

规范视域下的中国上市公司控制权强化机制

郭青青

(西南政法大学, 重庆 401120)

摘要: 上市公司控制权强化机制有助于稳固控制股东在公司治理结构中的地位,但往往会产生一定的负面影响,实践中常见的是终极控制人利用“双层股权”及“金字塔结构”操控公司行为。各国或地区采纳的规制路径可归纳为四个种类:一是规制“双层股权”,消解金字塔结构;二是消除“双层股权”,但允许“金字塔结构”的存在;三是有限地采用“双层股权”与“金字塔结构”;四是禁止采用“双层股权”及“金字塔结构”。根据我国《公司法》的有关规定设计对控制股东的规制路径,联系我国公司运作的实际,可以保留股权控制的“金字塔结构”,但应强化公司信息披露制度,并根据该结构运行中出现的问题采取相应改进措施。可先行在诸如创新型公司及国有控股文化传媒企业中,将“超级表决权股”限制在IPO之前,要求上市公司公开采纳该结构的相关信息及对公众投资者利益安全性的保障措施。建议在维持既有股票市场板块格局的同时,对证券市场进行差异化安排及制度创新,建构“隔绝控制权强化机制”以严格执行公司治理标准,通过设定“不受等比现金流支持的表决权”上限规则,以配套实施证券监管中的仲裁机制。

关键词: 控制权强化机制; 金字塔结构; 双层股权结构; 规范设计; 控制股东

中图分类号: DF59 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1008-4355.2016.01.17

公司控制权诚有价值,其持有者实质性地掌握着公司治理的进程。控制权强化机制(Control Enhancing Mechanisms,简称CEMs)运用小额现金流撬动大额投票权的杠杆原理,助力控制股东以精简经济成本的方式实现对公司的稳固控制。数种法律策略可被用于突破传统公司法中经济份额与投票权等比配置的默认格局,使控制股东持有大

于其终极现金流权的投票权比例,包括发行无表决权股、忠诚股份、黄金股、存托证券、交叉持股及股东协议等,其中金字塔及双层股权结构为各法域上市公司适用最广的控制权强化机制^[1]。金字塔结构易于形成多层次多链条的公司群落系统,最顶端的终极控制人利用持有控制权的上层公司,逐级向下层公司投资并形成控制份额,至最终获得目标公司的间接控制权。双层股权结构则指公司发行数类表决权各异的普通股,常见被划分为A、B两类,B类附着数倍于A类的表决权。

控制权强化机制推行之初原动力,在于有利控制股东利益的特质。然而,其适用之消极影响亦不

收稿日期: 2015-11-10

作者简介: 郭青青(1987),女,浙江杭州人,西南政法大学商法学专业博士。

可忽视,一则与中小股东的利益偏差,使控制股东易为控制权的私益汲取,二来将使外部控制权市场对管理层的监督制约归于无效。实际上,控制权强化机制的立废演进,正是两种力量交织博弈的产物:减省控制股东维持控制权之经济投入,生控制权强化机制之促进运用;保护中小股东免受盘剥之虞,成控制权强化机制之限制规范。在干涉公众利益卓越的上市公司,这种冲突尤为凸显。

中国股份有限公司曾长期尊奉“一股一权”为股权架构之圭臬,运用金字塔结构控制链的杠杆效应,成终极控制人强化上市公司控制权的主要方式。伴随中国类别股制度之建构^①,上市公司可选的控制权强化机制,将延伸至双层股权结构。世界各法域对上市公司控制权强化机制的规范路径殊异,中国应当择优借鉴,抑或量体裁衣?

一、控制权强化机制之双面效益

(一) 控制权强化机制的积极效益

控制股东可运用控制权强化机制以监督管理层。经济风险承担与管理专业化的分离,带来代理成本问题。以市场机制规制管理层代理成本,通常在股价大幅下跌的有限情形时能发挥作用。此时,控制权更迭并更新董事会成员带来的利益,超越争取行为付出的成本,敌意收购方或积极股东产生争夺控制权之行动动力。这使得控制股东监督管理层,成为对市场规制代理成本的有效替换措施。

控制权强化措施还将带来融资效率优化的效益。当企业家被禁止采用稳固己方控制权的控制权强化措施,公开发行人股票产生的市场压力将束缚其经营自由甚至致其罹于控制权易主之风险。此时,更珍视控制权带来的私人利益的既有控制人,可能选择在股票市场上发行更少的股票,或干脆将公司保持私有化,尽管这样可能导致公司失去优良的融资机会。外部股权融资路径的阻断,将迫使公司转向债务融资,财务杠杆比率将继续提高。这种低效率高成本的资本结构,将增加公司破产的风险^[2]。控制权强化机制则完美缓解了控制股东因发行更多股票而稀释己方控制权的忧虑,同时助力公司完成充沛的股权融资。

禁止双层股权结构,从事后的视角看是高效的,却将增加事前成本。尽管外部投资者明悉双层股权结构带来的成本,众多杰出的美国公众公司在IPO时选用该种结构,及双层股权公司发行股票的经济成功,验证了投资最终为求回报的金科玉律。公司错失发展所需的股权资本的另一面,亦投资者丧失优质回报投资机会的缺憾。对双层股权结构的桎梏,将导致投资者错失参与前景光明商业模式的机会,有悖于中小股东的投资意愿。此外,控制股东将被剥夺非金钱的私人收益。双层股权结构加剧的代理成本将折损其股价,然控制权可能为控制股东(尤其是创始人)带来的声名地位等非金钱私人利益,这将抵销甚至大幅超过次优经济选择附加的成本。

公司金字塔结构则被认为有助新兴市场创造财富。其一,根据经济学家罗森斯坦·罗丹(Paul Rosenstein-Rodan)提出的“大推动理论”,新兴经济体的高速增长要求各部门的同步发展^[3]。庞大多元的金字塔公司集团,为大推动式的增长提供了各种重要产业。其二,解决筹集资金的困难。新兴市场上公司治理薄弱、透明度低,中小股东存在被剥削的忧虑,且金融机构仍不发达,使上市公司筹集资金面临困难。在商事法律落后且合同义务难以强制执行的法域,声誉市场及家族所有权系交易所运行的奠基。作为享有盛誉的家族集团附属,可为上市公司增加价值。通过填补新兴市场上缺失的一些金融机构的功能,金字塔商业团体有助于上市公司增加价值^[4]。因此,控制股东调控金字塔结构的内部资金,尤其有助新兴市场上公司获得更高效的融资。

(二) 控制权强化机制的消极效益

控制权强化机制加剧了控制股东与中小股东间的利益冲突,致代理成本飙升。美国哈佛大学法学院拜伯切克教授(Lucian Arye Bebchuk)指出了三类利益偏差情境:投资项目的具体选定,利用公司资财进行扩张投资,及控制权转移交易。第一类典

^① 2014年3月21日,中国证监会根据国务院的授权,发布《优先股试点管理办法》,首先对类别股中的卓越分支——优先股予以确认,中国类别股制度的构建由此伊始。

型出现于公司面临多项投资项目, 内部控制人操控公司选择次优项目的情形。此时, 终极控制人以较低的现金流权比例, 能够更多外部化其不当行为的成本, 其因做出该不利选择而遭受的经济份额损失, 仍低于他从次优项目中汲取的私益^[5]。第二类基于股东拥有更多控制权并承担相对少的经济风险时, 将扭曲最大化股东财富的动机^[6]。控制股东倾向将现金资源留存于公司, 而非与中小股东分享, 故生低效率扩张公司规模之过度投资行为^[7]。第三类情形涉及控制股东与中小股东于控制权转售时的不同动力。控制权交易主要存在两种不同的模式, 第一种基于“市场规则”, 控制股东就最高可能价格出售其控制权份额所获溢价, 无需与其他股东分享。第二种基于立法规定或在适用“市场规则”下的公司章程中嵌入协议安排, 采用“强制性邀约收购规则”(亦称“机会平等规则”), 所有股东有权以控制股东售卖股票的价格出售股份。此时, 在出售控制权的交易中, 控制股东是唯一丧失控制权私益的一方, 而并购方支付的控制权溢价, 按照股东所持现金流分配比例, 将由所有股东共享。因此, 控制股东可能拒绝对其他股东具有价值增加意义的控制权交易。

控制权强化机制还将减损上市公司外部市场的监督功效。由于外部市场监督机制的存在, 无能或急于实现股东利益最大化的上市公司管理层可能被撤换。第一种方式为代理权之争。通过表决权的行使, 股东实现对管理者的控制关系: 一旦有必要, 分散的所有权可以充分地集中起来, 对不称职的经营者给予恰当的指导, 直到把他们“炒掉”^[8]。第二种方式为敌意收购。市场将公司的不济表现与股价下跌相联动, 低位的股价为潜在收购方提供发起敌意收购的条件, 购买目标公司相当份额的股份以获取与现有管理层进行谈判的机会, 或者直接在股东大会上替换部分甚至全部董事席位。然而, 利用控制权强化机制, 现金流权占比少量的管理层即可持有足够多的投票权, 使上述两类公司治理约束机制归于无效, 从而稳固上市公司控制权的地位。

企业融资成本提高亦是控制权强化机制的一项副产品。机构投资者评估股票价格时, 如果该公

司现在存在或将来可能运用控制权强化机制, 控制股东现金流权及投票权分离所伴生的代理问题, 将影响投资者愿意支付的股票购买价格。2007 年对全世界 445 家投资机构的调查显示, 80% 的投资者认为实施控制权强化机制(CEMs) 的股票应进行折价。股价被折损的比例, 通常与内部人的现金流权及投票权间形成的楔形差距正相关^[9]。在双层股权结构中, 内部人持有的复数表决权股将代表投票权的多数, 由此能有效控制提交股东表决的所有事项, 这将阻止其他人获得公司控制权, 增加外部投资者更换在职管理者的难度。投资者关注到这类管理层构筑控制权防御堡垒伴生的公司治理缺陷, 将减少他们愿意支付的对价^[10]。

拜伯切克教授的研究进一步表明, 公众投资者受到金字塔结构的消极影响: 其一, 终极控制人利用金字塔结构的内部资源调配, 获得融资的成本较低, 这使得其经营决策倾向于过度投资, 而与中小股东的利益发生偏差^[11]。其二, 金字塔内部独特的所有权结构, 为控制股东的利益转移行为提供了渠道^[12]。在顶层终极控制人的授意下, 结构复杂、缺乏透明度的金字塔内的各公司间发生的交易, 常缺乏独立交易的基础, 为转移底层上市公司的资产或利润至其控制股东等“掏空”行为提供了机会^[13]。其三, 金字塔结构或生抑制市场竞争之弊害。一方面, 金字塔结构控制人运用本身强势的市场地位, 阻碍外部企业家的进入, 阻滞资本市场的发展, 将损害消费者及其他利益相关者的利益。另一方面, 大型金字塔结构的控制人更易获取政治支持资源, 这在高度受规制的商业部分尤为重要。他们与政府间的关系, 随着商业团体政治及经济影响力的累积, 从被庇护者演进至有能力影响立法者的强势游说团, 这将进一步强化其于行业内的垄断地位。

二、控制权强化机制的相异规范路径

各法域对待双层股权及金字塔结构这两种控制权强化机制, 规范路径各不相同。

(一) 规范双层股权, 限用金字塔结构

金字塔结构曾于 20 世纪 30 年代风靡美国经济, 在公共事业领域尤为普遍。至 30 年代中期, 罗

斯福政府引入了两项旨在瓦解控股公司系统的改革。其一为1935年颁布的公用事业控股公司法案,禁止电力及汽油公用事业公司使用金字塔结构^[14]。其二为针对公司间股息的税赋,增加控制股东利用金字塔结构的经济成本。新政引发利益被触及的终极控制人的强烈抵抗,历经漫长的法律论战,上述改革于1950年始收削减金字塔结构商业团体之数量及规模的成效。这些措施至今仍存持续影响力,公司金字塔结构在之后的美国经济中几近绝迹^[15]。

尽管金字塔结构受限,美国法上支持双层股权结构,以实现投票权与现金流权的分离。标准普通股与超级表决权股间的投票权比例以一比十为常见安排,有时该比例差距可更为悬殊。新近统计表明,6%的美国公众公司采纳双层股权结构,市值占市场资本总额的8%^[16]。当然,依然存在约束美国上市公司采纳双层股权结构的规则。公司在IPO之时或之前可发行表决权各异的各种股票。公司上市后,依旧可发行无表决权或限制表决权股,但将现有股票替换为不同表决权股票,或新发超级表决权股等稀释现有股东投票权之行为,则在禁止之列。上述内容溯源自美国证券交易委员会(SEC)于1988年发布的19c-4规则。尽管该规则存续不久即因美国商业圆桌会议之申请,而被哥伦比亚特区巡回法院基于其系SEC逾权制定产物的认定,而裁定条款无效。^①在SEC的推动下,该规则的核心内容仍被美国三大证券交易所(NYSE, AMEX, NASDAQ)的上市标准所吸收。

(二) 限用双层股权,包容金字塔结构

当下中国以及欧洲国家中的希腊、葡萄牙原则上推崇“一股一权”原则,在上市公司控制权强化机制的规范上,采取了与美国截然相反的路径:禁止超级表决权股的适用,但允许金字塔结构对上市公司进行控制。在此背景下,金字塔机构滥觞于上述国家的上市公司。

(三) 宽泛包容双层股权与金字塔结构

瑞典对各式控制权强化机制持包容态度,其资本市场上适用双层股权及金字塔结构的情形极为普遍,最富裕的一些家族兼采这两项机制,控制了大量公司集团。20世纪90年代早期,这两种控制

权强化机制支配下的所有权结构,以2%的终极现金流权,控制了瑞典斯德哥尔摩证券交易所50%的市值。至2006年,瑞典最大的20家公司中,有16家采用双层股权结构,13家适用金字塔结构。利用现金流权与表决权间的显著楔形差距,以小额资本杠杆撬动巨额资金的传统瑞典公司控制权强化机制,现今仍旧主导着斯德哥尔摩证交所^[17]。

意大利近来转向瑞典式包容的规范路径。2014年之前,意大利对双层股权的限制政策,使其上市公司对控制权强化机制的渴求,较为集中地寄托于利用金字塔结构。意大利证监会的调查显示,2012年,20.3%的意大利上市公司受金字塔结构控制,占股票市场总市值的62.2%。2014年6月,意大利颁布91号法令,取消对发行复数表决权的禁令,允许公司于上市前发行至多每股三票的股份^[18]。将来,同为控制权强化机制的双层股权结构的分流,将降低金字塔结构对意大利上市公司的深度控制。

(四) 对双层股权及金字塔结构的双重限制

直至20世纪80年代,与瑞典类似,以色列上市公司可以自由适用双层股权或金字塔结构。那时,上市公司控制股东运用金字塔结构的情况已经相当普遍,双层股权结构也备受推崇。到1989年底,特拉维夫证券交易所40%的上市公司拥有双层股权结构,常见为一股一票的与五股一票的类别股组合^[19]。

然而,1990年1月,一项监管改革要求以色列上市公司在IPO时只能发行一股一权的普通股。经历该轮调整,双层股权结构在以色列证券市场上盛况不再。1990年特拉维夫证券市场上采纳双层股权结构的109家公司,至2000年已有超过80家统一了股票类型,剩余的大多被合并、退市,或于近两年统一了股票种类。到2009年初,以色列市场上采纳双层股权结构的上市公司已锐减至7家^[20]。

对双层股权的限制,促使控制股东更依赖金字塔结构以达成控制权强化的效果。然大型、缠绕关联且高度杠杆化的金字塔结构之广泛适用,引发了

^① 参见: Bus. Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406 (D. C. 1990).

以色列经济的系统性风险。为化解危机,以色列政府于2010年10月授权增加经济竞争力委员会研究化解公司金字塔结构风险的应对措施^[21]。域外法上存在两项规制金字塔结构的典型范例,其一为美国于20世纪30年代采纳的,对金字塔内公司间资本转移施加股息税。其二为英国于20世纪60年代适用的,要求强化终极控制人与被控制目标上市公司间的联系。这两项措施的共通之处,为政府以管控的手法对金字塔结构的进行制约。

美国哈佛大学法学院拜伯切克教授(Lucian Arye Bebchuk)接受以色列增加竞争力委员会(以下简称“委员会”)的委托,为降低以色列经济中金字塔结构的运用献策,另辟以市场为基础的规范方法。在2011年向该委员会提交的中期报告中,拜伯切克提出了两项旨在撼动既有经济格局的核心措施。其一,增加外部投资者的独立性。于特定的公司转让实践中,为保护公众股东的利益而创设一项强制要约收购制度。外部投资者享有的该项退出权以市场为导向机制,适用于外部股东感兴趣,却被控制股东所否决的一项针对公司股票溢价收购的情形。该机制具体基于以下条件被触发:(1)存在以不低于市价10%的溢价条件获取目标公司控制权的敌意收购要约。(2)此项要约获绝大多数中小股东的支持。(3)控制股东拒绝售卖股票,致该并购交易无法进行。此时,控制股东将负有以敌意收购方要约中确定的价格及条件,购买原意在出售的中小股东股份之义务。其二,对超过现金流等比配置的投票权设置限定。该限制要求持有股份对应的投票权超过25%时,只有存在等比现金流权的情况下,才能计入超过25%的投票权。针对控制股东应用极小份额现金流权杠杆操控上市公司的情形,拜伯切克提出强化版的措施二,即将25%的比例进一步降至5%。

上述建议引发了改革倡导者与既有利益集团间的激烈论战。在随后的意见征询期,以色列商业团体及众多学者批驳了中期报告中激进的改革措施,指出其适用将导致昂贵的实施成本。在整合公众意见的基础上,拜伯切克又于2012年向委员会提交了一份终期报告,建议改采一种更为直观的改革措施:禁止新设超过两层的金字塔结构,要求现

存长链条金字塔结构公司于四年内减至三层以下^[22]。

在委员会的建议下,以色列议会吸纳了上述规则中的核心内容,通过限制及简化金字塔层级的方式,以期降低金字塔结构对以色列经济的负面影响。2013年12月,以色列议会最终颁布了一项法案,对金字塔结构的规制将分阶段进行:新设的金字塔结构需限定在两层之内,对既有的金字塔结构,要求四年内减至三层,六年内最终减至两层。自此,在上市公司控制权强化机制的规范路径上,以色列独树对双层股权及金字塔结构进行双重限制的样例。

三、控制权强化机制的规范设计

对中国上市公司控制权强化机制的规范构思,存在向世界各法域既有规范路径汲取灵感的必要。此种借鉴涉及两个层次的反思:首先,应当移植既有经验中的特定路径,还是因地制宜设计中国特色的规范路径?其次,若选择直接借鉴,那么如何筛选最优化或最契合中国的规制模式?如选择独辟蹊径,又应如何设计具体规范?

(一) 金字塔结构的准用与限定

与其他新兴市场相同,金字塔股权结构在我国上市公司中广泛存在^[23]。尽管金字塔结构可能成为终极控制人攫取控制权私益的工具,近年来中国上市公司中爆发的德隆系、格林柯尔系、五粮液现象等大股东掏空上市公司的案例即为例证,我国当下尚不宜禁止金字塔结构的适用:

从禁止的需求分析,中国上市公司采纳的金字塔结构普遍不算复杂,层级多在二至三层^[24],尚无祭出激烈变革措施的必要。当下上市公司仍未获准可采双层股权结构,金字塔结构的运用则成上市公司实现控制权强化的主要机制。并且金字塔机构亦可用于为终极控制人支持上市公司提供渠道,有助新兴市场的创造财富。旨在阻挠新设或拆除现有金字塔结构的政策,必将引致相应成本及效率折损。

从实施的条件分析。美国上世纪初的经济大萧条,促使国会推动旨在瓦解金字塔结构的法案,

公司间股息税新政、公用事业控股公司法案由此而生。以色列最近采取的旨在阻碍新设或瓦解既有公司金字塔结构的措施,缘起一场针对以色列财富集中于少数人的广泛抗议。因此,推行遏止金字塔结构的改革,往往需要激烈的社会事件作引。即便置身恰当历史背景而获众支持,既有控制股东的强烈抵抗,亦将使针对金字塔结构的严格规范困难重重。实时美国限制金字塔结构的政策一经颁布,激起千层浪,历经长久论战,15年后该政策始获收效。20世纪末期,巴西政府尝试推出诸项限制控制权强化机制、提升对投资者保护力度的措施,均被控制最大上市公司的家族通过巴西公众公司协会等游说政府团体所阻碍。在商业团体游说团的压力下,以色列对金字塔结构的分阶段限制措施亦表明了立法者的妥协态度,新规则六年后始完全生效。在此期间,以色列商业团体仍有机会通过影响司法裁判或游说立法者的方式进一步动摇改革进度。

在中国资本市场中推行金字塔结构的禁用措施成本显见,意味着不再享有金字塔结构对新兴市场的正面推动,却将面临来自控制股东的强烈阻力。参酌各法域对金字塔结构的规范态度,弊害不至深重,不宜轻易禁用。实质上,中国上市公司中金字塔结构的均态不属复杂,亦不存在消弭金字塔结构的激烈倡议,因此,当下宜尊重市场主体自治利用金字塔结构的安排。当然,鉴于金字塔结构在我国呈现的日益复杂的趋势,建议附随两点限定措施:

其一,规范信息披露制度,提高上市公司控制关系图披露的质量。要求上市公司在年报中对公司控制链结构进行清晰准确的描绘,披露每一层级终极股东所持股权比例,保证实际控制人相关信息的真实、准确、完整,便于中小股东了解上市公司的股权结构,增加上市公司透明度。

其二,监控金字塔结构的复杂化趋势,适时引入缓冲的限定措施。根据2004至2011年中国上市公司持股结构特征方面的数据,我国终极控制人操控上市公司金字塔持股组织的长度、宽度、复杂度基本上都在逐年加大,由于金字塔持股复杂度的进一步提升,上市公司终极控制权和所有权的分离程度也有逐年加大趋势^[25]。倾向于使用多层次控制

链的终极控制人,会存在更高层次的利益挖掘。因此,动态追溯金字塔结构的关系链,当中国资本市场中的金字塔结构呈现普遍、异常加速的层级复杂化时,可借鉴引入以色列开创的类别、分阶段规制金字塔结构措施,对新设或既有的金字塔结构分设不同限期降为低层级金字塔结构。同时,鼓励终极控制人通过直接控股掌控上市公司,或采用折算代理成本更为直观的双层股权控制权强化替代机制。

(二) 双层股权的准用与限定

适用双层股权结构已成世界资本市场的通例,多见于高科技公司、家族企业和传媒公司。但中国现行法律仍不支持上市公司发行投票权相异的普通股。尽管有学者认为我国当前的市场成熟度、公司治理与投资者保护制度、监管能力,尚不具有允许上市公司发行不同投票权股的条件,故应继续维持现状^[26]。主张突破现有单维普通股的股权架构,准许包括双层股权在内的类别股种类衍生的观点更欣欣向荣:其一,公司自治为双层股权结构提供了部分合理注解。在立法上强制推行“一股一票”的单一股权配置模式有悖于公司自治的基本理念,股东权利的多元配置应当是公司自治的当然要义^[27]。其二,资本市场的国际化及竞争力要求中国尊重融资多元化的需求。我国证券市场将来开启国际版,必须努力探寻与国际并轨的制度框架,始能与域外的资本市场相竞争。其三,双层股权结构与中国的关联性日渐增长。从市场需求的反馈看,众多中国背景的高科技公司远赴支持双层股权结构安排的美国证券市场上市。从政策推行层面看,政府拟通过推行特殊管理制度而对重要传媒企业施加控制力、影响力。^①可将试点的传媒公司股票分为A类和B类股两类,二者拥有同等的经营收益权,但国家股东的B类股票具有特别投票权^[28]。

将来准许上市公司设置双层股权结构,如何将其伴生的代理问题负面效应降至最低?首先,就适用范围,可先行限于创新型公司及国有传媒企业,

^① 十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出:对按规定转制后的重要国有传媒企业探索实行特殊管理制度。

持有人则仅限于创始人、现有管理团队或政府^[29]。待中国资本市场、投资者与双层股权结构间的磨合经验逐步累积,再行拓展至其他领域。其次,就适用时点,可借鉴美国证监会于1988年颁布的19c-4规则,将复数表决权股限于IPO之前发行。这种控制权强化措施极易被投资者识别,在购买股票时,投资者即可将该次优所有权结构导致的折价考虑在内,股价折损的成本由发行人或控制股东承担,进而避免控制股东之现金流权与投票权在IPO之后进一步发生预期之外的分离。当然,在特定情形下,作为灵活变通的例外,控制权强化措施可于IPO之后施行。譬如,借鉴起源于法国、最近被引进意大利的“忠诚股份”制度的通常做法,向持续持有特定公司股票两年以上并要求进行特别登记的股东,授予不超过两股每票的复数表决权。最后,就适用前提,上市公司须公开说明采纳该结构的必要性,及对公众投资者利益安全性的保障。有关“安全性”的说明和披露应当涉及及管理团队的可信度和预防侵害的保障机制,要求企业就防范和救济管理团队的机会主义行为所提供的制度安排做出说明^[30]。

(三) 新辟高标准资本市场

1. 限制控制权强化机制的实践需求

意大利在20世纪90年代通过股票市场将一些超大型国企私有化,这些上市公司保持分散股权不久,多被现有或特设的金字塔机构商业团体并购。如当时世界第六大电信公司Telecom Italia,于1997年私有化后不满两年,Roberto Colaninno牵头的投资者联合即通过要约收购方式入主该公司,由上至下形成Roberto Colaninno, Olivetti, Tecnost, Telecom Italia, Telecom Italia Mobile的金字塔结构。之后,终极控制人Colaninno试图重构金字塔结构,将Telecom Italia中最有价值的资产Telecom Italia Mobile(意大利移动通信)转移给Tecnost公司。这一举措失败后,终极控制人在2001年以高于市价80%的溢价,将Olivetti公司23%的股本转让给受Marco Tronchetti Provera为首控制的金字塔结构。因未触及30%的界限,收购方无需强制要约购买中小股东的股票,原控制方则独享控制权转让的收益。而中小股东的利益却饱受侵害,在达成转让协

议后的第一天,Olivetti的股价就暴跌15.3%。至2005年,Provera牵头控制的金字塔结构,以实0.7%的现金流撬动18%的投票权,实现对Telecom Italia的控制。如此低效率的公司所有权结构,为公司私有化时购买其股权的外部投资者所始料不及^[31]。

上述实例,系公司IPO之后,潜在收购者利用金字塔结构获得足够但尚未触及强制要约收购比例的投票权,从而掌控目标公司的典型。在金字塔结构可能发生于IPO之后的市场上,如果投资者认为特定公司的分散股权结构存在变动的可能,即其他投资者有能力在不触发强制要约收购规则的情况下掌控公司控制权,那么,对该种所有权结构及其伴生的代理问题之评价,将导致投资者在购买股票时对股价予以折扣。在控制权强化机制适用滥觞的市场上,因投资者折价防范措施的存在,发行人难为股票谋得最优售价。

然而,发行人总有将其股票售价最大化的倾向。在中国国企改革的进程中,作为国有资产保值增值的实现路径之一,国企上市对股价最大化有着明确的期待。从长远发展看,常与投资者保护程度低相联系的金字塔结构的普遍存在,不利于国际化资本市场的构建。因此,为实现股票价值的最大化,应创造一个限制控制权强化机制的市场环境。

2. 严格标准新市场的规则设计

监管多元化准予既有商业精英在现行框架内继续运作,同时允许其他经济参与者在革新的框架内运行发展。藉此,在限制金字塔结构等适用的同时,可避免对上市公司控制权强化机制普遍禁止招致的成本。

这项监管思路已被巴西成功所用。20世纪末期,巴西政府在São Paulo股票交易所引入了三个优化标准不同的新市场,分别为Novo Mercado, Level I及Level II。其中Novo Mercado的上市标准最高,在该市场上上市的公司禁用金字塔结构,且只能拥有普通股,无表决权优先股亦在禁止之列。对未来新上市的公司,可自愿选择于三个新市场或老市场上市。由于这项改革并未直接触及现有控制股东的利益,他们缺乏正当理由及动力反对新市场的构建。经验数据见证了Novo Mercado市场的成功,从

2004 年到 2009 年,105 家公司选择该市场上市,占到同时期上市公司总数的 72%^[32]。

中国可借鉴巴西的经验,开辟禁止适用金字塔结构等控制权强化机制的严格上市标准新市场,用于国企首次公开发行股票,或助力愿意迁移至新市场的国有控股公司获得最优股价,同样可接纳愿受更高公司治理标准约束的民营上市公司。

这些企业在传统股票市场面临着较高的融资成本,借用新市场更高的投资者保护标准,可提振投资者信心而更易于获得融资。此外,新市场的创设,亦可为风险资本及私募股权投资活动提供一条经济高效的退出路径。

新市场将控制权强化机制隔绝于外的规则设计,可通过设定“不受等比现金流权支持的表决权上限”规则以实现。借鉴拜伯切克教授给以色列政府中期报告中的建议:特定份额股票上附着的投票权至多只能记为 5%,除非超过该比例的投票权受到相应现金流权的支持。由于 5% 的低比例投票权无法掌控公司的控制权,该规则用于避免金字塔机构等控制权强化机制的创设非常有效。美国德克萨斯州大学法学院的胡·亨利教授(Henry T. C. Hu)提供了具体的操作建议:达到 5% 或更高比例投票权的当天,应提供一项描述股份持有者所有权结构的声明,及是否使用产生现金流权与投票权相分离的任何措施。然后由独立董事构成的内部审计委员会统计终极所有者的现金流权,及其于股东大会可行使的投票权,并向市场公布该结果。如果该股东或公司其他投资者对审计结果持有异议,他们有权申请为 Novo Mercado 市场特设的一个仲裁委员会对该结果进行审查^[33]。相较于司法机关,证券监管部门在认定和惩处证券市场中的违法行为方面具有明显的信息和专业优势。因此,在增辟新市场同时,中国亦可考虑由证券监管部门牵头,配套类似仲裁纠纷解决机制,高效处理投资者与公司、管理团队之间的纠纷。

四、结语

上市公司控制权强化机制旨在形成或巩固控股股东掌控公司治理的地位,其运用通常伴生侵害

外部投资者之利益,折损股权融资的估值等负面影响,对其规范殊为关键。对各法域控制权强化机制的规范梳理,及适用成本与收益的分析,无法推出通用恒优的规范路径,但可为中国量身设计控制权强化机制之规范路径,提供经验借鉴与分析工具。

作为典型的控制权强化机制,双层股权及金字塔结构在世界各法域受到控制股东的普遍青睐。现阶段宜继续准用金字塔结构,助力中国新兴资本市场的财富创造。但是,应强调信息披露制度,实时观测中国上市公司金字塔结构之形态演进。当其显现出层级异样繁复、控制链异化增长的趋势时,应适时引入分类别分阶段的缓冲限定措施。至于双层股权结构,因中国股份有限公司长期恪守“一股一权”原则,过去未能在上市公司资本结构中崭露头角。这一现状将随着中国正在推进的类别股制度建构而彻底改变。将来,对双层股权的准用,宜附随“超级表决权股应于 IPO 前发行”之限定,同时赋予上市公司承担“公开说明采纳该结构的必要性,及对公众投资者利益安全性保障”之义务,并先行试点于创新型公司及国有传媒企业,待经验累积再拓展至其他领域。

在维持既有股票市场之外,国企上市寄寓最优股价以实现国有资产保值增值之目标,规模有限且欠缺既往表现记录的民企寄托更高约束标准以获取投资者的信任,地位相对弱势的中小投资者希冀纯净市场以保障自身权益的诉求,均要求对我国证券市场进行差异化安排的制度创新,即增设隔绝控制权强化机制等严格公司治理标准的新市场,提高对中小股东的权益保护并提振股价。这种严格化的趋势应当对宽泛包容双层股权与金字塔结构的传统证券市场带来影响。由于金字塔结构较双层股权结构更不透明、产生的代理成本更不易确定,将来,对上市公司控制权强化机制的规范设计,应当鼓励逐步淡化金字塔结构的适用,这符合世界发达资本市场的规范经验。

市场发展、路径依赖、历史事件及政治选择的殊异,催生了契合不同时代、不同地域的控制权强化机制之相异规范路径。中国上市公司控制权强化机制的允洽路径设计,应当在通盘考虑本土资本

市场的特定因素基础上, 满足企业家需求的同时强调公众投资者的利益保护, 在控制权强化机制的准用与规范之间寻求一种平衡。■

参考文献:

[1] Federico Genzi Venezze. The Costs of Control – Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in The Privatisation of State – owned Firms in Europe [J]. *European Business Organization Law Review*, 2014, 15: 502.

[2] Suman Banerjee and Ronald Masulis. Ownership, Investment and Governance: The Costs and Benefits of Dual Class Shares [R/OL]. *Social Science Electronic Publishing*, 2013 38. [2015 – 03 – 20]. http://papers.ssrn.com/eproxy2.lib.hku.hk/sol3/papers.cfm?abstract_id=2182849>.

[3] Paul Rosenstein – Rodan. Problems of Industrialisation of Eastern and South – Eastern Europe [J]. *Economic Journal*, 1943, 53: 202.

[4] Stijn Claessens, Joseph P. H. Fan, Larry H. P. Lang. The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia [J]. *Emerging Markets Review*, 2006, 7: 23.

[5] Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman, George Triantis. Stock Pyramids, Crossownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights [G]//Randall K. Morck, ed. *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press 2000: 301 – 302.

[6] 汪青松. 股东关系维度代理问题及其治理机制研究 [J]. *政法论丛* 2012 (4): 110 – 111.

[7] Rafael La Porta, Florencio Lopez – de – Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Agency Problems and Dividend Policies Around the World [J]. *Journal of Finance*, 2000 55: 1.

[8] 梁上上. 股东表决权: 公司所有与公司控制的连接点 [J]. *中国法学* 2005 (3): 113.

[9] Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling and the European Corporate Governance Institute [EB/OL]. [2015 – 02 – 10]. http://www.ecgi.de/osov/documents/final_press_release_4jun2007.pdf.

[10] Vishaal Baulkaran. Management Entrenchment and the Valuation Discount of Dual Class Firms [J]. *Quarterly Journal of Economics and Finance*, 2013 54: 80.

[11] Martin Holmén, Peter Högfeldt. Pyramidal Discounts: Tunneling or Agency Costs [J]. *International Review of Finance* 2009 9: 172.

[12] Vladimir Atanasov, Bernard Black, Conrad S. Ciccotello. Law and Tunneling [J]. *Journal of Corporation Law* 2011 37: 13.

[13] Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez – de – Silanes, Andrei Shleifer. Tunneling [J]. *American Economic Review* 2000 90: 22.

[14] Steven Bank, Brian R. Cheffins. The Corporate Pyramid Fable [J]. *Business History Review*, 2010 84: 458.

[15] Randall Morck. How to Eliminate Pyramidal Business Groups – The Double Taxation of Inter – Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy [J]. *Tax Policy and the Economy* 2005 19: 135.

[16] Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick. Extreme Governance: An Analysis of Dual – Class Firms in the United States [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23: 1057.

[17] Magnus Henrekson, Ulf Jakobsson. The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012 20: 213 – 220.

[18] Federico Genzi Venezze. The costs of control – enhancing mechanisms: how regulatory dualism can create value in the privatisation of state – owned firms in Europe [J]. *European Business Organization Law Review*, 2014, 15 (4): 511.

[19] Shmuel Hauser, Beni Lauterbach. The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual – class Stock Unifications [J]. *Review of Financial Studies*, 2004 17: 1169.

[20] Beni Lauterbach, Yishay Yafeh. Long Term Changes in Voting Power and Control Structure Following the Unification of Dual Class Shares [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011 17: 215.

[21] Committee on Increasing Competitiveness in the Economy [R/OL]. (2012 – 02 – 18) <http://www.financeisrael.mof.gov.il/FinanceIsrael/Docs/En/publications/PressRelease.pdf>>.

[22] Lucian A. Bebchuk. Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies: A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy [R/OL]. http://www.financeisrael.mof.gov.il/financeisrael/Docs/En/publications/opinion_2.pdf>.

[23] 陈红, 杨凌霄. 金字塔股权结构与终极股东利益侵占行为——来自中国上市公司控制权转移的证据 [J]. *上海金融* 2012 (2): 23.

[24] 李维安, 韩忠雪. 民营企业金字塔结构与产品市场竞争 [J]. *中国工业经济* 2013 (1): 81.

[25] 刘玉龙, 任国良. “虚” “实” 终极控制、金字塔组

织演化与大股东掏空[J]. 中国经济问题 2014 (3): 40.

[26]张舫. 美国“一股一权”制度的兴衰及其启示[J]. 现代法学 2012 (2): 162.

[27]汪青松. 论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景[J]. 清华法学, 2014, (2): 107.

[28]潘爱玲, 郭超. 国有传媒企业改革中特殊管理股制度的探索: 国际经验与中国选择[J]. 东岳论丛, 2015, (3): 128.

[29]蒋学跃. 公司双重股权结构问题研究[J]. 证券法苑 2014 (4): 39.

[30]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[J]. 证券市场导报, 2014,

(3): 6.

[31] Michele Meoli, Stefano Paleari, Giovanni Urga. When Controlling Shareholders Live Like Kings. The Case of Telecom Italia[R/OL]. (2006-01-24) <http://ssrn.com.ezp-prod1.hul.harvard.edu/abstract=883655>>.

[32] Ronald J. Gilson, Henry Hansmann, Mariana Pargendler. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U. S. and the EU [J]. Stanford Law Review, 2011 63: 478-495.

[33] Henry T. C. Hu, Bernard Black. Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions [J]. University of Pennsylvania Law Review 2008, 156: 625.

Normative Approach of Control Enhancing Mechanisms in China Listed Companies

GUO Qing-qing

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

Abstract: Control enhancing mechanisms in listed companies aim at helping controlling shareholders to form or strengthen the status of charge in corporate governance. Dual class stock structures and pyramidal ownership structures are typical CEMs widely used by ultimate controllers, with both positive benefits and negative effects in use. Different normative approaches used by various countries to regulate CEMs can be divided into four groups, including regulating dual class stock structures while limiting pyramidal ownership structures and contrariwise, allowing or prohibiting both dual class stock structures and pyramidal ownership structures. While designing the normative approach of CEMs used by China's listed companies, it is suggested to continue the use of pyramidal ownership structures, with emphasis on information disclosure of controlling relationship and restriction measures at proper time. Applying dual class stock structures in the future should limit the issue of super-voting stocks before IPOs, conduct first in start-up companies or state media enterprises, require description of necessities of adopting this structure and security measures to protect the public investors. Besides maintaining the existing security market, it is suggested to establish a new high-standard capital market which excludes the use of CEMs as institution innovation. It can be realized by setting the threshold of voting not backed by cash-flow rights, and establishing quasi-arbitration institute led by securities regulatory departments.

Key Words: control enhancing mechanisms; pyramidal ownership structures; dual class stock structures; normative approach; controlling shareholder

本文责任编辑: 龙大轩