

# 股份公司股东权利多元化配置的 域外借鉴与制度建构

汪青松\*

摘要: 与中国股份公司单一股份类型不同, 域外股份公司( 公众公司) 在股份类型上样态丰富。这种多元化股东权利配置模式具有坚实的理论基础。从立法上看, 域外的相关规范表述不尽相同, 但从内在机理上说, 其实现机制都是通过多种形式的权利或利益交换。交换的效果将通过股东权利结构的统一或分离、权利行使的优先或劣后、权利计量的放大或限缩、权利内容的增加或减少加以体现。中国股份公司对于股东权利多元化配置有着紧迫的制度需求, 公司立法应当修改妨碍股东权利多元化配置的强行性规范, 引入类别权利等核心概念, 并通过多层次立法为股份公司直接进行股东权利多元化配置提供规范路径。

关键词: 股份公司 股东权利 类别股份 类别权利

## 一、引言

传统公司法理基于抽象层面的资本平等和股东同质化假定, 在对股份公司股东权利进行配置时严格遵循比例性、权利不得分离等基本原则, 由此形成的一元化股东权利配置模式和单一股份类型被视为股份公司资合性和股份平等的应然之义。但是, 股东权利一元化配置的法定模式存在着明显的缺陷, 比如公司自治理念无法在股东权利配置环节得以体现、股东的异质化偏好无法通过差异化的权利构造得到满足、中小股东无法在事先获得更优的衡平性权利安排等。于是, 在不断勃兴的公司自治理念和投资者异质化需求的推动下, 许多国家和地区的公司法都放开或进一步扩展股东权利自由配置的制度空间, 由此推动股东权利配置模式从一元走向多元、股份类型从单一走向复杂。在此背景下, 中国《公司法》仍然沿袭由一系列强制性规范所构成的单一股权配置模式, 已经无法适应现实需要, 尽快修改诸如“一股一权”等强行性规范、填补第 131 条预留的关于允许股份公司发行其他种类股份的制度空间已成当务之急。因此, 本文将致力于从域外公司实践中丰富多彩的股东权利配置现实样态和立法表述中探究股东权利多元化配置的内在机理, 并以此为借鉴提出有助于满足中国股份公司多元配置股权需求的制度建构思路。

---

\* 西南政法大学民商法学院副教授, 法学博士。本文系作者承担的国家社科基金项目“经营者集中的附条件批准制度研究”(12CFX068)、教育部人文社科规划基金项目“股份公司股东权利配置的多元模式研究”(12YJA820068)以及2012年西南政法大学资助项目的阶段性成果。

## 二、股东权利配置多元化演进的理论基础与现实样态

本文所关注的股份公司股东权利多元化配置是指股份公司在对其股份所附随的经济性权利、参与性权利、处分性权利等股东基本权利进行配置时所采取的,与传统“一股一权”、“比例性”、“权利结构完整性”等原则相背离的多元化股东权利构造安排。股东权利多元化配置的结果是在股份公司中创造出不同于普通股权利构造的各种类别股份。域外公司实践表明,股东权利配置的多元化演进具有极为坚实的理论基础,市场强大的创新力量也不断创制出旨在满足投资者不同偏好的股权构造现实样态。

### (一) 股东权利配置多元化演进的理论基础

#### 1. 公司自治理念从治理层面向股东关系层面不断拓展

在传统的意义上,公司自治理念的主要作用空间是在公司治理层面上。而一般意义上的公司治理所关注的主要是股东作为一个整体与公司经营管理者之间的关系,即经济学理论中所谓的两权分离所引发的代理问题。但如果仅仅将对于公司自治的理解局限于公司治理层面,无疑是有失偏颇的。公司自治同样也应当适用于公司股东关系的处理层面。实际上,公司自治理念的发展正是呈现出了一种从治理结构层面向股东关系层面不断拓展的趋向。这种拓展趋向能够从关于股东权利配置行为法律性质的理论学说演进上得到体现:传统的观点是采纳法定说,即认为股东权利是由公司法规定的股东所享有的权利束;公司契约理论则采契约说,即认为股东权利是股东之间对其权利义务关系的契约安排(对价说);后来又发展出共同行为说,即认为股东权利是股东在通过共同法律行为向公司投资而获得的权利。有学者强调共同行为理论在对公司法现象的解释力上要明显优越于公司契约理论。<sup>(1)</sup>实际上,契约说与共同行为说的区别主要体现在对股东之间关系的不同理解上,而二种学说在实质内涵上具有极大的相似性,即都强调了股东权利配置行为应当属于股东自治的领域而非强行法适用的空间。因此,立法者不应当置契约自由于不顾而试图促使公司股权结构标准化。<sup>(2)</sup>自治理念向股东权利配置层面的拓展能够为股东权利多元化配置的创新提供有力的理论支撑。据此,一个投资者在决定成为一个公司的股东之前,就可以通过自由议价与公司或其他股东达成协议,选择最有利于自己的权利构造作为出资的对价。另外,股东权利多元化配置的自由创新也符合最优资本构造理论,因为单一的股份类型构造不一定对所有公司都是最佳的方案。

#### 2. 公司法上股权平等的内涵从资本层面向股东层面转向

按照有些学者的观点,民法上的平等可以作强式对待和弱式对待的区分:强式意义上的平等对待要求将每一个人都视为“同样的人”,要使每一个参与分配的人都能够在利益或负担方面分得平等的“份额”,因此要尽可能地避免对人群加以分类;弱式意义上的平等对待要求按照一定的标准对人群进行分类,只有被归入同一类别或范畴的人才应当得到平等的“份额”。<sup>(3)</sup>传统公司法立足于资本层面

(1) 参见韩长印“共同法律行为理论的初步构建——以公司设立为分析对象”,载《中国法学》2009年第3期,第73页。

(2) Caspar Rose, *A Critical Analysis of the 'One Share-one Vote' Controversy*, 5 *International Journal of Disclosure and Governance* 126, 126 (2008).

(3) 参见王轶“民法价值判断问题的实体性论证规则——以中国民法学的学术实践为背景”,载《中国社会科学》2004年第6期,第108页。

所界定的股权平等显然是采强式意义上的平等。根据传统理论所描述的股权平等原则,每一股份所享有的权益是相等的,作为公司的出资者,中小股东与控制股东在法律上的地位是一致的,他们都是公司的股东,都享有公司法和公司章程规定的内容相同的股东权,包括自益权和共益权。但实际上中小股东在公司治理中基本上从一开始就处于弱势地位,特别是随着公司资本基础的扩大,股份日益分散化,小股东越来越远离公司的最终控制权。因此,现代股份公司中的股东平等实际上已经演化为弱式意义上的平等,并且强弱分野的程度不断加深。这种状况向公司法提出了新的要求,即应当关注股东间的客观差异,相关的制度设计也应当力求实现股东层面的实质平等。

### 3. 对股东偏好的认知从同质化假定向异质化现实演进<sup>(4)</sup>

传统公司理论所立足的认为所有股东对于财富最大化具有同样偏好的股东同质化假定已经受到越来越多的质疑,股东之间的异质化偏好正在获得广泛认同。有研究指出,股东之间的利益在多元维度上存在显著差异,因而对权利构造的需求也不尽相同。<sup>(5)</sup> 另有研究指出,股东的投资目标在两个方面存在根本冲突:其一,某些股东仅希望最大化股份的短期价值,而另一些股东则希望最大化股份的长期价值;其二,某些股东可能会因其极其重要的冲突性利益而不希望最大化股份价值。这些股东包括员工股东、政治体股东以及在两家存在利益冲突的公司同时拥有投资的股东。对于员工股东而言,相对于微不足道的员工持股价值,其大多更为看重受雇薪酬利益。对冲基金一般也被认为具有与公司其他股东利益相冲突的特别投资目标。<sup>(6)</sup> 投资目标的冲突会对股东参与公司事务的行为产生直接影响。有研究表明,倾向于充当一种积极投资者角色的机构大多与政府和工会存在关联,其积极行动的主要动力往往并不是希望提升所投资公司的经济效益,而是基于其他方面的考虑。<sup>(7)</sup> 上述研究所揭示出的股东利益偏好的异质性无疑能够为股东权利配置的多元化发展提供最有力的理论支持。

## (二) 股东权利配置多元化演进的现实样态

### 1. 经济性权利多元配置的主要样态

(1) 优先股(*preferred stocks*)。优先股是一种在红利派发或者公司清算时的剩余财产分配方面具有优先于普通股股东的偿付权利的股份。优先股所享有的经济性权利的优先性往往是以参与性权利的限制或取消为对价。其红利通常是一个固定的数额,如表述为股份面值的一定比例,但也可以是参与型的,即按照一定的规则参与到固定红利之外的利润分配。优先股的红利可以是累积的(即如果本年度没有支付将累积到下一年度),也可以是非累积的。优先股可以永久存续,也可以规定在一定期限届满可以转换为普通股或者可以由公司回购。正是由于存在着上述诸多可以根据需要自由安排的创制空间,域外实践中的优先股具体形态不断演化、种类繁多。

(2) 追踪股份(*tracking stock*)。追踪股份又称为目标股份(*targeted stock*)、字母股份(*letter stock*),它是指一个公司所设计的专门跟踪公司内部某一些特定营业部分或某一特定附属子公司的经

(4) 参见汪青松、赵万一:“股份公司内部权力配置的结构变革——以股东‘同质化’假定到‘异质化’现实的演进为视角”,载《现代法学》2011年第3期,第32页。

(5) Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 *University of Illinois Law Review* 775, 778-781.

(6) George W. Dent, Jr., *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, 35 *Delaware Journal of Corporate Law* 97, 100-101 (2010).

(7) Leo E. Strine, Jr., *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, 119 *Harvard Law Review* 1759, 1765 (2006).

营业绩的一种特殊股份。追踪股份最早诞生于美国。1984年,通用汽车公司(General Motors)在为收购电子数据系统公司(Electronic Data Systems)而进行的筹资活动中,首次发行了追踪股票,新股票专门追踪新公司的经营业绩。追踪股份创制的最初目的是作为避免企业整体解散的一种替代形式而出现的,由于它具有一些独特的优良属性,现在已经成为一种重要的创新型金融工具,特别是作为一种全新的股权重组工具,受到了许多大型公司的青睐。

## 2. 参与性权利多元配置的主要样态

(1) 多重投票权股份(multiple voting rights stocks)。多重投票权股份是一种对同一单位面值的股份赋予两个或者多个投票权的股份类型。多重投票权股份的具体形式可以采取直接针对特定持股群体的一股多投票权形式,或者是以持股时间为基础的双重投票权股份的形式。后者在法国也被称为“忠诚股份”(loyalty stocks),因为这种特殊投票权仅被赋予以一个股东的名义登记持有达到公司章程规定的一定期间的股份,该期间一般被规定为不少于两年。在欧盟成员国中,大多数国家都具有立法上采用多重投票权股份的可行性,但实际采用的情况各国差异较大。比如,在英国,仅有5%的公司实际上采用多重投票权股份;而在瑞典,实际采用多重投票权股份的公司比例高达80%。<sup>(8)</sup>

(2) 非优先性无投票权股份(Non-voting stocks without preference)。非优先性无投票权股份是指公司发行的不享有投票权、也无用以补偿投票权缺失的特别经济性权利的股份类型。非优先性无投票权股份的权利构造除了缺少投票权之外,其他的权利都类似于普通股份(ordinary stocks),因此实践中也被称为无投票权普通股。这种股份在瑞士、法国和英国的公司中都可以见到。公司发行非优先性无投票权股份的主要目的就是在实现外部融资的同时保持原有股份持有人(一般是作为公司创立人的家族股东)的控制权。

(3) 优先权股份(priority stocks)。优先权股份是指公司发行的、赋予其持有者与其在该公司中的股权资本比例无关的特别决策权或者否决权的股份类型。具体的优先权形态随公司各异,有的可能是提名特定的董事候选人的权利,<sup>(9)</sup>有的可能是直接任命一名或数名董事会成员的权利,有的则可能是拥有对股东大会某类决议的否决权。在欧盟,大约有63%的国家从法律上说可以采取优先权股份的方式,实际采取的国家占到25%。

有一种较为特殊的优先权股份是专门针对政府持股而设计的,即所谓黄金股份(golden stocks),这种股份赋予政府或者其控制的机构对私有化后的公司享有某种不为一般持股者所享有的特别权利。它使得政府能够阻止收购、限制投票权或者否决管理层的决策。<sup>(10)</sup>在欧盟,大约有42%的国家从法律上说可以采取黄金股份,实际采取的国家有6%。允许采用黄金股份的国家对其具体适用也有

(8) Shearman & Sterling LLP, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*, External Study Commissioned by the European Commission, 2007, at 12.

(9) 例如,根据纽约时报公司的股票结构及相应的投票机制,A类股份对应该公司99%的资本,但其股东只能提名公司13名董事中的4名;B类股份对应的资本不到1%,却享有提名9名董事的权利。

(10) 例如,2010年,西班牙电信(Telefonica)拟以71.5亿欧元收购葡萄牙电信(Portugal Telecom)所持Brasilcel的50%股份。Brasilcel为西班牙电信和葡萄牙电信的合资企业,双方在其中各持有50%的股份。同时,Brasilcel持有巴西最大移动运营商Vivo约60%的股份。拉美市场目前是西班牙电信主要增量市场之一,而巴西市场规模为整个拉美最大的。西班牙电信想要通过此次并购加强其在拉美的扩张势头。尽管动荡的全球经济刚刚开始复苏,其西班牙本土市场形势仍然严峻,但巴西的经济正处于蓬勃发展之中。因而,对Brasilcel的控制对于西班牙电信和葡萄牙电信都具有非常重要的意义。在2010年6月30日召开的葡萄牙电信股东大会上,股东们赞成出售Brasilcel 50%的股份,然而,葡萄牙政府利用其在葡萄牙电信“黄金股份”在战略决策上的最终决定权否决了交易。

一些限制。比如,赋予政府的特定权利的运用必须符合特定的规则,如丹麦和波兰要求平等对待股东,爱沙尼亚要求符合公司利益,法国、意大利和爱沙尼亚要求符合公共利益,波兰要求符合公共秩序或者公共安全。另外,有的黄金股份附有“日落条款”,如西班牙规定其经过特定期间后自动取消。

(4) 投票权设限(voting right ceiling)。投票权设限是指对单个股东能够在股东大会上所投的表决权数设定一个绝对数额或者比例的上限,超过该上限的股份所附表决权不得行使。如葡萄牙《公司法》第384(2)条规定公司章程可以设定一种“投票权上限”,即一旦超过某一门槛(典型的如总股本的10%),不管该股东控制的股本有多少,该门槛之上的投票权就不再予以计算。按照葡萄牙在2006年(通过判例法)对其《公司法》的修订,此种“投票权上限”也可以适用于由葡萄牙政府持有的股份,而这些股份先前是受到特别对待的。另外,葡萄牙《公司法》中也规定在公众公司中,通常的“一股一票”规则可以被限制成为仅仅对持有某一最低股本的股东赋予投票权,如对于每1000欧元的股本至少赋予一个投票权。

### 3. 处分性权利多元配置的主要样态

(1) 可回购股份(redeemable stocks)。可回购股份是指在发行时附有条件,规定发行公司在未来某个日期应当或者可以对这些股份进行回购,回购选择权可以赋予公司或者股东。回购日期和条件可以事先确定(例如股份将在发行5年后以某一价格被回购),这种方式对于外部投资者而言是一个较为清楚的安排;也可以规定由发行公司选择的时点,这种方式通常是用于向雇员发行无投票权股的情形。如果雇员离开公司,其股份可以由公司按照名义面值回购。

(2) 受限股份(restricted stocks)。受限股份是指公司通过协议直接授予其雇员的、要求在特定的待权期(vesting period)届满或者既定财务目标达成之前不能出售、转让或者质押的处分权受到一定限制的股份类型。受限股份可以进一步分为期限型受限股份(time-vested restricted stock)和业绩型受限股份(performance-vested restricted stock)。后者实际上是期限和业绩的结合,也是通常采用的形式。<sup>(11)</sup>在受限股份的授予协议中通常规定,如果该雇员在待权期结束之前终止受雇于该公司,则公司可以以一个名义上的价格回购该股份。有研究表明,近年来在标准普尔500指数的样本公司中,受限股份已经超过股票期权而成为一种更受欢迎的对于管理层的股权性激励机制。<sup>(12)</sup>

### 4. 金融创新形成的多元化权利配置样态

以公司股份为基础的金融创新的主要方式就是对附随于股份上的各种权利进行多元化配置,或者与其他契约机制相结合,其复杂形态难以详述。有学者将这些由金融衍生工具创制的股权构造新样态统称为“有负担股份”(encumbered Shares),并按照创造方式的不同界定了两种有负担股份:一种是有经济负担股份(economically encumbered shares),即将股份和其他投资安排搭配在一起,如持有股份的股东同时持有空头头寸(short position)或者其他衍生产品,据此该股东就具有一种不同于“纯粹”剩余索取者的动机;另一种是有法律负担股份(legally encumbered shares),即在投票上有法律障碍的股东持有的那些股份,例如,股东将股份出借给了经纪人或者空头卖方。<sup>(13)</sup>

(11) David I. Walker, *Evolving Executive Equity Compensation and the Limits of Optimal Contracting*, 64 Vanderbilt L. Rev. 611, 611-674 (2011).

(12) James H. Irving, Wayne R. Landsman & Bradley P. Lindsey, *The Valuation Differences between Stock Option and Restricted Stock Grants for US Firms*, 38 Journal of Business Finance & Accounting 395, 395-412 (2011).

(13) Martin & Partnoy, *supra* note 5, at 778-780.

### 三、股东权利多元化配置的立法方式与实现机制

上述诸多股东权利配置样态尽管是市场自发创造的产物,但其产生发展的前提是立法赋予了公司相应的自治空间。鉴于域外相关立法的规范表述不尽相同、宽严详略也有差异,我们在此仅作简单归类。在此基础上,将立足于权利本身来分析域外丰富多彩的股东权利配置样态得以生成的内在机理。

#### (一) 股东权利多元化配置的立法方式

在多数国家或地区的现行公司立法中,尽管“一股一票”或者“比例性原则”仍然是作为一种明示或者默示的规则而普遍存在,不过,在这一规则之外,一般都为公司自主配置多元化的股东权利构造预留了相应的制度空间。<sup>(14)</sup> 具体的立法方式各异,可以大致归类为以下几种。

一是以股份权利平等为原则,以股权多元化配置为例外。如瑞典2005年《公司法》第四章“股份”的篇章结构中就首先重申了“平等原则”,该章第1条规定“除本章第2条至第5条的规定外,公司中的所有股份应当附有同等的权利”;第2条则规定了公司章程可以设计不同的股份类别。加拿大《商事公司法》第24条第3款也规定“当一个公司仅有一种股份类别时,持有人各方面的权利应当是平等的,包括股东大会投票权、获得红利权和公司解散时获得剩余财产的权利”;该条第4款则进一步规定“章程可以对一种以上的股份类别作出规定”。再如葡萄牙《公司法》将股东权细分为以下具体权利:分配利润权;参加股东会议权(通过行使投票权);知情权;被选举进入公司机关权。就投票权而言,葡萄牙《公司法》规定投票权的行使一般适用“一股一票”的比例规则。不过,该法也规定了某些限定情形下,投票权并不必须与股份的经济价值成比例,以便保持公司管理和监督机关的稳定性。

二是明确规定公司可以对股东权利进行多元化配置,对公司能够发行的股份类别基本上不作限制性规定。例如,美国《示范商业公司法》第6.01条规定“设立章程必须对授权公司发行的股份类别、一个类别中的系列以及每一类别和系列的股份数量作出规定”。实际上,正如有学者指出的那样,美国公司立法在诸如股票的经济权和投票权等核心问题上建立起了默认规则,这些问题能够几乎不受限制地通过私人协议加以改变。<sup>(15)</sup> 再比如英国《2006年公司法》第629条第1款规定“基于本法之目的,如果附随于股份的权利在各方面一致,这些股份就属于一个类别”。在这种立法框架下,公司创制股份类型的空间非常巨大,惟一的法律限制就是要避免对其他股份类别形成歧视。

三是明确规定公司可以对股东权利进行多元化配置,但对某些配置方式作出限制或禁止性规定。如2003年修订的《意大利民法典》第2348条第2款规定“允许通过章程或其修正案设立对公司亏损具有不同权利的股份类型,在该情形下,在法律规定的范围内,公司可以自由决定各类股份的内容”。同时,该法也作出了一些限制性规定,如第2351条第2款规定没有表决权的股份的“价值总额不得超过公司资本的1/2”,第4款规定“不得发行一股多票的股份”。另如《德国股份法》第139条明确允许公司可以发行无表决权的可累积优先股;第12条第2款则规定“多重表决权应当被禁止”。

另外,允许对股东权利进行多元配置的公司立法大多也都作出了一定的限制或禁止。归纳起来,

(14) 参见汪青松“论股份公司股东权利的分离——以‘一股一票’原则的历史兴衰为背景”,载《清华法学》2014年第2期,第107页。

(15) Lawrence A. Hamermesh, *The Policy Foundations of Delaware Corporate Law*, 106 Columbia Law Review 1749, 1749 (2006).

这些限制或禁止规定主要体现在以下方面:(1)对某种类别股份的比例作出限制。如多数国家都规定无投票权优先股不能超过公司总股本的一定比例,法国是25%,在比利时和爱沙尼亚是1/3,在希腊是40%,在德国、西班牙、葡萄牙、意大利和卢森堡都是50%;关于优先权股份一般也有比例限制,在法国是25%,在爱沙尼亚是33%,在意大利是50%;匈牙利规定多重投票权股份在公司总股本中的比例不得超过50%。(2)对某种权利维度的差异化设计作出禁止。如德国、意大利等明确禁止公司发行多重投票权股份。《韩国商法典》第344条规定公司可以发行在利益或者剩余财产分派方面具有不同内容的“数种股份”,从而也对其他方面的股份类别设计构成了间接的禁止。(3)对某种权利维度的差异化设计程度作出限制。如多数立法都对多重投票权股份的每股投票权数量规定了上限,法国限制为2个投票权,丹麦、匈牙利和瑞典限制为10个投票权,日本限定为1000个。(4)对特定主体的持股作出限制。如荷兰规定公司董事可以持有本公司发行的优先权股份,但不得超过该类股份总数的50%。(5)其他方面的限制。如比利时和丹麦规定不能赋予优先权股份的持有者否决权;比利时、丹麦和荷兰规定优先权不能与股东大会的特定权利相抵触;丹麦、德国、意大利、瑞典规定优先权必须合乎有关董事或者监事会成员任命的规则;丹麦、芬兰和瑞典限定多重投票权股份对于要求简单多数决的股东大会决议的影响程度。

## (二) 股东权利多元化配置的实现机制

域外股份公司(公众公司)股东权利配置多元化的实现并非源于立法的强制性安排,而是通过多种契约交易机制,即股东根据自身的投资偏好而与其他股东或者公司之间进行权利或利益交换。当然,这种权利或利益交换在实践中往往并不是通过一对一的个别交易来进行,而是由公司根据自身的融资需求和对目标投资者群体的偏好进行分析之后,按照一定的程序预先设计好具有特定权利构造的股份类型,然后由投资者根据自己的投资偏好进行选择。相对于权利结构完整的普通股而言,每一类别股份所具有的特定权利构造实际上都是某些权利或利益之间交换取舍的结果。权利或利益交换的效果将通过股东权利结构的统一或分离、权利行使的优先或劣后、权利计量的放大或限缩、权利内容的增加或减少加以体现。通过对一些典型的股份类别的权利构造的分析,我们能够发现股东权利多元化配置主要通过以下机制来实现。

### 1. 经济性权利优化机制

这种机制所立足的交换关系可以理解为股份的参与性权利与经济性权利之间的一种交换,即投资者以放弃或者弱化参与性权利为对价,换取在分红和剩余财产分配方面相对于普通股份的优先性。这种优先性既可以表现为分配顺序上的优位,也可以表现为收益数量上的增加。通过经济性权利优化机制所创制的类别股份典型是优先股份,其具体种类十分庞杂,创新形式也不断涌现。总体上看,优先股类型创新大致是围绕着两个基本维度展开的。第一个基本维度是股权的收益权能。在这个基本维度之下又可以细分为两个子维度:其一是是否可以累积红利,即本年度未支付红利能否累积到以后年度,据此可将优先股分为累积优先股与非累积优先股;其二是是否可以参与分红,即在获得固定红利之外,是否可以参与额外分红,据此可将优先股分为参与分红优先股与非参与分红优先股。第二个基本维度是股权的处分权能。在这个基本维度下也可以细分出两个子维度:其一是是否可以由公司回购,据此可将优先股分为可回购优先股与不可回购优先股;其二是是否可以转换为公司普通股,据此可以将优先股分为可转换优先股与不可转换优先股。

## 2. 参与性权利强化机制

这种机制所立足的交换关系可以理解为对公司的特定贡献及其所体现的利益与参与性权利之间的交换。对公司的特定贡献及其所体现的利益可以分为两种:一种是公司的创始股东或家族在公司创立与成长过程中所作出的贡献,包括资产与人力的投入,这些投入既代表着创始股东的固有利益,也承载着其期待利益,即资产和人力投资所形成的长期收益。当公司因发展需要而向外融资时,这些创始股东实际上是要向外部投资者让渡出一部分期待利益,公司正是凭借这些期待利益来吸引外部资金。另一种是长期安心供职于公司的员工所作出的贡献,这些员工的忠诚度及其经验都是公司重要的人力资本。域外公司实践中,针对第一种贡献和利益所创制的类别股份典型是多重投票权股份。<sup>(16)</sup>

## 3. 附加特定表决权机制

这种机制所立足的交换关系可以理解为一般权利与特别权利之间的交换,即以放弃或者限制股份所附随的一般意义上权利(经济性权利或者参与性权利或者二者兼之)而获得针对特定事项的最终决定权或否决权。其典型的股份类别就是优先权股份。附随于优先权股份的特别权利在多数情况下有别于一般的股东权利,这种特别权利不再是一种简单的参与表决权,而是能够直接产生某种预定的结果,因而在行使效果上更加类似于公司内部权力。<sup>(17)</sup>

## 4. 限制处分权机制

这种机制所立足的交换关系可以理解为经济性权利或利益与处分性权利之间的交换,即持股人以处分权受限为对价,获得经济性权利的优先性或者特定的利益。处分权受限的具体方式可以是受制于公司的回购权,也可以是受制于一定的期限或者条件(如业绩要求)。在公司实践中,许多优先股都是可回购的,公司可以在一定期限届满时按照事先确定的价格单方面决定进行回购。未确权股份则是另外一种典型的处分权受限股份,由于此种股份基本上是无偿授予员工的,因而要求持股人在特定的待权期届满或者既定财务目标达成之前不能对其进行出售、转让或者质押;如果未确权股份股东中途离职,该股份则由公司以一个名义价格购回。

### (三) 域外股东权利多元化配置制度对我国的重要启示

上文的分析表明,尽管各个国家和地区的立法规范与股份样态不尽相同,但其中所蕴含的基本法理与内在机制并无二致。我们能够从中获得以下重要启示。

首先,股东权利的具体构造不应当是法律赋权的产物,而应当是市场主体议价缔约的结果。因此,公司法关于股东权利配置的一般性规则不宜过多采用强制性规范,而应当以授权性规范和默示性规范为主。换言之,普通股所代表的完整的股东权利构造只是一种由立法供给的标准化契约,市场主体可以根据自身需要对其进行变通取舍。

其次,股东权利多元化配置是沿着一定的权利维度来进行,这些权利主要集中于经济性权利、参

(16) 比如,Google在2004年上市时为了保证公司创始人对公司的控制权,就采取了多重投票权股份设计,其内部人员所持有的B股每股都拥有10票的投票权,而向公众发售的普通股A股每股只有1票的投票权。针对第二种贡献和利益所创制的股份以法国的“忠诚股份”最为典型,该股份实际上是一种以持股时间为基础的双重投票权股份。双重投票权被认为是对于那些长期认同公司的股东的一种奖赏。

(17) 例如,荷兰著名的搜索引擎公司Yandex N. V.在2009年9月向俄罗斯联邦储蓄银行(Sberbank)发行了一种优先权股份,其核心的权利就是对持有公司股份超过25%的单一实体或者关联方群体持有份额的继续增加拥有否决权。其目的是保持公司现行的经营原则和避免任何单一投资人群体对公司的控制。这种优先权股份的转让需要得到公司董事会的批准。

与性权利和处分性权利等基本股东权利。<sup>(18)</sup>为了使多元化配置的权利构造与本国国情相适应,公司法需要对能够进行多元化配置的具体权利以及幅度等作出规定。

最后,股东权利多元化配置制度的核心是“类别权利”。尽管域外立法很少对“类别权利”的含义作出直接界定,但可以从相关的制度设计中归纳出三个基本的判定要件:一是公示性,即该项权利要由公司章程明确记载;二是专属性,即该项权利不为其他股份所拥有;三是重要性,即该项权利应当属于一种对于该类股份持有者而言极为重要的基本股东权利。为保障类别权利不被肆意剥夺和侵害,公司法一般都对类别权利的变动作出了严格的程序性限制,即需要符合公司章程的最初规定或者获得该类别股东单独表决同意。

## 四、中国股份公司股东权利多元化配置的制度建构

尽管中国《公司法》第131条规定国务院可以对股份公司发行普通股以外的类别股另行作出规定,但由于相应的制度尚未出台,加之《公司法》第103条又限定股东大会采取“一股一表决权”,因此,关于股东权利差异化配置的立法和理论研究对于实践需求的回应明显滞后。尤其是在后股权分置时代,上市公司因政策限制流通而产生的“政策催生型类别股”渐成历史,因市场自发地对股东权利进行差异化配置而形成的“市场催生型类别股”的现实需求更加凸显,尽快填补《公司法》第131条预留的制度空间已经成为紧迫的立法课题。针对上述需求,相应的制度建构目标是为了变革中国股份公司股东权利配置的单一模式,通过多层次立法为股份公司直接进行股东权利多元化配置提供规范路径,促进“市场催生型类别股”的生成和良性发展。鉴于股东权利多元化配置制度建构的内容极为庞杂,各种具体配置模式的规范设计差异巨大,因此本文仅从整体角度提出一些可资借鉴的建构思路。

### (一) 股东权利多元化配置制度设计的基本理念

对于中国股份公司而言,股东权利多元化配置仍然是一种较为陌生的新型制度,与传统公司法所培养出的市场认知存在很大差异。尽管现实中的客观需求的确存在,但该制度的引入仍需要市场与法律两种力量的协同作用。在具体制度设计时,特别要注意贯彻以下理念。

#### 1. 市场创新与法律引导相结合

在欧美等地区,股东权利多元化配置的原动力是来自市场的自主创新,法律的功能主要不是鼓励,而是要加以适度约束。但中国一直存在着市场创新不足的现实问题,特别是在缺乏法律明确规定的情况下,创新的机制可能会被认为没有法律依据而被贴上“非法”的标签。因此,股东权利多元化配置制度的引入首先需要法律层面给予明确的“可为性”授权,这种授权将会对市场的自主创新产生一种引导和推动作用。

#### 2. 契约自由与适度限制相结合

股东权利多元化配置制度的基石是契约自由,这就要求立法首先不能采取“一刀切”的方式规定“应为”或者“不能为”,即不能采用强制性规范模式来进行制度设计,而要采用授权性规范和默示性

(18) 股东的权利种类繁多,公司法理论也发展出了若干分类体系。但这些分类体系的解释力都各有不足。基于本文所关注的主题,更为适合的是将各种具体股东权利分为以下三类:一是基本股东权利,如分红权、剩余财产分配权、投票权、处分权等;二是附随性股东权利,如知情权等;三是救济性股东权利,如代表诉讼权等。多元化配置主要是按照基本股东权利来进行。

规范的表述方式;其次要求立法为市场自主创新留下较为充分的空间,要尊重和相信市场的创新能力。同时,立法也要担当起矫正市场“无形之手”缺陷和失灵的角色,要对股东权利多元化配置的范围、方式、程度等予以适度的限制。

### 3. 内部公示与外部登记相结合

股东权利多元化配置所产生的股份类型属于公司法人信息构成中非常重要的内容,对公司的市场行为方式、责任能力、市场信用水平等有着重要的影响,因而相关国家和地区的立法都要求公司对股份类别在章程中予以公示。基于中国的制度传统和客观现实,在未来的制度设计中应当特别要求发行类别股份的股份公司,在公司章程和工商登记两个环节对其股份类型予以公示,其转让、权利变更、类型转换等事项也都要履行同样的公示程序。

#### (二) 公司基本法相关制度的修改和完善

借鉴域外经验,在股东权利多元化配置制度体系中,公司基本法主要应当侧重以下制度设计。

首先,对“类别股份”和“类别权利”进行界定。为此,现行《公司法》需要从两个方面加以完善:一方面要对第131条加以充实,对类别股份和类别权利的概念以及股份公司能够实行多元化配置的股东权利维度、程序要求、限制性规定等进行明确列示;另一方面要对与股东权利多元化配置制度不兼容的条文进行修正,基本的思路是将现有的强制性规范(如第103条关于“一股一权”的规定)改为默示性规范,允许公司章程另行作出规定,同时对另行规定的幅度予以限制(如每股所附投票权不能超过两个等)。

关于类别权利,域外立法一般都未给予直接定义,而是通过判例发展出一套判断规则。中国《公司法》的下一步修改可以考虑采取以下思路来界定这一核心概念:其一,将类别权利概括为不为其他股份所拥有的特定权利;其二,将类别权利限定为经济性权利、参与性权利和处分性权利三类基本权利;其三,遵循公示主义与登记主义,即类别权利应当在公司章程中明确记载并经工商登记;其四,遵循外观主义与权利穷竭原则,即类别权利的内容以章程的表述为依据,该表述被推定是对所涉及事项的穷尽性表述。另外,在具体界定时也应当注重个案的分析判断。

其次,设定与股东权利多元化配置模式相适应的公司内部权力运行规则。重点是要重构公司股东大会的决议机制,特别是要处理好资本多数决、多重投票权、类别表决制、特定表决权(直接决议权或否决权)、投票权设限之间的协调问题。为此,公司法需要对属于股东大会职权范围内的事项进行分类,进而为不同种类事项确定各自的决议规则。

最后,为类别权利提供保护和救济机制。重点内容包括两项:一是类别权利变动的程序,公司法要明确规定凡是涉及变更类别权利的事项,除一般股东大会决议之外,还必须经过该类别股东表决通过(可以考虑采用绝对多数决);<sup>(19)</sup>二是变动撤销之诉,可以参照英国公司法,允许一定比例的类别股份持有者(异议股东)请求法院撤销公司对该类别权利的变动决议。<sup>(20)</sup>

#### (三) 行政法规或部门规章的制度建构重点

按照《公司法》第131条的授权,可以考虑采取条例、规定或者办法等形式来充实股东权利多元化

(19) 按照国外类别股份制度的一般规则,某项权利一旦被事先确定为类别权利,就不能在事后通过一般股东大会的单纯的资本多数决而加以变更。

(20) 英国2006年《公司法》第633条第2款规定“总计不少于该类别已发行股份15%的持有者(不同意该变动或者未投票支持决议者)可以请求法院撤销该变动。”

配置的具体规则。主要包括:

### 1. 允许发行的类别股份的具体形态及其权利构造

域外公司实践中通过股东权利多元化配置而创制的类别股份形态多种多样,有一些极为复杂的创新形态目前未必能够完全适应中国国情。因此,应当通过相关制度对类别股份的形态加以列举式规定,形态的选择应当根据中国股份公司的具体需求和市场投资者的接受程度来确定。现阶段可以考虑引入以下类别股份形态:

(1) 优先股份。长期以来,中国上市公司中的中小股东权益保护不足的问题受到广泛关注,其中,投资收益权实现不佳的状况尤其突出,<sup>(21)</sup>而境外公司普遍采用的优先股制度具有很好的借鉴价值。优先股份是历史较为悠久的股份类型,其经济性权利的强化对于保障中小股东的收益权也较为有利,因而应当是中国股份公司首先考虑引入的类别股份形态。同时,优先股份也具有许多创新的衍生形态。最简单的是直接优先股,这种股份在发行后永续存在(在特定情形下可由发行人回购)并且向持有人偿付固定的红利,红利可以累积。优先股的再创新主要是围绕着永久存续性与可转换性两个维度展开。根据中国的现实状况,允许股份公司发行的优先股份的具体类型可以包括:直接优先股、可转换优先股、可回购优先股、参与分红优先股。

考虑到优先股份的发行对象大多都是外部投资者,其对于公司决策一般没有发言权,出于保护优先股持有者的考虑,应当强制规定优先股的红利可以累积。同时,应当强制规定发行优先股份的公司连续三年未支付优先股红利的,优先股的投票权将自动恢复。另外,为避免公司优先股份类型过于复杂,现阶段应当限定一个公司只能发行一种优先股份,并对优先股在总股本中的比例作出限制。

(2) 双重投票权股份。中国有为数众多的家族企业和技术型创业企业,这些公司在成长到一定阶段时都会面临着外部融资与保持控制的矛盾。从中国社会经济的现实来看,绝大多数家族企业和创业企业并不能完全接受以两权分离为核心的公司化改造,即使当家族经济资源无法满足企业发展需要时,也轻易不愿通过让渡控制权而获得外部资源。虽然有不少家族企业通过形式上的变革符合了股份公司和公开募股的要求而成功上市,但绝大多数仍然是通过持有多数股份或者“金字塔”式股权结构等杠杆持股方式而保留对公司的最终控制权。<sup>(22)</sup>有学者将这一现象总结为“控制权保留偏好”。<sup>(23)</sup>但是,金字塔式股权结构等所实现的仅仅只是一种间接控制,且要受到诸多规制,因此,允许公司对股份的投票权进行差异化设计具有重要的现实意义。当然,考虑到多重投票权股份所存在的弊端,将其限制在每股不超过两个投票权为宜,即允许股份公司发行双重投票权股份,同时也要对双重投票权股份在总股本中的比例作出限制。

(3) 黄金股份。黄金股份对于中国国有资本退出竞争性领域,同时保有平衡各种利益的能力具有重要价值。该制度较好地顾及到了国有股权财产来源上的公法性、权利行使的公益性等特殊性质,通过

(21) 本文在研究中对收益与分红情况较好的深证100指数样本股2010-2012年三年的年度股东大会决议公告中的分红预案情况进行了统计分析。在100家样本公司中,有现金分红预案的三年平均公司数为85家;三年平均现金股利为每10股2.28元。相对于股票市值而言,该股利远低于同期银行存款利率。

(22) 本文在研究中对深证100指数样本公司前十大股东持股合计占公司总股本的比例情况进行了统计分析。以2011年末持股数为例,第一大股东持股占比为35.4%;前三大股东持股合计占比为47.1%;前五大股东持股合计占比为50.8%;前十大股东持股合计占比为55.6%。以上数据反映出持有多数股份的资本路径仍然是中国上市公司控制权实现的主要方式。

(23) David G. Hoopes & Danny Miller, *Ownership Preferences, Competitive Heterogeneity, and Family-controlled Businesses*, 2 *Family Business Review* 89, 89-101 (2006).

限制或者消除经营性权利(私法意义上的权利)而保留或者扩张公益性权利(公法意义上的权利),国有资本能够较好地融入到市场化的公司之中。这样的制度设计,既可以避免国有资本对于公司日常经营事务的过度干预,又可以使国有资本在必要的时候能够发挥维护社会公益的作用。<sup>[24]</sup>另外,通过引入这一制度,国有资本在竞争性领域公司中的出路将会更加宽广,包括:继续通过转让而减少持股比例;对于继续持有股份,在保留收益权的同时不再行使投票权,不再参与公司的日常事务决策;对特定事项享有最终决定权或者否决权,此类事项需事先加以明确列示。针对黄金股份的特殊性,应当规定仅限国有资本持有。

(4) 限制处分权股份。股份也是现代企业实施人力资本战略的重要工具,因此,除了股票期权制度之外,也应当允许公司向其管理层或者员工发行或者授予在一定期限内或者业绩目标未达成之前限制转让的股份。

## 2. 允许发行类别股份的公司范围

按照市场主体平等的基本原则,一旦正式引入类别股份制度,就应当允许所有股份公司自主决定是继续采用单一类型的股份构造还是发行多种类别股份。不过,基于稳妥推进的考虑,在具体实施时可以考虑采取“四步走”的做法:第一步,允许通过非公开募集方式新设立的股份公司试点采用类别股份;第二步,允许现有的非上市股份公司在引入战略投资者时对其原有的一元化股份类型进行改造,引入合乎其需要的类别股份;第三步,允许创业板市场接纳采用了类别股份构造的股份公司上市,对其上市交易的股份类型可以予以适当限制;第四步,在成熟时,可以允许所有上市和非上市的公司自主决定其股份类型,但交易所保留限制某些股份类型公开上市交易的权力。

### (四) 上市交易规则的制度建构重点

在多元化股东权利配置模式下,公司复杂的股份类别会对上市交易规则提出更高的要求。除了由证监会统一确定上市交易的基本原则以及交易板块的选择之外,交易所的具体规则建构特别要注意以下方面。

其一,上市交易规则与公司的特定需求的协调。要考虑通过以下做法来实现这种协调:首先是遵循公司自由选择原则,即发行了多种股份的公司可以选择将其中的一种或几种股份进行上市交易,当然前提是符合交易所为每种股份确定的上市条件;其次是采取分别挂牌、分别定价原则,即对一个公司的多种上市交易股份实行分别挂牌交易、分别运行价格形成机制;再次是允许公司限制转让对象,即公司可以要求某种类别股份只能在该股份持有者之间转让;最后是允许公司设定自动转换机制,即

[24] 在中国地方国有企业改革中,地方政府是有设置特别股份的需求和尝试的。2007年7月份,在哈尔滨产权交易中心挂牌转让的哈尔滨中庆燃气有限责任公司48%股权案例中,哈尔滨市国资委将对哈中庆保留1%的黄金股份。国资委代表哈尔滨市人民政府享有对公司重大事项的否决权。例如在涉及安全稳定供气、社会公共利益问题上,哈尔滨市国资委有权行使否决权。此外,收购方承诺,确保拥有1%股权的国资委在哈中庆董事会中至少拥有一个董事席位。2010年9月在中国创业板上市的台基股份,地方政府也曾经设立“黄金股”,拥有一票否决权。2003年8月30日襄樊市国企改革领导小组发布《国有金股管理暂行办法》,该办法规定:在改制企业中设立国有金股,期限为3-5年,国有金股为1元人民币,国有金股不参与企业分红,对相关重大事项享有一股否决权。同年9月15日,襄樊市市直国有企业改革领导小组以襄企改[2003]53号《关于襄樊市仪表组件厂改制方案的批复》同意仪表组件厂改制方案,在襄樊市机械行业协会与惠勇实业有限公司、邢雁等自然人签订的《产权转让协议书》中,有条款:“(6) 国有金股:各方同意在新公司设立国有金股,并在公司章程中列入国有金股有关权利和义务;国有金股设立期限为三年,到期由国有金股持有人收回。国有金股持有人参与公司董事会和监事会,担任董事和监事。”为了上市,公司取消了这个有利于政府控股、又有利于企业自主经营的金股。2008年12月6日,国企办以襄企改[2008]94号文确认“改制后企业湖北台基半导体股份有限公司不设立国有金股”。

公司可以规定某种类别股份一旦被转让,就自动转换为普通股或者其他类别股份。

其二,强化信息披露规则。即使一个公司只是将一种股份进行上市交易,也应当要求其将所发行的全部股份类型、每一类型的数量与权利构造、公司章程对于每一类别股份转让的限制性规定、每一类别股份的数量与权利的变动等重要内容进行真实、全面、及时的公开披露。

其三,建立健全退市制度。在一个公司有多种股份类别上市交易的情况下,应当分别统计每一种股份的数量、持股分布,同时结合公司总股本、公开发行业股份比例、财务状况等因素进行综合评价,以此确定每一种股份是否丧失了继续上市交易的基础。另外,要健全公司针对某一种股份的主动退市制度。同时需要明确的是,一种股份的退市不应当影响该公司仍符合上市交易条件的其他类别股份继续挂牌交易。

## 六、结语

股东及其出资作为公司人合与资合的基础是客观存在的,因此,股东的个体权利实现与整体功能发挥永远是公司立法无法回避的重心。而中国公司立法的适用与公司治理的实践已经表明,股东的权利实现与功能发挥,不是单纯通过抑制大股东“控制权私利”或消除小股东“理性冷漠”的行为性规范所能实现,尽管这些行为性规范极其重要。域外公司立法从公司法律形态到内部法律关系安排所不断上演的变革浪潮带给我们的启示是:公司立法对于市场发展的重要价值,更多地取决于其结构性规范与市场需求之间的契合。而股份公司股东权利配置模式从单一向多元的变革,应当是中国公司法结构性完善的重要环节。

### **Plural Allocation of Stockholders' Rights in Joint-Stock Corporation: Draw on Extraterritorial Experiences for Legislation of China**

Wang Qingsong

**Abstract:** Extraterritorial public corporations have abundant stocks types, which are different from single stocks' type in joint-stock corporations of China. In legislations, articles of different corporate acts are various, but their mechanisms to realize plural allocation of stockholders' rights are all by means of multiple rights or benefits exchange. Its effects will take the forms of unified or separated rights structure, preferred or inferior rights exercise, enlarged or narrowed rights calculation and added or reduced rights content. It is urgent to introduce plural allocation of stockholders' rights into joint-stock corporations of China. Corporation law of China should modify mandatory rules which hinder plural allocation of stockholders' rights and bring in such as class rights and provide normative path for plural allocation of stockholders' rights in joint-stock corporations by multilevel legislations.

**Keywords:** joint-stock corporation; stockholders' rights; classified stocks; class rights

(责任编辑:幸颜静)