性与高度人身依附性,随着时移世易,智识表决权人的身体素质、精神状态、判断能力以及对公司治理效能的智识贡献不似从前。在加权表决权的作用下,如果采取一成不变的经营策略,运营模式难以跟上行业发展节奏,公司发展可能会陷入停滞不前的“控制权锁死”困境。例如,美国哥伦比亚广播公司的创始人萨姆纳·雷德斯通,去世前因健康状况恶化,长期缺席公司经营管理,但仍通过双层股权结构掌握公司80%的投票权。萨姆纳·雷德斯通解雇了公司CEO达奥曼并解散了董事会,达奥曼和公司独立董事分别提起诉讼,认为这是在萨姆纳·雷德斯失去辨别能力,受人操纵的情况下做出的决定,公司由此展开了代价高昂的控制权争夺诉讼。^②

智识股东不仅拥有股东和董事双重身份带来的股权与管理权,还掌握着公司的控制权。享受过权力的滋味、智识水平不复从前的创始人自主选择退出控制权人序

^① See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers*, *Georgetown Law Journal* 107 (2019), pp.1453-1507.

^② 参见高菲:《双层股权结构“日落条款”:反思与变革》,载《社会科学家》2023年第2期。

列是很困难的选择,“智识多数决”制度赋予创始人的高度表决权决定了外力强制其退出亦难以实现。此外,有学者以2005—2020年在美上市的中概股公司为研究对象,得出结论:若企业处于成长、成熟期,采用双层股权结构能够提高公司价值,但当企业进入衰退期,双层股权结构对于公司价值不再具有促进作用。^①这说明不仅是智识表决权人个人,“智识多数决”的制度本身亦无法永续。如果将“智识多数决”的本质视作长期契约或继续性合同,智识股东的智识不再意味着协议的信赖关系基础已经动摇,能否将其作为协议终止的事由?在于“智识多数决”的制度范式中,一致行动协议、投票权拘束协议、表决权委托等特殊协议安排一般约定了协议期限,但是含特殊表决权的双层股权结构能否也应具有终止期限还未有定论。一批学者倡导在双层股权结构中引入日落条款,^②使“智识多数决”的制度安排在设置的触发条件成就时(如约定期限届满或智识表决权人死亡、失去行为能力等事件发生),该制度不再延续。目前,事件型日落条款已得到新交所、港交所、上交所等交易所上市规则的认可,而期限型日落条款的适用仍具有较大争议,需要进一步规则补缺。

(二)“壕沟防守效应”危机:智识表决权约束不足

“壕沟防守效应”是对公司控制力与利益冲突的关系探讨,即随着高管对公司的控制力越来越强,外部约束越来越弱,当公司利益与个人利益产生分歧时,高管可在更大范围内追求自己的利益,秘密实施如转移公司资产、虚假披露财务信息、操纵股价等隧道挖掘行为,侵犯公司资产利益和中小股东合法权益。企业内部合作性生产机制的一个重要成本是各方参与人之间的利益偏离。^③壕沟防守效应的风险是固有的,因为各方参与人并非市场中的“原子”式交易,而是处于一个契约联合、专业分工的内部组织机制中,个体的参与动机并不准确与企业整体利益保持一致。然而在公司传统决议制度中,董事、经理、管理层对公司的利益偏离受到了绑定机制的纠偏,市场中“看不见的手”通过“财务激励”与“免职惩罚”两套工具使其被对资方投资回报率的承诺绑定,利益趋同效应与壕沟防守收益可以达成平衡状态。但是在新经济公司治理中,智识表决权人处于公司决策权中心,他们仅拥有一小部分公司股权,缺乏

① 参见胡丹、杨金花:《双层股权结构与公司价值——基于赴美上市中概股公司的经验证据》,载《南方金融》2022年第7期。

② See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers*, *Georgetown Law Journal* 107 (2019), pp.1453 - 1507; See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, *Virginia Law Review* 103 (2017), p.585.

③ 参见[美]弗兰克·H.伊斯特布鲁克:《公司法的逻辑》,黄辉译,法律出版社2016年版,第114页。

财务激励或薪酬绩效敏感性,亦免于被替换免职的压力,“看不见的手”带来的市场约束效应日渐式微,壕沟防守效应占据主导地位。前文提到的蚂蚁集团案例中,马云通过与其他股东签署的一致行动协议和有限合伙协议框架,将金融科技巨头蚂蚁集团的控制权高度集中于自己手中,加剧了潜在金融风险。若以西方法律经济学派的公司自由主义和公司契约论论调看待此案,蚂蚁集团的表决协议配置系股东的意思自治,国家权力不应当干预。但是合同具有天然的局限性,尤其在应对权利(力)不对等的关系时常常力有不逮。^① 智识多数决协议往往缺乏中小股东群体保护以及社会公共利益的考虑,因此需强化对智识表决权(力)行使的行为组织法约束。

目前“智识多数决”涉及公司决议、公司治理、报表合并、合规经营等多方面法律问题,智识表决权行使应受到公司法、证券法以及科创板交易所上市规则等规范性文件的共同约束。然而现实中智识表决权的约束机制效果并未达到预期,甚至有学者认为,双层结构公司是“披着公司幌子”的人,一个自然人可以指挥公司行为,包括嬉戏和剥削,且不受重要的监管杠杆的影响。^② 在“壕沟防守效应”下,智识表决权人掌握了高额表决权,阻断公司控制权的自由流动,中小股东权益频频受损。论其原因,一是智识表决权内部行使的适用范围与边界之法律空白,导致中小股东权益更加难以得到保护。公司法没有对“智识表决权”的表决程序规则有所明确指示,在选举独立董事、监事等公司监督权角色或转让重大资产等重大决议事项上,存在少数智识股东滥用否决权的风险。例如,在奇虎三六零软件(北京)有限公司与蒋学文等请求变更公司登记纠纷案中^③,法院虽然认可股东奇虎三六零公司对一些事项(如股权转让)行使一票否决权之章程约定系不违反强制性规定的公司股东意思自治,但否定了其一票否决股权转让行为的效力,原因是若奇虎三六零公司事后拒绝购买该股份,转让股东的股权无法退出且缺乏其他救济渠道,股东权益受损且不利于公司发展。二是采用“智识多数决”的新经济公司的法律监督不足,“信息披露失真”导致保障中小投资者知情权的外部监督无法落实。信息披露可分为强制信息披露内容以及自愿性信息披露内容。新经济企业行业众多,每行每业的实际情况不同,现有强制性披露信息不足以投资者判断企业智识资本与经营风险。随着能源和通信等硬性企业已经转变为重视创造力的知识型行业,新经济公司拥有大量智识资本、信息技术、知识产权

① 参见薛亦飒:《公司契约论的结构修正:以去中心化自治组织为分析对象》,载《法学评论》2023年第6期。

② See Gregory H. Shill, *The Social Costs (And Benefits) Of Dual-Class Stock*, *Alabama Law Review* 75 (2023), pp.223-273.

③ 参见上海市第二中级人民法院民事判决书,(2014)沪二中民四(商)终字第330号。

等无形资产。当前的证券披露和会计要求没有充分地解决公司应如何处理无形资产的遗漏,使新经济公司能够从根本上不准确地反映其业务和业务运营的经济现实。^①无形资产范式商业实践与有形范式监管标准之间的错位为谋取私利的智识表决权人提供了可乘之机,严重危害了中小投资者的利益。

(三)“权责匹配”失败:智识股东责任认定不明

公司治理的核心是公司权力的分配与责任的实现。^②司法判断并非法律的直接适用,而是结合规范与案件进行法律解释、利益衡量与裁判说理的能动过程。司法适用过程中,智识股东滥用智识表决权的后果直接转化为公司法对董事或控股股东、实际控制人信义义务与对应责任之统一规定与认定标准,未能考虑到“智识多数决”制度关于公司治理权力配置的特殊性,智识股东的滥用权力责任与智识表决权超额表决权之间权责并不一致。

一方面,智识股东的责任形式不明确。无论是《中华人民共和国民法典》还是《中华人民共和国公司法》均没有对股东表决权拘束协议、投票权信托等特殊协议安排制度进行特别规定。一旦违约股东的投票影响到公司决议的通过与否,那么对于违约股东,究竟是课予金钱损害赔偿,还是(兼而)强制其实际履行协议,司法上存在裁判不一的现象。^③另一方面,智识股东的责任标准不合理,公司法第180条规定的信义义务标准过于单一且司法适用缺乏对“智识多数决”的价值判断与利益衡量。“智识多数决”制度功能是智识赋能发展与鼓励创新,新公司法亦提出“弘扬企业家精神”是公司法的目的之一。那么法官是否应当对智识股东的理性决策导致的商业失败采取更加宽容的态度?“智识”能否通过公司法的“企业家精神”条款纳入司法裁判说理过程?通过“北大法宝”网站上的案例检索,新公司法出台后尚未有案例在“法院认为”中提到“企业家精神”。换言之,“企业家精神”条款的宣誓功能大于实用功能,司法价值判断中未能充分权衡普通股东与智识表决权人的个体利益、智识多数决的制度利益、弱势投资者保护的社会公共利益。另外,智识股东是享有智识表决权的“决策者”,依据公司法第180条第2款^④规定的“管理人的合理注意”确定勤勉义务标准并不符合逻辑。相较之下,英美法系适用的商业判断规则以决策为本

^① See Olufunmilayo B. Arewa, *Reality under the Intangibles Paradigm*, Buffalo Law Review 54(2006), pp.1-46.

^② 参见邓峰:《代议制的公司:中国公司治理中的权力和责任》,北京大学出版社2015年版,第114页。

^③ 参见李建伟:《股东表决权拘束协议可以实际履行吗?》,载《法制与社会发展》2024年第2期。

^④ 《中华人民共和国公司法》第180条第2款:“董事、监事、高级管理人员对公司负有勤勉义务,执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意。”

位,主张董事善意作出商业决策尽到合理注意义务可免于承担责任更加合理准确,体现了对智识股东善意决策的尊重与保护。此外,“为公司的最大利益”之含义并不明确,符合新经济公司成长特性的“最大利益”需更清晰的法律解释。另一方面,智识股东享有超额表决权,更容易在关联交易、选举独立董事、审计会成员等可能产生利益冲突的决议事项上滥用权力,造成普通股东的权益受损,采用与普通董事相同的信义义务标准会造成智识股东的“责任逃逸”。在 EZCORP 案中,美国特拉华州法院法官认为应对智识表决权股东采用更高的信义义务标准。^① 诉讼中,法官认为,由于 Cohen 是控股股东,可能需要承担违反信义义务的责任,即使他没有直接参与交易。控股股东占据着独特的优势地位,可以以牺牲少数股东的利益为代价从公司中获取不同的利益。当控股股站站在交易的双方时,双方的行为都将根据更严格的完全公平标准来看待,而不是更尊重的商业判断标。EZCORP 案的判决思路或可提供一定借鉴:在可能存在利益冲突的情况下,决议的程序公平与实质公平都必须由智识股东充分地进行证明,法官应当以更严格标准对此进行审查。

四、新经济公司治理中“智识多数决”的法治回应

为弘扬企业家精神,发挥法律能动性,应在公司法现代化改革浪潮中不断完善“智识多数决”的法律制度建设,以自由竞争思维重塑资本市场面貌,以审慎包容态度回应新经济公司实践中的“创造性破坏”活动,为新经济公司治理创新提供充足的法律制度供给。

(一) 法治思维方式调整:组织法与契约法并行

公司决议是一个重要的法律概念,有学者认为公司决议为独立的公司法人通过由若干人组成的职能机构以语言形式表达出意思表示的特殊法律行为。^② 还有学者将公司视为“契约网”或者一组明示契约和默示契约的集合体,而公司决议是一种默示的自愿性协议。^③ 按照公司人格理论的“聚合说”,公司是契约的产物。^④ 有学者认为,社团决议是体现团体成员意思自治的共同行为。^⑤ 有学者认为对公司治理中决议

① See EZCORP Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 14, 2016 WL 301245.

② 参见[德]卡尔·拉伦茨:《德国民法通论》,王晓晔等译,法律出版社2003年版,第433页。

③ 参见[美]弗兰克·H.伊斯特布鲁克:《公司法的逻辑》,黄辉译,法律出版社2016年版,第103页。

④ 参见蒋大兴:《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》,载《法学》2017年第4期。

⑤ 参见许中缘:《论意思表示瑕疵的共同法律行为——以社团决议撤销为研究视角》,载《中国法学》2013年第6期。

相较协议具有团体法行为属性、社会组织功能、增量创造功能三个特性^①公司决议本质是股东间的共同意思表示,受到契约法调整,“智识多数决”是决议的产生过程,需要满足主体适格、意思表示真实等合同生效法定要件。但相比于一般契约,公司决议具有涉他性,不仅影响到参与表决的股东,还关涉到公司内部组织与外部众多利益相关方,公司决议的制定规则必须遵循组织法规则。

一方面,从契约法的视角来看,公司决议建立在股东/董事会成员自愿达成合意,约定他们权利义务或职责职权的分配问。智识多数决安排实质上是公司内部股东与股东之间、公司与智识者之间签订的治理性契约结构,在契约法思维引导下应尊重合同自由,立法赋权新经济企业在法律允许的自治空间内设定表决权的配置和议事规则。法律上应确认公司对股东的补偿型特殊权利安排、期限型日落条款、投票权委托、股东投票权拘束协议等协议约定的正当效力,并确认违反上述协议约定,滥用智识表决权损害其他股东利益作出的公司决议为可撤销决议。

另一方面,智识多数决的法律规制应当以组织法思维为基础。法律目前没有过多明确规定的特殊协议安排式“智识多数决”制度,形式内容上更加高度灵活,公开度和透明性较低,更需要加强实时监管、动态监管、穿透式监管,重点关注新经济企业对于中小股东等弱势群体利益保障政策以及公司“公共政策”的落实情况,强化对普通股股东的知情权、查阅权、监督权、积极参与权以及“用脚投票权”等法定权利保护,司法上可通过“全体股东协议”等同于“公司章程”的解释路径,将其纳入组织法的管辖射程,优先适用组织法即公司法上的规定。

(二) 法治制度体系健全:主体、行为、责任一体构建

在组织法与契约法并行的法治思维引领下,针对新经济企业治理中智识多数决安排遭遇的合法性困境,本文主要从主体、行为、责任三个层面就立法、司法与监管政策的完善提出相关建议。

1. 主体视域:明确行权主体资格,健全进入退出机制

首先,强化智识表决权行权主体资格审查。规范性应明确规定智识表决权行权主体的只能是自然人。《科创板上市规则》第4.6.3条规定智识表决权行权主体为具有“重大贡献”与“相当持股比例”的公司董事或者该等人员实际控制的持股主体。智识表决权人的主体身份的取得高度取决于其身上的智识资源,若持股主体为法人

^① 参见吴飞飞:《论公司治理中协议与决议的区分》,载《财经法学》2019年第2期。

董事,不仅不符合智识条件还违背了我国现行公司法的规定,故表述上明确行权主体为自然人更为妥当。

其次,健全智识表决权行权主体的进入退出机制。公司法第144条可以在表决权类别股规定中,对双层股权结构、合伙人制度、任期投票制等“智识多数决”制度类型化列举,支持、引导、鼓励“智识多数决”制度发展,并在配套规则与上市规则中要求公司设立科学的业绩考核评价约束机制。需要按照“不同股东、不同对待”的实质公平原则行事,允许他们与公司约定一些特殊的股权内容和合同内容。^① 监管政策可放宽目前对于“特殊股东权利安排”的限制,赋权鼓励通过业绩型日落条款、固定期限型日落条款、对赌协议、限权条款、表决权复活等形式,对享有超额表决权的股东行权内容、行权方式以及行权期限加以限制。法律进一步细化事件型日落条款的程序规定,若智识表决权人的重大投资行为未经股东会或专门委员会的严格论证,事后造成投资事故,导致公司效益重大亏损且专门委员会认定该事故应归责于智识表决权人,智识表决权人立即暂停经营策略挽回损失,依契约规定降低表决权比例或暂停表决权的行使,严重时智识表决权人退出智识表决权人序列,转化为普通股东。

2. 行为视域:建设分类表决机制,强化智识资产信息披露

规范智识表决权行使行为,需完善类别股东表决制度,建设“智识多数决为基础、双重多数决为补充、资本多数决为特殊”的表决法律规则。一般日常情况下,公司法赋权新经济公司根据章程或协议规定的“智识多数决”形成公司决议。但是对于修改公司章程、增资减资、分红等情形,以及两类股东可能存在利益冲突或者尤其是可能损害普通股东利益的事项表决时,实行“双重多数决”制度。可借鉴日本公司法规定,立法上明确规定设立类别股东大会。公司如果实施会给类别股东的利益带来重大影响的法定事项,以及章程规定的事项时,需要经过该类别股东大会的决议。^② 普通股股东与智识表决权人按照各自适用的规则对股东大会决议分别进行表决,分开计票,决议事项需经过两类股东多数同意才能通过。考虑到强化智识表决权监督有效性的需求,在特殊法定情形下一股一权应回归公司治理,例如监事、审计委员会成员、独立董事的选任与更换。

深化以信息披露为核心的注册制改革,均衡考量信息披露的公开透明、资产安全

^① 参见朱慈蕴、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。

^② 参见朱慈蕴、神作裕之:《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。

与企业合规成本。披露内容方面,智识资产的信息披露范围原则上为版权信息而非全部数据,披露标准原则上需作出叙述性概述披露但不必详细说明。披露方式方面,应当以自愿信息披露为主,并采用“遵守或解释”的自律监管治理准则。考虑到新经济行业之间的差异性较大,应当由各行业协会向上市公司提供关于知识产权数量、研发投入、研发人员等无形智识资产的科创信息披露准则后,新经济公司需要在公司报告中说明是否根据披露准则选择自愿披露客观地呈现新经济企业科创属性、价值属性、成长属性的行业信息,如不披露,需要在公司报告中说明不披露的原因。对于知识产权、数据信息等无形智识资产出资、重大交易等事项信息,如果对普通投资者而言具有重大影响性,应当纳入强制披露序列。

3. 责任视域:合理适用“企业家精神”条款,厘清智识表决权滥用责任

合理适用“企业家精神”条款,可为个案的裁判说理提供正当性理由。新公司法全面加重了董事责任,尤其是“董事对第三人责任”规定的增加可能导致第三人过度干涉公司治理,不利于智识要素保护。对智识股东的勤勉义务的司法审查中引用“弘扬企业家精神”,是对新经济企业公司基于智识与理性作出商业决断的尊重,既体现了司法谦抑性品质,又为企业家善意履职行为提供了“安全港”规则。

厘清智识表决权滥用责任,必须对智识股东的信义义务标准作出合理的法律解释。首先应当以长期主义和整体主义的视角理解公司法第180条规定的“公司的最大利益”标准。其次,如果智识表决权人行使董事的一般职责且不涉及利益冲突,应当采用决策者的商业判断规则,只要该董事的履职行为符合资料搜集、集体讨论、商业理由论证等商业判断程序,主观上不存在重大过失,在项目失败时及时止损,可视为履行勤勉义务。应确立同时担任公司董监高或双控人的智识股东对公司承担更高信义义务标准。如果智识表决权人行使特殊表决权且作出具有利益冲突的决议,司法审查应采“有罪推定”的完全公平性标准,要在实质层面对交易的公平性从交易条件、交易对公司的利益以及交易决策的全过程进行综合审查。^①而且,还应当采取更为严苛的“专家判断”标准以保障普通股东的合法权益。如果智识表决权滥用行为构成“壕沟防守效应”损害公司和其他股东的利益,应当根据公司法第21条、第22条规定对公司和其他股东承担责任。如果智识表决权滥用行为导致“控制权锁死”桎梏并严重损害中小股东和公司利益,智识股东应当承担根据公司法第89条第3款的规定

^① 参见孙英:《论董事自我交易的法律规制——以〈公司法〉第149条的适用与完善为核心展开》,载《法学》2010年第6期。

承担异议股东股权回购责任。

五、结 语

公司法是社会主义市场经济制度的基础性法律。新公司法第1条以“完善中国特色现代企业制度,弘扬企业家精神”的表述开宗明义,为股份有限公司“人本主义”回归趋势下“智识多数决”的法治化调整指明了方向与目标。纵观历史,公司发展阶段、控制人的个人倾向、资方态度等多种因素交织影响公司股权架构和表决模式的选择。在新经济时代背景下,“智识多数决”使得对公司发展具有重要智识贡献的股东能够对公司决策产生更大影响,体现了对企业家精神和创新的充分尊重。应在法治框架内不断探索具有中国特色的“智识多数决”的制度范式,以回应型法治应对不断变化的新经济环境与企业治理需要。