

上市公司双层股权结构探微

●周若男

(暨南大学法学院/知识产权学院,广东 广州 510632)

[摘要]双层股权结构是投票权突破“一股一权”限制、控制权集中到少数优级股股东控制下的特殊股权结构,目前我国已产生对双层股权结构的市场需求,因此分析该股权结构存在的影响及法理基础,是完善相关法律规定、优化股权结构以及提升公司治理等制度的有效途径。

[关键词]上市公司;双层股权结构;信息披露

一、上市公司股权双层结构的概况

(一)概念及发展

双层股权结构是上市公司的一种特殊的股权结构形式,该股权结构突破了“一股一权”结构下每股投票权相等的原则,将股份分为普通股和优级股,其中优级股每股的投票权多于普通股,在该结构下,上市公司的控制权比较集中。双层股权结构起源于美国,除美国外,其他国家(如加拿大、新加坡、日本、瑞典)也广泛承认双层股权结构公司。^①2014年阿里巴巴在纽交所上市采取的即为双层股权结构,此后港交所为弥补准入障碍拟放宽股权结构准入标准,提高双层股权结构的认可度。

二、双层股权结构对上市公司的影响

(一)积极影响

第一,双层股权结构下,投资者可以根据自身对公司、管理层的判断确定是否购买普通股股票。就公众投资者而言,以获得较高利益作为对价,让渡公司的部分控制权与其心理需求并不相悖,且公众投资者并不丧失借助监督、诉讼等方式维护自身合法权益的权利,而机构投资者可以立足评估公司风险、管理层能力等因素选择是否对该上市公司进行投资。第二,双层股权结构下优级股包含了大量投票权,因此公司被敌意收购的概率较低,管理层能够将更多的精力用于实现公司良好运营、谋求长期发展等提升公司价值等长远规划。第三,单一股权结构公司的企业文化

可能受到股权稀释的负面影响,而消费群体与人力资源结构的转变对部分行业(尤其是传媒、互联网、金融行业)的经营状况是不利的。^②针对该问题,双重股权结构得益于其控制权稳定的特点,避免公司因上市而产生的企业文化受到冲击的不利局面。

(二)消极影响

第一,双层股权结构下公司的控制权比较集中,管理层权力的膨胀可能导致其在决策中有忽视相关利益群体(如雇员、股东)利益的危险。为了防止优级股股东利用股权优势谋利,上市公司往往给予这类股东高于单一制结构下同职位股东的薪酬作为激励,但激励与绩效判定有一定难度。第二,实践中上市公司为了提高公司的业绩,存在着不及时披露、虚假披露、披露不足的现象,由于双层股权结构公司的控制权掌握在少数人(如创始人、家族成员)手中,为了保障经营业绩和投资者管理层的信任,其对于坏的信息可能有不及时进行披露的倾向^③,对于外部投资者可能会起到不良的诱导作用。

三、双层股权结构存在的法理基础

(一)实质公平优于形式公平

在商事效率原则下,买卖双方在意思自治原则的指引的同时,采取简便、快捷的交易方式实现利润的最大化。为了弥补单纯地追求效率可能对公司、投资者及其他利益相关群体造成不利影响的缺陷,保障交易的公平性应当占据重要地位。传统观念认为,“一股一权”结构是实现公平交易的有效方式,双层股权结构的不同投票

[作者简介]周若男,暨南大学法学院/知识产权学院硕士生,研究方向:民商法。

[基金项目]本文系暨南大学“优秀本科推免生科研创新培育计划”项目。

^①马一.股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界——以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象[J].中外法学,2014(3):720。

^②Gerg·Smith, why did I leave Goldman, New York Times.2012.3.14。

^③Inder K.Khurana,K.K.Raman,Dechun Wang.Weakened outside shareholder rights in dual-class firms and timely loss reporting.Inder K.Journal of Contemporary Accounting & Economics2013(9):218。

权设计容易损害中小股东的利益,本文认为,交易公平与否的重点不在于股权结构的形式,从实质重于形式的角度出发,交易的实质公平应当是受关注的重点。中小投资者在普通股权结构中由于无法改变投票权少的客观事实,难以抗衡大股东,在双层股权结构下其投票权又被进一步压缩,但投资者在收益合适的情况下让渡一定的投票权并承受相关风险是符合理性的决策,这种因投资偏好不同进行的投资是实质公平和选择自由的体现。因此,双层股权结构没有剥夺投资者的公平权益,反而提供了多样的机会,其与“一股一权”相比,仍是以交易公平的原则作为支撑的股权结构。

(二)交易安全可实现性

商事交易的一项重要原则是保障交易安全,这一原则在双层股权结构下意味着公司能否应对交易中的不安全因素,实现交易有效性。在美国,法律并未对双层股权结构做出特别规定,但由于美国证券市场遵循的是披露、披露、再披露的原则,在证券监督主体层次多样以及管理层的责任在《萨班斯——奥克斯利法案》颁布后不断提高的前提下,公司管理层的审慎程度不断增加。同时,美国证券交易中确立的“买者自担”的原则,即投资者在获取准确、完整信息的前提下应当承担获取利益可能存在的风险,也平衡了管理层消极决策的压力。美国的经验表明,在完善监管体系和投资者保障机制的前提下,双层股权结构具有良好的成长价值,交易安全性不仅是内生的,还要依赖于外部监管环境的改善。

(三)利益相关者需求均衡

根据利益相关者理论,公司治理过程中涉及的主体包括管理层、股东、职工以及其他利益相关者,公司治理的目的不仅包括追求公司利益的最大化,还应当满足不同利益相关者的需求。双层股权结构下,管理层能够获得较为稳定的控制权,在有效的监管和内部治理方式完善的前提下,一定程度上避免了追求短期效益的短视行为;投资者的投资偏好在该股权结构下也得到了满足,能够基于已披露信息在不同目的的驱动下进行自主选择;职工的利益则依靠公司的经营业绩得到了保障。利益相关者在该股权结构下需要进行新的博弈,但最终会达到平衡。

四、双层股权结构制度的构建

(一)双层股权结构法定化

从宏观角度来看,双层股权结构是类别股的分类之一,在股权结构演进的过程中,类别股逐渐蒙上了股权、债权的双重属性^④,也为不同公司基于不同的价值取向提供了多样的股权结构选择。双层股权结构下内部人滥用权力的风险确实存在,但由于管理层能力的高下决定了上市公司是否适用双层股权结构,^⑤因此拟上市公司应当在上市筹备过程中对自身经营情况进行细致分析,若公司在上市过程中未经调研贸然选择双层股权结构,其运营状态会对不兼容性做出反馈。目前,我国市场已经显现出对双层股权结构的需求,如聚美优品和阿里巴巴选择赴美上市架设双层股权结构,但由于国内未承认双层股权结构,促使大量资本不断外流,在“一股一权”不再适应所有上市公司需求的情况下,迎合市场的选择,建立相关配套设施对风险进行防范应当是立法的新方向。

(二)明确优先股的转化规则

在转化性方面,我国应当允许优先级股东将其持有的优先级股出卖,但是该优先级股出售后应自动转化为普通股,买方将不再享有额外的投票权,普通股股东则不能将持有的普通股转化为优先级股。Facebook在首次发行招股说明书中就列明普通股与优先级股代表的基本权利一致,主要差异体现在投票权和可转化性的不同。将优先级股和普通股的股权转换方式限制在一定范围内,一方面能够避免管理层通过买入等方式不断将普通股转化为优先级股,加剧因其对公司享有过多控制权而架空公司董事会的风险;另一方面,限制转化性实质是优化公司管理,避免管理层在个人利益驱动等道德风险的驱动下做出坏的或者次优决策,直接或者间接侵害股东的利益。

(三)完善公司治理模式

双层股权结构最直接的责难在于公司的控制权集中在少数人手中,传统大陆法系公司治理结构中,监事会则作为专司承担监督职责。但在现代公司治理理论下,部分学者从实证研究角度得出结论,认为董事会起到的仅仅是咨询、顾问的作用,而监事由于其内生性特质对上市公司起到的作用可能微乎其微。从国外的经验来看,独立董事制度对于加强公司内部监督有积极作用,但安然事件也折射出,近乎完美的独立董事配比只是提高内部监督有效性的一个方面,更为重要的是保持独立董事的外部性和积极性。因此,我国有必要对独立董事制度进行进一步完善,通过激励、保险等方式将独立董事由顾问职能转向监督职能,促使独立董事尽职完成监督职能。 **F**

④朱慈蘊,沈朝晖.类别股与中国公司法的演进[J]中国社会科学,2013(9):147。

⑤Thomas J.Chemmanur,Yawen Jiao,Dual class IPOs:A theoretical analysis.Journal of Corporate Finance.2011(17):316。