

虚拟股的定性观察与规则探微

——以虚拟股股东保护为中心

薛前强*

摘要:虚拟股的定性观察决定了虚拟股股东的保护机制的二分选择:是债的合同中心主义还是股的章程中心主义。然而一元保护机制在变动不居的市场背景下皆有不周延之处,存在盲区,尤其在公司主体发生重大变化如解散、收购时,虚拟股股东的失语处境使其无法得到应有的公允保护。为此,在后金融危机时代,针对虚拟股股东的保护路径也亟须从二分法则的单边主义向碎片化的多元主义做应时转化。

关键词:虚拟股协议 二分法则 合同博弈
信义义务 碎片化路径

现代企业尤其是高科技企业为了长期激励或约束核心雇员,通常会采用股权激励手段,其中往往会采用实股激励方式,在满足一定条件时授予其一定的股权,将雇员自身利益与公司长久发展绑定在一起。但此种激励方式往往存在三种风险:一是会稀释(摊薄)现有的公司股权结构与控制关系,增

* 吉林大学法学院民商法学系,研究方向:公司法、证券法。

加决策成本;二是把雇员推向证券市场,雇员自身收益受股市行情影响加剧,反而有可能刺激雇员作出短期行为,加速倒戈;三是实股激励模式受众既是公司劳动者又是公司股东(所有者),此种双重身份增加代理成本,易于诱发股权纠纷与劳资纠纷的交叉混同。而虚拟股所特有的技术设计在激励或约束核心雇员、强化雇员与企业利益共享的同时亦克服上述三种风险,因而得到广泛的运用。但是正如其“非主流”的名字一样,虚拟股到底为何物?公司赋予虚拟股股东的为何种权利?是借助于公司与雇员签订虚拟股协议而生的类股性债权还是与优先股具有高度相似性的无表决权股权?这些问题值得关注。

一、虚拟股制度生成、共同构造与利弊分析

(一) 虚拟股的概念厘定与衍生脉络

虚拟股(phantom stock)也称影子股(shadow stock, mirror stock),是指公司与雇员通过签订虚拟股协议授予雇员的一种排在优先股与普通股之后可以参与分红并无表决权与所有权的“特殊股票”,为一种特殊形式的股票增值权(stock appreciation rights,简称SARs)。^[1]狭义的虚拟股是指闭合公司内部,公司与雇员间以签订契约的方式运作的激励模式,而广义的虚拟股则包括公众公司针对董事、监事等所采用的长期股票增值权激励模式,上市公司中运行的虚拟股起初多为了规避证券法对公司内部人的证券交易限制而设计。一般来讲,虚拟股激励对象并不包括公司董事、监事等人员而专门限定在核心雇员(key employee)的范畴之内,是为虚拟股激励契约的共性之一。^[2]

虚拟股近些年被人们所熟知大多源于华为公司颇具神秘色彩的员

[1] See Russ Ray, *Phantom Stock: Deferred Compensation Without Ownership*, *Journal of Deferred Compensation*.

[2] See James A. Amdur, *Deferred Compensation—The Phantom Stock Plan Materializes*, *Western Reserve Law Review*, December, 1960.

工虚拟股计划以及对此的相关报道,^[3]然而虚拟股并非舶来品,其运用也并非滥觞于当代。就我国而言,早在明清时期,晋商经营模式中就出现了其身影。晋商把股份分为银股、财神股和身股三种。其中身股也称顶身股、顶生意,是虚拟股的早先模型,伙友凭借其人力而非资本获取身股,不需出资就可以参与分红,且对商号不负盈亏。“不论是经理人员还是普通职工,都可根据其表现和对资本的贡献大小顶一定的股份,票号伙友除每年应得工资外,根据其资历、表现以及对票号的贡献,可以顶一厘至一分(10厘)的身股,职工的身股与财东的银股共同参与分红”。^[4]晋商票号中在分红时的人银均分原则,极大激励了票号伙友,使其做到“不责而勤,不检制而俭”,助推了晋商票号的持续繁荣。言及当代,由于虚拟股的独特构造与制度优势,也成为公司尤其是非上市公司所青睐的激励手段。^[5]

(二) 虚拟股的法律构造与特性分析

虚拟股源于公司与雇员所签订的虚拟股协议,不同公司在业务范畴、激励目标、具体化的对象、股权结构等方面存在差别,故而虚拟股协议也随之呈现出个性化特点。然而统观不同公司的虚拟股协议,仍可

[3] 近年来,关于华为公司虚拟受限股的报道层出不穷,由于华为虚拟股计划为其企业核心机密,详细运作方式不得而知,故相关报道也颇具迷幻色彩,其中既有尝试解密的声音也有对其持质疑的声音。如钛媒体“解析华为虚拟股迷局中的几个要点”、“华为的归属感以及员工虚拟股之忧”;《新快报》(广州)“华为公司虚拟股迷局”、“华为虚拟股陷信贷困局”;观察者网站“任正非:历届中央首长都过问华为员工‘虚拟受限股’”;虎嗅网“华为:长达12年的虚拟股还原”、“华为虚拟股制度隐忧”,载《中国人力资源开发》2013年11月23日;刘琼:“争议虚拟股:是激励员工还是对赌高速增长”,载《第一财经日报》2012年6月29日;孟伯阳:“华为有疾在‘股’里?”,载《商界(评论)》2014年3月25日;周展宏:“华为是不是个庞氏骗局”,载《财富中文版》。由华为引起的关于虚拟股的热议恰恰反映了国人对该制度的生疏,也为本文的写作提供了应有的迫切需要。

[4] 庄少绒:“票号制度与中国传统法律文化”,载曾宪义主编:《法律文化研究》(第2辑),中国人民大学出版社2006年版,第472页。

[5] 诸如在美国运用虚拟股的公司包括了美国杜邦公司1959年的虚拟股激励计划、百事可乐公司、雷曼兄弟公司、美国莎莉集团、雅芳集团、玫琳凯公司等。而在国内则包括北京久源网络招聘有限公司利润分红型虚拟股权激励计划,H股上市公司如招商银行、南方航空、国航等,A股上市公司如上海贝岭、银河科技等均采用虚拟股票激励计划,民营公司如华为公司虚拟股奖励计划、京东方的虚拟股计划、东方通信虚拟股计划、方太集团等。

抽象概括出虚拟股协议的共同构造与虚拟股的特性。

1. 虚拟股协议的共同构造

笔者通过对可获取的不同的虚拟股协议的对比解读,发现这些协议具备以下共同构造:

第一,开门见山,表明激励原因与目的。公司往往会把制定虚拟股协议的目的隐见于虚拟股协议的名称之中,^[6]而显见于协议的目的条款。对这些目的抽取公因式可见其一般为“鉴于乙方的表现与业绩,为实现对乙方的激励与约束以及将乙方的利益与公司的长久发展紧密结合以求乙方对公司的长期服务,在双方平等协商的前提下,公司(甲方)以虚拟股的方式对乙方的工作进行奖励与激励”。

第二,对虚拟股进行精准定义,与普通股相区别。首先,公司会在协议中会对虚拟股的含义进行精准定义以表明虚拟股股东≠普通股股东,如“虚拟股拥有者不是甲方在工商注册登记的实际股东”、“乙方取得的虚拟股权不变更甲方公司章程,不记载在甲方的股东名册,不得以此虚拟股权对外作为拥有甲方资产的依据”。^[7]其次,公司也会对虚拟股股东所享有的权利作出排除规定以表明虚拟股股权≠普通股股权,如“虚拟股权的拥有者无所有权、股东权及其他权利,拥有者不具备股东资格。原则上此虚拟股权对内、对外均不得转让、赠与,不得继承”。最后公司会明确虚拟股股东有何权利。这些权利一般为:(1)分红权,如“虚拟股股权的拥有者仅享有参与公司年终净利润的分配权”;(2)分红转让权,如“当有其他投资人参股本甲方,乙方可以出售部分或全部分红权”,分红的对象为公司的年终净利润;(3)定向知情权,如“甲方应当如实计算年度税后利润,乙方对此享有知情权”、“乙方拥有对甲方的财务状况的监督权以及对公司账册等资料的查阅权”;(4)转换权,如“甲方实现 IPO 发行,乙方可以按比例将分红权转

[6] 虚拟股协议的名称中往往会有“激励”或“奖励”等词语,并被命名为“××公司虚拟股奖励合同”、“××公司虚拟股权激励方案”、“干股(虚拟股)分红协议书”等,通过虚拟股协议的名称我们可以发现,被奖励对象并不需要支付金钱对价就可获得虚拟股份,此为虚拟股无偿性之所在。

[7] 参见上海年享投资有限公司《干股分红协议书》、三森信息《虚拟股权激励方案》、浙江维融电子《虚拟股奖励合同》、上海商信文化《虚拟股权激励协议》。

化成公司股票”。

第三,制定严格的分红行权条件与失权情形。就行权条件而言,于公司来说是分红时有净利润可分,而对于虚拟股股东来说分红条件条款则借助于协议中的股东义务条款来加以限定,主要包括:(1)分红对象应当身份适格,即虚拟股股东与公司之间的劳动关系在分红时是存续的,但并不限于劳动关系的建立(如潜在雇员)。〔8〕(2)虚拟股股东须业绩适格:虚拟股协议中会制定详尽的业绩指标,一来业绩的实现既可成为获取虚拟股股东身份的先决条件,二来业绩指标的实现也可以成为分红的触发条件,以达到激励的最终目的。(3)勤勉、忠实之职责:虚拟股股东需在工作中尽到勤勉与忠实,其中当董监高成为激励对象时应尽到忠实勤勉义务,对普通雇员而言也要做到勤勉谨慎,恪守相关职责。(4)保密义务:由于虚拟股激励协议为公司的经营战略,每个公司都可进行独特设计以期达到最好的效果,其具有巨大的商业价值属于商业秘密范畴,因而虚拟股股东应对此保密,这也更加增添了虚拟股的神秘色彩。

就失权情形而言,公司对协议解除以及分红权丧失情形也会做详细规定,一般为:(1)股东与公司劳动关系终止(辞职、辞退、解雇、离职、死亡、丧失劳动能力等)。虚拟股实现的时间点一般为雇员到达退休年龄而退休,雇员因为残疾而退休以及雇员的死亡,如果雇员由于自己的过错而导致劳动关系终止,不能触发虚拟股股利的兑现。(2)股东违反公司规章、公司法规而侵害公司的行为。(3)无法达到业绩目

〔8〕 虚拟股股东并不限于公司的在职雇员,如三森集团虚拟股股东资格认定标准为:(1)在公司的历史发展中作出突出贡献的人员;(2)公司未来发展亟需的人员;(3)年度工作表现突出的人员;(4)其他公司认为必要的标准。其中(1)和(2)标准都不以劳动关系的存续为条件。但有学者指出,公司对于潜在雇员的理解应为:被激励对象有义务自授予虚拟股时日起成为公司雇员,否则公司董事则有失信义务。See James A. Amdur, *Deferred Compensation—The Phantom Stock Plan Materializes*, *Western Reserve Law Review*, December 1960.

标而负主要责任的。^[9] (4)违反刑法追究刑事责任的。

第四,设定分红基准与分红程序。这些条款包括规定虚拟股股价计算、分配、转换、估值、变现、股息信贷、分红顺位等事项。如绩效周期条款(performance period)一般规定执行期间为一年;分配份数计算条款:个人年度授予额度=年度每基点授予份数×岗位系数×工龄系数;红利收益计算条款:虚拟股份分红收益=虚拟股份数量/本单位股本×分红红利;分红红利计算条款:分红红利=本单位税后净利润×抽取比例;兑现条款:一般分红以现金形式给予虚拟股股东,但复杂的虚拟股协议也包括分配股份。

2. 虚拟股的特点

总的来说,从上述虚拟股协议中我们发现虚拟股具备“四无一有”的特点:

(1)无偿性:从虚拟股协议的目的条款可以总结出虚拟股多为公司以无偿赠送或者奖励的方式派发给目标员工,而不需要目标员工提供相应的金钱对价。

(2)无流通性:虚拟股具有人身专属性,是公司为激励特定主体而定向派发的,不允许持有人转让、继承。

(3)无表决权:虚拟股股东不能同普通股股东一样对相关事项进行投票。此点与优先股极为相似,一般来讲优先股也无表决权。

(4)无所有权:虚拟股股东对所派发的股票无所有权,不能进行按揭。无流通性的根源就在于股东对其所收股份无所有权。

(5)有分红权:虚拟股股东享有按照虚拟股协议中规定的分红约定而获取一定经济利益的权利。

[9] 对于业绩指标能否成为分红权丧失的原因是值得商榷的,虚拟股无所有权又非股票期权,在虚拟股协议中加入业绩条款但其能否推动虚拟股计划的实施也是值得商榷的。因为若干的典型事实证明:第一,薪酬与业绩之间的敏感度的主要驱动力是股票期权以及股份所有权,而不是其他形式的薪酬;第二,薪酬与业绩之间的敏感度因行业不同而存在差异,在受管制的公用事业中,其敏感程度格外低;第三,虽然1992~1996年间薪酬与业绩之间的敏感程度增加了,但敏感程度的提升,几乎完全来自股票期权的授予。并且,仍然几乎没有直接的证据表明,引入积极冒进、以业绩为基础的薪酬计划能够给公司带来回报。参见[美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》(第2版),罗培新译,北京大学出版社2013年版,第454~455页。

(三) 成也萧何败也萧何的“四无一有”特性

虚拟股“四无一有”的特征,使虚拟股作为激励手段与股权激励以及股权式激励相比,有其独特的制度优势;然而,也正是此种特性使虚拟股的劣势十分明显。

1. 虚拟股的制度优势:成也萧何

与实股式激励手段相比:

第一,由于虚拟股无表决权,亦无所有权,公司在激励的同时可以保持现有的股权结构,避免普通股股东的利益稀释以及公司控制权的摊薄。尤其对于青黄不接的家族企业而言更是如此。^[10]

第二,由于虚拟股的无偿性,雇员获取虚拟股并不需要支付相应的金钱对价,这就使虚拟股激励计划颇具吸引力,易于被雇员接受,尤其针对年轻的核心员工,因为若为有偿的虚拟股计划,年轻雇员很有可能因缺乏购买资金而无法获取虚拟股。

第三,由于实股激励所赋予的股权具有流通性又易于受股市行情影响,持股者如想离开公司转手股份即可;反观虚拟股由于无流通性,雇员无法通过中途转让虚拟股股份而获得利益,虚拟股股东只能等待支付条件成就时来获取利益。“从本质上讲,虚拟股票的价值并不与股票市场交相对应,它是由‘内部因素’确定的评估确认值,它可以有效地避免股票市场上的系统性风险(股价失真)和异常波动”,^[11]避免了虚拟股股东中途倒戈的可能,实现了公司对雇员的深度捆绑,也延长了激励计划的生命周期。

进一步讲,公司在运用虚拟股无流通性特点的同时,可以与其他手段相组合,强化激励效果。具体而言,这些手段包括:(1)递延支付:虚拟股协议中往往会规定股利的支付以分期付款的方式,在触发支付时间点(退休或死亡)后以每年支付的方式分期付款。首先,递延支付避免了一次性兑现造成公司资本的大幅度变动影响经营活动,故尤其适用于规模小、成长型的闭合公司与现金流紧张的公司。其次,它为公司

[10] See Kenneth M. Cymbal, *The Phantom Stock Plan: How to Keep Key People on the Job*, National Underwriter, March 2008, p. 14.

[11] 张良:“不上市也能‘人力资本’股权化”,载《中外管理》2003年第7期。

控制雇员退休后的活动创造了可能,因为虚拟股协议中公司可以规定诸多支付终止条款,其内容多为限制雇员退休后从事竞业活动或在有竞争关系的企业中就职。最后,它可以创造税负优势,“在高管薪酬计划的结构之中,包含着大量的延期股权薪酬,它除了降低代理成本之外,还发挥着另外一项功能,即降低公司和个人缴付的收入所得税”。^[12] 因为虚拟股股东的利益在被兑现前为一种无法征税的经济利益,而征税只能依据收款凭据,故在递延支付的情况下,可以选择一个低税率的时间点对虚拟股股东兑现其经济利益,从而降低了股东的税负成本。(2)股利递增:公司可以设计层级分红,分红数额随着持股时间递增,也可以为累积型虚拟股,持股比例也随着持股时间递增。(3)花红与故股:明清时期的晋商会在身股股东的分红中提取一部分存储于企业,并支付一定利息,在身股股东工作出现意外时用作风险基金弥补损失,此称为花红;如退休时未出现意外事件,则连本带息一并支付给身股股东,晋商中身股股东在退休后或者死亡后仍可以享受1~2个会计年度的分红,此称为故股。

第四,虚拟股更为灵活简单。灵活在于公司通过设定一定的标准,就可以选出希望激励的核心雇员,做到定向激励与定制化激励而又不受非歧视原则的制约;^[13] 简单在于虚拟股计划并不涉及公司实股变动,故无须通过股东大会表决,属董事会决策范畴,只需要董事会决议即可。

与其他股权式(equity-based)激励手段(如业绩股票激励、员工持股计划、期股、管理层收购、附带回购、年终奖等)相比:

第一,其余股权式激励手段都存在稀释公司控制权的风险,因为其存在雇员购买公司实股的可能性。如股票期权制度,员工可以转换成公司实股,员工持股也是如此。

第二,虚拟股激励较每年一次的年终奖方式更为持久,^[14]“它赋予员

[12] [美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》(第2版),罗培新译,北京大学出版社2013年版,第449页。

[13] See Russ Ray, *Phantom Stock: Deferred Compensation Without Ownership*, *Journal of Deferred Compensation*, p. 33.

[14] See Kenneth M. Cymbal, *The Phantom Stock Plan: How to Keep Key People on the Job*, *National Underwriter*, March 2008, p. 15.

工以‘所有者’和劳动者的双重身份而形成更为紧密的利益共同体”^[15]

第三,虚拟股与股票期权(stock option)相比优势如表1所示:

表1 虚拟股与股票期权的比较优势

名称 \ 内容	股票期权(stock option)	虚拟股票(phantom stock)
最多适用场合	公众公司	闭合公司
股票价值	市场决定	通过公式计算
是否稀释股权	是	否
雇员是否有所有权	是	否
灵活度与定制化程度	低	高
获取方式	雇员有偿购买	无偿(奖励、赠与)
持股时间要求	是 ^[16]	否(但有绩效考核周期)
是否适用非歧视原则	是	否
证监会审核批准	是 ^[17]	否
是否计为收入	否	是
是否预扣职工所得税	否	是

注:根据罗斯·雷(Russ Ray)教授的对比内容制作。

[15] 参见苗新燕:“上市公司的虚拟股权激励”,载《人力资源》2005年第11期。

[16] 《上市公司股权激励管理办法(试行)》第22条规定:“股票期权授权日与获授股票期权首次可以行权日之间的间隔不得少于1年。股票期权的有效期从授权日计算不得超过10年。”

[17] 《上市公司股权激励管理办法(试行)》第33条规定:“董事会审议通过股权激励计划后,上市公司应将有关材料报中国证监会备案,同时抄报证券交易所及公司所在地证监局。上市公司股权激励计划备案材料应当包括以下文件:(一)董事会决议;(二)股权激励计划;(三)法律意见书;(四)聘请独立财务顾问的,独立财务顾问报告;(五)上市公司实行股权激励计划依照规定需要取得有关部门批准的,有关批复文件;(六)中国证监会要求报送的其他文件。”第34条规定:“中国证监会自收到完整的股权激励计划备案申请材料之日起20个工作日内未提出异议的,上市公司可以发出召开股东大会的通知,审议并实施股权激励计划。在上述期限内,中国证监会提出异议的,上市公司不得发出召开股东大会的通知审议及实施该计划。”《股票期权交易试点管理办法》(征求意见稿)第4条(监管机构安排)规定:“中国证监会对股票期权市场实行集中统一的监督管理。证券交易所、证券登记结算机构、相关行业协会按照章程及业务规则,分别对股票期权交易活动及经营机构实行自律管理。”第5条(交易场所及品种审批)规定:“证券交易所经中国证监会批准可以开展股票期权交易。股票期权交易品种的上市、中止、取消或者恢复应当经中国证监会批准。股票期权交易品种应当具有充分的现货交易基础,市场竞争充分,可供交割量充足等,适于进行股票期权交易。”

2. 虚拟股的制度劣势:败也萧何

虚拟股的制度劣势对于公司来讲在于:

第一,补偿不足与过度补偿。虚拟股的收益与公司的业绩具有直接关联性,理论上认为,个人工作越完美越能给公司带来业绩,也越能增大虚拟股的可分配资金池,然而实际上公司是一个社团,公司业绩受多方影响,个人的努力并不一定会带来公司的增值。在雇员个体努力与公司业绩成正相关的模型下,偷懒的员工的虚拟股价值源于其他员工的努力,此时便会出现过度补偿现象,刺激员工的“搭便车”行为。在雇员个体努力与公司业绩管理非相关的模型下,努力的员工会出现无可分配利益以供分配的尴尬情况,此时便会出现补偿不足的现象,挫伤员工积极性。

第二,估值困难。首先,闭合公司股票由于非上市流通,定价较难;其次,高科技公司股权股票价值的未来增长空间是巨大的(如 Facebook),因此怎样把未来增长的空间纳入现有的估值中也是困难的。为了解决这个难题,闭锁公司会按照公司的账面价值来为股票赋值,而对于上市公司来讲则一般按照市面价值来为股票赋值。

第三,无偿性降低倒戈成本,增加人员变动风险。由于公司一般会无偿授予虚拟股,故在公司业绩不好时,员工可以不假思索地离开公司(毕竟没有资本投入),免费获取会降低倒戈成本。此时人员的变动会增加企业的运营成本,而采用股票期权模式带来的风险要小得多,由于 SARs 的行权期确定而非虚拟股的固定模式,故公司可以提前预见到变动风险。

对于被激励对象来讲,虚拟股的风险在于:

第一,受到公司合并(收购时)不公平交易的损害,受到董事违背勤勉义务的损害。^[18] 内幕交易亦会损害虚拟股股东,例如,虚拟股股东所在公司被以较高的价格收购,而此时虚拟股股东正要变现,此种内幕信息由于其股东地位的缺失,公司无义务向其告知,导致虚拟股股东的变现价格低于公司被收购后的变现价格。

[18] See Stephen Kubiczky, *Executive Benefit Programs in Corporate Acquisitions and Dispositions*, Real Property, Probate and Trust Journal, 1985.

第二,基于虚拟股股东与实股股东双方主体身份,会产生利益间的“异质化”,但分红的来源都是公司的盈余,故在分红标的物相同的情况下双方会产生以下矛盾。首先是“蛋糕分不分之争”:虚拟股股东的分红标的是当年公司的盈余,在非累积情况下更倾向于把蛋糕立即吃掉;而实股股东作为公司的所有者,其股价的收益在于公司的持续获利而非一时的盈余,实股股东尤其是家族式企业的实股股东更倾向于在蛋糕更大时再分;而由于公司董事由实股股东表决产生,故董事会也会倾向实股股东作出不分红的决定。此时虚拟股股东的当下努力就无法得到应有的回报,而实股股东则侵蚀了虚拟股股东的努力。而且,即使是虚拟股股东与实股股东都同意分红,但董事会作出不分红的决定,实股股东可以援引《公司法》第74条获得救济,^[19]而虚拟股股东则无相应权利。其次是“蛋糕分多少”之争:在公司有盈余且分红的情况下,股东会或者董事会可以把公司盈余以公司经营方针或者投资计划的方式转移,把蛋糕变小,减少虚拟股股东原本可以分得的利益。^[20]

第三,公司掌握分红条件主动权,或条件苛刻或在解释论上存疑。公司为了避免分红,可以在虚拟股协议中严格分红条件,提高分红难度,如以与递延支付相配套而增加的竞业禁止条款来限制雇员的择业自由,实现深度捆绑;公司可以把分红与业绩指标相挂钩,在实践中往往也是在完成一定比例(如80%)的既定目标下进行分红;公司可以借助与雇员之间的信息不对称来进行利己解释规避分红。

第四,虚拟股协议的有效性受到挑战。公司普通股股东可以公司董

[19] 《公司法》第74条规定:“有下列情形之一的,对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权:(一)公司连续五年不向股东分配利润,而公司该五年连续盈利,并且符合本法规定的分配利润条件的;(二)公司合并、分立、转让主要财产的;(三)公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现,股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。”

[20] See William W. Bratton, Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, University of Pennsylvania Law Review, June 2013, pp. 1823 - 1826. 在文中布拉顿(Bratton)教授提到了几种对优先股股东不予分配红利的措施,其中提到一个实践中的方法就是:先设立一个子公司,然后母公司与子公司合并,则母公司中的优先股股东的应得分红转换为子公司的股份,成为子公司的普通股股东,从而避免了对优先股股东的分红。在公司存在股权分层的情况下,虚拟股股东也存在此种从虚拟股股东变为实股股东而不分红的风险。

事违反了应尽的信义义务为理由,主张虚拟股协议是对公司资产无必要的浪费而提起派生诉讼,请求法院认定虚拟股协议无效。^[21] 美国地方法院在 1958 年的 *Berkwitz v. Humpbery* 案中认定虚拟股协议为无效协议,支持了普通股股东的诉讼请求。

公司在虚拟股计划中较雇员而言处于主动地位,可通过对虚拟股协议进行相应的修改而事先防范风险,如制定严苛的业绩指标、更为精准的精致化条款、用公司净资产来估值以及递延支付防止中途倒戈等;而反观虚拟股股东,其在虚拟股协议中处于被动地位,对于风险无法事先防范而只能借助于事后机制对于其进行保护,故对虚拟股东风险的事前防范与事后保护也更为关键与紧迫。

二、虚拟股股东保护的先决前提:虚拟股的名实之辩

在实务中一般将虚拟股划分为非股权激励模式,故在针对虚拟股股东存在的上述风险进行保护或规制时多通过合同路径,恪守双方间的虚拟股协议的内容。然而细细考察虚拟股的法律构造,我们发现虚拟股与优先股有极为相似之处,二者皆为公司与股东签订个性化协议来安排双方间的权利义务,而优先股源于公司对其股权结构的双层安排,实质还要纳入股权范畴,这也为重思虚拟股的本质提供了探讨的空间。

(一) 虚拟股是否可以称为公司的类别股

虚拟股股东与公司间签订协议就公司的盈余参与分红并排除表决权,按照虚拟股的法律构造来看其与公司中的类别股的特点十分吻合,“公司可以基于自身融资多样化的需求与股东个体投资偏好的考量以合同特别约定的形式与股东间作出不同于普通股的权利义务的安排,类别股具有债权与股权的双重属性,其实质是股份的经济利益与投票权的分离”,^[22]那么虚拟股股东就为公司的类别股东。但是根据虚拟股协议的

[21] See James A. Amdur, *Deferred Compensation—The Phantom Stock Plan Materializes*, *Western Reserve Law Review*, December, 1960, p. 67.

[22] 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。

构造我们发现,虚拟股 类别股,虚拟股股东 股东。

1. 虚拟股股东欠缺股东资格认定的两对要件

只有成为公司股东才能享有股权,并援引公司法对股东的救济条款寻求保护,然而我们发现虚拟股股东欠缺股东资格认定的形式要件与实质要件。其一,虚拟股股东欠缺形式要件:商事法律注重行为的外观主义,故在认定股东资格时,首先考虑的是股东名册与工商登记等形式要件。法院在“王德与吕红等股权确认纠纷上诉案”中认为“股东名册是有限责任公司股东主张股权的首要依据,当公司未置备股东名册,或者股东名册的记载与事实不符时,对公司内部的股权份额,应当综合分析发起人协议、出资证明书、公司章程、盈余分配、经营管理等各项事实后作出认定”。^[23]然而在虚拟股协议中一般明确规定虚拟股股东不记入股东名册,不进行工商登记,不变更公司章程,故虚拟股股东欠缺了股东资格认定的形式要件。其二,虚拟股股东欠缺实质要件:“自公司制度出现以来,以出资或者认购股权作为获取股东资格的方式,从来就是最为主要、最为核心的方式”,^[24]而当“在公司内部就股东资格产生争议,不涉及相对人信赖利益时,股东名册和工商登记不是最终依据,而是法律上的权利推定,当事人主张的出资行为、实际行使权利等要件事实就具有更强的证明力,应成为股东资格确认的最终判断依据”。^[25]但是由于虚拟股一般为公司无偿赠与、奖励,虚拟股股东并无出资行为,虽然虚拟股股东实际上行使了分红权,但是我们说行使权利的同时还要参考其身份是否得到了“团体的认同”,^[26]而由于在虚拟股协议中对于虚拟股股东的明确排除规定,使其欠缺公司(尤其是家族式企业)对其股东身份认同的意思,故虚拟股股东也欠缺股东资格认定的实质要件。

2. 虚拟股不为公司股份

虚拟股虽然有一个“股”字在其中,但是虚拟股并非公司股份。股

[23] 参见《人民司法·案例》2007年第10期。

[24] 虞政平:“股东资格的法律认定”,载《法律适用》2003年第8期。

[25] 税兵:“在表象与事实之间:股东资格确定的模式选择”,载《法学杂志》2010年第1期。

[26] 参见胡晓静:“有限责任公司股东资格确认标准的思考”,载《国家检察官学院学报》2012年第3期。

份是公司资本的最基本构成单位,虽然对于股份尚无全面的法律定义,但在 *Borland's Trustee v. Steel* 一案中,费尔威尔(Farewell)法官对股份进行了如下描述:股份是运用金钱数量来衡量公司中股东责任、利益以及彼此之间签订的一系列共同契约的工具。章程中载明的合约是股份最初始的要件之一。股份并非等同于金钱数额……而是以金钱数额来衡量的利益,后者由合同中载明的各种权利所构成。^[27] 反观虚拟股,其针对的是公司的盈利而非公司的资本,是对公司的盈利所进行的按比例划分,所以虚拟股不为公司的股份,不构成公司的资本。虽然虚拟股与优先股具有高度的相似性,但是优先股是公司资本的一部分,其股东是公司的所有者与剩余索取权的拥有者,二者只是形似而非神似,技术构造的相似性并不必然指向法律属性的相同。

3. 虚拟股入股风险的价值衡量

上述从规范意义的角度来说虚拟股非公司类别股,而从价值衡量的角度来说亦不应当把虚拟股入股,否则会存在以下风险:

第一,对虚拟股股东过度保护,诱发机会主义行为。虚拟股股东并无资本注入公司,过度保护成本最终由企业和普通股股东承担(得到超过博弈资本的利益)。并且入股也意味着虚拟股股东要对公司债务承担有限责任,与现实状况不符,风险与收益的强行非对称安排会诱发机会主义行为。

第二,侵夺双方缔约自由,增加缔约成本。入股会造成虚拟股与无表决权普通股及优先股的区别丧失,剥夺当事人自由选择的权利,并且会导致虚拟股的灵活性丧失,缩小其使用的可能性与土壤。如果把虚拟股纳入股权范畴,那么企业为了达到先有的初始目的(既激励又垄断公司控制权),不得不在虚拟股协议中将除分红权以外的其他权利一一排除,把需要排除的事项事无巨细地列举出来。这样一来增加了企业缔约的时间成本,二来由于对特定股权的保护,采取协议有限章程补充之原则,^[28] 故在协议有疏漏时援引章程也有失企业缔约时的本意。

[27] [英]艾利斯·费伦:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社2012年版,第149页。

[28] See Jay Finley Christ, *Right of Holders of Preferred Stock to Participate in the Distribution of Profits*, *Michigan Law Review*, May 1929, p. 731.

第三,限缩虚拟股使用空间,阻碍商业经营活动。因为如果入股,则公司董事须对其承担信义义务,^[29]在公司不需要对其承担信义义务的情况下,发行虚拟股的成本低于普通股及优先股,公司也更有意愿采用虚拟股形式;但如果强行入股,虚拟股先前的成本优势就会丧失,影响公司发行虚拟股的意愿。^[30]入股亦会阻碍公司董事商业经营活动,因为双层信义义务路线,董事要对两种股东承担信义义务,而此两种股东的利益也并非一致的,所以一个决定如何才能获得异质股东的一致满意也是相当困难。

(二) 虚拟股的本质——源于契约的分红权

虚拟股协议虽然有一“股”字,但是由于其标的为公司的盈余,其实质为公司与雇员间签订的以公司盈余为标的的分红协议。也正因为如此,很多公司的虚拟股协议书直接命名为“干股分红协议书”并在虚拟股协议中明确定义其分红权性质;但其不等同于股东分红权而被称为长期分红权(dividend sharing),其本质是雇员对盈余的分享。

(三) 可以入股的特定情形

上述论述表明,无论是从规范分析还是价值衡量的角度来说,虚拟股股东都不是公司的类别股东,虚拟股一般也为公司无偿赠与的礼物(gift)。但笔者认为,在虚拟股股东有偿获取虚拟股份并记载于章程之中的情况下,其可被视为公司的类别股东。因为股份构成一个类别,进而享有类别股的特殊保护,需要具备三个要件:第一,附于股份之上,依凭股份而生;第二,不同于其他类别的权利;第三,章程强制记载或者以其他合法的方式进行公示。^[31]而且,“向公司投入了股权资本又向公司投入了专用性人力资本的高管或者普通雇员也可以被视为一种多元化股东”。^[32]由于虚拟股股东的分红计算以实股股份的增长为标的,故其

[29] See Melissa M. McEllin, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholder Rights*, Columbia Business Law Review, 2010, p. 898.

[30] See D. Kyle Sampson, *The Fiduciary Duties of Corporate Directors to “Phantom” Stockholders*, The University of Chicago Law Review, p. 1292.

[31] 沈朝晖:“公司类别股的立法规制及修法建议”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第569~570页。

[32] 汪青松:“基于投资偏好差异的股份公司股东类别化分析”,载《政法论丛》2011年第4期。

对于公司的股份具有利益关系,而“何美欢教授从保护少数股东的角度出发,倾向于认为具有不同的利益也应构成公司的类别股份”。^[33]故当虚拟股股东有偿购买且记于章程之中时,其可被认定为公司的类别股东。

三、虚拟股入债模式下合同保护路径:协商→博弈→救济

通过上面的分析,我们发现虚拟股股东身份有别于公司的股东,其享有的为公司对于盈利的分红权,故在对虚拟股股东进行保护时,一般恪守双方之间的合同内容,采用“协商→博弈→救济”的运作机制,且在司法实践中,法官也一般按此来进行审判。

(一) 采取合同路径的效能分析

在入债前提下采用合同模式安排双方间的权利义务具有以下优势:

其一,最大限度地实现雇员的人力资本:在公允原则的前提下,雇员可以就自己人力资本的价值与公司进行讨价还价,从而反映到合同之中的就是倾向雇员的合同条款,如为了弥补不是股东身份的损失,可以与公司谈判,从而寻求更多的虚拟股股份或者提高虚拟股的变现价格。但若入股,则对于虚拟股股东的权利义务的安排以公司章程为主,而公司章程适用对象为公司的全体股东,导致雇员价值的雷同或者趋同,无法给予雇员一个以自己的特殊价值来进行谈判的情境,激励效应小于入债模式。

其二,入债的另外一个原因在于:在博弈情况下双方是双赢的:公司避免了信义义务的承担,雇员获得更多的利益。“法院应当尊重企业与雇员双方在虚拟股、优先股、无表决权普通股三者之间的选择,此时的信义义务的承担与否交由当事人自由安排”,^[34]公司另辟蹊径建构虚拟股

[33] 参见何美欢:《公众公司与股权证券》(中册),北京大学出版社1999年版,第673~674页,转引自沈朝晖:“公司类别股的立法规制及修法建议”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第571页。

[34] See D. Kyle Sampson, *The Fiduciary Duties of Corporate Directors to “Phantom” Stockholders*, *The University of Chicago Law Review*, p. 1281.

的动因,恰恰是防止雇员成为股东而向其承担信义义务之所在。此种观点从双方自由订约时背后的目的出发,双方可以面对面地直接谈判,而非股东与公司那样(由于股权的流动性,后手往往无法与公司面对面地谈判,初始股东才会有此机会,从而信义义务纳入也为了保障没有谈判机会的股东),而入债的往往为雇员、债券持有人、上下游企业,其往往有面对面的谈判机会,故无须纳入股权模式中。

(二) 合同博弈中的几个可能性权利

在双方间合同博弈的过程中,虚拟股股东(雇员)为了规避风险,一般会与股主进行讨价还价,主张赋予以下几个可能性的权利:

1. 兑现方式选择权: *Berkwitz v. Humphrey* 案(1958)中,虚拟股股东可就股利是以累积到其个人账户或以金钱方式立即变现或累积部分+变现部分方式兑现进行选择。^[35] 当合同约定以现金方式支付利益时,公司可以一次性付清或者分期付款,在特定情况下,也可由雇员选择支付时间。^[36]

2. 兑现价格选择权:当赋予虚拟股股东兑现方式选择权时,一定意义上也就赋予了虚拟股股东兑现估价值的选择权。股东可以在价值高于授予价格时行权变现,在价值低于授予价格时选择累积。以方式选择权来排除价值选择权的前提是市场对股权价值的及时、准确的反映。但是首先,该种模式只适用于公开公司,其股权价值可通过股票价格的上下浮动来衡量,而当适用于闭锁公司时,由于其股权价值的非市场定价性,只赋予方式选择权并不能给股东股利最大化的保障。其次,由于市场存在滞后性(市场并非完全真实地反映股权的价值),股东基于一时虚假的信息可能做出错误的决定。为防范此种价值贬损的风险,在虚拟股授予协议中会规定股东的兑现价值选择权,即虚拟股股东可就虚拟股的股权价值进行选择。一般规定股东可在确权日与行权时之间的时间段内选择一个价格来作为虚拟股的价格,但此价格不得高于在该期间内普通股的最高票面价值。

[35] See James A. Amdur, *Deferred Compensation—The Phantom Stock Plan Materializes*, *Western Reserve Law Review*, December, 1960, p. 63.

[36] See Fred E. Whittlesey, *Expanding the Phantom Stock Concept Page*, *Compensation & Benefits Review*, November – December, 1994, p. 54.

3. 知情权:就知情权的内容来讲,公司为显示激励诚意往往也会主动赋予一定范围的知情权。根据《公司法》第33条第1款规定,股东有权查阅、复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。而《公司法》司法解释(四)(法院系统征求意见稿)第十一条规定对于原始凭证的查询,公司在提供股东具有非正当目的的证据情况下可以拒绝,而第十条规定行使知情权的主体应具备股东身份,由于虚拟股股东不为公司股东,故笔者认为虚拟股股东的知情权合理范围应限定在与盈余有关的事项,且本着举重以明轻的原则,对于原始凭证主张知情权应当提供正当目的,虚拟股股东对所知晓的事项应承担保密义务。

4. 降落伞条款:降落伞条款是指公司在被并购或者收购导致董监高等人被解雇时,公司将提供丰厚的补偿。其产生于美国,属于反收购的“毒丸计划”的内容,“降落伞规则可以包括很多内容,诸如基本工资、奖金、退休金福利以及诸如医疗保险、股票期权、人寿险、股票回购计划等附加福利”。^[37]降落伞规则降低了公司在被收购时股东与管理人员之间的利益冲突,降低了代理成本。降落伞规则按照补偿金的多少及适用对象的不同分为金银锡三种:黄金降落伞(golden parachute)是指面向高级别雇员(管理者)且补偿金丰厚的条款;以此类推,银色降落伞面向中层级别雇员(管理者),锡色降落伞面向普通雇员。所以为防止公司变动而导致虚拟股利益的丧失,虚拟股股东可要求在虚拟股协议中加入符合自己等级的降落伞条款以获得补偿。虽然黄金降落伞条款经由法院裁决确定为有效条款,^[38]但值得注意的问题是,虚拟股股东能否获得此种利益还要看普通股股东的脸色。“公众基金与工会基金发起的股东‘薪酬话语权’提案要求公司就高管薪酬问题举行股东问询

[37] See Judith C. Machlin, Hyuk Choe & James A. Miles, *The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*, *The Journal of Law and Economics*, 1993, p. 862.

[38] See A. A. Brever, *Worth v. Huntington Bancshares, INC. : Ohio's First Reported Decision Concerning the Validity of Goldparachute Agreements*, *Northern Kentucky Law Review*, 1990, p. 636.

性投票”,^[39]《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护改革法案》(The Dodd - Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act)规定顾问股东在所有未来提供黄金降落伞问题上拥有投票权。

(三) 合同路径下需要解决的几个问题

1. 合同有效性问题

普通股股东会以公司资产的浪费为由提起派生诉讼,否定虚拟股协议的有效性,为此在衡量一个虚拟股协议有效与否时,往往要考虑两个因素:

其一,对象身份适格。身份适格包括两个方面,一方面被激励对象应为当下雇员、已作出贡献雇员以及潜在雇员(即已经具备或者即将具备雇员身份),而如果激励对象获取虚拟股不以与公司的雇佣关系存续为对价的话,如已经离职、撤职,则可认定为激励对象不适格(Holthusen v. Edward G. Budd Mfg.)。另一方面对象能力适格,被激励对象应当为核心雇员或者潜力雇员,为此在虚拟股协议中往往会设定严格的考核机制与删选条件来确保被激励对象的能力。

其二,雇员的价值与公司所授予的利益具有合理的相关性。雇员的的价值包括其所创造的价值与所拥有的价值。二者须区分开来单独衡量,因为二者并无必然联系,雇员所创造的价值受到诸多外力因素的影响(如投资者的信息、经济形势、通货膨胀或紧缩、特定原料的成本、经济的未来走向等),公司的表现与雇员的表现有时并不一致,故即使雇员自身所拥有的价值为正,其所创造的价值也有可能为负。故在衡量此项标准时,公允的方式是对个体进行单独计算,以防止其他雇员从中“搭便车”。

但笔者认为,一方面由于虚拟股计划的目的在于激励而非奖励,而激励的初始逻辑就在于对象的无差别性,且在虚拟股协议中通常规定虚拟股的价值来自企业的盈利,后者此种限定条件已排除了雇员必须具备价值这一前提性假设;另一方面如果用雇员价值来否定一个虚拟股协议的话,那么其他模式的激励计划也都存在因此理由而被认定无效的风

[39] 参见[美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第449页。

险。这样一来破坏了商事关系的稳定性,二来法院在个案中不得不对具体雇员做全方位考察,增加了价值的识别成本,故雇员的价值不应当成为判断虚拟股协议有效性的因素。如果公司董事在签订协议时尽到了信义义务,那么按照经营判断规则该协议就是有效的,如特拉华州最高法院在 *Lieberman v. Becker* 案(1959)肯定了虚拟股协议的有效性,且在由美国最高法院 1933 年判决的在激励计划领域具有里程碑意义的 *Rogers v. Hill* 一案中,能被质疑的只有激励金额的合理性而非激励对象的合理性。^[40]

2. 合同博弈的前提澄清

主张该结论的正当性建立在三个前提条件之上:(1)雇员对所签订的虚拟股股权协议的性质充分预知,信息对称;(2)雇员有能力与公司就选择何种模式进行博弈;(3)博弈结果可消解非股模式而产生的风险。

就第一个条件而言,作为雇员往往对虚拟股协议的性质并不清楚,一个“股”字通常给其造成股东身份的假象;而就后两个条件而言,忽视了一点就是虚拟股股东的层级划分在虚拟股股东内部也存在类别化的问题,雇员间的能力不同会出现“过度博弈”与“博弈不足”之分。对于具有谈判优势的虚拟股股东,如董事、CEO,此种股东造成的问题就是其利用自身优势在与公司签订虚拟股协议时获得更多的利益,同时产生的问题就是对于高管薪酬过度支付与透明度的欠缺;^[41]而对于一般雇员,由于人力资本的欠缺而导致谈判能力较弱,故在虚拟股协议中公司占据导向地位,如有的公司的虚拟股协议未赋予雇员知情权。笔者认为,博弈路径对于有博弈能力的高级别雇员可最大化地获取利益,而对于低级别的雇员来讲是不周延的,容易使其陷入“失语”的境地。合同为主的路径过分强调了合同的可实现内容,而采取合同范式所遮蔽掉的是变动不居的市场环境,信息不对称的先前存在,以及权利义务自由安排的可选择性。

[40] See John W. Murrey, *Excessive Compensation in Publicly Held Corporations: Is the Doctrine of Waste Still Applicable?* West Virginia Law Review, 2005, p. 434.

[41] See Thurm Scott, *Extra Pay, Many Ceos receive Dividends on "Phantom" Stock*, Wall Street Journal, 2006.

四、对协商→博弈→救济路径的碎片化修正

经上述分析,从债模式下的合同博弈路径无法使欠缺博弈能力的虚拟股股东得到公允保护,为此需进行一定的修正,通过完善或借用一些辅路机制,缓解主干道上的救济(保护)压力,改善保护供给不足的境地。

(一)入债模式下保护路径的多元主义

1. 还原虚拟股协议的劳动法属性

就虚拟股协议内容来讲,其为分红协议,但就虚拟股协议双方身份来讲,其也为公司与雇员间签订的劳动合同。因为首先“金手铐”激励合同的当事人是作为用人单位的公司与作为劳动者的激励对象;其次“金手铐”激励合同的目的是回馈激励对象的既有贡献、稳定劳动关系;最后虚拟股协议作为薪酬计划的一部分,其方案的制定和实施主要是由负责公司薪酬计划的人力资源部门负责,而非主要由融资相关部门负责。^[42] 劳动合同的属性决定着存在双层协商机制:事前协商与事后协商。就虚拟股协议发生纠纷时,根据《劳动法》第79条、《劳动争议调解仲裁法》第5条和第50条、《劳动合同法》第77条规定,在法院裁判之前存在一个调解与仲裁前置模式。^[43] 在劳动法的视域下审视虚拟股协

[42] 参见周龙杰:“‘金手铐’股权激励合同的法律性质”,载《人民法院报》2014年1月22日。

[43] 《劳动法》第79条规定:“劳动争议发生后,当事人可以向本单位劳动争议调解委员会申请调解;调解不成,当事人一方要求仲裁的,可以向劳动争议仲裁委员会申请仲裁。当事人一方也可以直接向劳动争议仲裁委员会申请仲裁。对仲裁裁决不服的,可以向人民法院提起诉讼。”《劳动争议调解仲裁法》第5条规定:“发生劳动争议,当事人不愿协商、协商不成或者达成和解协议后不履行的,可以向调解组织申请调解;不愿调解、调解不成或者达成调解协议后不履行的,可以向劳动争议仲裁委员会申请仲裁;对仲裁裁决不服的,除本法另有规定的外,可以向人民法院提起诉讼。”第50条规定:“当事人对本法第四十七条规定以外的其他劳动争议案件的仲裁裁决不服的,可以自收到仲裁裁决书之日起十五日内向人民法院提起诉讼;期满不起诉的,裁决书发生法律效力。”《劳动合同法》第77条规定:“劳动者合法权益受到侵害的,有权要求有关部门依法处理,或者依法申请仲裁、提起诉讼。”

议,劳动法的倾向性保护为衡平合同博弈中不对称关系提供了可能,如《劳动合同法》第8条规定为保障合同博弈的第一个前提假设与虚拟股股东获得相应的知情权提供了法律依据。^[44]再如就虚拟股协议稳定性问题来说,《劳动合同法》第34条规定:“用人单位发生合并或者分立等情况,原劳动合同继续有效,劳动合同由承继其权利和义务的用人单位继续履行。”

2. 比附利益相关者、优先股,引入特定机制

敌意收购催生了利益相关者的保护,作为雇员身份的虚拟股股东,其亦公司的利益相关者,在 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 案中,法院表示允许董事会在作出是否采取反收购措施的决策时考虑股东短期利益之外的其他利益。^[45]与虚拟股股东保护有关的利益相关者条款见诸于我国《公司法》第5条规定:“公司从事经营活动,必须遵守法律、行政法规,遵守社会公德、商业道德,诚实守信,接受政府和社会公众的监督,承担社会责任”,以及针对虚拟股股东在公司并购中所生风险,我国《公司法》第18条规定:“公司研究决定改制以及经营方面的重大问题、制定重要的规章制度时,应当听取公司工会的意见,并通过职工代表大会或者其他形式听取职工的意见和建议。”虽然利益相关者条款缺乏强制性可与塑性,^[46]但也不失为虚拟股股东保护的有益辅路。

对于有偿购买虚拟股的股东,笔者认为其应当被认为公司的类别股东,借鉴优先股股东的保护机制,引入虚拟股股东大会制度,在特定情形

[44] 《劳动合同法》第8条规定:“用人单位招用劳动者时,应当如实告知劳动者工作内容、工作条件、工作地点、职业危害、安全生产状况、劳动报酬,以及劳动者要求了解的其他情况;用人单位有权了解劳动者与劳动合同直接相关的基本情况,劳动者应当如实说明。”

[45] 参见朱圆:《美国公司治理机制晚近发展》,北京大学出版社2010年版,第148页。

[46] 就美国而言,康涅狄格州是唯一要求董事会和公司高管必须考虑利益相关者利益的州,其他州公司法利益相关者条款均为任意性。某些州法甚至特别注明董事可以自行决定是否考虑利益相关者的利益,从而更凸显利益相关者法在这些州的“任意属性”,参见朱圆:《美国公司治理机制晚近发展》,北京大学出版社2010年版,第151页。

下不再“失语”,借鉴优先股股东的表决权复活机制,^[47]在公司重大变动情况下赋予虚拟股股东相应的表决权。

3. 强化合同原则的宏观统领

当恪守虚拟股协议无法给予虚拟股股东周延保护时,应以合同原则为补充,坚守合同原则的最后边界,尤其注重诚实信用原则与公平原则对于虚拟股股东的保护。如公平原则与诚实信用原则可以在一定程度上解决公司在虚拟股协议中设定苛刻的分红条件与天价违约金问题。

“虽然现代合同法认为在合同中要遵守诚实信用与公平原则,二者并未上升到信义义务的高度”,^[48]但在入债模式且不能援引信义义务时,合同原则对于静态的虚拟股协议来讲还是可以提供公允的保护。

4. 以声誉资本代替信义义务

前文已经论述,在非股的模式下,虚拟股股东不应成为信义义务指向对象,因此董监高也不对其承担忠实勤勉之责,但是由于虚拟股股东与普通股股东分红对象的同一性,故虚拟股股东也受到董监高违背信义义务的伤害。故建立一个可适用于虚拟股股东且在某种情况下与信义义务等效的替代机制也就成为首选。“Oliver Williamson 教授是制度经济学的领军人物,他认为,即使在没有法律救济的情况下,通过形式一些所谓的‘绑定机制(bonding mechanism)’、长期契约或者‘关系契约’也能够自动顺利履行,这种绑定机制的功能在于,它的存在好像是契约双

[47] 《优先股试点管理办法》第10条规定:“出现以下情况之一的,公司召开股东大会会议应通知优先股股东,并遵循《公司法》及公司章程通知普通股股东的规定程序。优先股股东有权出席股东大会会议,就以下事项与普通股股东分类表决,其所持每一优先股有一表决权,但公司持有的本公司优先股没有表决权:(一)修改公司章程中与优先股相关的内容;(二)一次或累计减少公司注册资本超过百分之十;(三)公司合并、分立、解散或变更公司形式;(四)发行优先股;(五)公司章程规定的其他情形。上述事项的决议,除须经出席会议的普通股股东(含表决权恢复的优先股股东)所持表决权的三分之二以上通过之外,还须经出席会议的优先股股东(不含表决权恢复的优先股股东)所持表决权的三分之二以上通过。”第11条规定:“公司股东大会可授权公司董事会按公司章程的约定向优先股支付股息。公司累计三个会计年度或连续两个会计年度未按约定支付优先股股息的,股东大会批准当年不按约定分配利润的方案次日起,优先股股东有权出席股东大会与普通股股东共同表决,每股优先股股份享有公司章程规定的一定比例表决权。”

[48] See D. Kyle Sampson, *The Fiduciary Duties of Corporate Directors to “Phantom” Stockholders*, *The University of Chicago Law Review*, p. 1286.

方给予对方的一种‘人质’担保,保证契约双方的承诺的真实性”。^[49]声誉资本就是这种绑定机制的代表,股东可以通过经理人市场约束董监高的行为,但由于虚拟股股东无表决权很难参与其中,而声誉市场对于董监高也有同质的约束作用,虚拟股股东可参与董监高、企业的声誉资本治理之中以产生类似信义义务的效果。比较信义义务这种刚性规则来说,声誉资本较为柔性,但不得不提的是使用虚拟股的就目前来讲多为高科技公司以及家族式企业,留住人才与维护企业声誉的竞争软实力对于此类公司至关重要,故应发挥声誉资本治理的替代作用。

(二) 虚拟股保护的遵循原则与展望

在对虚拟股股东进行保护时,应遵循以下原则:

其一,尊重公司自治与商业习惯、商业创新。要鼓励双方在虚拟股协议中的创新条款,注重双方关系的维持,尊重在虚拟股协议中的商业习惯,不可粗暴干涉,破坏已形成的私人秩序。

其二,普通股股东利益最大化与公司利益最大化。从本质上说虚拟股股东与公司的利益具有一致性,而一般情况下虚拟股也会以普通股为计算基准,因此在某种意义上说当实现普通股利益最大化与公司利益最大化时,就是对虚拟股股东最好的保护。

其三,坚守契约精神,双方自由博弈的优先安排。对于上述虚拟股股东的保护,在规则与原理上目前来讲不能也不可突破入债模式,对于虚拟股股东的保护出发点也要按照双方签订的虚拟股协议为基准,不可以辅路代替主干道。

其四,风险、成本与收益相统一。在对虚拟股股东保护时,适用与虚拟股股东付出成本以及所承担的风险相配套的保护机制,贯彻比例原则,做到目的与手段相适应,成本与收益相匹配,防止对虚拟股股东的过度保护。

后金融危机时代,对使用虚拟股激励模式的公司来讲,人才主政已经代替了资本主政,知识型人才对于公司的发展至关重要。然上述的辅助道路“软法”较多且多为事后机制,不能实现保护上的硬着陆,如相类

[49] 参见[美]约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第7页。

似的证监会《上市公司员工持股计划管理暂行办法(征求意见稿)》、《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》已经颁布,故有关虚拟股的政策与立法也需加快制定与出台。

五、结语

虚拟股的定性观察决定了对其保护的合同路径,然而如果单纯依赖合同主体间“自由”博弈,则会对普通雇员产生保护上的冷漠。但想要基于各公司间虚拟股协议的差异性制定出如公式一样的保护机制,在变动不居的市场环境下又实属困难,并且公式般的机械化的规则安排反过来有可能阻碍企业创新,提高缔约成本,减损虚拟股的激励功能,甚至在某些个案中会有失公允,故碎片化的多元路径更为可行,软法与硬法共同作用,以期周延保护。