

# 股份投票权与收益权的分离及其法律规制

李安安\*

**摘要:**在金融创新的冲击之下,禁止股份投票权与收益权分离的默示性规则被打破,分离的主要表现是空洞投票与隐性(变异)所有权,由此导致作为公司治理核心机制的股东投票制度失灵。股份投票权与收益权的分离,其实施主体以市场驱动型的机构投资者为主,在行为外观上表现为合同行为与技术操作行为的联结,在责任机制方面受到合同责任与侵权责任的双重制约。股份投票权与收益权的法律规制,需要引入合作规制的理念,将合约规制与公权规制进行合理搭配,通过对机构投资者的股东投票资格限制或剥夺条款、不当利益追回条款、信义义务条款的制度安排以及“实质主义”信息披露准则的确立,维护资本市场的法治秩序,实现金融创新与公司治理的竞争性平衡。

**关键词:**金融创新 投票权与收益权分离 空洞投票 隐性/变异所有权

自从1932年伯利与米恩斯的经典著述《现代公司与私有财产》问世以来,所有权与控制权“两权分离”的观念深刻影响了现代股份公司法律制度的塑造,由此产生的代理成本问题更是成为公司治理的核心话语范畴。作为公司法制度变迁的一条主线,权利的分离、配置与平衡并没有止步于“伯利-米恩斯命题”,而是在股权、债权等公司法的权利谱系中全面铺开,从根本上改变了公司法权利结构的秩序生成与规则建构。近年来,在金融创新滚滚洪流的不断冲击之下,股份投票权的工具主义色彩日益凸显,逐步从股份中分离出来成为一项独立的权利,且朝着与股份收益权分离的方向发展。股份投票权与收益权的分离,映射出“有投票权的股东与公司没有经济利益”或“与公司有经济利益的股东没有投票权”的悖论,意味着股东的权利与义务不再是对应关系,股东投资的风险、利益与责任不再具有天然的耦合性,由此引发的公司治理利益冲突成为当前国际资本市场中最富有挑战性的命题之一。本文拟从观念史变迁的维度考察股份投票权与收益权分离的演进脉络,运用类型化思维研判股份投票权与收益权分离的具体样态,依循“主体-行为-责任”的法理分析范式解析股份投票权与收益权分离的制度构造,立足于合约与公权的二元视角探究股份投票权与收益权分离的规制路径,进而旨在为我国资本市场法制的变革与完善提供有益的镜鉴。

## 一、股份投票权与收益权分离的观念变迁

美国著名公司法学者伊斯特布鲁克和费希尔曾言:“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,投票机制无疑稳居第二。”<sup>[1]</sup>作为公司所有与公司控制的连接点,

\* 武汉大学法学院讲师,法学博士。本文为教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(批准号:14JZD008)的阶段性成果,同时受2015年武汉大学自主科研(人文社会科学)青年项目“金融创新与公司治理法制的结构性变革”资助。

[1] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》(中译本第2版),罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第62页。

投票权对于股东有着特别的意义,投票权与收益权的对应性,和股东同质化、所有权与控制权的两权分离、责权利的均衡化一道构成了公司治理理论的理性基础。<sup>[2]</sup>然而,投票权与收益权的对应性并非亘古不变的经验法则,二者正在经历从融合到分离的观念嬗变。

### (一)禁止投票权与收益权分离的知识传统及其松动

股权作为一种典型的“权利束”,具有丰富的权利内容,投票权与收益权无疑是其中的两项核心权利。从法理上讲,股权具体权利的行使不得有损于股权的整体性存在,股权的权利内容更不能从股权的载体——股份中分离出去,股份平等原则与“一股一票”原则为此确立了禁止股东权利分离的默示性规则。禁止股东权利分离规则的基本内涵包括三个方面:股权的具体权利不得与成员资格相分离、股权的经济性权利与参与性权利不得分离、股权的经济性权利与参与性权利的比例性配置。<sup>[3]</sup>由于投票权属于典型的参与性权利,收益权属于典型的经济性权利,禁止投票权与收益权分离无疑属于禁止股东权利分离规则的题中应有之义,其具体指向可以从两个方面进行理解:第一,拥有股东身份是股东行使投票权和收益权的前提,股东享有股份的多少与投票权的权重、收益权的大小呈正相关关系且配比需符合“比例性原则”,不允许存在投票权高于收益权或低于收益权之相应比例的股份设计。体现在公司法的文本中,这种比例性配置要求股份的发行必须“同股同权”、“同股同利”、一股一投票权、按持股比例或出资比例分配剩余财产等。股份收益权的一个核心内容是股东对公司的剩余索取权,法律经济学的研究表明,股份投票权的权重必须与股东的剩余索取权相配比,即相同的剩余索取权必须带有相同的投票权重,否则将引发代理成本。<sup>[4]</sup>如果投票者的投票权与其剩余索取权不成比例,则他们无法获得自己努力所带来的等同于其投票权比例的利益份额,也无须按其投票权比例承担可能造成的损失,这种利益和风险机制的缺乏使得他们不可能作出最优的决策。<sup>[5]</sup>第二,投票权与收益权不得相互分离而单独转让,不允许投票权买卖。伊斯特布鲁克和费希尔对此坚信不疑地认为:“将投票权分离于股份收益权,这绝无可能……只有确保表决权与剩余股权利益结为一体,才能避免产生不必要的代理成本。股份和表决权的分离将导致投入与回报失衡。”<sup>[6]</sup>如果允许投票权的买卖,势必会造成投票权人和剩余索取权人的不一致,投票权人不负责任投票甚至投票敲诈等道德风险的滋生难以避免。为了防止这些问题的出现,不少国家和地区的公司法明确禁止出售投票权,或通过司法判例确认投票权不能独立于股份这一载体而单独转让。

然而,随着公司法实践的发展,禁止投票权与收益权分离这一看似不言自明、无须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、投票权拘束协议的出现,投票权与股份之间不再是水乳交融的有机整体而是分离开来,进而动摇了禁止投票权与收益权分离的法理基础。投票权征集存在无偿征集与有偿征集之分,在有偿征集投票权的情况下,投票权事实上沦为了不同地位股东之间利益交换的对象,不仅破坏了投票代理权制度的目的,而且严重影响股东对委托投票权的判断,不利于良好公司治理的形成。<sup>[7]</sup>尽管各国公司法对有偿征集投票权普遍持禁止态度,但实践中各种变相的有偿征集现象却大量存在且屡禁不止。作为投票代理权的内容之一,投票权征集与一般委托代理关系的最大区别在于,受益人往往是代理人而非被征集的股东,征集者在取得公司控制权之后可能会以

[2] 冯果、李安安:《金融创新视域下公司治理理论的法律重释》,载《法制与社会发展》2013年第6期,第64-67页。

[3] 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103页。

[4] 罗培新:《公司法的法律经济学研究》,北京大学出版社2008年版,第106页。

[5] [美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》(第2版),罗培新译,北京大学出版社2013年版,第351页。

[6] 同注1引书,第74页。

[7] 伏军:《公司投票代理权法律制度研究》,北京大学出版社2005年版,第145页。

公司财产弥补其在征集行动中付出的代价,进而损害被征集股东甚至公司的利益,此时的投票权与收益权之间明显不再对应。与投票权征集相比,投票权信托在分离股份的投票权与收益权方面体现得更加明显,这是因为信托的实质是分割所有权,法律上的所有权属于受托人,衡平法上的所有权属于受益人,受托人和受益人都享有信托财产所有权。<sup>[8]</sup> 具体而言,投票权信托中的委托人必须将所有股份的法律所有权与投票权转让给受托人,委托人仅保留股份收益权,这样股权的权能已不完整,股息分配权与投票权发生分离分属于委托人和受托人,委托人则变为“收益所有人”。<sup>[9]</sup> 由于投票权作为受托财产具有独立性,受托人在受托期间行使投票权不受原股东的干预,所以受托人持有的投票权与受益人所享有的股份所有权相互分离。由于投票权信托的这种特性有悖于传统公司法的基本原则,一度被认为是违反公共政策的违法行为。尽管后来的成文法规则赋予了投票权信托合法性,但附加了种种限制,如在美国,投票权信托的成立和生效需要满足采取书面形式、存续期一般不得超过十年、进行登记和公示等要件。<sup>[10]</sup> 投票权拘束协议是指股东之间、部分股东之间或者股东与公司外部的非股东之间以某种确定的方式,就特定事项达成的股份投票契约。投票权拘束协议的内容主要是围绕股东投票权的行使方法而作出的特别约定,如约定股东大会决议采取超多数决、股东否决权、超级投票权等特别条款。表面看来,投票权拘束协议是股东协议的一种,属于公司自治的范畴,似乎具有存在的合理性。但在实质上,投票权拘束协议将投票权视为合同的客体进而在不同主体之间进行让渡,预先限制了股东按照最符合公司利益的方式而投票的权利,使得投票权的行使与股东身份出现了分离。鉴于投票权拘束协议对股东民主权利的侵犯,早期的法院判决多以违反公共政策或公序良俗原则为由认定其无效。在晚近的发展中,投票权拘束协议的效力逐步被认可,如在美国,大多数州的成文法都明确允许缔结股东投票权协议,只要股东不是为了个人利益出售其投票权或允诺投票的权利,便可以就选举董事、不按照持股比例投票、就实施公司的特定决策投票等作出投票权拘束协议安排。<sup>[11]</sup>

禁止投票权与收益权分离的知识传统遭遇的另一方面考验来自于日益多元化的类别股份。类别股份是相对于普通股份而言的,指涉的是在股权具体权利方面有所扩张或限制的股份,这种股份因认购股份时间、认购价格、认购者身份、股份交易场所的不同而在流通性、权利、义务等方面有别于普通股份。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。<sup>[12]</sup> 优先股份除了兼具股权属性和债权属性这一特性外,<sup>[13]</sup> 其特殊性还体现于其在红利分配或者公司清算时的可分配财产方面具有优先于普通股股东的受偿权利,这种优先性的获得往往以优先股股东参与性权利的限制或取消为对价,如我国证监会2014年颁布的《优先股试点管理办法》明确规定优先股参与公司决策管理等权利受到限制,即不享有投票权。当然,无论在理论上抑或在实践中,优先股份并不必然无投票权,法定无投票权模式亦非最佳立法模式。<sup>[14]</sup> 事实上,许多优先股份具有在特定情形下被赋予投票权的相机条款,一旦特定情形触发了这些权利,优先股股东就从非投票人

[8] 周小明:《信托制度:法理与实务》,中国法制出版社2012年版,第63页。

[9] 郭富青:《公司权利与权力二元配置论》,法律出版社2010年版,第132页。

[10] 梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第251-259页。

[11] 罗芳:《股东协议制度研究》,中国政法大学出版社2014年版,第113-114页。

[12] 朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期,第150页。

[13] 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》,载《法学评论》2015年第1期,第101页。

[14] 张志坡:《论优先股的发行》,载《法律科学》2015年第2期,第146页。

变成超级投票人。<sup>[15]</sup>而在双层股权结构中,普通股被划分为A、B两类:A类股每股附着一个投票权,B类股的投票权则被放大至A类股的数倍,即享有多重投票权。不难看出,无论是优先股份还是多重投票权股份,均不再遵循“一股一票”的公司法传统原则,股东的剩余索取权与投票权不再对等,股东投资的风险、利益与责任也不再对应。除了这两种较为常见的类别股份外,实践中还广泛存在着“黄金股份”<sup>[16]</sup>劣后股份、受限股份<sup>[17]</sup>有负担股份<sup>[18]</sup>等,这种日益多元化的类别股份打破了经济利益与投票权等比例的公司结构与激励基础,深刻影响了公司法制度变迁的轨迹。

## (二)金融创新视域下投票权与收益权分离的常态化

如果说投票权征集、投票权信托、投票权拘束协议以及类别股份语境下的股份投票权与收益权分离只是零星现象的话,那么在金融创新这一“创造性破坏”力量的冲击之下,股份投票权与收益权的分离则成为了常态。伴随着金融衍生革命和股票出借市场的不断发展,尤其是股权互换市场和场外股权衍生工具的迅猛增长,股份投票权与收益权的分离不仅成本低廉,而且简便易行。美国学者亨利和布莱克将金融创新诱致的股份投票权与收益权分离的现象称为“新型投票权购买”(new voting buying),并将分离的样态概括为“空洞投票”(empty voting)与“隐性/变异所有权”(hidden/morphable ownership),前者如对冲基金通过股份出借市场借入股份,进而拥有比所对应股份更多但不享有经济利益的投票权;后者如对冲基金通过金融衍生品经销商中介获取非正式的投票权通道,其对此股份“隐匿”所有,无须履行信息披露义务,但能在公司投票的关键时刻横空出世。<sup>[19]</sup>简言之,空洞投票的主要表征是投票权大于收益权,而隐性/变异所有权的主要表征是投票权小于收益权,二者均属于股份投票权与股份收益权相分离的情形。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,其摆脱收益权而沦为对冲基金等机构投资者的投机工具的危险倾向正与日俱增。从表面看来,“新型投票权购买”指向的是股东投票权的权能分离;从实质上看,它指向的却是股东的风险、利益与责任的分离。“股市有风险,投资需谨慎”、“买者自负”等朴素的观念表明,股东投资的风险、利益与责任具有高度的契合性,股东在享受投资利益的同时承担投资风险显得天经地义,股东为其投资行为承担相应的法律责任亦是理所当然。但金融创新的迅猛发展戏剧性地改变了股东的风险、利益与责任的配置结构,对冲基金等机构投资者完全可以借助于金融衍生工具转嫁风险、改变利益结构和规避法律责任,由此滋生的风险错配、利益扭曲和责任逃逸对资本市场法制构成了全新挑战。“新型投票权购买”作为一种特殊的股权权能分离机制,在法理上本应以不对其他股东的利益造成损害为前提,并不得违反法律的强制性规定,不得对公司利益造成损害,同时,股份的投票权与收益权的分离应当是暂时性的而非永久性的,否则就有损股权的整体性存在。然而,“新型投票权购买”恰恰是以损害其他股东的利益为前提的,其对股份平等、“一股一票”等公司法的基本原则和制度带来了严峻挑战,使得股东与股东之间、股东与公司之间、股东与债权人等利益相关者之间的利益冲突空前加剧,导致股东投票制度这一公司治理的核心机制不再行之有效而是遭遇了釜底抽薪式的现实拷问,直接威胁到了资本市场的公

[15] 汪青松:《股份公司股东异质化法律问题研究》,光明日报出版社2011年版,第117页。

[16] Larry Catá Backer, *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law*, 82 Tulane Law Review 1, 13 (2008).

[17] 典型的受限股份如澳大利亚2001年《公司法》第606条规定:禁止任何收购一家澳大利亚上市公司(或者一家拥有超过50名股东的澳大利亚公司)的具有投票权的股份上的“相关权益”而使收购方在该公司拥有超过20%的投票权的行为,除非该收购适用某种法定豁免的情况。

[18] Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 University of Illinois Law Review 775, 778–780 (2005).

[19] Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Voting Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 Southern California Law Review 811, 836–842 (2006).

共秩序与整体利益。因此,面向金融创新的资本市场法制必须对此作出及时回应并寻求有效的规制策略。

## 二、股份投票权与收益权分离的类型化检视

在新近的由次贷危机转化的全球金融风暴中,以对冲基金为代表的机构投资者和以信用违约互换为代表的金融衍生工具大行其道,对金融危机的扩散和深化起到了推波助澜的作用。金融危机也是公司治理危机甚至是公司法危机,由股东投票机制失灵引发的公司治理失灵对于金融危机的重创令人触目惊心。<sup>[20]</sup> 迄今为止,虽然金融创新诱致的股份投票权与收益权分离的现象已经在发达资本市场风起云涌,且深刻影响了很多国家和地区的公司控制权争夺大战,但对于我国而言仍属于陌生事物,其真实面向尚有待揭示和厘清。前述美国学者亨利和布莱克就“新型投票权购买”所作出的二元样态界分,对于正确认识和深入理解股份投票权与收益权分离具有重要的参考价值,有必要给予更加精细的类型化检视。

### (一) 空洞投票

空洞投票意味着投资者所享有的投票权多于其持有的股份,这种投票权所附随的经济利益是虚无的甚至是负的。<sup>[21]</sup> 空洞投票的行为过程一般是先购买或借入股票,然后利用衍生工具对冲掉这些股票的经济利益,以至于这些股票的购买者或借入者只享有相应的投票权却与公司之间不存在经济利益关联。空洞投票无疑会诱发投资者的道德风险,可能导致其以减损公司股票价值的方式投票,进而置公司和其他股东于不利境地。具体而言,空洞投票可以通过以下几种方式进行。

1. 通过股权衍生工具(equity derivatives)进行空洞投票。股权衍生工具是与货币衍生工具、利率衍生工具相伴列的一种金融衍生工具,它是以股票或股票指数为基础工具的金融衍生工具,主要包括股票期货(stock futures)、股票期权(stock option)、股票指数期货(share price index futures)、股票指数期权(stock index option)以及上述合约的混合交易合约。其中,股票期货是两个交易对手之间签订的一个在确定的将来时间按确定的价格购买或出售某只股票的合约;股票期权是公司授予其员工在一定期限内按照固定的期权价格购买一定份额公司股票的权利;股票指数期货(简称股指期货)是以股票价格指数作为标的物的金融期货合约;股票指数期权是以股票指数为标的物,买方在支付了期权费后即取得在合约有效期内或到期时以协议指数与市场实际指数进行盈亏结算的权利。投资者买卖这些期权或期货合约的目的不是为了让渡资产的所有权,而是为了规避风险或赚取收益,投资者完全可以利用对冲、卖空、套利等交易策略将风险集中并重新分配风险。这里的“投资者”主要是指对冲基金、私募股权投资基金等机构投资者以及以公司高管、控股股东为代表的公司内部人。由于公司高管时常持有巨额的公司股份,在道德风险和对不当利益的追逐下,其完全可能成为空洞投票的积极参与者。这是因为,公司高管比多元化的外部股东更加厌恶公司的特定风险,再加上公司高管和控股股东总是希望少披露其所持有的公司股份,并希望内部人接管、违反税法或控制股东放弃控制权等这些事情不引起公众的关注,所以其败德行为就难免发生。对冲基金等机构投资者为了赚取相关佣金,已经发展出了数量众多的策略来满足内部人对冲其经济风险的愿望,其中一个最常用的策略被称为零成

[20] Franklin A. Gevurtz, *The Role of Corporate Law in Preventing a Financial Crisis: Reflections on in re Citigroup INC, Shareholder Derivative Litigation*, 23 Pacific McGeorge Global Business & Development Law Journal 114, 130 (2010).

[21] Jonathan Cohen, *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, 45 Harvard Journal on Legislation 237, 245 (2008).

本双限期权(zero – cost collar)交易,即买入一个卖出期权(目的是限制下行损失)的同时卖出一个看涨期权(以此减少潜在收益)。这样一种交易策略保留了股份的投票权但快速地减少了经济所有权。公司内部人的套期保值虽然缓和了经理层与多元股东之间风险承担的利益冲突,但助长了内部人获取投票控制权和赚取控制权收益的动机,使得公司控制权市场这一有效的约束机制出现了弱化。在此意义上,空洞投票的本质就是投资者利用金融衍生工具规避风险、重新分配风险和获取风险收益的一种手段。

2. 通过“股权登记日捕获”(record date capture)进行空洞投票。各立法确定股东在股东大会上的投票权资格主要有两种方式,分别是“关闭股东名册”和“股权登记日”。所谓“关闭股东名册”是指通过一定期限关闭股东名册来确定股东会会议的通知对象,在会议召开前的某段时间内股东名册一旦关闭,会议的通知对象同时确定,且股东拥有的股份也被禁止交换和买卖。这种方式的缺陷是阻碍了股票的正常交易,世界上多数国家已经放弃了这种确定股东资格的方式。所谓“股权登记日”,又称基准日制度,即由法律规定股权登记日的具体时间,在该时间范围内登记的股东为有权获得会议通知和投票的股东。与“关闭股东名册”比较,这种制度的优点是股份不受股东名册闭锁期间不得转让的限制,采用固定的时间确定股东资格即投票权的资格。不过“股权登记日”可能导致空洞投票的产生,即在基准日之前在股东名册上登记为股东的人,在基准日之后、股东大会之前,将股票转让给第三人,其已非实际股东并和公司已没有利害关系。这种被称为“股权登记日捕获”的现象时常为对冲基金所利用,它们可以在投票登记日期间借入公司的股票并就特定事项进行投票,然后迅速卖空这些股票,虽然为此支付了往返的交易成本,但获取了一个短暂的经济所有权。投资者可以通过购买这些股份的看跌期权或者部分卖空股票指数的形式来完全对冲掉有限的风险,这种有限制的所有权无疑削弱了经济所有权与投票权之间的关联,而短期所有权再加上对冲的手段就构成了完整意义上的空洞投票。由于投票登记日期位于正式投票日之前,与公司投票相关的信息难免会在投票登记日期间披露。等到投票结果公布之时,投资者就会摆脱所有的披露义务,并且无须为其投票导致公司价值减损的行为承担责任。

3. 通过“股票软存放”(shares soft parking)进行空洞投票。这种方式是指公司允许内部人或友好第三方利用本公司的股份进行投票,这些股份不存在经济风险或只有部分经济风险。“股票软存放”的优点是显而易见的,可以作为公司抵制外部攻击的有效手段,其潜在风险亦不容忽视,如衍生品经销商中介所持有的股票通常被等同于公司子公司或公司所控制的其他实体所持有的股票,但衍生品经销商中介往往不进行投票,如果公司对此视而不见的话,这些股票就面临着失去投票权的风险。“股票软存放”的具体方式多种多样,包括股权互换、远期交易、员工持股计划、发行限制性股份等。在股权互换方面,葡萄牙电信公司曾经用“库存股软存放”的方式成功抵制了 Sonaecom 公司的敌意收购,其手段主要是与英国巴克莱公司(British Barclays)签订了两份股权互换合约。<sup>[22]</sup> 库存股(treasury shares)指的是公司回购股份后并不注销这些股份,而是把这些股份留存在特定账户,用于股票期权持有人行权,它不再具备投票权等权能也不附带相关义务。公司可以将库存股“出售”给一个友好的证券经纪商,同时通过股权互换等保护性措施避免证券经纪商遭受损失,或者直接将库存股出借给友好型的第三方。在库存股出借中,借入者相当于公司的代理人,充当着空洞投票者的角色。在远期交易方面,瑞士联合银行(the Union Bank of Switzerland, UBS)与 Martin Ebner 的委托书征集大战最具代表性。在该案中,UBS 与两家大股东签订了远期合约,按照合约,UBS 将在一次至关重要的股东大会之后回购上述两家大股东持有的 UBS 股票。然而,在股份回购完成之后,两家大股东依然保留着投票

[22] Peter Wise, *Investors Block Sonaecom Bid for PT Telecoms*, Fin. Times, Mar. 3, 2007, at 19.

权,且至少有一家大股东按照 UBS 的意愿进行了投票。<sup>[23]</sup> 在员工持股计划方面,空洞投票主要分为两种情形:一是员工持股计划的受托人决定如何投票,此时的受托人就是空洞投票者;二是员工持股计划信托协议决定尚未被授予的股票将用于投票,即尚未被授予的股票将被偿付或将置换成同等比例的被合法授予的股票,此时公司雇员所持有的投票权就会超过股票本身的经济利益,公司雇员也部分成为了空洞投票者。与员工持股计划类似的是,对公司管理层和重要雇员授予有限制的股票也会产生空洞投票问题。这些限制性股票的特殊之处在于被授予的期限较长,往往高达数年,如果重要雇员离职,尚未被授予的股票将会注销。由于限制性股票附有投票权,所以这些股票的持有者所享有的投票权同样会超过股票本身的经济利益,空洞投票问题应运而生,限制性股票计划也由此成为空洞投票的重要诱因之一。<sup>[24]</sup>

## (二) 隐性/变异所有权

与空洞投票操作相反的是,投资者可以通过使用现金结算式的股权互换或其他股权衍生工具来获得没有投票权的经济所有权,即互换中的长期股权持有者从短期股权持有者手中获得没有投票权的股份的经济所有权,而短期股权持有者通过对冲其所持股份的经济风险来获取没有经济所有权的股份的投票权。<sup>[25]</sup> 股权互换作为一组股票远期协议的组合,是一种有效的全球投资和风险分散的工具,可以避开控制权纠纷,也可用于避税和逃避监管,实现风险对冲和降低投资成本。由于大股东所有权的信息披露是以投票所有权为依据,而通过现金结算式股权互换所得到的经济所有权一般不在信息披露范围之内,所以就会导致隐性所有权的产生,即无须履行信息披露义务的经济所有权的产生。在这个过程中,股权互换与其他场外金融衍生工具发挥着关键作用。假定一个投资者持有某股权互换的长头寸,他会从持有短头寸的投资者手中得到经济回报或者股份。持有短头寸的投资者往往通过持有“匹配性股份”(matched shares)的方式来规避信息披露的义务,并用股权互换的收益来抵消损失。此时,持有短头寸的投资者就成为了“空洞投票者”(empty voter),即只有投票权但没有经济利益,而持有长头寸的投资者就成为了“隐性所有者”(hidden owner),即只享有“纯经济的所有权”(economic – only ownership),但没有投票权,也无须承担信息披露义务。

投票权变异有时候意味着投票权在特定情形下的脱落,即投资者不再拥有正式或非正式的投票权,这一现象被称作“投票权脱落”(shedding voting rights),日本的活力门(Livedoor)敌意收购事件就是投票权脱落的典型案例。<sup>[26]</sup> 2005年2月,活力门公司宣布已经获得日本广播公司(Nippon Broadcasting System)35%的股权,活力门之所以要获得日本广播公司的股权是为了对日本富士电视网络公司(Fuji TV)施加影响,因为日本广播公司持有日本富士电视网络公司22.5%的股权。为了抵御活力门公司的敌意收购,日本广播公司将其持有的日本富士电视网络公司的股份出借给了Softbank Investment和Daiwa Securities两家公司,签订了期限长达数年的协议并保留了这些股份的经济所有权,但不同于一般性股份出借合同的是,日本广播公司不享有股份出借合同的解除权。如果日本广播公司能够赢得这场并购争夺战,唯一的可能性就在于股份借入者放松股份出借合同的限制并将日本富士电

[23] Claudio Loderer & Pius Zgraggen, *When Shareholders Choose Not to Maximize Value: The Union Bank of Switzerland's 1994 Proxy Fight*, *J. Applied Corp. Fin.*, Fall 1999, at 91.

[24] Janice Kay McClendon, *Bringing the Bulls to Bear: Regulating Executive Compensation to Realign Management and Shareholders' Interests and Promote Corporate Long – Term Productivity*, 39 *Wake Forest Law Review* 971, 1016 – 1027 (2004).

[25] Henry T. C. Hu, *Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism*, 102 *Yale Law Journal* 1457, 1464 – 1465 (1993).

[26] 罗培新:《公司治理法律规则背后的经济与社会含义——以日本活力门收购事件为视角》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第二卷),法律出版社2010年版,第21 – 24页。

视网络公司的股份返还给日本广播公司。如果活力门公司赢得这场并购争夺战的话,其也将面临Softbank Investment 和 Daiwa Securities 拒绝放松股份出借合同的风险,活力门公司想获取日本富士电视网络公司股份投票权的设想也将落空。最终,活力门公司与日本富士电视网络公司达成了一个伙伴关系,活力门公司放弃了收购日本广播公司的努力,Softbank Investment 也及时将日本富士电视网络公司的股份返还给了日本广播公司。在这个案例中,隐性的投票权并没有被用于让股份的持有者获得投票权,也没有被用于规避信息披露的义务。相反,日本广播公司运用投票权隐性策略来否决活力门公司的投票权,而且在故意收购威胁消失后还能获得这些投票权。

### 三、股份投票权与收益权分离的制度构造

类型化思维对于认知现象背后的事物本质固然重要,但并没有上升到制度分析层面廓清股份投票权与收益权分离的制度实相,而法理学的“主体-行为-责任”范式为进一步的认知努力提供了可能性框架。鉴于此,有必要从实施主体、行为表现、责任约束三个维度来解析股份投票权与收益权分离的制度构造。

#### (一) 实施主体

前文指出,股份投票权与收益权分离的常态化是在金融创新驱动之下呈现出来的,某种意义上是金融衍生革命的产物。金融衍生产品的复杂性决定了股份投票权与收益权分离的实施主体是机构投资者而不太可能是个人投资者,当然,包括董事、控股股东和高级管理人员在内的公司内部人在特定情形下也会成为实施主体。在现代资本市场上,机构投资者分为市场驱动型机构投资者、政治驱动型机构投资者和社会驱动型机构投资者。<sup>[27]</sup> 由于投资者分离投票权与收益权的动机无非是获取短期收益、转嫁风险或进行控制权争夺,这意味着分离行为的实施主体主要是以对冲基金、共同基金、私募股权投资基金和投资银行为代表的市场驱动型机构投资者。

1. 对冲基金。对冲基金是纯粹的市场驱动型机构投资者,也是股份投票权与收益权分离的最主要操纵者。目前,尽管对冲基金的统一定义尚未形成,但对冲基金的基本特征已为理论与实务界普遍认同,其特征包括:实行非公开发行,募集对象限定于机构投资者和富裕人群;投资策略复杂而灵活,包括卖空、对冲、套利和杠杆交易等;采取特殊的佣金结构,基金管理人可收取业绩表现费;信息披露义务较轻,受到的监管较少。<sup>[28]</sup> 我们可以用一个公式来描述对冲基金的构成要素,即“对冲基金 = 最先进的投资理论 + 最灵活的投资策略 + 最大胆的投资杠杆 + 最优秀的经理人”。其中,复杂而灵活的投资策略是对冲基金最显著的特点,它综合运用期权、股票指数、利率期货、互换等金融衍生工具,配以复杂的组合设计进行投资和关联操作,以规避风险和提高收益。当对冲基金运用卖空、对冲、套利等策略进行股权投资时,有负担股份必然会产生,股份的投票权与股份的经济利益出现分离在所难免,这便为空洞投票埋下了伏笔。同时,由于对冲基金的投资策略具有高度的隐蔽性,难以纳入信息披露范围和监管视野,这也为公司股份经济所有权的隐匿和变异留下了祸根。

2. 共同基金。共同基金的投资组合一般都会涵盖股票、债券和其他资产,这些投资组合交由专业的基金管理人管理,以短线投资为主。共同基金持有的股份实行场外交易,投资者可以直接从共同基金手中购买股票然后交由其管理,由于共同基金的投资实行净额结算制度,投资者对基金经理的管理

[27] K. A. D. Camara, *Classify Institutional Investors*, 30 The Journal of Corporation Law 219, 226 (2005).

[28] Anita K. Krug, *Institutionalization, Investment Adviser Regulation, and the Hedge Fund Problem*, 63 Hastings Law Journal 1, 12 - 17 (2011).

能力和盈利能力较容易判断,投资者如果不满意共同基金的市场表现可以随时撤回投资。<sup>[29]</sup> 高度的市场流动性既是共同基金吸引投资者之处,也有可能导致诸多负面影响,如共同基金的管理者为了吸引和留住投资者,必定会追求短期回报的最大化,诱使其过多从事短期行为,这难免会损害共同基金中的追求长期回报的投资者的利益。<sup>[30]</sup> 共同基金的上述特性与股份投票权与收益权分离的制度机理高度契合,其完全具备实施条件,对其短期行为所引发的利益冲突应保持清醒的认知。

3. 私募股权投资基金。私募股权投资基金作为资本市场上一种快速发展的金融创新工具,已经成为仅次于银行贷款和公开发行股票的第三大公司融资渠道。<sup>[31]</sup> 由于私募股权投资基金只能以非公开的方式募集资本,享受注册豁免,无须履行严格的信息披露义务,所以其在从事股权投资时具有一定的隐蔽性,再加上对赌协议的习惯性运用,私募股权投资基金往往出其不意地获取一个公司的控制权。公司控制权本来是一种从股东所有权中派生出来的经济性权利,以股东为本位,但对赌协议的出现打破了公司控制权与股权相对应的局面,私募股权投资基金完全可以通过协议的方式成为某公司的“实际控制人”,公司控制权也由此沦为了“冒险者的乐园”和“投机者的天堂”。在可预见的将来,私募股权投资基金完全可能利用对赌条款分离目标公司的投票权和经济利益,如何平衡融资便利和投资者保护成为公司面临的一个棘手难题。

4. 投资银行。作为资本配置的核心环节,投资银行创造了众多资本神话,为资本市场的发展作出过巨大贡献。但由于投资银行的贪婪无度和过度投机,其在 2008 年的金融风暴中成为千夫所指的对象,背负了“资本劫持法律”的骂名,并为此付出了惨痛代价,包括贝尔斯登遭遇贱卖、美林被低价收购、雷曼走向破产、高盛和摩根士丹利惨淡转型。投资银行失败的一个主要原因是其大量从事金融衍生品投资和实行高杠杆经营,如在 2007 年上述华尔街五大投资银行的杠杆水平都超过了 30 倍,俨然变成了追逐高风险、高回报、实行高财务杠杆的对冲基金,相当于为金融危机蓄积了一个巨大的风险“堰塞湖”。投资银行的高杠杆经营模式使其有动力也有能力实施分离股份投票权与收益权的行为,尤其是在对目标公司实施敌意收购的情况下,投资银行完全可能通过购买投票权或借入股份的形式获取目标公司的控制权,此时的投资银行充当着“黑衣骑士”(black knight)的角色。<sup>[32]</sup>

## (二) 行为表现

股份投票权与收益权的分离伴随着一系列行为的发生,既有法律行为也有事实行为,前者如投票权购买、股份出借和股权互换等合同行为,后者如买空、卖空、对敲、套利等技术操作行为,厘清这些行为的发生机理对于认识股份投票权与收益权分离的法律本质无疑具有重要意义。

1. 投票权购买(vote buying)。投票权购买又称为投票权价购,是指以有偿方式从股东手中受让投票权的行为,其实质是将投票权作为买卖合同的标的。金融创新背景下的新型投票权购买不仅规模巨大、方式特殊而且交易成本大幅降低,呈现出与传统投票权购买完全不同的特点:传统的投票权购买交易主要由公司内部人和控制股东来实施,其手段主要包括利用投票权信托、投票权拘束协议、发行超级表决权股或无表决权股、分类投票制度等工具削弱外部股东的投票权,而新型的投票权购买交易主要由激进的外部机构投资者来实施,它们借助于金融衍生品和股份出借市场来获取与其在公司中的经济利益不相称的投票权。由于投票权购买违背了投票权与收益权不能分离的基本公司法理,

[29] David M. Geffen, *Mutual Fund Sales Notice Fees: Are a Handful of States Unconstitutionally Exacting \$ 200 Million Each Year?* 40 Hastings Constitutional Law Quarterly 65, 68 (2012).

[30] Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 Stanford Law Review 1255, 1290 (2008).

[31] 王荣芳:《论我国私募股权投资基金监管制度之构建》,载《比较法研究》2012年第1期,第48页。

[32] Federico M. Mucciarelli, *White Knights and Black Knights—Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of “Target” Companies?* 3 European Company and Financial Law Review 408, 425 (2006).

英美判例法总体上对其持否定性态度,认为如果公司股东以获取个人利益为交换条件而在涉及所有股东利益的事项上私下接受对价而出售投票权,属于违反公共政策的无效行为。具体理由包括两个方面:一是投票权购买因其实现了所有者利益与控制性投票权的分离而不具有正当性;二是投票权购买仅顾及了个别股东的利益,违反了对其他股东的信义义务。<sup>[33]</sup>但在1982年的Schreiber v. Carney案之后,美国法院对待投票权购买的严厉态度趋于宽松,认为投票权买卖本身并不属于当然违法行为,法院的态度并非放任自流,而是要求投票权购买符合“本质公平”原则,交易行为是否符合“本质公平”的要求则交由法院在事后进行个案裁量。<sup>[34]</sup>

2. 股份出借(share borrowing)。股份出借属于证券借贷(securities lending)的一种。证券借贷是指双方签订证券借贷契约,借入者向出借者提供现金、政府债券或信用证作为抵押,出借者向借入者提供证券的行为。按照美国《1934年证券交易法》,证券借贷契约不能包含卖空、交付特定证券、规避信贷义务等特殊意图,但该法律在1996年经修改,证券经纪商已经从这些限制性的束缚中解放出来,时至今日,证券借贷已经很少受到监管,股份出借也变得异常普遍,这成为股份投票权与收益权分离的重要诱因之一,正如有人所言,“如同金融衍生品市场的管制缓和一样,证券出借市场的规制缓和也是推动空洞投票交易迅猛增长的重要诱因”。<sup>[35]</sup>金融机构和资产管理公司作为长期的股票持有者,将股份出借给证券经纪商是其重要的利润来源之一。在近年的发展中,证券经纪商借入股份的动机中越来越多地夹杂着借入投票权的目的,实践中也出现了借入投票权的案例,由于这明显违反了美国《1996年国家证券市场改进法案》(the National Securities Markets Improvement Act of 1996)的规定,所以不少学者建议通过限制证券借贷来杜绝投票权借入现象的发生。<sup>[36]</sup>但鉴于证券借贷抵押品对证券清算与结算系统的影响,通过监管证券借贷来预防和阻止投票权的出借是不切实际的,那种试图在投票登记日期间强制性地召回被借出股份以阻止通过证券借贷交易获取投票权的做法更是缺乏可行性,因为无论股份出借者与这些被借出股份的投票权之间是否存在利益关联,对股份出借行为的限制都将扼杀卖空交易和窒息市场活力,也会使证券经纪商或清算机构面临难以承受的重大风险。

3. 股权互换(equity swaps)。作为金融互换(financial swaps)的一种,股权互换是指交易双方签订互换协议,规定在一定期限内甲方周期性地向乙方支付以一定名义本金为基础的与某种股票指数挂钩的回报,而乙方也周期性地向甲方支付基于同等名义本金的固定或浮动利率的回报,或与另一种股票指数挂钩的回报。<sup>[37]</sup>股权互换合约经常用来转嫁股份所有权的经济或价格风险,股权互换的一方并不需要拥有该股份的所有权,在特别情况下其虽然拥有该股份的所有权,但股权互换并不伴随着股份投票权或其他权利的转移。<sup>[38]</sup>正因如此,投资者基于税收、合同或监管限制等原因不能或不愿卖出股票的背景下,其完全可以利用股权互换来分散投资组合风险而不需要卖出这些股票。这些股票投资组合可以通过股权互换来降低信息披露义务,其方式是将一组证券的收益与另一组证券的收益进行置换,这样可以减少交易成本和增加杠杆率。不同于投资者利用卖出期权来对冲其头寸,进入股

[33] Thomas J. Andre, Jr. , *A Preliminary Inquiry into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control* , 63 Southern California Law Review 533, 542 – 543 (1990).

[34] 夏戴乐:《上市公司表决权买卖之法律经济学分析——以代理成本问题为中心》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第6卷),法律出版社2012年版,第435页。

[35] Onnig H. Dombalagia, *Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?* 42 University of California Davis Law Review 1233, 1276 (2009).

[36] Henry T. C. Hu & Bernard Black, *supra* note 20, at 891 – 892.

[37] Michael Occhiolino, *Where to Draw the Line: Distinguishing between Restricted and Publicly Registered Securities in an Era of Equity Swaps* , 1 Stanford Journal of Law, Business & Finance 209,210 (1995).

[38] Bernard J. Karol & Mary B. Lehman, *Equity Derivatives* , 27 The Review of SEC & Commodities Regulation 125 (1994).

权互换合约的投资者一般不被认为具有短期资本收益的税收目的,这样投资者就可以利用股权互换获取实质性的短期资本收益而且又不被认为这些收益是通过出售股票得到的。由于股权互换允许投资者延迟确认通过关闭股票风险头寸所得到的超过一年的任何收入,所以进入股权互换的投资者总是被视为长期的资本收益者。股权互换的上述特性使得其在分离股份的投票权与收益权方面具有天然优势,容易滋生股票所有权的隐匿与变异现象,也容易诱致投票权与经济利益的背离。

4. 技术操作行为。(1)买空(buying long)与卖空(selling short)。买空是指投资者预测股价将会上涨,但自有资金有限不能购进大量股票,于是先缴纳部分保证金,并通过经纪人进行融资以买进股票,待股价上涨到某一价位时再卖出,以获取差额收益。卖空是与买空相反的过程,即投资者预测某种股票价格将会下跌,便从经纪人手中借入该股票抛出,日后该股票价格果然下落时,再以更低的价格买进股票归还经纪人,从而赚取中间差价。无论买空者还是卖空者均不一定是股票的真正所有者,也不享有当然的投票权,这部分股票的投票权与经济利益之间存在典型的不对称关系。其实,买空者与卖空者尽管从权利外观上看属于公司股东,但投票权对其来说可有可无,其对投票权的沉睡状态抱以理性冷漠的态度。(2)对冲(hedge)。对冲又称为“套期保值”,是指为降低市场波动风险,保证利润不受价格波动的影响,同时持有方向相反的两种或两种以上头寸的交易行为。<sup>[39]</sup> 早期的对冲是为了真正的套期保值,从事对冲交易的也都是实际生产者和消费者,如拥有商品需要将来出售者、将来需要购进商品者、拥有债权将来需要收款者或负有债务将来需要偿还者。这些人为规避商品价格变动所带来的风险,就运用对冲的手段进行操作,目的是将暴露的风险用期货或期权等形式回避掉或转嫁出去,从而使自己的资产组合中没有敞口风险。对冲与金融衍生工具的结合会产生巨大的杠杆效应,操作得当会带来巨额收益,操作不当则会导致惨痛后果。在现代资本市场上,由于机构投资者持有众多公司期限不同的股票和长短不一的头寸,其完全有能力借用股指期货等金融衍生工具进行对冲交易和杠杆操作,在股份中的经济利益被对冲掉之后,股份的投票权就沦为了纯粹的投机工具。(3)对敲(matched orders)与套利(arbitrage)。对敲的通俗含义是自买自卖,即行为人与他人合谋,以事先约定的方式或价格进行交易,其目的是制造市场假象,诱导投资者作出错误判断,借机谋取收益或避免损失。对敲与期权的结合形成了一种复杂的金融衍生工具——同价对敲期权(straddle),它是指同时买进具有相同执行价格和到期日的买入期权合约及卖出期权合约,通过同时持有买入期权和卖出期权,交易商可以利用股票价格朝着任何一个方向波动而盈利。<sup>[40]</sup> 由于同价对敲期权里潜在的巨大收益是一种令人很难抗拒的诱惑,对冲基金、投资银行等专业机构投资者已经习以为常地通过看涨期权与看跌期权的交互买卖进行利益的获取和风险的规避,由此所导致的一个后果是游离于监管之外的机构投资者成为主要的利益享有者,而登记在册的股东沦为主的风险承担者,投资者之间的权利、义务与责任出现了严重背离。套利则是指以较低的价格买进实物资产或金融资产,然后再以较高的价格卖出,从中获取盈利的过程。套利交易主要分为跨期套利、跨市套利和跨品种套利三种形式,三种形式都可能导致股权与剩余索取权的割裂,造成股东权利保护的真空。

### (三)责任约束

为了防止股份投票权与收益权分离成为一匹“脱缰之马”,必须将其纳入到法律责任的约束范围,这其实涉及到对股份投票权与收益权分离行为的正当性与合法性的认定问题。作为金融创新的产物,股份投票权与收益权分离是在期权、互换等众多金融衍生工具参与下完成的行为过程,是合同行为与技术操作行为的联结。金融衍生工具的本质是一种合同,即一种标准化的和可转让的

[39] 李勋:《对冲基金监管的法律问题研究》,厦门大学出版社2010年版,第1-2页。

[40] [美]唐·M.钱斯:《衍生金融工具与风险管理》(第5版),郑磊译,中信出版社2004年版,第255页。

书面合同,其所代表的是以约定未来在当事人之间交换特定金融标的物为内容的买卖合同之债。<sup>[41]</sup> 金融衍生工具的合同属性主要体现为“当前订约、未来履行”,这种合同不仅设定权利义务,更直接产生盈亏,具有可计价性,合同的签订意味着当事人之间的“对赌”。<sup>[42]</sup> 按照合同自由的原则,无论是股份出借合同,还是股权互换合同,当事人可以依法设定双方的权利与义务,违反合同义务的当事人须承担合同责任。但具有“对赌”性质的金融衍生交易合约能否在法律上强制执行、金融衍生交易合约的条款安排是否公平、金融衍生交易合约是否适用情事变更原则都颇有争议,进而对合同责任的分配产生影响。更为重要的是,由于资本市场中的上市公司涉及到广泛的公共利益,私法自治在这一领域受到一定程度的限制,作为私法自治主体的上市公司越来越多地遭到来自国家的干预。<sup>[43]</sup> 股份投票权与收益权的分离不仅涉及到行为人的利益,还涉及到公司、股东和其他利益相关者的利益,引发了众多主体之间复杂的利益冲突,非当事人的意思自治空间所能包容,这便有了侵权责任介入的制度空间。

侵权责任制度的功能,是为那些被认定为违反法律规定或者违背社会公共秩序的交易行为提供纠正机制。<sup>[44]</sup> 由于股份投票权与收益权的分离主要违反的是“一股一票”的公司法基本原则,这里有必要的在“一股一票”的视域下讨论投资者分离股份投票权与收益权行为的侵权责任承担问题。“一股一票”作为公司法的基本原则,是公司资本民主的重要体现,历来为各公司法所遵循。如德国《股份公司法》第12条第1款规定,在股东大会中,每个股东原则上都享有与其参与相对应的表决权。<sup>[45]</sup> 美国《标准商事公司法》第7.21节第(a)小节规定,除非第(b)小节和第(d)小节或者公司章程另有规定,每股发行在外的股票,无论属于何种类别,对于股东会议上要求表决的事项具有一票表决权。<sup>[46]</sup> 我国《公司法》第103条也规定,股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。尽管各公司法在一股一票问题上普遍作出了例外性的规定,但例外性规定的内容集中在限制大股东的投票权、保护中小股东权益和防止公司治理的利益冲突等方面,而股份投票权与收益权分离使得投票权沦为了大股东投机性的利益输送工具,背离了公司法的基本理念,破坏了资本市场法制历来维护的核心价值,所以难以获得法理上的正当性,也难以借助于“一股一票”的例外性规定为自己寻求合理性辩护。对此,有美国学者认为,平等投票权的重要性不仅仅是公平分配利润,还是约束公司经理们勤勉、负责的最终防御措施,它牵涉到公共政策,是不容放弃和出卖的。<sup>[47]</sup> 也有德国学者认为,由于股东在公司中担负着管理任务而且股东相互之间也存在紧密的依附关系,股东不可能无限制地行使投票权,即股东只能在符合公司共同利益的范围内进行投票表决,其投票权的行使必须受到公司章程中规定的义务、忠诚义务、平等待遇原则以及禁止滥用投票权原则的约束。<sup>[48]</sup> 综合上述分析,本文认为股份投票权与收益权的分离,导致了投票权的“形骸化”,使得股东投票制度这一公司治理的核心机制被掏空,严重背离了公司法基本原则,其本质是一种对经济公共秩序的违反,应属于无法律效力的行为。因此,机构投资者或公司内部人所进行的分离股份投票权与收益权的行为,须受到侵权责任的约束。

[41] 王旸:《衍生金融工具基础法律问题研究》,载《法学家》2008年第5期,第81页。

[42] 刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,载《法学研究》2012年第1期,第60-62页。

[43] 于群:《上市公司治理的法学视角》,人民出版社2008年版,第7页。

[44] 徐冬根:《高风险金融交易法律规制研究》,上海交通大学出版社2015年版,第142页。

[45] [德]格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒:《德国公司法》(第21版),殷盛译,法律出版社2010年版,第541页。

[46] 沈四宝编译:《最新美国标准公司法》,法律出版社2006年版,第71-72页。

[47] Louis Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 Columbia Law Review 979, 1014 (1989).

[48] [德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔:《德国合资公司法》(第3版),高旭军等译,法律出版社2005年版,第585页。

## 四、股份投票权与收益权分离的法律规制进路

股份投票权与收益权的分离使得公司治理的核心机制——投票机制——出现了严重失灵,由此引发的利益冲突成为资本市场法制亟待解决的现实课题。股份投票权与收益权分离的法律规制,一方面需要选择正确的规制路径,防止因路径选择的错误而付出额外的制度成本;另一方面需要设计合理的制度规则,实现实金融创新与公司治理的良性互动。本文主张引入合作规制的理念,将合约规制与公权规制进行合理搭配,形成有效竞争,促进适时替代,进而使股份投票权与收益权的法律规制达致事半功倍之效。

### (一) 法律规制的路径选择

现代金融学试图把所有的市场交易都视为契约关系,每一项市场交易都由显性或隐性的契约来调节。无论是股份出借、股权互换还是投票权购买,均是交易双方就财产权利所作的契约安排,这些契约关于权利、义务、风险、责任的配置直接影响着公司治理的运作。从这个意义上讲,股份投票权与收益权的分离是私人之间的契约治理失败的产物。当契约治理捉襟见肘时,法律强制就应粉墨登场。对于股份投票权与收益权分离的治理,首先需要从内部视角切入,主动“深入敌后”,攻破私人治理者的“内部堡垒”,然后需要从外部视角切入,研究如何强化法律实施机制,如细化立法、强化监管、提高行为人责任标准等。两个视角的范式竞争与逻辑转换,事实上指向的是合约规制与公权规制的路径选择问题。

股份投票权与收益权分离的合约规制,属于一种典型的自我规制,它是私人主体自愿制定规则并在内部自愿实施,其内容、方式的选择以及内部监督激励机制的设计均由内部成员决定。这种自我规制的路径主要包括两种方式,即利用金融合约进行规制和利用公司章程进行规制。前者如对股份出借、股权互换等金融合约作出限制,后者如对在公司章程中设定对冲基金、投资银行等机构投资者的持股比例和投票权的限制条款。金融契约本是私法自治的产物,外部力量不宜轻易介入,但私法自治是有限度的,不能违背资本市场法制的基本原则和基本法理,否则就有外部力量介入之必要。在金融创新背景下,金融契约容易沦为公司内部人和机构投资者不当利益输送的工具,由此导致的投票权与收益权分离已经超出了私法自治的范畴,给公共利益造成了威胁,对其进行外部干预已经势在必行。立法者可以制定和出台股份出借、股权互换、信用衍生交易等方面的金融合约示范文本,克服可能导致股份投票权与收益权分离的合约陷阱,用权利义务的明确性强化行为人的心理预期,通过激励、约束或诱导机制供上市公司参照执行。在合约规制的过程中,公司章程充当着关键角色,公司完全可以借助于公司章程作出一些未雨绸缪式的规定,只要这些规定不违反法律的强制性规范即可。尤其是在金融创新的剧烈冲击之下,公司法的不周延性或漏洞日益增多,新型的公司治理利益冲突趋于复杂和严峻,公司章程更应注意发挥填补公司法的授权性空白并弥补公司法遗漏的功能。

股份投票权与收益权分离的公权规制,旨在弥补合约规制的不足,克服私法自治的缺陷。这一立场指向决定了公权规制的边界:凡是合约规制能有效运行之处,就没有公权规制存在的空间;凡是公权规制有不能克服私法自治缺陷之情形,就没有公权规制运作之余地;凡是存在公权规制克服私法自治缺陷不经济之情形,也没有公权规制存在之必要。<sup>[49]</sup> 公权具有天生的扩张倾向,如果缺乏必要的制约,公权介入非但不能起到规制的效果,反而会加剧利益冲突的严重程度,这就需要对公权进行法

[49] 李昌麒:《论经济法语境中的国家干预》,载《重庆大学学报》(社会科学版)2008年第4期,第91页。

律控制。对于行政权而言,其规制重点应放在防止股份投票权与收益权分离演化成系统性的金融风险、维护资本市场的整体秩序、利用特别行政程序为受到损害的市场主体提供救济等方面,同时应当摒弃“法律父爱主义”的做法,以避免行政权的软约束、投机主义行为和道德风险滋生对资本市场法制的伤害,通过行政权的自我规制来实现行政法治,并将行政权规制工具选择的正当性问题纳入司法审查的视野。对于司法权而言,其规制重点应放在公司内部人与机构投资者的道德风险行为的裁判上,为股份投票权与收益权分离提供司法救济通道,发挥司法的定分止争功能,同时应当坚守司法的谦抑性立场,审慎介入公司治理,在司法能动与司法克制之间保持合理平衡。在公权规制的框架下,行政权与司法权惟有进行合作规制,实现无缝隙衔接,才能有效填补新型公司治理利益冲突的“克莱斯勒之孔”。<sup>[50]</sup>

## (二)合约规制的具体展开

由于金融合约的不当约定是造成空洞投票的直接原因,调整和优化金融合约的权利、义务与责任配置无疑是股份投票权与收益权分离合约规制的第一要义。合约规制存在两层含义,一是立法者或监管者对金融合约作出限制性规定,二是公司本身对金融合约作出限制性规定。就前者而言,立法者或监管者应当规定禁止利益冲突投票的一般条款,通过列举和兜底性规定相结合的方式明确违法性的空洞投票情形,包括股份出借导致的空洞投票、股权互换导致的空洞投票、“股权登记日捕获”导致的空洞投票、“股票软存放”导致的空洞投票等,尤其是要对股份出借和股权互换的条件作出严格限定,如要求被出借的股份不能与该股份的投票权相分离、用于互换的股权必须保持统一头寸等。需要强调的是,在资本市场实践中,空洞投票所引起的利益冲突的情况通常是隐蔽的,机构股东容易借助替身规避禁止利益冲突投票的一般条款,这就需要公司在其章程中对一般条款作出细化,如针对对冲基金等市场驱动型机构投资者设定“投票权封顶”计划、针对“空洞投票者”设定股东投票资格限制或剥夺条款以及不当利益追回条款,以坚守股份投票权与收益权相对应的原则,重申“一股一票”的基础性地位。鉴于市场驱动型机构投资者是空洞投票的始作俑者,这里有必要针对机构投资者的股东投票资格限制或剥夺条款、不当利益追回条款以及信义义务条款予以展开。

从理论上讲,投票权作为一种法定股东权,不得以公司章程或股东大会决议的形式予以限制或剥夺,更不能轻易对股东资格予以“除名”,但这对于无投票权的优先权股以及导致投票权排除的情形,存在例外。事实上,对股东的投票权作出限制或剥夺是一种普遍现象,如我国台湾地区“公司法”规定了特别股股东、公司依法取得自己之股份、从属公司持有控制公司之股份、相互投资公司、股东有自身利害关系致有害于公司利益之虞等股东投票权行使限制的具体情形。机构投资者的空洞投票属于典型的利益冲突行为,可以将“股东有自身利害关系致有害于公司利益之虞”作为限制或剥夺其投票资格的法理依据,对此,有学者认为,如果股东享有的投票权给公司带来的利益,还不足以充抵因此给公司带来的成本,那么取消股东投票制的公司就应当相对繁荣昌盛。<sup>[51]</sup>当然,限制或剥夺败德股东的投票权也不乏成文法依据,如按照《德国股份法》第136条第1款、第405条第3款第5项的规定,假若存在股东个人利益远远超过成员利益的危险,股东就不能参与投票,来源于其股份的投票权也不可以由他人行使。<sup>[52]</sup>在法律未就机构投资者进行空洞投票所产生的法律后果予以直接规定之前,公司可以运用合乎目的解释的方法在其章程中规定股东资格的限制或剥夺条款,以实现分配正义与矫正正义的统一。

[50] [美]戴维·斯基尔:《金融新政》,丁志杰等译,中国金融出版社2012年版,第143-145页。

[51] 罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第205页。

[52] [德]格茨·怀克、克里斯蒂娜·温德比西勒:《德国公司法》(第21版),殷盛译,法律出版社2010年版,第542-543页。

“追回条款”(clawback provision)本是一个有关高管薪酬的制度设计,最早出现在2002年的《萨班斯-奥克斯利法案》中。该法案第304节规定,如果存在与任何证券法不符的行为或错误,并导致会计报表重编时,公开发行证券公司的CEO和CFO应当归还在该公司首次发行证券或其在SEC备案后12个月内从公司收到的所有红利、激励性奖金、权益性酬金以及在该期间通过买卖公司证券而实现的收益。SEC在2006年修改《高管薪酬披露条例》时要求公司采取适当措施,对公司基于不正确的财务报表而给予高管的报酬,公司应当予以追回。<sup>[53]</sup>这一制度完全可以通过“创造性转化”成为空洞投票合约规制的重要制度安排。机构投资者与公司内部人从事空洞投票的目的无非是为了攫取不当收益,如果立法或公司章程规定了针对空洞投票的不当利益追回条款,机构投资者与公司内部人的道德风险有望得到根本性的遏制。作为一种事后的救济手段,公司、股东等相关主体可以提起代位诉讼,就机构投资者与公司内部人的不法行为追究其法律责任。

股份投票权与收益权分离的合约规制,还需要确立机构投资者的信义义务。如同股东投票权的制度机理一样,信义义务也具有典型的合约属性,它构成了公司合约漏洞的重要补充机制,正如学者所言,也许是假借了上帝之手,小股东无法利用合约机制保护自己,却从“信义义务”这一强制性法律规定中获得了护佑;董事在“经营判断规则”的庇护下几乎无所不能,但却如孙悟空一样逃不脱信义原则这一如来佛之掌心。<sup>[54]</sup>各国公司法普遍确立了董事、高级管理人员以及控股股东的忠实义务和勤勉义务,当公司内部人通过空洞投票等手段侵害公司和中小股东利益时,可对其进行信义义务问责,或者追究其从事内部交易、操纵市场等法律责任。但由于股份投票权与收益权分离的主要行为主体是对冲基金、投资银行等机构投资者,它们不一定属于公司的控股股东,对公司和其他股东并不负有当然的信义义务,所以其侵害公司和中小股东利益的行为有可能面临责任追究的落空。本文建议扩充信义义务的涵摄范围,确立机构投资者对公司和中小股东的信义义务或者“忠实于公司最佳利益行为的义务”,这将会填补机构投资者信义义务问责的空白,有效遏制机构投资者的道德风险和逆向选择,减缓其冒险和投机取巧行为对公司的伤害。<sup>[55]</sup>

### (三)公权规制的具体展开

公权规制又称公共规制,具体包括行政规制与司法规制。由于股份投票权与收益权分离属于国际资本市场上最新出现的现象,立法几乎处于空白状态,而司法规制又是以立法为前提,所以股份投票权与收益权分离的公权规制的重任就主要由行政权力来承担。股份投票权与收益权分离的行政规制,主要体现为金融监管机构对上市公司的股东投票权、“股权登记日捕获”、股份出借、“股票软存放”等问题作出细致性的监管规范。在股东投票权方面,金融监管机构应当明确规定,空洞投票属于禁止性行为,超过经济所有权部分的投票权不产生法律效力,消极经济所有权的股东则丧失投票权。为了防止这一规定成为“空中楼阁”,监管机构还应同时作出对从事空洞投票的股东和公司内部人进行行政处罚的规定,包括罚款、市场禁入等,对董事、高管等进行空洞投票的公司内部人还应及时启动信义义务的问责机制。为了防止“股权登记日捕获”,监管机构可以要求上市公司缩短登记基准日与投票日之间的时限,并在该期间加强对机构投资者的监管,尽量减少这段“法律真空期”被别有用心的股东所利用。在股份出借方面,行政规制的重点是要求证券经纪商真实、充分、完整地披露股份出借的重大信息,并建立规范的股份回购制度,以填补非正式的投票权通道。证券经纪商有义务审查股份借入者的交易意图,对于有明显证据证明借入者属于“空洞投票者”的情形,证券经纪商应当拒绝股份

[53] 刘京海、陈新辉:《对萨班斯法案中“追回条款”的思考》,载《中国总会计师》2009年第4期,第28页。

[54] 同注52引书,第288页。

[55] [英]保罗·戴维斯:《英国公司法精要》,樊云慧译,法律出版社2007年版,第170页。

出借。对于“股票软存放”的行政规制,重点则在于还原员工持股计划的真实面相,防止假借增进员工福利之名行不正当利益输送之实。员工持股计划的资金来源应以提供增量“期权式”虚拟现金及抵税资金为主,尽量避免以降低员工现有薪酬为代价,并进一步强化打击财务粉饰、财务造假、内幕交易和虚假披露的执法力度。<sup>[56]</sup> 此外,监管机构还可以要求对冲基金等市场驱动型的机构投资者在借入股份时必须履行信息披露义务,并对股份借入的时点加强监控。由于隐性/变异所有权的产生主要源于信息披露制度的缺陷,这里以信息披露监管为中心展开论述。

众所周知,信息是资本市场的生命线,构成了资本市场效率的核心要素,信息披露则是资本市场监管的核心环节。资本市场中之所以会出现隐性/变异所有权的现象,关键性的肇因是金融衍生品信息披露的“外观主义”准则诱致了机构投资者或内部人的经济所有权超过其外观的投票权现象的滋生以及非正式投票权通道的滥觞。传统的信息披露制度主要通过会计报表的形式实施,但是金融衍生工具具有特殊的定价方式,不能套用传统的会计准则对金融衍生品进行确认,也不能对金融衍生品进行合理计量,使得金融衍生品信息披露制度面临着重大的实施困境。<sup>[57]</sup> 鉴于信息披露的“外观主义”准则是滋生隐性/变异所有权的温床,通过确立信息披露的“实质主义”准则来消除隐性/变异所有权的制度空间,已经迫在眉睫。确立信息披露的“实质主义”准则,关键在于强化信息披露的完整性与公平性。信息披露的基本要求包括真实性、准确性、及时性和完整性,其中信息披露完整性的缺失是导致隐性/变异所有权产生的关键原因之一。证券法上所要求的信息披露的完整性,包括质和量两方面的规定性:首先,在信息披露的质上必须是“重大信息”,即能够影响证券市场价格的信息;其次,在信息披露的量上,必须使投资者有足够的投资依据。<sup>[58]</sup> 对投资者来说,信息披露的完整性,还意味着披露的信息具有可获性,即信息披露义务人应将披露的信息通过相关媒体和网站进行公开,或将招股说明书等法律性文件置备于证券监管机构、证券交易所等指定场所供投资者阅览。然而,信息披露的完整性要求主要是针对上市公司而言的,机构投资者并不受信息披露的完整性的束缚,正是这种脱法行为酿致了隐性/变异所有权现象的滋生。有学者认为,法律应当赋予机构投资者“完整性经济所有权的信息披露”(integrated ownership disclosure)义务,披露的内容涵盖股份或关联资产的投票权和经济所有权、积极经济所有权和消极经济所有权、股份出借和空洞投票等。<sup>[59]</sup> 通过立法将这些事项列入强制性信息披露的范围后,公司还可以在其章程中对机构投资者显性或隐性的持股情况、借入或借出股份等事项作出更加细化的规定。除此之外,确立信息披露的“实质主义”准则,还需强化信息披露的公平性,防止机构投资者为获取个人利益而进行选择性的信息披露(selective disclosure),正如IOSCO在其2002年的《关于上市公司持续披露和重大事项报告的准则》所指出的,上市公司应该保证所有证券持有人在持续信息披露方面均应享有公平、平等的待遇,在向投资大众公开披露之前,不应该将信息披露给选定的投资者或关联方。

## 五、余论:中国资本市场的制度变革

股份投票权与收益权分离作为金融创新诱致的产物,对公司治理的影响复杂而深刻,使得包括公

[56] 李季先:《员工持股计划背后的法律隐喻》,载《中国证券报》2012年8月11日,第A03版。

[57] 冯博:《金融衍生品定价的法律规制》,法律出版社2013年版,第128页。

[58] 周友苏主编:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第368页。

[59] Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 University of Pennsylvania Law Review 625, 682 (2008).

司法和证券法在内的资本市场法制面临巨大的挑战与变革压力。我国资本市场虽然发展时日有限且制度不健全,但也正在快速地“与国际惯例接轨”,难以游离于国际资本市场之外而独善其身。事实上,股份投票权与收益权的分离在我国资本市场已经初露端倪。如在鼎盛天工(600355)召开的2009年第二次临时股东大会上,出现了基准日之前在册股东清空所持股票后依然具备对公司重大事项“指手画脚”权力的尴尬局面,即“有股无投票权,无股却有投票权”,有投资者认为已无实际联系的挂名股东在股东大会上胡乱投票会危害到普通投资者的利益。<sup>[60]</sup>再如ST轻骑(600698)2011年重组方案被股东大会否决,其中一个引人关注之处在于“非公司股东”左右了投票结果。在该案中,向ST轻骑重组方案投出2800万股反对票的股东中,有部分股东在投票时已不具备股东身份,即其虽在股权登记日确认了股东身份,却赶在股东大会召开前出售了股权。仅该公司前十大股东中,就有四位股东如法炮制,其“先出仓、再否决”的股权数约达700万股,这也导致了ST轻骑重组方案最终未能获得通过。<sup>[61]</sup>此外,攀钢钢钒(000629)、黔源电力(002039)等也曾遇到过相同的问题。不难看出,这些空洞投票案例既不涉及到股权互换,也不涉及到股份出借,只是利用了法律的漏洞,与境外资本市场出现的空洞投票案例不可同日而语。但这并不意味着我国资本市场不具备股份投票权与收益权分离的现实条件,尤其是随着融资融券和转融通等金融业务的推出,我国的股份出借市场逐渐形成,标志着资本市场卖空时代的到来,这无疑为真正意义上的空洞投票埋下了伏笔。

值得关注的是,无论是证监会的《转融通业务监督管理试行办法》,还是沪深两家证券交易所的《转融通证券出借交易实施办法(试行)》,都没有对融券股票的股东投票权问题作出规定,这无疑会引发股东投票权归谁所有等诸多质疑。有学者认为,借出的证券应包括证券的所有权利,当然包含投票权,理由在于上市公司大股东的持股经证金公司和证券公司之手,很可能被融券者借入后在市场抛空,这些股票为二级市场其他投资者所买入,二级市场投资者所得到的股票理应是完完整整的股票,其所持股份自然包括投票权在内的股票的所有权利,假如大股东借出股票后仍享有股票的投票权,那么上市公司的投票权总数就将超过公司总股本所对应的投票权数,岂不荒谬?<sup>[62]</sup>当然,这仅属于理论上的推演,实践中的投资者、证券公司和证金公司完全可能利用法律文本的含混不清之处作出相反的约定。此外,转融通业务中担保物证券的投票权如何行使,也是一个颇值得讨论的问题。按照《中国证券金融股份有限公司转融通业务规则(试行)》第7章的规定,证券公司向中国证券金融股份有限公司(以下简称“证金公司”)借入资金或证券,应向证金公司提交保证金,保证金可以证券充抵。该保证金以信托的方式设立,证金公司与证券公司应当约定,转融通担保证券账户内的证券和转融通担保资金账户内的资金,均为担保证金公司因向证券公司转融通所生债权的信托财产。《转融通业务监督管理试行办法》第33条规定:“对转融通担保证券账户内记录的证券,由证金公司以自己的名义,行使对证券发行人的权利。证金公司行使对证券发行人的权利,应当事先征求委托其持有该证券的证券公司意见,并按照其意见办理。前款所称对证券发行人的权利,是指请求召开证券持有人会议、参加证券持有人会议、提案、表决、配售股份的认购、请求分配投资收益等因持有证券而产生的权利。”由此可以看出,作为“名义持有人”的证金公司和作为“权益持有人”的证券公司之间是投票代理关系,证金公司将其股票出借给证券公司后并未丧失投票权,只是改变了投票权的行使方式,这事实上形成了非正式的投票权通道,造成了投票权与股份经济利益的分离。

对于中国资本市场法制而言,如何因应股份投票权与收益权的分离,是一个关乎金融创新与法律

[60] 参见《荒唐 不是股东却有股东大会表决权》,载《重庆商报》2009年6月24日,第26版。

[61] 参见《ST轻骑重组遭“山寨股东”否决 专家建议向法院申请撤销股东大会表决》,载《证券日报》2011年4月1日,第D01版。

[62] 熊锦秋:《转融通股票的股东投票权属于谁》,载《上海证券报》2012年9月6日,第12版。

变革的重大理论及实践课题。2008年的金融危机之后,反思和批判金融创新的言论甚嚣尘上,普遍性地将金融创新视为金融危机的罪魁祸首,甚至有不少人认为这场资本主义的危机标志着新自由主义时代的终结。但回到我国的现实语境,我们面临的现状不是创新过度而是创新不足,金融创新所依赖的法制权威性、法制整合力、法制公信力、法制执行力、法制创新力等因素尚未齐备,金融创新与法制变革的良性互动关系尚未形成。<sup>[63]</sup>因此,我们需要在加强金融监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新,而不是因噎废食地抑制、阻却甚至扼杀金融创新。正如学者所言,我国未来经济的发展如果要得到金融资本全面的支撑,那么政府就必须因时制宜地对金融市场松绑,就必须学会在监管与创新中寻求均衡,就必须勇于接受金融创新的挑战并探究我国金融法律制度的创新之路。<sup>[64]</sup>我国的资本市场法制必须未雨绸缪,在机构投资者的股东投票资格限制或剥夺条款、不当利益追回条款、信义义务条款以及“实质主义”的信息披露准则等方面作出制度调整与变革,及时回应股份投票权与收益权分离这一新型的公司治理利益冲突,实现公司治理与金融创新的互动,进而坚守资本市场法制的时代适应性品格。

## On the Separation between Voting Rights and Shares Ownership and Its Legal Regulation

Li Anan

**Abstract:** Under the impact of financial innovation, the rule of prohibiting separation between voting rights and shares ownership has been broken. Empty voting and hidden/morphable ownership are mainly performance of the separation between voting rights and shares ownership, which leads to failure of shareholder voting system as the core mechanism of corporate governance. The implementers of the separation are market – driven institutional investors, the behavioral manifestations of the separation include contract behavior and technical operation behavior, and the liability mechanism of the separation include contract liability and tort liability. In order to maintain legal order of capital market and achieve competitive balance between financial innovation and corporate governance, we need to introduce the concept of co-regulation during the process of regulating the separation between voting rights and shares ownership, reasonably deploy contract regulation and public rights regulation, establish legal provisions of limiting or depriving voting qualifications, recovering improper benefits and fiduciary duty towards institutional investors, and establish information disclosure guidelines with substance doctrine.

**Keywords:** financial innovation; separation between voting rights and shares ownership; empty voting; hidden/morphable ownership

(责任编辑:幸颜静)

[63] 蔡奕:《法制变革与金融创新——兼评〈证券法〉、〈公司法〉修订实施后的金融创新法制环境》,载《中国金融》2006年第1期,第54页。

[64] 黎四奇:《〈多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法〉之透析及对中国的启示》,载《暨南学报》(哲学社会科学版)2012年第10期,第77页。