

公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护

——以美国制度环境与中概股样本为例*

汪青松

内容提要:对于公司“控制权强化机制”的包容接纳已经成为一种世界趋势。美国以双重股权结构为代表的“控制权强化机制”采取的是极为包容的公司证券法律制度,使纽交所和纳斯达克成为对创新企业极富吸引力的 IPO 场所,也由此形成独特的“中概股”群体,特别是存在各种控制权强化机制的中国公司竞相赴美上市。控制权强化机制与传统的股权平等理念存在明显背离,外部投资者的公司治理参与权和经济性权利被进一步弱化。美国法律框架下系统的投资者保护机制对我国完善外部投资保护制度具有重要的启发意义。在进行与此相关的制度设计时,应当充分考虑我国证券市场投资者结构的具体特征,重构公司法、证券法等相关规则,对控制权强化机制的适用范围采取稳步推进的方式,完善相应信息披露,充分发挥独立董事制度对于公众投资者的保护功能,在特定事项上引入类别股东大会制度,灵活运用日落条款避免形成永久性控制权。

关键词:控制权 双重股权结构 中概股 外部投资者

汪青松,西南政法大学民商法学院教授。

控制权是现代公司制度中的一种事实存在,也是理论研究 with 制度设计中一个历久弥新的主题。不论立法者对于控制权滥用如何忧心忡忡和严阵以待,保持和争夺控制权都是公司相关方孜孜以求的目标。长期以来,“一股一权”原则是公司法践行资本民主的重要设计,一直为各个法域的公司法所普遍坚持,但市场实践中的各种“控制权强化机制”(Control Enhancing Mechanisms)也一直在对该原则进行削弱、侵蚀甚至改造。“控制权强化机制”是指能够实现公司股权配置非比例性安排的各种机制,如双重或双重股权结构、

* 本文主要关注的是中概股公司由差异化表决权设计而形成的控制权强化机制。西南政法大学 2016 级硕士生张凯为本研究所涉及的中概股公司的资料收集和整理分析提供了重要帮助,特致谢忱!

股东间协议、投票权限制等。^[1] 在欧洲大陆,以双重股权构造为代表的各类控制权强化机制由来已久,多数成员国法律对此予以接纳和认可;在英美地区,背离“一股一权”原则的股权构造也大量存在,并被主要证券交易所普遍接纳;在亚洲地区,继日本在 2005 年开始放弃对股份类型的严格限制之后,中国香港和新加坡也相继在 2018 年 4 月和 6 月实施了最新的上市规则,允许采用双重股权结构的公司上市;国务院办公厅于 2018 年 3 月转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》,旨在为存在控制权强化机制的红筹企业和中概股公司的回归营造宽松的制度环境。特别是中国证监会 2019 年 3 月 1 日发布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第 41 条规定了存在特别表决权股份的境内科技创新企业申请首次公开发行和上市的信息披露要求,标志着中国证券市场正式为那些不符合“一股一权”原则的公司打开了公开融资的方便之门。据此可以看出,对于控制权强化机制的包容接纳已经成为一种世界趋势。但同时也必须警醒的是,这种趋势不应当误导我们忽视控制权强化机制所存在的弊端,许多研究从控制股东谋求私利的机会主义、^[2] 公司管理层的行为、^[3] 永久性双重股权的风险、^[4] 制度优势的变化等角度对控制权强化机制的缺陷进行了深入分析,更有研究明确指出要对控制权强化机制制定干预措施、实施投资监管和提升企业透明度。^[5] 特别是控制权强化机制对于外部投资者地位的进一步弱化效应,尤其需要完善的投资者保护机制来加以矫正。对于我国当前而言,在营造更加开放包容的证券市场环境的同时,监管与保护同样不可偏废。本文也在此基础上,从多角度对此进行全面分析。

一 中概股公司采用控制权强化机制状况分析

近年来,随着国内数字经济的蓬勃发展,大量依赖于信息技术而获得快速发展的创新型企业不断涌现,如百度、阿里巴巴、腾讯、京东等。这类创新型企业的相似之处在于创始人对于公司成长具有举足轻重的引领作用,为了保持控制权,不少公司在设立之初就采取了不尽相同的控制权强化机制。随着公司的不断发展,外部融资成为企业发展壮大过程中必然要面对的环节,相对于其他地区,美国证券市场对于不同于“一股一权”原则的股权结构具有更大的开放包容性,由此吸引了大量中国公司赴美上市,形成独特的“中概股”群体。本部分将对中概股公司在美上市的制度基础及其采用控制权强化机制的总体情况进行分析。

[1] Carmelo Intrisano, Control-Enhancing Mechanisms in Italian Companies, 11 *China-USA Business Review*, 328 - 358 (2014).

[2] Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, 64 *The Journal of Finance*, 1697 - 1727 (2009).

[3] Goshen Zohar & Hamdani Assaf, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale Law Journal*, 560 - 617 (2016).

[4] Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 *Virginia Law Review*, 585 - 631 (2017).

[5] Sara Saggese, Fabrizia Sarto & Corrado Cuccurullo, Evolution of the Debate on Control Enhancing Mechanisms: A Systematic Review and Bibliometric Analysis, 18 *International Journal of Management Reviews*, 417 - 439 (2016).

(一) 存在控制权强化机制的中概股在美上市的制度基础

1. 美国公司法层面对于控制权强化机制的立场

有研究指出,在美国大公司中,创始家族是唯一的平均控制权超过其现金流权利的大股东,这种“剪刀差”形成的主要原因是双重股权构造、不成比例的董事会代表和投票协议。^[6] 由此不难发现,以双重股权构造为代表的类别股份是最为典型的控制权强化机制,作为一种背离“一股一权”原则的股权配置模式,其在美国的适用可以追溯至 1898 年美国国际银业公司(International Silver Company)无投票权股和优先股的发行。^[7] 这种股权配置模式主要目的在于通过表决权非比例配置的方式将公司的控制权集中在创始人或管理层手中。美国公司法的自由自治理念使得其对于各类控制权强化机制都展示出一种开放包容的姿态。

根据《美国示范公司法》第 6.01 节之规定,公司章程必须就授权公司发行股票的类别、同类股票的系列以及各类和各系列的股票数量作出规定;如果授权的股票种类或系列不止一种,公司章程必须为每一种类或系列规定一个不同的名称,并且必须在发行某一种类或系列的股票之前,列明该种类或系列股票的优先性、权利和限制等条款;同类或者同系列的股票应当享有相同的权利。此外,公司章程可以就一个或多个类别或系列股票的投票权以及该类或者该系列的股票回购及转换条件作出规定。^[8] 该示范法第 7.21 节第(a)小节规定,除本节第(b)和(d)小节或公司章程另有规定外,公司已发行的每股股份不论属于何种类别,就公司股东会决议事项均享有一票的表决权。^[9] 也就是说,该条也允许公司章程对于公司发行多种类别的股票“另有规定”。此外,第 8.04 节还专门规定了类别股东的董事选举权,即“如果公司章程授权将股份分为不同类别,则公司章程还可以授权一个或多个授权类别股份的持有人选举所有或特定数量的董事,有权选举一名或多名董事的一类或多类股份构成一个为选举董事而独立出来的投票团体”。第 10.04 节就类别股东的公司章程修改的表决机制以及类别股东就公司章程修改行使表决权的条件进行了规定,明确了某一类类别股东对于涉及股份类别转换、权利改变、更优类别股份创制、优先购买权限制或取消、已累积而未分配红利取消等事项有权作为一个单独的投票团体进行表决。

美国各州公司法一般都允许公司自由采用控制权强化机制。《德拉华州普通公司法》第 151 条规定,公司可以发行一种或一种以上的股份,每类股份可以发行一系列或者多个系列的股份;公司股份可以分为有面额与无面额、有表决权与无表决权或表决权受限的股份,公司还可以对发行股份的权利进行限制或就股份的优先权、参与权、选择权或者其他权利进行规定;此外,公司还应该就公司发行的类别股份履行披露义务。^[10] 对于投

[6] Belén Villalonga & Raphael Amit, Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U. S. Family Firms, 22 *Review of Financial Studies*, 3047 - 3091 (2009).

[7] W. H. S. Stevens, Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control, 40 *The Quarterly Journal of Economics*, 353 - 392 (1926).

[8] Model Business Corporation Act, § 6.01.

[9] Model Business Corporation Act, § 7.21.

[10] Delaware General Corporation Law (Title 8, Chapter 1 of the Delaware Code), § 151.

票权的规定,该法将其置于第 212 条和 216 条进行规定。《加利福尼亚州公司法典》第 400 和 402 条也对公司发行类别股份的条件、类别股权利以及类别股份的回赎等进行了规定,对于类别股股东的投票权则在第 602、700 以及 710 条进行了规定。《纽约州商业公司法》第 501 和 502 条规定公司可以发行一种或者多种类别的股份及优先股,并就公司发行股份的权利和限制条件进行规定;此外,该法第 617 条还就股东的投票权进行了规定。除此之外,佛罗里达州、宾夕法尼亚州以及亚利桑那州等也都对双重股权结构予以认可。

2. 美国主要证券市场对于控制权强化机制的立场

美国证券市场对于公司控制权强化机制经历了一个从拒斥到接纳的发展历程。根据纽约证券交易所 1983 年《上市公司手册》(NYSE Listed Company Manual)第 308、313 以及 802 条规定,纽交所禁止那些发行无表决权普通股的公司股票挂牌上市,这实质上也就禁止了上市公司发行两种或者两种以上的差异化表决权安排的股票。美国证券交易所也拒绝接受发行无表决权股的公司上市,但与纽交所不一致的是,该交易所采取的规则较为灵活,规定发行人只要符合该所规定的特定条件即可在该所上市,^[11]这一规则即所谓的“王氏准则”(Wang Formula)。^[12] 纳斯达克对于在该系统挂牌交易的公司的股份未作投票权方面的特别限制。

20 世纪 80 年代之后,使用双重股权结构作为股权配置模式的公司越来越多,美国主要证券市场也通过上市规则的变革为采纳控制权强化机制的公司股票上市创造条件。以纽交所为例,随着美国证券交易二级市场的巨大变化,控制权强化机制对于抵制恶意收购的优势充分显现,与此同时,纽交所相对于纳斯达克以及美国证券交易所的优势也逐渐缩小,这使得纽交所不得不重新考虑对那些存在特殊股权构造的公司予以接纳。^[13] 1986 年,纽交所根据美国证券法第 19(b)条之规定,要求美国证监会批准该交易所修订的相关规则,这些规则的核心内容是:当公司的资本结构调整得到过半数独立董事以及公司过半数公众股东同意时,交易所则允许其股票上市。^[14] 1992 年,纽交所提出了一个新的上市标准,明确允许存在控制权强化机制的公司股票在该交易所挂牌交易。此后,在美国主要证交所挂牌的公司中,采用控制权强化机制的比例不断上升,2017 年挂牌交易的公司中,使用双重或多重股权结构的公司比例达到了 17%。在大规模 IPO 中采用控制权强化机制的情形更为普遍。有研究分析了市值至少为 1 亿美元的公司的 IPO 情况,结果发现,2015 年的 62 宗 IPO 中,采用了双重或多重股权结构的公司比例为 29%;2016 年的 32 宗

[11] Bainbridge & Stephen Mark, *The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4*, 69 *Washington University Law Quarterly*, 565-634 (1991).

[12] See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *The George Washington Law Review*, 687-724 (1985).

[13] Exchange Act Release No. 23803 (Nov. 13, 1986), 51 Fed. Reg. 41, 715 (1986); Exchange Act Release No. 23724 (Oct. 17, 1986), 51 Fed. Reg. 37, 529 (1986). 转引自 Bainbridge and Stephen Mark, *The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4*, 69 *Washington University Law Quarterly*, 565-634 (1991).

[14] Bainbridge & Stephen Mark, *The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4*, 69 *Washington University Law Quarterly*, 565-634 (1991).

IPO 中,采用的公司比例为 19%;2017 年 59 宗 IPO 中,采用的公司比例高达 39%。^[15] 由此可见,美国公司证券法尊重公司自治的规则设计是吸引大量存在控制权强化机制的中概股公司竞相赴美上市的重要制度基础。

(二) 中概股公司控制权强化机制的采用概况

1. 数据来源与总体情况

根据对新浪财经、搜狐财经、和讯网股票频道、同花顺等财经网站关于“中国概念股”相关信息的统计,截至 2018 年底,我国赴美上市的公司共计 175 家。结合美国证券交易委员会(SEC)的 EDGAR(Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System)系统披露的中概股公司上市文件和公司章程等公开信息资料进行筛选,发现有 41 家公司存在专门的“控制权强化机制”(详见表 1)。从行业角度看,采用双重股权构造等特殊机制来强化控制权的做法在互联网等科技创新型公司中特别受到青睐,个中原因可能在于科技创新型公司的控制股东或创始人一般是那些希望通过实现自己独特的愿景来提升企业价值的企业家,此类企业的发展至少在早期阶段也主要依赖于公司创始人以及控制股东的个人或小群体的能力。^[16]

表 1 中概股公司控制权强化机制设计概况

序号	公司简称	股份总数	待发行股份及无表决权股份数量	双重或多重投票权股数额	高投票权设置	高投票权股占总股份比例	高投票权股附带投票权占总投票权比例
1	格林酒店	约 1.02 亿股	无	34762909 股	一股三权	34.1%	60.8%
2	微博	24 亿股	4 亿股	2 亿股	一股三权	8.3%	25%
3	百度	约 8.7 亿股	1000 万股	3540 万股	一股十权	4.07%	42.9%
4	无忧英语	15 亿股	1.5 亿股	3.5 亿股	一股十权	23.3%	77.8%
5	趣店	8 亿股	8000 万	63491172 股	一股十权	7.9%	46.8%
6	58 同城	50 亿股	无	2 亿股	一股十权	4%	40%
7	欢聚时代	100 亿股	无	10 亿股	一股十权	10%	52.6%
8	世纪互联	7.7 亿股	无	3 亿股	一股十权	39%	86.4%
9	聚美优品	10 亿股	1 亿股	6000 万	一股十权	6%	41.7%
10	畅游	约 3 亿股	无	97740000 股	一股十权	32.6%	82.8%
11	途牛	10 亿股	1 亿股	1.2 亿	一股十权	12%	60.6%
12	一嗨	5 亿股	无	92671381 股	一股十权	18.5%	69.5%
13	简普科技	15 亿股	1 亿股	345541350 股	一股十权	23%	76.6%
14	华米科技	100 亿股	1 亿股	2 亿股	一股十权	2%	17.1%
15	搜房	6 亿股	523934245 股	25298329 股	一股十权	4.2%	83.3%
16	达内科技	10 亿股	1 亿股	4000 万股	一股十权	4%	30.8%
17	红黄蓝	10 亿股	1000 万股	1000 万股	一股十权	1%	9.1%
18	信而富	5 亿股	无	5000 万股	一股十权	1%	52.6%

[15] SHEARMAN & STERLING LLP, CORPORATE GOVERNANCE & EXECUTIVE COMPENSATION SURVEY 2018, at 53 (2018), <http://digital.shearman.com/i/1019978-2018-corporate-governance-survey/0?>, 最近访问时间 [2019-02-14]。

[16] Goshen Zohar & Hamdani Assaf, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale Law Journal*, 560-617 (2016).

(续表)

序号	公司简称	股份总数	待发行股份及无表决权股份数量	双重或多重投票权股数额	高投票权设置	高投票权股占总股份比例	高投票权股附带投票权占总投票权比例
19	猎豹移动	100 亿股	10 亿股	14 亿股	一股十权	14%	64.2%
20	搜狗公司	8.5 亿股	无	278757875 股	一股十权	32.8%	83%
21	中通快递	100 亿股	10 亿股	10 亿股	一股十权	10%	55.6%
22	凌动智行	8 亿股	无	2.4 亿股	一股十权	30%	81%
23	500 彩票网	7 亿股	无	3 亿股	一股十权	43%	88.2%
24	虎牙	5 亿股	无	167907544 股	一股十权	33.6%	83.5%
25	陌陌科技	10 亿股	1 亿股	1 亿股	一股十权	10%	55.6%
26	万国数据	20.02 亿股	200 万	2 亿股	一股十权	10%	52.6%
27	好未来教育	20 亿股	10 亿股	5 亿股	一股十权	25%	91%
28	尊电商	5 亿股	无	3000 万股	一股十权	6%	37.5%
29	拍拍贷	300 亿股	100 亿股	100 亿股	一股十权	33.3%	91%
30	爱奇艺	1000 亿股	10 亿股	50 亿股	一股十权	5%	43.8%
31	哔哩哔哩	100 亿股	1 亿股	1 亿股	一股十权	1%	9.2%
32	国双	2 亿股	无	2000 万股	一股十权	1%	52.6%
33	凤凰新媒体	10 亿股	无	3.2 亿股	一股十三权	32%	85.9%
34	爱康国宾	35111193 股	24888807 股	805100 股	一股十五权	2.3%	26%
35	寺库集团	1.5 亿股	3000 万股	800 万股	一股二十权	5.3%	58.8%
36	乐信控股	50 亿股	30 亿股	110647199 股	一股二十权	22%	52.5%
37	京东	1000 亿股	无	10 亿股	一股二十权	1%	16.7%
38	尚德机构	10 亿股	无	826389 股 B 股 203111416 股 C 股	B 股一股七权 C 股一股十权	B 股:0.08% C 股:20.3%	B 股:2.04% C 股:71.7%
39	百世集团	20 亿股	无	94975249 股 B 股 47790698 股 C 股	B 股:一股十五权 C 股:一股三十权	B 股:4.7% C 股:2.4%	B 股:30% C 股:30.5%
40	汽车之家	1000 亿股	无	68788940 股	Telstra 持有公司股份大于 51%, 则一股一权, 当持股小于 51% 但大于 39.3%, 则表决权为能使 Telstra 获得超过 51% 以上投票权的数额	0.07%	
41	阿里巴巴	2571929843 股	1428070157 股	无	一股一权	无	无

2. 相关公司控制权强化机制的类型与占比情况

根据中概股公司实现控制权强化的具体方式,我们将其分为以下几种类型:第一种是非比例表决权型,即采用典型的双重或多重股权结构,通过直接赋予特定类别股份与其现金流不相匹配的超额表决权来强化控制。绝大多数中概股公司实现控制权强化的方式是

通过较为典型的双重或多重股权结构,占比大约为 81%。第二种是特别治理安排型,即通过特殊的公司章程或协议安排来保持管理层对公司重大决策的持续性控制。此类公司最为典型的当数阿里巴巴极为独特的合伙人制度。第三种是对上述两种方式的结合使用,即通过使用双重或多重股权结构以及特别治理安排相结合的方式来实现对公司的强化控制。如虎牙公司、万国数据等都可以归入此种类型,此类公司的占比约为 17%。

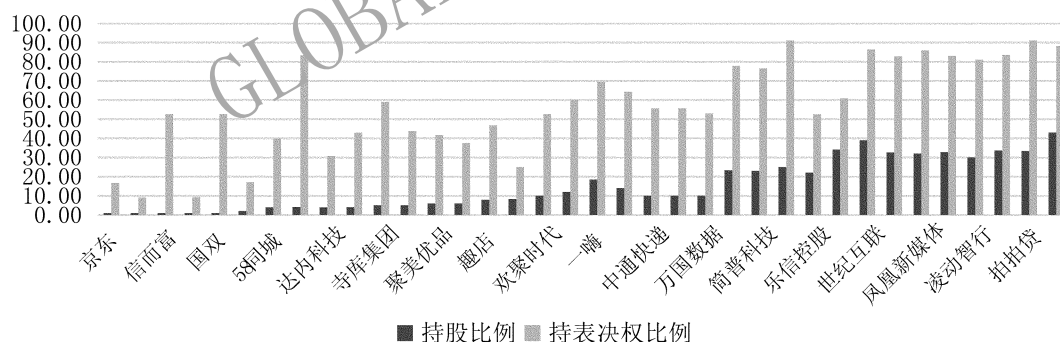
3. 相关公司的高投票权设置情况

从表 1 可以看出,在采用双重或多重股权结构的公司中,每一高投票权股份与其所对应的投票权的比值最高的为百世集团,该公司设置的每一高投票权股份所附投票权为一股三十权;其次是寺库集团、京东公司以及乐信控股集团,其所附带的投票权为一股二十权。在所统计的公司中,每一高投票权股份附带投票权最少的公司为格林酒店以及微博,它们所附带的投票权为一股三权;高投票权设置最常见的为一股十权,采纳该种设置类型的公司共有 31 家,占有所有公司的比例接近 80%。

4. 相关公司股份现金流权与公司控制权之间的比例关系

控制权强化机制一般都是通过对股份的现金流权与公司控制权之间相分离来实现的,因此二者之间的比例关系可以作为分析该类机制和呈现股东权利背离程度的重要参考指征。通过对采纳控制权强化机制的部分中概股公司的章程整理发现,采纳该类机制的公司股份的现金流权与控制权的比例在各个公司之间存在较大差距。从下面表 2 中能够看出,现金流权与控制权之间的比例相差最大的是信而富公司以及国双公司,其比例差接近 1:53,也就是说该公司控制股东持有的一股所代表的表决权相当于其所持股票经济成本的 53 倍;接下来为搜房网,该公司的比例差为 1:20。这些公司中现金流权与控制权之间的比例差最小的为格林酒店,约为 1:1.8,其次为 500 彩票网,约为 1:2。

表 2 中概股公司现金流权与控制权之间的比例关系



二 控制权强化机制对外部投资者地位的弱化效应

鉴于控制权强化机制与传统的股权平等理念存在明显背离,关于其优劣利弊的探讨也从未停歇。有研究表明,大多数双重类别股份公司的治理安排都能够帮助控制权人在将其股权减至 10% 以下时仍然可以保持对控制权的锁定,而且这些公司中相当一部分能

够以低于 5% 的持股比例保持其控制权。^[17] 控制权强化机制的使用使得控制股东可以持有与其现金流权利不成比例的高额投票权,这种背离以两种各不相同而又密切相关的方式影响着控制股东/管理者与外部投资者之间的代理关系:其一,这种分离使得控制股东/管理者在为公司作出一些关键决策时,其自身利益与整体股东的价值最大化目标背道而驰;其二,控制权强化机制的使用可以使内部人士保留足够的投票权,以防止代理权争夺或恶意收购的威胁。^[18] 另有研究指出,双重股权结构公司的潜在成本也会随着时间的增加而不断增加,该种股权结构所具有的优势也会不断下降,控制股东在公司上市时所具有的知识、技能和相关理念都可能会伴随时间的推移而不断消逝。^[19] 因此,相较于“一股一权”的标准化股权构造公司,在控制权强化机制下,因股权限制所呈现的利益冲突更加复杂,^[20] 外部投资者地位更加弱化。本部分将从公司治理参与权和经济性权利两个角度对这种弱化加以简要分析。

(一) 外部投资者公司治理参与权的弱化

股东出资是公司得以建立的财产基础,据此,公司法明确赋予股东享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。后两类权利即为公司治理的参与权,具体表现为参加股东大会和发表意见权、咨询权、表决权、抗辩权等。^[21] 尽管在“一股一权”构造下,外部股东对于公司治理参与不足一直是一个问题,但这种不足从某种程度上说是与外部股东对公司的经济性投入相称的,体现了资本层面的公平。而在控制权强化机制下,公司表决权不再以公司股东对公司投资额的多少为标准,而是以股东所持股份的种类以及该种股份所附带的表决权或者协议安排为依据。这种结构可能会给公司带来相当大的治理风险和成本,并且这些治理风险和成本会随着控制者持股的下降而急剧上升。从外部投资利益保护的角度看,在该种结构下,公司外部投资者的出资总和可能占公司资本的绝大多数比例,但却因控制权强化机制导致的表决权非比例配置而在公司治理参与方面处于明显的弱势地位。这种弱势地位主要体现为以下方面。

1. 参与公司重大决策权利的弱化

在“一股一权”结构下,公司股东持有股份所附表表决权相同,即或存在“多数表决权暴政”的现象,但由于公司股东是以对公司投资多少来获得相对应的表决权,因此公司股东作为公司决策者的地位相对于其经济性利益而言至少是形式平等的。但控制权强化机制却打破了这种形式上的平等,使得表决权与对应的经济利益严重背离。在上述所统计的中概股公司的股份表决权设置中,大量出现一股十权的股权配置,甚至还有一股二十权和一股

[17] Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers*, February 2018, Forthcoming, *107 Georgetown Law Journal*, (2019). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3128375>, 最近访问时间[2019-03-04]。

[18] Federico Cenzi Venezze, *The Costs of Control – enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State – owned Firms in Europe*, *15 European Business Organization Law Review*, 499 – 544 (2014).

[19] Lucian A. Bebchuk - Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, *103 Virginia Law Review*, 585 – 631 (2017).

[20] 参见王湘淳:《公司限制股权:为何正当,如何判断?》,《西南政法大学学报》2017年第5期,第104页。

[21] [德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔著:《德国资合公司法》,高旭军、单晓光、刘晓海等译,法律出版社2005年版,第102-103页。

三十权的股权配置模式。表面看来,控制权强化机制可能并没有剥夺外部投资者股东的表决权(除无投票权股份之外),但是却大大削弱了相对于其经济利益的表决权比例,从而在形式上和实质上降低了公司低投票权股东在公司决策上的影响力。与此同时,诚如有学者指出的,高投票权股的发行使得小股东在股东大会上的声音更加微弱,从而放大了控股股东的超级话语权。^[22] 易言之,表决权与其在公司中的经济利益严重失衡的控制者具有更为强烈的动机来扭曲公司决策,包括推动不适当的公司战略实施和扩张、篡夺公司机会、开展关联交易等,这些决策会对公司价值造成减损。特别需要指出的是,这些动机扭曲和决策成本可能会随着控制者的持股比例下降而急剧攀升。因此,在控制权强化机制下,公司外部投资者的意见对于公司决策几乎处于可有可无的境地,弱势地位更加明显。

2. 选择管理者权利的弱化

现代公司基于其股东规模的原因,一般不可能所有的投资者都参与公司的日常管理,因此,就出现了所谓的两权分离,即股东让渡部分管理权给选任的管理层代为管理并产生相应代理成本问题。就具有高比例持股的控制股东的公司而言,其承担了自身行为的大部分成本,并获得大部分利益,因而能够为公司价值最大化提供强有力的财务激励。然而,不论是公司控制权市场还是财务激励,对于存在控制权强化机制的公司都难以发挥作用。小额持股控制者基于自身表决权与收益权不成比例的持股状况,往往缺乏强有力的经济性激励,同时其也基本上置身于控制权市场之外,缺乏替代威胁所产生的激励,无法借此降低他们以违背其他外部投资利益的方式行事的风险。从实践来看,存在控制权强化机制的公司中,选择管理者的权利基本上被牢牢控制在特别表决权股份持有者手中。例如,2018年5月在美国纽交所上市的虎牙公司的章程细则第62-A、62-B条有关董事选任的规定,就表现出公司外部投资者治理权的弱化。^[23]

外部投资者选择管理者权利的弱化的增加会带来代理成本的增加。特别是当公司控制股东可以通过发行新的低投票权甚至无投票权股份或者以此作为分红方式,或者控制股东可以在不影响自身控制权的情况下大幅转让所持有股份时,都会导致所有权与控制权的背离程度进一步扩大。有研究认为,双重股权结构会导致诸多代理成本问题的产生,包括公司首席执行官工资的增加、公司现金储备利用效率的降低以及容易作出低效的并购和错误的投资决定等。^[24] 有学者认为,内部控制人拥有远高于现金流权比例的控制权就可能会通过牺牲外部投资者的方式来谋取更多的私人利益,随着控制权和现金流权的背离程度不断扩大,双重股权结构公司会出现公司首席执行官的报酬不断提高、公司现金花费不断增加而股东价值提升相对较小的情况。^[25] 还有研究表明,无论是在首次公开募股之日,还是在随后的五年内,双重股权结构公司的交易价格都低于单一股权结构公司,这主要归因

[22] 参见张舫:《一股一票原则与不同投票权股的发行》,《重庆大学学报(社会科学版)》2013年第1期,第52页。

[23] Second Amended and Restated Memorandum of Association and Articles of Association of HuYa Inc. : <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1728190/000119312518111659/d494918dex31.htm>,最近访问时间[2018-09-13]。

[24] Henrik Cronqvist & Mattias Nilsson, Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, 38 *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 695-719 (2003).

[25] Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, 64 *The Journal of Finance*, 1697-1727 (2009).

于外部人士无法取代双重股权结构公司的现任管理者。^[26] 因此,通过控制权强化机制的设计,控制股东的风险成本大大降低,而外部投资者面对的公司代理成本和风险却不断增加,控制股东和管理层以牺牲外部投资者利益来获取私人利益的情况可能会日趋严重。

(二) 外部投资者经济性权利的弱化

除上文所述的参与性权利之外,经济性权利也是股东的主要投资目的。正如前文对于中概股公司的统计所表明的,存在控制权强化机制的公司大多以一股十权甚至更高的幅度来进行表决权的非比例配置,这大大降低了低表决权股东对于公司决策的影响力,进而影响其经济性权利的实现。

外部投资者经济性权利的弱化的表现之一是其对于公司分红缺乏话语权。在分析中,我们发现大部分存在控制权强化机制的中概股公司都通过章程将公司红利分配交由公司董事会进行决定。外部投资者经济性权利的弱化的表现之二是控制权私利过度攫取的风险大大增加。所谓“控制权私利”,是指那些“不在所有股东中按照持股比例分享、而由控制方专属享有的价值”,^[27] 或者称之为“不提供给小股东的控制股东的利益”。^[28] 在存在控制权强化机制的情况下,小额持股控制者可能为了尽可能多地攫取“控制权私利”而大量从事自我交易、关联交易、篡夺公司商业机会等行为,或者为了获得管理者的配合而容忍公司的表现欠佳,由此导致外部投资者利益受到损害。相关的实证研究发现,“有充分证据表明公司价值随着内部人员现金流权的增大而增加,随着其表决权的增大而减少”;^[29] 而“公司管理层的薪资与控制权和现金流权之间的比例差呈现正向相关关系,而公司的现金储备和公司投资收益与该比例呈现反向相关关系”;“随着背离程度的扩大,企业的现金流权对外部股东的价值减少,管理层获得更高薪酬,管理层更频繁地进行损害股东价值的收购,而资本支出也无益于股东价值”。^[30]

三 美国法中外部投资者利益保护的制度框架

控制权强化机制所造成的经济权益与控制权相背离的现实,使得公司外部投资者更容易受到控制股东的盘剥。当然,诚如有学者所言,“差异化表决为更多的新经济公司所追捧,即使它有若干不是,也不足以因噎废食,禁止引入该制度。我们现在要做的是,深刻认识差异化表决权安排的风险所在,去构建一张有效的法律约束网,兴利除弊”。^[31] 美国

[26] Scott B. Smart, Ramabhadran S. Thirumalai & Chad J. Zutter, What's in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values, 45 *Journal of Accounting and Economics*, 94 - 115 (2008).

[27] A. Dyck & L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 59 *The Journal of Finance*, 537 - 600 (2004).

[28] R J. Gilson, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, 119 *Harvard Law Review*, 1641 - 1679 (2006).

[29] Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States, 23 *Review of Financial Studies*, 1051 - 1084 (2010).

[30] Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, 64 *The Journal of Finance*, 1697 - 1727 (2009).

[31] 朱慈蕴、神作裕之、谢磊:《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》,《清华法学》2019 年第 2 期,第 12 页。

的公司证券法律制度和证券市场的发展历史悠久,有着较为系统的投资者保护机制,其中的绝大多数能够共同适用于各类公司的投资者,有的机制则是专门针对存在控制权强化机制的公司的投资者发挥保护功能,尤其富有借鉴意义,因而作为本部分介绍的重心。

(一)信息披露制度

有学者通过对不同国家的制度比较认为,法律制度对于“控制权私利”约束的效果主要取决于三个变量:第一个是法律赋予小股东的正式权利,这决定了控制股东滥权行为被追诉的可能性;第二个是法律要求控制股东进行信息披露的程度,信息披露有助于小股东和监管部门识别控制股东对信托义务的违反;第三个是法律实施的质量。^[32]由此可见,完善的信息披露制度是投资者获得保护以及寻求救济途径的重要基础,特别是在控制权强化机制下,外部股东的正式权利被大大弱化,控制股东通过少量投资获取绝对控制权的特殊情形使得信息透明充分变得更为重要。作为全球资本市场龙头的美国也正因其完善的信息披露制度而得到投融资双方的高度青睐。美国的公司法、证券法、证券交易所规则等共同构筑起一套非常完善的多层次信息披露制度体系。这一制度体系的第一层次是由公司法确立的备案与载明制度。根据《美国示范公司法》第6.02节第(c)小节规定,董事会获得授权发行类别股的,应当在发行之前将公司的修正条款提交州务卿备案;《德拉华州普通公司法》第151条第(六)款规定,公司发行股份超过一类,或一类股票超过一个系列的,公司应当在公司发行的能够代表该类或者该系列股票的证书正面或者背面记载该股份所附带的权利、名称以及限制条件等。第二层次是由证券法确立的发行信息披露制度。根据美国《证券法》第10条关于信息披露的要求,外国公司在美国上市所需要披露的信息体现在两个方面:一是提交和本国公司首次发行上市一样的法定招股说明书,即表格A;二是提交不同于本国公司的一些特殊表格(美国证券交易委员会制定的表格F-1、F-3、F-4)。其中,表格A是本国公司和外国公司都要共同遵守的法定招股说明书,涉及控制权强化机制的事项规定主要有发行人资金情况的说明、对所有类型股票及其权益的描述以及所发行每一类股票权益的数额。第三层次是由证券交易法和交易所规则确立的上市交易信息披露制度。第四层次则是上市后的持续性信息披露制度。

(二)独立董事制度

美国公众公司属于所谓董事会中心主义的治理模式,因此董事会成员的提名任免权自然成为控制争夺的焦点,如何通过合理的董事会制度设计来对控制权强化机制下的投资者进行保护也就成为该制度不可或缺的重要配套机制。独立董事是美国公司制度的一大特色,也日渐成为现代公司制度的一个重要发展趋向,各国法院以及律师们都越来越依赖于独立董事制度来保障公司中小股东免受控制股东机会主义行为的损害。^[33]根据《美国示范公司法》第8.04节规定,公司章程可以授权一类或多类股票持有者选举一定数额

[32] A. Dyck & L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 59 *The Journal of Finance*, 537-600 (2004).

[33] Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, Independent Directors and Controlling Shareholders, 165 *University of Pennsylvania Law Review*, 1271-1315 (2017).

的董事。纽约证券交易所则在其《上市公司手册》第 303A 节第 01 小节规定：上市公司应当具有过半数的独立董事。除此之外，纽交所该条的注释中进一步指出，公司董事在履行职责时应当独立判断，并在第 303A 节第 02 小节对董事独立性进行了详细的定义。^[34]纳斯达克市场规则 (NASDAQ Marketplace Rule) 第 4350 条第 (c) 款对独立董事也进行了详细的规定，该条款第 (1) 项明确规定：根据第 4200 条之规定，公司董事会应当由过半数独立董事组成。^[35]

(三) 类别表决制度

控制权强化机制下的投票权特征在于投票权的非比例性配置，既存在高投票权，也存在低投票权甚至是无投票权的股票。因此，如何对无投票权股以及低投票权股股东权利进行保护是此类公司的投资者保护的核心问题。在这一方面，美国法律采取的一个重要措施是类别表决制度，而这一制度中最为关键的内容在于类别股东对于公司章程修改时涉及其权利不利变动的内容享有投票权。在英美法中，公司章程被视为公司的宪章，对公司的日常经营管理以及公司的内部权力分配、股东的权利保护起着至关重要的作用，因此，对于公司章程的修改，法律和上市规则都进行了详细的规定。根据《美国示范公司法》第 10.04 节第 (a) 小节的规定，如果公司发行在外的股票超过一类的话，当章程的修改对该类股票股东的权利造成影响时，则该类股票持有者有权作为单独的投票团体就公司章程的修改进行表决。此外，第 (d) 小节还规定了无投票权股票的投票权恢复制度，规定在涉及其权利不利变动的情况下，不管章程如何规定，该类股东均享有投票权。《德拉华州普通公司法》第 242 条第 (二) 款第 (2) 项规定，若公司章程的修正案可能对某一类别股份股东造成不利影响，则不论该类股东是否有权行使表决权，持有该类股票的股东都有权作为一个类别进行表决。《纽约州商业公司法》第 614 节以及第 617 节也规定了类别表决制度，其规定的特点在于将类别股股东的投票权交由上市公司章程进行规定，上市公司章程规定有投票权的股东方可作为一个类别对某些交易或者是公司的某些决议进行表决。此外，该州公司法第 804 节对类别股东的权利进行了例外规定，主要内容为在公司对章程中涉及类别股东权利变更的事项，类别股东有权行使表决权。加利福尼亚州也在其公司法典第 903 条对类别表决制度进行了类似的规定。

(四) 日落条款制度

所谓日落条款，是指通过立法或者公司章程的方式规定采纳控制权强化机制的公司满足约定的或法定的条件或者是满足特定的时间要求时，将控制权强化机制予以终止。就美国而言，虽然立法上没有对日落条款作强制性要求，但在实践中却有许多公司实际采用了该机制，如百度公司、Groupon 公司、Kayak 公司、京东公司以及 Yelp 公司等。基于导致“日落”的原因，可以将日落条款划分为固定期限型日落条款和条件触发型日落条款两

[34] NYSE, INC., Listed Company Manual, § 303 A.05 (a) (2017), <http://wallstreet.cch.com/LCMTools/Platform-Viewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4%5F3%5F6&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>, 最近访问时间[2018-12-10]。

[35] NASDAQ, STOCK MKT. INC., Marketplace Rules, R.4350 (c) (3), <https://perma.cc/WWV3-WUW5>, 最近访问时间[2018-12-10]。

大类型。所谓固定期限型日落条款,是指通过立法或者公司章程对公司控制权强化机制的存在期限进行事先规定,到期后控制权强化机制即终止,公司立即转换为“一股一权”结构的公司或者由公司股东会决定是否继续采用该机制的条款设计。条件触发型日落条款则是指通过立法或者公司章程规定在满足特定的条件时,公司立即转换为“一股一权”结构的公司或者由公司股东会决定是否继续采用控制权强化机制的条款设计。常见的附条件型日落条款是以持股为基础的日落条款,即当控制者持有的股份低于一定比例时,将会触发向“一股一权”的转换。这种日落条款旨在通过强制控制股东保留公司一定比例的股权资本来直接解决所有与控制过度背离的问题,其改善公司治理的考量是认为拥有大量股权的控制者可能会更好地将公司利益与自身利益相结合,并采取行动以促进公司的公众股东的利益。在中概股公司中采用此类日落条款的典型公司当数百度与京东。^[36]

四 我国证券市场投资者结构特征与保护机制完善

我国公司法一直对股份公司奉行“一股一权”的股权配置原则,即使是2005年公司法修改为类别股份发行预留了制度空间,但相关的配套制度一直未出台。在控制权强化机制的实践需求以及域外制度变革浪潮的推动下,国务院办公厅于2018年3月转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》,更加彰显了加快公司法证券法制度变革的紧迫性序幕,另外,科创板注册制已成共识,^[37]并在实践中有序推进,提升公司法证券法乃至上市规则对于存在控制权强化机制的公司的接纳包容已是大势所趋。在进行与此相关的系列制度设计时,充分考虑我国证券市场投资者结构的具体特征,并借鉴域外投资者保护机制建构的成熟做法与经验对于我国加强外部投资保护制度的完善具有重要的启发意义。

(一)我国证券市场投资者结构的主要特征

我国证券市场经过近三十年的发展,活跃度和成熟度不断提升。仅就现阶段而言,我国证券市场投资者结构呈现出以下主要特征:第一,个体投资者占比较高。有统计分析表明,2016年我国证券市场投资者结构中,个体投资者所占比重有所下降,但仍处历史高位,除大股东之外,个体投资者占比仍达30%,^[38]外部投资者占比超过70%。^[39]第二,非理性投资行为较为普遍。有报告对于非理性投资行为的具体表现作出了归纳,主要包括交易频率过高、不重视交易止损、熟悉偏好、过度自信和处置效应(拿不住盈利股票而长

[36] Third Amended and Restated Articles of Association of BAIDU, INC. : <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1329099/000114554908002077/h02671exv99w2.htm>; Amended and Restated Memorandum and Articles of Association of JD. COM, INC. : https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1549802/000104746914002636/a2218967zex-3_2.htm,最近访问时间[2018-11-06]。

[37] 参见陈洁:《科创板注册制的实施机制与风险防范》,《法学》2019年第1期,第148页。

[38] 参见蒋健蓉、龚芳:《我国证券投资者结构呈现三大变化》,《中国证券报》2017年7月22日第A07版。

[39] 深交所《2017年个人投资者状况调查报告》, http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20180315_519202.html,最近访问时间[2018-10-03]。

期持有亏损股票)。第三,投资者行权意思和能力不高。深交所相关报告指出,从投资者的知权和行权状况来看,投资者行权意识和能力不高,有过半数(52.2%)投资者从未行使过股东权利。^[40]

投资者的投资意识和投资知识不足,不仅会影响到投资者自身的利益实现,也会影响公司治理机制的有效运转,公众投资者行权状况不佳使得表决权作为一种监督机制无法得到有效的运用。^[41]因此,在我国当前以个体投资者为主体的证券市场情境下,投资者的投机思想、搭便车思想和集体行动问题使得投资者保护机制难以发挥预期效果。另外,有研究在评析“金融消费者”概念时指出,将“投资者”转变为“消费者”在全世界范围内似乎都不太现实,^[42]诚哉斯言,证券投资者的保护还是应当回到公司证券法框架下来探讨。基于上述统计分析所展示出的我国证券市场投资者结构的基本特征,加上公司控制权机制给外部投资者带来的弱势地位加剧效应,在我国引入双重股权结构等公司控制权强化机制的同时,在制度设计上加强对外部投资者的保护确有必要。

(二)加强外部投资者保护机制的完善建议

1. 重构公司法证券法相关规则

在我国现行公司法证券法框架下,股份公司股权配置的基本模式还是“一股一权”结构,但“一股一权”结构已经难以满足股东的多元化需求。在我国公司实践中,也已经有不少形态各异的控制权强化机制,但诸如股份公司和上市公司采用双重股权结构的问题,在公司法证券法中一直缺乏最基本的制度肯认和规则供给。下一步的公司法修改应当对现行的 103 条加以重构,可以借鉴美国《德拉华州普通公司法》第 151 条的立法模式,明确规定公司可以发行一种或一种以上的股份,每类股份可以发行一系列或者多个系列的股份。

虽然我国《证券法》在关于中期报告和年度报告的规则中都规定上市公司应就已发行的股票、公司债券变动情况予以报告,但是,采取控制权强化机制的公司中,控制股东的股权变动对于外部投资者的权益保护具有更为直接和重大的影响,另外,控制权强化机制也包括以股东间协议等形成的结构类型,往往难以从股份表决权上直观识别。因此,在证券法修订时应当进一步明确要求上市公司在招股说明书、中期报告以及年度报告等文件中就公司控制股东股权变化、公司股东间协议的变化以及该种变化带来的影响予以披露。此外,还应当对《上市公司章程指引》《首次公开发行股票并上市管理办法》、沪深《股票上市规则》等进行相应的完善和修订。

2. 对控制权强化机制的适用范围采取稳步推进的方式

各法域对于违背“一股一权”和平等原则的控制权强化机制予以容忍和接纳的理由之一是相信该类机制能够更好发挥公司创始人和控制股东特殊的能力和理念来实现公司

[40] 深交所《2017 年个人投资者状况调查报告》, http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20180315_519202.html, 最近访问时间[2018-10-03]。

[41] Daniel R. Fischel, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, 54 *University of Chicago Law Review*, 119-152 (1987).

[42] 参见姚佳:《“金融消费者”概念检讨——基于理论与实践的双重坐标》,《法学》2017 年第 10 期,第 179 页。

的长期发展,但这一理由并不能消弭控制权强化机制可能损及外部投资者利益的担忧。因此,从谨慎务实的角度出发,应当采取有序推进的方式,在现阶段对于能够采纳特定控制权强化机制的公司范围进行限制。从我国香港地区的做法看,港交所目前仅允许新申请上市的公司采用双重股权结构。^[43]就境内而言,为尽可能降低外部投资者的风险,也需要对存在控制权强化机制的公司的公开发行人和上市进行一定的限制。借鉴其他法域的做法,限制主要侧重于以下几个方面:其一,仅允许新申请上市公司采用旨在强化控制权的差异化股权结构,不允许已经上市公司采用;其二,对于采用特定控制权强化机制的公司的规模、盈利状况等条件作出规定;其三,将适用范围限制于在科创板上市的创新型公司,如互联网类型和科技公司,以便在鼓励支持商业模式创新的同时,为新制度的完善和适用范围的扩展积累经验。

3. 完善对于控制权强化机制的信息披露

信息披露是投资者获取投资信息以了解投资对象并作出投资决策的重要保障,完善的信息披露机制是投资市场实现透明化不可或缺的要素。在缺乏强制性信息披露制度的情况下,发行人可能不会如实披露信息或有可能披露误导性信息来干扰投资者的判断。在美国证券交易委员会下设的“投资者顾问委员会”的一篇文稿中,针对双重股权结构下的两权背离程度、公司治理变更风险、利益冲突或上市风险等问题,提出应当要求双重股权结构公司以及其他强化控制权机制的公司遵循相关信息披露规则。^[44]

借鉴上述思路,我国在完善控制权强化机制的制度建构过程中,信息披露制度的完善可以从以下几方面展开:首先,在公司的招股说明书、中期报告、年度报告、公司章程以及临时性的信息披露文件中,就公司采取的控制权强化机制的构造类型、采纳该构造的原因以及该种构造对于股东权利的影响进行披露;其次,披露公司持有高投票权股股东持股数额的变化,该股东为维持公司控制权可以持有的最低股份的数额,该股东持股数额变化对于公司和股东的影响以及公司股东间协议的变化对于公司和公司股东的影响;再次,在公司的简称中用特定符号表明该公司上市交易的股份为特定类别股份;最后,该类公司应当披露持股结构变化对公司存在的各类影响以及潜在的风险。

4. 充分发挥独立董事制度对于公众投资者的保护功能

在引入双重股权结构等控制权强化机制的同时,应当进一步完善独立董事的任免机制。根据中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中关于独立董事提名选举的规定,上市公司的董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人,独立董事由股东大会选举决定。也就是说,在目前的规则下,独立董事的选任取决于表决权的多少,据此,在采纳了控制权强化机制的公司中,独立董事的选任基本上就由控制股东所享有,这种机制下产生的独立董事很难发挥对公众投资者的保护作用。有鉴于此,对于采纳了双重股权结构等控制权强化机

[43] 香港《主板上市规则》(修订),第8A.05条。

[44] See Discussion Draft Re: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies, <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/discussion-draft-dual-class-recommendation-iac-120717.pdf>,最近访问时间[2018-10-03]。

制的公司,独立董事的选任以及连任可以采用有学者提出的双重通过制度,即由外部投资者三分之二多数决通过加上股东大会的过半数通过,以此平衡独立董事专业性与独立性,同时也不会导致控制股东丧失对公司日常经营的控制权。^[45]

5. 在特定事项上引入类别表决制度

在“一股一权”结构下,持股数额较多的控制股东可以通过其持有的股份数额实现自己的特殊目的,进而导致“多数资本暴政”的问题。而在控制权强化机制下,虽然传统“多数资本暴政”的问题不再凸显,但由于该机制对于控制权的更有力的固化,外部投资者股东的权益更容易受到损害。因此,在特定事项上引入类别表决制度殊有必要,这种分类表决机制能够有效防止低表决权股股东因控制股东的滥权行为作出不利于公司和外部股东的决议。在美国,除了示范法和州立法的规定之外,在我们所统计的中概股公司的章程细则中,绝大部分公司都对类别表决制度进行了规定。例如尚德机构公司章程细则第 59 条规定,公司类别股股东权利的变更应当经过该类别股股东过半数以书面形式同意,或者是在公司的股东大会上以普通决议的方式由该类股股东同意。^[46]我国类别表决制度的建立可以参考美国相关法律的规定和中概股公司的实际做法,对涉及类别股股东权利不利变动的公司决议采取类别表决制度,即对此类事项采取“一股一权”的表决方式来进行表决,以免控制股东通过自己的高投票权股过度干预这类决议的通过。

6. 灵活运用日落条款避免形成永久性控制权

如前所述,从触发原因上区分,日落条款可分为期限固定型日落条款和条件触发型日落条款。两种类型的日落条款均能在一定程度上形成对控制权强化机制的约束,避免公司控制股东凭借一定的机制而获得对公司的永久性控制权。但是,任何制度的优势都会随着时间的流逝而出现弊端。

因此,在我国的相关制度设计中,可以采取将两种日落条款结合适用的方式,在规定期限固定型日落条款的同时,也规定条件触发型日落条款,使该两种日落条款在发挥各自优势的同时,也能弥补彼此之不足。具体而言,可以考虑如下方式:首先,固定期限设置为十年,到期后并非一概强制公司终止控制权强化机制,而是赋予股东大会决定是否继续使用该种机制,且股东大会表决以“一股一票”为表决形式;其次,条件触发型日落条款的“条件确定”,可以从控制股东行为、控制股东自身原因、继续实施控制权强化机制对于公司以及公司股东的不利影响等进行规定;最后,对公司控制股东的持股份额进行限制,以避免两权背离程度不受限制地扩大而导致外部投资者完全丧失话语权。

五 结 语

从全球范围看,传统的以金字塔式持股为代表的间接型控制权强化机制依然普遍存

[45] Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 *University of Pennsylvania Law Review*, 1271 - 1315 (2017).

[46] FOURTH AMENDED AND RESTATED MEMORANDUM AND ARTICLES OF ASSOCIATION OF SUNLANDS ONLINE EDUCATION GROUP: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1723935/000119312518056029/d494072dex32.htm>, 最近访问时间[2019-01-02]。

在的同时,以双重股权结构为代表的直接型控制权强化机制正在受到越来越多的青睐。从我国市场发展实践来看,尤其在两个方面显现出对控制权强化机制及其相应法律制度的紧迫需求:一是上市公司的反收购需要。近两年中国上市公司为应对资本市场的敌意收购,纷纷通过修改公司章程设定旨在强化控制权的反收购条款,而其中许多条款在现行法下面临效力困境。二是促进创新企业发展的需要,中国存托凭证和科创板都意在通过接纳存在控制权强化机制的公司而增强资本市场的竞争力。但我们也必须清醒地认识到控制权强化机制对于公司治理和外部投资者利益影响的两面性,从而在对其进行接纳包容的开始就建立起相应的矫正性制度。当然,由于我国境内的证券市场缺乏针对控制权强化机制的制度设计与市场监管的经验,因此,加强对域外经验的研究与借鉴就显得尤为重要。从这个意义上说,本文以在美上市的中概股和美国相关制度为基础而开展的研究,应当能够给我国在构建更为开放包容的证券市场体制的同时加强外部投资者保护的配套制度建设有所助益。

[本文为作者主持的2019年度教育部哲学社会科学研究后期资助项目“公司控制权强化机制视域下的外部投资者保护研究”(19JHQ073)的研究成果。]

[**Abstract**] Tolerance and acceptance of control enhancing mechanisms has become a world trend. The corporate law system and listing rules in the US, which tolerate dual-class stock structure and other control enhancing mechanism, make the NYSE and Nasdaq attractive IPO venues for innovative enterprises, and thus forming a unique China Concept Stock group, especially the China Concept Stock companies with various control enhancing mechanisms competing for listing in the United States. Control enhancing mechanisms clearly deviate from the traditional concept of equity equality and further weaken the participation rights and economic rights of outside investors in corporate governance. The systematic investor protection mechanism under the legal framework of the United States is of great enlightening significance to the improvement of China's outside investor protection system. When designing the relevant systems, China should take into full consideration the specific characteristics of the investor structure of its securities market, reconstruct the relevant rules of the company law and securities law, steadily expand the scope of application of control enhancing mechanisms, improve the disclosure of relevant information, give full play to the protection function of the independent director system for public investors, introduce category shareholder meeting system and use sunset clause flexibly to avoid the formation of perpetual control.

(责任编辑:姚 佳)