

# 类别股的类型化建构及其适用

郭青青

(西南政法大学 民商法学院 重庆 401120)

**摘要:** 类别股是公司股权结构中权利内容不同的股权。其早已繁盛于域外现代公司的股权结构,在中国公司法中却存长期留白之缺憾。类别股类型化建构的核心,在于突破传统普通股中财产权与表决权等比配置的格局,组合构成类别股权利内容的子权利。类别股子权利可从常规子权利与特殊子权利,财产类子权利与控制类子权利两个层次予以区分。在中国类别股制度建构之初,宜划定试点范围,有限地适用两种类别股:优先股及双层股权结构。伴随资本市场的发展演进,类别股种类衍生下的适用筛选空间将持续拓展。

**关键词:** 类别股; 类别股制度; 类型化建构; 类别股适用; 双层股权结构

**中图分类号:** DF411.91    **文献标识码:** A    **文章编号:** 1002-3933(2016)02-0164-10

## The Genre Construction and Application of Class Shares

GUO Qing-qing

(Civil and Commercial Law School, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120 China)

**Abstract:** Classes of shares are equities with different content in corporate shareholding structure. This institution has been widely used in the stock structure of foreign company law, while still does not exist in the company law of China. The essence to the genre construction of class of shares is broke through the relationship between economic interest and voting rights under the circumstance of standard common stock, and separation and recombination of various sub-rights. The sub-rights of Classes of shares can be divided into common or special sub-rights, and economic or controlling sub-rights. At the beginning of constructing the institution of Classes of shares in China, the application of Classes of shares should be limited to as follows: specified preferred stock and dual class common stock. With the evolution of capital

收稿日期: 2015-12-11 该文已由“中国知网”(www.cnki.net)2015年12月31日数字出版,全球发行  
作者简介: 郭青青(1987-),女,浙江杭州人,西南政法大学博士研究生,研究方向:民商法学。

market, the option in selecting Classes of shares would keep on expanding.

**Key words:** classes of shares; institution of class shares; application of classes of shares; genre construction; dual share structure

类别股种类衍生之精髓,在于突破并重构传统普通股涵摄下财产权与表决权等比配置的格局,琢资本市场投融资之利器,析公司治理控制权之归属。其早已繁盛于域外现代公司的股权结构,在中国公司法中却存长期留白之缺憾。2014年,公司群体对类别股权架构的垂青与法规修缮于股权结构的革新,孕育了中国类别股制度建构之动力:中国背景优质企业赴美上市寻募融资的峰值现象<sup>①</sup>,自下而上,致中国运用支持特别股权结构安排之类别股的倡议声如雷动;而行政规章层面正面确立的优先股制度<sup>②</sup>,自上而下,担先行探索中国公司法设置类别股制度之重任。

诚然,类别股制度的生命力在于种类衍生下股权样态的多元化,但特定公司股权结构中涵纳的类别股种类有限。优化类别股的实践运用,奠基于对类别股的类型化建构:首先,立法对类别股种类资源进行一次筛选,划定类别股章程自治的设定空间。其次,章程对立法划界内类别股种类资源的二次选定,完成特定公司股权结构的个性化设计。类别股的类型化建构,为类别股的适用提供素材。而类别股的适用,以实践灵动的力量推动类别股种类衍生的新扩展。

#### 一、类别股的概念界定与传统分类

《英国公司法》(2006年)第629条给出了类别股的经典定义:如果依附在股份上的所有权利均相同,则这类股份是一种类别股份。类别股的狭义定义认为,类别股是相对普通股而言,股东权利在某些方面扩张或限制的股权类型<sup>[1]</sup>。但是,我们认为类别股应囊括公司股权结构中所有权利内容不同的股权。这种相异,主要体现在财产权或控制权方面权利的有无、范围的大小、行使顺序的先后等。

支持类别股广义定义的理由为:其一,与立法适用的术语保持一致。无论是《香港公司条例》<sup>③</sup>抑或《日本公司法》<sup>④</sup>,针对公司股本区分为不同内容股份的描述,均适用了“类别的股份”之表达,并未剔除普通股。并且,美国《标准商事公司法》<sup>⑤</sup>及引领美国公司法发展的《特拉华州公司法》<sup>⑥</sup>相应采用了“classes or series of shares”(股份的种类或系列)的概念,

① 2014年,中国背景科技创新企业中的行业领先者如阿里巴巴、京东、聚美优品等纷纷远赴支持双重股权结构的美国证券市场寻求上市融资。

② 2013年《国务院关于开展优先股试点的指导意见》与2014年3月21公布的《优先股试点管理办法》相继出台。

③ 参见《香港公司条例》第57A条(1):“公司股本如分为不同类别的股份……”。

④ 详见日本《公司法》第108条第1款“股份公司可就下列事项发行不同规定为内容的两个以上不同类别的股份……”。

⑤ 参见 The Model Business Corporation Act § 6.01.

⑥ 参见 Delaware Code – Title 8. Corporations – Chapter 1. General Corporation Law – Subchapter V. Stock and Dividends – § 151. Classes and series of stock.

规定每家公司均可发行一个或以上种类的股票,每个种类中还可发行一个或以上系列的股票。针对股权多元化并存的状态,上述立法均采纳了一种集合的概念,并未将普通股予以单独列分。其二,普通股的多元衍生,使其难以作为参照标准进而界定其他股份。普通股不再囿于传统的标准化的一种普通股,而存在各种“变式的普通股”类型。这些股份附带之特殊性,并不劣于除普通股之外的其他股份,其多样化同样增加了“以普通股为参照标准”的不确定性。其三,类别股制度逻辑体系的需求。需要一项术语,以挈领股权各项子权利相互分离、重新组合后的股权多样状态。实无舍近求远,摒弃惯用的“类别股”措辞,而新创概念的必要。由此,我们赞同类别股(即种类股)包含普通股种类和特别股种类,相对于普通股而言,特别股是指具有特别权利或特别限制的股份<sup>[2]</sup>。

类别股的传统归类围绕普通股与优先股的界分展开。普通股为公司制度之序幕,其标准特征与股息、通过表决而参加公司内部治理等权利息息相关。公司发行标准普通股时股权内容不设“特权”,按照公司法上的通行规则以确定。传统普通股遵循财产权与控制权禁止分离的原则,严格遵循股份平等概念分配股东权限,难以满足投资者的不同投资和风险偏好。典型优先股拥有股利分配、剩余财产索取等方面的优先权,同时在经营决策等方面的权利受到一定限制。引入种类分化更为系列的优先股,生动、丰富的公司制度才真正开始。修订后的美国《标准公司法》避免使用“普通股”及“优先股”的术语,并未确认两者之间存在任何法律区别<sup>①</sup>,而强调不同类别及系列股份的权力差异,能够更灵活地适应公司制度创新发展的需要。

## 二、类别股的划分标准与类型建构

多元化的类别股对标准普通股的权利进行扩张或限制,或是对其附加了条件,或是增加了一些普通股中未及的新权利。因此,一项类别股权的构成,由类别权及公司法上默认普通股股东权利共同构成。并非依附于类别股权上的所有权利均为类别权,然类别权确为类别股股东权利的核心。本质上,类别权应为特定类别股东所享不同于传统普通股之特别权利<sup>[3]</sup>。这种特别权利,既可能表现为对普通股传统股权权利体系中的某一具体权利内容的不同安排,也可拓展为普通股权利内容体系之外的一项新权利。从表现形态之独有性考察,类别权可能为特定类别股份所独享,也可能为几类或系列类别股份所共享、同时异于传统普通股涵纳的子权利构成。

类别股上承载的股东权利可析为一权利束。类别股的类型化建构能为股权形式提供多少可能?首先需对类别股的子权利进行抽象。类别股子权利为构成类别股权利内容之特定权利、优先、限制或条件,可从常规子权利与特殊子权利,财产类子权利与控制类子权利两个层次予以区分。实践中的股权子权利纷繁各异,资本市场的持续发展亦将向类别股体系持续注入创新的子权利构件,因此,对股权子权利的穷竭列举存在困难。尽管如此,总结典型股权子权利之实证样态,有助于公司立法及商业实践对类别股种类衍生之驾驭。

---

① 参见 Rev Model Bus Corp Act § 6.01. Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations 58. Stock And Stock-holders Official Comment. I. Basic Terms and Concepts.

## （一）常规子权利的实证样态

### 1. 利润分配权及剩余财产分配权子权利

类别股制度的开疆辟土,始自利润分配子权利及剩余财产分配子权利对传统普通股内容的偏离。日本在1899年制定的第一部《商法》的第197条,规定了有关利润分配及剩余财产分配的优先股,由此开始了日本种类股制度。至于中国,国务院对公司法授予其另行规定类别股之权限运用,根据2013年颁布的《国务院关于开展优先股试点的指导意见》,同样肇始于典型的优先股制度。

利润分配优先股是指当公司有盈余时,除弥补亏损及提取公积金之外,在普通股获得利润分配之前,可依照章程预先规定的分配比率或定额优先获得股息分配的股权。韩国新商法第344条之2第1款的规定为利润分配子权利的实证样态提供了蓝本:“关于利益分配,公司在发行内容不同的种类股时,应当在章程中记载向相应种类股股东交付的分配财产的种类、分配财产的价格的决定方式、分配利益的条件等有关利益分配的内容”。此外,行使该利润分配权之时点、频率,是否采区分于普通股东的优化方案以吸引投资者,亦可拓展。

利润分配子权利的一般规则涉及:其一,需明确股息形式。除常见现金分红,分配财产的种类还可以发行新股方式进行,此分红相当于现金红利的再投资或红利股。其二,股息率的确定。首先,以是否可累积或浮动为标准,利润分配优先股可进一步细分为可累积优先股、部分累积优先股及不可累积优先股。前两者指公司于特定营业年度的盈余分配未达事先约定的标准时,就未享足额分配的差额部分,可要求顺延累积于之后盈余年份以如数或部分补足的股权。后者则指当年优先分取的红利未达致标准,差额部分亦逐年清零,持有股东不可主张从之后年度的利润分配中予以补足。其次,根据股息的浮动标准可区分为可调整或不可调整利率优先股。前者股息率具有一定弹性,利率可随公司信誉等级、财务状况、银行利率、市场利率变化等相关条件进行调整,后者于发行即予以确定。再次,股息率的设计还应综合考虑转换、回赎等条件的影响。其三,利润分配的可参与性。在获得第一轮约定配比的利润之外,能否参与第二轮普通股的盈余分配为准,可区分为全部参与、部分参与或非参与的优先股。其四,在公司余有利润的年份,以利润分配优先股东之期待利益是否可因董事会依托商业判断原则而宣布被“掠过”,可区分为强制或非强制分红的优先股。其五,在利润分配优先股阵营内部,根据利润给付梯级顺位的不同,可进一步区分各股权群落。如递延股(deferred shares)即颇有特色,其持有人常为公司发起人,在普通股分红后始得分配红利。

类比利润分配子权利,公司剩余财产分配子权利亦可细分为参加或非参加、多层次受偿顺位等种类。此外,可于公司章程中,对获取剩余财产的类别、价格商定方法及其他事关分配剩余财产的事项予以规定。《国务院关于开展优先股试点的指导意见》规定了优先分配剩余财产:“公司因解散、破产等原因进行清算时,公司财产在依照公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产,应该优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程约定的清算金额,不足以支付的按照优先股股东持股比例分配。”因此,归属于剩余财产分配子权利中的清算优先权,实践运用已经存在法律依据。

## 2. 表决权子权利

股东表决权的行使,是实现股东民主之关键因素<sup>[4]</sup>。公司割裂投票权与股东持股数量的关系,发行投票权各异种类股,有助于内部人锁定公司的控制权,并有效抑制恶意收购、代理权之争等不利于稳定经营的行为发生。其一,突破表决权按资配比默认规则的扩张性需求。公司内部人在募集资金同时,又希冀维持控制权,即生复数表决权股之运用。法国于2014年3月通过了Florange法案规定,除经2/3的股东同意外,持股逾两年之股东得享双重表决权。意大利同于2014年,仿效法国删除了禁止复数表决权的規定。2015年,欧盟于考虑于《2007版股东权利指引》修正案中增加双重表决权的規定,以奖励长期投资的股东。台湾亦于今年7月1日公布闭锁公司专节(356条之1到356条之14),首次引进过去不被允许的复数表决权。其二,限制的、针对部分事项、含条件的或无表决权股,常用于对分红感兴趣、对公司管理不感兴趣的广大社会公众小股东的需求而设计的一种融资手段。其三,变式的复数表决权子权利。日本公司法上的单元股制度,指公司分归不同类别的股份,分别规定不同数量的股份为一单元,对每一单元股份赋予一个表决权,而不满单元数的股份不赋予表决权的制度。从而类别股份的表决权数量取决于单元股的数目,这在实质上产生复数表决权的效果<sup>[5]</sup>。

### (二) 特殊子权利的实证样态

#### 1. 财产类特殊子权利

转换权子权利的持有者享有转换股份种类的选择权。根据股权形式的转换种类、转换触发期限及条件、转换价格或比例、转换选择权等数项标准,可对该项子权利进行细化。转换权的设置,为股东提供审时度势,在“鱼与熊掌”间切换选择的自由。这种进退自如的优点,对趋利避害的投资者极富吸引力。

可赎回子权利或可偿还子权利,指根据公司或股东的选择,在将来的某一时刻,由公司出价赎回并予注销的股权。通常情况下股东享有赎回与否的请求权,特定条件下,公司享有主动请求赎回的选择权。韩国新商法第345条第3款就偿还股的规定相对缜密,公司章程中可记载该种类股的偿还内容、价格、请求期间、条件及方法。

赎回股份的设立初衷实则多样。其一,稳定股价。针对市场式微股价低位时的上市公司,投资者难以退出。通过回购股份,可向市场传递管理层认为公司股价被严重低估的信号,有利于解困投资者、发现公司价值、提振市场信心。其二,市场积极时,股份回购可作为公司将盈余资金分配给股东的一种方式。其三,改变资本结构,调节资金以减轻分红压力、降低融资成本。其四,助力公司从困境中解脱。当出现敌意收购的情形,行使赎回子权利,公司取得该类别股份以加强公司控制权,拯救公司。以“溢价回购”或“定向回购”为例,目标公司通过私下协商,以高于市场价的溢价,从单个股东或者某些股东手中购回其大量股份。此外,在公司濒于破产的情形,作为一项公司常用的财务管理手段,境外常见通过赎回并注销股份的方式将股价拉高。

赎回权意味着以公司利润形态存在的公司资产流向特定类别股东。当前,赎回子权利

的行使,面临公司资本维持原则的约束,同时引发对更高优先顺位请求权的债权人利益保护之影响。鉴于此,我国现行公司法仅规定了四种股份回购的典型情形,即股份公司仅在减资、合并、奖励职工以及异议股东行使股份回购请求权等有限情形下才能回购本公司股份。这种股份回购严格限制、例外允许的态度与中国公司法奉行的资本维持原则相契合。从国际趋势来看,资本维持原则在公司法理论中存在制度缓和的趋势<sup>[6]</sup>,股份回购的限制在逐步减少。作为与新股发行相反的资本运作方式,可回赎子权利不应缺位于发达融资市场。在下一轮中国公司法修缮时,应推进法定资本制度的软化,原则准予、例外禁止发行包含回赎权子权利的股权。

对赌子权利包含了基于业绩的股权调整内容,系对企业估值的一种调整机制,常见附着于私募股权投资创业企业时持有的优先股。对赌子权利确保企业价值可信度之设置初衷值得肯定,从摩根士丹利对中国创业企业的典型案例来看,其可能激发公司超常规的快速成长,如摩根士丹利2003年投资蒙牛乳业,2006年投资中国动向两则案例中成就的双赢结果。但是,也可能使企业迫于协议业绩的压力而陷入困境,如该机构2005年对永乐电器的投资。因此,实践中运用对赌子权利,还需慎重决定。

股权被稀释的直接后果就是在公司中利益被摊薄,股东在公司中的影响力缩水。反稀释保护子权利用于保护先期投资者,以确保在高风险期进入的投资者不至受到股权稀释并贬值的双重创伤。典型如优先认购权子权利,是指公司在发行新股之前,须以同等或更优惠的条件征询既有优先认购权股东,根据其持有股份的比例发出对应比例的要约,在该要约期届满或收到拒绝要约后,公司始得向他方配售。德国《股份法》第186条第(1)款提供了模板性的规定:经请求,必须向每个股东分配与其在原有基本资本中份额相应的新股份额。对于认购权的行使,应规定至少两个星期的期限<sup>[7]</sup>。即除此之外,无偿补给前期投资方以部分股权亦属常用。当企业经营不善或市场低迷,公司后续发行新股的价格低于前期轮次投资人支付的价格时,前期投资人可启动防稀释条款调整当初的投资价格,按后续新的价格重新计算股份数量,由此产生的股权差额,由创始人股东无偿转让<sup>[8]</sup>。

特定分配财源子权利在美国股份公司的运用被称为追踪股(tracking stock),这种类别股收益权仅与子公司或一些部门经营业绩挂钩,而不与整个母公司经营情况挂钩。韩国公司法在该类股份上的规定属于先行,公司可根据自治原则发行此类股票,但须遵守第462条关于分红源泉的规定,即使分红的资金来源于特定的事业部门或者子公司产生的利润。此种联动公司某部门或子公司业绩之股份,或能因其独特的针对性,而在将来为融资市场所青睐。

## 2. 控制类特殊子权利

附否决权子权利,指公司部分事项交由特定类别的股东决定,未获该类别股份组成的类别股东会通过,则该公司行为不得生效。持有该种类股的股东将在公司经营方面具有更强劲的话语权,在满足各股东间对于公司控制权的不同需求时,亦可作为防御恶意收购的有利措施,向公司的友好第三人发行。如果这类否决权股是一股,则实质相当于早年英国创设的金股。少数股东藉此可将其意思表示拟制为公司的意思表示。

附董事选任权的子权利,是指在种类股股东大会上享有选任董事等的股份,归属于附人员任免权子权利的分支。美国《示范商事公司法》7.32节、《特拉华州普通公司法》第354条允许通过公司章程来确定董事人选。《日本公司法》第108条1款9项,同样授权公司章程赋予特定类别股东选任一定数量董事或监事的权利。

限制转让子权利的类别股份运用,可有效灵活地防止股权的扩散。一个典型适用情形为,公司发行附带拒绝权或复数表决权股份时,为避免此类“高能”股份落入第三人手中,对这些种类股附加限制转让条件。

领售权子权利适用的典型情境,为拟通过出售公司谋求退出路径的风险投资,与倾向继续维持公司既有法人人格而拒绝并购的普通股东,就公司前途的路径选择发生冲突时,前者享有强制公司其余股东(主要包含创始人及其管理团队)参与其发起的出售公司行动的权利。此时,原有股东须依风险投资与第三方达成的转让价格和条件,参与到该股权交易中。作为国际投资中的惯例,伴随中国类别股制度之完善,领售权在私募股权市场的运用将进一步拓展。

### 三、我国类别股的筛选与适用

#### (一) 优先股的选择及其优势分析

普通股的投资者不具有可靠的收益预期。并且,公司对外发行普通股,伴随的表决权稀释效果,将使公司内部人享有的控制权罹于削弱甚至摧毁的危险。发行具有稳定回报特质的优先股,既可解决公司资本充盈问题,亦可防范公司控制权更迭。

在中国,公众公司中正在试点最为典型的一类优先股<sup>①</sup>。此举赋予优先股以突破单维普通股垄断中国公司股权格局之重任,各有千秋的普通股与优先股之“联姻”被寄予厚望,以助力于公司股权结构的优化架构。

此外,在资本市场风险投资基金(Venture Capital Fund, VC)及私募股权基金(private equity fund, PE)投资创业企业的情境中,风险投资家与创业企业家间存在着严重的信息不对称。即使风险资本家经验老道,亦难以准确辨识产业信息。亟需融资方期望保有企业控制,投资方则难以驾驭企业并控制风险,两者利益产生断层。根据域外成熟资本市场的经验,优先股之关注资金安全及回报稳妥特质,契合诸多资金充沛巨额的风险投资或私募股权之投资期待。鉴于此,被风险投资家及私募股权基金常持有优先股,平衡公司内部股东权利关系,满足投融资双方的利益需求。

风险投资家持有的优先股衍生形态极其多样,在实践中创造了诸多运用优先股的极佳案例。其中,尤以可转换优先股备受青睐。从趋利避害的视角看,当公司业绩表现优异时,风险投资方有权按照发行时规定的条件及价格,要求公司将其所有的优先股转换为普通股。此时,普通股市价通常高于约定转换价格,可转换优先股持有人除因此差价获利之余,更可分享公司成长价值;若公司前景堪忧盈利颓势,风险投资方仍可依凭优先股之收益优先权,

---

<sup>①</sup> 根据《优先股试点管理办法》第2条的规定,所称优先股指其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产,但参与公司决策管理等权利受到限制的股份。

于普通股分红前将股利收入囊中。由融资阶段的利益契合观之,在转换权“沉睡”阶段,创业企业获如救燃眉之股权资本,风险投资方则因所持优先股性质趋于债权,而获财产利益优先级保护;当转换权行使之后,创业企业可从固定股息的负担中解脱出来,而风险投资方则可由普通股出让以收回投资、获取利益。如此灵活安排,可转换优先股东拥有参与双向游戏(two way play)之优势,亦较好契合了投融资双方的利益。

## (二) 双层股权结构的选择及其优势分析

作为常见的股权表决权现代标准,“一股一权”原则实为公司制度进化过程中的产物,而非放之四海皆准的强制性最优规则。芝加哥大学的菲谢尔教授(Daniel R. Fischel)认为,“一股一权”并不是所有公司的最优表决权结构选择。对少数特定公司及其投资者来讲,双层股权结构更为有利,交易所应该允许发行不同表决权“普通股”的公司上市<sup>[9]</sup>。哥伦比亚大学法学院教授戈登(Jeffrey N. Gordon)对双层股权结构的描述为,该结构中的第一类股份含低级表决权(inferior voting right),主要针对公众投资者发行。第二类股份拥有增强的或“超级”投票权(superior voting right),主要为公司内部人所持有。双层股权结构主要通过两种方式实现:其一为首次公开发行股票(IPO),其二为股权重置(recapitalization),即通过修改公司章程、交换要约、特别分红、投票权转换等方式实现原有股东持股表决权的改变。尽管各双层股权普通股结构的安排于细节处不尽相同,其效果均显著地表现为将公司治理从经济参与中剥离出来<sup>[10]</sup>。双层股权结构允许内部人在大规模融资的同时,仅仅持有少数超级表决权股份,即掌握公司的控制权。

通常,融资即意味着公司原始股东的股份面临稀释,创始人或管理层作为公司领航人之地地位将遭受威胁。双层股权结构则为管理层提供了股权融资与控制权保有“鱼与熊掌可以兼得”的完美方案,它给予特定股东以多数表决权之特权,该表决权集中的效果有助于锁定公司的控制权,防止外部资本入侵带来的掠夺性收购及控制权旁落之风险。从另一角度看,该优点的另一面亦是缺点:运用双层股权的公司,实际上将创造出一个永存的管理者阶层,即使该管理层难孚众望之时,其控制地位依然难以撼动。鉴于此,德国公司法不允许发行限制普通股表决权的股份<sup>[11]</sup>,奥地利、意大利亦不允许发行无表决权的普通股而多年占据全球经济自由指数榜首的香港地区至今因坚守“同股同权”原则,未允许上市公司践行双重股权结构<sup>①</sup>。即使在双层股权结构滥觞于实践的美国,围绕该股权结构之废立,亦存在过激烈的争论。在对不同表决权普通股的规则态度上,美国三大证券交易所(NYSE, AMEX, NASDAQ)商定后采用的统一规则为:对双层普通股股权结构之运用区分情形加以规制。允许IPO(首次公开发行股票)时发行复数、限制或无表决权普通股。在上市公司IPO之后、运营过程中,禁止发行复数表决权普通股,但许可发行限制或无表决权普通股。

斯坦福大学的公司法学者 Ronald J. Gilson 教授和经济学家沃顿商学院的 Grossman 教授和哈佛大学的 Hart 教授,梳理了上述规则背后的支持理由:公司通过 IPO 实现双层股权结

---

① 2014 香港证监会拒绝阿里巴巴以类似双重股权结构方式在香港上市,即为香港对上市公司类别股制度特别限制之经典案例。



构并未剥夺股东的权利,而股权重置却通常导致恶化公众股东的地位。前者指上市公司通过市场定价发行不同表决权“普通新股”时,控制股东为维持已有的控制地位,通过IPO向公司内部人发行复数表决权“普通股”,同时向公众股东发行无表决权或限制表决权“普通股”,应予允许。此时,新股东的认购基于完全信息披露的市场环境,他们在购股时即已明晰所持有的股份仅负有低级表决权,对风险亦有充分认知和预见。若其不愿受此条件约束,不购买该公司的股票即可。同时,在一个成熟理性的市场上,采纳双层股权结构的公司价值应能通过市场机制得以体现。因为预期到这样的资本结构可能会受到来自控制股东的盘剥,公众股东要求折价购买,而公司为吸纳投资接受折价售卖,此种成本的承担着为公司发行人而非公众投资者。此种公司融资方案并不会稀释原有股东的控制权,便利公司融资同时又不违背中小股东的意志,不应禁止。然上市公司在运营过程中,发行限制或无表决权股的行为被认定为未稀释或未显著稀释既有股东的控制权,属合同自由之体现。但基于保护公众股东利益的宗旨,应禁止管理层通过资本重置(recapitalization)的方式将现有的股份转换为低投票权股份,或新发复数表决权,以稀释既有中小股东的表决权权益。

出于对控制权旁落的治理风险之忧虑,创新型企业往往具有独辟蹊径之探索精神。这诠释了“中国背景创新型企业鱼贯赴美上市”的动机之一,在那里,管理层可稳握公司控制权而免受敌意收购的侵扰。截至2014年5月,102家于美国证交所上市的中国企业中,将近1/3采用双层股权结构,占到赴美上市中国背景企业总市值的70%<sup>[12]</sup>。中国背景科技创新公司中的领军者,出走国门远赴境外上市,原因之一即国内证券交易所上市规则固守“一股一票权”规则,而无法支持双重股权的安排。2014年阿里巴巴放弃首选上市地香港,转向能支持其保障控制权治理创新方式的美国市场即适其例。

境外致力于双层股权结构公司的实证研究,结果并不一致。有学者研究发现在IPO中采用双层股权结构的公司具有更好的公司经营表现及更多的股票收益,给投资者带来净收益。也有学者研究表明,股东通过少量持股获得公司控制权将使公司市值受到负面影响。众说纷纭,但均未有确切证据表明双层股权对公司业绩及股份价值带来负面影响。国内证券交易所上市规则固守“一股一票权”规则,阻碍了市场配置资本的决定性作用。长远来看,一股一票权必将成为限制中国公司发展的桎梏,在中国推行双层股权结构势在必行。我们赞同将双层股权结构的具体适用,回归市场选择。因为,即便认为双层股权结构于公众投资者的损害确大于裨益,也应通过证券交易所的规则来禁止或限制,而不宜藉由强制性规范禁止。因为证券交易所规则性质上属于私法上的合约关系,股份公司是出于自愿选择并承受其结果,如果为了保持双层股权结构可以选择不上市。如香港地区向来允许非公众公司采纳双层股权结构,而香港证券交易所强制贯彻“一股一权”单层股权机构的上市要求,即适其例。

这与Fischel教授的结论相一致:是否选择双层股权结构应该由公司合同和资本市场来决定<sup>[13]</sup>,但对该股权结构之施行时点,是否在当下、是否全面推行,应当慎重抉择。中国类别股立法对双层股权之首肯,暂应划定保护性的试点适用范围。鉴于科技创新企业对融资以助力企业发展存在迫切需求,同时其内部人常希冀以特殊方式维持对企业掌控力,因此双层股权结构

契合该类公司之治理需求。在该范围内,公司是否采纳、市场是否认可双层股权结构,则应由市场进一步选择,放权投资者进行判断。随着中国资本市场的趋于成熟、类别股运行机制的经验累积增多,多层次股权结构之运用,可逐步全面放开。

至于双层股权伴生的类别股东间潜在的利益冲突,关键在于完善预防及救济冲突的规则,譬如,完善信息披露,启用该股权结构须附带特定限制条件,及原则禁止公司通过股权重置的方式实现双层股权机构,仅允许公司通过IPO的方式实现双层股权机构等。从而,在满足企业家融资、治理结构需求同时,严格保护公众投资者利益,兼顾股权制度的创新。

### 结语

类别股的类型化建构,不应囿于传统普通股或优先股的名目标签。从实践种类丰富的类别股中抽象出标准化的子权利存在难度,但是提炼出用以组合类别股的高频“子权利积木”,有助于类别股权的创新机制及体系构建,帮助公司设计出符合自身需求的最优股权结构。类别股可视为分割投资者的经济利益及对公司的治理权之产物,可将股权子权利从两个层次予以区分:第一组为财产类子权利与控制类子权利,第二组为常规子权利与特殊子权利。

我国类别股的筛选与适用,微观上关涉公司及股东等利益相关体,宏观上影响资本市场的发展态势,故应秉持慎重斟酌之原则。基于当下中国资本市场的投融资需求,宜划定试点范围,先行限定地引入两类类别股种类:优先股及双层股权结构。将来,类别股种类衍生下的适用筛选空间将进一步扩展演进。

### 参考文献:

- [1] 朱慈蕴,沈朝晖.类别股与中国公司法的演进[J].中国社会科学,2013(9):149.
- [2] 任尔昕.关于我国设置公司种类股的思考[J].中国法学,2010(6):100.
- [3] [英]丹尼斯·吉南.朱羿昆译.公司法[M].北京:法律出版社,2005.119.
- [4] 王文宇.公司法论[M].台北:元照出版公司,2006.272.
- [5] [日]森田章.黄晓林编译.公开公司法论[M].北京:中国政法大学出版社,2012.108.
- [6] 蔡元庆.对我国分类模式的思考——从法律适用的视角[A].商事法论集[C].北京:法律出版社,2012.49.
- [7] 胡晓静,杨代雄译.德国商事公司法[M].北京:法律出版社,2014.158.
- [8] 苏龙飞.股权战争[M].北京:北京大学出版社,2012.112.
- [9] Daniel R. Fischel. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock [J]. University of Chicago Law Review, Winter, 1987: 46-48.
- [10] Jeffrey N. Gordon, Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, 76 Cal. L. Rev. 1, 1988: 4.
- [11] 李海燕.建立我国类别股制度的构思[D].吉林大学博士论文,2014.84.
- [12] 方嘉麟,林郁馨.CEM之经济分析与管制模式——港台引进复数表决权股之介绍[A].21世纪商法论坛第十五届国际学术研讨会[C].2015.429.
- [13] Daniel R. Fischel. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. 54. U. Chi. L. Rev. 119, 1987. 136-148.

(全文共 13 447 字)