

# 一股一票原则与不同投票权股的发行

张 舫

(重庆大学 法学院,重庆 400044)

**摘要:**中国大部分学者将“一股一权”作为股东大会表决的原则,并认为这一原则在法理上得到了坚固的支持。但大部分国家立法并没有将这一原则贯彻在立法中。在公司法中严格贯彻“一股一权”原则会造成公司股权结构僵化,缺乏弹性的股权结构并不利于公司发展。无投票权股或超级投票权股的发行对公司治理产生积极的抑或消极的影响,在理论和实证研究上并没有一致结论,但可以确定的是,保护投资者的法律制度会在某种程度上消解这些消极影响,资本市场也会在一定程度上迫使交易各方作出高效率的交易安排。中国应在健全保护小股东的基础上,适当放松对公司股权结构的立法干预。

**关键词:**一股一权;无投票权股;超级投票权股;股权结构

**中图分类号:**F271.5      **文献标志码:**A      **文章编号:**1008-5831(2013)01-0001-07

对于股份公司来说,控制权的维持与股权融资之间总存在着一种紧张关系。每一次股权融资都会造成对控股股东股权的稀释,随着融资次数的增加,控股股东股权比例会下降到担心失去控制权的程度。如果允许公司根据自身情况安排不同的股权结构,如发行无投票权股份或超级投票权股份,控制权与股权融资的这种紧张关系就可以得到缓解,不同投票权股的发行会使大股东的控制权免于股权稀释的冲击。中国股权分置改革后,上市公司大股东持股数量减少,股权流动性增强,控制权旁落的担心可能会成为上市公司股权融资的障碍<sup>①</sup>。但在中国,多种投票权股的发行是行不通的,“一股一权”被大部分学者认定为一项重要原则,并在实践中得到贯彻。这就涉及到《公司法》“一股一权”制度设计的科学性问题的。

据监管部门消息,中国已在筹划证券市场国际板,国外大部分资本市场允许发行不同投票权股份;面对国外资本市场的竞争,考量这一问题,对改善中国相关制度,增强资本市场竞争力有一定帮助。下面笔者从分析一股一权原则出发,在考察不同立法模式的基础上,分析多种投票权股份的发行对公司治理的影响,以期对中国相关制度的改善提供参考。

## 一、“一股一权”原则与公司立法

“一股一权”原则也被称为“一股一票”原则,其内涵为:股东的投票权重应

收稿日期:2011-11-26

**作者简介:**张舫,男,重庆大学法学院教授,博士生导师,博士,民商法学科负责人,中国法学会商法学研究会理事、中国法学会证券法学研究会理事、重庆仲裁委员会仲裁员、重庆市领导干部学法讲师团成员,香港城市大学、美国佛罗里达大学访问学者,主要从事民商法、经济法研究。

<sup>①</sup>股权分置改革后,很多上市公司采取定向增发的方式进行股权融资,对此,有评论认为,大部分公司的定向增发,是为了巩固控制股东的控制权。参见赵学毅:“定向增发带来的变局——半数公司为了控制权”,《证券日报》,2006-05-13。

当与其持有的股份比例相同。具体包含两方面内容,其一,每一股都享有一个表决权;其二,不允许一股享有多个表决权。

最初的股份公司并没有将“一股一票”作为股东大会表决的一个一般原则。我们从股份公司发展史可以看到,英国东印度公司的股东表决,并没有采用一股一票的原则,而是规定,只有出资 500 英镑以上的出资人才能享有股东大会的投票权<sup>[1]</sup>。美国特许制下的股份公司,在政府颁发的特许状中,也不一定赋予每一个股份持有者平等的选举权,如在美国的马里兰州,1819 年之前,一股一票并不是一个普遍的原则;新罕布什尔州有的特许状中规定,每 50 股一个投票权,但一个股东无论拥有多少股份,其所享有的投票权都不得超过 10 票<sup>[2]</sup>。

到准则主义的普通公司法时期,一股一票的表决原则基本上被接收下来。人们之所以接受一股一票原则,很多人认为这是资本民主、股东民主的要求,有人甚至将其与政治民主相提并论,认为每一股拥有一个投票权是股东固有的天然权利<sup>[3]</sup>。

有的法经济学者从节约代理成本的角度阐述了一股一票的原因,认为:“投票权与投票者在公司中的剩余利益(residual interests)如影随形,剩余利益的相等份额必须带有相同的表决权重,否则在公司管理层面,将产生不必要的代理成本。如果投票者的表决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表决权比例的利益份额,也无须按其表决权比例承担可能造成的损失,这(利益和风险机制的匮乏)使得他们不可能做出理想的选择。”<sup>[4]</sup>中国大部分学者将“一股一权”作为股东投票权的一个原则,也有的学者将其作为股东平等原则的重要内涵<sup>②</sup>。中国学者认为:“一股一表决权原则是股东平等原则特别是股份平等原则在表决权领域的必然体现。依股份平等原则,每一股份所蕴含的表决权和表决权是完全平等的,否则,只会割裂或削弱股东的表决权与在公司中利益或损失之间的正比例关系,也就很难从股东个人利益的角度建立表决谨慎、善意形式的内在约束机制,并最终实现股东的投资目的即公司的存在价值。”<sup>[5]</sup>

如果按上述原理把一股一权作为一个刚性的原则,就意味着一股一权将会以强行法的方式规定在公司法中,任何公司都不能根据自身的情况设计不同投票权的股权结构,在一股一票之外,既不能发行无投票权股,也不能发行超级投票权股。有的学者

认为投票权应当与剩余索取权相配比,故而“一股一票”获得了牢固的法理支持,但同时又将“一股一票”原则描述为“同类别的股份享有均等的表决权”<sup>[6]</sup>,这种表述存在着内在的逻辑矛盾。如果将投票权与剩余索取权相配比作为“一股一票”原则的理由,就不应该允许一个公司的股份在投票权和收益权上的比例上有差异,任何收益权或者投票权不同造成的种类差异,都会造成不同种类股份投票权和收益权的不配比。如果允许不同种类投票权或者收益权股份发行,而将“一股一票”理解为“同种类的股份享有均等的表决权”,那么这一原则在“投票权与剩余索取权相配比”的意义上将失去价值。

但是各国立法并未将一股一票作为强行法规定在公司法中。

对于股份投票权的立法,大致存在两种模式。一种模式是投票权法定化,即法律规定股份公司只能发行两种股份:每股一票的普通股和无投票权优先股;公司不得发行每股有多数投票权的股份。另一种模式是股份种类自由化,即法律对公司发行股份的种类不作强制规定,公司可以根据具体情况,通过股东大会决议或公司章程规定,发行任何种类投票权的股份。

第一种立法模式以德国为代表。德国《股份法》第 12 条规定:“(1)每一份股票都享有表决权。根据本法规定,优先股票可以作为没有表决权的股票发行。(2)不允许有多数表决权。”<sup>③</sup>这种立法模式的特点是,公司可以发行在财产权利上有差别的股份,但在投票权上,只允许将享有利润优先权的股份(优先股)设置为无投票权股,其他股份投票权比例一律相等。采取这种立法模式的还有日本、韩国和中国台湾。

第二种立法模式以英国为代表。英国公司法允许公司根据市场和自身情况发行各种类别的股票,这些不同类别的股票在盈余分配、剩余财产分配、投票权等方面存在的差别可以由公司自己决定,有时,这些特别股也被统称为“优先股”。发行特种股票的公司一般要在公司章程或章程细则中列明股份的种类和各种股份的权利,但这也不是公司法的强制要求,公司法只要求在公司公开的文件中,公众可以确定股份的种类及其所代表的权利。由于公司章程或其他公开文件对股份的种类及负载其上的权利有时可能规定得很模糊,导致解释上的歧义从而使当事

②如有的学者认为:“股东平等原则在表决权方面的体现是‘一股一权’,即每一个股份只能享有和行使一个表决权。”施天涛. 公司法论[M]. 北京:法律出版社,2006. 238.

③该条还规定,如果为保护整个国民经济利益所必需的话,公司所在地的州一级主管经济的最高行政机构有权允许有例外情况。但 1998 年德国颁布的《有关加强企业控制和透明度的法律》中,明文规定公司不得在任何情况下发行多数表决权股。托马斯·莱塞尔等. 德国资合公司法. 高旭军等译,北京:法律出版社,2005. 67.

人之间发生纠纷,对此,英国判例法发展出一套准则,对分类股份条款进行解释<sup>[7]</sup>。采取这种模式的还有美国、加拿大等国家<sup>④</sup>。

尽管上述两种立法模式反映出不同国家对公司发行股份种类不同的干预程度,但至少可以得出这样一个结论:一股一权并不是所有国家普遍遵行的刚性原则,在股权结构的立法上,各国都在不同程度上保留一定的弹性;即使在股份种类法定化的国家,也允许有无投票权股的例外。

## 二、不同投票权股份发行对公司治理的消极影响

股东投票权在公司治理理论中具有极高的地位。

按古典经济学的理论,如果使企业能够高效率地创造财富,必须将财产收益和控制捆绑在一起,因为只有这样,自利的本性才能刺激人们高效率地经营企业。股份公司出现后,作为所有人的股东虽然不直接控制企业财产,但通过投票选任和罢免董事,仍可以间接控制企业财产。也就是说,投票权是把公司收益和控制捆绑在一起的唯一形式。伯利和米恩斯之所以对现代公司感到失望,正是因为股东投票机制的瘫痪造成财产控制和收益的分离<sup>[8]</sup>。

新制度经济学虽然从交易成本的角度阐释公司治理,但股东投票权仍被认为是公司治理的核心。如在德姆塞茨的团队生产理论中,监督成本问题被认为是决定企业成败的关键,股份公司之所以获得成功,是因为剩余索取权人——股东被赋予了投票权,解决了监督成本问题<sup>[9]</sup>。威廉姆森将公司作为契约的产物,履约中的机会主义是公司治理需要解决的根本问题,由于公司缔约其他各方都可以通过详细的合同条款杜绝履约中的机会主义,只有股东无法办到,因此,以投票权为核心的公司治理机制成为解决这一问题的唯一办法,“只有让股东有监督企业事务的权力,遇到危机时又能撤换经营者,企业才有理由以优厚条件从权益所有者那里获得投资”<sup>[10]</sup>。

无投票权股或超级投票权股的发行,可能在某种程度上对公司治理产生负面影响。

首先,无投票权股或超级投票权股的发行,造成了资产收益和控制的偏离。无论是无投票权股还是超级投票权股的发行,为了吸引投资者,发行人都会给予无投票权股或劣等投票权股收益上的优惠,投票权和收益权这种比例上的差异,至少在理论上会造成股东在行使公司控制权时,机会主义风险增大,进而增加代理成本。

其次,无投票权股或超级投票权股使部分股东在公司控制中获得超级话语权,使股份民主本身固有的弊病被放大了。资本多数决存在的最大问题是“多数资本暴政”,资本多数决这种股份民主方式实际上把话语权交给了大股东,当大股东与小股东的利益存在差异时,小股东就可能无法通过投票权保护自己的利益。无投票权股和超级投票权股的发行使小股东在股东大会上的声音更加微弱,从而放大了这种潜在的危险。

第三,无投票股或超级投票股的发行使外部控制权市场的监督无法发挥作用。在制度经济学的公司理论中,外部控制权市场的存在被作为迫使经营者减少代理成本的重要因素之一。无投票权股或超级投票权股发行的主要目的就是巩固大股东的控制地位,防止敌意收购人抢夺控制权,一般来说,发行这两种股份的公司,敌意收购已不能起到监督经营者的作用。

既然无投票权股或超级投票权股的发行对公司治理会产生上述消极影响,为什么上述各国仍允许股份公司发行无投票权股或超级投票权股,而没有将一股一票原则贯彻到底?

## 三、一股一权刚性规定的弊端

强制性条款的刚性弊端是,它将交易主体意思自治的空间挤压到最小的程度,当事人不能根据公司具体情况作出更适合的其他交易安排。如果这种条款安排的交易制度不能保证在绝大多数情况下都是最优的、高效率的,这种条款的刚性将迫使一些公司放弃其他高效率的交易安排。

公司之间的具体情况千差万别,公司参与者的偏好也各不相同,许多交易的制度安排对一些公司或参与者可能是高效率的,但对其他公司或参与者可能并不适合。强制规范不允许各方根据自己的运营环境调整这些制度来满足私人需要,可能会阻止能满足各方特别需要、增加他们共同福利的交易安排。为减少强制性规范对公司经营的不利影响,公司参与者可以通过重构交易安排来克服这一问题,但他们不得不为这种安排付出交易成本。如果强制性规范不符合降低交易成本的要求,理想的状况是立即调整这些规范以解决问题,但立法者可能行动迟缓而使有关问题久议不决<sup>[11]</sup>。

对一股一权作强制规定的弊病恰在于此。

无投票权股或多种投票权股份的发行多发生在尚处于早期发展阶段的公司中。这些公司常常被一个家族或管理层所控制,高速的发展需要大量的资

<sup>④</sup>美国大部分州公司法允许公司自由设置股权结构,美国纽约证券交易所曾在上市规则中规定,在其交易所上市的公司必须“一股一票”,但在20世纪80年代后期放弃了这一规定。加拿大则一直允许公司自由设置股权结构。参见张舫. 公司控制的理论与实践[M]. 重庆:西南师范大学出版社,2006. 223-231。

金,使这些公司不得不选择通过资本市场融资,但是,资本市场融资会稀释他们的控制权,这样,就会使他们处于一种两难的境地:如果通过发行普通股来融资,他们的控制权将会被稀释;如果为避免控制权被稀释而大量买进股份,管理层或家族可能缺乏足够的资金,即使拥有足够的资金,他们也不愿意这样做,因为,集中持股数额越大,风险就越大。筹资带来的利润由全体股东分享,但筹集资本增加的风险却只由控制股东承担。这样,即使以股权公开筹集资金可以使公司获得最佳的发展机会,风险的增加也会使公司管理层踌躇不前。

不同投票权股份的发行可以解决这一问题。不同投票权股份的发行既可以使公司获得发展所需要的资金,也不会使控制股东的控制权被稀释,股东大会批准这种股份的发行,不仅仅是因为控制者拥有大量投票权,也因为此时在公司快速发展方面股东与经营管理层的利益是一致的。在处于发展阶段的市场上维持和提高市场份额的需要会给管理层足够的激励来提高公司效率。在这种公司中,股东不必为控制权被固定在控制股东手中而担心,因为商品市场会起到监督经理层的作用<sup>[12]</sup>。

如果公司法强制规定“一股一权”,处于早期发展阶段的公司就可能被迫放弃市场融资计划,从而错过企业的最佳发展机会。

无投票权股或超级投票权股的发行会使公司控制权稳固地掌握在管理层或家族手中,这对公司发展并非毫无益处。

首先,一个家族或管理层稳定控制的公司,可以保证长远发展规划的实施,这可以提高公司的价值。在控制权不稳定的公司,管理层可能会受投资者“短视”的影响而放弃对公司有价值的长远发展计划。长远计划不会为股东带来眼前的利益,急功近利的心理可能使股东对长远计划估价不足而造成股票价格过低;这会招徕敌意收购者的觊觎。为防止被收购,管理层更倾向于制定能够被市场高价估值的短期计划,但这种计划不一定是对企业发展最有价值的计划<sup>[13]</sup>。

其次,控制权掌握在管理层或某个家族手中,可以鼓励公司管理层向公司投入高度匹配的人力资本。高效的管理需要管理层投入个人的时间和资源

来获得与所经营公司相匹配的各种经营知识和经验,而这种经营技能只是对其经营的公司才具有较高的价值。管理层之所以有激励来获得这些专用技能,是因为其预期他们与公司可以确定长期的雇佣关系,以获得人力资本投入的回报。管理层掌握公司控制权可以保障这种预期的实现。鼓励管理层人力资本投入还有一种方法,即“金伞条款”,金伞条款可以保证在公司控制权转换导致公司被接管时,被辞退的管理层获得足够的补偿。这两种激励机制都存在成本。管理层掌握公司控制权的成本是股东失去了通过敌意收购获得溢价的机会;而金伞条款的成本是,无论管理者的经营是否有效率,在被接管时都可以获得高额补偿。采取哪一种机制鼓励管理层人力资本投入更好,不可一概而论,要视公司具体的情况而定<sup>[13]</sup>。

第三,控制权稳定有利于公司追求自己的经营理念。一些公司,尤其是经营文化产业的公司,除了追求营利外,还注意追求社会价值;稳固的控制权,可以使公司在经营中二者兼顾,从而培育出有自己文化特色的企业。这无论对于股东还是对于社会都是有益的<sup>⑤</sup>。

一股一权的刚性规定,会使一些公司的控制权随着公司融资规模的扩大而处于“风雨飘摇”状态。这使经理人在制定和实施公司长远计划、投入人力资本时有所顾忌;也可能使一些公司长期努力的文化追求被迫中断。这种后果,对一个社会的经济、文化发展是不利的。

#### 四、制度设计的考量

对法律是否强制规定一股一权原则,需要考虑以下两个因素。

其一,法律制度能否化解发行无投票股或超级投票权股对公司治理的消极影响。

无投票权股或超级投票权股发行对公司治理的消极影响主要来自于管理层或家族对控制权的“固化”,这种固化使大股东滥用控制权的风险增加。

控制股东滥用权力是每一个股权集中的公司都面临的问题。大股东寻求公司控制权的动力来自多方面,滥用控制权掠夺小股东、被控制公司即为其中之一<sup>⑥</sup>。有研究表明,控制股东的控制权越稳定,控制股东侵占公司财产的倾向就越强<sup>[14]</sup>。针对这一问

<sup>⑤</sup>美国的一些著名的报刊和杂志如《纽约时报》《时代周刊》等,都采用了普通股和超级投票权股的双重股权结构,其目的就是为了避免因发生收购而造成公司文化理念丧失。

<sup>⑥</sup>长期以来,人们一直对大股东为什么愿意控制公司寻求合理的解释。控制股东持有大量股份,与其他小股东相比,其退出公司的难度成倍增加,相应地,持股风险当然也成倍增加;在大股东控制的公司,监督成本几乎全部由大股东承担,但因监督而获得的收益却由全体股东分享。如此“舍己为人”显然不符合经济人的本性。大股东寻求控制公司的目的究竟是什么?经济学家的研究表明,大股东控制公司的动力可能来自于两个方面:第一,来自于共享的收益,即尽管大股东承担了监督公司经营的大部分成本,而所获收益却与其他股东分享;但因其持股比例大大超过其他股东,其所获收益也同样超过其他股东。第二,独占的收益。大股东也有同样的动力是用投票权来消耗公司资源或者独占小股东无法分享的收益。这些收益可以是金钱上的,例如担任管理者的个人报酬,或者在生产上获得的协同效应;也可能使非金钱的,如控制职业球队和报纸所带来的满足感。独占的收益可能来自于对小股东、公司或其他利益相关者的掠夺,如挤占公司资金或者通过关联交易转移公司资产等。参见吴斌等. 基于控制权收益的大股东与公司治理关系分析:文献综述[J]. 世界经济文汇,2003(2): 72-73。

题,公司法已有一些制度来遏制控制股东的这种倾向,以减少控制权集中的成本。其中的主要制度包括控制股东义务制度、派生诉讼制度、独立的审计制度;董事责任制度、独立董事制度、监事会制度也会在其中发挥一定作用。有研究表明,控制股东滥用权力泛滥的国家,一般是对小股东保护措施不力的国家,而有完备的法律制度保护小股东利益的国家,控制股东滥用权力现象非常少<sup>[15]</sup>。说明这些制度对遏制控制股东滥用控制权是有效的。这些制度虽然是针对一般的控制股东设计的,但对发行无投票权或超级投票权股公司的控制股东滥用控制权的行爲,也会发挥同样的遏制作用。

为了防止控制股东损害无投票权或低投票权股东利益,大部分国家还规定了一些特殊制度,如分类表决制度、独立董事批准制度、对发行无投票权占总股份比例的限制等,这些针对发行无投票权和超级投票权股公司的制度,都在一定程度上降低了控制股东滥用控制权的风险<sup>⑦</sup>。

其二,市场的力量能否保证小股东的公平,并促使公司作出高效率的股权结构安排。

无投票权或超级投票权的发行虽然使控制股东和经理人摆脱了控制权市场的监督,但并没有使他们脱离资本市场的监督。对此,有学者指出,在理论上,对限制投票权或无投票权股的首次发行不会对投资者产生任何伤害。因为股票的价格会反映出投资者对该股票的价值认同,如果投资者对投票权很看重,限制投票权或无投票权股的成交价格将会很低,是发起人而不是公众投资者承担这种发行成本<sup>[16]</sup>。

在公司发行股份时,股东购买股份的价格是以股份的未来回报和风险为基础的。如果公司发行不同投票权股份,由于无投票权或限制投票权股对掌握控制权的家族或管理层约束力较差,势必增加代理成本,从而造成这类股份预期收益较低但风险很高。由于这些风险是投资者可以预见的(如果信息公开是全面、真实的,而且资本市场是有效的),股东会对此支付较低的价格以补偿这些风险。较低的发行价格意味着较高的资本成本,而较高的资本成本对公司和掌握公司控制权的家族或管理层都是不利的。因此,在股份首发时,家族或管理层会在资本成本和控制权价值之间进行衡量,并作出有效交易安排。如果管理层或家族在发行无投票权股或超级投票权股后,滥用控制权而不顾及其他股东利益,

股东会“用脚投票”而使股价下跌,这种示范效应会使其他公司发行同类股份变得非常困难。

从以上分析我们起码从理论上可以得出这样的结论:如果保护投资者的制度是健全的,且信息公开制度能够保证市场较好的透明度,有效的资本市场会迫使公司作出高效率的股权结构安排,法律不必对此作出强制规定,来限制当事人意思自治的空间。尽管不同投票权资本结构对公司治理存在负面影响,但股东在购买股份时可以评估这种负面影响,在价格和分红上求得补偿。也就是说,股东有能力通过市场交易获得一个公平的价格,从而实现资源的有效配置。“不同投票权股的发行可以使控制权转换到能够使其价值最大化的人手中,从而实现交易的帕雷托最优。控制权与投票权相联系,股票的价值有一部分反映出其潜在的控制价值,但是这一部分控制价值能否实现,对于股东来说是不确定的。不同投票权股的发行或转换使股份潜在的控制价值得以实现,一方面,分散股东以低投票权—高比例分红的形式获得了股份的控制价值;另一方面,家族或管理层以低分红—高投票权的形式获得了控制权。即使此后高投票权股份的市场价可能高于低投票权,也不能就此认为不同投票权股的结构造成控制股东对社会散股股东的剥夺,两种股份价格的不同可能是对以前就已经存在的控制股东掌握的控制权价值的反映,也可能是对资本结构重置中双方交易结果的反映。”<sup>[13]</sup>

不同投票权的资本结构在美国、加拿大、德国、丹麦、芬兰、意大利、挪威、瑞典的上市公司中都不同程度地存在,对于这种资本结构对上市公司价值的影响,已有大量的实证研究,但得出的结论却不尽一致。

美国学者 M. Megan Partch 教授对 1962 - 1984 年间采用不同投票权股的 44 家公司进行了研究(其中 6 家在 NYSE 上市,15 家在 Amex 上市,23 家在 OTC 上市),得出的结论是,与没有不同投票权股的公司相比,采取不同投票权股对股东财富没有显示出统计学意义上的影响。美国证券交易委员会首席经济学家办公室(The Office of the Chief Economist of the SEC,缩写为 OCE),对此也进行了系统研究,1987 年得出的结论是,不同投票权股对股东财富存在 3% 的负面影响<sup>[16]</sup>。

哈佛大学、斯坦福大学和耶鲁大学的三位教授

⑦允许发行不同投票权股份的国家,在保护无投票权或低投票权股股东方面,都设计了一些制度。如根据德国《股份法》第 138 条、141 条、179 条规定,只有通过特别程序才能通过任何取消、限制和影响优先股股东权利的决议,此外还需要优先股股东四分之三以上多数通过一个特别决议;德国《股份法》第 139 条还规定,发行优先股总数不得超过整个基本股本总额的一半。美国《示范公司法》第 10.4 节也规定,公司章程的修订行为如影响某种类股东或某系列股票持有人的利益,则应由该类股票持有人组成投票团体来进行投票。类似的分类表决制度,在英国公司法、日本公司法、韩国公司法中都有规定。美国证券交易所(AMEX)还规定,发行不同种类投票权股份的公司,应得到独立董事的批准。

曾对 1995 - 2002 年采用多重投票权的美国上市公司进行了统计学研究,他们发现,大约 6% 的美国上市公司采取了多重投票权的股权结构,在这些公司中,公司的价值与内部控制人现金流权成正相关,而与内部控制人投票权成负相关,同时与现金流权和投票权边际负相关<sup>[17]</sup>。

从理论上讲,不同投票权的资本结构对公司治理既有消极影响也有积极影响。由于这种资本结构使公司控制权牢牢掌握在家族股东或管理层手中,股东大会监督的内部治理机能可能被削弱,公众股东利益被大股东和管理层侵害的可能性增加;但这种资本结构使大股东的控制权免于被稀释或被接管的风险,使大股东更能放开手脚,致力于公司长远、稳定的经营。因此,多种类投票权的股权结构对公司价值的影响是不确定的,上述实证研究验证了这一点。

关键的问题在于市场的定价功能能否保证公司健康发展。有效市场假说起码需要以下前提:(1)信息公开是真实、全面和及时的,能够反映公司的真实现状;(2)股东有对信息解读的能力,即股东能够根据公开的信息判断一个公司的价值;(3)证券市场发达,健全的交易制度使证券市场交易价格能反映公司的真实价值;(4)有健全的保护公众股东的法律制度(如股东诉讼制度),防止控制股东侵害小股东利益。

发达的监管体系和成熟的中介机构,以及现代公司、证券法律制度的完善,会使上述条件得到满足或基本得到满足,即使不同投票权的资本结构会对公司治理产生负面影响,政府也不必用立法来禁止这种资本结构。各方当事人会在市场交易时作出适当调整,保护自己的利益。拉脱维亚学者 Anete Pajuste 对欧洲七个国家 493 个不同投票权资本结构的上市公司在 1996 - 2002 年的资本结构变化进行了研究,他发现,已经有 108 个公司自愿放弃了这种资本结构而采用单一投票权的资本结构,其原因是,市场对多重投票权资本结构的负面反应造成这些公司再融资困难,公司为了融资,不得不放弃这种股权结构,回归到一股一权的资本结构中来<sup>[18]</sup>。这说明市场在其中发挥着决定性的作用。

## 五、结论

从以上分析可以看出,一股一票的股权结构在理论上也许是一种高效率的股权结构,但不一定对所有公司都是一种最佳的股权结构。如果一个国家

保护小股东的法律制度健全,市场的力量会使交易人作出高效率的选择。基于此,公司法应该将股权结构规定为赋权性的或者补充性的,而不是强制性的。公司法努力的方向应该是建立健全保护小股东制度,消弭因不同投票股发行对公司治理带来的消极影响,而不是简单地推行“一股一票”原则,使所有公司的股权结构整齐划一。不同的市场主体对购买股份可能有不同的考虑,有的投资者可能很在意公司的控制权,而有的投资者只对投机或高额分红感兴趣,法律不必用强行法的规定剥夺投资人的选择权<sup>⑧</sup>。2003 年,欧盟委员会曾在向欧盟理事会和欧洲议会提交的提案建议稿“在欧盟现代化公司法和改善公司治理——前景规划”中,将在欧盟国家推行“一股一权”原则作为中期目标,引起广泛争议。2006 - 2007 年,欧洲公司治理研究所(ESGI)、机构投资者服务公司(Institutional Shareholder Service)、谢尔曼与斯德琳有限合伙(Sherman and Sterling LLP)、昆士兰大学(University of Queensland)等机构接受欧盟委员会委托,组织专家对“一股一权”原则从理论和实证两个方面进行了综合研究,最终的结论是,无论是理论还是实证研究,都无法对公司价值与股权结构的关系给出令人信服的结论<sup>[19]</sup>。

中国《公司法》第 127 条规定:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”第 132 条规定:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。”从上述规定看,中国《公司法》允许发行不同种类的股份。但第 104 条规定,股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。结合这几条规定,我们可以看出,中国《公司法》对是否允许发行无投票权股或超级投票权股并没有给出一个确定性的结论。实践中,在两个证券交易所上市的公司,尚没有发行无投票权股或超级投票权股的先例。但是,值得注意的是,中国有一些在海外上市的公司已采用超级投票股的股权结构,说明这种股权结构更适合这些公司的发展<sup>⑨</sup>。

从中国当前情况看,《公司法》和《证券法》的修订,已使中国保护投资者的制度有很大的改善,证券市场经过十几年的发展也逐渐成熟,如果我们仍然固守“一股一权”的僵化原则,不允许股份公司在股权设置上有任何自治空间,我们将失去很多发展机

<sup>⑧</sup>德国《股份法》优先股的设计,就是为了吸引那些对公司控制权不感兴趣的小投资者。参见托马斯·莱塞尔. 德国资合公司法[M]. 高旭军等译,北京:法律出版社,2005. 286。

<sup>⑨</sup>如 2005 年在美国纳斯达克上市的百度在线网络技术有限公司,采用了不同投票权的资本结构,将公司股票分为两类,一类为 A 股,每股一票投票权;另一类为 B 股,每股 10 票投票权。参见,百度上市设四关卡防控制权落空[J]. 证券市场周刊,2005 - 08 - 15。

会。在资本市场趋于全球化的今天,提高中国企业和资本市场的竞争力非常重要。笔者以为,中国当务之急是进一步完善小股东保护制度、提高市场透明度。如果中国公司法和证券法在保护小股东制度和信息公开制度上有完善的设计,形成有效的资本市场,可以适当放松对上市公司资本结构的管制,给市场主体一定的弹性空间。让当事人在一定范围内自己安排交易,可能更有利于提高中国企业和资本市场竞争力。

#### 参考文献:

- [1] 大冢久雄. 股份公司发展史论[M]. 第1版. 胡企林,等,译,北京:中国人民大学出版社,2002.
- [2] 杰希·H·乔波. 公司法——案例与资料[M]. 英文版. 北京:中信出版社,2003:15.
- [3] HENN H, ALEXANDER J. Laws of corporations and other business associations[M]// SELIGMAN J. Equal protection in shareholder voting rights: The one common share, one vote controversy. Geo. Wash. L. Rev, 1986: 534 - 536.
- [4] 伊斯特布鲁克. 公司法的经济结构[M]. 张建伟,罗培新,译,北京:北京大学出版社 2005:82.
- [5] 刘俊海. 股份有限公司的股东权保护[M]. 北京:法律出版社,1997:136.
- [6] 罗培新. 公司法学研究的法律经济学含义[J]. 法学研究,2006(5):52 - 52.
- [7] GOVER L C B. Principles of modern company law[M]. 6<sup>th</sup>. Ed. Hong Kong: Sweet & Maxwell, 1995:315 - 317.
- [8] BERLE, MEANS. Modern corporation and private property [M]. Canada: The Macmillan Company, 1944:47.
- [9] 哈罗德·德穆塞茨. 所有权、控制与企业——论经济活动的组织[M]. 北京:经济科学出版社,1999.
- [10] 奥利弗·E·威廉姆森. 资本主义经济制度——论企业签约与市场签约[M]. 段毅才,等,译,北京:商务出版社,2002:450.
- [11] 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,2001:234 - 284.
- [12] GILSON R J. Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes[J]. Va. L. Rev. ,1987,73:807.
- [13] FISCHER D R. Organized exchanges and the regulation of dual class common stock [J]. The University of Chicago Law Review, 1987,54:119 - 152.
- [14] 王鹏,周黎安. 控制股东的所有权、控制权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J]. 金融研究,2006(2):97.
- [15] 王克敏,张丽娜. 东亚金融危机中的公司所有权结构与绩效[J]. 世界经济,2002(1):44.
- [16] ASHTON D C. Revisiting dual-class stock[J]. St. John's L. Rev. ,1994,68:863.
- [17] PAJUSTE A. Determinants and consequences of the unification of dual-class shares[R]. Work Paper, 2004.
- [18] GOMPERS P, ISHII J, METRICK A. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the united states[J]. Review of Financial Studies, 2010,23:1051 - 1088.
- [19] ADAMS R, FERREIRA D. One share, one vote: The empirical evidence; BURKART M, LEE S. The One share - one vote debate: A Theoretical perspective [EB/OL]. [2011 - 01 - 10]. [http://www.ecgi.org/wp/wp\\_id.php?id=243](http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=243).

## The Principle of “One Share One Vote” and Issue of Dual-class Share

ZHANG Fang

(School of Law, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

**Abstract:** In China, most scholars consider “one share one vote” as a principle of voting at shareholder meeting, they insist that this principle has strong theoretical basis; but it is not true in most corporation laws of other countries. Carrying through “one share one vote” strictly in corporation law will make a corporation share structure rigid, the result will go against the corporation development. Although issuing non-voting share or super-voting share may have some negative influence to corporate governance, the institutions of protecting investor in corporation law will mitigate the problems and market can also make the exchanging parties accept effective arrangement. We should de-regulate the share structure of corporation in China's corporation law, if we can improve the protecting investor institutions.

**Key words:** one share one vote; non-voting share; super-voting share; share structure