



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

朱慈蕴 (日) 神作裕之*

目 次

- 一、公司差异化表决制度在利弊之争中演进
- 二、日本 2005 年公司法典扩大类别股种类后的实践
- 三、中国 2005 年公司法施行后的差异化表决的实践
- 四、学习日本经验，创新差异化表决下的控制权约束机制
- 五、结语

摘 要 公司制度属于生产关系范畴，对生产力的促进主要体现在为生产力发展开拓空间。因此，当新经济时代到来，企业若要成功地实现快速发展壮大，不仅依赖于其拥有的不断创新的高科技手段，而且需要有巨额融资的支持。为了解决企业巨额融资对创始人控制权稀释的风险，在公司中引入差异化表决制度成为大多数国家和地区公司制度与资本市场规则的不二选择。而构建差异化表决制度的核心应当在于如何防范差异化表决权架构引发的公司控制权与公司经济利益或现金流的背离，以及在这种背离下产生的代理成本和滥用控制权的风险。本文将结合中日两国对差异化表决权的实践，讨论怎样使失衡的类别股股东利益再度平衡，怎样防止表决权弱势股东不受高表决权股东滥用权利的伤害，以追求实质意义上的股东平等与公司正义。

关键词 差异化表决制度 类别股 类别表决 控制权滥用

* 朱慈蕴，清华大学法学院教授，法学博士〔日〕神作裕之，东京大学法学院教授，主要负责日本部分的写作。

本文要特别感谢段磊先生（华东师范大学法学院副教授、日本东京大学法学博士），为本文的日文进行了翻译以及必要的沟通。

一、公司差异化表决制度在利弊之争中演进

（一）差异化表决制度在回应经济社会的需求中演进

为了实现公司正义，公司制度在创设之初即以股东平等、股东至上为基本原则，表现为同股同权、一股一票、重大事项由股东会决策、股东表决权未经法定或者本人同意不得限制、严格的程式规则保障以及少数服从多数的资本多数决等。在这种公司正义的理念之下，公司制度伴随着整个社会财富的迅速增加而获得了极大的发展，历经几百年发展历程之后的今日，出现了越来越多的富可敌国的巨型公司。综观目前市值排名在前的几大公司亚马逊、微软、苹果和 Alphabet，皆为高科技行业的巨型公司。而今，高科技企业的诞生与快速发展，不仅依赖高科技手段的不断进步和经营模式的现代化，更关乎巨额融资的成功。但巨额融资却可能导致创始人或者创业者丧失对企业的控制权，于是创始人开始寻求股份的差异化表决^{〔1〕}，通过限制其他出资人的股份表决权或者增加自己股份表决权，以实现成功融资与自己控制权不被稀释的双重目标。差异化表决制度的出现，其目的就是在一定范围和条件下承认同股不同权或者股权结构的多样化，以此实现股权融资的多样化和公司控制关系的多样化。^{〔2〕}

在差异化表决制度兴起的进程中，优先股是最先被广泛采纳的，尽管初期的优先股仅以财产利益的优惠吸引投资者，并不与表决权挂钩。^{〔3〕}但到 20 世纪初期，优先股在美国股票市场已不鲜见，且越来越多地限制表决权。^{〔4〕}优先股实际上是利用了债券的固定股息回报和清算顺序上的优先，将股权中的财产收益权益与表决权予以分离，以更高的利益回报（优先分红、固定回报率、优先清算等）吸引投资者，并越来越多地换取其对一定的表决权之放弃，直至目前的无表决权股为基本特征，以此来实现创始人控制权的维护目的。因此，某种程度上也可以将优先股视为差异化表决机制的鼻祖。在 20 世纪最后 15 年，美国企业发行了超过 3000 亿美元的优先股，而这一数字今天仍在继续增长。截止至 2008 年初，美国优先股票市场的规模仍保持在 1000 亿美元的水平。^{〔5〕}

但是，优先股的高回报、高收益和优先清算的特性毕竟在一定程度上推高了公司的融资成本，因此，美国的家族企业为防止自己控制权被稀释，尝试发行普通股份中的无表决权股份。在这方面最著名的例子就是道奇兄弟公司。^{〔6〕}显然，处于同一清偿地位的股份享有不同的表决

〔1〕 本论文使用了差异化表决一词，并非指一种股份类型，而是意指一切与同股同权、一股一权不一致的表决机制，如双重表决权股、优先股、限制表决权股、无表决权股、复数表决权股、黄金股等一系列不同表决权的类别股安排，以及通过合同实现的一致行动人协议、征集委托投票权、表决权信托等。前者的股权种类（类别股）通常要经由公司法来法定化，后者则主要通过合同法由个别当事人之间协商自治实现。差异化表决机制对公司控制权产生重大影响。本文重点讨论公司法上的差异化表决权架构的法律安排。

〔2〕 神田秀樹『会社法（第 20 版）』（弘文堂、2018 年）76 頁。

〔3〕 张志坡《优先股之无表决权质疑》，《法学杂志》2012 年第 12 期，第 161 页。

〔4〕 王灏文《美国类别股法律制度探源：背景、进程及内在逻辑》，载《证券法苑》第 25 卷（2018 年），第 84 页。

〔5〕 See Melissa M. McEllin, *Rethinking Jedwab, A Revised Approach to Preferred Shareholder Rights*, 10 COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW 896 (2010).

〔6〕 1925 年道奇兄弟公司（Dodge Brothers, Inc.）为筹集约 13000 万美元的资金，向公众投资者发行了债券、优先股和 15000 万股无表决权 A 类普通股，而投资银行狄龙瑞德公司（Dillon, Read & Co.）却以不到 225 万美元的对价持有 250001 股有表决权的 B 类股票并取得了道奇兄弟公司的控股地位。



权,直接挑战了美国的民主、平等理念,引发广泛的舆论批评,被认为是剥夺普通股东通过出资实现对公司控制权目标的一种不当行为,被纽交所于1926年以“禁止无表决权股票上市交易”回应了道奇兄弟的行为。⁽⁷⁾此后便是长达近一个世纪的资本市场上的激烈竞争和理论上的反复争鸣,企业主及创始人在商业目标的驱动下始终在尝试和突破同股同权的禁锢,使用各种方式保持自己的控制地位。至20世纪80年代,硅谷的新型科技公司开始迅猛发展,许多新型公司的创始人担忧在“一股一票”原则下进行巨额融资产生对自身股权大量的稀释,引发创业成功而自己出局的结果。于是,在硅谷出现了创始人享有超级表决权的双重表决权结构。最典型的是1976年王氏实验公司(Wang Laboratories, Inc.),创设了只有C类股份投票权的十分之一的B类股份出售给投资者,包括限制其选任董事会成员的席位数,而自己则保留了大部分的C类股份,并在美国股票交易所(AMEX)重新上市。⁽⁸⁾这种在禁止发行无表决权股的情况下变相地发行限制表决权的双重表决权股份,事实上为挂牌公司上市打开了大门。据统计,1985年,美国4886家上市公司中的170家在纳斯达克和全美证券交易所实行双层股权结构。⁽⁹⁾纽约证券交易所面临纳斯达克和全美证券交易所竞争的压力,最终也放弃对双层股权结构的禁止政策。1987年美国证券交易委员会(SEC)颁布了Rule19c-4,这一规则在很大程度上采纳了Gilson教授关于资本市场要阻止的是公司“发行任何证券或者采取别的公司行为,来取消、限制或者减少已经发行在外的普通股每股之上的表决权”的观点⁽¹⁰⁾,不禁止上市公司IPO阶段发行不同表决权的普通股,也不禁止增发新股阶段发行限制表决权或无表决权普通股,但是禁止上市之后中途发行高表决权普通股剥夺或稀释现有股东表决权等。⁽¹¹⁾1994年在SEC督促下,三大证券交易所终于达成协议接受了Rule19c-4的主要内容⁽¹²⁾,虽然Rule19c-4因其内容多涉及公司内部治理而被认为侵入州法权力范围之后被法院判撤销。⁽¹³⁾

21世纪以来,互联网等高科技行业的迅速崛起,引领了经济发展的新潮流。差异化表决权架构不可避免地成为新型产业融资的新模式,更引发了全球资本市场的竞争。一些资本市场纷纷修改上市规则,以吸引高科技的新型企业上市融资。最抢眼的莫过于2018年香港与新加坡两地正式接纳了“同股不同权”的公司上市的举措。而2018年尾,中国资本市场宣布将在上交所推出科创板,在中国证监会发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》中,表达了科创板将接受具有表决权差异安排的公司上市。

但是,我们注意到,世界大多数国家和地区的公司法,似乎并不特别关注股份权利的多样化问题,更不反对封闭公司内部对股权进行差异化安排。例如,美国《示范公司法》以及大多

(7) 张舫《美国“一股一权”制度的兴衰及其启示》,《现代法学》2012年第2期,第153页。

(8) 美国股票交易所(AMEX)为此发布声明称“无表决权普通股的发行申请不得批准,但允许限制对董事会成员选举席位的普通股的上市交易”,事实上为变相采用双重股权结构的公司挂牌上市打开规则的通道。同前注(4),王灏文。

(9) Louis Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: a Response to Sec Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW 979 (1989).

(10) Jesse H. Choper, John C. Coffee & Renald J. Gilson, *CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS*, Aspen Publishers, 2008, at 571.

(11) 美国双层股权结构历史详见刘胜军《美国不同表决权股份演变史:兼论对我国的启示》,《商事法论集》(第26卷),法律出版社2015年。

(12) 同前注(7),张舫文,第153-154页。

(13) See *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

数州的公司法并没有强制限制一股一权，相反却允许公司通过章程对股东权利进行分配。但针对资本市场上的公开公司，股份权利的多样化却经历了禁止到允许的过程，属于截然不同的制度安排。这是因为，公司法规范的公司是全部的公司（含公开公司和封闭公司），对于公开公司与封闭公司，股份或者股权多样化的法理依据不同。由于封闭公司的股东相互之间紧密结合，可以通过自行协商经由章程约定盈余分配权、剩余财产分配权和表决权与持股比例不等，或对不同的股东采取不同的对待。^{〔14〕}显然，封闭公司对不同股东拥有的股份权利做不同的安排而产生的差别化对待，并非基于股份特性，而是基于股东的属性，即根据股东的协商来分配经济权利和控制权，与持股数的多寡无关，这种规则被称为“属人规定”。^{〔15〕}这种公司通过章程进行的“属人规定”只要不违反强行性规定和公序良俗，且不剥夺股东的基本权利，原则上均为有效，章程自治在这点上得到了广泛承认。^{〔16〕}

与此相对，如果是公开公司则不仅要受公司法规范，还必须接受来自资本市场的规则（主要是证券法）约束。由于资本市场上的公司具有公众性，平等对待全体股东就显得格外重要，故一股一权（一股一票）成为公开公司的普世规则。公开公司应当按照持有股份的内容及数量平等地对待股东^{〔17〕}，不能像非公开公司一样设置“属人规定”。原则上，公开公司股份的内容是一样的，但考虑到股东间利益调整的灵活性和维持股票市场上投资的适格性，作为例外在一定范围内承认类别股。^{〔18〕}例如，2005年日本公司法将类别股的范围大幅扩展，增设了一些此前未被承认的类别股，如可全部赎回类别股和否决权股等。^{〔19〕}

可见，与传统的公司应当平等对待所有股东，同股同权同利，一股一票的公司治理结构相比较，差异化表决机制因能够契合创新型企业在实现巨额融资的同时，还能保持创始人控股结构的稳定，而为大量的新兴科技公司所追捧。即使在公司法律制度不鼓励、资本市场不接受的场合，这些创新型高科技公司也会迂回曲折，通过其他方式明里暗里达到控制权维持的目的，如通过金字塔持股、交叉持股、一致行动人协议、委托征集投票权等。因此，顺应新经济时代的到来，在资本市场上适时引入差异化表决机制，是明智之举。

（二）差异化表决制度的利弊之争：对传统公司治理模式的挑战

美国著名公司法学者伊斯特布鲁克和费希尔在其《公司法经济结构》一书中曾这样评价公司的投票权：“如果说有限责任构成了公司法最显著的特征，那么在彰显公司法的特征方面，投票机制则无疑稳居第二。”^{〔20〕}同股同权、一股一权还是同股不同权、一股多个表决权，都是通过公司表决权安排来实现公司控制人的控制意图。随着公司法实践的发展，禁止表决权与收益权分离这一看似不言自明、无需争辩的合理性解释正遭遇着严峻的考验。考验首先来自于投票权行使方式的不断推陈出新，尤其是伴随着作为公司控制权争夺工具的投票权征集、投票权信托、投票权拘束协议、表决权委托等通过合约重新安排表决权方式的出现；另一方面考验来

〔14〕 如日本《公司法》第109条第2款；中国《公司法》第34条但书部分。

〔15〕 属人规定从旧有限公司法继受而来。江頭憲治郎『株式会社法（第7版）』（有斐閣，2017年）134頁。

〔16〕 江頭憲治郎・前掲（注15）134-135頁。

〔17〕 日本《公司法》第109条第1款。

〔18〕 日本《公司法》第108条第1款规定的类别股。

〔19〕 其背景可参见江頭憲治郎・前掲（注15）138頁。

〔20〕 〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔《公司法经济结构》（中译本），罗培新、张建伟译，北京大学出版社2014年第二版，第62页。



自于日益多元化的类别股份。⁽²¹⁾ 最具有代表性的类别股份包括两类: 第一类是在公司盈余分配或公司剩余财产分配方面有特殊安排的股份, 如优先股份; 第二类是在投票权方面有特殊安排的股份, 如双层股权结构中的多重投票权股份。⁽²²⁾ 在金融创新的背景下, 股份的收益权与投票权不再当然地融为一体, 完全可能由不同的主体行使和配置, 投票权越来越明显地表现出独立性色彩, 其成为控制人的投机工具的危险倾向正与日俱增。⁽²³⁾

差异化表决制度的核心功能在于对创始股东或者管理者的专属人力资本进行合理的“估值”, 确保了公司创始人及核心管理团队能长期掌控公司, 有机会实现其高科技、新经营模式的目标, 决定新经济公司发展的高度和成败。新经济公司一方面需要维持创始股东/管理者的控制权, 另一方面, 需要大规模融资进行技术创新的研发和迅速扩大规模, 而差异化表决权架构契合了创始股东/管理者融资同时锁定控制权的内在治理需求。从物质资本的视角看差异化表决权架构, 出资额的大小与获得控制权多寡不成比例。反差越大, 现金流与控制权的背离就越严重。这种背离越大, 意味着享有控制权股东就越有动力谋取私利、过度冒险、侵害低表决权股东的合法权益。因此, 差异化表决权架构自创设以来一直备受争议。

第一, 差异化表决权架构认同人力资本的价值, 锁定控制权, 有助于发挥创始人或管理人的技术优势或管理优势。⁽²⁴⁾ 当控制权锁定时, 创始人或管理人无须过度讨好公众投资者, 可以自由放飞其发展战略, 利用其技能为公司带来高回报。这种高回报不仅有利于创始人自己, 也有利于其他投资者。但反对意见认为, 能否实现这种高回报, 很大程度上依赖于创始人或管理人的技能是否先进, 本身是否属于合格的领导者, 特别是这些素质是否是持续性的。通常控制人的高技能会随时间推移而降低, 包括技术的更新进步和自身的能力的降低。

第二, 差异化表决权架构有助于鼓励创始人专注于公司的长远发展, 为股东谋求长期价值, 而非短期的投机价值。甚至于公众股东注意到这些创始人与公司的紧密关系和他们的专业技能、经验, 追捧差异化表决权的公司股票, 期待搭公司创始人的便车, 分享公司长期增长的红利。但反对意见认为, 迄今为止, 无论是理论还是实证研究, 都无法对公司价值与股权结构的关系给出令人信服的结论⁽²⁵⁾, 证明实施差异化表决权架构的公司长期表现优于未实施的公司。例如, 我们已经看到使用同股不同权股权结构的公司 Facebook、Google、阿里巴巴, 与保持同股同权股权结构的公司微软、苹果、腾讯, 至少都同样成功。特别是随着时间的推移, 创始人的人力资本价值可能的递减或者控制人发生继承等, 维持这种控制结构的优势就逐渐消失。

第三, 差异化表决权架构成为抵御敌意并购的重要手段。正如 Grossman 和 Hart 两位教授所指出的, 公司差异化表决对公司控制权的流动会产生影响⁽²⁶⁾, 有助于控制人专注公司发展而非时刻警惕来自于资本市场的敌意收购。集中的控制权使股东面对敌意收购时握有谈判筹码, 具备更强的议价能力, 大大增加了收购成本。但反对意见认为, 这种状况也使资本市场发现价值

(21) 李安安 《股份投票权与收益权的分离及其法律规制》, 《比较法研究》2016年第4期, 第18-35页。

(22) 朱慈蕴、沈朝晖 《类别股与中国公司法的演进》, 《中国社会科学》2013年第9期, 第150页。

(23) 同前注〔21〕, 李安安文, 第18-35页。

(24) Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The untenable case for perpetual dual-class stock*, 103 VIRGINIA LAW REVIEW 585, 609 (2017).

(25) 同前注〔7〕, 张舫文, 第160页。

(26) Grossman & Hart, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 175, 176 (1988).

的功能大大减损，反而导致创始人或管理人不思进取。

以上列举的三点实施差异化表决的优势，都有学者予以反驳。反对学者更多地强调，差异化表决偏离“一股一权”的权利配置，使得平等投票权这一约束公司管理人的勤勉、负责的最终防御措施落空⁽²⁷⁾，不利于对管理层的监督；由于控制权的把控，创始人或管理人可以轻易控制董事会的选举，董事会的独立性因此而减弱；当公司发生基础性变化时，通过股东大会决议的约束将变得毫无意义，因为他们拥有高表决权；而敌意收购变得困难，意味着资本市场的监督失灵。特别是控制权与现金流请求权的背离使控制权人的利益与公司整体利益或全体股东利益之间存在差异，控制权人可能利用控制权谋取私人利益而牺牲公司整体利益。控制权与现金流请求权的背离程度越高，这种可能性就越大。⁽²⁸⁾这是因为，能够成为公司控制权的所有人，除了和普通投资人一同享受来自于资本市场的证券利益（security benefits）外，控制权还能给他们带来私人利益（private benefits）。⁽²⁹⁾如取得高额的报酬，尽管高额报酬并不一定违法，甚至是对管理者勤勉工作的合理报偿；享受各种职务消费福利，如私人飞机、优厚的保险等；还可以按自己的偏好确定经营方针，塑造个人名望，获得事业成功的成就感等；甚至激励控制人无视公众投资人的基本利益而过度冒险的冲动。

亚洲公司治理协会（ACGA）对于双重股权结构引入香港资本市场进行了一系列调查和研究⁽³⁰⁾，其进行问卷调查结果表明，大多数人不赞同双重股权结构的引入，若引入，可能会使香港资本市场的上市公司价值减损平均13%⁽³¹⁾，而非增强资本市场的竞争力。该协会认为，双重股权结构不符合公平原则，与良善管理相违背，且不利于长期市场价值，不利香港收购条例之施行。⁽³²⁾该协会在2017年8月24日写给香港交易所的信中进一步批评以提升港交所的竞争力和吸引力而呼吁引入双重股权结构的观点，认为增加在港交所上市的公司数量并不代表质量和创新，双重股权结构可能导致资本市场质量的堕落，服务质量下降等。⁽³³⁾美国机构股东服务组织的调查也显示，采双层股权结构的公司关联交易更频繁，股价更容易波动，公司治理也不够标准。⁽³⁴⁾如果结合中国资本市场和上市公司治理的现状，更有学者在2012年就指出，中国的资本市场监管和投资者保护不足以及公司治理的不透明、水平低，不适宜引入差异化表决机制。⁽³⁵⁾

存在即为合理，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

(27) Louis Lowenstein, supra note 9, at 1009.

(28) Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305, 313 (1976).

(29) 张巍《资本的规则》，中国法制出版社2017年，第217-218页。

(30) ACGA: Letter to Hong Kong Chief Executive (Nov. 28, 2014), <https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=50&date2=2014&sk=&sa=>, 2019年3月8日访问。

(31) ACGA Survey on Alibaba (Apr. 15, 2014), <https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=52&date2=2014&sk=&sa=>, 2019年3月8日访问。

(32) ACGA “Weighted voting rights” in Hong Kong (Nov. 28, 2014), <https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=51&date2=2014&sk=&sa=>, 2019年3月8日访问。

(33) ACGA: letter to HKEx (Aug. 24, 2017), <https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=138&date2=2017&sk=&sa=>, 2019年3月8日访问。

(34) 王东光《类别股份制度研究》，法律出版社2015年，第62页。

(35) 同前注〔7〕，张舫文。



建一张有效的法律约束网，兴利除弊。对此，本文将在第四部分中予以讨论。

二、日本 2005 年公司法典扩大类别股种类后的实践

(一) 日本公司法强调类别股法定原则

1. 引入类别股的意义

在日本公司法下，类别股的利用目的和用途是多种多样的。^[36] 第一，扩大融资选项，回应投资者的多样化需求，以促进更多合适的融资。第二，作为控制权和共同事业安排中的一环来使用。^[37] 第三，作为余股挤出的手段发行可全部赎回类别股。第四，作为敌意收购的防御措施发行否决权股。第五，作为封闭公司的事业承继手段来使用。第六，最近也用来向董事等支付股份报酬，如发行转让限制类别股（restricted stock）。第七，用于满足规制法的规定，如银行为满足自有资本率规制等而发行类别股。

例如，某企业由于发行普通股进行股权融资比较困难，则通过发行优先股来融资，这是使用类别股的典型事例。尤其是对濒临危机、融资困难的企业^[38]和迫于提高自有资本率的金融机构等来说，确实能够让它们实现融资。^[39]但同时发行优先股后，普通股股东能够获得的分红机会和金额都可能减少。对公司而言，分红成本会增加（因为存在优先股时具备盈利必须分红）。若优先股还保留表决权，发行优先股将同样会对股权结构发生重大影响。

为了应对这些问题，有必要对类别股进行恰当的设计。如一旦发行优先股，公司的分红负担会提高，因此，可在发行时规定一定期间后转换成普通股，即发行可转换可赎回优先股。此外，为防止控制结构发生变化，可以发行无表决权的优先股，销售对象是那些对表决权和公司经营关心较少的投资者。由此可见，可以从融资的必要性和确切性、公司的分红负担、类别股东间的利益调整等多种角度出发，单独或者组合使用类别股的基本形态，进行符合各种公司情况的融资。这些类别股只要能进行合适的利益调整，可以增加公司和投资者的选项，带来增加股份价值和企业价值的效果。

2. 坚持类别股法定原则

通过立法确定类别股的种类，目的在于可以使公开公司的公众股东了解类别股在股权权益上的变化。日本公司法在 2005 年修订时，引入了 9 种类别股，允许公司可以围绕 9 个种类的事项设计内容各异的股份。^[40] ① 盈余分配，② 剩余财产分配，③ 可行使表决权的事项，④ 转让限制，⑤ 股东向公司请求回购股份，⑥ 以发生一定事由为条件，公司向股东请求赎回股份，⑦ 公司通过股东大会决议赎回全部股份，⑧ 股东大会、董事会等决议事项中，除一般决议外，还须

[36] 太田洋 = 松尾拓也編著『種類株式ハンドブック』（商事法務，2017年）将非上市公司使用的类别股分为：① 事业承继、② 合资公司、③ 风险投资企业这三类；将上市公司使用的类别股分为 IPO 时与上市后两大类。IPO 时主要是表决权类别股；上市后又分为：① 偿还本金转让限制表决权股、② 上市无表决权股、③ 追踪股、④ 股份报酬型的类别股、⑤ 为困难企业融资的类别股、以及⑥ 否决权股这六类。

[37] 保坂雄 = 小川周哉『種類株式を利用したスタートアップ・ファイナンス』商事法務 2126 号 48 頁参照。

[38] 中川浩輔 = 中村謙太『事業再生局面での種類株式の活用』商事法務 2127 号 33 頁以下参照。

[39] 根据对中国实践的考察，发行优先股的公司绝大多数属于金融行业的公司。

[40] 日本《公司法》第 108 条第 1-3 款。

经该类别股的类别股东大会决议，以及⑨由该类别股的类别股东大会选任董事、监事。不过，委员会设置公司或公开公司不能发行⑨的类别股。⁽⁴¹⁾ 这9个种类的类别股无相互重叠的部分是强行性规定，除此之外不得发行任何类别股。⁽⁴²⁾

9种类别股中，①和②是分别规定的，但没有使用“优先”“劣后”这些表述。理由是：追踪股⁽⁴³⁾ (tracking stocks) 是指与某事业部门（通常是子公司）的业绩进行联动来决定分红金额的股份，不使用“优先”“劣后”，是为了方便发行追踪股。此外，分红也可以为0，所以不叫“优先股”，而只采用“就盈余分配进行不同规定”这一表述。同样的理由也适用于剩余财产分配。第③种表决权限制股，是指对（普通）股东大会行使表决权进行某些限制。对于未限制的决议事项，表决权限制股的股东依然可以在股东大会行使表决权。

广泛承认类别股是日本公司法的特点，但是否允许上市公司自由采纳类别股，却需要得到资本市场监管者的认同。例如第⑧种否决权股，是指依据公司章程规定，股东大会、董事会、清算人会议的决议事项中，须经该类别股股东大会决议的事项，以及未经该类别股股东大会决议不产生效力的情形。⁽⁴⁴⁾ 否决权股的使用对所有公司开放，可以组成所谓“黄金股”，用于敌意收购的防御措施。但能否允许上市公司以否决权股推翻股东大会决议值得商榷。在日本法务省和经济产业省发布的《防御指针》中就认为否决权股超出了必要性和适当性的界限。东京证券交易所在其自主规制中规定，原则上不允许发行黄金股的公司上市。甚至有意见质疑公司法将⑧否决权股作为类别股的一个种类，这在法政策上是有疑问的。⁽⁴⁵⁾ 还有意见批评公司法将③表决权限制股（至少是完全无表决权）作为类别股的一个种类处理，甚至认为公司法禁止在委员会设置公司或公开公司中使用⑨的分级董事会，但对于⑧否决权股不做任何限制，这是缺乏一致性的表现。

（二）日本公众公司中的优先股实践

在日本上市公司实践中，主要还是优先股为最常使用的类别股。如银行发行优先股以满足自有资本率；陷入经营困难的企业为重建而发行优先股；向不关心公司经营而只关心分红的投资者发行无表决权优先股等。而劣后股则多见重建时的公司关联人来认购。⁽⁴⁶⁾ 最近在进行债转

(41) 日本《公司法》第108条第1款但书。

(42) 江頭憲治郎・前掲（注15）138頁。

(43) 持有追踪股的股东与持有普通股的股东两者之间可能存在尖锐的利害冲突，因为前者追求“特定事业部门价值的最大化”，后者关注的是“企业整体价值或特定事业部门以外价值的最大化”。典型的例子是大幅度缩减或者废除该特定事业部门的事业的情形。所以，有必要事先在章程或者包括所有关联当事人的合同中，明确处于该情形下应当如何处理，尤其是明确此时经营者的裁量范围。但实践中依然存在着非常大的不确定性因素，基本上很难让所有关联当事人都参与达成合意，包括类别股东通过诉讼获得救济的效果。首先，作为公司董事不得不从公司整体的企业价值出发来行动；其次，一旦董事如此行动，即便会给某类别股东带来不利，但只要履行了公司法上要求的程序，则不违反其注意义务和忠实义务。此时，是与注意义务的一般情形下相同，以经营判断原则来判断，还是引入一种忠实义务的因素，目前还没有定论。不过，基本上认为可以适用经营判断原则（董事自身是某一类别股的大股东的除外）。

(44) 日本《公司法》第323条。

(45) 江頭憲治郎・前掲（注15）138頁。

(46) 关于劣后股的使用，参见丹羽昇一『転換型後配株式活用の一事例』商事法務1026号11頁以下。从理论角度来看探讨表决权类别股的文献有：加藤貴仁『議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か？』証券アナリストジャーナル52巻11号16頁以下。在2005年日本公司法出台前，日本的上市公司以前曾发行过分红劣后股，如神户电气铁道和尼崎制刚所等公司就发行过当时被称为“后配股”的劣后股（1950 - 1960年底）。其中规定，在普通股每年分红一定比例之前，劣后股不分红。



股 (DES) 时, 作为债务的转换方式, 也有发行劣后股的。理论上, 在分红之际, 劣后股的顺位在优先股和普通股之后, 可以以更低的价格发行; 且若附有表决权的, 可以相对强化控制权。因此, 劣后股常用于公司发行优先股和普通股困难的情形, 或者用于事业承继、维持创业者的控制权、债转股 (DES) 等目的。例如, 眼睛超市公司为了将公司债务转换为股份, 专门发行了劣后股。

在日本, 与表决权有关的类别股常和优先股组合在一起使用。典型的例子是盈余分配优先股往往是无表决权股。对所有事项都没有表决权的被称为全部表决权限制股; 仅对部分事项没有表决权的被称为部分表决权限制股。

以下将通过日本上市公司使用优先股的几个实例⁽⁴⁷⁾, 窥视日本优先股的实践。

第一个实例为瑞穗金融集团发行的优先股, 是日本无表决权优先股的代表。该优先股中有优先分红和优先分配剩余财产的规定, 公司先于普通股东支付一定的优先红利和优先剩余财产。如果某事业年度中, 公司未向优先股东支付全部或者部分优先红利的, 不足部分不累积到下一个事业年度 (非累积型); 公司向普通股东分红时, 优先股股东不参加该分红 (非参加型)。优先股股东在股东大会上不具有表决权, 但优先分红的议案未能在年度股东大会上提交的, 自该股东大会起至优先分红的决议作出时为止, 优先股的表决权复活。

第二个实例是伊藤园发行的优先股。⁽⁴⁸⁾ 该优先股也是附表表决权复活条款的无表决权优先股。值得关注的是: 优先分红权的内容, 即按照普通股每股分红金额的 125% 支付优先红利, 以及该优先股可以上市交易。⁽⁴⁹⁾ 这是为了扩大融资选项, 回应投资者的多样化需求, 以促进更多合适的融资而发行的优先股, 也是优先股上市的唯一实例。与普通股相比, 它是以较大地折价进行交易的。⁽⁵⁰⁾

第三个实例是丰田汽车发行的附本金偿还权的转让限制表决权股, 被称为“AA 型类别股”。⁽⁵¹⁾ AA 型类别股具有与普通股相同的表决权内容, 但是优先股, 自发行 5 年后股东有权请求转换为普通股, 或者请求公司以发行价加上累积未分配红利等的合计金额回购, 也可以由丰田公司以发行价加上累积未分配红利等的合计金额强制赎回该类别股。同时它也是转让限制类别股。依据丰田公司的说明文件, 发行 AA 型类别股的目的是让重点关注公司中长期价值提升的股东对公司经营具有一定的影响力。⁽⁵²⁾

(三) 通过单元股的设计实现差异化表决的实践

我们注意到日本公司法规定的 9 种类别股, 事实上并不包括表决权类别股, 如双重表决权

(47) 关于上市公司使用类别股的详情, 参见宫下央 = 松尾和廣『上場制度と種類株式』商事法務 2123 号 24 頁以下。

(48) 关于伊藤园的优先股, 参见葉玉匡美 = 高原達弘 = 宮下央『上場種類株式の設計・発行に関する実務上の留意点』商事法務 1811 号 37 頁。

(49) 关于优先股上市时的问题点等, 参见神谷光弘 = 西理広『上場を前提とした無議決権優先株式の設計上の留意点』商事法務 1838 号 29 頁以下。

(50) 理由有: 市场相关人士的理解不充分, 不是东证股价指数 (TOPIX) 的对象, 不是众多机构投资者的投资对象从而导致流动性低下。太田・松尾・前掲 (注 36) 294 - 295 頁参照。

(51) 关于丰田汽车的 AA 类别股, 请参见太田洋『上場会社による種類株式の活用と課題 (上) [下]』商事法務 2084 号 4 頁以下、2086 号 27 頁以下; 太田・松尾・前掲 (注 36) 236 - 269 頁、加藤貴仁『上場会社による種類株式の利用』ジュリスト 1495 号 18 - 20 頁など参照。

(52) トヨタ自動車株式会社『第 1 回 AA 型種類株式に関するご説明資料』1 頁 (2015 年 6 月 16 日) 参照。https://www.toyota.co.jp/pages/contents/jpn/investors/stock/share_2015/pdf/commonstock_20150616_02.pdf。

股或者复数表决权股，但在实践中不妨碍表决权差异化的实施。例如，CYBERDYNE 公司就发行了事实上的复数表决权股。该公司为了让创业者保留控制权，控制技术使用，通过使用类别股和单元股来发行事实上的复数表决权股，而非直接构建双重表决结构，受到了广泛关注。⁽⁵³⁾ 实际上，即便是股份内容相同的类别股，只要将单元股每 1 单元的股份数加以变化，就成为复数表决权，一般将该股份称为表决权类别股。⁽⁵⁴⁾ 但由于日本公司法关于类别股的规定，仅对表决权的决议事项进行限制的表决权限制股（包括无表决权股），并未正面承认复数表决权股。因此，能否使用单元股而组成事实上的复数表决权股，其合法性和适当性引起了广泛的探讨。日本公司法未正面承认复数表决权股的理由大致有二：第一，如果以复数表决权股的方式让现金流权与公司控制权进行分离，可能会导致在表决权基础上形成的公司治理结构无法有效运转。第二个理由则是第一个理由的具体表现，即出资上的少数派股东会成为控制权层面的多数派，由此可能作出侵害出资上的多数派股东利益的决定，典型的例子是向出资上的少数派不当转移利益，如高额报酬、高职务消费等。

2014 年 3 月 26 日 CYBERDYNE 公司在东证 MOTHERS 市场上市其普通股中，有 1 单元 100 股无转让限制的普通股，也有 1 单元 10 股转让限制类别股——B 类别股，B 类别股附有可回购和可赎回条款。由此，A（筑波大学教授）以 43% 的出资保有 87% 的表决权。根据东京证券交易所的《关于上市审查等的指引》，当经济利益与控制权产生较大分离时，要求“当产生以极小出资比例控制公司的情形时，无表决权股或者少表决权股的结构是能够撤销的”，“该 IPO 上市申请发行的有关股份是少表决权股的，应当规定当多表决权股转让时转换为少表决权”。前者被称为突破条款（breakthrough provision），意指当取得公司已发行股份数的一定比例（CYBERDYNE 公司是 75%）的人出现时，撤销该差异化表决架构；后者为落日条款（sunset provision），意指引进该架构的目的已达成，或者确定无法达成等情形下，撤销该差异化表决架构。这样被要求的考虑是，最好不要超越引进该架构的目的而去明显地限制公司治理的功能，同时也不希望过度限制控制权的移转。依据 CYBERDYNE 公司提交的有价证券备案书中规定了（b）突破条款和（c）落日条款。而仔细阅读其中的突破条款，你会发现能够触发上述条款将 B 类别股转换为普通股的两种情形事实上形同虚设：即要约收购人拥有的公司股份数达到了公司已发行股份（库存股除外）总数的 3/4 以上的；在股东意思确认程序中出席表决权 2/3 以上的股东赞成该转换的。⁽⁵⁵⁾ 如上所述，在该公司的结构中，A 持有已发行股份总数的约 43%，持有表决权的约 87%，收购人达到 3/4 或者股东确认程序中达到 2/3 多数同意几乎是不可能的。因此，除非是 A 自己出售、处分股份，或者自行同意触发落日条款等，否则是不可能触发这些条款的。

（四）详尽的类别股东大会制度对保护表决权弱势的投资者意义重大

类别表决及类别股东大会制度是赋予表决权弱势群体参与公司治理的有效通道。日本公司

(53) 关于 CYBERDYNE 公司多的实例，参见戸嶋浩二『複数議決権方式による種類株式上場の実務と展望』商事法務 2032 号 82 頁以下；澤口実 = 戸嶋浩二『議決権種類株式の上場』ジュリスト 1470 号 34 頁以下。

(54) 东京证券交易所 2014 年 2 月 5 日公布了《关于促进 IPO 活性化上市制度再审视》，允许发行表决权类别股的公司上市，此后修改《关于上市审查等的指引》，明确了基本立场。关于表决权类别股，参见加藤貴仁『議決権種類株式は資本市場を破壊するのか?』、神作裕之責任編集 = 資本市場研究会編『企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言（2015 年度版）』（2015 年）141 頁以下。

(55) 这里的股东意思确认程序是指，将普通股和 B 类别股的任一单元股份数均被视为 100 股，并在此基础上计算出出席表决权数。



法不仅对种类股份做了多达9种类型的确认,而且还特别规定了类别股东大会制度。这是日本公司法规范公司差异化表决制度的又一大亮点,恰恰也是我国优先股实践中的薄弱环节。

日本《公司法》第2条第14项明确规定类别股东大会是由类别股东参加的股东大会。在类别股发行公司中,由某一类别股的股东为成员组成的合议体,公司如果实施会给类别股东的利益带来重大影响的法定事项,以及章程规定的事项时,需要经过该类别股东大会的决议。这是仅由共同利害关系的类别股东组成的合议体作出的集团性意思决定,目的就是实现类别股东团体性保护和调整公司利害关系。例如,当公司发行类别股时,类别股中有着与普通股不尽相同的新的内容。此时,公司股份内容的多样化,使得股东间的利害关系变得不再均一化,一方面仅由公司经营者与投资者之间的谈判交涉来保护既有的不同种类的股东可能不够充分,另一方面对经营者而言,由于其行为规范不明确,很可能在类别股东的利害关系中处于左右为难的境地。所以,有必要通过类别表决的方式对股东间的利益进行调整。

类别股东大会仅能够就公司法规定的事项和章程规定的事项进行决议⁽⁵⁶⁾,这是考虑到类别股自身的多样化以及类别股内容决定方式的灵活性,即章程中只规定纲要的内容,而通过股东大会决议将得到大幅扩展,类别股东间利害关系对立的情形也逐渐扩大。因此,公司法设置类别股东大会制度,用于调整不同类别股东的利益十分必要。

日本公司法将类别股东大会区分为法定类别股东大会和任意类别股东大会,前者的决议事项由公司法明确规定,主要是指类别股发行公司如若进行以下事项表决时,该行为可能会给某类别股东造成损害,因此,如果没有该类别股东大会的决议则该公司行为将不产生效力。后者则指公司章程自行规定的类别表决的事项。

关于法定类别股东大会决议事项,主要有:①追加种类、变更内容、增加可发行股份总数或可发行类别股总数,②股份合并、股份分割,③无偿发行股份,④配售股份,⑤配售新股预约权,⑥无偿发行新股预约权,⑦公司合并、分立等组织再编行为等。⁽⁵⁷⁾

法定类别股东大会的决议事项除公司法规定的事项外,是否涵盖其他事项,日本学界有不同的见解。有观点认为:从立法意图来看,当初是为了让类别股东大会决议的情形得以明确,因此,《公司法》第322条第1款规定的上述事项应当属于限定列举。⁽⁵⁸⁾但也有反对意见指出,法定类别股东大会的决议事项属于限定列举,当法定类别股东大会讨论的事项未列举而在章程中规定的,也就意味着章程赋予了该类别股东否决权。⁽⁵⁹⁾公司法的规定只不过是列举⁽⁶⁰⁾,而公司法已经将其内容的确定授权给股东大会进行决议,如减少具体的优先分红金额,缩减累积未分配优先红利的请求权⁽⁶¹⁾,只要存在对该类别股东构成损害,就应属于法定类别股东大会应当决策的事项。

至于何种情形构成“造成损害”,这得通过解释论来分析,目前存在着诸多见解,但以一定

(56) 日本《公司法》第321条。

(57) 日本《公司法》第322条第1款。

(58) 相澤哲=葉玉匡美=郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法 千問の道標』(商事法務、2006年) 103頁。

(59) 神田秀樹・前掲(注2) 80頁;江頭憲治郎=門口正人編集代表『会社法大系第3卷(機関:計算等)』(青林書院、2008年) 第91頁等。

(60) 岩原紳作編『会社法コンメンタール7 機関(1)』353頁(山下友信)(商事法務、2013年)、江頭憲治郎・前掲(注15) 171-172頁。

(61) 神田秀樹・前掲(注2) 80頁指出,不得以类别股东大会决议的多数决来减少优先分红金额。

程度的类型化进行解释是主流。此外，公司法为了确保不同情形下的不同处理，即使没有章程授权，也在很多条文中规定了类别股的处理方式。⁽⁶²⁾ 目前，学说上的对立主要集中于：就公司的某项行为，章程中已有调整类别股东间权利的规定，如果该规定具有合理性，原则上是否需要类别股东大会？有观点认为，由于不会“造成损害”，则不需要法定类别股东大会；还有观点认为，原本章程规定的目的就是不经类别股东大会制度来调整类别股东间的利益，因此可以排除类别股东大会。⁽⁶³⁾ 但也有观点指出，根据不同类别股来决定选择不同的处理方式，在很多情况下是比较难的。⁽⁶⁴⁾ 此时，有必要让可能造成损害的类别股东进行类别股东大会决议，通过类别股东大会制度来调整不同类别股东间的利害关系。

2005 年公司法制定前，公司发行多种股份的，一般情况下，变更章程会给某类别股东造成损害时，除股东大会决议外，还需要该类别股东大会决议，①是特别决议，② - ⑥是普通决议即可（《公司法》第 324 条第 1 - 3 款）。对于该规则，由于章程变更是否会对某类别股东造成损害在很多情形下不甚明确，从实务的角度看对于适用范围的明确有着强烈需求。因此，公司法特将需要类别股东大会决议的事项限定于上述事项；同时作为例外，也允许章程规定排除类别股东大会决议。不过，公司进行①事项的，不得排除（但有关单元股份数的除外）（《公司法》第 322 条第 2 - 3 款）。这样规定的理由是，要求类别股东大会决议其实是赋予该类别股东否决权，也可能会引起机会主义行为。⁽⁶⁵⁾ 如果章程中规定无须经类别股东大会决议，公司实施② - ⑥事项决议时，该类别股东享有股份回购请求权（《公司法》第 116 条第 1 款第 3 项）。另外，公司实施合并、分立等组织再编行为的，不在此限。这是因为在组织再编行为中，股东当然有股份回购请求权。

公司可以章程规定来扩张类别股东大会的决议事项，作为某类别股的内容，在股东大会决议事项中加入该决议，即需要以该类别股东为成员的类别股东大会决议。如果未经该类别股东大会决议，该行为不产生效力（《公司法》第 323 条）。这就赋予了类别股东否决权。虽说是章程自治，但这其实是废除了股东大会和董事会等代表公司全体利益机关的权限，将公司的意思决定委托给由部分类别股东构成的类别股东大会，当然在解释上要受到制约。比如，将其范围限定于“与该类别股东的利害存在密切关系的事项”，除此以外的事项即便被规定为任意类别股东大会的决议事项也是无效的。⁽⁶⁶⁾ 作为任意类别股东大会的决议事项有：①关于转让限制类别股的转让同意事项，以及②关于追踪股联动对象子公司的董事等人事事项。

三、中国 2005 年公司法施行后的差异化表决的实践

（一）中国现行公司法对差异化表决机制的态度

从我国现行公司立法来看，在表决机制上采用了区分立法模式。对有限公司，基于其封闭性、人合性特点，公司法在规定股东会会议按出资比例进行表决的同时，明确规定章程可

(62) 如日本《公司法》第 180 条第 2 款第 3 项，第 183 条第 2 款第 3 项，第 278 条第 1 款第 4 项，第 749 条第 2 款等。

(63) 神田秀樹·前掲（注 2）79 頁。

(64) 江頭憲治郎·前掲（注 15）171 頁。

(65) 江頭憲治郎·前掲（注 15）172 頁。

(66) 江頭憲治郎·前掲（注 15）322 頁。



以排除按“出资比例”进行表决(第42条),同时在第34条规定,可以不按出资比例分取红利或者在公司增资时不按出资比例行使优先认购权。这是基于有限公司的“属人规则”。但对股份公司能否发行不同类型的差异化表决的股份态度则比较暧昧,既未明确禁止,也未允许发行。《公司法》第126条强调,“同种类的每一股份应当具有同等权利”,“同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同”。这是否意味着公司可以发行不同种类的股票,只要同种类的股票具有相同的权利内容、价格即可呢?加之第131条的规定,直接授权国务院可以规定其他种类的股份⁽⁶⁷⁾,所以结论便是我国公司法不禁止差异化表决股份的发行。但是如果结合《公司法》第103条的规定,我们又对上述推断持怀疑态度。该条规定为“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权”,没有提及差异化表决。因此又可以说,我国公司法并未为差异化表决股份的发行留有必要的接口。

在此有必要提及我国公司法实施之前的《股份有限公司规范意见》(1992年发布,已失效),其中明确规定了优先股,内容十分详尽。该规范意见第23、38、39、71、102条的内容均属于优先股的规定,内容从优先股股东的权利内容、如何优先分配、可否累计以前年份未支付股利、清算中优先于普通股收回投资等。其中涉及表决权的規定主要有两点:一是在普通股股东大会上,优先股股东无表决权。一是在出现公司连续三年不支付优先股股利时,优先股股东恢复表决权及其他的股东权利,即享有普通股的所有权利,包括出席或者委托出席股东会并行使表决权;可以依法或依公司章程的规定转让股份;可以行使知情权、进行监督、提出建议或质询;可以按其股份取得股利;公司终止后依法取得公司的剩余财产等。今天看来,1992年的《股份公司股份意见》对优先股无表决权以及特定情形下表决权恢复的规定,比今日之公司法对待差异化表决权架构的态度更为开放。

(二) 为推动企业充实资本,国务院颁布优先股指导意见正式推出优先股

我国差异化表决机制的实践也是从优先股开始。⁽⁶⁸⁾ 2013年底国务院根据公司法赋予其对公发行其他类别股份进行另行规定的授权,出台了《国务院关于开展优先股试点的指导意见》,启动了上市公司类别股的试点。随之证监会2014年3月发布了《优先股试点管理办法》,明确了在上市公司和非上市公众公司中推行优先股试点。⁽⁶⁹⁾ 五年来,优先股这一融资方式越来越受到融资方和投资者的青睐。据不完全统计⁽⁷⁰⁾,截止到2018年底,我国共计有27家上市公司、23家非上市公众公司发行了优先股。⁽⁷¹⁾ 就发行优先股的行业来看,27家上市公司中,19家属

(67) 这一规定保留了1993年《公司法》第135条的同样规定。

(68) 在我国公司法正式出台之前,我国已有上市公司发行优先股。如深发展曾在1990年发行了1148万股优先股。但这不属于法定类别股。参见马庆泉《中国证券史》,中信出版社2003年,第41页。

(69) 这意味着,封闭的股份公司不能发行优先股。

(70) 在此要感谢我的硕士学生李晓伟、徐冉,以下文中关于优先股的数据来自于他们的详细查询与整理。

(71) 其中在深交所发行优先股的有4家:宁波银行、平安银行、晨鸣纸业、牧原股份;在上交所发行的有23家:农业银行、中国银行、浦发银行、兴业银行、康美药业、建设银行、招商银行、工商银行、光大银行、中原高速、中国交建、中国电建、北京银行、南京银行、华夏银行、交通银行、中信银行、江苏银行、杭州银行、中国建筑、上海银行、贵阳银行、民生银行(香港联交所挂牌);在新三板系统发行的有23家:中视文化、高峰科特、齐鲁银行、贝融股份(终止挂牌)、钢泓科技、时代电影(终止挂牌)、晖速通信、肇庆动力、裕丰威禾、通力定造、中导光电、海帝股份、新荣昌、云叶股份、顺兴股份、绿湖股份、润生堂、纬而视、远东国兰、美味源、鑫辉精密、紫丁香、通海绒业。

于货币金融服务类的公司（主要是商业银行），在上市公司发行优先股的总数中占据了70%，表明商业银行有极高的维持资本充足率的需求，故其更有发行优先股进行融资的动力。⁽⁷²⁾ 但在新三板上发行优先股的23家公司中，七成为制造业，商业银行只有1家。就优先股的发行时间来看，五年来呈逐年上升的态势。2014年5家，2015年8家，2016年10家，2017年13家，2018年14家。在50家发行优先股的公司中，发行两次以上的有9家公司，其中还有1家发行了三次优先股。总体而言，以上50家公司的优先股发行具有共性：一是不仅新三板挂牌公司优先股的发行采用非公开发行，在两个交易所上市的公司亦采纳向合格投资者非公开发行。而购买优先股的合格投资者以基金公司（24%）、信托公司（19%）、保险公司（19%）、资产管理公司（13%）、商业银行（9%）、证券公司（4%）等金融机构为主，其他类型的合格投资者仅占13%的比例；二是优先股的面值均为1股100元；三是股息支付次数均为每年派发1次；四是均授权股东大会有权取消股息支付。

而具体到优先股股东权利的安排，通过查询所有发行优先股的公司章程和发行说明，约定不尽相同。一是关于上一年度未实现的优先股利分配可否累计到下一个年度，有38%的优先股发行认可累积，但不允许累积的仍高达62%；二是关于优先股股东可否参与公司普通股的分红，绝大多数的公司都不允许优先股股东参与普通股分红，比例高达92%，仅有四家公司给予了优先股股东参与普通股分红盛宴的权利；三是优先股可否回售及可否转换为普通股，则有39%和45%的公司允许优先股被回售和转换，所有的银行都规定了强制转换的条件和场合，但非银行企业都没有做此规定；四是股东权利是否在公司章程中作出特别规定，高达85%的公司都在章程中明确优先股股东权利，具体内容涉及到以下方面：

（一）优先于普通股股东分配股息；（二）清算时，优先于普通股股东分配本行剩余财产；（三）出现本章程规定的情形时，优先股股东可以出席本行股东大会并享有表决权；（四）按章程规定的方式恢复表决权；（五）享有对业务经营活动提出建议或质询的权利；（六）有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告；（七）对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议的股东，要求公司收购其股份；（八）依照法律、法规及本章程的规定转让、赠与、质押其所持公司股份，但相关股份受让方为有关法律、法规规定的合格投资者，且非公开发行的相同条款的优先股经转让后投资者不得超过200人；（九）表决权恢复的优先股股东享有请求、召集、主持、参加或者委派股东代理人参加股东大会的权利；（十）公司召开董事会及股东大会审议重大投融资、对外担保（指标的额超过1000万或标的额超过净资产10%孰低者，净资产以董事会及股东大会召开前公司披露的最近一期易及关联担保的，公司按照通知普通股股东的程序，及时通知优先股股东，优先股股东有权列席公司董事会及股东大会；（十一）法律、行政法规、规章和本章程规定的优先股股东应享有的其他权利。

从以上优先股股东享有的权利列举看，主要分为优先分红权和优先清算权；表决权恢复的章定场合以及请求、召集、主持股东大会的权利；知情权；特定场合请求回售权；可以有条件地转让权利；以及在股东大会讨论特定事项时有列席股东大会的权利。

在试点背景下，中国优先股的实践呈现出以下几个鲜明特点：一是发行方案高度雷同。如目前发行优先股的公司比较倾向于发行非累积、非参与、可赎回、不可回售的优先股，在具体的条款表述方面也大都采用相似的表述，缺乏个性化的设置；二是发行主体的融资需求大于控股权需求，特别是商业银行，主要目的是维持资本充足率。其他企业发行优先股的动机更多地是

⁽⁷²⁾ 据不完全统计，有17家银行共计发行了24次优先股，大概只有5次发行后资本充足率还是下降，绝大多数银行发行优先股后资本充足率有所改善。



青睐融资的便利,尤其在证监会严格定向增发条件的背景下;三是发行对象实力雄厚,全部为实力强大的机构投资者,没有自然人投资者的参与。显然,机构投资者具有更为强大的与发行主体进行议价磋商的能力。

优先股股东虽然在利益分配和财产清算方面享有优先的权利,但通常没有表决权或者限制表决权,因而其合法权益在不彰的公司治理下难以获得有效保障。优先股股东利益保护的一大利器是类别表决制度。虽然公司中的优先股股东不享有普通股的表决权,但涉及到公司的优先股股东利益的决策,为了保护优先股股东的权益不被侵害,事先规定特殊事项和特殊场合,优先股股东享有类别表决权就很重要。国务院的《指导意见》第1条第5项“表决权限制”中规定了优先股股东有权进行表决的五种情况,中国证监会出台的《管理办法》第10条基本上复制了《指导意见》的规定。⁽⁷³⁾虽有规定,但由于管理办法的层级较低,且类别表决的具体场合规定简陋,详尽的程序规则缺省,同时监管不力,因此执行不彰便成为普遍问题。例如,在上述50家发行优先股的公司中,有9家公司曾多次发行优先股,但除了光大银行之外,其他公司再次发行都未经过先期优先股股东的表决。尤其是晨鸣纸业,发行了3次优先股,其中后两次优先股的股息率还高于第一次发行的优先股股息率,但在再次发行过程中也没有通过优先股股东参与类别表决。可见,优先股股东的类别表决权的落实情况令人堪忧。

优先股股东利益保护的另一利器就是表决权恢复制度。根据《管理办法》第11条的规定,如果发行优先股的公司不能按照章程约定支付优先股的股息达到一定会计年度的,优先股股东在当年股东大会作出不按约定分配利润方案的次日起恢复表决权,直至优先股股息实现了分配时为止。显然,我国采取了强制性规定优先股股东表决权恢复的场合,系不能按照约定实现股息分配,这也是优先股股东最核心的基础利益。这样的强制性规定是非常必要的,属于对优先股股东提供的最低限度的保护。但是,其他优先股股东利益受损的场景,第11条并未列举,只是赋予章程自行约定。而实践中没有一家公司在章程中约定其他情形的。

(三) 差异化表决权制度安排的呼之欲出与大型独角兽企业的多样实践

21世纪以来,中国的改革开放推动了新经济公司的快速发展。而双层股权结构因契合新经济公司创始人/管理者对控制权的偏好而受到青睐,俨然成为新经济领域的新趋势。2017年中国新经济公司赴美上市达25家迎来了新一轮爆发,双层股权结构是中国公司选择美国上市的重要因素之一。而那一年在中国大陆本土上市的高新技术企业占比近80%,所以,中国的新经济公司已经强势崛起。

事实上,中国的一些独角兽企业早就开启了差异化表决的尝试,也创设了不同的模式,并在海外市场成功上市。主要有:

1. 创始人享有董事会人选的特别权利。董事会是公司日常运作的操控人,通过限制其他股东表决权选任董事的权利,以保证控制人能选择自己信任的人出任董事,实现自己的控制。例如,阿里巴巴的合伙人团队控制董事会成员的提名。根据其公开说明书,阿里巴巴的董事会成

(73) 《管理办法》第10条规定,出现以下情况之一的,公司召开股东大会会议应通知优先股股东,并遵循《公司法》及公司章程通知普通股股东的规定程序。优先股股东有权出席股东大会会议,就以下事项与普通股股东分类表决,每一优先股有一表决权:(一)修改公司章程中与优先股相关的内容;(二)一次或累计减少公司注册资本超过百分之十;(三)公司合并、分立、解散或变更公司形式;(四)发行优先股;(五)公司章程规定的其他情形。上述事项的决议,普通股股东(含表决权恢复的优先股股东)与优先股股东分别进行表决且三分之二以上通过。

员不少于9人，除非经股东会决议变更。由马云与其经营者团队组成的湖畔合伙人拥有过半数董事席位的提名权。如果其所提名的董事候选人未被股东会选任，则有提名权的人可以指派董事候选人以外的人，担任临时董事，直到下一次股东会再行选任。⁽⁷⁴⁾ 汽车之家控股股东持有普通股股本39.3%，享有任命50%以上董事成为董事会成员的决定权（董事提名与任命权）。如果控股股东任命的董事成员被解雇，控股股东仍然享有空缺补足的权力；而且由控股股东任命的董事，无需轮值卸任。⁽⁷⁵⁾

2. 对董事会会议的控制。例如，京东规定，董事会只有在创始人刘强东出席时方可有效。在投票表决议案时，如果董事所投赞成与反对某议案的票数相同，创始人便手执决定性的一票。新的董事会成员任命，同样应取得创始人刘强东的认可。⁽⁷⁶⁾ 兰亭集势的公司章程同时载明，如果议案事关公司控制权的变动，则公司创始人所持有的股份每一股享有三个表决权。⁽⁷⁷⁾

3. 双重或者多重表决权结构模式。这是差异化表决机制中使用最为广泛的一种。例如，京东的创始人刘强东在京东集团中的持股比例为15.8%，但是其拥有的表决权比例高达80%。作为香港推出接受同股不同权规则后第一家在香港上市的大陆公司小米集团，将公司的普通股划分为A、B两类股份形式，A类股份持有者享有一股一票的投票权，而B股持有者则享有一股十票的表决权。通过不同投票权结构的使用，创始人雷军及联合创始人林斌仅持有公司29.92%的股权，但可拥有81.02%的投票权。⁽⁷⁸⁾ 美团点评同样使用A、B两类股份形式，其中，A类股份持有者享有一股十票的投票权，而B股持有者则享有一股一票的表决权。在52.2亿股的股本中，A类股所占比重为14.1%，B类股所占比重为85.9%。创始人所持有的股权是14.1%，投票权却高达48%。⁽⁷⁹⁾

4. 无表决权股或者限制表决权股。公司发行的这类没有表决权或者限制表决权的股份，主要吸引的是对公司分红感兴趣，但对公司管理不感兴趣的投资者。优先股即属于此种类型的股份。但还有不享有分配和清算优先的无表决权股或者限制表决权股，此类股份会通过给予投资人较高的红利分配水平来吸引投资人。在美国上市的阿波罗集团公司。

2018年11月份我国政府宣布将在上海证券交易所创建科创板，为资本市场的众多投资者带来了期盼。值2019年新春佳节之际，中国证监会和上海证券交易所分别于2019年1月30日晚间发布了多份针对科创板的政策规则，包括《科创板首次公开发行股票注册管理实行办法》（征求意见稿）等2份部门规章和6份交易所规则，旨在“主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”。⁽⁸⁰⁾ 而在本文即将付梓之际，2019年3月1日，上述

(74) 参见朱德芳《双层股权结构之分析：以上市柜公司为核心》，《月旦法学杂志》2018年第3期，第166页。

(75) 汽车之家《章程细则》（2013年11月27日存档的F-1/A表格附件3.2），第87（1）、87（5）及88（1）段。

(76) 京东《章程细则》（2014年3月19日存档的F-1/A表格附件3.2），第90（e）、112及114段。

(77) 兰亭集势《章程细则》（2013年5月23日存档的F-1/A表格附件3.2），第21.2段。

(78) 小米集团《招股章程》，<http://www.hkex.com.hk>。

(79) 美团点评《招股章程》，<http://www.hkex.com.hk>。

(80) 2019年1月28日，中国证券监督管理委员会公布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称《实施意见》），正式确立在上海证券交易所设立科创板，并实施注册制改革试点，中国证券监督管理委员会网站，http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201901/t20190130_350485.htm，2019年2月18日访问。



证监会的部门规章与交易所的一系列规则经过一个月的网上公开征求意见修改后，正式颁布施行。科创板规则的亮点很多，其中接纳差异化表决权安排的公司科创板上市，无疑对许多高科技、创新型企业具有很大吸引力。

证监会《科创板上市公司持续监管办法（试行）》第7条对科创公司章程约定差异化表决权提出了要求，并授权交易所制定具体规则。而上交所发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》中，在内部治理的第四章，将表决权差异安排下的公司治理规则做了专节规定，可谓十分重视表决权差异安排对公司治理的冲击、挑战与应对。具体内容涉及：

1. 上市公司具有表决权差异安排的，应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。显然，详细的信息披露有助于公众投资者了解发行人的差异化表决权股份安排的真实结构，对未来的持股公司发展前景和控制权风险进行恰当的评估。

2. 允许发行人首次公开发行并上市之前设置表决权差异安排，且不允许上市后以任何方式设置此类安排。Gilson教授认为，规范不同表决权股份发行的方法应该是禁止控股股东利用不同投票权的设置增强自己的控制地位，而对为维持自己控制地位而发行不同投票权股的行为则不予限制。⁽⁸¹⁾ 如果允许公司上市后设置差异化表决权安排，意味着将改变股东权利的现状，可能损害公众股东的合法权益。

3. 对特别表决权股份的持有人资格提出要求，应当为对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体，持有的股份还应达到公司全部已发行有表决权股份10%以上。很明显，本条是对特别表决权股东的资格要求，一方面强调只能把高表决权赋予那些对公司有特定贡献的人，也可以理解为这些人在以“人力资本”出资。当然，对公司的现金流贡献也不能小于有表决权股份的10%。本条中比较遗憾的地方有两点：一方面未将持有人资格明确限定为自然人，另一方面允许该等人员实际控制的持股主体成为持有人，此处的持股主体是自然人还是公司并未明确。若为后者，一是公司成为“法人董事”，与我国现行公司法的规定不一致；二是金字塔结构与差异化表决权安排叠加，将进一步加大超级表决权股东与普通股东在经济利益上的分歧⁽⁸²⁾；三是变相鼓励隐名股东的安排。

4. 上市公司章程应当规定每份特别表决权股份的表决权数量，且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。将普通股的不同表决权限定在10倍以内，将有利于限制现金流与控制权的背离程度，防止高投票权股东与低投票权股东之间利益冲突的加大。

5. 除公司章程规定的表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。例如分红权、知情权等。

6. 公司一旦上市，特别表决权的比例不得提高；若因股份回购等原因可能导致特别表决权比例提高的，应当同时采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施，保证特别表决权比例不高于原有水平。这一规定与前述公司上市后不得发行特别表决权股的规定具有一致性。

7. 上市公司应当保证普通表决权比例不低于10%，以保证公司法规定的普通股东享有的提

(81) Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: the Relevance of Substitutes*, 73 VIRGINIA LAW REVIEW 807, 843 (1987).

(82) 张巍《中国版“同股不同权”出炉：不算太迟的几点建议》，比较公司治理公众微信号，2019年2月5日访问。

议召开股东大会的权利和提起股东大会议案的权利得以行使。

8. 特别表决权股份不得在二级市场进行交易，但可依本所有关规定进行转让。

9. 规定了特别表决权终止的场合：一是持股人丧失符合要求的资格；二是持股人丧失了对相关持股主体的实际控制；三是持有人将特别表决权股份转让或者委托他人行使；四是公司控制权发生变更。以上规定为触发型日落条款和突破条款（指第四种场合），对防止超级表决权的固有性是非常有意义的。但是，这一规则没有引入期限型日落条款也是比较遗憾的，与经济学领域通过理论分析与实证研究形成的多数结论相悖，即差异化表决权架构对企业发展的促进是递减的。当这种表决权架构不再有利于企业的发展时，缺乏期限型日落条款，将使差异化表决权架构成为永久安排，无疑，滥用控制权的风险不断加大。⁽⁸³⁾

10. 特定事项的平等表决权规定。当发生下列事项的决策时，特别表决权股份与普通表决权股份享有相同的表决权。主要有：对公司章程作出修改；改变特别表决权股份享有的表决权数量；聘请或者解聘独立董事；聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所；公司合并、分立、解散或者变更公司形式。

11. 持续性披露和特别事项的披露要求。

12. 监事会的监督要求。

13. 特别表决权股东应当遵守法律法规，遵守公司章程，不得滥用控制权。

总体而言，中国科创板在推出差异化表决权安排的同时，设定了上述各项规则来矫正失衡的特别表决权股东与普通表决权股东的利益，加强了控制权的控制，应当说值得赞赏，可圈可点。

四、学习日本经验，创新差异化表决下的控制权约束机制

如前所述，面对新经济时代的到来，我们的公司法律制度必须与时俱进，拥抱差异化表决机制，使其成为促进现代化高科技公司快速发展的加速器；但更重要的是我们可以从各国采用差异化表决机制的成功经验与教训、实证数据与理论争鸣中吸取有益的精华，构建全方位防范控制股东滥用控制权的法律体系。当然，鉴于我国本土特征和法律环境，这一制约控制股东滥权的法律体系不得不以事先防范为主，同时也要推进事后责任追究的救济路径；应以公司法、证券法等商事特别法的强制性规定为主，同时也要允许企业在利用差异化表决机制有一定的自治空间；应以规制控制股东为直接防范措施，同时也要为公众投资者的维权确定明确的路径等。⁽⁸⁴⁾

我国与日本同为大陆法系国家，更同为亚洲国家，具有比较相似的法律传统和文化传统的背景，因此，日本关于类别股制度实践中的一些成功经验，值得我们借鉴和学习。

（一）认真处理好差异化表决架构的公司法调整与合同法规范

差异化表决权架构通过公司法的法定类别股规定进行调整，是日本类别股实施中的一大亮点，值得我们认真研究和借鉴。

针对差异化表决，应当坚持公司法法定化调整为主，章程自治或者股东会决议自治的合同

⁽⁸³⁾ Viacom 公司和 Snap 公司的例子凸显差异化表决权安排永久化的弊害。参见 Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *supra* note 24, at 587.

⁽⁸⁴⁾ 鉴于我国目前已在科创板推出差异化表决制度，此前已对相关规则进行了评论，本部分不再赘述。



法调整为辅的原则。这是因为，公开公司存在大量的公众投资者，股份数量多，通过协商而达成差异化表决权的安排，不仅极不效率，还可能因信息不对称众多小股东难以作出有利于自己权益维护的判断，甚至还因资本多数决而致自己的谈判地位不彰，自己意愿得不到体现。这将影响公众股东在资本市场上的选择。通过公司立法，确定种类股份的不同性质和基本内容与权利，将使处于种类股份中比较弱勢的公众股东，可准确判断这样的公司和股票是否值得投资。

日本公司法在2005年修订时，为因应经济生活的需要，将股份的种类增加到9种之多，并强调除公司法规定的9种类别股以外，公司不可自行设计其他类别股。即使公司控制人希望实现融资与不稀释控制权股份，也只能在法定类型的基础上使用单元股的不同方式来实现。⁽⁸⁵⁾ 这是值得我国修改公司法时予以借鉴的。而更值得学习的是日本公司法关于可以公开、有利于实施、便于监督的种类股发行的详细内容和程序性规则，包括要求在法律规定的框架内，类别股的内容可以分为章程中必须记载的事项与可规定纲要的事项。⁽⁸⁶⁾ 例如，就盈余分配设置类别不同的股份内容时，应当在章程中规定分配财产的价格决定方法、盈余分配的条件、分配财产的种类、其他分配相关处理的内容等。在程序方面，公开公司中为了避免少数派维持控制权，要求表决权限制股不得超过已发行股份总数1/2的限制。⁽⁸⁷⁾ 如果超过1/2，公司应当立即采取措施将表决权限制股的股份数降到已发行股份总数的1/2。但是，如果公司不采取必要措施，超过限制发行的股份也并非无效。若有公司和第三人因此产生损害，可以通过董事等损害赔偿責任进行救济，或者将限制表决权股恢复表决权。⁽⁸⁸⁾

另一方面，强调公司法调整为主、合同法调整为辅，还考虑的是法定的种类股比起合同法治下的各类表决权协议，如一致行动人协议、表决权拘役、表决权委托、表决权信托、征集委托投票权等，在公开、透明方面具有不可比拟的优势，由此带来的代理成本问题易被观测。换言之，上述各类表决权协议信息公开成本更高，代理成本问题不易被观测，尤其对于公众投资者来讲，其危害性更大。⁽⁸⁹⁾

我国公司法上关于种类股份的设计设置属于空白。五年前推出的优先股主要是由中国证监会发布的《管理办法》予以规范，立法层级较低、规定相对简单。尤其是关于优先股股东权益保护的一些措施，程序性规定不足，如触发表决权恢复的场合、条件、触发时点还需进一步完善；优先股股东的类别表决的保障、监督和事后救济等规定基本缺省，也是应当加强的部分。而刚刚颁行的科创板差异化表决权安排的规则，是以证监会规章和交易所的规则为主，除在内容还有需要完善的地方，立法层次低、缺乏公司法、证券法的上位法支持，依然是严格执法和司法适用中的基本问题。因此，应当在我国公司法中确定基本的差异化表决权股份的种类，便于公众投资者识别、了解和掌握。在初始规定类别股种类时，我们可以考虑由少及多，由实践

(85) 江頭憲治郎·前掲(注15)138頁。

(86) 这两者的界限可以参见日本《公司法》第108条第3款《公司法施行规则》第20条。

(87) 日本《公司法》第115条。

(88) 实践中此类损害较少发生，救济效果也很一般。江頭憲治郎·前掲(注15)148頁。

(89) LLSV(1999年)的研究发现，在东亚27个国家的20个最大公司中有27%的公司是由终级控制人通过金字塔结构来控制的；Claessens等(2000)对东亚9个国家和地区的2980家上市公司进行了研究，实证结果表明超过1/3的上市公司的终级控制人构建了金字塔结构。Faccio(2002)对西欧13个国家的5232家公司进行了研究，发现终级控制人主要通过构建金字塔结构对上市公司实施控制。参见陈爱玲、刘萌《金字塔持股结构的文献研究述评》，《商业会计》2013年第14期，第101页。

中已经采纳的优先股、双重表决权股到限制表决权股、否决权股等逐步发展。同时，要特别学习日本公司法中关于各种类别股份的产生、存续、变更的程序性规则，这些程序性规则是保护表决权弱势的股东权益意义重大。

（二）改变我国类别股东大会与类别表决制度的短板现象

所谓类别表决权，是指类别股股东（优先股或无表决权股、低投票权股）在普通股东大会之外分类召开的类别股东会上的表决权，类别股股东对变更其在公司中的参与权的有关公司议案作出意思表示（赞成、反对或弃权），从而形成类别股股东团体的意思。^{〔90〕}类别表决权主要通过类别股东大会实现。如前所述，日本公司法关于类别表决及类别股东大会的规定非常细致，值得我们学习。

类别表决制度是建立在股东平等的基本原则基础上的^{〔91〕}，是公司制度的内在诉求^{〔92〕}。股东平等原则有两层涵义：形式上的平等和实质上的平等。^{〔93〕}相同的情形，同样的对待^{〔94〕}，这是形式平等的内容；不相同的情形，则不同等对待，这是实质平等的内容。在法理上，股东平等原则的立法目的是为保护少数股东，防止多数股东利用股东大会的多数决议，做出对少数股东不利的决议。^{〔95〕}而在类别股的情境中，由于公司需要按照“不同股东、不同对待”的实质公平原则行事，当公司的决议涉及到变动类别股的权利时，须单独召开类别股股东大会进行投票表决。实质上，这也是为了防止普通股东对类别股东利益的侵害。

之所以特别强调类别表决制度，还因为差异化表决权的种类大多涉及公司法与合同法的两大私法领域^{〔96〕}，例如优先股的具体股利标准、发放次数、支付条件，一般会以协议方式记载，但若发生优先股股东与普通股股东利益冲突，法院通常都会依照普通合同予以裁判，除非在公司章程与股东大会决议中明确记载。即使依据公司合同理论，信义义务是公司合同合意不充分的补充规则，能够起到事后救济的功能^{〔97〕}。但是，当优先股股东与普通股股东发生利益冲突时，董事作为受信人，“一仆难伺二主”的困境，也是法官难以抉择的因素。因此，优先股股东的利益常常被牺牲掉。解决这一问题的关键还是要靠公司法中明确规定类别表决制度。

类别表决权的价值在于为包括优先股等类别股股东提供事前救济手段，凡根据公司法的规定须经类别股股东大会表决的议案，未经类别表决的，公司决议不能成立。在此方面，日本

〔90〕 刘胜军 《类别表决权：类别股股东保护与公司行为自由的衡平：兼评〈优先股试点管理办法〉第10条》，《法学评论》2015年第1期，第99页。

〔91〕 See James Cox, *Equal Treatment for Shareholders: An Essay*, 19 CARDOZO LAW REVIEW 615 (1997); Lucian Arye Bebchuck, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARVARD LAW REVIEW 1782 (1985).

〔92〕 参见田尧 《股东平等原则：本体及其实现》，吉林大学2013年博士学位论文，第15页以下的论证。

〔93〕 顾功耘、井涛 《论股东平等原则》，载滨田道代、吴志攀主编 《公司治理与资本市场监管》，北京大学出版社2003年，第172页。

〔94〕 〔美〕博登海默 《法理学：法律哲学与法律方法》，邓正来译，中国政法大学出版社1998年，第286页。

〔95〕 〔日〕田泽元章 《日本企业的敌意收购与收购防御措施》，杨东等译，载王保树主编 《公司重组：理论与实践》，社会科学文献出版社2012年，第129页。

〔96〕 See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1815, 1819 (2013).

〔97〕 同前注〔20〕，〔美〕弗兰克·伊斯特布鲁克、〔美〕丹尼尔·费希尔书，第93页。



《公司法》第322条列举了13种变更、限制或取消类别股股东权利的行为，授予类别股股东对这些行为以表决权，这些公司行为非经类别股东会表决通过不生效力。⁽⁹⁸⁾我国国务院关于优先股的《指导意见》和证监会《试点管理办法》认识到了类别表决权对优先股保护的重要意义，均已经规定了优先股的类别表决权。但是，相关规定未区分法定类别表决事项和任意类别表决事项。对前者而言，公司不得通过公司章程予以排除；而后者则赋予公司自治，一旦入章，一般未经类别股东大会决议的法定程序，也不得取消。同时，在公司立法时对必须经类别股东大会表决的法定事项进行列举时，不可能穷尽各种类型。因此，应当规定兜底条款，凡发行差异化表决权股份的公司，决议事项对弱势的类别股股东可能产生损害之虞的，均应为类别表决事项⁽⁹⁹⁾，而不能仅为损害发生时。⁽¹⁰⁰⁾理由在于类别表决权的价值在于为包括优先股等类别股股东提供事前救济手段。

此外，类别股东大会的召集程序、表决机制等也应当进行规定，否则，类别表决将流于形式。前述我国优先股实践中类别股东大会未被有效执行便是例证。

(三) 信息披露应当成为监督者对差异化表决权安排的上市公司的监督重点

差异化表决权架构改变了现金流与控制权的一致性，但对激励创始人的积极性意义重大。对公众投资者而言，他们期待的是能够搭上优质企业的便车，能够获得更多的红利。公众投资者需要判断的是差异化表决权架构的真实结构以及控制权被滥用的风险。所以，强化信息披露将成为对差异化表决权架构的公司监督的基本抓手。

第一，在招股说明书等相关文件上标明“差异化投票权股份控制的公司”，并在股份名称上进行相应的标记，提示投资者。

第二，信息披露文件中详细陈述和解释双层股权结构，揭露双层股权结构相关风险，指出高投票权股份持有人或受益人，持股数量等。

第三，采双层股权结构的上市公司应在招股说明书中披露公司采用这样的治理结构的必要性，这种必要性和公司治理成本的权衡是否是有效率的。

第四，公司应在招股说明中披露这种股权结构对投资者的安全性。“安全性”的说明和披露应当包括两方面：公司管理层可以被信赖的事由和不公平侵害的防卫机制。前者涉及管理层在上市前一定期间内行为的合法性、公司治理规则遵守程度，维护公司和股东利益表现何在；后者要求披露管理团队机会主行为义约束的特殊治理安排。⁽¹⁰¹⁾

第五，强化关联交易应成为差异化表决权架构公司披露监管的重点。考虑到高表决权的控制股东与公司的经济利益背离的情况，只要不触及控制权，该股东都会有继续降低持股比例，或者通过各种关联交易（获取高新报酬、享受高职务消费等）谋取私利。因此，只要涉及控制人从公司获得的各种利益，都应当作为关联交易进行充分披露，让少数股东能够通过披露的信息判断其是否受到了不公平对待，以避免公司控制股东利用该交易机会牺牲低投票权股股东而

⁽⁹⁸⁾ 王保树主编《最新日本公司法》，于敏、杨东译，法律出版社2006年，第200页。

⁽⁹⁹⁾ “特别股东权益受到公司章程变更之损害（甚至在有损害之虞时）时，即应受到特别股东会保障。”参见刘连煜《现代公司法》，新学林出版股份有限公司2007年，第254页。

⁽¹⁰⁰⁾ “特别股东权利应仅指优先权利（优先权利和类别权是种属关系，优先权是类别权之一种）而言。”王志诚《特别股东权利之保障》，《月旦法学教室》第106期。

⁽¹⁰¹⁾ 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》，《证券市场导报》2014年第3期，第93页。

自肥。⁽¹⁰²⁾ 这一点在优先股管理办法和科创板上市规则中均属于薄弱环节，特别需要加强。

(四) 完善股东诉讼约束实施差异化表决安排的上市公司之控制股东

同股不同权究竟被用在正路上，增进了公众投资人的收益，还是被用在邪路上，鼓起了管理层的腰包？这个问题至少在一定程度上还取决于法院能否妥善把握审查的尺度，尽可能限制公司内部人士损害公众投资人的自利行为。⁽¹⁰³⁾

结合我国公司法股东诉讼的形式，一为直接诉讼、一为股东代表诉讼。当公司中的类别股东之间利益冲突产生争议，或者拥有控制权的股东滥用权力损害公司利益，这两种诉讼都可能发生。我国没有股东集团诉讼，而采用团体诉讼模式。两种模式的重大区别在于前者是“选择退出”，而后者是“选择进入”。由于股东集团诉讼中，股东“选择退出”的情况极少发生。因此未“选择退出”的当事人的请求权自动累计加入到集团诉讼原告方的诉讼请求中，这样原告方包容的当事人和赔偿金数额得到了极大扩张，克服股东直接诉讼“集体行动”困难，而且巨额的赔偿金及其所附带的律师费用将充分的吸引和激励最优秀的原告律师加入并投入大量的诉讼费用；同时原告累计的赔偿金额可能超过被告公司内部人所得违法受益，对其形成极大的威慑力，阻却其违法行为。⁽¹⁰⁴⁾ 而股东派生诉讼中，集体行动困难和搭便车的问题更为严重。即使公司司法解释（四）增加了胜诉的股东诉讼费用由公司承担，依然不足以激励股东提诉。我国应借鉴美国的“共同基金”规则，由股东派生诉讼所产生的共同收益来支付律师费用和相关诉讼必要费用。同时，以“胜诉酬金”制度来解决股东派生诉讼的败诉风险，让股东无后顾之忧。⁽¹⁰⁵⁾

五、结 语

习近平总书记指出，企业“强起来要靠创新，创新要靠人才”⁽¹⁰⁶⁾，差异化表决的一大功能就是鼓励创新、鼓励具有独特技能的创始人将公司做大做强。差异化表决本质是对一股一权的背离，导致现金流权与控制权比例配置的背离，使得传统的公司治理功能失灵。但我们不能因为差异化表决可能带来的弊害而拒绝接受它。恰恰相反，我们要特别关注怎样构建一张强有力的防止控制权被滥用的法律网，这正是我们法律工作者应该面对的课题，即如何在引入差异化表决机制的同时，去构建适当的公司治理新规则。从中日两国的公司差异化表决的实践来看，日本的类别股制度相对完善，其中关于类别股法定与类别股东大会的规则，对我国公司法、证券法构建相关制度可借鉴之处颇多。值得肯定的是，我国科创板已经为差异化表决权安排开拓了制度空间，一系列规则可圈可点。我们相信，随着创新型企业科创板的上市，差异化表决的实践将为我们提供更多的素材，通过公司法、证券法的修改和完善，实现对控制权的有效控制和公司治理功能的彰显，创造一个健康有序、公平对待所有投资者的资本市场。

(102) See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share One Vote Controversy*, 54 GEORGE WASHINGTON LAW REVIEW 687, 719-720 (1986).

(103) 同前注〔29〕，张巍书，第230页。

(104) 杜要中《美国证券集团诉讼程序规则及借鉴》，《证券市场导报》2002年第7期。

(105) 刘胜军《类别股法律制度研究》，清华大学法学院2015年博士学位论文，第214页。

(106) 习近平总书记在2018年两会上的讲话。