

双重股权结构的制度价值 阐释与本土化路径探讨

——以阿里巴巴集团的“合伙人制度”为切入点

商 鹏

(西南政法大学 经济法学院, 重庆 401120)

摘 要: 同股同权原则仅仅是公司法制度变迁史上的阶段性原则,而非一成不变的教义,双重股权结构之制度风险并非不可克服。从制度价值层面审视,双重股权结构契合了股东利益诉求异质化的制度演进趋势,有助于提升公司治理效能、增强资本市场的制度竞争力。新一轮资本市场制度改革,应当将双重股权结构纳入改革子菜单之内,并对其作本土化改进。双重股权结构本土化制度设计,应主要从限定适用范围、限定特别股股权权能、明确上市公司释明义务等几个方面着力,以充分激发其制度价值、减少其制度成本、防控其制度风险。

关键词: 双重股权结构; 同股同权; 阿里巴巴; 合伙人制度

中图分类号: DF591 文献标识码: A 文章编号: 1002-3933(2016)05-0166-09

On the System Value Interpretation and Localization Approach of Dual Ownership Structure

SHANG Peng

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

Abstract: Double equity structure system development trend of request more and more differences in shareholders' interests, is helpful to improve corporate governance

收稿日期: 2015-12-23 该文已由“中国知网”(www.cnki.net)2016年4月11日数字出版,全球发行
作者简介: 商 鹏(1976-)男,山东巨野人,重庆市公安局经济侦查总队副队长,西南政法大学经济法学博士研究生,研究方向: 金融法、公司法。

efficiency and enhance the competitive advantage of the capital market system. The latest capital market reform of the system, should be introduced within a double ownership structure into the reform of the menu. Double system of ownership structure of the introduction of design, should from the limited scope and limit of power, particularly equity clear explanation obligation of listed companies with several aspects, such as weight, can fully inspire its system value, reduce the system cost and prevent its institutional risk.

Key words: double ownership structure; with the stock right; Alibaba; partner system

一、问题之提出——以阿里巴巴集团“合伙人制度”为切入点

2014年9月,阿里巴巴集团(下称阿里巴巴)在美国纽交所上市成功,上市当天阿里巴巴股价暴涨,市值达到2314亿美元,超越Facebook而一跃成为仅次于google的全球第二大互联网公司,阿里巴巴董事局执行主席马云则成功问鼎中国新首富。这一系列新闻热点的背后有一个相对专业性的问题同样备受瞩目,那就是阿里巴巴所采用的“合伙人制度”,该制度是导致阿里巴巴弃港赴美上市的关键性因素。包括马云在内的二十余名合伙人共持有10%左右的阿里巴巴股份,而根据该“合伙人制度”,上述合伙人股东却可以联合控制公司董事会九个席位中的五个席位,从而近乎将公司的经营决策权牢牢地掌控在了合伙人团体手中^①。尽管马云与蔡崇信都在多个场合极力否认“合伙人制度”的双重股权结构属性,但是从本质上而言,该制度不仅是具有双重股权结构属性,更是双重股权结构的“升级改造”^[1]。阿里巴巴赴美上市成功,“至此我国排名前列的互联网公司,如腾讯、阿里巴巴、京东、百度、搜狐等等近乎全部登陆海外资本市场。”^[2]对此,香港著名律师罗干淇先生满怀忧虑地指出“国内标杆性民营企业连续出走海外,不仅会造成国家资产利益流失,还会因国外资本市场严格的信息披露制度而导致我国核心经济情报信息的外流”^[3]。尽管引发国内标杆性民营企业海外上市的因素有很多,但不可否认的是,国外资本市场所允许的双重股权结构股权配置模式无疑对这些企业具有十足的吸引力。2013年11月《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出推进股票发行注册制改革,2015年4月《证券法》修改草案进入了第五次修订程序,新一轮资本市场制度改革的大幕已经徐徐拉开。然而,是否将允许上市公司采取双重股权结构作为新一轮资本市场制度改革的任务子菜单在理论界与法律实务界还存在诸多争议,支持与反对者之间论战许久、相持不下^[4]。反对者多认为,双重股权结构有违公司法上的同股同权或者股东平等原则,具有侵损中小股东尤其是公众股东利益的现实风险,我国尚不具备引入该制度的法制环境。但双重股权结构实际上是“一把双刃剑”,其制度价值与法律风险并存,并且其风险并非不可克服,制度改革因此不能因噎废食。新一轮资本市场制度改革是否能够引入双重股权结构,直接关系到我国能否在资本市场的制度竞争中摆脱不利地位,其意义重大。

① 根据阿里巴巴向美国证券交易委员会(SEC)提交的招股说明书可知“合伙人”享有提名公司半数以上董事的专属权利。若“合伙人”对某一董事的提名未获股东大会通过,则“合伙人”有权任命一名临时董事暂行董事权利(无须经股东大会表决通过),待下一年股东大会召开时,“合伙人”再提名一名新的董事候选人。

二、双重股权结构否定论之证伪

(一) 同股同权原则仅仅是公司法制度变迁史上的阶段性原则

同股同权原则亦被称作一股一权原则,其基本内涵为股东所拥有投票权应当与其所持有公司股份在比例上保持一致。在当前我国公司法理论界,同股同权原则一致被视作是股东民主、股东平等原则的具体化体现,具有不可撼动的地位。然而,如果我们仔细梳理公司法的制度变迁史,我们即会发现同股同权原则仅仅是公司法发展史上的一个阶段性原则,而且其所存在的历史时期相对短促。同股同权原则在最初的股份公司中并不是一个一般性原则,如英国东印度公司并未有股东表决权平等之规定^[5]。在美国公司法的特许制时代,特许状亦未要求公司须遵守同股同权原则^①^[6]。直到公司设立的准则主义时代,同股同权原则才成为公司法上的一般性原则。彼时的立法者之所以会决定将该原则规定下来,主要是基于维护股东民主、股东平等的立法考虑。然而,同股同权原则作为一般性原则的历史周期并不长久,在20世纪80年代,随着公司并购风波的兴起,遵从同股同权原则的公司在面对敌意收购时显得不堪一击。上市公司管理层对公司控制权的呼声日渐高涨,美国证券监管部门逐渐放弃对该原则的坚持,该原则亦不再是美国公司法上的一般性原则,同股同权原则在其他发达国家公司法上的经历与此大体一致。

顶着股东民主、股东平等“道德高帽”的同股同权原则之所以会从发达国家公司法中的一般性原则中退却出来,其主要原因在于,股东民主、股东平等均能等同于政治民主、政治平等。对于公司或者股东而言,追求利润最大化才是其根本目的,当该根本目的与形式上的民主、平等发生冲突时,股东更具有追求前者的足够动机。如Usha Rodrigues教授指出:“投票权对于政治实体而言具有基础性、根本性的作用,而对于公司则不然”^[7]。因此,当股权差别化有助于公司实现其利润目标时,股东会毅然放弃对同股同权原则的坚持。可以说,“同股不同权违背了股东本位”的认识^[8],其实是其没有真正理解何为“股东本位”。“股东本位”并不是形式上的民主与平等,而是实实在在的可获得性利益。

(二) 双重股权结构的制度风险并非不可控

双重股权结构的反对论者除了祭出股东民主、股东平等的泛道德旗帜之外,还在制度风险层面对双重股权结构展开批判。提出双重股权结构会造成表决权与现金流的不匹配而产生巨额的代理成本;会导致敌意收购难度的增加,让管理层因失去来自并购市场的外部压力而变得懈怠^[9];我国尚未建立起完善的投资者保护制度等等^[10]。双重股权结构确实存在上述制度风险,但有无风险与风险能不能够克服完全是两个问题。我们不能因为机动车上路会引发交通风险而禁止其上路,我们不能因为公司经营活动有风险而取消公司这种法人组织,我们又怎能因为双重股权结构有潜在的制度风险而对其持断然拒绝之态度呢?

首先,从域外发达国家实践经验来看,采取双重股权结构股权配置模式的上市公司多集中于新闻传媒、互联网等行业,以及历史悠久的家族公司。这些公司普遍有着良好的市场声誉,且其市场声誉与公司价值之间有着明显的相关性。因此,上述公司管理层显然并不具备

① 如在美国的马里兰州,1819年之前,一股一票并不是一个普遍的原则;新罕布什尔州有的特许状中规定,每50股一个投票权,但一个股东无论拥有多少股份,其所享有的投票权都不得超过10票。张舫:《一股一票原则与不同投票权股的发行》,载《重庆大学学报》2013年第1期。

滥用双重股权结构谋取不当利益的足够经济动机。其次,针对表决权与现金流分离所引发的代理成本担忧,亦有杞人忧天之嫌。因为,我们引入双重股权结构并不意味着所有的上市公司均可采用该种股权配置模式,证券监管部门还会对上市公司双重股权结构申请的必要性、可行性与安全性进行评估,同时伴随着事中与事后监管机制的进一步完善,代理成本担忧将会被逐步消解。第三,尽管我国目前尚未建立完善的投资者保护制度,但投资者保护与资本市场制度革新本身是两个协同发展、在试错过程中不断互为补充的制度链。以投资者保护制度不够完善为由拒绝引入双重股权结构其实是一种“刻舟求剑”的静态思维观。

三、双重股权结构的制度价值阐释

(一) 双重股权结构契合了股东利益诉求异质化的制度演进趋势

传统公司法理论上的同股同权原则存在一个重要的理论假设——股东利益诉求的同质化。该种理论假设的正当性又建立在下述两个观念认知基础之上:“其一,股东是公司的所有者,剩余控制权应当归属于股东;其二,公司内部投票权应当与股东之经济动机(出资额)相匹配。”^[11]在公司法律制度实施的早期阶段,公司内部所有权与控制权高度集合化,且公司规模小、股东人数少,股东对管理性利益与金融性利益都有着极高的利益诉求与期待,上述理论假设确实有一定实证基础。然而,随着现代公司治理结构的转型,公司所有权与控制权的二元分离,不同股东之间对公司之管理性利益与金融性利益的利益诉求逐渐分离,大股东或者创始股东更看重控制权的享有或者管理性利益的获得;小股东尤其是资本市场上的分散股东囿于集体行动困境往往偏重金融性利益的获得(股票分红),而无心参与公司治理决策,对公司之控制权形式意义大于实质意义。在这种现实基础之上,一股一权或者同股同权原则已经失去了其所赖以存续的客观基础。

根据制度经济学原理,资源的产权越是被充分界定,则产权的资源价值越能得到最大限度地发挥。“产权的界定是一个演进的过程。随着新的信息的获得,资产的各种潜在有用性被技能各异的人们发现,并且通过交换他们关于这些有用性的权利而实现其有用性的最大价值。每一次交换都进一步改变着产权的界定。”^[12]双重股权结构中,股权这种复合性权利或权力资源得到了进一步的优化配置,它建立了大股东、创始股东与小股东、公众股东之间利益进一步交换的引导机制,借助此机制公司内部的管理性利益与金融性利益可以分别有所偏重地流向对其期待更高的股东手中。如此一来,作为价值性资源的股权之产权即被进一步彻底地界定,股权的价值效能得到了进一步发挥。

(二) 双重股权结构有利于提升公司治理效能

从价值层面而言,公司治理问题集中于两个价值命题:效率与公平。在现代公司尤其是上市公司中,股东对管理性利益与金融性利益有着迥异的利益期待,双重股权结构迎合了股东利益诉求异质化的现实演进趋势,是对作为产权的股权进一步的优化配置,自然并不违反公司治理的公平价值。然而,双重股权结构对公司治理结构改进的制度价值并非仅仅局限于此。因为,双重股权结构对提升公司治理效率或者效能亦具有十分明显的作用。

在同股同权的股权配置模式之下,公司治理的决策权处在一种平均分配状态。然而,在市场竞争越来越充分化、专业化的今天,公司治理问题、公司决策事宜已经越来越专业化、智

识化^① ,对决策者的个人禀赋、能力、学识甚至价值观都有着愈来愈高的要求。因此 ,公司治理决策权已经逐渐成为一种专业性权力 ,正因如此现代公司治理才逐渐由“股东大会中心主义”向“董事会中心主义”转变。理想状态下的双重股权配置模式 ,可以让有决策能力、有管理意愿、关心公司长远发展的股东享有高倍的决策权 ,即“让听得见炮声的人做决策” ,实行“专家治理” ,对于提升公司治理效能的价值意义显然十分明显。在作为资本市场霸主的美国 ,“法律为商业组织提供了一套现成的治理体系 ,使得商业组织从几乎完全建立在‘共治’模式上的合伙形式转变为纯粹以‘集权’模式为框架的公司形式”^[13]。所谓“集权”即使让决策权集中于使用效率更高的人手中 ,双重股权结构亦复如是。

(三) 双重股权结构有助于增强我国资本市场的制度竞争力

美国著名经济学家弗里德曼教授曾言“现代法律是一种本土不能提供的资本货物和技术 ,它必定源自于发达国家。”^[14] 尽管这句话有失偏颇 ,但是如果我们把这句话局限于经济领域的制度演进视角 ,它无疑是正确的。美国公司法是当今世界公司法之翘楚 ,对其他国家而言有着重要的借鉴意义。而美国公司法的发展史就是一部制度竞争史 ,各州公司法之间所谓的“朝底竞争” ,其实就是一场自由主义竞赛 ,放松管制、尊重自治。同股同权来源于立法者的规制假设 ,其实证基础已不复存在 ,在股东利益诉求越来越异质化的今天 ,双重股权结构可以说是来自公司、来自实践的制度呼唤。在资本市场全球化的今天 ,谁能积极响应这种呼唤之声 ,谁就能赢得市场 ,在制度竞争中获得优势筹码。如阿里巴巴等互联网巨头公司 ,其创始团队对公司控制权有着极高的利益诉求 ,我国目前的 A 股市场以及香港资本市场都因严守同股同权原则而无法回应这类互联网公司的制度诉求 ,因此他们会纷纷选择海外上市 ,而让国内、香港资本市场痛失优质企业 ,中国数亿股民亦无法分享上述企业的发展红利。新一轮的资本市场制度改革 ,能否采纳双重股权结构制度可以说在一定程度上影响着我国资本市场是否能够在未来的全球竞争中占据制度高地。

四、双重股权结构的本土化路径探讨

法律移植 ,“一方面应当承认我国的法制现代化建设是一个本土化运动的过程;另一方面 ,这个本土化运动应以国际化为基本方针和基本目标。”^[15] 双重股权结构之制度引进亦应如此。当前学界与实务界对是否引入双重股权结构的问题 ,在观念上存在严重的两极分化。支持者极力推崇双重股权结构的制度价值 ,对如何引进、如何避免制度风险的现实问题却又多语焉不详。反对者则多以双重股权结构违背股东本位、我国资本市场法制环境不健全等等原因将双重股权结构的本土化进路直接堵住。综合分析 ,上述两种观念认知皆不可取。双重股权结构制度价值明显 ,适用不当亦确实容易诱发法律风险。因此 ,如何进行本土化改进以使其契合中国资本市场的法制环境是问题的关键之处。

(一) 限定双重股权结构的适用范围

从双重股权结构的制度实践来看 ,美国等发达国家均未对其适用范围作出限定 ,我国既有成果亦未有主张限定者。然而 ,从美国等双重股权结构实践经验较为丰富的国家来看 ,采

^① 如美国学者玛丽·奥沙利文教授认为 ,现代公司治理是一个具有开放性、组织性、战略性的创新型资源配置过程。(美)玛丽·奥沙利文《公司治理百年——美国和德国公司治理演变》,黄一义、谭晓青、冀书鹏译,北京:人民邮电大学出版社 2007 年版,第 3-5 页。

用双重股权结构的上市公司并非是普遍性的,而是主要集中于某些特殊行业领域。尽管其他行业领域中亦有上市公司采取双重股权结构,但多为特例,并不具备普遍性意义。根据 Fama and French 二位学者统计,美国采取双重股权结构的公司主要集中于互联网、传媒、通讯、娱乐、钢铁等几个主要领域^[16]。从我国赴海外上市且采取双重股权结构的公司分布来看,亦主要是集中于互联网、传媒等几个重点行业领域。由此我们可以窥知,双重股权结构在适用对象是应当是有所侧重的。加之,我国若初步引入该制度,为减少不可预见的改革风险,也应当对其适用范围作适当限定。改革起步结构,双重股权结构股权配置模式应当限定于以下几个重点领域。不过,这并非意味着张以行业目录为标准选取重点领域,而是应当以具体公司治理特性为标准进行界定与划分。

1. 对人力资本依赖程度较高的公司。传统公司法上的同股同权规则所隐含的是一种物质资本民主假设,只有物质资本的提供者才是企业的所有者,且企业的所有权或控制权应当在物质资本提供者之间进行平均地分配。然而,在现代公司中,人力资本的重要性逐渐凸显出来。尤其是在对人力资本依赖程度较高的公司中,“与组织学习融为一体的内部人控制,恰恰是现代产业创新得以发生和持续发展的必要条件”^[17]。在这类公司中,经营决策权的专业性特质非常高,所以通过采取双重股权结构的股权配置模式,就可以让拥有人力资本的股东享有更多的决策权。

2. 家族公司。家族企业或公司长久以来一直被法学研究者所冷落,其特殊性始终未能得到应有关注。然而,根据经济学界、管理学界的研究显示,“家族公司在代理成本、治理模式、股权结构等方面具有迥异于普通公司的特殊之处”^[18]。具体到本题域而言,家族公司治理中的“利他主义因素”、家族荣誉感以及家族企业家的企业家精神,都决定了家族企业家及其家族成员股东相对于外部股东而言,更为关心公司长远发展与文化价值传承。换言之,他们更有激励性动力使用好公司的控制权。如蒋学跃先生指出:“当一个公司打上了创始人或家族的烙印,创始人或家族对公司的战略发展有着重大的影响时,控制这样的公司就远远超越了金钱目的范畴。”^[19]因此,家族公司是比较适宜采取双重股权结构股权配置模式的公司类型。允许家族公司适用双重股权结构,一方面可以激励家族企业家的企业家精神;另一方面又可以在一定程度上缓解家族公司对上市融资所导致大权旁落危险的担忧。

3. 文化、传媒产业领域公司。从美国上市公司双重股权结构实践来看,文化、传媒产业领域公司往往具有采取双重股权结构股权配置模式的积极性,华盛顿邮报、Facebook、Google 等公司皆属此例。究其原委,在于文化、传媒领域公司普遍注重公司的文化、价值发展与传承,一份报纸、一部电影往往寄托着公司或多或少的价值情怀。在这类公司中,创始股东、管理层股东对公司的文化、价值普遍有着高度的认同感,亦有足够的精神动力捍卫公司的特有文化与价值,而小股东尤其是公众股东对此往往并不关心甚至无从知晓。因此,文化、传媒产业领域公司亦比较适宜采用双重股权结构股权配置模式,借助此模式公司的创始股东、管理层股东可在是否坚守公司文化、价值的决策事宜中享有更大的话语权。

4. 关系国计民生、国家经济安全领域国有企业。国有企业改革一直是我国市场经济改革的重要内容,消除国有企业治理弊病的呼声亦从未消弭过。新一轮的国有企业混合所有制改革正如火如荼地展开,可以预见随着国企二次改革的进一步深入,国有股在国有企业中的比重将会逐渐降低,民营资本在国有企业治理中的话语权将会越来越重。然而,国有企业

是国民经济的命脉,它不仅仅负载着为股东赢得利润的一般性任务,还肩负着惠及国计民生、维护国家经济安全的政治使命、社会使命。因此,笔者主张针对关系国计民生、国家经济安全的国有企业,应当允许其采取双重股权结构股权配置模式,以保障国家在这类国有企业重大经营决策事项上的控制权^[20]。

需要说明的是,尽管上述几个重点领域更适宜采取双重股权结构股权配置模式,但并非其他领域公司就不能采用此模式。在未来的资本市场制度改革中,可在双重股权结构问题上对上述领域放开,而对于其他领域公司则设置严格的申请、说明与审查程序。

(二) 限制双重股权结构中特别股的股权权能

在双重股权结构中,特别股享有数倍、数十倍甚至数百倍于普通股的投票权,在这种情况下如果不对特别股的股权权能进行限制,就与直接剥夺中小股东尤其是公众股东的公司治理参与权别无二致。因此,我国新一轮资本市场制度改革若引进双重股权结构股权配置模式,则必须对双重股权结构中特别股的股权权能作严格限制,具体而言,应主要从以下几个方面入手。

1. 倍数限制。美国的公司证券法律制度一般并未对特别股拥有多少倍于普通股的投票权作特别限制,因此有的上市公司中会出现特别股投票权是普通股投票权权重的150倍的极端情形^[21]。但在尝试阶段,应当对特别股投票权与普通股投票权的权重倍数差距作出限制,以避免出现管理层持有少量股份即可“挟特别股以令普通股”的公司决策权失衡现象。至于具体以多少倍数为红线的问题,立法者可根据我国上市公司的股权分布状况做进一步研究再行决定。

2. 决策事项限制。上市公司治理决策事宜包罗万千、极具复杂性。从发达国家经验来看,对特别股多重投票权的适用事项进行限制也是一个具有普遍性的选择。特别股具体在哪些决策事项上可以获得多重投票权,应当从双重股权结构的功能作用入手设置。双重股权结构的功能作用可以归纳为两点:其一,激发拥有决策能力的股东的决策积极性;其二,追求文化价值传承等非利润目标。这两点就决定了特别股多重投票权的决策事项。具体而言,多重投票权决策事项应当限定在以下几个方面:第一,具有较高专业性要求的决策事项;第二,事关公司文化价值理念传承的决策事项;第三,应对敌意收购决策事项。

3. 必要性限制。双重股权结构股权配置模式是以创始人股东、管理层股东切实具有维护其对公司控制权的现实必要性为前提。这一前提还隐含一个更深的前提,即上述股东对公司控制权有失落于他人之手的现实风险。因此,如果某公司的创始人股东、管理层股东持股比例已经非常高,在同股同权的情况下其就可以牢牢地掌控公司的控制权,则双重股权结构就失去其必要性基础。针对这类公司,如果尚未采取双重股权结构则不应通过其采取双重股权结构之申请;如果已经采取双重股权结构股权配置模式,则因为必要性基础的失却而应当强制将特别股跳转为普通股。

4. 流通性限制。基于对双重股权结构的制度价值分析可知,特别股其实具有很强的人身属性。如在阿里巴巴“合伙人制度”中,阿里巴巴对“合伙人”的选定设置了非常严格的要求,这些要求本身就具有极强的人身属性;又比如在家族公司中,允许家族企业主及其家族成员持有特别股,也是基于企业主及其家族成员的人身、血缘属性。如果特别股股东的人身属性失落,则双重股权结构股权配置模式即失去了适用的正当性。因此,在采取双重股权结

构股权配置模式的上市公司中,特别股股东不得对外转让股权,亦不得将股权转让给普通股股东。如若转让,则特别股自动跳转为普通股。如此才能确保双重股权结构的制度价值真正得以发挥出来。

(三) 明确上市公司释明义务

针对双重股权结构法律风险防控问题,学界主流观点认为应当建立强制性的信息披露制度,上市公司应当将双重股权结构的必要性与安全性信息向公众投资者披露^[22]。但需要进一步指出的是,强制性信息披露制度是证券监管的基本手段,仅仅将双重股权结构事宜纳入强制性信息披露项目的子菜单范围之内,并不足以彰显双重股权结构问题的重要性,亦不利于引起公众投资者的重视。对于处在“弱势有效”阶段的中国资本市场而言,更为如此。因此,应当在公司法或者证券法中明确采取双重股权结构股权配置模式上市公司的释明义务,以凸显其重要性。英国《公司治理联合准则》针对原则部分所采取的“遵守反之则解释”^[23]条款对上市公司释明义务内容之确定具有借鉴意义。将“遵守反之则解释”条款借鉴入双重股权结构监管,即是要求上市公司对为何没有遵从同股同权原则做出充分、真实、及时、确信的释明。具体而言,上市公司释明义务主要包含以下内容。

1. 采取双重股权结构股权配置模式的直接目的释明。即要求上市公司向证券监管部门及资本市场投资者说明为什么要采取双重股权结构股权配置模式。为了避免上市公司编织一些宏大、渺远、无关当下的借口,法律应当把“目的”限定为“直接目的”,如为了抵御恶意收购、为了充分利用创始人股东人力资本等等。

2. 采取双重股权结构股权配置模式与直接目的之间的关联性释明。目的与手段之间并非仅有一条道路,如果有其他多种方式可以实现上市公司所欲求之直接目的,且制度成本低于双重股权结构股权配置模式,则双重股权结构即失去其适用的必要性。因此,上市公司必须向监管部门及资本市场投资者释明双重股权结构股权配置模式与直接目的实现之间的关联性,并进一步释明是否有采取双重股权结构股权配置模式的现实必要性。

3. 双重股权结构具体配置模式释明。上市公司应当向监管部门及资本市场投资者释明拟采取的双重股权结构的具体股权配置结构,包括特别股与普通股之间的投票权比例;多重投票权适用的决策事项;特别股的持有股东及其持股比例等几个方面。

4. 风险自控能力释明。在双重股权结构股权配置模式之下,特别股股东在公司可以获得的金融利益一般在比例上会低于普通股股东。因此,从经济动机考虑,特别股股东却有足够的经济动机滥用其多重投票权,进而侵损公司及中小股东的利益。因此,在上市公司的释明义务中,还应当包括风险自控能力一项内容。即针对双重股权结构股权配置模式所可能引发的潜在与现实法律风险,上市公司应当释明:公司拥有哪些风险防控措施;这些风险防控措施可以在多大程度上消解双重股权结构股权配置模式所带来的法律风险;股东可以获得的内部救济渠道有哪些等几个方面。

结语

股权是一种权利或权力,更是一种资源。如果我们将同股同权视作是对作为资源的股权的初始配置,那么双重股权结构则可以被视作是对股权的二次配置。借助股权的二次配置,股权所蕴含的经济价值、社会价值进一步被激发与释放出来,股权权能得到进一步发挥,这就是股权的制度变迁逻辑。公司法的制度变迁逻辑是自下而上的,因此公司法应当具有

回应性特质。国内互联网巨头公司因为海外资本市场双重股权结构的制度优惠而逃离国内资本市场,已经深刻地反映了市场对于双重股权结构的制度呼唤。可以预见,在不久的将来,双重股权结构定会登陆我国资本市场。对其做进一步细致、深入之研究的实践价值不证自明。

参考文献:

- [1] 马一. 股权稀释过程中公司控制权保持: 法律途径与边界——以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象[J]. 中外法学 2014 (3): 727.
- [2] 吴英霞. 双重股权结构功能解析、风险范式与法律回应——以阿里巴巴“合伙人制度”为切入点[J]. 民商法论丛 2015 (59): 93.
- [3] 罗干淇. 阿里巴巴上市背后的特殊意义[J]. 财经界 2014 (9): 99.
- [4] 胡学文. “双层股权结构”距离 A 股有多远[N]. 证券时报 2014-05-28(A11).
- [5] [日]大塚久雄. 胡启林, 胡欣欣, 江瑞平, 等译. 股份公司发展史论[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002. 198 - 210.
- [6] 张舫. 一股一票原则与不同投票权股的发行[J]. 重庆大学学报·社会科学版 2013 (1): 51.
- [7] Usha Rodrigues, The Seductive Comparison of Shareholder and Civic Democracy [J]. Washing and Lee University School of Law, 2006(4): 1398 - 1399.
- [8] 周瑛. 论股东本位——阿里巴巴“合伙人”制度引发的思考[J]. 政治与法律 2014 (11): 107.
- [9] 蒋学跃. 公司双重股权结构问题研究[J]. 证券法苑 2014 年总第 14 卷.
- [10] 黄臻. 双层股权结构实施法律环境的比较分析——以阿里巴巴上市为例[J]. 宁夏社会科学, 2015 (6).
- [11] Bernard S. Black & Reinier R. Kraakman, A Self Reinforcing Model of Corporate Law [J]. Harvard Law Review, 1996(109): 1911 - 1981.
- [12] [美]Y. 巴泽尔. 费方域, 段逸才译. 产权的经济分析[M]. 上海: 格致出版社, 上海人民出版社, 1997. 3.
- [13] [美]斯蒂芬·M·贝恩布里奇. 赵渊译. 理论与实践中的新公司治理模式[M]. 北京: 法律出版社, 2012. 4.
- [14] [美]柯提斯·J·米尔霍普, [德]卡塔琳娜·皮斯托. 罗培新译. 法律与资本主义: 全球公司危机解释的法律制度与经济的关系[M]. 北京: 北京大学出版社 2010. 252.
- [15] 黄金兰. 法律移植研究[M]. 济南: 山东人民出版社 2010. 354.
- [16] Fama. E., French. K. Industry costs of equity [J]. Journal of Financial Economics, 1997 (43): 153 - 193.
- [17] [美]玛丽·奥沙利文. 黄一义, 谭晓青, 冀书鹏译. 公司治理百年——美国和德国公司治理演变[M]. 北京: 人民邮电大学出版社 2007. 2.
- [18] [美]艾米·舒曼, 斯泰西·斯图茨, 约翰·L. 沃德. 杨晶译. 家族企业治理: 矛盾中繁荣[M]. 上海: 东方出版社 2013. 18 - 19.
- [19] 蒋学跃. 公司双重股权结构问题研究[J]. 证券法苑 2014 (13): 36.
- [20] 冯果, 杨梦. 国企二次改革与双层股权结构的运用[J]. 法律科学 2014 (6).
- [21] 蒋小敏. 美国双层股权结构: 发展与争论[J]. 证券市场导报 2015 (9).
- [22] 陈若英. 论双层股权结构的公司实践及制度配套[J]. 证券市场导报 2014 (3): 7.
- [23] 吴飞飞. 公司章程“排除”公司法: 立法表达与司法实践[J]. 北方法学 2014 (4): 157.

(全文共 12 430 字)