

表决权差异制度探析及其法律适用

◆林晴亮

(中国人民大学法学院, 北京 100872)

【摘要】表决权差异安排作为一种具备显著特质的股权架构,其价值优势也在许多国家和地区的实践中得到了证实。我国《公司法》修订草案正式确立公司发行类别股,突破了传统公司法长期以来遵循的“一股一权”结构,具有一定的指导意义。其中,差异性表决权作为类别股的典型形式,其先天性地伴随着诸如代理成本高、监督机制失效等缺陷,现行规定并未对该问题进行妥善处理。本文拟通过分析表决权差异化制度存在的问题,借鉴域外表决权差异安排制度的合理因素,提出公司治理上的建议,为我国实施差异性表决权制度提供本土化指引。

【关键词】类别股;表决权差异;日落条款;信息披露

2021年12月《公司法(修订草案)》出台,我国以立法形式确立优先股与劣后股、特殊表决权股、转让受限股的类别股法定地位,类别股的制度设计将推动全国商事制度的重大变革。关于类别股的长期实践我国的类别股制度起步较晚,且相关规定散见于国务院、证监会等部门的法规和规章、文件中。差异性表决权制度作为类别股的一种典型形式,是股东权利在投票权方面的特殊安排,允许非公众股份公司按照实质性权利的差异进行内部意思自治的安排。但鉴于差异性表决权的制度设计特点,其先天便存在股东代理成本增加、公司内外部监督机制容易失灵的问题。因此,有必要针对差异性表决权制度适用过程中所产生的公司治理相关问题进行详细探讨,从而对我国实施差异性表决权制度提供本土化指引。

一、我国表决权差异化制度的实践分析

(一)内部控制权存在滥用风险

表决权差异化制度从底层设计上,主要是赋予了非公众股份公司通过章程协商设定同股不同权的权利。从企业的设立、发展和衰落历程上看,企业设置表决权差异化主要集中于企业设立和发展的前期阶段。该两个阶段企业创始人通过法律法规赋予的特殊表决权,只需要以较小的成本和资金即可获得绝大多数的表决权,从而成为实际控制人,强化经营者支配公司的能力。对于普通投资者,无论是非公众股份公司还是上市公司,其依靠出资而享有股权带来的经济利益,依赖于股东出资获得决策权利选出能够代表自己利益的董事,这意味着普通股东需要持有一定比例的股权,不仅增加了普通股东的代理成本,其收益也可能不成正比。

实践中,由于特别表决权股东可以直接或间接地控制董事成员的选举或罢免,进而深度影响公司高级管理人员的决策,使董事会、监事会独立性丧失,股东会流于形式。在

公司特别表决权股东提起股东会或董事会议案中,当特别表决权股东通过关联交易或其他损害、转移公司财产等损害公司利益和股东利益的决策时,普通股东难以真正地通过正常的方式行使自己的权利,更无法阻止普通股东认为可能损害公司的决策通过并实施。在此情形下,特别表决权股东无需承担与其控制权相匹配的经济利益风险,控制权滥用问题极易出现,使公司沦为特别表决权股东的“一言堂”。但是,特别表决权股东恣意为造成的损害最终还是要普通股东承担。

(二)针对性信息披露制度不完善

信息不对称是影响我国资本健康发展的主要因素之一。投资者选择投资企业的首要前提在于充分了解目标公司的真实信息,从而做出正确的决策。企业信息披露的全面、完整、真实有助于帮助投资者进行合理的预判,正确评估其对企业的投资预期,降低信息偏差带来的投资风险。表决权差异安排下,控制股东和普通投资者之间在获取信息方面存在着一定程度的不对等,对于未实际参与公司管理的普通股东,这意味着失去评估和判断企业经营是否符合其合理预期的基础,极易造成公司股东之间的利益失衡。因此,加强信息披露显然至关重要。

根据我国现有规则,这一要求并没有得到相应的重视,相关规定不够细化和全面,大多是原则性规定,内容比较简略,规则较为笼统地阐述了信息披露的有关事项和内容,并未涉及具体细节和进一步的解决措施,对于为违反信息披露规定公司的惩处措施也不够明确和严格。这也导致表决权差异安排下的特别表决权股东可能会不顾违反披露义务的法律责任而选择性披露对己方有利的信息,造成外部投资者或普通股东缺乏从目标公司获取有效信息的途径,无法有效保护普通股东的知情权,外部投资者也可能会基于企业非完整的片面信息而做出错误决策,最终引发纠纷。企业也难以

通过外部监督保证公司治理的良性、健康发展。

(三)日落条款过于单一

为了平衡特别表决权股东和普通股东之间的利益,防止表决权差异化结构可能带来的“股东霸权主义”,包括我国在内的多数国家均规定了“日落条款”。日落条款的设计在于,当特别表决权股东失去成为特别表决权股东的资格或章程约定的特别条款成就时,表决权差异化的股权结构设置初衷已然无法实现,此时将特别表决权股东的表决权优势予以取消,各方按照“一股一权”的原则进行公司治理。实践证明,日落条款系世界各国制衡表决权差异结构的有效条款。

在实践中,日落条款主要分为时间型日落条款和事件型日落条款。我国《上市规则》适用的是事件型日落条款,从股东资格、最低持股要求、实际控制权保持的角度对特别表决权终止情形进行了明确规定。但以上情况多数是可控的,其触发特定事由的可能性小,特别表决权股东完全可以利用自身优势,使这一制度长期地存续下去。因此,有必要对特别表决权的终止条款进行适当扩充,以避免特别表决权股东利用其表决权优势将该权利无限期延续。

二、域外表决权差异安排制度的经验借鉴

表决权差异安排制度最早起源于美国。美国各州公司法对于表决权差异的监管态度一直比较宽松,主要是依赖于完善、严格的信息披露制度。但为避免因此侵害中小股东权益的情况发生,美国在放开双层股权结构的同时规定了Rule 19c-4规则,完全禁止公司上市后发行特殊表决权股份,并且美国公司法对股东保护方面的规定有多条相关规定。例如,要求特别表决权股东对公司以及中小股东均负有信义义务;同时实行全面而严格的信息披露制度,违法信息披露的上市公司需承担相应的法律责任;在表决权差异安排上,近年来美国普遍接受以一定期限到期后结束特别表决权适用的时间型日落条款和事件型日落条款相结合的方式实现公司治理架构的转换。最后,美国的集体诉讼制度承载着为弱势股东维权的初心和使命,在表决权差异安排这一特殊配置下,投资者的救济权能够得到充分的落实和保障。美国完善的公司法律制度将权利义务在大股东、中小股东以及管理者之间进行合理分配,使公司内部达到一个相互监督的平衡状态。

与美国交易所主导之下的双层股权结构不同,新加坡的表决权差异结构由国家通过立法方式提供法律上的合法依据。新加坡《公司法》明确规定,允许公司通过章程约定表决权差异安排的有关事项,公司采取表决权差异安排的决议必须经股东大会特别决议审议通过,非经批准不得实施;关于特别表决权的权利适用范围,新加坡规定特别表决权的行使仅限于公司经营事项,涉及股东重要权益的事项如公司

重大交易、股票的发行等,需贯彻“一股一权”原则。

关于加权幅度,要求“多倍投票权”的持有人所拥有的表决权数量至多为10个,如有特殊情况,这一比例可以降低,但不得增加。另外,为实现投资者和公司创始人之间的利益平衡,新加坡要求公司就必须在一系列文件中明确标注设置表决权差异安排,同时详细说明具体的结构安排。上市之后,公司必须持续性地信息披露,并且,特殊表决权的保留事项等也必须通过显著的方式披露。新加坡证券交易所明确要求公司需拥有一定比例的独立董事,且各委员会的会长必须由独立董事担任。

三、完善我国表决权差异安排制度的建议

《公司法(修订草案)》引入类别股规定,将表决权差异安排制度通过国家立法确定下来,是突破我国固有传统做出的正确选择,顺应企业的发展趋势。但是,这一制度的内生性问题仍旧存在,亟需得到妥善解决。

(一)合理限制特别表决权的行使

现行公司法及2021年《公司法(修订草案)》,虽然没有要求非公众公司的特别表决权股东最低持股比例,但是科创板和创业板均对特别表决权股东持股比例进行了限制。非公众公司可以参照前述规定,要求特别表决权股东应当持有公司最低持股比例,这样有利于特别表决权股东在做出决策时兼顾公司的利益。同时,还可以在公司章程中对特别表决权的行使方式和行使范围进行限制。《公司法(修订草案)》第158条第2款也就章程约定类别股股东会议的其他事项做出授权性规定,公司股东或投资者可以就类别股股东会的特别事项做出有益尝试。在特别表决权的存续方面,现行规则仅规定了事件型日落条款,部分学者认为可以适宜规定时间型日落条款,例如,在特别表决权有效期限届满时,由全体股东按照“一股一票”的原则通过章程再次表决是否延续特别表决权条款。而合理地限制特别表决权案的形式将有助于提高股东凝聚力,减少因股东之间不信任所产生的决策成本。

(二)严格落实特别表决权股东主体责任

现行公司法规定了董事、监事和高级管理人员对公司具有忠实和勤勉义务,但对股东则没有这一方面的限制。2021年12月公布的《公司法(修订草案)》,也未对股东之间的信义义务做出规定。为防止特别表决权持有人利用表决权优势实施股东压制,应当构建特别表决权股东信义义务,现代公司法在一定程度上承认了股东对公司负有受信义务。要求其可能对影响投资者、普通股东投资选择的信息均要进行全面的披露,不得利用权利假公济私损害弱势股东的利益,禁止一切违规交易包括禁止将内部信息泄露给他人。另外,现行规则针对特别表决权股东滥用控制权损害普通股东利益的情形,交易所仅要求其予以改正,并无响应追责或

惩罚措施。笔者认为,公司可以建立追责机制,对于侵害股东权益的行为设置较高的赔偿金额,加大追责力度。

(三)施行“穿透式”信息披露

公司信息披露是否全面和真实,将实质影响普通股东和投资者的知情权和决策能力。但我国正式立法中仅对信息披露做出了简略规定,现行通用具有借鉴和指导意义上的《上市规则》对公司信息披露做了相应的规定,但该规定并没有对条文概念中所涉及的披露范围做出详细规定,导致部分公司在履行信息披露义务时,往往会选择性地披露对公司有利的信息,而对不利于公司或者特别表决权股东的信息予以消极处理,或者模糊应付,甚至不予披露。因此,我国应当就涉及特别表决权的信息披露内容或形式方面予以立法上合理的行为指导。在平衡如何保持公司决策独立和保护普通股东知情权的角度上,公司可以建立分级披露制度,对于特别表决权的行使情况、高级管理层履职情况等内容进行详尽披露,其余信息则可适当简化。信息披露的重点主要集中于可能对特别表决权有利益关系的关联交易等信息进行披露。

(四)构建“退出制”投资者集体诉讼制度

我国的股东代表诉讼制度采取“登记加入”的运行模式,即股东需要去受理案件的法院办理登记才认定参与诉讼,这难免造成身处各地的普通股东维权困难。在此,我国可以借鉴美国退出制的集体诉讼制度。退出制的集体诉讼可以解决实践上存在众多的“搭便车”诉讼现象,大大提高保护弱势表决权股东的能力,使之成为投资者操作性强且行之有效的维权手段。在举证责任方面,考虑到证据获取的难易程度,当普通股东有合理理由证明公司或特别表决权股东损害其合法权益的,应当同意其主张由特别表决权股东证明是否存在不实披露、违反信义义务等违法违规行为,以平衡双方之间的举证责任。同时,有学者建议在监管部门内设专业仲裁机构,专门处理由此引发的集体诉讼纠纷。

四、结束语

2021年12月《公司法(修订草案)》设立的类别股制

度,是对我国传统公司法“一股一权”制度的打破,顺应国际资本关于公司融资和治理多样化的需求。然而,鉴于差异性表决权的制度设计特点,其先天便存在股东代理成本增加、公司内外部监督机制容易失灵的问题。例如,股东代理成本增加、公司内外部监督机制失灵、信息披露不够细化、日落条款过于单一等问题。差异化表决机制的主要治理风险在于特别表决权股东与普通股东之间的利益失衡,需在控制和责任间找到维系动态平衡的支点。现阶段,我国类别股制度处于初步探索阶段,仍需深入进行表决权差异安排的类型化思考,吸收域外立法中的合理性因素,以此应对表决权差异安排所带来的挑战。

参考文献:

- [1]章道润,张宇润,蒋辉宇.双层股权结构上市公司普通股东权益保护制度研究[J].财贸研究,2021,32(08):68-81.
- [2]傅穹,卫恒志.表决权差异安排与科创板治理[J].现代法学,2019,41(06):91-103.
- [3]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),2019,56(02):132-145.
- [4]高菲.新加坡双层股权结构立法改革及其对中国的启示[J].广西政法管理干部学院学报,2019,34(02):31-36.
- [5]夏雯雯.新加坡上市公司双层股权结构限制性条款研究[J].金融市场研究,2018(11):123-136.
- [6]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,2021,39(04):82-99.
- [7]杨金慧.表决权差异安排的类型化思考[J].北京理工大学学报(社会科学版),2022,24(03):127-138.

作者简介:

林晴亮(1989—),男,汉族,广东汕尾人,本科,研究方向:民商法。