

上市公司双层股权结构: 创新与监管*

高菲 周林彬

摘要:在融资多元化的背景下,公司发行的股份突破了“一股一票”的限制。向公司内部人发行高级表决权股,向公众投资者发行低级表决权股,既满足了公司的融资需求,又满足了创始人保持公司控制权的需要。目前,我国已有部分境外上市公司采用双层股权结构,这与战略新兴产业轻资产、重人力的特点相契合。境内证券交易所也可以尝试在一定范围内允许上市公司采用双层股权结构。然而,不可忽视的是,证券监管部门既要鼓励市场创新,又要在保护投资者利益的前提下,通过立法和公司章程限制双层股权结构的适用,并完善团体诉讼等事后救济手段,加强对双层股权结构的监管。

关键词: 一股一票; 双层股权结构; 创新; 监管; 投资者保护

DOI: 10.13471/j.cnki.jsysusse.2017.03.021

一、“一股一票”与双层股权结构

公司创始人在考虑是否向市场公开融资时常常会面临一个难题:为获得外部投资者的投资,他们需要向其让渡等比例的表决权,从而导致股权被稀释,表决权比例下降;但是他们又不想因此失去对公司的控制权。解决这个矛盾的方法之一是发行具有不同表决权的类别股,公司向公众投资者发行低级表决权的普通股,而向公司内部人^①发行高级表决权的普通股。这样既满足了向市场融资的需求,又满足了保持公司控制权的需要,从而形成双层股权结构。

传统观点认为,公平及平等对待股东是公司法的基本原则,具体表现为股东权利的平等,即“同股同权”。因此,在传统公司治理结构下,公司发行的是具有平等表决权的普通股,所有股东均按照“一股一票”行使表决权。例如,我国《公司法》第104条第1款规定,股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。

然而,“一股一票”是股东表决权的强制性规则或唯一规则吗?事实上并非如此。随着公司融资多元化,单一的普通股制度已经不能满足投资者的差异化需求。为适应客观需求,公司法实行类别股制度,允许公司发行不同类别的股份,例如允许公司发行在盈余分配和剩余财产分配上优先于普通股的优先股^②。

双层股权结构(dual class share structure),又称双重股权结构,二元股权结构^③,是相对于单一股权结构而言的一种非常规股权结构。在单一股权结构下,公司发行的是具有同等表决权的普通股,所有股

* 收稿日期:2016—10—16

作者简介:高菲,广州番禺职业技术学院(广州511483);

周林彬,中山大学法学院(广州510275)。

① 这里的“内部人”指的是包括公司创始人在内的公司董事及管理层。

② 2013年,国务院发布了《关于开展优先股试点的指导意见》,允许公司发行优先股。

③ 国内部分学者将其翻译为“双重股权结构”或“二元股权结构”,但实际上表达的是同一个概念,本文取“双层股权结构”的译法。

东均按照“一股一票”的原则行使表决权。双层股权结构通常发行两种以上类别的股份,较为常见的做法是向公众投资者发行普通股,并按照“一股一票”的原则行使表决权,而向公司内部人发行超级表决权股,并附着数倍于A类股的表决权^①。另外,公司还可以向普通股股东发行无表决权股或限制表决权股,而向公司内部人发行“一股一票”的普通股;又或者规定公司内部人持有的股份在某些事项上享有特殊的表决权^②。无论上述何种形式,双层股权结构的实质就是具有不同表决权的类别股。

2013年,阿里巴巴集团在与香港联合交易所(以下简称港交所)就上市方案的沟通中,提出了上市后公司内部人保持控制权的“合伙人”结构,该制度允许包括公司创始人马云在内的“合伙人”在公司上市后享有更多的董事提名权。港交所认为“合伙人”结构属于双层股权结构,违背了“同股同权”的基本原则,否决了阿里巴巴的上市申请。最后,阿里巴巴只能到允许双层股权结构的纽约交易所(以下简称纽交所)上市。

当今,互联网和科技主导的改革浪潮席卷全球,一大批代表经济转型方向的战略新兴企业迅速崛起。在公司发展壮大过程中,早已有多轮创业投资、风险投资的资本参与其中,公司创始人及其管理团队的股权也因此被稀释。双层股权结构在满足创业者融资需求的同时,又保持了他们对公司的控制权,与战略新兴产业轻资产、重人力资本的特点相契合。同时,还能够帮助企业更有效地防范恶意收购的风险,从而使管理团队可以实施有利于公司长远利益的长期战略。

双层股权结构是适应市场需求下的公司治理创新,它最早产生于美国,20世纪初曾盛极一时,由于产生较大的争议,纽交所曾一度禁止上市公司采用双层股权结构。80年代起,双层股权结构作为防御敌意收购的重要手段,受到了上市公司的欢迎,纽交所和纳斯达克又允许了双层股权结构。近年来,在各国证券交易所“底线竞争”的形势下,许多新兴资本市场国家开始修改有关“一股一票”的法律规则。例如,新加坡于2014年修改《公司法》,允许公众公司发行无表决权股和超级表决权股。2012年,韩国《公司法》也作出修订,允许股份公司发行无表决权股。目前,美国、加拿大、法国、荷兰、瑞典等国家允许双层股权结构,但也有部分国家,如德国和西班牙禁止双层股权结构。随着资本市场的国际化,未来我国是否允许上市公司采用双层股权结构,也引起了许多学者的关注和讨论^③。

二、双层股权结构在我国的实践

改革是对旧制度的突破和创新,它总是领先于立法。正如伊斯特布鲁克和费希尔指出的那样,最好的公司治理结构不是来源于理论,它只能从实践中发展而来。虽然国内立法及交易所上市规则均禁止采用双层股权结构的公司在中国境内上市,但是,国内企业除在境内上市外,还可以赴境外上市^④。2004年,艺龙旅行网成为我国首个采用双层股权结构在美国上市的公司。根据其公司章程规定,持有超级表决权的股东享有超过普通股股东15倍的表决权^⑤。此后,陆续有采用双层股权结构的公司赴美国上市。据统计,截至2014年12月31日,在美国上市的168家中国内地公司中,共34家(20.24%)采用双层股权结构,他们的市值已超过所有美国上市的中国内地公司市值的70%。这些公司遍布互联网、媒体、医

① 需要说明的是,有的公司不仅发行两类不同表决权的股份,甚至发行三种或以上类别表决权的股份。例如著名公司Zynga就发行了三种类别表决权的股份。按照这种股权结构,Zynga的CEO马克·平卡斯拥有的股票每股有70个投票权,控制公司投票权利的36.2%;IPO前的投资人和其他持有人的股票每股拥有7个投票权;而普通股东的股票每股仅拥有1个投票权。转引自《“双层股权结构”距离A股有多远》,《证券时报》2014年5月28日,第20版。

② 基于双层股权结构的不同表现形式,本文将双层股权结构发行的股份统一称为低级表决权股和高级表决权股。

③ 根据《公司法》第131条规定,国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。也就是说,理论上而言,现行立法并没有禁止公司发行“超级表决权股”、“无表决权股”等不同表决权的股份。既然《公司法》将同意发行不同表决权股的权利授权给了国务院,那么,只要国务院以行政法规等形式另行作出规定,公司就可以发行不同表决权股,这就为上市公司采用双层股权结构预留了制度空间。

④ 这些境外上市公司因其主要经营业务在中国境内,因此境外资本市场通常称其为“中国概念股”。

⑤ 见艺龙旅行网公司章程(2004年10月7日存档的F-1表格附件EX-3.1),第53(3)条。

疗、教育等行业,并以“互联网+”为主,有29家,占总数的85.29%。并且,采用双层股权结构在美国上市日趋普遍,仅2014年一年间,15家在美国纽交所和纳斯达克上市的中国公司中,11家(超过2/3)采用双层股权结构,其中不乏著名企业,如京东商城、阿里巴巴等。

在美国上市并采用双层股权结构的中国内地公司^①

序号	公司名称	上市年份	上市地	所处行业	表决权倍数
1	京东商城	2014	纳斯达克	互联网+	20
2	途牛旅游网	2014	纳斯达克	互联网+	10
3	新浪微博	2014	纳斯达克	互联网+	3
4	爱康国宾	2014	纳斯达克	体检医疗	15
5	达内科技	2014	纳斯达克	教育培训	10
6	迅雷	2014	纳斯达克	互联网+	10
7	陌陌	2014	纳斯达克	互联网+	5
8	创梦天地	2014	纳斯达克	互联网+	10
9	久邦数码	2013	纳斯达克	互联网+	10
10	去哪儿网	2013	纳斯达克	互联网+	3
11	欢聚时代	2012	纳斯达克	互联网+	10
12	中国手游	2012	纳斯达克	互联网+	5
13	世纪互联	2011	纳斯达克	互联网+	10
14	盛大游戏	2009	纳斯达克	互联网+	10
15	畅游	2009	纳斯达克	互联网+	10
16	完美世界	2007	纳斯达克	互联网+	10
17	百度	2005	纳斯达克	互联网+	10
18	艺龙	2004	纳斯达克	互联网+	15
19	阿里巴巴	2014	纽交所	互联网+	1
20	聚美优品	2014	纽交所	互联网+	10
21	猎豹移动	2014	纽交所	互联网+	10
22	汽车之家	2013	纽交所	互联网+	1
23	500彩票网	2013	纽交所	互联网+	10
24	58同城	2013	纽交所	互联网+	10
25	兰亭集势	2013	纽交所	互联网+	3
26	优酷土豆网	2012	纽交所	互联网+	4
27	凤凰新媒体	2011	纽交所	新闻媒体	1.3
28	网秦	2011	纽交所	互联网+	10
29	人人网	2011	纽交所	互联网+	10
30	奇虎360	2011	纽交所	互联网+	5
31	当当网	2010	纽交所	互联网+	10
32	学而思教育	2010	纽交所	教育培训	10
33	搜房网	2010	纽交所	互联网+	10
34	迈瑞医疗	2006	纽交所	医疗设备	5

分析上述公司有关双层股权结构的制度设计,我们发现,大部分公司(32家)发行的是超级表决权股:最常见的是“一股10票”,有20家公司,占62.5%;“一股5票”的有4家,占12.5%;“一股3票”的有3家,占9.38%;表决权倍数大于10倍的也有3家,比例最大的是京东商城,创始人刘强东持有的股份享有20倍的表决权。还有2家公司(阿里巴巴和汽车之家)发行的是较大董事选任权。另外,没有公司发行限制表决权股和无表决权股。

最近,我国已经注意到上市公司采用双层股权结构的趋势,并讨论其在境内应用的可行性。2014年5月,国务院印发了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,明确提出加快发展多层次资本市场,

^① 部分数据参考自香港交易与结算所有限公司《概念文件——不同投票权架构》2014年8月。

加快创业板市场改革,健全适合创新型、成长型企业发展的制度安排。创业板区别于主板市场,是创新型、初创型企业的融资平台。这些企业具有高成长性、低规模性等共同特点,在公司创立初期普遍缺乏资金,需要不断向市场融资,从而带来股权稀释及控制权难题。在美国,纳斯达克作为战略新兴企业的融资平台,因为允许上市公司采用双层股权结构,吸引了大量高科技、创新型企业在纳斯达克上市,并推动纳斯达克成为全球五大交易所之一。双层股权结构的复兴正是从纳斯达克开始,继而扩展至纽交所。在我国鼓励“大众创业、万众创新”的背景下,资本市场可以考虑为创新型、成长型企业量身订做专门的制度体系,允许其在一定条件下采用双层股权结构,以促进资本与创新的对接,推动经济转型升级。

三、双层股权结构的合理性分析

反对双层股权结构的意见认为它背离了传统的股份平等、股东民主等公司法基本原则,然而,在股份平等和股东民主基础上产生的“资本多数决”原则存在天然的缺憾,大股东的意志并不能代表全体股东的意志,甚至还会出现大股东侵害小股东利益的情形。双层股权结构给公司融资带来了更大的灵活性,同时也为市场投资者提供了更广阔的投资机会。在不损害低级表决权股东利益的前提下,双层股权结构既满足了公司内部人在对外融资过程中保持公司控制权的需求,又满足了公众投资者的投资需求,实现了投资与融资“双赢”的结果,是一种符合效率的公司治理结构。并且,经济学中的契约理论、企业家理论等也为双层股权结构提供了合理性基础。

(一) 契约自由与双层股权结构

契约理论认为,公司本身也是一个契约,股东可以通过公司章程,自由协商确定股权的各项权能及其行使方式,更加灵活地安排公司的内部权力配置,自主选择符合公司实际的治理结构,从而实现股东自治。公司法的私法属性决定了其制度设计应当更多地重视股东之间意思自治的安排,只要股东协商一致,除非涉及社会公众利益,否则,法律不应过多地干预。虽然在双层股权结构下,公司内部人牢牢地掌握了公司控制权,公司内部监督机制很难发挥作用,增加了公司内部人谋取控制权私利的风险。然而,这些风险在充分信息披露的市场环境下,股东是可以预见的。显然,股东通过认购股份的行为,表明他同意并接受了双层股权结构。同时,在一个成熟理性的证券市场上,公司的价值可以通过市场机制得到反映。通过公平的交易平台和竞价机制,公司股价可能因双层股权结构得不到投资者的认同而下跌,也有可能因得到投资者的认同而上升。并且,如果股东认为该公司具有投资价值,就会购买该公司股票,如果认为双层股权结构影响公司价值,也可以选择“用脚投票”,卖掉公司股票,这本来就是一个市场选择的过程。在公司法尊重自治、放松管制改革的国际趋势下,通过发行不同表决权股,满足不同类别股东的需求,实际上是尊重市场选择、尊重股东意思自治的有效安排。

(二) 股东“异质化”与双层股权结构

传统公司法理论对股份公司“资合性”特质的强调,实际上体现了对股东的一种“同质化”的假定,即忽略股东之间的实际差异,而仅仅将他们视为无差异资本的载体^①。然而,在融资多元化的趋势下,即使所有投资者都以追求利润最大化为最终目标,但是他们的实现方式也是不一样的。一般而言,上市公司的股东可以分为投资性股东、投机性股东和经营性股东。投机性股东关注的是股票的价格,主要通过短线操作的低买高卖赚取收益。我国证券市场中的散户就是典型的投机性股东,他们并不在乎自己是否享有表决权,即使拥有表决权,实际参与投票的比例也非常低。投资性股东则更关注公司的现金分红以及如何尽快地实现高额投资回报。例如,私募基金作为典型的投资性股东,他们更希望尽快通过上市、并购等方式“退出”公司,以尽快实现高额投资回报。同时,投资性股东还有月度、季度考核的要求,导致投资行为的短视化。他们往往通过手中的表决权,要求公司增加分红,削减长期投资,这也许不利于公司的长期利益。事实上,只有经营性股东才真正关心公司的长远发展,把公司经营当作终身事业来对待,甚至愿意牺牲部分现金收益以保持公司控制权。双层股权结构将所有权和表决权分离,使得经营

^① 汪青松《股份公司股东权利配置的多元模式研究》,北京:中国政法大学出版社,2015年,第104页。

性股东通过拥有较多的表决权,锁定对公司的控制权,免受一些短视投资者的压力,采用真正符合效率原则的决策,有利于保证公司的长期投资,实现公司的长远利益。在公司融资方式多元化的趋势下,法律需要多元化的制度设计,以满足“异质化”股东的不同需求。

(三) 企业家理论与双层股权结构

著名经济学家熊彼特提出的企业家理论认为,企业家的任务是“创造性的破坏”,是生产要素重新组合的实现者;如果没有企业家,经济职能将处于“循环流转”的均衡状态^①。企业家可以通过经营土地、资本、生产资料等生产要素,实现生产要素的不同组合,推动生产力的发展。同样的生产要素,在不同的企业家经营之下,可能出现不同的经济效益。双层股权结构的出现,也正是在信任企业家的能力基础上产生的一种特殊的代理。基于公司创始人富有远见,具有良好的经营管理能力和道德水平,他们对公司有着特殊的感情,在经营的过程中投入了比常人更多的精力,更关心公司的发展,普通股股东信任创始人的经营判断,选择购买公司股份,从而在创始人和普通股股东间形成一种特殊的代理。它使得上市公司脱离单纯的“资合”特征,而具有了“人合”的特点。投资者在投资公司未来发展之外,还“投资”了创始人的能力,从而形成了特殊的人身信任关系。如果不是因为信任公司创始人及其管理团队的治理能力,股东可能不会投资公司,如果公司控制权发生变化,创始人及其管理团队丧失了控制权,股东也有可能放弃投资。因此,赋予公司内部人高级表决权,从而保持公司控制权,是投资者的本意。在香港有关双层股权结构的争议中,港交所行政总裁李小加特别撰文指出“创新型公司与传统公司最大的不同在于,它取得成功的关键不是靠资本、资产或政策,而是靠创始人独特的梦想和远见。”^②

前述实证也表明,目前我国采用双层股权结构的上市公司,大多是轻资产、重人力资本的战略新兴产业。双层股权结构契合了战略新兴产业对公司治理结构创新的需求,促进了资本与创新的对接,成为推动“大众创业,万众创新”的动力。

四、双层股权结构的监管应对

虽然双层股权结构有利于促进股权结构与创新的融合,是一种有效的公司治理结构。但在双层股权结构下,公司内部人锁定了公司控制权,如果缺乏监督与约束,内部人谋求控制权私利的风险就会上升。特别是上市公司股权分散,投资者人数多,持股少,在利益受到侵害时往往因为诉讼成本高而放弃救济。因此,在是否允许上市公司采用双层股权结构的争议中,证券监管部门面临的重大难题是:应当鼓励制度创新,允许上市公司采用双层股权结构,还是坚持“公众利益优先”,优先考虑保护投资者利益?事实上,公众投资者和公司内部人之间的利益冲突虽然不可避免,但也可以通过相关的配套机制,对双层股权结构进行监管,在加强投资者保护的前提下,允许上市公司采用双层股权结构。

(一) 事前限制

双层股权结构通过赋予公司内部人更多的表决权,创设了表决权上的“特殊阶级”。为平衡不同表决权股东间的利益,保护公众投资者,在允许上市公司采用双层股权结构的同时,公司法及公司章程可以对其实施一定的限制。

1. 立法限制——双层股权结构的实现方式

公司在最初成立时,向全体股东发行的通常是具有平等表决权的普通股。然而,公司在经营过程中,需要不断对外融资。为避免公司内部人的控制权因对外融资而被稀释,公司需要发行高级表决权股,从而使原来的单一股权结构转变为双层股权结构。目前,双层股权结构可以通过股权重置和新股发

^① 参见[奥地利]约瑟夫·熊彼特著,何畏、易家详译《经济发展理论》,北京:商务印书馆,2011年。

^② 参见李小加《股权结构八问八答》,http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/131024blog_c.htm,2015年9月7日访问。

行两种方式实现。股权重置是指公司修改公司章程,通过交换要约^①、特别分红^②、投票权转换^③等补偿方式,将公司内部人持有的股份从“一股一票”转变为“一股多票”的股份,而其他股东则维持“一股一票”的表决权规则不变。股权重置的方式遭到许多学者的批评。因为股权重置前,外部投资者可能拥有大部分的表决权,他们甚至可以通过购买公司内部人的股份或增发股份等方式获得更多的表决权。但是,股权重置后,外部投资者的表决权被“剥夺”了,公司控制权彻底转移给了公司内部人。并且,由于外部投资者缺乏讨价还价的能力,他们只能接受或者拒绝公司内部人提出的方案,从而形成一种事实上的强制。虽然公司内部人答应给予一定的补偿,但是这也会产生许多问题。例如补偿是否充分,补偿的标准和方式如何确定等等。因此,许多国家均禁止通过股权重置的方式实现双层股权结构。美国证监会(SEC)曾颁布19C-4规则,禁止公司通过股权重置的方式稀释当前股东的表决权^④。加拿大多伦多证券交易所上市规则规定,不允许公司于上市后发行投票权大于其他已上市具投票权证券类别的证券,除非有关证券向现已上市具投票权证券的所有持有人按持股比例发售^⑤。但是,新股发行则不同,认购股份的股东是公司的新股东,在完全信息披露的条件下,他们在购买股票时就已经知道,其购买并持有的股份拥有的是低级表决权,不愿意接受低级表决权的投资者不购买该公司的股票即可。并且,购买低级表决权的公众投资者还可能因此获得补偿,例如较低的股票价格、更多的分红等等。由于新股东从未拥有过高级表决权,也就不存在权利被“剥夺”的情况,从这个角度看,低级表决权股东的利益并没有受到损害。大部分的国家,如美国、加拿大、瑞典允许公司在新股发行时,通过发行新的高级表决权股,将单一股权结构转变为双层股权结构。香港地区在公开咨询时,多数人也建议,仅允许公司在新股发行时实现双层股权结构^⑥。因此,未来我国立法可以借鉴境外的经验,禁止公司通过股权重置的方式实现双层股权结构,仅允许公司通过新股发行的方式实现双层股权结构。

2. 公司章程限制——双层股权结构转变为单一股权结构

公司创设双层股权结构的初衷,是在满足创业者融资需求的同时,又保持了他们对公司的控制权,从而保证公司在成长过程中能够始终沿着创始人设定的方向发展,保证公司的长远利益。但是,当公司发展达到一定时期和规模时,公司创始人及其管理团队的角色和地位将逐渐淡化,公司也无需永远保持双层股权结构。这时,应当以平等对待所有股东为原则,将双层股权结构转变为单一股权结构。通常来说,公司在实施双层股权结构时,股东会就双层股权结构的设置及其限制条件展开谈判,并通过公司章程约定双层股权结构转变为单一股权结构的情况,这是不同类别股东之间“讨价还价”的结果。例如,规定当高级表决权股转让给公司内部人以外的其他股东时,必须转为“一股一票”的普通股,当当网、奇虎360、京东商城、谷歌、Facebook等公司规定了此限制。又如最低持股数量的限制,若公司内部人于任何时间持有高级表决权股的数量少于一定比例(如5%)时,所有已发行的高级表决权股必须转为“一股一票”的普通股,百度、当当网、人人网、微博等规定了此限制。还有的公司章程规定了“日落条款”,如国外著名团购网站Groupon规定,公司上市5年后,高级表决权股须转换为“一股一票”的普通股。

(二) 事后救济——团体诉讼

加强投资者保护的另一个途径是完善事后救济手段。双层股权结构加剧了公司内部人的道德风

① 换股要约是通过股东大会表决创设超级表决权股,即B类普通股。A类普通股在规定的时间内可以按1:1的比例转换成B类普通股。B类股不得任意转让;为补偿表决权减让的损失,A类股的分红权利将按比例增加。由于公众投资者大多不愿意减少分红权,B类股最终集中于公司内部人手中。

② 公司直接将高级表决权以特别分红的方式,并按照1:1的比例发放给公司现有股东。最初,公司所有股东都获得了高级表决权股,但是随着部分公众股东转让这些高级表决权股,表决权最终集中公司内部人手中。

③ 公司将股份分为“长期持有股”和“短期持有股”。当一个股东持有的股份达到长期持有股份标准时,就自动获得超级表决权。反之,未达到该标准的股份则为短期持有股,按照“一股一票”的原则行使表决权。

④ 该规则禁止已上市的公司采用股权重置方式稀释当前股东的投票权。不过,该规则后因SEC无权就公司治理事项作出具体规定,被哥伦比亚特区上诉法院判决撤销。

⑤⑥ 见《多伦多交易公司手册》第VI(H)部分第624(m)条,转引自香港交易与结算有限公司《概念文件——不同投票权架构》2014年8月。

险,由于公司内部人掌握了绝对的控制权,他们不需要顾及其他股东的利益进行决策和经营,即使决策错误或者滥用权力,其他股东也很难通过行使表决权将其“踢”出管理层。在内部监督机制失灵的情况下,公众投资者只能寻求诉讼等事后救济方式。

由于我国证券市场的投资者以散户居多,他们大多通过短线的低买高卖交易获利,具有分散性、专业性较差等特点。相较于上市公司而言,公众投资者多处于弱势地位,当其权益受损时,往往因信息不足、能力有限、举证困难、诉讼成本过高等因素,而放弃行使救济权。并且,因证券违法行为而受到损害的公众投资者往往不只一人,而是大规模的,其受到的损害大多数也是基于相同的原因和事实。若受到损害的公众投资者放弃救济,除损害无法填补外,也会纵容实施证券违法行为的上市公司逍遥法外。但是,如果由公众投资者个别提起诉讼,不但耗费其时间和费用,在我国目前的诉讼体制下,还有可能产生矛盾的判决。

为解决这个问题,美国采用集体诉讼制度,对于存在多个受害人的证券违法案件,允许受害股东以集体的方式提起诉讼。并且,美国允许律师采用风险代理的方式,接受公众投资者的委托,代理其参加诉讼。受害投资者不需要预支任何诉讼费用,而是由律师先行承担。若投资者胜诉,他只需要将法院判决的赔偿金额,按照一定的比例分配给律师,作为律师代理费及诉讼费即可。集体诉讼与风险代理相结合的做法不但能够降低公众投资者的诉讼成本,提高股东诉讼的积极性,而且能够使投资者得到专业人士(如律师)的帮助,增加了胜诉的可能性,从而督促上市公司遵守法律,是有效的事后救济手段。但是,集体诉讼也会带来滥诉的问题,从而提高上市公司的诉讼成本,造成资源浪费。有学者认为,美国式的集团诉讼在补偿证券欺诈受害人、惩罚违法行为、执行法律规定和节约法院资源等方面起到了积极作用,但由于政治、社会、司法制度、诉讼文化等方面的原因,其引入中国大陆的时机还未到来^①。

虽然我国目前尚未具备引入集体诉讼制度的条件,然而,除集体诉讼这种事后救济方式外,还有其他事后救济途径,例如我国台湾地区实施的团体诉讼制度。团体诉讼是台湾地区借鉴美国集体诉讼制度而采取的投资者保护措施,由证券投资人及期货交易人保护中心(以下简称“投保中心”)统一接受权益受到侵害的投资者的委托,代表投资者对证券违法案件进行诉讼求偿。根据《证券投资人及期货交易人保护法》(以下简称《投保法》)第28条规定,投保中心为保护公益,于本法及其捐助章程所定目的范围内,对于造成多数证券投资人或期货交易人受损害之同一原因所引起之证券、期货事件,得由20人以上证券投资人或期货交易人授与诉讼或仲裁实施权后,以保护中心之名义起诉或提付仲裁。这意味着,当20个以上的投资者,因同一证券违法行为遭受损失,他们向投保中心提出诉讼申请,并向投保中心作出授权,投保中心即可代表权益受到侵害的投资者向上市公司提起诉讼或仲裁,从而实现提高股东诉讼积极性、节省诉讼成本的目的。《投保法》还规定,因同一原因受到损害的其他投资者,在第一审言词辩论终结前或询问终结前,仍然可以加入诉讼或仲裁。反之,投资者也可以在上述时段前撤销诉讼或仲裁的授权,从而保障公众投资者参加或退出团体诉讼的自主权。而在诉讼费用方面,《投保法》规定,案件胜诉后,投保中心应当将法院或仲裁机构判决的赔偿额,在扣除诉讼或仲裁必要费用后,按照登记的股权比例支付给投资者,并不得请求报酬,从而实现投保中心保护投资者权益、促进资本市场健康发展的公益目的。若案件败诉,则诉讼费用由投保中心承担。

台湾地区团体诉讼与美国集体诉讼制度的区别在于:第一,团体诉讼要求20个以上的投资者提出诉讼申请与授权,这说明因证券违法行为而遭受损害的受害人必须达到一定的规模,以保证团体诉讼之必要;第二,投保中心是一个具有一定的官方背景的公益性组织,其目的在于保护投资者权益,即使案件胜诉,投保中心也不能向投资者请求任何的报酬,从而保证投保中心的公益性质。而在集体诉讼制度下,律师可能出于赚取高额律师费的目的,鼓动投资者提起诉讼,从而带来滥诉的风险;第三,投保中心是被动提起诉讼或仲裁的。只有在受害投资者主动向其表示诉讼申请与授权后,它才有权代表他们提起诉讼。而在美国,投资者及其代理律师通常是主动发起诉讼的。由于抗辩费用过于昂贵,大多数上市公司会选择和解。根据NERA的数据,在1991年到2001年间,证券集体诉讼中平均有81%在开庭前达

^① 汤欣《论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察》,《证券法苑》2011年第1期。

成和解,而法院驳回案件占18%,全部完成一审诉讼程序的只占1%^①。这也是集体诉讼制度遭受诟病的主要原因。最后,投保中心在证据收集方面具有较大的优势。《投保法》规定,为提起诉讼或仲裁,投保中心得请求相关单位协助或提供文件、资料,以减轻证据搜集之困难,这就增强了投资者胜诉的可能性。根据投保中心统计,截至2015年底,投保中心总计协助投资人进行201件团体诉讼请求案件,其中有60件经法院判决全部或部分胜诉,判赔金额达197亿余元;其中28件并已胜诉判决确定,已替投资人取得累计30.1亿余元的和解金以及透过强制执行等程序取得3.1亿元款项,使投资人损害能够获得实质的补偿^②。因此,团体诉讼是一个成本低、效率高的事后救济手段,可以成为集体诉讼的有效替代。

目前,我国公众投资者针对证券违法行为提起的诉讼,多采取单独立案、合并审理的方式(偶见共同诉讼)。由于受害投资者人数众多,同一被告名下往往集结多数案件,其中往往具有相同或至少同类的事实和法律问题。为适当降低诉讼成本,法院可能先行就一个典型案件形成判决或裁定,嗣后以之指导同类案件的判决或者促成其和解^③。2014年12月,中国证监会成立了中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称“投服中心”)。它是证监会直接管理的一家非营利、公益性机构,其主要职责是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。但可惜的是,目前,它仅仅接受中小投资者委托,提供调解等纠纷解决服务,或代表中小投资者,向政府机构、监管部门反映诉求,却不能代表受害投资者对上市公司提起诉讼或仲裁,投资者“索赔难”的问题仍然不能得到有效解决。

台湾地区证券市场的特点是,散户投资者的比例高达80%,证券交易的换手率一直居高不下。大陆的情况与之类似。根据我国沪深两交易所调研显示,上海证券交易所100万元市值持有以下账户占持股总账户的98.8%,持有市值占总市值40.9%;深圳证券交易所类似,分别为99.3%和45.9%;2006年和2007年持股期限小于3个月的账户占总账户的70%(基本为中小投资者),而中小投资者的换手率是机构投资者的两倍以上^④。并且,在机构设置上,投服中心与投保中心类似,都是证券监管部门下属保护投资者利益的非营利机构。再从诉讼主体资格来看,台湾地区规定了代表人诉讼制度,并通过《投保法》指定投保中心作为证券侵权案件的法定诉讼代表人,代表受害投资者向上市公司提起诉讼或仲裁。我国《民事诉讼法》同样规定了代表人诉讼制度,未来《证券法》也可以指定投服中心作为证券侵权案件的法定诉讼代表人,赋予投服中心合法的诉讼主体资格。因此,我国可以借鉴台湾地区的经验,建立团体诉讼制度,赋予投服中心法定的诉讼主体资格,代表投资者提起诉讼或仲裁,加强投资者保护。

结 语

随着资本市场的国际化,各国企业正在不断进行“监管套利”,各国资本市场也正在上演着激烈的制度竞争。从阿里巴巴集团的上市争议可以看出,立法需要适应市场的变化与需求,通过制度完善与创新,推动市场的健康发展。双层股权结构符合契约自由的基本原则,满足了“异质化”股东的不同偏好,是基于对公司创始人人身信任基础上产生的特殊的代理。我国已有不少境外上市公司采用双层股权结构,因此,立法需要及时填补《公司法》第131条预留的制度空间,允许公司发行具有不同表决权的类别股。同时,完善投资者保护的相关制度配套,例如通过《公司法》限制双层股权结构的适用,通过公司章程规定双层股权结构转化为单一股权结构的条件,完善团体诉讼制度等事后救济手段,在保护投资者利益的前提下,允许上市公司采用双层股权结构,促进资本与创新的对接,实现投资与融资的“双赢”。

【责任编辑:李青果;责任校对:李青果 张慕华】

① 黄臻《双层股权结构有效运作的条件——基于美国与香港的实证研究》,《上海金融》2015年第6期。

② 上述金额均为台币。参见《投保中心13年来替投资人争取30亿元和解金》,《自由时报》2016年1月21日, <http://news.ltn.com.tw/news/business/breakingnews/1579692>,最后访问日期:2016年1月30日。

③ 汤欣《论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察》,《证券法苑》2011年第1期。

④ 郭建军《注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现》,《河北法学》2015年第9期。