

双重股权结构:历史的进路 与利益的平衡*

郑 彧**

摘要:双重股权结构的批评者主张引入“日落条款”作为中小股东保护的“护城河”,以减少创始股东把持控制权的风险。但正如著名学者 John C. Coffee 的担忧,以时间为标准强制终止特别表决权可能无助于对中小股东的保护,反而会促使创始人考虑短期私利而损害公司的长期利益。因此,本文以双重股权结构出现的必然性为线索,结合公司法的私法特点和证券法的公法特点,说明在监管层面强制施加“日落条款”的弊端,并对我国双重股权结构的完善提出建议。

关键词:双重股权结构 日落条款 控制权

2018年10月,美国机构投资者委员会(Council of Institutional Investors, CII)向纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(Nasdaq)递交一份新的提案,要求这两家证券交易所针对存在双重股权结构的

* 本文受到上海市浦江人才计划(项目编号:17PJ039)的资助。

** 华东政法大学国际金融法律学院教授。

上市公司增设“日落条款”〔1〕此后不久,美国哥伦比亚大学法学院知名的证券法专家 John C. Coffee 教授连续发表了 3 篇博文表达他对“日落条款”的一些担心。在他看来,“日落条款”的初衷虽好,但实施“日落条款”的最终结果却有可能使得原本拥有额外表决权的创始人“断崖式”地失去表决权,这种负面影响反而会促使创始人在日落期内基于其所拥有的特殊表决权而采取其他手段弥补自己在“日落条款”生效后可能遭受的损失,由此,“日落条款”仍然存在无法有力地保护公众股东利益的初衷。作为美国极具声誉的证券法学者, Coffee 教授的担心主要围绕在设置“日落条款”时那些“双重股权结构公司的公众股东是否有权剥夺创始人的控制权溢价”,或者说“他们是否需要为创始人丧失投票权予以补偿”。为此,他就如何平衡创始人与公众投资者之间的利益提出了他的一些建议,其核心观点在于应该“还权于市场”,主张通过市场主体之间的博弈实现双重股权架构下的“超级投票权股东”与“公众股东”利益的平衡,这本身就应该是一个自然博弈的过程,而且是能够在市场中实现的自然博弈。(参见前译文《反思双重股权结构》)。Coffee 教授“自然博弈”的观点不禁引起了译者对于“双重股权”架构出现内因的无限共鸣。总体上看,在真实的商业世界里,“存在即合理”可能是我们法律人理解真实的商业世界、还原商人的需求,并最终以法律保障商业发展的唯一现实基础。

一、要从商主体发展脉络的角度理解双重股权结构的历史必然性

对于双重股权结构的争议来自对传统公司治理结构范式理解的不同,特别是对于“一股一票”〔2〕(中国公司法语境下的“同股同权”)所

〔1〕 CII 要求除非上市公司的双重股权结构迟于首次公开发行(IPO)之后 7 年结束,否则两家交易所都不可允许采用多重股权结构的公司进行首次公开发行。

〔2〕 除了在此篇博文中提到“一股一票”的争议外, Coffee 教授还另有专文讨论“一股一票”问题的争议,有兴趣的读者可参见 John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 *The Yale Law Journal*, 1, 82 (2001)。

存在的不同解释。一如 Coffee 教授在其博文中所提及的,反对双重股权结构的机构投资者坚持“一股一票原则才是公开证券交易市场的自然状态”。不过敏锐的读者不难发现,在 Coffee 教授博文中所引述的这个观点有一个非常重要的限定性条件——“公开证券交易市场”,而不是诸如“一股一票原则是公司法上的自然状态”之类的表述。此中蕴含的事实原因不难解释:因为如果对美国双重股权发展的历史追根溯源,1819~1852年,以股数作为投票权基数的计算方法才开始在马里兰州发端并在1852年确立,^[3]尽管在最初阶段确实是以股东持有的股数作为表决权的计数标准,但各州公司法在股东权利分配方面仍留下了很大的自由度,即允许公司章程授权董事会发行投票权等权利不同的股票。^[4]因此,除了佛罗里达州等少数州公司法强制性规定“一股一票”外,大多数州公司法对于限制投票权问题都是以强调披露为主的任意性规定。^[5]总体而言,公司法层面对于公司股东之间权利的配置并没有设置过多的限制或者障碍,各州也是按照“股东自治”的基本原则对双重结构的合法性进行解释。但以上还仅仅是基于“没有被公司法否认”的事实层面来解释双重股权结构存在的“合法性”,如果更进一步,将公司作为商主体的一个类型而放在人类商业发展的历史进程视角,对于双重股权结构的合理性其实更加容易理解。

比如,所有商主体类型的发展过程都是为了满足商业实践的需要,特别是基于商人们在“营业性”目的下拓展生意的需要。从这个意义上讲,商主体的类型首先是以“商个人”的形式出现,此时的“商个人”作为自然人与“民法上的个人”存在物理意义上的重合。但这些自然

[3] See Stephen Mark Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights* (May 2007). UCLA School of Law Research Paper No. 07 - 16, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=985707>.

[4] 比如,《示范公司法》规定,如果公司章程作出规定,经授权的董事会可以在不经股东同意的情况下:将未发行的股票分成一个或多个种类或一个种类中的一个或多个系列:(1) 将未发行的股票分成一个或多个种类或一个种类中的一个或多个系列;(2) 将未发行的任一类型的股票重新分成一个或多个种类或将其分成一个或多个种类中的一个或多个系列;(3) 将未发行的任一类型的任何系列的未发行的股票重新分成一个或多个种类或一个种类中的一个或多个系列。

[5] 参见王灏文:《美国类别股法律制度探源:背景、进程及内在逻辑》,载《证券法苑》(第25卷),法律出版社2018年版。

人在处理商业活动中的行为准则、责任承担已经开始有别于那种仅仅是为了“安家糊口”的自然人个体,商个人成为一个可被区分的特定类型的自然人主体。由此,在扩展生意的过程中,原先作为个体的自然人发展成为以康孟达组织(Commenda)和索塞特组织(Societas)为标志的商合伙形式。康孟达组织并不是一种真正的组织,而是一种为了规避中世纪法律所禁止的高利贷行为而在航海冒险家和资金放贷者之间所形成的一种商事契约,其本质是航海者与资本家进行合作的一种商业合伙形式。通过康孟达组织这一形式,既可以使航海冒险家获得足够的冒险资金,又能够给资本家提供一个有限风险的盈利机会。^[6] 可见,作为商组织最初形态的“商合伙”本身也是为了回应现实需求规避法律的一种制度创设。初期的商合伙还只是以契约为中心的个体联结,并不具备以单一商事主体对外从事商事交易的特征,但随着商品经济的进一步发展和繁荣,资本集中的需求进一步加强,原先以全体合伙人的名义从事交易的合伙组织已经不能适应大规模、跨区域交易的需要。为满足对稳定资金和统一管理需要,互相信任的商人们开始组成一个愿意长期固定的组织并依据一定的规则以该组织的名义对外进行交易活动、对内进行利益分配。随着时间的推移,这种组织逐渐客观化、固定化,并形成一种客观、持久的商业主体形态,也即公司(company)。早期的公司只是权贵资本们经过国王特许而筹集商业资本的工具,本身并不具备隔离投资者责任与公司责任的功能。在公司作为经过特许才能得以成立的年代里,普通的商业投资者为了规避取得令状的时间成本(通常要3~4年才能取得特许状),他们往往通过产权的让渡契约(deed of settlement)而以“信托”的方式将投资者的资产转为受托人的名义所有,由此实现投资者个人资产与早期合股公司(joint-stock company)资产的分隔。早期合股公司不是“经注册的公司”(incorporated company,即那些已取得令状的公司),其所谓的“公司”只是一种商业上的称谓,而非法律上的主体(这种合股公司在法律性质上属于“信托”),公司投资人需对公司债务承担无限责任。由于无限责任对投资人和经营者个人财产的威胁,两合公司作为规避部分投资人无限责任风险的目的而

[6] 参见方流芳主编:《新编公司法》,法律出版社2000年版,第42~43页。

被设计产生。两合公司结合了无限公司和有限合伙的特点,使公司能够在维持商人专业经营的同时获得外来的资本注入。但两合公司并没有完全消除投资者(特别是从事具体商业活动的投资者)承担无限责任的风险。随着英国工业革命后的对外扩张,工业和贸易上的扩张与冒险对于资本的需求越来越多,同时,投资者的风险隔离意识越来越强,因两合公司经营失败而造成的影响也越来越大。在这种背景下,一种由王室以颁发特许状形式形成的、投资者被特许承担有限责任的合股公司被引用到商业领域。这种以有限责任为特点的合股公司的需求促成了有限责任的合股公司从特许状向“准则主义”过渡。^{〔7〕}在最早完成资产阶级革命的英国,1844年通过的《合股公司法》和1855年的《有限责任法案》确立了“公司”这种组织的有限责任性质。而当公司具备股东之“有限责任”这一特征后,经过法定条件注册成立的法人型公司(corporation)这种组织形式既解决了公司责任与投资者责任的切断,同时公司财产的独立性和董事的受托责任又满足了投资者对于公司内部运营权限分配的信任问题。^{〔8〕}由此,以法人型公司作为商业工具进行融资和营业的载体突飞猛增,以公司股票、债券为主要表现形式的直接融资方式成为继银行间接融资之后商人们从事生意最为主要的融资工具。

而在此后,基于法人型公司的虚拟法人人格特征,其经营成果分配至投资者需要承担企业所得税和个人所得税两层税负,因此又是在商人现实需求的推动下,在美国产生了那种有别于法人型公司的有限责任公司(limited liability company, LLC)。这种有限责任公司在责任形式方面实现了投资者的有限责任,但在税务上却无须承担法人型公司的双重税收负担,因此,这类重新创设出来的“有限责任公司”有着类似合伙企业的“壳”,却实现着法人型公司的财产隔离功能。它需要在州政府登记,却又不像法人型公司那样需要进行具有宣誓“法人实体”意义的注册;其投资者称为“成员”(member)而非股东(shareholder),

〔7〕 参见张民安:《公司法的现代化》,中山大学出版社2006年版,第18~30页;范健、蒋大兴:《公司法论》(上卷),南京大学出版社1997年版,第72~85页。

〔8〕 参见周放生:《公司,现代社会最伟大的发明》,载《上海国资》2010年第9期。

而且更为重要的是,它可以依据自己成员的内部约定以类似于合伙企业的方式从事经营活动。除了 LLC 以外,在日益丰富的商业实践中,伴随着商人们的需要,原先那种必须以“实体”作为商业活动载体的惯例也被逐步打破,最为明显的就是以作为“法律行为”的契约为核心的“商事信托”已经在不少国家被视为商主体而得到法律的承认和认可。^[9] 在美国法上,商事信托已经拥有毋庸置疑的强式法律人格和有限责任,它将内部组织的各类事项交由信托组织的治理文件(章程)来具体规定,通过章程条款的妥当安排,可以按照类似于公众公司的方式来创建商事信托,信托的受益人承担着类似于股东的剩余索取权的角色。^[10] 而最近几年在中国出现的阿里集团的“湖畔合伙人制度”^[11] 万科的“事业合伙人制度”^[12] 华为的“虚拟股份”^[13] 其实也都是在传统法人型公司以外的商人诉求的真实反映。

沿此历史脉络,我们不难看到,在原本“一股一票”传统下,发端于

[9] 但在大陆法系,对于以集合投资计划或投资基金表现出的商业信托存在“组织说”“财产说”“投资方式说”的分歧,但目前普遍的认识是,商业信托并不能成为与公司、自然人并列的民事主体。有关观点参见陈洁:《集合投资计划的解构与规范——以日本〈金融商品交易法〉为参照》,载《法学》2012年第10期。

[10] See Reinier Karaakman etc., *The Anatomy of Corporation Law: A Comparative and Functional Approach* (2nd edition), Oxford University Press, 2009, pp. 17 - 18.

[11] “湖畔合伙人”又称“阿里合伙人制度”,其核心是要在以三权分立为特征的“现代公司法人制度”下,通过契约形式的安排将公司的管理权赋予特定的管理层人员,无论这些管理层人员是否持有公司股票。“阿里合伙人”制度的本质是要保持公司创始人在公司资本扩张而引起的股东结构多元状态下保持对于公司的控制权。一方面,有批评者认为这种合伙人制度的安排严重突破了传统的以“资合”为特征的公司治理结构的安排;但另一方面,从市场主体的创新而言,如果这种制度的创新能真正被证明可以符合公司和公司股东的长远利益,那么,这种公司本质下的合伙制度未尝不可在德国法学家人为创设“有限责任公司”100多年后成为下一个100年的法律产品的人为创新。

[12] 万科的“事业合伙人制度”是指万科在发展项目时要求项目的高级管理人员除了以公司雇员身份参与项目外,还需要拿出资金与万科共同作为拟开发项目的“合伙人”,共同出资,共担风险,共享收益,由此打破了传统的公司员工与公司之间关系的界限。

[13] 华为的“虚拟股份”是员工激励计划的变种,在员工持股会代持的名义下,符合资格的员工通过出资购买收益权的方式获得华为的“虚拟股份”,分享收益,分担风险,也是对传统公司制度项下员工与公司之间关系的一种突破。

美国硅谷的双重股权制度无非为避免创业初期因为公司融资需要而存在大比例稀释股权的风险下而与投资者进行的一种利益交换的安排。在尊重资本投入(当然前提是也承担了风险)^[14]获得利益的前提下,双重股权结构为创业公司能够按照创始人创业的风格和初衷发展事业提供了一种合约保障,实现了控制权保留与融资需求的平衡。于此脉络,双重股权结构的出现有着其商业逻辑上的正当性和必然性,是商业实践中由商人们基于自身需要而谈判出来的结果。这种特点决定了如同对待所有商组织制度的进化过程一样,法律的作用在于如何承认、调整而非限制商人们的契约设计或者合同安排,毕竟从本质上,商人的合理需求和实践而非法学理论才是包括公司法在内的商事法演进的根本源泉。

二、要从商法利益平衡的角度理解双重股权结构的契约合理性

在商业活动中,商业社会的活动始终呈现以“连续性交易”为特征的图谱,这种连续性交易过程导致商法在解决纠纷时要面对更加多元化的主体之间的利益平衡。虽然在商事交易中也讲究对于交易主体的个体保护,但商业规则的执行需要更多地考虑到整体商业主体的利益平衡,即使某一商业规则在运行的过程中带来的结果可能损害到个别参与主体的利益,商人们也必须遵守和执行此等商业规则所带来的商业交易的结果,也即商法需要通过保护商业规则的权威性以确保参与商事交易的主体对商业规则运行的结果有明确的预期。如果“具有特殊财产能力和特殊生存环境需求的商人与普通自然人和非商人组织享

[14] 这种早期的资本投入就是国内已经熟知的风险资本(venture capital, VC),之所以称为风险资本,是因为这些资本是承担投资创业企业失败的风险,这就是在美国市场上风险资本与股权投资基金(private equity fund, PE)最大的区别。如果对照硅谷的风险投资实践,中国现在市场上的 VC 因为设置了所谓诸如退出、回购等投资者保护条款,反而变得与 PE 没有区别,不能在资本方面起到与创始人“共进退”的效果了。

有同等权利并承担同等义务和责任,是以表面的公平造成实际的不公平”。^[15] 基于此等意义,发源于商事习惯法的商法无论是在主体规范、财产流转和商业责任方面,都存在与其他私法(如民法)大相径庭的价值观,商法需要以整个商业社会的整体交易规则为保护对象,重视保护已达成的交易对其他交易或者当事人的影响,强调交易本身的效率、迅捷和安全,由此衍生出商法思维存在的逻辑前提是在整个交易机制效率的考量下兼顾个体的公平,其特征是通过寻求商业社会的“整体公平”来实现个体的“相对公平”,这决定了商法在商业交易保护功能上的“效率优先”“保护交易结果”“利益平衡保护”的三大原则。

在“利益平衡”方面,任何商事交易及其纠纷的解决都要基于利益平衡的视角进行解读和解决,我们可能面对的是在保护交易结果的同时,通过其他的制度设计和安排对在交易结果中受到“不公平对待”或者“不公平损失”的商事活动参与人予以补偿,即在维护交易效率而保护交易结果的状态下,通过其他的替代性制度安排进行利益的平衡。比如,在公司法领域中,“人数多数决”或者“资本多数决”(以下简称“多数决原则”)是对全体股东普遍适用并应被遵守的普适性规则,这就意味着如果一项交易(如公司重大资产出售或者购买)已经以合法的程序按照多数决原则在公司内部表决通过且被实施完成,那么,在事项表决中提出反对的“异议股东”并不能因为其个人对交易显失公平或者损害自身权益的主张而导致交易的无效或者撤销。但为了保护异议股东的权益,公司法通过一系列的制度设计来保证异议股东的权益:第一,它赋予异议股东挑战交易表决程序和交易表决结果(体现为股东会决议)合法性的机会;第二,异议股东可以向其他股东要求“损害赔偿”;第三,对于控股股东利用表决权优势通过法定表决程序压榨小股东利益的,异议股东还可以要求公司履行“回购义务”。由此看来,这些异议股东的保护措施既不会影响公司对外所从事交易的结果,又能在保护交易的稳定性的同时保护异议股东的利益,也能有效地在公司与第三方的交易结果、公司控股股东与公司异议股东之间取得利益

[15] 范健:《商事审判独立性研究》,载《南京师大学报》(社会科学版)2013年第3期。

的平衡。^[16]

在此理念下,如果重返到双重股权结构历史发展的轨迹中,我们同样可以发现不同主体围绕公司这一组织制度所进行的利益平衡与妥协:原本法人型公司(以下均简称为“公司”)的结构首先是股东们为了实现自身风险的切割而将股东责任与公司责任分离出来的工具创新,公司本身就是股东利益与债权人利益平衡的一个结果;尔后,随着商业活动的发展,在股东有限责任的基础上,公司基于大规模融资需要以“资本决”替代“人数决”的资本多数决原则,也恰恰是大规模融资过程中股东与股东之间利益平衡的产物。正是在这些具备诸多利益平衡因素的制度设计基础上,以“法人实体”“股东有限责任”“可转让股份”“董事会结构下的中央化管理”“按照出资分享股份所有权”为标志的特征构成了现代公司的基础,^[17]作为法人的公司及其运营,无不体现着众多主体之间围绕公司主体所进行的利益平衡。

在利益平衡的视角下,我们可以看到原先传统的股东与公司之间的关系被视为合同法项下“委托—代理”关系,作为受托人的股东(类似于后来的“董事”角色)对于合股公司资产的处理必须接受“委托—代理”关系中有关代理人对委托人的信义义务(fiduciary duty)之约束。这可能也是一直流传到现在的有关公司法理论中股东与董事之间存在“委托—代理”关系的一种历史来源。但问题在于,用“委托—代理”解释董事与股东之间关系的前提是合股公司还不是一个为法律所认可的实体。由于合股公司并不能自行对外承担责任,出资人的“合股”是以信托方式将出资人的出资委托受托人持有并经营,由此为了保护那些在名义上并不持有合股财产的其他出资人(股东)的利益,受托人(相当于现代公司的董事)对出资人应负有信义义务。但自英国颁布《有限责任公司法案》(*Limited Liability Act*, 1855)以承认合股公司的独立法人地位和公司有限责任后,“委托—代理”理论的基础已经发生了翻天覆地的变化:因为当公司这种法律组织形式被法律或者国家所承认时,公

[16] 参见郑或:《商法思维的逻辑基础》,载《学术月刊》2016年第3期。

[17] See John Armour, Henry Hansmann, and Reinier Kraakman, *What is Corporate Law*, Edited by Reinier Kraakman etc., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (Second Edition), Oxford University Press, 2009, pp. 5 - 16.

司成为一种在法律意义上被比拟成与自然人相并列并可独立承担法律责任的“人”,这是一种被“拟制的人”(artificial person,或被译为“拟制法人”)。在“拟制法人”制度中,为实现法律所赋予的作为“法人”的独立人格效果,公司需要有自己的意思表示机关和决策机关,公司通过自己的意思表示机关和决策机关行使自己作为法律上的“人”的功能,由此,公司独立于股东,不再依托于股东的意思表示,公司的财产与股东的财产彻底分离,公司的意志与股东的意志也从此分道扬镳。打个不恰当的比喻,从此股东与公司的关系就像父母与子女的关系,股东认缴出资组成公司相当于把公司“生”下,股东们成为公司的“父母”,股东与公司被分割成两个不同的主体,股东拥有的只是对公司股权(份)的所有权,股东不是公司的所有人,公司既不属于股东所有,也不是股东的附属品,公司与股东就像父母与成年子女那样存在“亲缘”关系,但又彼此自主、互不干涉。基于公司法律人格的独立化及公司股权结构的分散化,可以说现代公司治理结构上的“所有权”与“控制权”的分离,已经摆脱了19世纪中叶合股公司因为在法律状态上的不独立而被迫在股东与受托人(董事)之间引入“委托—代理”关系的桎梏,公司的财产不再由某个自然人代持,而是由公司自己所有。

在欧美法上,分离后的公司的决策机关和意思表示机关的功能就逐渐落在董事会身上,董事会成为公司这种法人的“大脑”,负责就公司这个“人”的日常一切重大事项作出决定。在此过程中,随着早先的“委托—代理”理论无法解释公司的这种“强法人人格”特征,^[18]有关能够描述公司与股东、股东与股东、公司与利益相关人之间关系的“公司合同束理论”就逐渐成为解释公司治理结构的一个重要的方法论工具。在“公司合同束理论”的框架下,公司被解释为一种能够承载围绕着公司所发生的各种社会关系的系列契约的联结和组合,即原本需要通过不同主体逐个谈判、缔结的合约可以通过公司这种长期存在的工具减少缔约的主体、缔约谈判的时间,实现节约成本的作用。换句话

[18] 因为在“委托—代理”理论项下,董事的行为代表的是股东而非公司,“委托—代理”理论无法进一步解释股东完成出资后公司财产的独立性,并对由此产生的公司责任与股东责任之间的切割提供自圆其说的解释。

说,“公司作为一种合同机制,之所以能取代市场,是因为公司内部的科层序列很好地降低了合同各方的交易成本”。^[19]理论上,所有的公司都可以通过谈判的方式而得以设立,不需要外部的调整。然而,“一对一”的谈判成本对于交易主体而言实在过高,特别是对于那些可以“重复为之”的行动而言,标准化的文本是帮助当事人节约交易成本的有益选择。此时,公司法的出现只是帮助固定那些已经在实践中被证明行之有效的谈判结果或者契约成果,通过法律手段进一步减少当事人的谈判成本。由此,公司法在某种意义上也只不过被视为股东间有关公司设立、存续、经营与消亡的“标准合同”。既然是标准化的合同,当事人当然可以在公司法的基础上进行契约的选入(opt in)或者选出(opt out),从而以新的自行谈判的条款替代“标准合同”,并进而推动“标准合同”的演变。

由此,在公司发展的初期,当由原来依据人的因素的合伙转变为依据资本多数的法人型公司时,市场的多数实践当然呈现股东平等的“一股一票”“一人一票”的特征,^[20]由此作为“标准合同”的公司法也呈现出标准化的“一股一票”或者“一人一票”的法定性规定。但在“公司的合同束理论”解释框架下,商业发展的历史进程已经显而易见地告诉我们,“一股一票”并非股东们围绕“公司”这一组织形式所固定不变的权力分配方式。资本多数决在公司作为新型组织形态的初期在满足了公司对于资本需求的同时(因为资方承担更多的风险),也带来了对于公司组织结构和控制权方面的变化和反弹:巨额的资本融资可能导致创始人或者创业者丧失对企业控制权的风险使得需要一个全新的

[19] 罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第6页。

[20] 但是尽管这样,在英国公司法上,仍然可以依据公司章程的约定在私人公司中采取“点人头”而非“点票数”的表决方式以体现闭锁型公司的“人合性”特征。比如,2006年英国《公司法》Section 282规定了两种形式的私人公司的决议方式:“(3) A resolution passed at a meeting on a show of hands is passed by a simple majority if it is passed by a simple majority of the votes cast by those entitled to vote; (4) A resolution passed on a poll taken at a meeting is passed by a simple majority if it is passed by members representing a simple majority of the total voting rights of members who (being entitled to do so) vote in person, by proxy or in advance (see section 322A) on the resolution”。

机制平衡“融资”与“控制”之间的关系,由此唯一的选择就是作为新的谈判结果的“差异化表决制度”的出现。公司的创始人希望通过限制其他出资人的股份表决权或者增加自己股份表决权,以实现成功融资与自己控制权不被稀释的双重目标,以此实现股权融资的多样化和公司控制关系的多样化。^[21]很显然,在差异化表决制度兴起的过程中,作为一种可被解释的具有权利区别对待意味的类别股制度(最为明显的例子就是优先股)最先开始被创设出来并被广泛运用。以优先股为代表的类别股通过股东之间的协议在剩余索取权与表决权之间的交换,构成了有别于传统“表决权与收益权合一”的股东关系,由此产生了那些类似于借贷的只以资本投入坐享收益而不参与公司经营管理的资本性投资者。因此,当以“公司的合同束”理论可以很好地解释有关类别股存在意义时,我们同样不难理解在同一类别股份中进行收益权和表决权分离安排的合理性。因为既然股东之间的权利可以通过事先约定的方式被“选入”公司章程成为约束未来全体股东的安排,那创业公司的创始人在创业之初有关对于资本控制和自身身心投入之间不匹配的担心,就成为双层股权结构得以出现的根本原因,这在本质上也是一种保护在创业早期可能被资本大量稀释股权比例的创始人的一种利益平衡的必然选择。

三、要从公司法和证券法不同功能的视角理解双重股权结构的契约安排

正是在“公司合同束”理论框架下,我们可以发现,“即便是美国证券市场上确立了‘禁止无表决权股票上市交易’的原则,但在美国公司法层面却对此架构未有过多限制”,^[22]其基本的原因就在于对“公司合同束”理论背景下的“股东自治”原则的充分尊重,各州的公司法大

[21] 参见朱慈蕴、[日]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。

[22] 王灏文:《美国类别股法律制度探源:背景、进程及内在逻辑》,载《证券法苑》(第25卷),法律出版社2018年版。

多遵循《模范公司法》的示例在股东权利分配方面留下很大的自由“议价”空间。^[23] 而有趣的事情发生在美国证券法层面,当证券监管机构(SEC)试图在保护公众投资者利益的名义下通过公权力介入股东之间的权力配置时(比如,通过颁布必须采用“一股一票”原则的19c-4规则^[24]责成三大交易所出台普适性的最低规则来禁止表决权配置上的“不公平”,以求得重新均衡上市后创始人与公众股东之间的权利义务),联邦法院和大多数州的观点都再次重申“关于股东创设公司股票类别和投票权应属于公司治理范畴,是应由州公司法和州法院层面而非证券法和SEC管辖的领域”。^[25] 对此,当在公司法层面没有用“赋权性”方法对事后的双重股权结构进行特别规制时,作为承担外部监管职能的证券监管机关是否可以对公众型公司选择一种强制性的事前规则的疑问,则又要重新回到公司法和证券法的不同功能认知的视野下寻找答案:

第一,如前所述,在“公司合同束”理论下,在尊重合同自治的基本原则下,公司法是作为一种减少当事人交易成本的制度安排。公司章程是作为合同束的一个组成部分,法定章程条款的设置只是为了减少当事人谈判的成本,一来发挥标准合同的功能,减少当事人之间的谈判成本;二来提供一个缺省的规则,以便在当事人就组建公司时未加考虑、未能讨论或者未能达成合意的事项以强制性规范的形式施加于当事方主体。^[26] 因此,作为一种标准化的合同,在当事人具备自我谈判、自我约束的情况下,公司法当然没有理由拒绝当事人通过谈判以选出或者选入的方式重新约定公司章程的内容,重新配置股东与公司之间的权利、义务关系,或者以个体谈判的意志替代集体行动的意志。

第二,在作为证券法层面的交易所监管而言,证券交易是公司融资

[23] § 6.02 of Model Business Corporation Act.

[24] 1988年7月,SEC颁布了规则19c-4,禁止所有交易所上市的股票以公司资本重组(recapitalization)的方式向公司引入双重股权结构,即完全禁止事后的双重股权,但这条法案很快就被华盛顿特区巡回法院裁定SEC并不具有出台该法案的权限。

[25] Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule, 53 Fed. Reg. 26,376 (July 12, 1988) [codified as amended at 17 C. F. R. § 240.19c-4 (2009)], invalidated by *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406,417 (D. C. Cir. 1990).

[26] 参见徐著:《公司法的边界》,对外经济贸易大学出版社2006年版,第29~40页。

交易后的自然延伸。如果从证券交易所的功能来看,证券交易所存在的原因在于减少“一对一”交易方式对交易对象的搜寻、信息不对称、交易违约的风险等一系列事项的成本。以证券交易所为代表的统一证券市场的形成在很大程度上是为了降低股份的交易成本而进行的制度创新,^[27]其主要作用是聚集买卖双方的意愿,提供集中撮合服务以最大限度地增加证券交易的成功率,从而实现资本在不同的时间、地区和行业之间所进行的大范围转移,最终完成资本资源的有效配置。在此背景下,证券交易不再是市场参与者以“一对一”的方式进行,原先所能依赖的个体信用交易环境已不复存在,在无法亲自了解交易对手信用的情况下进行,交易只能依赖于证券市场本身信用体系的建立。^[28]因此,早期的证券市场自然而然就呈现出以维护市场信用为核心、由各市场参与主体进行自律管理为特征的市场监管雏形。在此基础上,随着市场规模、产品品种、投资者人数的进一步发展,衍生形成了包括自律性监管、政府外部性监管在内的多种监管模式。^[29]在这个过程中,证券交易所及其上市规则(特别是上市规则中有关于公司治理结构)的意义在于,进一步减少上市交易后当事人之间一对一的谈判成本,使任何既有或者潜在的投资者对于作为交易标的证券的权利、义务配置有着清晰、明确的认知而消弭模糊、不确定性的未来。为此,证券交易所需要自身拥有一套可以选择上市公司、要求上市公司的标准,由此,证券交易所上市规则中有关公司治理结构的要求也构成了一种上市申请人为实现上市条件而需要在公司治理结构中予以兑现的标准契约,这也就是对公众公司适用的强制性规范要远远多于封闭型公司的主要

[27] See Matthew J. Clayton, Bjorn N. Jorgensen & Kenneth A. Kavajecz, *On the Formation and Structure of International Exchanges* (Discussion Paper), available at <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.953&rep=rep1&type=pdf>, 2019年6月10日访问。

[28] 比如,证券发行过程中,购买证券的投资者与证券发行人可能根本就没有接触的机会,只能通过中介服务机构、交易经纪商的帮助通过对证券募集说明书的依赖而购买证券;而证券交易过程中,卖方也不像一对一交易时可以了解买方的信用情况,只能通过对证券市场的信用依赖进行交易。

[29] 参见郑彧:《证券市场有效监管的制度选择——以转轨时期我国证券监管制度为基础的研究》,法律出版社2012年版,第10~11页。

原因。但前述标准契约与公司法上的公司治理结构的标准契约不同,公司法上的公司治理结构可以由当事人经过一一谈判的方式选出,公司可以对权利配置进行个性化设计,只要参与当事人各方达成合意并接受此等安排即可,所以公司法上的标准契约(公司章程)可以“选入”或者“选出”同时存在,有关权利结构的安排可以在公司法的标准契约下向上或者向下调整,这取决于当事人谈判的地位与结果。但与公司法的做法不同,作为在上市规则中的标准契约,有关上市规则的治理结构条款只应有选入的机会,而不应该存在选出的可能,其根本原因在于,证券在流通过程中需要有一个统一的预期和标准,这将有利于标准化的证券价格的形成(因为证券的权利需要被计算并反映到证券交易的价格之中),通过可以“选入”而不能“选出”的制度安排,有利于稳定公众投资者在投资标准化产品时对权利配置的预期,以此实现对公众投资者权益的基本保障。可见,我们必须清楚地意识到,上市规则在功能定位上应该起到一个对于公众公司之治理结构的最低标准而非最高标准的作用。最低标准绝非一个贬义词,而是一种通过标准化的契约抬高对投资者保护的基准,它意味着无论投资者是否关注公司的章程,都有机会获得较高的权益保护。在此基础上,证券交易所当然应该鼓励当事人通过“选入”的方式增加保护公众投资者的条款,只不过这种额外的选入条款应该是一种“鼓励类”而非“强制类”的规定,通过这种在最低标准(但不代表差的保护)基础上鼓励“选入”更高的保护标准来提升标的证券对于更多投资者的吸引力,进而实现比谁更好的“向上竞逐”(clime to the top)而非比谁更坏的“向下竞逐”(race to the bottom)的制度效果。证券交易所对上市公司治理结构的基本要求在本质上也应该是出于一种节省交易成本的考虑,其在操作过程中虽与公司法的标准合同的运行多有不同,但道理却殊途同归,从这个意义上讲,上市规则的制度设计应该尽量避免引起当事主体事后可能发生的额外交易成本或者谈判成本,任何引起未来权利、义务配置不明朗的制度安排都无益于确立市场相对稳定的预期,不利于市场主体对未来风险的判断。

第三,无论是基于公司法的视角还是证券法的视角,公司治理结构的目标都是确保公司能够独立地从事运营,不受任何股东的控制,也不

代表任何类型股东的利益,而实现公开、公平与公正的目标。良好的“公司治理结构”强调公司股东、董事、管理层、监事的各尽职责,各尽其事,权责对应。在这样的背景下,经过各种各样真实案例的淬炼,无论是欧洲还是美国,都已经逐渐强调“董事会”作为公司的决策机关在公司运营中的地位,特别是美国的“董事会中心主义”,更加强调董事会是公司意志的来源,董事会决定有关公司经营的一切活动。董事会是代表公司的决策机关,几乎可以决定有关公司经营活动的一切事务,它通过对公司经营的盈利来实现股东投资的回报。^[30]现代公司组织运营中,可以说选举董事会是在公司的所有权和控制权高度分离下股东可享有的最为重要的权利。尽管英国等国家仍允许通过公司章程方式保留股东对公司重大事项决策的权利,但美国的大部分州的公司法已经直接规定所有在公司目标范围内的一切决策都应由公司董事会行使决定权,股东大会甚至无权对董事会的决策进行限权,股东的权利仅仅被限制在选举董事、公司清算、合并等可能引发公司章程所述目标落空的议案上。由此,股东退居公司的幕后,纯粹成为财务投资人和董事人选决定者,股东的投票表决权被限缩在涉及股份变化(甚至新股发行也已经授权给董事会决定)、章程修改(此处的章程是一种总纲式的“charter”,而非像我国公司法或者《上市公司章程指引》那样“大而全”的指引性规范)、公司合并、分立、董事选举、清算、解散等事项。在现代公司治理结构项下,公司董事已经不再是股东的受托人,而是公司的受托人。公司既不是股东的公司,也不是董事的公司,公司是“自己”的公司。在此背景下,双重股权结构中的表决权安排其实最后总是回归到有关对于董事人选的表决权争夺,在本质上争夺的是“董事的选任权”。此时,股东选举董事的权利对于董事合法行使公司财产的控制权、管理权和决定权理论解释至关重要,因为股东们把金钱交给了公司,雇佣职业的经营者回应他们对于公司的期待,所以,对于董事选举的表决权是股东们除了“退出”之外,用“发声”来保护自己的根本保障。^[31]

[30] 比如,《特拉华普通公司法》第141条规定:“公司的业务与经营应由董事会进行管理和掌控。”

[31] Dov Solomon, *The Voice: The Minority Shareholder's Perspective*, 17 Nev. L. J. 739, 757 (2017).

由此,当从大陆法系公司法的视角(特别是,如果可以姑且称为“股东会中心主义”的公司治理结构安排)看待双重股权结构中表决权配置差异的影响时,我们其实更应关注到,在美国的双重股权结构中,有关表决权权利配置的差异可能仅仅在于对董事的提名和表决的差异,而非宽泛的对于公司日常“重大事务”管理的表决权利的差异(因为在现代公司治理结构下,在公司拟制法人的理论下,可以说几乎没有什么东西真的需要由股东会投票表决了,有关公司的日常经营决策的权利全归于董事会的权限范围,甚至包括分红的提案权^[32])。而美国公司法项下有关董事对公司的“忠实义务”和“注意义务”的要求也很好地构成了支撑双重股权结构在表决权方面进行差异配置的法治保障,因为选任的董事必须为了公司的利益而非股东的利益行事,董事会的角色在公司中越来越重要,从早先的“股东的代理人”演变为“公司的代理人”,公司的董事不再是股东的代言人,而是公司的代言人,董事代表公司的意志而非股东的意志,董事与股东之间隔着“公司”这堵“墙”。

四、美国“日落条款”争议的几点启示

作为一项支持上海国际金融中心和科技创新中心建设的资本市场基础制度,科创板的设立承载着以“坚持以市场为导向”的资本市场改革重任。在科创板相关规则的设计、论证过程中,双重股权结构作为能够激发创始人创业动力,推动“资金资本”与“技术资本”+“人力资本”有效结合的制度安排应该不会再有争议,但在对于是否应该在双重股权基础上设置“日落条款”这一问题上,却也像美国曾经和现在面临的讨论那样仍多有争议。总体上看,在遵循商业的世界“变是常态”和“利益平衡”的基本视角下,笔者对于是否应在我国证券市场强制性引入“双重股权结构”及“日落条款”的看法是:

[32] 在美国,由此构成的现象是在以外部董事或独立董事居多的董事会中,董事会会特别在意每年可分配利润与实际分配利润,因为只有通过不断的分红才能体现董事管理公司的绩效,体现在董事“辛勤”经营下对于股东的回报,由此更好地保护住董事的“声誉”“名望”“职位”。

第一,双重股权结构合理性的前提还是基于对创始人在创业初期释放股权的利益补偿安排,所以,在某种意义上,它对创始人的创业能力、道德水平要求很高,如果没有这一市场基础,法律或者上市规则对双重股权结构的外部保护可能会反过来使创始人利用规则损害资本的利益,所以,对公众公司的双重股权结构安排应该设置一个最低的标准,而且需明确,不是所有的公众公司都适合所谓的“双重股权结构”。在定位于扶持初创期的高科技企业的科创板上实施双重股权结构制度是合理的,但对于以考量企业发展成熟度为标准的其他板块(如主板、中小板),则未必适合推出双重股权结构,即双重股权结构并不必然带有制度的“普适性”。

第二,双重股权结构中的多重表决权的制度设计目的是鼓励“创始人”,由此只能给予自然人作为“创始人”的资格,即使该等自然人通过其持股实体而持有目标公司的股权,双重股权结构中的表决权特殊安排也仅能是对“自然人”的赋权,而不是对“法人”的赋权。因为只有自然人是创业型公司真正的动力源泉、技术源泉和发展源泉,在其生命周期内给予特殊的表决权安排是一种作为创业的回报与预期,即使自然人透过持股实体间接持股目标公司,为了防止特殊表决权安排被“法人工具”主体所滥用,无论是在公司法还是在证券法中,都应该该设置“控制权转移”的限制条款,也即当创始人因为转让持股实体而导致失去对持股实体(作为持有目标公司的壳)的控制权时,创始人透过持股实体而享有的特殊表决权权利安排应当终止,以防止创始人透过双重股权结构的安排搭上“控制权溢价”的便车。此外,理论上,当作为自然人的“创始人”被法律限制行为能力或者因为违法而出现公司法上不适合担任董事或者高管之情形时,也应考虑取消赋予创始人特殊表决权安排,因为其与投资人进行双重股权结构时所适用的信用基础和假设已经发生变化。

第三,如本文第二部分所述,证券监管层面对于双重股权结构的制度安排应有别于公司法层面。作为一种私法意义上的公司法,公司法对于双重股权结构的承认只是“公司合同束”理论下的又一例证,即双重股权结构采用与否完全是基于上市前所有股东对于公司治理结构安排所形成的“合意”。但就证券监管而言,基于减少谈判成本、增加确

定预期的考量,证券监管不应过多地直接干预和影响股东之间的契约安排结构,因为交易所本身其实无法准确考量和测算这种通过强制性干预双重股权结构的变化而会最终引发的监管的“成本—收益”之间的关系,无法确保通过强制性的“日落条款”真的能够实现所谓的“股东利益”保护。如前所述,证券监管层面应该更多地设置相应的配套制度环境,使得在双重股权结构项下,创始人有意愿主动寻求权利结构的改变,这种改变的意愿最大可能应该来自创始人对于自身“利益诉求”的变化。在本质上,作为交易中介的证券交易所的制度设计,应该有利于促进创始人实现以最小成本通过再次达成契约方式实现对于双重股权结构的解除。比如,如果有着具备充分流动性的市场可以满足创始人进行“套现”的需求,这可能会刺激创始人在特定阶段选择为了自身的经济利益而放弃表决利益。可以塑造更强的市场主体自我约束机制,比如,市场可能会出于创始人“滥用”表决权差异的不满而选择“用脚投票”,造成目标公司股价下跌或者融资困难,这些市场因素其实会比外部强制要求更有效地帮助创始人和其他股东决定应该如何重新平衡各自的利益,从而自动进行双重股权结构的自我修正,而无非借助外力的“刺激”与帮助。

第四,与美国的“董事会中心主义”项下的公司经营权力配置安排不同,在“股东会中心主义”项下,我国《公司法》对于归属于股东进行表决的事项赋权较多,^[33]这就产生了有别于美国双重股权结构项下重点关注于“董事选举”的“权利配置”基础。在此区别下,未来我国科创

[33] 《公司法》第99条援引有限责任公司股东会的职权,列明以下职权由股东大会进行行使:(1)决定公司的经营方针和投资计划;(2)选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项;(3)审议批准董事会的报告;(4)审议批准监事会或者监事的报告;(5)审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案;(6)审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案;(7)对公司增加或者减少注册资本作出决议;(8)对发行公司债券作出决议;(9)对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议;(10)修改公司章程;(11)公司章程规定的其他职权。同时,在中国证监会2019年4月经修订颁布的《上市公司章程指引》中,将股东大会决议的权限进一步扩大至“对公司聘用、解聘会计师事务所作出决议;审议批准第四十一条规定的担保事项;审议公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产30%的事项;审议批准变更募集资金用途事项;审议股权激励计划;审议法律、行政法规、部门规章或本章程规定应当由股东大会决定的其他事项”等内容。

板在双重股权结构的运用中是否因为有别于美国双重股权结构项下股东会权利的配置而陷入“南橘北枳”的困局还有待于时间的检验。但无论如何,就起到外部监管作用的证券交易所而言,应对创始人利用多元化的表决事项“谋取个人私益”的可能采取有效的预警和应对。比如,是否应该将表决权的差异限制在董事人选和特定事项方面,而不应就现有公司法项下所有的股东权利进行差异化配置。

第五,如前所述,在中美差异化的股东权利配置背景下,我们必须特别注意董事职能在上市公司中的真正作用。因为无论是在“一股一票”还是在“双重股权”结构项下,虽有表决权的差异化安排,但无论如何,由股东选举出来的董事(即便是兼有着“创始人”的身份)已经不再是股东的受托人,而是公司的受托人。公司既不是股东的公司,也不是董事的公司,其履职过程只能代表公司的利益,而非任何个人或第三人的利益,董事的作用是通过公司利益的最大化间接实现股东利益的最大化。在这个意义上,虽然自我国《公司法》颁布并实施的近30年来,公司这种组织形式的架构安排已经广为人知,但窃以为,在以经济建设为中心的改革开放大背景下,我们对西方公司制度的借鉴更多的是汲取它在切断股东责任与公司责任的“形”上,但对于如何真正落实有效、合理的公司组织架构,如何切实夯实董事义务与董事责任,我们其实处于“喊得多、做得少”“形式有、实质无”的状态,这也是未来双重股权结构在运行及监管过程中需要非常注意的制度本源问题。

最后,笔者认为,无论创始人在上市前与其他股东如何确定表决权差异安排,在上市后一定要有充分的司法救济机制,特别是需要在司法体系中建立针对既有双重股权结构的股东诉讼机制,防止创始人滥用上市前所获得的额外表决权损害上市后公众股东的利益。由此,不仅应当进一步完善针对双重股权结构项下所形成的股东会决议的“股东异议之诉”,还应该赋予公众股东有机会通过诉讼程序解除双重股权结构并还原成“一股一票”的司法救济机制。通过特定、快速审结的诉讼机制安排将双重股权项下的股东大会决议归之无效或者解除创始人的额外表决权,以此作为防止创始人滥用双重股权结构的司法保障。

(编辑:韩励豪)