

## 类别股的类型化分析及制度建构\*

——以股权融资与控制权兼顾为视角

肖金锋\*\* 杨 梦\*\*\*

**摘要:**类别股制度能够通过通过对股东参与性权利与经济性权利的特殊安排,实现股权稀释过程中的控制权保持,并在实践中形成了表决权与财产权非等比配置、表决权本身的强化以及特别参与性权利的赋予三种主要类型。虽然类别股的发展同时带来公司内部治理机制弱化等负面影响,但可以通过设置实施规范及利益平衡机制来予以调和。我国有必要通过修改《公司法》确立类别股制度,并设计规范、明确原则、谨慎尝试,以回应市场需求并平衡股东利益。

**关键词:**股权融资 控制权 类别股 表决权

随着我国上市公司股权逐渐从集中走向分散,及私募、保险等机构投资者的投资方式日趋成熟,敌意收购行为在A股市场上也越发活跃。在2016年“宝万之争”的影响下,上市公司收购与反收购的

---

\* 本文仅代表作者本人学术观点,不反映所在机构立场或观点。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生。

\*\*\* 深圳证券交易所博士后研究人员。

博弈日益胶着,掀起了一股通过章程设置反收购条款抵御敌意收购的热潮,甚至出现了反收购条款设计冲破理性、引起监管层广泛问询的现象。既凸显了上市公司对于股权融资过程中保持控制权的强烈需求,也反映出我国上市公司恪守“一股一权”的公司治理架构下,公司控制权保持途径缺乏灵活性与多样性。而类别股制度能够为公司股权融资与控制权兼顾需求提供多元选择,不失为一种良性的公司融资与治理机制。

### 一、类别股制度:股权融资与控制权兼顾的实现方式

类别股是公司股权结构中设置的不同性质、不同权利义务关系、不同收益效果的不同种类股份,其实质是股权内容的自治性配置。<sup>[1]</sup>类别股分为普通股与特别股两大类,其中普通股是指秉持“一股一权”规则之下收益权与表决权无差别、等比例配置的股份,特别股则设有特别权利或特别限制的股份。<sup>[2]</sup>随着类别股制度的不断发展,打破控制权传统配置逻辑的股权结构也逐渐成为常态,多种类型的特别股被创设出来,通过对以表决权为核心的股东参与性权利与经济性权利做不同于普通股的特殊安排,使公司股权融资与控制权兼顾的需求得以实现。

#### (一)表决权与财产权的非等比配置:无表决权股与超级表决权股

表决权与财产权的非等比配置是最为典型的特别股类型。根据收益权对应的表决权重不同,这种类型的特别股主要包括无表决权股与超级表决权股(super-voting stock)两种。其中,无表决权股主要是指无表决权普通股,<sup>[3]</sup>超级表决权股也被称为复数表决权股或多倍表决

[1] 任尔昕:《关于我国设置公司种类股的思考》,载《中国法学》2010年第6期。

[2] 唐青阳主编:《公司法精要与依据指引》,法律出版社2011年版,第368~369页。

[3] 尽管优先股也属于无表决权股,但由于优先股股东劣后参与公司日常经营治理,是以优先于普通股股东参与股息、剩余财产分配为条件的,仍然符合损益相当原则,不容易引起争议,且往往融资规模较小,与债权融资更为类似,并非本文核心探讨的类别股类型,在此不予展开讨论。

权股(multiple voting rights shares),两种股票均不享有经济性的优先权或劣后义务,仍按照投资多寡承担相应的经营风险,但无表决权股在承受风险的同时被剥夺了表决权,超级表决权股则获得了高出持股比例数倍的表决权。

基于此种类别股的盛行,双层/多层股权结构逐渐风靡全球。双层股权是与一元制股权相对应的概念,通常是指发行A、B两类股份,其中A类股是每股附着一个表决权的普通股,B类股则是表决权被放大至A类股数倍的超级表决权股,A、B类股皆可转让,但转让后的B类股将丧失其原本附着的多倍表决权,成为A类普通股。我国赴美上市的百度、京东、优酷等公司,多采用此种股权架构。而在双层股权结构的基础上衍生而来的三层股权结构,则使得公司股份类型更加多样化。例如,Zynga公司2011年年底登陆NASDAQ之初开创的三层股权结构,除了A类普通股外,多倍表决权的幅度再在创始人与其他股东间进行了区分,CEO马克·平克斯一人持有C类股,每股附着70个表决权,而上市前的其他股东所持B类股每股则拥有7个表决权。谷歌公司创始人佩奇与布林显然受到了启发,于2014年通过向当前股东派发无表决权的C类股代替派息,使其2004年上市时的双层股权结构也变成三层。<sup>[4]</sup>此外,历史上甚至还曾出现过不附着经济性权利的表决权股,在美国1971年Stroh v. Blackhawk Holding Corp.一案中,由于伊利诺伊州禁止发行无投票权的普通股,该公司为了规避该法律禁止规定,发行了完整权利的普通股与仅有表决权无财产权的普通股,第二种股份仅由管理人员持有且发行价格极低,使得管理层实现以极低成本控制公司的目的,法院认可了此种股份的正当性。<sup>[5]</sup>

## (二)表决权本身的强化:以金股为例

无论是无表决权股还是超级表决权股,此种将表决权与财产权非

---

[4] C类股持有者能够分享谷歌未来的经济收益,但无法通过行使表决权影响谷歌战略决策的能力,使得谷歌在继续获取融资的同时,避免了创始人控制权的稀释。此种无表决权股并非谷歌首创,早在1925年道奇兄弟公司在纽约证券交易所(NYSE)挂牌上市时,就曾面向公众发行了15,000万股无表决权普通股。

[5] Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, 2002, p. 453.

等比配置的类别股设计,从根本上仍然是以表决权数量的多寡来获取相应控制力的。但随着公司法实践的发展,表决权数量配比不再是类别股设计的唯一方法,表决权本身的强化也可以实现控制权保持的目的,此种类型的股份与多倍表决权股都属于加权表决权股(weighted voting right share)。

强化表决权的类别股尤以“金股”(golden share)为典型。表决权行使传达的意思表示主要是赞成、反对或弃权,附着于金股之上的“一票否决权”正是通过对表决权本身否定性权利的强化与放大,虽然仅持有象征性的股份(通常仅有一股),但能够直接实现对表决事项的控制。虽然金股被认为对资本的自由流动形成限制,但它能够赋予政府对业已私有化企业的股权结构与管理经营施加影响的权利,在关键问题上保持国家控制力。<sup>[6]</sup>也因此使之在英国公用事业改革中被创设出来后,迅速为俄罗斯、荷兰、匈牙利、波兰、意大利等国所吸收。如2011年5月在美国纳斯达克上市的著名搜索引擎公司Yandex,其注册在荷兰的母公司Yandex N. V.早在2009年便以一欧元的价格向“国营、公共且与互联网及媒体无利害关系”的俄罗斯联邦储蓄银行(sberbank)发行了金股,使其获取对“出售Yandex 25%以上股份”这一事项的否决权,以此向政府保证其战略资产不会被“不应当拥有的人”获取。<sup>[7]</sup>

### (三)特别参与性权利的赋予:以阿里“合伙人制度”为例

公司治理结构是公司所有与公司经营之间相互制衡的制度安排,通常以股权结构为设置基础,反映为经营决策运作机制的设计。如果说前两种类型的特别股还是通过表决权的特别安排来实现控制权的保持,那么,阿里巴巴的“合伙人制度”则不再在表决权本身做文章,而是另辟蹊径地通过赋予特别的参与性权利,直接作用于公司经营决策运作机制,以实现控制权保持目的。

[6] Ivan Kuznetsov, *The Legality of Golden Shares under EC law*, *Hanse Law Review*, Vol. 1, 2005.

[7] Anastasia Golitsyna & Maxim Glikin: *Yandex Sells “Golden Share” to Sberbank*, *The Moscow Time*, 24<sup>th</sup> September, 2009, available at <http://www.themoscowtimes.com/business/article/yandex-sells-golden-share-to-sberbank/384137.html>.

由于创始人团队的股权被反复稀释,即便阿里巴巴发行超级表决权股,也难以满足其控制权保持需求。加之股东异质化的现实情境下,传统股东大会表决机制在达成股东合意时存在诸多弊端,无法真正反映异质化股东的意思表示,现代公司呈现出逐渐减弱股东大会功能、强化董事会功能的趋势。<sup>〔8〕</sup>所以,阿里创始人团队通过“合伙人制度”设计赋予阿里合伙人以董事提名权,并结合其他一系列制度安排,巧妙地掌控了董事选任权,继而实现了对公司事务的控制。阿里巴巴“合伙人制度”的具体内容包括:阿里合伙人可以提名简单多数的董事候选人,而非按持股比例分配董事提名权;当合伙人提名的董事股东大会未通过时,合伙人有委任临时董事的权利,如此合伙人便可以通过反复提名的方式迫使股东同意其提名,否则董事会因人数不足而无法正常运转;无论何种原因导致合伙人提名的董事人数不满足简单多数条件时,合伙人都可以重新指定;若要修改章程中关于合伙人董事提名权及相关条款,须经过股东大会95%的到场股东或代理投票股东的同意。以上制度安排基本排除了股东大会否定其推荐的董事候选人的可能,也几乎断绝了通过修改章程相关条款改变此种安排的可能性,结合软银与马云、蔡崇之间的表决权信托安排,阿里巴巴形成了稳定而周延的创始人控制结构。

“合伙人制度”这种治理结构的创新,不再迂回地通过表决权的数量增长来控制公司,已经很难说仍是以表决权为工具。董事候选人提名权这一特别参与性权利的赋予,使得各位合伙人手中的股票成为优先权股(priority share),但值得注意的是,这种优先权是与身份相关联的,股份本身原本和普通投资者具有同样的权利内容,主要是因为持有者的身份而附着上优先权,变成特殊类别的股份。荷兰 Arcadis 公司的优先基金会(the ARCADIS Priority Foundation)与阿里合伙人制度的设计有异曲同工之妙,优先基金会通过持有 600 股优先权股而获取了包括股份发行、买卖、公司章程修改、公司解散,以及某些重大合并、收购

---

〔8〕 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3期。

和资产剥离等重大决议的优先批准权,成为公司的控制中心。<sup>[9]</sup>

#### (四)类别股制度的演进趋势:股权权能分离程度不断加深

公司控制权体现为人员选任、决策管理或收益分配等各项具有利益内容的权利的享有,并通过这些权利的行使而实现,但控制权本身则表现为在这些权利行使过程中对相对人及公司经营运作施加的一种支配性影响力。受所有权与经营权合一的古典企业理论影响,最初以股东持股比例大小作为确定控制权归属的充要条件,并将投资多寡作为判断控制力强弱的首要标准,实行“资本多数决”规则;Berle 和 Means 的“两权分离”理论指出,随着现代大公司股权分散成为常态,所有权与控制权的分离愈发普遍,所有权的控制作用已经大大弱化,公司控制权逐渐从所有者向经营者转移,穿透资本的表决权成为控制权的载体与争夺工具,股东大会事规则也从“资本多数决”转变为“表决权多数决”;<sup>[10]</sup>发展到现在,表决权自身的强化以及具体公司参与性权利的赋予,能够更为直接地实现对公司的控制。

这种控制权实现方式的转变史,也是一部类别股制度的演进史,更是完整股权权能分离程度日益加深的发展历程。之所以特别股能够满足股权融资与控制权兼顾需求,核心就在于将股东的参与性权利和经济性权利,按照实际需求进行分离后的重新组合、安排。从“一股一权”到优先股以表决权劣后换财产权优先的安排,再到参与性权利受限、经营风险仍按投资多寡共担的特别股设计,股权权能配置日益灵活,类别股类型越发多样,对传统的表决权与财产权不可分割的理念形成了巨大冲击。

## 二、类别股制度潜在的负面效应

通过公司参与性权利与经济性权利两项权能在某种程度上的分

---

[9] 载 Acardis 公司网站, [http://www.arcadis.com/Compliance\\_with\\_Dutch\\_Corporate\\_Governance\\_Code.aspx](http://www.arcadis.com/Compliance_with_Dutch_Corporate_Governance_Code.aspx), 2017年3月29日访问。

[10] 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。

离、重组,前文所述的特殊类别股实现了公司对于控制权保持与股权融资兼得的双重需求,但其不当运用的可怕之处也在于此。一切有权力的人都容易滥用其权力,这是万古不易的一条经验。<sup>[11]</sup> 特别股的非常态化控制权配置模式,使得控制股东所掌握的控制权与资金投入更不对等,而不受相应资本约束的控制权往往存在诸多风险。

### (一) 公司内部治理机制弱化

实现股权融资与控制权兼顾需求的特别股,本就是通过弱化公司内部治理机制,加剧所有权与经营权的分离,来实现股东控制权保持的目标。控制股东以不到多数的现金流权利,完全锁定了对公司控制,形成少数股东的控制结构(a controlling - minority structure, CMS)。<sup>[12]</sup> 这样的安排固化了公司管理层,打破长期以来形成的分权制衡公司治理理论,使公司内部治理在一定程度上形成了一个集权机构,加剧了内部人控制的风险,公司治理由“法治”向“人治”回转。具有信息和控制优势的控制股东,无须承担与表决权重等比例的经济后果,往往具有采取机会主义行为的内在动机及掏空公司的“冲动”。<sup>[13]</sup> 因此有学者认为,特别股“最大的优势是使管理团队免受普通股股东的骚扰,而最大的劣势也在于使管理层可以免受任何股东的骚扰”。<sup>[14]</sup>

### (二) 代理问题的加剧

代理问题加剧其实是公司内部控制机制弱化的延伸。委托代理关系范式是代理理论的最基本分析工具,现代公司两权分离产生了公司所有者与经营者之间的代理问题,但在传统控制权配置逻辑下,公司所有权与经营权“分而不离”,经营者始终像风筝一样被牵制于所有者之手,表决权便是风筝之线索。而实现股权融资与控制权兼顾需求的特

[11] [法]孟德斯鸠:《论法的精神》(下册),张雁深译,商务印书馆1982年版,第154页。

[12] 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.

[13] Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H. P. Lang, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, 2002.

[14] 参见 Andrew Hill 的发言,载 *Dual - class stock: Governance at the Edge*, *Shareholder Value*, 2012, Third Quarter, 第 37 页。

别股,则使所有者手中的线脆弱易断,加剧了控制股东与普通股东之间的代理问题。

由于控制股东拥有的表决权超过了其持股比例对应的分量,获取的控制权也超出表决权本身的价值,表决权的实际功效发生了转移。少数人的集中控制本就被成为是控制股东盘剥外部分散股东利益、通过隧道行为等攫取私人利益的重要实现机制。<sup>[15]</sup>且控制权与财产权的背离程度越高,控制股东利用控制权谋取私人利益而牺牲公司整体利益的可能性就越大;<sup>[16]</sup>控制股东的控制权越稳定,侵占公司财产的倾向就越强,激发其道德风险的概率越大。<sup>[17]</sup>现实中控制股东掌握公司控制权的从来都不是一元化的,通常是多个目的交织,特别股的发行为控制股东基于自利目的的侵占行为提供了可能性与可行性,为控制股东利益侵占的后果承担提供了免责机制。<sup>[18]</sup>控制权的保持不再以投入资本的多寡为基础,即便控制股东也掌握一定的股份,依然拥有公司所有者的身份,但是其掌握与其股权不相匹配的参与性权利,在公司中的经济利益远小于其拥有的控制权,这种参与性权利与经济性权利相分离的安排造成的直接后果是形成权力与责任的分离、收益与成本不再对称的“外部性”,控制股东与普通股东的利益冲突会比一般公司更为严重,无视其他股东利益及滥用控制权的风险也会加剧。<sup>[19]</sup>

### (三) 控制权市场外部治理机制失灵

在制度经济学的公司理论中,外部控制权市场的存在被视为重要的公司外部治理结构,也是公司治理的最后防范机制。公司控制权市

---

[15] 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《证券法苑》2013年总第9卷,法律出版社2013年版。

[16] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976.

[17] 王鹏、周黎安:《控制股东的所有权、控制权与公司绩效:基于中国上市公司的证据》,载《金融研究》2006年第2期。

[18] 田银华、李华金:《现代企业制度下控股股东代理问题的产生机制研究》,载《华东经济管理》2014年第12期。

[19] 陈若英:《论双层股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。



场威胁着经营者,是其谋求股东利益、追求股价增值的强有力激励,赋予了股东与其在公司中的利益相称的权利和保护。<sup>[20]</sup>而发行特别股的主要目的之一就是通过巩固控制地位,防止敌意收购,“当管理层及其盟友拥有选举董事所必需的投票权,则在实践中敌意收购绝无可能发生”。<sup>[21]</sup>特别股的发行以及由此取得的控制权保持地位,将造成公司外部控制权市场的失灵,阻却了收购的发生,难以对处于控制地位的经营者起到监督作用。<sup>[22]</sup>控制股东获得了决策是否接受并购的所有权力,如果其选任的经营者拒绝并购,普通股东也就失去了使得他们手中股票大量溢价的机会,这对于以追求投资收益最大化的公众股东而言是不公平的。<sup>[23]</sup>固若金汤的控制权使公司失去了市场收购价值,公司股价无法在短时间内实现最大化,失去了潜在敌意收购的溢价,可能造成股份价值随着时间的推移而不断降低。<sup>[24]</sup>

#### (四) 普通股东谈判能力与再谈判能力的缺失

公司契约理论认为,公司的本质是一组“默示”或“明示”的合同,<sup>[25]</sup>是“契约的联结”,是公司众多参与者之间相互关联的契约网络。<sup>[26]</sup>股份的发行实际上相当于形成了潜在的“格式合同”,内容和形式均由公司事先拟定,在相同情况下适用于不特定的任一新股东,其针对合同条款的自由协商权被剥夺,仅享有概括地“要么接受、要么放弃”的选择自由。普通股东在协议磋商中谈判能力不足,也囿于信息

[20] Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, 1965.

[21] Jeffrey N. Gordon, *Ties That Bond: Dual Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, *California Law Review*, Vol. 76, 1988.

[22] Jarrell G. and Poulsen A., *Dual Class Recapitalization as Anti-takeover Mechanism: the Recent Evidence*, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988.

[23] Simons, Andrew D., *The Effect of Dual Capitalization on the Shareholder: Voting Rights Come Full Circle*, *Santa Clara Law Review*, Vol. 28, 1988.

[24] Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*. *George Washington Law Review*, Vol. 54, 1986.

[25] Melvin A. Eiseuberg, *The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 24, 1999.

[26] Jensen, M. C and W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976.

公开程度、程序遵守水平的不同,难有足够的知识和理性做出正确判断,无法通过契约谈判的方式维护自身权利,更容易受到控制股东的挤压,缔约并不充分。

而诸如累积投票制等中小股东保护制度往往与其自身的表决权密切相关,特别股则削弱甚至剥夺了普通股东的参与性权利,使控制股东在公司控制中获得超级话语权,普通股东在与控制股东的博弈中更加式微,根本无法与之抗衡,对契约订立时未及预知的事项“再谈判”能力较弱。<sup>[27]</sup>因而,当我们把公司股东大会的议案、董事会议案当做公司契约中无法实现安排的契约随机事项时,就会发现,在权利义务再分配的过程中,控制股东具有明显的再谈判优势,这种再谈判力量的对比,使控制股东选择对自己优势行动的倾向性更强,普通股东利益受损风险加大。<sup>[28]</sup>普通股东的话语权被压制以后,其所享有的经营权、监督权、知情权以及收益权等权利往往也得不到有效行使。

### 三、类别股制度的实施规范及利益平衡机制

尽管类别股制度的丰富与发展是基于公司股权融资与控制权兼顾的实际需求,具有一定的现实必要性;也能够通过公司契约理论、公司自治理论、股东平等原则内涵拓展<sup>[29]</sup>及市场机制的约束检验<sup>[30]</sup>等解读,为其提供一定的理论正当性。但鉴于发行特别股后形成的控制权垄断地位可能对普通股东权益带来的负面影响,境外资本市场通常都建构了相应的实施规范及利益平衡机制,以防范控制权的滥用风险。

一是对于参与性权重较大的类别股持股主体的限制。通常会通过

---

[27] [法]埃里克·布鲁索、让·米歇尔·格拉尚:《契约经济学理论和应用》,王秋石、李国民、李胜兰等译,中国人民大学出版社2010年版,第49页。

[28] 吴喜梅:《公众公司股东间再谈判与中小股东权益保护——契约视角下的公众公司监管探讨之三》,载《前沿》2013年第17期。

[29] 朱慈蘊、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。

[30] 例如,产品竞争机制、声誉机制、投资者偏好等,都将对表决权与财产权分离而产生的代理成本发挥一定的替代性制约作用。参见蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》2014年总第13卷,法律出版社2014年版。

对持股比例、持股年限的限制,来判断哪些股东可以作为特殊持股主体。如法国也将加权表决权股称为“忠诚股份”(loyalty shares),意指这种特殊投票权股被认为是对长期认同公司的股东之忠诚度的奖赏,所以对于这些股东往往有持股期限的硬性标准,通常不少于两年。<sup>[31]</sup>

二是禁止通过发行类别股进行资本重置。也就是说,禁止通过股权重置或资本结构的调整,改变公司发行股票时已采取的股权结构。因为这不仅违背发行人和交易所向股东作出的承诺,而且由于内部人持股比例较高,在简单多数决和股东集体行动难题的作用之下,他们只需获得一小部分公众股东的同意,甚至可以使不利于公众股东的议案顺利通过,但股权重置的成本却可能由公众投资者承担,这显然是不公平的。<sup>[32]</sup> 例如,纽交所参照 19c-4 规则规定,上市公司不得将现已发行在外的股票转换为低表决权股,也不得对现有股东的权利进行限制或减损,造成事实上的控制权与现金流权利相分离。

三是限制加权幅度。类别股的发行是为了满足公司融资与治理的正当需求,不是为了形成控制股东的“一言堂”、盘剥公众股东利益。不同表决权股本身的固有缺陷,使得控制力的保持更应谨慎地维持在合理限度内,有必要通过限制类别股的加权幅度,防止控制权的无限扩张。例如,《法国商事公司法》第 175 条规定,超级表决权股只能有双倍的表决权,即仅允许设置一股附着两个表决权的双倍表决权股。我国赴境外上市采取双层股权结构的公司中,除了京东创始人拥有的超级表决权幅度为普通股的 20 倍外,其他公司基本上都在 10 倍以内,以 7 倍居多。

四是限制类别股的发行规模。如意大利民法典中规定限制表决权股权所占有的公司资产要少于 50%;日本公司法中则强制性规定,当表决权受限的股份超过总体资本的 1/2 时,股份公司必须立即采取措施使占比降至 1/2 以下;无表决权股在公司总股份中的占比也受到一定的限制;法国规定为不得超过公司注册资本的 1/4;德国也规定为不

---

[31] 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。

[32] Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, California Law Review, Vol. 76, 1988.

得超过公司资本的 1/2。

五是对加权表决权股设置流通限制。由于加权表决权股附着更高的控制权价值,在收购及流通过程中往往被支付更高价格,进而使得持有普通表决权股的投资者利益面临被进一步被削弱的风险。因此,出于维护普通股东权益、实现公平的考量,通常会对加权表决权股的流通进行限制。例如,多伦多证券交易所(TSE)要求发行不同表决权股的公司,须在招股说明书或者公司章程中设置针对无表决权或限制表决权股东的保护性条款,规定当公司面临收购威胁时,此类股东将得到与超级表决权股东同等的待遇。<sup>[33]</sup> 还有一种维护利益平衡的方式则是直接规定超级表决权股不可流通,因为通常认为,之所以部分股份被特殊化主要在于“由谁持有”,即由于这些持股股东能够创造高于股份本身等比例配置的参与性权利所能够创造的价值,他们才能够获取高于资本对应权利之上的“超级”权利或优先权,若这些权利随股份而流转则背离了进行特殊安排的初衷,故而加权表决权股不可流通,或者其上附着的特殊权利不可随股票流转而发生流转。

六是建立完善的类别表决机制。类别表决机制是解决股东之间利益冲突的重要手段之一,是平衡类别股股东保护与公司行为自由的重要机制。<sup>[34]</sup> 允许发行不同表决权股的国家,在保护无表决权或限制表决权股股东方面通常都设计了一些表决制度进行维护。例如,美国《示范公司法》第 10.4 节规定,公司章程的修订行为如影响某类股东或某系列股票持有人的利益,则应由该类股票持有人组成投票团体来进行投票;以及《意大利民法典》第 2351 条无表决权股具有对特殊问题的表决权和取决于特殊条件的表决权等规定。

除以上方式外,日本还规定了当限制表决权股的发行使得以少量投资达到控制效果时,则公司必须做出安排具备取消这种策略的可能,并以此作为上市条件。<sup>[35]</sup> 这种控制地位拆除机制的预先设计,有助于

---

[33] Parliament of Canada, 载 <http://www.earl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/prb0526-e.htm>, 2017 年 3 月 20 日访问。

[34] 刘胜军:《类别表决权:类别股股东保护与公司行为自由的平衡——兼评〈优先股试点管理办法〉第 10 条》,载《法学评论》2015 年第 1 期。

[35] 李海燕:《建立我国类别股制度的构思》,吉林大学博士学位论文,2014 年。

在公司设计类别股发行方案进行股权融资时,打消股东及监管层对此中风险的部分担忧,也能够为日后顺利拆除控制框架提供操作便利。

#### 四、类别股制度的本土化建构

“最好的治理结构并非从理论中产生,它一定是从实践经验中发展而来的。”<sup>[36]</sup>公司发展的历史,就是那些在治理结构上因不能适应周围环境的公司,在竞争中不断被击败的历史。<sup>[37]</sup>因而公司法的发展史,也就是那些试图将所有的公司统一为单一模式的法律不断被淘汰的历史。<sup>[38]</sup>在公司控制权之争的漫长博弈中,西方国家逐渐构造了理性的制度体系,并随着实践发展而不断修正,使之日趋符合公司自治和公司监管竞争性平衡的时代要求。我国的公司法也有必要进行适时更新,确立类别股制度,并根据我国公司治理与资本市场发展实际对其进行本土化建构。

##### (一)在《公司法》中确立类别股制度

根据《公司法》第34条、第42条的规定,在我国的公司法实践中,允许有限责任公司通过章程合意来约定公司的利润分配与表决权配置。这主要是基于有限责任公司的人合性更强,而赋予其更多的公司自治权。根据《公司法》第103条的规定,股份有限公司恪守“一股一权”原则,股东所持每一股份有一表决权。根据《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。现实中也已经通过2014年3月发布的《优先股试点管理办法》,确立了优先股制度。所以根据当前公司法规定,股份有限公司可发行的特别股仅限于优先股这一项,无其他种类可供选择。

随着股东同质化走向异质化的现实演进、现代公司股权分散背景

[36] [美]伊斯特布鲁克、费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第6页。

[37] Oliver E. Williamson, *The Economic Institution of Capitalism* (1985); cf. Alfred D. Chandler, Jr., *The Visible Hand* (1977).

[38] 同注[36],第15页。

下收购与反收购行为的日益活跃,以及特殊类型公司对“集权型”治理结构的依赖性,公司对股权融资与控制权保持兼顾的需求越发强烈。新加坡公司法已于2016年作出修订,取消了“一股一权”的限制性条款,允许公众公司在配套制度保护下作出双层股权结构的安排。与阿里巴巴失之交臂的港交所,仍在积极向香港证监会争取增设“新板”并引进“同股不同权”。结合我国资本市场发展实际及公司融资过程中的现实需求,有必要通过修改《公司法》来确立类别股制度,为公司融资与治理提供更多选择。

具体可考虑将《公司法》第103条第1款修改为:“股东出席股东大会会议,所持每一相同种类股份有相同表决权。但是,公司持有的本公司股份没有表决权。”将《公司法》第131条修改为:“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。发行本法规定以外其他种类股份的公司,应当建立相应种类股表决制度,具体规定由国务院制定。公司章程应当对种类股的股权内容等相关事项,进行明确记载和公示。”类别股的具体类型、内容及放开的节奏,则由国务院根据市场需求与现实条件逐步推出。

## (二)在特定类型公司中予以尝试

部分特殊类型的公司对“集权型”治理结构有一定的依赖性,所以对股权融资与控制权兼顾的需求尤为强烈,其中表现最为明显的便是已经广泛运用双层股权结构上市融资的科技创新型公司。这些公司之所以对股权融资与控制权兼顾的需求如此强烈,主要可能受三方面原因影响:一是科技创新型公司所面临的市场竞争往往就是技术的竞争,因而出于保持市场竞争力和占有率的需要,公司会将大量的资金投入项目研发之中,且常常面临研发失败的可能。逐利的投资者对此种需要较长过程实现盈利或者前景难测的资金投入,往往缺乏深刻的认知与认同,创始人团队在研发资金投入及研发过程中可能面临来自投资者的重重压力,亟须建立一个高效、集权的公司治理结构,从而在排除研发周期、成本预算、商业模式等现实干扰的理想环境中不断创新。二是科技创新型公司通常奉行轻资产运营策略(asset-light strategy),往往在其研发设计和品牌营销等核心领域投入大量资金和智力支持,在经营管理上更倾向于不受外界资本和业绩的干扰,按既定的独创性

战略进行实施管理,以核心管理层对公司的绝对控制权来满足其作为一家创新型公司所必备的稳定性和独立性。<sup>[39]</sup> 三是科技创新型公司的成长发展往往与其创始人团队的个人能力密不可分,且创始人团队往往在公司经营方面较投资股东更为专业和熟悉,在公司长远发展的追求上较投机股东更加慎重且有情怀维系。这种类型公司的持续发展往往有赖于创始人团队对未来企业长期发展的把握及掌管,对“集权型”治理结构的需求显著,以避免重蹈乔布斯 1985 年被迫离开苹果公司之覆辙。

此外,关系国计民生的国有企业<sup>[40]</sup>借助家族伦理关系协调资源配置的家族企业以及需要保持真实性和客观性的传媒企业等,也都在一定程度上对控制权的保持存在正当需求。我国在实施类别股制度的过程中,可以先考虑在以上几种特定类型的公司中予以尝试,结合其客观情况对其特别股发行方案予以审核。

### (三) 运用比例原则对特别股的适当性予以判断

之所以我们认可类别股的正当性,并主张公司立法予以认可和回应,主要基于这种控制权保持需求有助于公司的专业化经营与长远发展,能够最终回报给投资者以持续、稳定的收益。倘若为了实现这一目标而采取的手段反过来成为侵犯普通投资者权益的“私器”,则大大偏离了促进公司稳健发展、使经营成果惠及投资者的本意,必然与接受这种特殊安排的初衷背道而驰。比例原则被欧洲法院确立为金股案例中的重要指导思想,通过是否满足适宜性、必要性和相称性这三个要件对金股案例进行判断,这对于评价特别股的具体内容也具有参考价值。因此,对股权融资与控制权兼顾的特别股的发行,必须遵循比例原则予以适当性判断,而不能仅凭所谓的长远经营目标而随意否定普通股东的权益追求。

其中,适宜性要求基于控制权保持需求而设计的特别股对于需要保持的控制力来说应该是适当的,并非为了满足控制股东的控制欲或

[39] Ben - Ishai, Stephanie and Puri, *Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis*, *Dalhousie Law Journal*, Vol. 29, 2006.

[40] 冯果、杨梦:《国企二次改革与双层股权结构的运用》,载《法律科学》2014年第6期。

出于其他非正当目的;必要性则是指特别股的发行审查中还必须考虑所采取的股权结构对公司本身及其他股东基本权利的损害强度,当存在若干同样能够实现目标的手段可供选择时,应当选择对普通股东权利损害强度最小的方式;相称性原则又被称为狭义的比例原则,要求发行特别股所损害的利益与其能够实现的利益之间必须成比例,不得显失均衡,防止追求目的和获得结果间超过了适当的程度。

除此之外,类别股制度的建构和完善,还可以借鉴境外关于类别股的实施规范及利益平衡机制,结合本土实际作出具体规制,从而在回应市场需求的同时,实现对普通股东权益的均衡保护。需要进一步明确的是,类别股制度的确立并不意味着特别股对普通股的取代,而是我国公司立法由刚性的“一股一权”向“原则禁止,允许例外”的转变,在坚持以“一股一权”为控制权配置主流规则的基础上完善制度供给,为公司融资与治理提供更多的可能。