



表决权差异安排的类型化思考

杨金慧

Research on Differential Arrangement of Voting Rights

YANG Jinhui

在线阅读 View online: <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2022.0084>

您可能感兴趣的其他文章

Articles you may be interested in

关系治理对PPP项目控制权影响的实证研究

Empirical Research on the Influences of Relationship Governance to the PPP Project Control Rights

北京理工大学学报(社会科学版). 2018(3): 52 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2018.2867>

产权性质、公司治理与企业环境行为

Nature of Property Right, Corporate Governance and Enterprise Environmental Behavior

北京理工大学学报(社会科学版). 2021, 23(2): 44 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2021.5045>

通过保障对质询问权实现庭审实质化——欧美对质询问权判例的考察及启示

Realizing the Substantive Effect of the Court Trial by Guaranteeing the Right of Inquiry—The Investigation and Revelation of the Case of the European and American Right of Inquiry

北京理工大学学报(社会科学版). 2018(4): 140 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2018.2253>

制度同构下企业环境战略的异质性响应——来自重污染行业上市公司社会责任报告的经验分析

Heterogeneous Response of Corporate Environmental Strategy under Institutional Isomorphism

北京理工大学学报(社会科学版). 2019(4): 47 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2019.1985>

国际数字版权研究进展

Advances in International Digital Rights Research

北京理工大学学报(社会科学版). 2019(2): 175 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2019.2864>

控制权性质、审计师行业专长与审计定价

Nature of Control Rights, Auditor Industry Specialization and Audit Pricing

北京理工大学学报(社会科学版). 2019(1): 110 <https://doi.org/10.15918/j.jbitss1009-3370.2019.2486>



关注微信公众号, 获得更多资讯信息

DOI: 10.15918/j.jbitss1009-3370.2022.0084

表决权差异安排的类型化思考

杨金慧

(吉林大学 法学院, 吉林 长春 130012)

摘要:《公司法(修订草案)》的出台,在国内立法中正式确立非上市公司的表决权差异安排,类别股的制度设计将推动全国商事制度的重大变革。比较区分不同商业组织形式,缩短规则供求差距,探寻公司法改革的未来走向,为类别股立法提供理论支持和路径指引。围绕中国科创板和创业板为表决权差异安排提供的不同治理安排,反思上市公司治理监管的强度。坚持非上市股份有限公司的类型化思考,趋利避害,抵御控股股东滥权风险。尊重公司章程自治,为有限责任公司设置差异化表决机制“扫清障碍”。金字塔结构、交叉持股、循环控股与表决权差异安排叠加,加大了实际控制人、控股股东与中小投资者的利益分歧,企业集团的治理风险加剧。在差异化表决机制下,必须限制特殊表决权股的设置时间和存续时间,提供中小投资者行权的司法保障,完善中小投资者退出的股份回购请求权,使其“进入”有保障,“退出”有方法。

关键词:表决权差异安排;《公司法(修订草案)》;类别股制度;公司治理

中图分类号: DF411.91

文献标志码: A

文章编号: 1009-3370(2022)03-0127-12

2021年12月《中华人民共和国公司法(修订草案)》(简称《公司法(修订草案)》)发布,优先股与劣后股、特殊表决权股、转让受限股的法定地位正式在公司治理中确立。深圳特区作为经济发展的排头兵,特区立法先行先试。《深圳经济特区科技创新条例》(以下简称《深圳科创条例》)和《深圳经济特区商事登记若干规定》(以下简称《深圳商事登记新规》)的对接,首次在国内立法中确立非上市公司的表决权差异安排,在完善市场退出和优化企业创业环境方面走在全国前列。在全面深化商事制度改革,优化营商环境的背景下,市场的基础性作用可通过《深圳科创条例》和《公司法(修订草案)》为代表的市场经济法律制度体现,也可从历年的政府工作报告中略见端倪。

资本市场的繁荣离不开制度的保障。2016年中国政府工作报告强调“推进股权多元化改革,完善股权期权税收优惠政策和分红奖励办法”^[1];2017年“落实股权期权和分红等激励政策,推进资产证券化,发展多层次资本市场,加大股权融资力度”^[2];2018年“增加股权融资”^[3];2019年“改革完善资本市场基础制度,促进多层次资本市场健康稳定发展,提高直接融资特别是股权融资比重”^[4];2020年再次强调“深入推进大众创业万众创新,发展创业投资和股权投资,增加创业担保贷款”^[5];2021年年度重点工作是“稳步推进注册制改革,更好发挥多层次资本市场作用,拓展市场主体融资渠道,强化企业创新主体地位,完善创业投资监管体制和发展政策”^[6]。市场化已成为经济改革的大方向,中国正在向股权投资时代迈进^[7]。

企业组织形式是促进或制约经济增长的重要因素,有必要科学地区分公司组织形式,缩短规则供求差距。从科创板到创业板,从上市公司到新三板挂牌公司,从股份有限公司到有限责任公司,从单一公司到企业集团,在差异化表决的制度安排下,重新审视不同类型公司可能出现的金融风险,探寻与投资者博弈能力相匹配的监管强度,试图缓解融资者与投资者之间的利益冲突,为类别股立法提供有力的理论支撑和路径指引。

收稿日期: 2022-01-17

基金项目: 国家社科基金重点项目“授权资本制法律改革研究”(21AFX018);司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目重点课题“《民法典》实施与商法适用的衔接”(20SFB1008)

作者简介: 杨金慧(1995—),女,博士研究生, E-mail: 1554468557@qq.com

一、从科创板到创业板:差异化表决的不同安排

《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《科创板并试点注册制的实施意见》)和《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(以下简称《创业板股票上市规则》)出台后,半年时间内相关配套制度迅速落地。2019年7月22日,科创板首批25家企业上市,首日平均涨幅高达139.55%,总成交额约为485亿元,催生124个亿万富翁。但时隔不久,多家科创企业的上市审核被中止,29家私募产品因违规超额申购受处罚,透露监管从严信号。科创板的横空出世,究竟有哪些突破,又有哪些局限^[89]?差异化表决机制下的双层股权结构公司,是否会比同股同权下的单一股权企业引发更大的治理风险?迄今为止,无论理论或实证并未给出定论。有学者认为“差异化股权结构因其控制权的弱资本性、高度稳定性以及高度人身依附性所导致的所有权激励失灵、市场监督失灵、控制人失灵等诸多弊端将会逐渐呈现”,对配套制度的设计和完善提出了更高的要求^[9]。有学者质疑不能因噎废食,“差异化表决权结构具有结构稳定、预期明确、实践经验较为成熟等特征,更符合创新企业的现实需求”^[10]。还有学者强调“中国双层股权规制体系潜在问题主要体现在两方面,即规制体系风险防控机能低于预期与规制过严影响双层股权结构吸引力”^[11]。因此,如何使监管强度与投资者博弈能力相匹配,将成为完善配套制度的关键。

(一)差异化表决安排的行业准入与市值要求

差异化表决安排的行业准入模式包括限制准入和全面准入两种。中国科创板和创业板都采取行业限制规则,但由于板块之间的定位不同,对准入门槛的规定也略有差异。科创板要求“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”;创业板则设置负面清单排除传统行业,要求“服务成长型创新创业企业”,侧重强调传统产业的转型升级。理论上在深圳注册的科技公司皆可以设置特殊股权结构,但是《深圳科创条例》并未对“科技企业”进行界定,其概念、类别、准入限制和边界非常模糊。如果深圳注册的科技公司想在科创板、创业板上市,是否应该遵循上交所和深交所的上市规则?假定需要遵守上市规则,则公司是否在深圳注册对于上市而言没有影响;假定不需遵守上市规则,则在科创板和创业板行业准入的大门上打开了一个缺口。

差异化表决安排的市值限制模式包括设置准入门槛和全面准入两种。科创板发审委员郭雳教授指出,科技创新企业上市前的市场估值波动性很强,具有一定主观性,以净利润为参照标准并不科学,市值限制规则的消极影响不容忽视^{[12][143]},建议取消科创板的市值管理规定。但鉴于较大市值的公司往往治理结构和治理机制更加完善,创业板沿袭科创板对市值及财务指标的规定,《创业板股票上市规则》第2.1.4款要求发行人至少符合下列的一项标准:“预计市值不低于100亿元,且最近一年净利润为正;或预计市值不低于50亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元”。《深圳科创条例》第99条第3款规定:“设置特殊股权结构的公司,其他方面符合有关上市规则的,可以通过证券交易机构上市交易”。从文义解释的角度分析,即使是在深圳注册的科技公司如想在科创板、创业板上市,也应该遵守上交所和深交所对于市值限制的规定。

(二)差异化表决安排的持股主体资格与持股比例要求

差异化表决安排的持股主体资格通常包括“声誉名望”与“主体身份”两种考量因素。一方面,声誉名望不仅代表个人品质,还形成对持股人的道德约束,例如阿里巴巴集团的“湖畔合伙人”,需具备正直诚信等高尚品格,致力于实现公司的使命、愿景与价值观。另一方面,从主体身份属性观察,一般要求持股人为对公司作出重大贡献的自然人董事。但与香港联交所不同,科创板、创业板、新加坡证券交易所均承认法人作为持股主体,即包括“担任公司董事实际控制的持股主体”。有学者提出质疑,认为公司成为“法人董事”,将加大实际控制人、控股股东与中小投资者的利益分歧^{[13][22]},建议考察股东法人治理结构的合理性^{[14][71]}。《深圳科创条例》第99条第2款将“董事”的身份去掉,换成了“股东”,容易导致风险叠加。一则投资者之所以让渡部分表决权,是基于对创始人团队的信任,而股东并不能在公司上市后持续性地参与公司日常的经营和决策,不符合投资者的心理预期。二则《上市公司治理准则》第63条强调“控股股东、实际控制人对上市公司及其他股东负有诚信义务……不得损害上市公司及其他股东的合法

权益,不得谋取非法利益”,并在第66条规定“明确违反承诺的责任”,但并未界定“诚信义务”的内涵,以及控股股东、实际控制人违反“诚信义务”应当承担的法定赔偿责任。当特殊表决权股持有人不具有“董事”的头衔,失去了董事义务的约束,控制权被滥用的风险将成倍数激增。

差异化表决安排的持股比例往往包括设置持股上限和持股下限两种方式。一方面,为始终保持特殊表决权持有人对公司的实际控制,EHIC公司规定B类股份持股下限为5%,LinkedIn公司规定B类持股下限为10%^[15],科创板和创业板设置“公司全部已发行有表决权股份10%”的持股下限。当特殊表决权持有人合计持有的股份跌至10%以下时,创始人已丧失公司的控制权,此时特殊表决权股份的转换机制应该开启,全部股份自动转换为普通股份,以推动公司股票交易市场,增加交易量。另一方面,为保证普通表决权持有人正常行使提议召开临时股东大会并提出议案的权利,科创板和创业板要求“上市公司应当保证普通表决权比例不低于10%”。有学者建议设置特殊表决权持有人的持股上限,如规定特殊表决权股东合计持股比例不应超过公司已发行的有表决权股份的三分之二,以保障普通投票权股东在特别议案决策时的否决权^[16]。香港联交所的咨询文件中曾考虑将特殊表决权的比例上限设置为50%,但最终基于增加上市制度竞争力的考量,也仅在《主板上市规则》要求普通表决权所占比例不得低于10%。目前持股比例的设置是否合理,以及这一标准可能导致的正负影响,尚需资本市场的反馈。不同企业在发展的不同阶段所面临的治理问题必然是不同的,当立法者没有确定答案时,公司进行章程自治或许有意想不到的收获。

(三) 差异化表决安排的自动转换机制

差异化表决安排的自动转换机制分为永久性和临时性两种。一方面,科创板、创业板均规定特殊表决权股份按照1:1比例永久转换为普通股份的4种情形,但除外规定略有差异。科创板未作限制,而《创业板股票上市规则》在第4.4.8条规定“转让或者委托给受该特殊表决权股东实际控制的主体除外”。鉴于差异化表决安排对持股主体身份的特殊要求,以及企业家特质愿景的实现,创业板的規定更为合理。有学者建议借鉴加拿大多伦多证券交易所设置的“燕尾条款”,要求要约购买超级表决权股的购买方在同等条件下提出要约购买次级表决权股,以消除双层股权结构控制权股票的溢价和创始股东追求私人利益的驱动因素,保护资本股东的利益^[14]。然而考虑中国的制度现状,科创板并未给“燕尾条款”预留实践空间,在特殊表决权股份转让时,将自动转换为普通股份,要约购买方可以直接购买普通股份,无需在同等条件下要约购买全部的次级表决权股。创业板虽作出除外规定,但是“燕尾条款”的适用只会令特殊表决权股持有人内部之间的股份转让更为困难,很难实现保护资本市场上公众投资者利益的目的。

另一方面,科创板规定特殊表决权股份在行使表决权时临时转换为普通股份的5种情况,在此基础上,创业板还增设“聘请或者解聘监事”的条款。由于科创板、创业板均要求监事会在年度报告中,出具差异化表决安排的具体实施情况的专项意见,一旦监事的聘请和解聘可由特殊表决权股东决定,将直接影响专项意见的公正性,建议科创板对监事的选聘问题予以重视。值得关注的是,《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《科创板股票上市规则》)第4.5.10条和《创业板股票上市规则》第4.4.9条要求“改变特殊表决权股份享有的表决权数量”等事项的决议需经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过,明显又与10%的持股下限相冲突。当2/3的普通股被收购后,收购方完全可以按照1股1票的标准撤换原有的公司管理层,即事实上要求特殊表决权股持有人至少持有1/3(或略低比例)的普通股,才能保住公司的控制权^[17]。

(四) 差异化表决安排的信息披露要求和义务

差异化表决安排的风险揭示与信息披露关涉公众投资者的知情权,作为投资者的投资判断依据,应当成为设置特殊股权结构公司监督的基本抓手^[13]。科创板关于差异化表决安排的信息披露尺度或表述,参照中国香港联交所的规定,如《科创板股票上市规则》第4.5.11条规定“上市公司具有表决权差异安排的,应当在定期报告中披露该等安排在报告期内的实施和变化情况,以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况”。创业板在《科创板股票上市规则》的基础上,补充了对于“表决权恢复及行使情况,特别是风险、公司治理等信息”的披露,并单独设置第4.4.14条对股东大会通知的具体细节进行

规定。《科创板股票上市规则》第4.5.9条强调股份转化时相关股东的通知义务,以及上市公司的信息披露要求;《创业板股票上市规则》第4.4.11条在“特殊表决权股份转换成普通股份”的情形之外,增加“股东所持有的特殊表决权股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权”的情形和“其他重大变化或者调整”的兜底条款,但两者均缺少问责的依据。差异化表决安排的风险揭示与信息披露不应成为形式主义的“稻草人条款”,法律应规范信息披露义务人的责任主体,配合司法事后审查和问责机制,使其“长出牙齿”^[18]。

二、从新三板挂牌公司到非上市股份有限公司:差异化表决的治理追问

2020年4月9日,《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理指引第2号——独立董事》(以下简称《独立董事指引》)和《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理指引第3号——表决权差异安排》(以下简称《表决权差异安排》)同时出台,自此新三板的独立董事制度以上市公司为参考系,表决权差异安排也紧随科创板落地。2020年6月19日,《全国中小企业股份转让系统表决权差异安排业务指南》出台,进一步明确申请挂牌公司、挂牌公司表决权差异安排相关业务的办理要求,助力挂牌公司创新发展。2020年11月1日,《深圳科创条例》的施行再次扩大差异化表决安排的适用范围,推动中国商事立法的试点改革。众多媒体表示,注册制的全面推广,沪深交所、新三板和区域股权市场的联动改革,将开启多层次资本市场体系各司其职又高效联通的新局面^[19]。在“差异化表决安排”博得满堂彩的同时,也有学者提出质疑,全球扶持高成长科技企业的资本市场中只有NASDAQ一枝独秀,中国未必能够独善其身,如果发行价过高,监管跟不上,将分流A股存量资金导致股指下跌^[20]。上市公司的监管举措是否得力尚需实践的检验,在新三板挂牌公司乃至非上市股份有限公司设置差异化表决是否符合现行公司法的规定?《公司法(修订草案)》的出台将给中国的类别股制度带来怎样的影响?控股股东权力过大如何限制?

追问之一,设置差异化表决是否符合现行公司法规定,《公司法(修订草案)》的出台对中国类别股制度的影响。相比美国等国家长期的实践和理论探索,中国的类别股制度起步较晚,且散见于国务院、证监会等部门的法规、规章和文件中,至今未利用后发优势形成中国的类别股制度,因制度供给不足所引发的类别股制度体系性缺失已经成为实践中面临的最大问题^[21]^[16]。现行《公司法》第131条为股份有限公司发行类别股预留了制度空间^[22]^[27],但到目前为止,国务院仅仅规定了优先股一种类别股份,《优先股试点指导意见》属于行政法规,并未上升到法律层面,效力位阶明显较低。近年来,陆续出台的《科创板并试点注册制的实施意见》《科创板股票上市规则》《创业板股票上市规则》和新三板《表决权差异安排》以证监会规章和交易所的规则为主,不仅内容尚需完善,还存在立法层次低、缺乏上位法支持等问题。

《深圳商事登记新规》和《深圳科创条例》是深圳市人民代表大会常务委员会运用经济特区立法权,在不同宪法、法律和行政法规相抵触的前提下,制定和颁布的在深圳经济特区范围内实施的地方性法规。因此《深圳科创条例》第99条应解读为在深圳登记的科技企业可以在公司章程中约定表决权差异安排,即在深圳登记的科技类股份有限公司通过章程自治,可以变通《公司法》对于股份有限公司“一股一票”的规定,进行差异化表决的制度设计。对于在深圳以外登记设立的股份有限公司如符合科创板、创业板或新三板的要求,可以选择设置表决权差异安排进行上市或挂牌,只是尚存合法性依据的质疑;如不符合上市或挂牌的要求,则不能设置表决权差异安排。

科创板的推出、新三板与创业板的修订、新证券法的实施与深圳特区地方性新规的出台,已经对公司法改革产生倒逼效应,其对表决权差异安排的回应也刻不容缓。对此,有学者建议明确差异化表决机制的基础性规范,坚持立法宜粗不宜细,避免法律语言的冗长与冗余^[16]^[109]。有学者提出坚持立法宜细不宜粗的新理念,建议在《公司法》第4章对“双重股权结构的效力;特殊表决权股的适用范围、表决权差异倍数的限制、日落条款与权利滥用责任”等内容进行规定^[23]。正因理论界争议较大,《公司法(修订草案)》仅在第157条和第158条对类别股制度进行原则性的规定,将差异化表决机制的制度构建在“类

别股”的基础概念之下，并按照实质性权利的差异对不同类型类别股进行划分，对优先股、劣后股、特殊表决权股、转让受限股等已有概念进行一定的改良和创新，允许非公开发行股份的公司进行自治性安排，从而构建起具有包容性的类别股制度框架。

追问之二，如何防控特殊表决权股持股人的控制权滥用。高度分散的众多中小投资者结构是中国资本市场的主要特征，寻求符合本土特色的多元化中小投资者救济制度创新，成为完善监管与提升营商环境的重任所在。差异化表决制度安排模式下，如何防控特殊表决权股持股人的控制权滥用，可行的参考路径有三种，即监事会的专门监督、独立董事组成企业管治委员会监督或出具专项意见、中国式集体诉讼的司法介入。科创板、创业板选择第一种模式，香港联交所选择第二种模式，新三板选择监事会与独立董事专项报告的“双核心”模式，康美药业证券虚假陈述责任纠纷则为投资者提供了第三种选择。中国差异化表决机制的监督模式应该兼收并蓄，吸收上市公司的治理经验，为非上市的股份有限公司和有限责任公司的创新发展保驾护航。

就第一种监督路径而言，《科创板股票上市规则》第4.5.12条、《创业板股票上市规则》第4.4.12条以及新三板《表决权差异安排》第21条设置主要依靠监事会专项年度报告的监督模式。科创板因特殊表决权股可以选举监事而饱受监督效果不佳的质疑，创业板和新三板吸取科创板的经验，监事选聘时特殊表决权股按照“一股一票”进行决议，使监事会的末端式监督发挥作用。

就第二种监督路径而言，香港联交所要求独立非执行董事组成企业管治委员会监督特殊表决权股的行使；新三板《表决权差异安排》第21条设置独立董事专项年度报告和独立董事专项中期报告监督模式。根据《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，证监会要求上市公司董事会成员中必须包括1/3以上的独立董事。为了进一步完善挂牌公司治理结构，新三板《独立董事指引》将独立董事制度扩展至精选层的挂牌公司。在挂牌公司表决权差异安排的设置下，《独立董事指引》坚持“差异化监管”的原则，建立差异化的独立董事制度安排，明确独立董事的人数要求和任职资格，明晰独立董事可通过行使特别职权、发表独立意见来发挥其独立性、专业化的特性，规范独立董事的备案程序，以制度化的流程确保独立董事任职和履职的合规性。

就第三种监督路径而言，广州中院适用特别代表人诉讼程序，对康美药业证券虚假陈述责任纠纷作出一审判决，责令康美药业公司赔偿投资者损失24.59亿元，有关责任人员承担连带赔偿责任。此案标志着以投资者“默示加入、明示退出”为特色的中国式集体诉讼司法实践成功落地，作为资本市场法治建设的新标杆，或将成为一柄高悬于控股股东和实际控制人头顶的达摩克利斯之剑。目前，中国的证券投资者保护基金局限于证券公司风险防范的功能限缩，先行赔付机制局限于专项基金的个案补偿，证券行政执法和解尚处于探索阶段^[24]，中证中小投资者服务中心作为投资者的特别代表人参加的集体诉讼，将为防控特殊表决权股持股人的控制权滥用提供程序保障。

三、从理论到实践:有限责任公司的章程自治

2021年李克强总理答记者问时再三强调，要“坚持以企业为主体、遵循市场化原则，健全多元化投融资体系，强化法律服务保障”^[25]。在大众创业万众创新的时代背景下，《公司法（修订草案）》对表决权差异机制的松绑，扩大了企业的融资渠道，有助于弘扬企业家精神，提高资本支持科技创新的积极性。根据企查查大数据研究院与中国社科院城市与竞争力研究中心联合发布的报告显示，2020年有限责任公司注册量为728.07万家，同比增长6.5%；股份有限公司注册量为2.29万家，同比为1.2%的负增长；有限责任公司依旧是资本市场上数量最多、也是最为活跃的市场主体^[26]。对于表决权差异安排与有限责任公司章程自治的可能性，值得思考。

第一，通过法律解释的方法分析“股份”适用的公司类型。《深圳科创条例》第99条第1款规定：“在公司章程中约定表决权差异安排，在普通股份之外，设置拥有大于普通股份表决权数量的特殊表决权股份”。有的业界人士解读为只有“股份”，才可能设置特殊表决权股。也就是说，只有科技类的股份有限公司才能适用《深圳科创条例》第99条的规定^[27]。有的媒体解读为《公司法》第42条赋予有限责

任公司设置特殊表决权股的自由,只是按照《深圳科创条例》的规定,唯有科技类的有限责任公司才可以实行AB股^[28]。还有自媒体解读为《公司法》第42条虽未禁止有限责任公司设置“同股不同权”,只是各地工商部门并不允许有限责任公司做出太多个性化的处理,《深圳科创条例》的出台并不违反现行《公司法》^[29]。

《公司法》中出现“股权”和“股份”两种表达方式,将两个词语放在现行《公司法》的法律体系中,通过第二章、第三章、第四章以及第五章法条间的逻辑关系,可以解读为在有限责任公司使用“股权”,在股份有限公司使用“股份”。《深圳科创条例》第99条第1款虽然使用“普通股份”的表达方式,但《公司法》作为《深圳科创条例》的上位法,在《公司法》第42条允许有限责任公司进行章程自治的前提下,解读为“只有科技类的股份有限公司才能适用《深圳科创条例》”,限制有限责任公司的章程自治显然不符合深圳市“吸纳创新人才和资源,推动科技创新”的立法初衷。所以对于《深圳科创条例》第99条中“股份”应该作扩张解释,其既包括股份有限公司的“股份”,也包括有限责任公司的“股权”。

第二,通过司法活动的法律续造分析“公司章程另有规定的除外”。“司法活动通过使法律精确化,对其加以补充或校正的方式对法进行续造。”^[30]¹¹⁵通过发掘《公司法》除外规定的各种可能解释,并在这些解释可能之间作出选择,有助于精确化对“公司章程另有规定”的解读。以启东市建都房地产开发有限公司与周某股东资格确认纠纷上诉案为例,通过剖析法官对“公司章程另有规定的除外”解读,探寻《公司法》中有限责任公司“章程自治”的权利边界^[31]。该案中建都公司对章程进行修改,排除原告对股东资格的继承,最高院认为:“公司章程作为公司的自治规则,是公司组织与活动最基本与最重要的准则,对全体股东均具有约束力。正确理解章程条款,应在文义解释的基础上,综合考虑章程体系、制定背景以及实施情况等因素”^②,并最终判定原告无权继承股东资格,其财产权利可通过公司回购的方式得以保障。

最高人民法院判决书的功能不应限于为个案的解决进行法律解释和漏洞填补,因为同等对待原则和法律安定性原则要求将所确定的法律解释和漏洞填补的结果适用于同一类的案件。当最高院对“公司章程另有规定的除外”这一解释被多个判决重复适用成为一项“稳定的司法”的情况下,这项“开放”的法律续造将逐渐增加被贯彻的可能性^[30]¹¹⁶⁻¹²⁰。实践中,部分地区的工商登记部门对有限责任公司公司章程的僵化处理,影响有限责任公司议事方式、表决程序、董事任期、继承转让等事项的“章程自治”,造成初始章程的千篇一律,使《公司法》第42条“公司章程另有规定的除外”变成“公司章程对特殊表决权股规定的合法性存疑”^③。

第三,通过“公司契约论”的学说分析有限责任公司章程自治的利弊。“公司契约论或法经济学理论是目前英美法系公司法的金科玉律”。该理论学派倡导公司自治,要求减少行政干预,强调“管得少便是管得好”,主张利用私法性质的契约解决公司问题。根据该理论,“公司可以被解构为公司各参与者之间设定权利和义务关系的明示和默示契约所组成的一个契约网”。公司法的基本特征应当是任意性规范而非强制性规范,其主要作用就在于减少契约机制中产生的缔约成本。具体而言,“国家应当提供一套标准的契约格式条款,由公司参与者按照自己特定情况改变这些标准化条款,订立适合自己的契约文本。从契约自由的原则出发,公司契约论提倡公司事务应当通过私人的、自愿性的当事人协议机制解决”。但自安然丑闻到金融危机,有不少学者开始反思公司契约论的现实意义,各国政府也再次强调要以公司法的形式强制性地规范公司行为^[32]¹⁵⁻²²。

“公司契约论”作为一种非正式的法律渊源,虽然不具有法律渊源的地位,但是对司法实践也有着重要的指导意义。法官在司法裁判中也会援引该学说进行逻辑论证。中国现行《公司法》第42条、《公司法(修订草案)》第60条和《深圳科创条例》第99条均属于任意性规范,允许有限责任公司章程规定股东不按照出资比例进行表决,只是部分地区有工商部门的门槛,深圳有“科技行业”的准入限制。实践

① 从法解释学的角度分析,《公司法》对股东表决权和股权继承的规定均是对股权的“另有规定”,属于“推定适用规范”。

② 最高人民法院民事判决书〔2018〕民终88号。

③ 例如贵州省高级人民法院民事调解书〔2016〕黔民再52号,在夏某申诉贵州省黔西交通运输联合有限公司公司决议效力确认纠纷再审案中,黔西交通公司章程“每一股东有一表决权”的规定有效,驳回上诉人按照出资比例行使表决权的要求。

中,专门从事股权投资的机构或个人,在获得被投资公司股权时,通常都不寻求获得与其投资额相称的表决权。从表决权角度看,这些有限责任公司中会出现两种或两种以上的股东,有设置“强化公司控制权机制”的多层股权结构的现实需求^{[22][29]}。

第四,通过比较法研究为有限责任公司的表决权差异安排提供思路。类别股的立法路径分为章程自治、法定主义和区分主义三种。一是以英美法系为代表的章程自治的立法模式,如英国2006年《公司法》第629条规定:“为公司法规之目的,如果依附于股份的权利在所有方面都是相同的,则那些股份是一个类别的”,并通过Bushell v. Faith案确立章程可对股份的表决权作出限制,并约定表决权差异安排^[33]。如加拿大由于法律没有对每股股票可拥有的投票权数作硬性规定,公司可以根据自身需要通过章程对双层股权结构加以规定并载明相应权利及限制条件^[34]。二是以大陆法系为代表的法定主义的立法模式,如日本公司法坚持类别股法定原则,在2005年修订时,梳理了“法定允许的股权之子权利”,列举了9种可以发行类别股的事项。三是以新加坡为代表的区分主义的立法模式,如2014年新加坡《公司法》第64A条规定:“允许公众公司发行不同类别的股份,包括但不限于超级表决权股和无表决权股”。《最新美国标准公司法》第6.01(c)规定:“公司章程可以授权一个或者多个类别或者系列的股票:(1)拥有特殊的、有条件的或者有限制的投票权,或者没有投票权,除非本法另有规定”^[35],要求封闭公司参见《标准法定封闭公司补充规范》。《最新美国标准公司法》和新加坡《公司法》对不同类型的公司进行了差异化的立法安排。

伴随中国实践中对类别股应用需求的日益增长,学者对类别股的立法路径选择,提出了不同的观点。其一,保持《公司法》第42条不变,通过但书规定修改《公司法》第103条和第131条,以确保“一股一权”的规则不动摇^{[16][9]}。其二,打破“一股一权”,修改《公司法》103条,并辅之以“限制持股主体、禁止通过发行类别股进行资本重置、限制特别股的加权幅度、限制特别股的发行规模、限制加权表决权股的流通、建立完善的类别表决机制、设置日落条款等制度规范”^[36]。其三,封闭公司和公众公司分别采取章程自治和法定主义的立法路径,章程自治路径下以任意性法律规范为主;法定主义立法路径则合理适用强制性法律规范^[37]。

《公司法(修订草案)》未对中国公司类型进行结构性的调整,基于此选择区分主义的立法模式更具合理性。一方面,有限责任公司具有高度的人合性特征,股权转让和股东身份的继承都可能受到不同程度的限制,公司运营多以信任为纽带,设置表决权差异安排不过是为其增加了一个选项,彼此间“一个愿打,一个愿挨”,公司法应赋予其“章程自治”的自由。修订草案第三章第60条保留了现行《公司法》第42条的除外规则,允许有限责任公司设置差异化表决机制,但并未对章程修正案的情况进行区分限定。有限责任公司的初始章程需经过全体股东共同同意才为有效,是以书面形式固定下来的全体股东共同一致的意思表示;在公司成立后,修改公司章程的决议必须在股东会进行,且章程修正案作出的非按持股比例行使表决权的决议,必须具备正当的理由,且经权利受限制的股东同意^[38]。

另一方面,股份有限公司按照股票是否上市流通,分为上市公司和非上市公司两种类型。《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》,香港联交所、科创板、创业板的股票上市规则,以及新三板的《表决权差异安排》已为科技上市公司和挂牌公司的差异化表决机制提供了配套措施,对于非上市股份有限公司也具有参考意义。修订草案第七章第157条和第158条规定“公司可以按照公司章程的规定发行与普通股权利不同的类别股”,且“可能对类别股股东的权利造成损害的,除应当依照经股东会决议外,还应当经出席类别股股东会的股东所持表决权三分之二以上通过”,为非上市股份有限公司设置差异化表决机制扫清了障碍。然而,现阶段中国的公司治理配套措施尚未健全,贸然开启特殊表决权股份设置的阀门,开放式地迎接“章程自治”带来的表决权差异机制,或将给一人公司、国有企业、家族企业乃至企业集团的公司治理结构和治理机制带来巨大挑战。

四、从融资者到投资者:差异化表决的完善路径

现代经济的发展史,是企业规模不断扩大、生产不断集中、企业之间相互兼并、巨型企业不断成长

的历史^[39]。2021年《财富》世界500强排行榜发布,中国蝉联榜首,上榜企业数量高达143家,再次超过美国(122家)^[40]。从排名来看,榜单中的单一公司寥寥无几,跨国公司和企业集团已成为最为主要的商业组织形式,且中国上榜的京东集团、阿里巴巴集团、腾讯控股有限公司和小米集团都以同股不同权的架构赴美或在港上市。集团掌舵人通过金字塔结构、交叉持股、循环控股,叠加表决权差异安排建立起复杂的网状股权结构^[41],加速了控制权和现金流权分离,也更有动机利用“隧道效应”,损害中小股东和外部债权人的利益^[42]。目前科创板、创业板均承认法人作为特殊表决权股份的持股主体,如果不对控制权的行使施加限制,不对控制权变更、权益变动、与其他单位和个人的关联关系及其变化等重大事项进行及时披露,不为投资者提供管理层履职和维护自身正当利益的工具,那么企业创始人的愿景或将成为中小投资者的噩梦。

(一) 融资者的“日出”和“日落”

差异化表决机制可以保持创始人的发展战略,避免因投资者短视行为对公司造成损失,而投资者则更为担心预期利益无法兑现以及公司资产的浪费^{[21][18]}。从香港联交所上市规则改革到上交所科创板设置,从新三板《表决权差异安排》到《创业板股票上市规则》,从《深圳科创条例》到《公司法(修订草案)》,监管部门为表决权差异安排设计了包括融资者的身份限制、持股比例限制,特殊表决权股设置的时间限制、范围限制、最高差异倍数限制以及存续限制在内的一系列配套措施作为融资者的制度约束。

表决权差异安排是只能在首次公开发行上市前设置,还是已经上市的公司也可以采用;是交由股东大会审议,还是交由董事会审议;是“三分之二多数决”,还是“全体一致通过”,上述对于特殊表决权股设置的时间限制要求,也被称之为“日出条款”(sunrise provision)。目前,香港联交所、东京证券交易所和新加坡证券交易所都禁止已经上市的公司采用表决权差异安排。纽约证券交易所和NASDAQ虽未规定“日出条款”,但其禁止采用稀释或限制现有股东表决权的股权类别。值得关注的是,自阿里集团B2B从港股退市后,2014年再度以阿里巴巴合伙人制度于纽交所上市,2019年11月增发H股模式,扩展成为以“核心商务+云计算+数字媒体+娱乐业务+创新业务”的综合互联网生态公司,首次实现香港和美国两地上市。那么在表决权差异安排下,对“首次公开发行”的规则应该如何理解,“两地上市”应该如何限制,股权资本重组是否应该全面禁止,对于企业集团或大型跨国公司的拆分上市应该如何规制,令人深思。

学界目前的通说观点认为上市公司管理层有采取各种手段攫取控制权的利益诱惑,如将已发行的单一投票权股转换为多重表决权股,将稀释其他股东的表决权,使得管理层的地位得到强化,而溢价的敌意收购则会变得更为困难^[43]。因此,比较分析中国监管部门制定的“日出条款”差异,对完善上市公司和挂牌公司的治理尤显重要。科创板和创业板都强调设置表决权差异安排要在首次公开发行上市前;上市公司改变特殊表决权股份享有表决权数量的决议,需经股东大会2/3多数决通过,且全体股东按照“一股一票”行使表决权。新三板的挂牌公司在股东大会前设置董事会审议的环节,但《表决权差异安排》未对股东大会的议事方式和表决程序做出规定,也未限制表决权差异安排的设置时间,只增设主办券商发表专项意见的要求。

研究中国在类别股制度建设中的立法实践,有助于进行表决权差异安排的类型化思考。《深圳科创条例》第99条未涉及的“日出条款”,在《公司法(修订草案)》中得以明确。修订草案第157条和第158条为《科创板股票上市规则》与《创业板股票上市规则》提供了上位法的依据,禁止公开发行股份的公司发行“每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份”,公开发行前已发行的除外。公司作出可能对类别股东的权利造成损害的决议,应当经代表2/3以上表决权的类别股股东同意。由此推知,股份有限公司的表决权差异安排必须设置在公开发行股份前,且章程修正案必须经过股东会和类别股股东会的股东所持表决权2/3以上通过,已经上市的公司不能通过资本重组的方式规避法律规定。

为了约束超级表决权股东,平衡超级表决权股东和低/无表决权股东的利益,防止双层股权结构可能带来的“股东霸权主义”,许多法域都规定了“日落条款”^{[14][73]}。根据触发原因的不同,学界将日落条款分为稀释型日落、转让型日落、失格型日落以及时间型日落。在实践中,英国、美国、新加坡以及中国香

港地区的证券交易所采纳前三种日落条款,美国的 Workday、Groupon、Yelp、Fitbit、EVO Payments 等上市公司选择时间型日落条款^[44]。目前理论界和实务界对是否引入时间型日落条款,是法律强制规定还是章程自治约定,是统一确定固定期限还是动态设置期限长度,日落后是默认终止还是由公司讨论表决均存疑虑。有学者基于企业生命周期理论,提出监管部门可以规定一个最长期限为7年期的固定期限日落条款^[45]。有学者认为尽管时间型日落条款的合理性具备理论经验支持和实证经验佐证,监管者可以鼓励上市公司自行设置,但不建议将时间型日落条款设定为强制性规则^{[12][44]}。还有学者强调时间型日落条款可能产生不正当的激励,易催生道德风险,不建议推广适用^[46]。根据中国《科创板股票上市规则》和《创业板股票上市规则》的规定,时间型日落条款缺乏适用空间,但新三板《表决权差异安排》第19条增加特殊表决权股份转换为普通股的情形,允许挂牌公司设定失效期限和事由。《公司法(修订草案)》的出台,表明监管部门允许融资者与投资者进行自治安排,体现中国公司法改革的发展方向与妥当立场。

(二)投资者的“进入”和“退出”

中国引入的差异化表决机制,不仅要求立法者摸索融资者创新发展与投资者权益保护之间的平衡,也要求司法者掌握融资者追求控制权自治与投资者追求财产增值相互博弈的裁判尺度。在差异化表决机制下,如何为中小投资者的知情权、表决权、利润分配请求权提供司法保障,如何完善中小投资者的退出机制,都是摆在中国立法者和司法者面前的现实问题。

国务院、最高法院和证券交易所打出系列“组合拳”,完善企业退出机制。在这个创业追风口的年代,从2011年团购网站的“千团大战”到死亡率高达99.96%的“团灭”;从2015年O2O(Online to Offline, O2O,线上到线下)风口爆发到平台全面进入洗牌期;从2016年直播业带动网红产业兴起,到泡沫破灭后的倒闭潮;从2017年彩虹般绚烂的共享单车,到风暴过后的一片狼藉;从2018年新能源汽车领域的行业革命,到2019年狂风过境,无数创业者被“套牢”,企业难以从市场中“抽身”,“失联商事主体”“僵尸商事主体”数量越来越多。针对上述现象,深圳特区先试先行与国际通行规则对接,创设“歇业登记”的“除名和依职权注销”等商事登记制度,以期优化公众投资者的投资名单。2021年8月24日,《中华人民共和国市场主体登记管理条例》正式公布,明确规定市场主体书面承诺承担相关法律责任并按规定公示的,可按简易程序办理注销;市场主体还可自主决定在一定时期内歇业并向登记机关备案。

2013年开始运营的新三板,在经历2015年的快速扩容与2016—2017年的震荡式整理后,2018年超九成的企业处于基础层(使投资者无法识别真正的好公司),超六成股票没有成交量,上千家企业争相退市;截至2019年,已有1225家公司主动或被动摘牌,陷入无交易、无投资、无流动的窘境^{[8][91-97]}。新三板放宽上市门槛和财务规范却卡死了交易,一度把自己逼上绝境。为了应对双层股权结构公司的治理纠纷,最高院专门发布司法解释对证券公司的民事责任予以明确,完善证券民事诉讼体制机制,探索建立律师民事诉讼调查令制度;并于2021年明确北京金融法院和上海金融法院的管辖范围,确立科创板上市公司和新三板挂牌公司的专门法院管辖。为克服上市公司“只进不退”的缺点,上交所于2020年12月修订《科创板股票上市规则》,进一步完善退市指标和退市整理期安排,限制退市风险警示股票交易,时刻提醒利益相关方保持警惕,充分尊重投资者的话语权,以期将垃圾股驱逐出市场。

赋予弱势表决权股东股份回购请求权,完善股东退出机制。在公司内部出现矛盾和纠纷时,股东可以选择股权转让、股权继承、股东除名、股权回购、破产清算、公司减少注册资本、吸收合并时注销、申请人民法院强制解散公司,由公司章程规定或股东会议决议解散公司等多种方式退出。在差异化表决机制下,拥有弱势表决权的股东很难直接参与公司的运营决策,面临着利益冲突背景下控股股东的欺诈,因此有必要赋予投反对票的弱势表决权股东股份回购请求权。《公司法(修订草案)》第172条对现行《公司法》第74条进行修订,取消公司合并分立时异议股东的回购请求权。日本公司法第116条对类别股份发行公司中的反对股东股份回购请求权作出明确规定,反对股东可以根据法律规定的三种情形请求公司回购其股份。在公司法修改的过程中,参酌日本针对类别股份发行公司作出的规定,可完善中国弱势表决权股东的股份回购请求权。

强化股东派生诉讼,健全股东救济制度。诉讼程序的障碍很大程度上限制了中小投资者受到不公平对待时寻求司法救济的途径。为实现实体法的保护措施,西方国家在程序法上允许股东提起派生诉讼来保护自己的权益。产生于19世纪衡平法的股东派生诉讼,在英美法系和大陆法系得以推行,并被各国的判例法和公司法所借鉴,最终演变成为现代公司法的一项基础性制度。正如每枚硬币都有两面,派生诉讼给股东带来便利的同时,也增加了诉讼敲诈和滥诉的风险。为防止股东在公司并购重组或者上市的关键期进行敲诈,滥用诉权,英美公司法均对派生诉讼规定了如持股时间、持股数量、竭尽内部救济规则的前置程序,进行诉讼费用担保等技术上的限制。中国的股东派生诉讼制度在司法实践中引发了诸多争议,修订草案第188条也未能解决以下问题。一是持股期限限制的认定,如何理解有限责任公司的股东拥有诉权,如果起诉时已经发生了股权转让,侵权行为发生在转让行为发生之前,那么转让方和受让方谁拥有诉权;股份有限公司的股东何时享有诉权,期限从何时开始计算。二是被告范围的认定,第3款中的“他人”是否可以指代控股股东、监事和侵害公司利益的第三人。三是公司诉讼地位的认定,公司是名义上的被告,还是诉讼参加人。四是竭尽内部救济规则的认定,如何理解“情况紧急”,如果监事可以作为被告,那么是否需要履行前置程序。五是中國缺少对诉讼费用担保制度、诉讼费用补偿制度、派生诉讼阻止制度、未经法院批准不得撤回或者和解、管辖和裁判原则的规定^{[32]276-277}。在差异化表决机制下,每个看似微小的问题都将以累积的方式增长和放大,弱势表决权股东尤其是有限责任公司的中小股东,进行股权转让的难度加大,健全股东派生诉讼制度已成为当务之急。

五、结语

法律的市场是推动法律变革的一支重要力量。商业形态的演进,取决于诸多法律之外的因素,特别是商业环境、技术和文化。各法域在不同的法律道路之间进行试验时,可能赢得成功,也可能会走向失败^[47]。表决权差异安排的立法变迁史,就是一部制度功能利弊饱受争议的理论争辩与实证检讨的观点博弈史,也是一部新兴创新企业的创始人寻求控制权与中小股东权益保护之间的立法平衡史^[48]。差异化表决机制突破了表决权与现金流权等比配置的格局,“琢资本市场投融资之利器,析公司治理控制权之归属”^[49];差异化表决机制的潜在治理风险是面临融资者与投资者间利益失衡,需在控制和责任间找到维系动态平衡的支点^[50];差异化表决机制配套制度设计的初衷是确保融资者实现特质愿景,使其“进入”有保障,“退出”有自由。

在全面深化改革开放、构建一流营商环境的关键时刻,《深圳科创条例》和《公司法(修订草案)》的出台将助力高科技企业释放活力,加速高科技企业融资步伐,让资本分享高科技企业的成长红利,带动国内股权投资行业的快速发展。面对表决权差异安排所带来的挑战,公司治理结构和治理机制的创新刻不容缓。在公司法与证券法联动修改的关键时刻,吸收域外立法中的合理性因素,评估《公司法(修订草案)》的得与失,进行表决权差异安排的类型化思考,才能造就一部与时俱进、鼓励创新发展、保护投资者的公司法。

参考文献:

- [1] 李克强. 2016年政府工作报告[EB/OL]. (2016-03-17)[2022-03-09]. http://www.gov.cn/guowuyuan/2016-03/17/content_5054901.htm.
- [2] 李克强. 2017年政府工作报告[EB/OL]. (2019-02-28)[2022-03-09]. http://www.china.com.cn/lianghui/news/2019-02/28/content_74505911.shtml.
- [3] 李克强. 2018年政府工作报告[EB/OL]. (2018-03-05)[2022-03-09]. http://www.mod.gov.cn/topnews/2018-03/05/content_4805962.htm.
- [4] 李克强. 2019年政府工作报告[EB/OL]. (2019-03-16)[2022-03-09]. http://www.gov.cn/premier/2019-03/16/content_5374314.htm.
- [5] 李克强. 2020年政府工作报告[EB/OL]. (2020-05-29)[2022-03-09]. http://www.gov.cn/premier/2020-05/29/content_5516072.htm.
- [6] 李克强. 2021年政府工作报告[EB/OL]. (2021-03-05)[2022-03-09]. <http://www.xinhuanet.com/politics/2021lh/zb/qh/qh3/index.htm>.
- [7] 东竹. 央视报道!未来中国将迎来全民持股时代,未来人无股权不富[EB/OL]. (2021-04-19)[2022-03-30]. <https://xw.qq.com/amhtml/20210419A0BAVK00>.
- [8] 王德培. 中国经济2020[M]. 北京:中国友谊出版公司,2020.
- [9] 汪青松,李仙梅. 差异化股权结构的控制权强化及约束机制:以科创板相关制度设计为视角[J]. 南方金融,2020(8):39-50.

- [10] 白云. 差异化表决权结构下的“创始人—投资者天平”: 兼评科创板中的差异化表决权结构 [J]. 金融法苑, 2020 (2): 111-128.
- [11] 吴尚轩. 论中国双层股权上市的规制 [J]. 法学论坛, 2020 (6): 148-157.
- [12] 郭雳, 彭雨晨. 双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴 [J]. 北京大学学报 (哲学社会科学版), 2019 (2): 132-145.
- [13] 朱慈蕴, 神作裕之, 谢段磊. 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 [J]. 清华法学, 2019 (2): 6-27.
- [14] 于莹, 梁德东. 中国双层股权结构的制度构造 [J]. 吉林大学社会科学学报, 2021 (2): 66-75+236.
- [15] 卫恒志. 双层股权结构法律制度研究 [D]. 长春: 吉林大学, 2019: 53.
- [16] 冯果, 诸培宁. 差异化表决权的公司法回应: 制度检讨与规范设计 [J]. 江汉论坛, 2020 (5): 105-112.
- [17] 沈骏峰. 论双重股权结构监管制度的构建以控制权利益的内涵为视角 [J]. 中外法学, 2021 (3): 819-839.
- [18] 傅穹, 卫恒志. 表决权差异安排与科创板治理 [J]. 现代法学, 2019 (6): 91-103.
- [19] 东竹. 两会焦点: 中国将正式进入股权投资时代, 未来五年人无股权不富 [EB/OL]. (2021-03-06) [2022-03-09]. <https://mp.weixin.qq.com/s/mZ76xNZIMxOmML-fsYC8Cg>.
- [20] 吴秀波. 对科创板的冷思考 [J]. 国际融资, 2019 (6): 34-39.
- [21] 傅穹, 肖华杰. 中国股份有限公司类别股制度构建的立法路径 [J]. 西南民族大学学报 (人文社科版), 2019 (8): 114-119.
- [22] 王建文. 论中国类别股股东分类表决制度的法律适用 [J]. 当代法学, 2020 (3): 123-130.
- [23] 刘俊海. 新《公司法》的设计理念与框架建议 [J]. 法学杂志, 2021 (2): 1-20.
- [24] 傅穹. 中国证券法实施后时代下的投资者赔偿基金制度构想 [J]. 投资者, 2020 (1): 53-70.
- [25] 李克强. 回答中外记者提问 [EB/OL]. (2021-03-11) [2022-03-09]. <http://www.xinhuanet.com/politics/2021lh/zb/zljzh/index.htm>.
- [26] 新京报客户端. 中国社科院联合企查查发布“中国企业发展年报”, 哪些地区在逆袭 [EB/OL]. (2021-03-01) [2022-03-09]. <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1693041039314736021&wfr=spider&for=pc>.
- [27] 李立. 允许同股不同权? 不要这样误读《深圳经济特区商事登记若干规定》 [EB/OL]. (2021-03-14) [2022-03-09]. https://www.sohu.com/na/455568502_120116812.
- [28] 股权道. 深圳科技企业才可以同股不同权, 其他地区非科技公司也可实行 AB 股 [EB/OL]. (2020-08-31) [2022-03-09]. https://mp.weixin.qq.com/s/-gbRtGr0SrTIZ_J99AtC_g.
- [29] 股权评论. 重磅! 深圳地区所有类型公司均可设置“同股不同权” [EB/OL]. (2021-03-05) [2022-03-09]. <https://mp.weixin.qq.com/s/axTmoDTL5gdsgT2gsmF6sg>.
- [30] 齐佩利乌斯. 法学方法论 [M]. 金振豹, 译. 北京: 法律出版社, 2009.
- [31] 钱玉林. 公司章程“另有规定”检讨 [J]. 法学研究, 2009 (2): 71-80.
- [32] 黄辉. 现代公司法比较研究: 国际经验及对中国的启示 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2020.
- [33] 葛伟军. 英国 2006 年公司法 [M]. 北京: 法律出版社, 2017: 502-503.
- [34] 李燕, 李理. 公司治理之下的双层股权结构: 正当性基础与本土化实施路径 [J]. 河北法学, 2021 (4): 82-99.
- [35] 沈四宝. 最新美国标准公司法 [M]. 北京: 法律出版社, 2006: 44.
- [36] 李安安. 股债融合论: 公司法贯通式改革的一个解释框架 [J]. 环球法律评论, 2019 (4): 37-52.
- [37] 黄权伟. 中国公司类别股立法研究 [D]. 导师: 宁金成. 河南郑州: 郑州大学, 2018: 100-103.
- [38] 许中缘. 论《公司法》第 42 条但书条款的规范解释 [J]. 现代法学, 2021 (2): 119-136.
- [39] 盛毅. 中国企业集团发展的理论与实践 [M]. 北京: 人民出版社, 2010: 32-34.
- [40] 邱海峰. 2021 年《财富》世界 500 强榜单出炉 中企上榜数量领跑全球 [EB/OL]. (2021-08-03) [2022-03-09]. http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/03/content_5629117.htm.
- [41] 马永斌. 公司治理之道 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2013: 65-82.
- [42] 郑志刚. 中国公司治理的理论与证据 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2016: 73-76.
- [43] JEFFERY G. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice [J]. California Law Review, 1988 (76): 1-78.
- [44] JILL F, STEVEN S, 吴尚轩, 刘鹤霄. “落日条款”问题刍议 [C]//上海市法学会. 《上海法学研究》集刊: 上海市法学会公司法务研究会文集. 上海: 上海市法学会, 2020: 40-59.
- [45] 沈朝晖. 双层股权结构的“日落条款” [J]. 环球法律评论, 2020 (3): 71-84.
- [46] WELLS D. Shareholder inequity in the act of big tech: public policy dangers of dual-class share structures and the case for congressional action [J]. Northeastern University Law Review, 2021 (13): 41-72.
- [47] 利伯斯坦. 非公司制组织的兴起 [M]. 罗培新, 译. 北京: 法律出版社, 2018: 43-49.
- [48] 傅穹, 杨金慧. 不同投票权制度: 争议中的胜出者 [J]. 证券法苑, 2018 (2): 51-81.
- [49] 郭青青. 类别股的类型化建构及其适用 [J]. 河北法学, 2016 (2): 164-173.
- [50] MIN Y. A control-accountability analysis of dual class share structures [J]. Delaware Journal of Corporate Law, 2020 (45): 1-51.

Research on Differential Arrangement of Voting Rights

YANG Jinhui

(School of Law, Jilin University, Changchun Jilin 130012, China)

Abstract: The promulgation of “Company Law (Revised Draft) of University, Changchun differential arrangement of voting rights of non-listed companies in domestic legislation, and the system design of class shares will promote major changes in the national commercial system. This law compares and distinguishes different forms of business organizations, narrows the gap between supply and demand of rules, explores the future direction of company law reform, and provides theoretical support and path guidance for category stock legislation. Focusing on the different governance arrangements provided by “SSE STAR MARKET” and “Second-board Market” for the arrangement of voting rights differences, we reflect on the intensity of governance supervision of listed companies. Adhering to the type of thinking of unlisted joint stock companies can help to seek advantages and avoid disadvantages and resist the risk of abuse of power by controlling shareholders. Respecting the autonomy of the articles of association can “clear the way” for limited liability companies to set up a differentiated voting mechanism. The overlapping of pyramid structure, cross-shareholding, circular holding and voting rights difference arrangement increases the interest differences among actual controllers, controlling shareholders and small and medium investors, and aggravates the governance risks of enterprise groups. Under the differentiated voting mechanism, it is necessary to limit the setting time and duration of special voting shares, provide judicial guarantee for small and medium-sized investors to exercise their rights, and improve the right of small and medium-sized investors to withdraw from share repurchase, so as to ensure their rights of rights of the inter.

Keywords: differential arrangement of voting rights; Company Law (Revised Draft); legal institution on class stock; corporate governance

[责任编辑:箫姚]

(上接第 126 页)

Identification of Public Welfare in Tract Development Expropriation

SHI Jiayou, LI Jingjing

(Law School, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: To meet the needs of land reform and development, Land Administration Law has added tract development as a new type of expropriation based on public interest. However, there are still some problems in tract development expropriation practice, such as unclear content, insufficient test standards and vague application types of public welfare requirements. The public welfare of tract development expropriation integrates the staged composition in time and the different composition in content, that is, the front-end public welfare is embodied in the supply of public goods, and the back-end public welfare is embodied in the comprehensive utilization of land and a certain proportion of public welfare land aiming at sustainable and win-win development of the tract. Based on the concept of interest measurement, the test standard of public welfare requirements for tract development is whether the ratio of personal interests of property and survival interests to public interests, which are the summation of the aforementioned public interests and the deduction of ecological public interest loss, is far less than 1. And the correlation of specific public welfare, sustainability and necessity of back-end development, utilization efficiency of back-end public welfare land, and whether other ways can solve land-use problem should be considered at the same time. In practice, national and provincial economic and technological, high-tech and industrial development zones as well as large-scale urban village reconstruction can generally be applied to tract development expropriation, while ordinary commercial housing, inefficient land use in urban and rural characteristic town should be excluded.

Keywords: tract development expropriation; public interest; interest measurement; categorization

[责任编辑:箫姚]