

我国类别股立法的路径选择

李 燕 郭青青

(西南政法大学 重庆 401120)

摘 要: 类别股指经由公司股权各项子权利分离重组而创设的, 权利内容各异的股份。系类别股法律规范与契约安排协作之产物。类别股立法干预之核心, 在于恰当设置类别股章程自治之边界。如果强调类别股具有合同法框架中的契约性权利性质, 则生成章程自治式类别股立法路径; 如果着重类别股具有公司法视阈下的法定化权利性质, 则形成类别法定及子权利法定两种法定主义式类别股立法路径。在深入分析类别股种类及立法选择的基础上, 应区分公司形态, 将三种类别股立法路径分别适用于封闭公司、非上市公司及上市公司。如果资本市场对类别股资源的需求与既定的类别股法律规则产生断层, 则类别股契约自治将以一种自下而上的回应力量, 推动类别股立法向趋于公司自治的方向循序演进。

关键词: 类别股; 类别股立法; 类别股法律制度; 契约自治

中图分类号: DF438.7 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2016.02.06

类别股立法, 在类别股创设中发挥着划清类别股契约自治边界之重任。在中国, 孕育类别股的土壤已然成熟, 对公司法“播种”类别股的期待却仍在继续。立法的缺位, 催生出纯粹契约自治下“准类别股”的实践安排, 以回应对多元化融资及差异化投资偏好的强烈诉求。历经长久消弭类别股立法留白的期盼, 行政规章层面首先对类别股中的卓越分支——优先股, 予以正面确认^①。规章先行确立的优先股制度, 具有突破单维普通股格局的开拓蕴意。作为实践中常见的类别股种类, 其更肩负着先

行探索中国公司法设置类别股制度之重任。至此, 公司法对类别股正名之议程, 终于指日可待。类别股立法干涉的从无到有, 将如何影响“准类别股”现状下的契约商谈氛围, 使之过渡为通过法律规范强制或引导的, 并契合中国资本市场需求的类别股新秩序? 其实, 将类别股扩展为公司法文本上的调整对象, 并不困难。立法干预类别股设置之核心, 在于恰当干预公司自治限度。因为, 类别股系类别股立法与契约安排协作之产物。在类别股法律规范划定的界域内, 公司参与方享有发挥意思自治, 自由、自主地设定类别股的权利。通过具体优化的契约安排, 类别股制度始能发挥股权结构多样化的优势。

收稿日期: 2015-06-25

作者简介: 李燕(1976), 女, 重庆人, 西南政法大学民商法学院教授, 博士生导师; 郭青青(1987), 女, 浙江杭州人, 西南政法大学民商法学院博士生。

^① 2013年《国务院关于开展优先股试点的指导意见》与2014年3月21日公布的《优先股试点管理办法》相继出台。

关于类别股的立法路径,是采纳类别股的种类法定^[1],还是推崇授权类别股的章程自治^[2],抑或其他?在完成对类别股权利本质之剖析,权衡尊重公司自治或保护公众利益之前,类别股立法路径之抉择难以尘埃落定。如果公司法对类别股契约自治进行干预,并不代表类别股的权利设置完全进入了“强制的牢笼”,只是意味着类别股的设立从“纯粹契约自治”转向了“公司法参与”;而如果崇尚公司自治,也不是指立法对类别股契约自治不做任何介入,只是其法律规则的任意性比较突出;再如果强调公众投资者的利益保护,则立法对类别股契约自治的限制较多,其法律规则的强制性获得张扬。正视类别股立法的刚性与契约安排的灵活性之间的协调,是摆在公司股权制度革新面前的一项重要议题。

一、类别股的归类与创新

类别股系公司股权结构中权利内容各异的股权,具体类型的类别股乃类别股制度之奠基。零散无章地“舶来”域外成熟的类别股种类,而疏于体系化梳理其实现样态,可能堆砌出类别股多元的盛况,却无法抑制因此带来的弊端:于立法,未依循有序类别股层级体系,存变相抑遏类别股实践创新的可能,或错入与中国资本市场现状不相容的类别股种类;于实践,不熟谙立法划界内有章可循的类别股分类脉络,而折损股权多元化的潜在可能,或误设为立法所不容致效力瑕疵的类别股权。由此,对纷繁衍生的类别股进行周全梳理,为类别股种类的立法筛选提供素材,至关重要。

(一) 类别股归类视阈下的衍生创新

将普通股剔除出“类别股”范畴的观点认为,类别股是相对普通股而言的,指股东权利在某些方面扩张或限制的股份类型^{[1]149}。实际上,用我国台湾地区“公司法”上相对于普通股而言具有特别权利或特别限制的“特别股”(Special Stock)概念替代上述界定的“类别股”范围更为准确。类别股应当囊

括公司股本中所有不同类别的股权。

在“普通股包涵式”的类别股概念界定下,类别股的传统归类围绕普通股与优先股的界分展开。最初,作为公司根基的传统普通股,基于资本等比配置表决权的股权平等理念而设置,是指具有完整表决权,按比例分享公司剩余索取权且收益额无上限限制的股份。伴随普通股内部的裂变细分,传统普通股不再形单影只,包罗无表决权、限制表决权及复数表决权普通股等股权的普通股阵营欣欣向荣。优先股的种类分化则更为丰富。普通股及优先股的“枝繁叶茂”,及混合经济利益优先及表决权的“混合股”(Hybrid Shares)的出现,突破了公司股票非普通股即优先股的传统认识,使得类别股的传统分门别类界限日趋模糊。从架构优化的公司股权结构的角度,类别股不应囿于普通股或优先股等传统标签化的类别名目,而重在实质地分归各类别股群落,提供类别股的系统创新机制。

(二) 股权子权利的分离与组合

那么,类别股究竟能为股权多样化提供多少可能?基于股权的各项子权利可相互分离,重新组合^{[1]149},首先需对类别股的子权利进行抽象。日本《公司法》列举了九类可以发行种类股份的事项,正是对“法定允许的股权之子权利”的梳理^①。我国台湾“公司法”也存在类似对“股权子权利”的归纳^②。美国《示范公司法》及各州公司法亦示范性地列举了数项“股权子权利”^③。对比诸项立法,重合性地存在利润分配权、剩余财产分配权及表决权这三项“常规的股权子权利”,其余便是“特殊的股权子权利”。以传统资本等比配置表决权的普通股

① 参见:日本《公司法》第108条第1款,关于“股份公司可就下列事项发行不同规定为内容的两个以上不同类别的股份”的规定。

② 我国台湾“公司法”(2006年)第157条规定的公司发行“特别股”之子权利有:(1)分红权(2)剩余财产分配权(3)表决权(4)特别股权利、义务之其他事项。

③ 参见:Model Bus Corp Act (1969) § 54(f); See, e.g., Cal Corp Code § 202(e); Del Code Ann tit 8, § 102(a)(4); 805 ILCS 5/2.10; NY Bus Corp Law § 402(a)。

为参考标准(以下简称“标准普通股”)将其表决权及财产利益^①设定为单位“1”,分别考察“表决权”及“财产利益”类别股子权利内容的具体配置情形,可能存在与标准普通股表决权内容相同、或强于、或弱于的三种情形。据此对两项子权利内容进行排列组合,可能衍生出九种形态的类别股(如后图)。其中第一至第三种,分属普通股类中的传统型普通股、限制或无表决权普通股及超级表决权普通股。第四种属典型的优先股。第五种为“管理股”。虽不常见,但曾在美国伊利诺伊州的 *Stroh v. Blackhawk Holding Corp.* 一案(1971年)涉及。案涉公司向管理人员发行了一种仅有投票权,不拥有财产权但与普通股同一顺位承担公司经营风险的股票。实质上也是一种特殊的普通股。第六种为“金股”,指具有超额表决权或否决权但财产利益受限的股份。在域外实践中常被政府用以保持对私有化国有企业的控制。第七、第八种为综合优先股兼具财产优先特质,并配置完整甚至超级表决权的“混合股”。风险投资基金基于其强势的缔约地位及谈判能力,可能获取创业企业发行的这类股份。至于第九种股权,虽然理论上存在,然尚未检索到实践运用案例。

在上述九类股权的分类基础上,搭配不同的“特殊股权子权利”,如股东或公司发起的回赎权、类别股东大会的董事监事选任权、转换权、对重大交易事项的否决权等附加条款,重组股权的具体内容,可进一步创造出种类繁多的类别股。

二、基于章程自治或法定主义的类别股立法选择

在合同法的框架中,类别股系契约性权利。各法域一般均要求公司必须于公司章程中明确记载类别股的具体内容^②,因公司和股东之间的相对权利义务关系“来自及依赖于各类股份赖以发行和购买的组织章程及决议”,股东权利自然地被认为在本质上是合同性的^③。以傲居世界公司法改革重要风向标的美国特拉华州为例,其公司法判例一贯

将类别股权定义为契约性的。^④在公司法的视阈中,类别股乃法定化权利。其一,在类别股的创设过程中,类别股立法发挥了划定类别股契约自治边界的作用。单有类别股立法或类别股契约安排之致力,均不足以创设类别股,两者协力构建了类别股制度。其二,中国公司法肩负着为类别股“正名”之使命。明确类别股系公司法上权利的属性,有利于其与既往纯粹契约安排下的“准类别股”相区分。其三,公司法对类别股的持续保护。类别股契约的长期性、不完全性,需要公司法信义义务对其进行漏洞填补。在发展中的中国资本市场,公众投资者对公司法“强制干预”带来的利益保护尤存需求。

在类别股立法之构建中,强调其类别股的契约权利属性,则生章程自治性类别股立法;偏向类别股的法定权利属性,则采法定主义式类别股立法。

(一) 选择一:章程自治式类别股立法

章程自治式类别股立法是指借助任意性规范,将类别股的设置宽泛授权公司自由创设的模式。这种类别股立法模式充分肯定契约自治应居于类别股创设中的本体地位,成就了商事主体对类别股创设的高度自由,将类别股的契约属性演绎得淋漓尽致。尽管如此,界限始终存在。非由类别股法律规则所明定,而是作为公司法上的调整对象,类别

① 将上述三项“常规的股权子权利”中的利润分配权、剩余财产分配权合并为“财产利益”进行分析。

② 参见:日本《公司法》第107条第2款、第108条第2款;美国 *The Model Business Corporation Act* § 6.01.;中国《优先股试点管理办法》第8条。

③ 支持此观点的文献有:Lawrence E. Mitchell. *The Puzzling Paradox Of Preferred Stock (And Why We Should Care About It)* [J]. *Business Lawyer*, February, 1996: 444; 何美欢. 公众公司及其股权证券[M]. 北京:北京大学出版社 1999: 298; 侯东德. 股东权的契约解释[D]. 西南政法大学博士论文, 2008: 51-56; 任尔昕. 关于我国设置公司种类股的思考[J]. *中国法学*, 2010(6): 106.

④ 如 *Gaskill v. Gladys Belle Oil Co.* 案(1929年), *Judah v. Delaware Trust Co.* 案(1977年), *Matulich v. Aegis Commc'ns Grp.* 案(2008年); *In re Trados Inc. Shareholder Litigation* 案(2013年)等。虽然这些公司法案例是对“优先股”权利性质的定性,然由于类别股体系内的权利创设方式相同,以管窥豹,对优先股权利性质的探讨,可类推对类别股权利性质的剖析。

股肩负着契合公司制度体系之要求而默示地确定^①。

章程自治式类别股立法存在其特有的制度优势。其一 符合资本市场的需要。融资市场对类别股的需求复杂多变,而合同机制恰能有效实现类别股的弹性创新。其二 推进私法自治理念在公司法领域的实现。公司的生命力来源于私法自治,公司法应该给私人行动预留足够空间,允许他们自由地塑造符合自己利益的行动结构^[3]。私法自治原则赋予类别股股权的具体设计以正当性,类别股的权力配置应当是一种“契约结局”,即公司参与方契约谈判的结果。其三 顺应中国公司法的转型。中国公司法由管制型的强行性法律性质转化为引导型的任意性法律,乃今后统一公司法的走向。作为公司制度有机构成的类别股制度,亦应推动及回应“淡化管制色彩,扩张公司自治”的中国公司法立法与实践趋势,授予公司参与方以更多的选择权。正因为此,支持中国采纳章程自治式类别股立法模式,对股权内容进行自治性配置的倡议不在少数^②。

作为世界资本市场的中心及公司制度发展的前沿地,美国推崇类别股的自由设置。其类别股立法致力于实现最大限度的灵活及弹性,为公司预留了充沛的类别股契约自治空间,系章程自治式类别股立法的典型。尽管美国《示范公司法》及各州公司法示范性地规定了数项“股权的子权利”,但特别强调,对上述子权利的列举及相关概念的表述均是开放性的,因此与其宽泛授权的精神不存冲突。

美国资本市场繁荣的实例,使得借鉴其章程自治式类别股立法模式极具吸引力。然而,美国类别股立法包容的灵活、无定式的类别股契约自治之顺畅运行,与其特有强悍的司法配套制度息息相关。作为传统的判例法国家,美国法院运用娴熟的合同解析方法,对类别股契约进行有效的事后阐释,起到了“弥补合同缝隙”、“解读隐含公司合同条款”的作用。这项为中国所不具备,且短期内难以培育的核心配套机制,决定了在中国全盘移植美国式的“章程自治式类别股立法”,非但难以复制其成功的

制度运行,更可能带来强烈的水土不服。

(二) 选择二:法定主义式类别股立法

法定主义式类别股立法,借助强制性规范,将类别股种类及设置方法限定在立法划定的范围之内。它凸显类别权作为公司法上权利的属性,强调公司自治的限度,可进一步分为强制性规范下的类别法定,及强制性规范下的子权利法定两种分支。第一种要求类别股设置必须采用法律划界范围内的特定种类。第二种则指立法明确规定构成类别股的子权利之具体样态。通过限定法定类型的具体类别股,抑或筛选建立“子权利构件库”,均体现了立法强制意志之实现。

支持强制性类别股立法的一种应然观点为,股份种类作为公司资本条款的构成,属于强制性规范调整的公司事务^[4]。或许这仍不足以为强制性规范对类别股设置的干预提供令人信服的正当性。法定主义式类别股立法路径,还可从自治限度生成的价值缘由及保护社会公共利益的功能中汲取支持:其一,实现对不同利益诉求之衡平。类别股契约的长期性及信息不对称,使其合约机制存在不完全性的天生缺陷,而类别股的多样化进一步使公司生态系统内的利益冲突趋于复杂化,使得当事人难以做出优化的契约安排。其二,抑制私法自治产生的负外部效应。类别股的设置,不仅涉及公司与类别股东间的利益安排,更冲破封闭性和相对性,可能影响到不确定的第三人,与社会公共利益休戚相关。

当然,类别股强制性规范的限制之下,仍可为契约安排预留必要的选择空间。就强制性规范下的类别法定而言,其类别股创设与否,及在法定类型中选定具体的类别样态,仍交由公司自治决定。

① 譬如,在中国公司法上采纳章程自治式类别股立法,则即使法条中未明确规定,亦不得设置与现行法定资本制相冲突的包含“回赎权”内容之类别股。

② 参见:郭富青.股份公司设置特别股的法律透视[J].河北法学,2002(5);宋伟、胡海洋.优先股相关法律问题透析[J].法治研究,2009(9);任尔昕.关于我国设置公司种类股的思考[J].中国法学,2010(6)等。

至于强制性规范下的子权利法定,契约安排通过权利束之间的组合,可实现较类别法定路径下更为多元化的类别股创设可能。

三、类别股立法的路径分野:区分公司形态

尽管章程自治或法定主义类别股立法各具制度优势,但前者包容的“自治性”易生商事主体间“以强凌弱”的负面效应,可能对当下中国公众公司所处的融资市场造成冲击。而后者的“管制性”导致公司自治权力的萎缩,可能扼杀封闭公司对类别股的灵活需求,人为阻遏融资市场的发展。那么,应如何选择适合中国的类别股立法路径?

(一) 公司形态分类之合理界定

将公司区分为公众公司与封闭公司,系英美法系公司的核心分类方式。由于封闭性股份有限公司与有限责任公司的性质趋同,使中国公司法上“有限责任公司与股份有限公司”的分类形态之合理性饱受质疑。主张借鉴公众公司和封闭公司的分类方式,对我国当前公司法律形态进行重构的呼声渐增。行政法规及规章层面对“非上市公众公司”^①的规范,亦传达了立法对借鉴封闭公司、公众公司区分方式的赞同。

公司法的规范配置,确认了两类公司对强制性规范的不同需求^[5]。由于公众公司往往股东、债权人等利害关系人的人数众多,更易产生信息不对称、制定合同的成本及公平性等问题,如果对其放任自流,很可能产生损害他人利益而谋求自身利益的情况^[6]。为防止这样的弊害,对公众投资者进行利益保护,立法应对其采取更为严格谨慎的约束干预态度,扩大对公司类别股契约设置的干涉范围。尤其是公众公司中的上市公司,其股票是一种大众的、平民化的证券,法律因此应严格规范其运作程序^[7]。而封闭公司中股东之间的自治性强,容易形成自由灵活的股权种类设置^[8],针对其的类别股立法不宜采纳强制性的规制路径,否则,该限制产生的成本将远高于其产生的收益。因此,宜针对不同

的公司形态,设置不同梯级立法干预程度的类别股区别规范体系。实际上,中国的类别股规则制定,已经折射出区分公司形态分别立法的思路。《优先股试点管理办法》中将“上市公司发行优先股”的情形单列成章^②,将其权利内容相对限定,从而与非上市公众公司可发行的内容更为宽泛的优先股相区分,即适其证。

(二) 类别股立法规则之区分适用

基于中国的现状,建议根据对公众利益关切度由强及弱的递减,对不同公司形态的类别股立法适用不同规则:

对上市公司,宜用强调限制淡化自治的类别法定类别股立法路径。原因在于:第一,基于对公众投资者特别保护的观念。一方面,公众公司的类别股东认知能力参差不齐,市场参与者可能在任何时刻、对各种事项缺乏作出深思熟虑的合理的决定所需的能力、经验或判断力^[9],需要国家通过干预措施帮助对市场缺乏准备判断的投资者。另一方面,公众公司的类别股东不具备与公司就类别股契约条款进行协商的谈判能力。对其赋予较高的公司自治,可能引发类别股东同意下的局限性。第二,促进流通性的考虑。流通性对上市公司存在重要价值。遵循相同规则的类别股权利,具有极大的可比性,有利于市场的形成。

对非上市公众公司,运用子权利法定的类别股立法。一方面,非上市公众公司之公众性决定了其可能涉及不特定的公众利益,需要适当地规定强制性规范,以避免自由放任带来的不利后果。另一方面,作为位于封闭公司及上市公司中间的公司形态,不适宜对其采取与上市公司一体的严格类别股种类法定的立法模式。通过对法定范围内子权利

① 股份有限公司可分为上市股份有限公司及非上市股份有限公司。2013年1月1日起施行的《非上市公众公司监督管理办法》第二条将非上市公众公司界定为“股东超过200人或股票在场外市场公开转让的非上市股份有限公司”。由此,非上市股份有限公司,可进一步划分为非上市公众公司和封闭性股份有限公司。

② 参见《优先股试点管理办法》(中国证券监督管理委员会2013年12月9日颁布)第三章第28条。

的筛选组合,非上市公司可发行内容多样的股份。由此,在赋予其较上市公司更为多样化的类别股选择同时,可发挥类别股强制性立法之规范及指引的双重作用。

对封闭公司,应采淡化限制强调自治的章程自治式类别股立法路径。原因在于:第一,封闭公司所处的融资市场对类别股的多样及创新存在特别要求。以投资于封闭公司的私募股权基金及风险投资为例,前者定向募集,基于资本运作的流动性需求,对类别股设计应具灵活性。后者存在不同于成熟企业在公开市场展开的融资机制,同样要求充分的灵活性,根据投融资双方的需求来涉及适当的权利、义务。强制性规范下类别股限定模式显然难以满足这些要求。第二,封闭公司的特质决定公司自治比外部限制带来的效率更高。在封闭公司中,公司自治下的高效谈判较易实现。应鼓励公司当事方根据特定的需求,凭借自身的意志与知识,自主安排类别股的设置。他们不需要公司法的深度介入,公司自治的情况更利于封闭公司有效的类别股权配置^[10]。因为此时,公司参与方是自身利益的最佳判断者。

四、类别股立法的路径填充:类别种类筛选

域外类别股立法的演进,见证了类别股契约自治范围趋于扩张的轨迹^①。同样,类别股的种类繁衍,将有助于推动中国融资市场的持续发展。然而,虑及对公众投资者利益保护及公平性等价值,现阶段的中国类别股立法难以包容类别股子权利排列组合下的所有逻辑推演形态。立法对类别股进行种类筛选时,应秉持慎重斟酌的原则,合理评价并汲取具有适合性及实用性的类别股种类资源。将来,伴随公众对类别股认知度的提高,及类别股东保护机制的完善,类别股的种类设计可逐步拓展。

(一) 上市公司类别股种类之甄选

1. 上市公司类别股之通用选择:特定优先股

类别法定式类别股立法路径,内含着立法划定类别股契约自治范围的谨慎。中国上市公司股权结构由清一色的普通股向多元类别股并存的蜕变,对强化披露的市场机制、“啄木鸟式”的机构投资者及一究到底的诉讼文化等提出更高层级要求。然对此配套运行机制的培育非一蹴而就,因此,在类别股制度建构之初,不应为上市公司类别股契约自治范围提供过于花哨的种类选择。

在对类别股初级归类形成的八种样态的类别股中(详见附图),除了统辖既往股权结构的标准普通股,另只宜限定适用最为广泛的特别股——优先股。就优先股大类下细分的衍生可能,应进一步限缩为权利内容较为固定的强制分红、可累积、非参与、不可转换的优先股^②。其实,这正是《优先股试点管理办法》中为上市公司发行优先股的权利内容设定^③。为何在类别股制度推行初期,对优先股种类创设采取上述严格限定呢?

首先,非累积优先股东的可得红利面临被普通股股东控制下的董事会侵害之虞。在 *Guttmann v. Illinois Central Railroad Co.* 案^[11](1951年)中,被告伊利诺伊中央铁路公司在1937至1948年间每年均有足够分配优先股红利的净收入,却从未向原告Guttmann持有的非累积优先股份分配红利。原告由此诉起,主张董事会于该年份期间宣布不分红的行为并不适当。然初审法院及上诉法院均未支持愤懑的非累积优先股东,强调无论公司是否存有净利润,未宣布股利年份的未得股利亦不再累积。此案带来的启示为,股利累积的优先股更有利于投资者权益的有效保护。

其次,非强制分配股利的优先股之红利获取极具不确定性。一方面,普通股东与优先股东之间的

① 如日本历经2001年《商法》修改及2005年《公司法》修订,逐步扩大种类股份的范围。韩国《公司法》对类别股制度的修订,亦表现为更宽松立法的趋势。

② 其中,强制分红、可累积、非参与乃利润分配子权利的权能衍生,不可转换为转换权子权利的表现。

③ 参见《优先股试点管理办法》第28及33条。

固有利益冲突 极可能使普通股东控制的董事会在公司盈利充沛的年份 做出拒绝分配利润的经营决策。当非强制利润分配暗涵的“公司不一定必须进行利润”分配常态化 将侵蚀投资者对中国优先股权市场的信心。另一方面 过往中国上市公司鲜有分配利润之实践。强制分红有助于上市公司养成向投资者分配利润的习惯 缓解资本市场唯买进出之差价为投资对象的投机行为 培育良性运作的中国优先股市场。

再次,参与性优先股经济利益的绝对优势,可能折损普通股对投资者的吸引力,对中国既有普通股市带来的一定冲击。传统优先股典型表现为股利分配的“非参与性”,以与普通股之利益分层相区分,类别股推行初期宜采形态单纯的非参与性优先股。

渐次,允许上市公司发行可转换为普通股的优先股,将重现股权分置改革中“解禁非流通股、实现全流通”伴生的“股份存量增加致股价下跌”的风险^①。现阶段锁定优先股不可转换的性质,有利于中国证券市场对优先股的调试及适应。待他日公司对现有类别股资源运用自如,可进一步拓张上市公司类别股契约自治的种类范围。

2. 国企改革中的类别股种类筛选: 黄金股

国有股“一股独大”的现象及其伴生的公司治理缺陷,于中国上市公司中并不罕见。为消解国有大股东操纵公司的弊端,有学者提出将国有股转换为无表决权优先股的方案以实现现代企业制度的完善^[12]。诚然,这能实现提高公司经营效率及国有资产保值增值的双重功效,但是却不可避免地降低了国有资产对经济生活的影响力。那么,对策何在?在谈及国有企业改革措施时,王保树教授早已倡议,在那些涉及国计民生的少数企业中保留国家股少数股份,并以法律的形式赋予国家股以特别股的绝对表决权股的地位,即所谓“黄金股”的地位^[13]。金股在英国一度流行,英国政府通过公司章程设置具有超额表决权,但财产利益受限的股份,用以保持对私有化国有企业的控制。日本《公司

法》2001年修正时引入对公司治理具有重要影响的、被称为“黄金股份”的“附否决权股”^②,用于以国家利益为出发点,从事天然资源开发的企业发行的特殊类别股^[3]。黄金股制度的适用在维护国家控制权方面的作用不可小觑,符合中央十八大于国企改制提出的“特别管理股”思路对策^③,中国公司法完全可以提供超级表决权、限制分红权的类别股份^[4]。

在中国国企改革的进程中,优先股和黄金股之适用两者不可偏废。一方面,可将一定比例的国有股转换为优先股,在保障国有资产经济利益的同时释放企业自治的活力;另一方面,在与国民经济及国家安全利益攸关的产业部门发行黄金股,实现国家对经济命脉的控制。

3. 创新型企业类别股种类筛选: 董事选任股

创新型企业中的创始人对控制权的保有存在特殊需求,这诠释了中国背景创新型企业鱼贯赴美上市的动机之一,在那里,上市公司被允许发行双层股权结构^④的股票,以实现管理层稳握公司控制权而免受敌意收购侵扰的目标。2014年阿里巴巴放弃首选上市地香港,转向能支持其保障控制权治理创新方式的美国市场即适其例。展望未来,中国将持续涌现一大批创新型新经济公司,能否提供合适的类别股资源以支持其治理需求,关系到对这些经济体的包容度、吸引力及中国资本市场的繁荣度。

实际上,发行限制或无表决权优先股及双层股权结构普通股,均可实现公司筹集资本及管理层维持支配权的双重功能。但是,优先股的发行比例往

① 基于此原因,《优先股试点管理办法》一改《征求意见稿》中允许上市公司发行可转换为普通股的优先股的规则,而限定上市公司一般不得发行可转换为普通股的优先股。

② 参见:日本《公司法》第108条第1款第8项。

③ 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(2013年11月12日通过)提出:对按规定转制的重要国有传媒企业探索实行特殊管理制度。

④ 双层股权结构通常是公司发行两种(或以上)类型在投票权方面具有差异的股份,一类为多重投票权股,另一类为普通投票权股,通过对现金流和控制权的分离来实现管理层对企业的有效控制。

往受限,发行更多的优先股筹资,意味着更多数量普通股的配套。因而从股权结构总体看,优先股给管理方带来的“控制权维持”的利益是有限的。并且,优先股上附着的利润分配优先权对企业经营活动产生利润的分流作用,为公司带来较普通股更为沉重的偿付负担。相形之下,双重股权结构普通股的优势凸显,该股权结构赋予特定股东以多数表决权,其实现“防止控制权旁落”的功效,却无需承担优先股的优先偿付股利的负担。但因其直观的“不公平性”,形成公司易被少数人操纵的负面效益,亦多遭诘问。德国公司法不允许发行限制普通股表决权的股份^[14]。而多年占据全球经济自由指数榜首的我国香港地区至今因坚守“同股同权”原则,未允许上市公司践行双重股权结构^①。

就祖国大陆而言,“一股独大”现象为上市公司带来的阵痛远未平息,股权分置改革及国有股减持的疗伤法需逐步发挥作用,近期内无法消解祖国大陆股权结构过于集中的问题。因此,即使特殊表决权普通股对特定公司参与方存在相当的价值,当下的中国公众公司尚不宜引入该类别股。

阿里巴巴推行“合伙人制度”^②带来的启示是,创新型企业对控制权的特殊青睐,可通过对普通股附加董事选任权子权利以实现。与主流认定阿里合伙人制度乃“变相的双层股权结构”的观点相左,将合伙人持有的股权本质抽象为附董事选任权的类别股,其实更为允洽。正如蔡崇信对阿里合伙人制度的解读“我们从未提议过采用双重股权结构(Dual Class)的方案。一个典型的双重股权结构,是允许那些拥有更高投票权的人在公司任何事务的投票上享有这种权利。而我们的方案则充分保护了股东的重要权益,包括不受任何限制选举独立董事的权利、重大交易和关联方交易的投票权等。”^[15]由此观之,不同于双重股权结构囊括股权表决权所有事项的效果,附董事选任权股份仍为股东保留了除董事选任重大事项外的表决权。综上,对在创业板谋求上市的企业,除通用于上市公司的类别股种类,可另向其提供附加董事选任权的类别股份。

(二) 非上市公众公司类别股种类之立法供给

日本《公司法》对类别股种类的立法供给,采纳子权利法定的方式。借鉴该立法模式,选取适合当下中国非上市公众公司的子权利种类,允许其发行不同子权利内容重组的两个以上不同类别的股份:利润分配权、剩余财产分配权、表决权、转换权、否决权及董事选举权。

此处对子权利的周全列举,未囊括包含投资者或发行人主张的“赎回权”。虽然,以偿还为内容的优先股绝非罕见,《优先股试点管理办法》中亦许可对优先股附加该权利的自由。但我国目前采纳的法定资本制对股份回购存在限制,无法兼容优先股之“赎回权”。在下一轮《公司法》修缮之前,为避免公司法律制度体系内的规范冲突,暂不宜纳入投资者要求回售优先股及发行人要求赎回优先股这两项子权利。将来,可尝试逐步增加法定子权利的范围,从而平稳推行非上市公众公司类别股制度的实施。

(三) 封闭公司类别股种类之自我设定

借鉴美国《特拉华州公司法》宽泛授权的方式,封闭公司得以发行各式类别股,其上附着权利、优先权、条件、限制等内容,均系类别股契约自治的范围。

尽管实践中存有不常规的股权内容,如可还本股^③,日本《公司法》中规定的转让需征得公司同意的股权,风险资本投资于创业企业时所持优先股可能附着的强制出售公司的权利、董事会控制权转移

① 2014 香港证监会拒绝阿里巴巴以类似双重股权结构方式在香港上市,即为香港对上市公司类别股制度特别限制之经典案例。

② 阿里巴巴“合伙人”,作为公司的运营者、业务的建设者、文化的传承者,同时又是股东,有权提名并任命董事会中的大多数董事人选,以实现对公司的控制。

③ 可还本股由法国《公司法》规定,公司使用盈余或公积金偿还这种股份的面值后,他们不得在公司清算时再次取得本金,但仍保留若干限制性权利,尤其是取得股息的权利和表决权。(参见郭富青,股份公司设置特别股的法律透视[J],当代法学,2002(5):60.)

的权利等^① ,及各种股权创新 ,难以为标准抽象的子权利所涵盖。然而 ,非周全列举常用且标准化的股权子权利 ,仍有利于为封闭公司设置类别股提供参考及指引:其一 ,常规子权利:利润分配权(含累积/非累积/部分累积的、固定/浮动股息率、不同给付顺位的、强制/非强制分红的、全部参与/部分参与/非参与的);剩余财产分配权(不同给付顺位的);表决权(标准的、复数的、限制性、针对部分事项的、含条件的)。其二 ,特殊子权利:赎回权(投资者要求回售优先股或发行人要求赎回优先股);转换权;特定事项表决权(附否决权股份);董事选任权;反稀释保护权(优先认购权或优先购买权);多轮不同的清偿顺位权等。但是须明确 ,封闭公司类别股的种类创设 ,不应囿于任意性规范列举的子权利内容之排列组合。

五、结语

宏观上类别股制度之允洽设计 ,微观上股权结构多元之优化设置 ,需三个步骤的衔接配合:

第一步 ,盘点类别股的种类资源 ,可藉由对股权各项子权利之分离、重组获得。

第二步 ,立法对类别股资源的一次总体筛选。在我国类别股制度构建之初 ,若纳入不契合本土需要的类别股种类 ,将侵害公众利益 ,损害资本市场的发展。因此 ,立法有必要划定类别股契约自治的创设空间。但是 ,若过度限制公司自治下的类别股设置自由 ,致可供选择的类别股种类偏少 ,将极大地抑制公司的融资效率。因此 ,类别股立法恰当设置章程自治的范围殊为关键。

第三步 ,公司参与方就类别股立法圈定范围内类别股种类的二次选定 ,从而个性化设定公司股权的构成。该部分彰显了合同法及公司法两大私法对类别股制度的协力构建。从表面看 ,类别股的立法干预 ,特别是采用法定主义式类别股立法路径 ,与公司自治的类别股契约安排是冲突的。前者意味着立法对公司的类别股安排实施引导甚至强制 ,

后者则意味着公司按照自身的意愿安排设定类别股种类。尽管两者从逻辑上存在相左的特质 ,在现实图景中 ,两者却和谐共存 ,共同构建类别股制度。深层次地看 ,这缘于无论类别股的立法干涉或公司当事人的章程自治安排 ,均旨在创设符合资本市场需求的类别股。两者的高效协同 ,关键在于配置不同性质的类别股法律规范 ,通过立法恰当地划定类别股章程自治的界域 ,促进资本市场的蓬勃发展 ,推动我国公司法的现代化。

类别股的初级逻辑归类

(对常规股权子权利的排列组合)

序号		表决权(累计 为控制权)	财产复位(利润分配权 或剩余财产分配权)
1	标准普通股	1	1
2	限制表决权普通股	↘	1
3	超级表决权普通股	↗	1
4	优先股	↘	↗
5	管理股	1	↘
6	金股	↗	↘
7	混合股	↗	↘
8	混合股	1	↗
9	尚无实例	↘	↘

注:以传统资本等配置表决权的普通股为参考标准(标准普通股) ,将其表决权及财产利益设定为单位“1”。考察“表决权”及“财产利益”类别股子权利内容的具体配置情形 ,分别用“1” ,↗ ,↘表示相同 ,或强于 ,或弱于的三种情形。

ML

参考文献:

- [1] 朱慈蕴 ,沈朝晖. 类别股与中国公司法的演进[J]. 中国社会科学 2013(9) : 150.
- [2] 任尔昕. 关于我国设置公司种类股的思考[J]. 中国法学 2010(6) : 106.
- [3] 蔡立东. 公司自治论[M]. 北京: 北京大学出版社 2006: 252.
- [4] 朱慈蕴. 公司章程两份法论——公司章程自治与他治理理念的融合[J]. 当代法学 2006(5) : 13.

^① 若数期可累积分红未予支付 ,风险资本持有的优先股通常会规定一项自动发生的默认规则 ,即优先股东基于该事实获得董事会的额外席位。(参见: Baron v. Allied Artists Pictures Corp 案[1975 年] ,337 A.2d 653.)

- [5] Robert B. Thompson. The Law's Limits on Contracts in a Corporation [J]. Journal of Corporation Law , Vol 15 ,1990: 377 - 378 .
- [6] 森田章. 公开公司法论 [M]. 黄晓林, 编译. 北京: 中国政法大学出版社 2012 ,48.
- [7] 甘培忠, 雷驰. 对金融创新的信义义务法律规制 [J]. 法学 2009(10) : 67.
- [8] 尹红强. 我国类别股份制度现代化研究 [J]. 证券法苑 2011(2) : 1319.
- [9] 布莱恩·R·柴芬斯. 公司法: 理论、结构和运作 [M]. 林华伟, 等, 译. 北京: 法律出版社 2001: 144.
- [10] Charles R. Korsmo. Venture Capital and Preferred Stock [J] . Brooklyn Law Review , 2013: 1167
- [11] 李华. 美国公司融资法案例选评 [M]. 北京: 对外经济贸易大学出版社 2006: 108 - 113.
- [12] 郭富青. 股份公司设置特别股的法律透视 [J]. 当代法学 2002(5) : 64.
- [13] 王保树. 完善国有企业改革措施的法理念 [J]. 中国法学 2000(2) : 26.
- [3] 崔文玉. 日本公司法精要 [M]. 北京: 法律出版社 2014: 91.
- [4] 沈朝晖. 公司类别股的立法规制及修法建议——以类别股股东权的法律保护机制为中心 [J]. 证券法苑 , 2011(2) : 566 - 568.
- [14] 李海燕. 建立我国类别股制度的构思 [D]. 吉林大学博士论文 2014: 84.
- [15] 蔡崇信. 阿里巴巴为什么推出合伙人制度 [J]. 创业家 2013(10) : 101.

Legislation Path Selection of Classes of Stock in China

LI Yan , GUO Qing-qing

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

Abstract: Setting up as the cooperative products of legal norms and contract arrangements , Classes of Stock are stocks with different content rights which are created by separating and combining various sub-rights of equities. The essence of interference conducted by legislation of classes of stock is how to set the boundary of charter autonomy of classes of stock. When emphasizing the nature of contractual rights of classes of stock under the view of contract law , charter autonomy type legislation route of classes of stock emerges; When emphasizing the nature of legalization rights of classes of stock under the vision of company law , there emerges two legislation routes of classes of stock as categories defined by law and sub-rights defined by law. Based on analyzing the categories of classes of stock and the types which law chooses from them , it is suggested that the three types of legislation of classes of stock routes mentioned above should be applied to different kinds of company forms as private company , non-listed public company and listed company. If the need for classes of stock from the capital market cannot be satisfied by the species that permitted by the established legal rules of classes of stock , then the contract arrangements of classes of stock would act as an responsive force from bottom to top , gradually promoting the legislation of classes of stock toward the direction of company autonomy.

Key Words: classes of stock; legislation of classes of stock; legal institution of classes of stock; autonomy of contract

本文责任编辑: 林士平