

股权性质之争：误区释疑与价值重述

周 游

【摘 要】有关股权性质的传统争论之所以略显空泛且未体现其价值,主要缘于对所有权(财产权)、社员权等术语的理解存在语言及法系上的误区。以此为基础的争论往往局限于厘定股权与其他外部权利的边界,却忽视了股权内部结构的本质特征。基于股东角色分化的影响,股东的需求已难以“同质化”,更不能被理解为仅局限于财产利益之维度。充分剖析股权的利益结构能更大程度地体现研究股权性质的价值。为了改变股权利益原本合为一体且由股东单独享有的模式,特定主体可通过一定方式重新安排同一股权当中不同利益的归属。这是股权作为独立权利的关键所在,由此,中国公司法也可在理念与原则层面因应革新。

【关键词】社员权;财产权;利益分离;股东平等;一股一权

【作者简介】周游,法学博士,中央财经大学法学院讲师。

【原文出处】《经贸法律评论》(京),2019.2.98~112

【基金项目】中国法学会2018年度部级一般课题(项目批准号:CLS(2018)C44);教育部2017年度人文社科研究青年基金项目(项目批准号:17YJC820069)。

一、问题缘起:为何需要反思传统争论

公司法的制度变迁与经济社会的发展程度紧密相连,较为频繁的规则改动容易引致研究者低估持续研究公司法基础理论的价值。但只要稍稍回望公司法制史,我们就不难发现,有诸多看似简单的问题仍有待进一步的反思。股权性质是公司法上的传统命题。有学者明确指出,对股权性质纯学理的讨论可能成为一个公司法上的“伪命题”。^①处于信息爆炸的时代,我们常常将事情本身以及事情的处理方式混为一谈。实际上,可能使得股权性质之争成为“伪命题”的重要原因并非争论本身的固有缺陷,而在于探讨问题的动机、视角及方法论。倘若争论是为了划分学科研究边界或形成空洞的权利体系,那的确无法体现争论的价值;但若是对股权性质的误解业已成为公司法进化的桎梏,而中国公司制度实践又进一步凸显桎梏的负面影响,那么重新辨析股

权性质便成为当代公司法研究不可忽视的课题。

一方面,就我国实践来看,层出不穷的商业模式、日渐复杂的交易结构及与时俱进的制度回应都引起了股权的样态与内涵之巨大变化。近年来,相关司法解释对隐名出资纠纷的处理、国务院开展的优先股试点都体现了法律制度对股权利益的调整。其中,优先股制度是“不同股不同权”的重要尝试,但这仅仅是股权结构趋于多元化、层次化的开端,双层股权结构等机制愈加彰显“同股不同权”的潜在功能,阿里巴巴“合伙人”制度等新创举更进一步对股权性质传统认识指导下的一股一权规则提出挑战。

另一方面,就理论构建而言,股权性质之争关切到公司法基础理论的形成与发展,基于本国公司实践的素材而进行的理论研究将可能成为该领域的中国贡献。美国学者克拉克(Robert C. Clark)在20世纪80年代总结出资本主义发展的四个阶段,认为股东

地位的变迁主线是从企业家开始,依次演变为所有者、投资者再到受益者的过程。这一过程还分化出管理者、资产管理人及储蓄规划人等角色。^②与之相关的公司法理论基础略显滞后,“所有权与控制权分离”理论或许只能完美解释克拉克所言之第三阶段出现以前的历程,随后在此基础上理论发展着实有限。^③反观中国,不仅民营企业在保持控制权方面的努力已与股权性质的传统认知渐行渐远,倡导两权分离而持续多年的国企改革更是不断出现新难点、新问题。

多数大陆法系国家和地区都曾爆发股权性质之争。例如在日本,社员权论与社员权否认论的对立早已有之。此争论始于20世纪四五十年代,以大隅健一郎、铃木竹雄为代表的社员权论者认为,股权内含自益权与共益权两部分,共益权在本质上也是为了实现自益权价值;田中耕太郎、松田二郎等学者坚持社员权否认论,认为共益权不是基于社员身份,而是基于机关资格而享有的权利,共益权的行使须以实现公司自体利益为目的,故而股权在本质上只有自益权或甚至只是债权。^④在我国,争论曾主要围绕着股权究竟是债权、物权抑或是社员权进行。改革开放初期,由于受到意识形态等因素影响,有关股权性质之思考集中于国有资产、国有股与公司法人财产权之冲突及磨合问题上。有学者认为,股东因为所有权与经营权的分离而成为公司的债权人^⑤,这是债权说的表现形式。^⑥有持物权说的学者认为,全民企业与国家所有权之关系是实物所有权与价值所有权的关系^⑦,这是通过解构所有权而作出的阐释,然其观念需突破学者对一物一权原则之信守。故有学者指出,这是把国有资产由实物形态变为货币形态,是资产持有形式的变化,谈不上国有资产流失。^⑧无论是债权说还是物权说,实际上都以股权是一种纯粹的财产性权利作为理论前提,这就有可能忽视了股权中更为重要的人身利益。当然,此种探讨也符合当时社会经济现实发展的需要,因为倘若不能在意识形态方面取得理论上的突破,改革甚至都无法向前推进。继而,受日本社员权论的影响,并经由中国台湾地区学者的推崇^⑨,股权是社员权的观点渐次成为中国公司法学界的主流,这也是试图对于将股

权单纯视作财产性权利的一种修正。然而,无论是对于财产权还是社员权,过往研究因为语言上的差异而存在诸多值得斟酌的问题,对此之反思有助于重新认识股权性质的真正意义及其对中国公司法进化的根本影响。

二、所有权(财产权)vs.社员权:语言误区、法系差异及其消解

要解开中国股权性质之谜,须从美国法说起。我国改革开放以来,股权长期被认为是物权或是财产权之范畴,这既有对美国法相关制度的误解,也有我国社会与立法实践的特殊性。法律术语的移植往往引起术语本身含义的变化,这主要是因为被移植的术语还将被置于本国原有的体系当中。在研究股权时,美国法上的“ownership”一词便顺理成章地受到中国学者的关注。该词在表面上并不会造成多大困扰,我们通常将其译为所有权。然而,在大陆法系的制度框架下,所有权属于物权范畴。按照此种逻辑,股东对公司享有所有权(ownership),所以股东是公司之所有者(owner);股东是公司所有者之表征体现为股权,基于所有权属于物权范畴,那么股权也是物权或至少是准物权。由此观之,将两大法系当中存在重大差别的术语和制度熔为一炉可能是导致我国理论界与实务界对股权性质之理解迷雾重重的主要原因。

美国学者汉斯曼(Henry Hansmann)在其《企业所有权论》(The Ownership of Enterprise)一书中提及,企业存在生产者所有(投资者所有、雇员所有等)、顾客所有等类型的企业。由此可见,此种“所有”与我们所理解之“所有”存在明显差异。根据书中阐释,所谓所有权是对企业的控制权以及对企业利润或剩余价值索取权。^⑩况且,这种控制权主要表现为对一系列合同权利的控制,往往是一种名义上的支配权,这与大陆法系的所有权强调占有、使用、收益、处分之绝对支配权完全不同。申言之,在理解美国法当中“ownership”之内涵时,有必要注意以下两点:第一,这明显受到经济学研究的巨大影响,所有者在经济学范畴所指代的主体非常广泛,它不仅包括投资者,还有可能指代剩余控制权人乃至剩余求偿人或受益人。^⑪此种所有权的内涵与外延都与我国所坚持的

大陆法系之所有权理念有别。第二,财产权或者产权之英美法含义亦不甚明确,以至于有学者指出有时候讨论不清楚“property right”所对应的大陆法系概念。^⑩因此,全面仿效美国将股权视为所有权或财产权的做法就非常值得商榷。界定股权的法律性质,不得不区分其在经济学和法学中的差异。实际上,对股权的理解出现经济学和法学的分野是理所当然的。经济学研究的意旨并非构建权利的存在基础与保护方式,而主要是基于效率的视角寻求资源配置最优化与经济收益最大化。以此为基调,不仅股权为何物并不重要,连同公司为何物也不重要——它可以被视为财产或契约的集合。^⑪

况且,即便是在美国,学界对相关问题的看法也不尽一致。在诸多理论学派当中,较具代表性的当属以新制度经济学为核心的企业理论。该学派不同学者之观点尽管时有差异,但其理论假设与前提区别不大。归结起来,这些学者或是通过对比企业与市场两者的交易成本来研究企业这一组织形式在降低成本方面的巨大优势^⑫,又或是通过合同理论^⑬、产权理论^⑭来研究公司内部结构。这一思想对美国影响深远,其公司法上所强调的分权从本质上来看也受到企业产权理论的重大影响。问题在于,这种过分关注公司财产而忽视公司人格的理论,必然导致将股权视作财产权的结果:股东是公司的“所有者”,股权是股东占有公司这一客体的份额。诚然,这只是对公司与股东关系的一种事实解释,本质上并未对股权性质本身提出有价值的见解,也并未对股权保护方式提供有意义的启发。这当然是经济学家的视角,美国法学家在将其导入法学研究的过程中同样作出了诸多里程碑式的努力。所谓“资产分割”(asset partitioning)理论的提出正是其例。汉斯曼与克拉克曼(Reinier Kraakman)两位学者在提出这一理论时指出,公司与股东的资产相互分离,公司因此享有独立人格^⑮,并由此产生对公司的资本锁定以及对股东的有限责任,后者甚至可称为反向的资产分割。在此,我们清晰地看到有关公司本质的真正争论:财产抑或人格。^⑯同时我们还看到一种理论上的进步:这是以确立公司人格为目的,将公司本质从单纯的财产集合之泥泞当中拯救了出来。不过还须意

识到,即便是资产分割理论,仍旧没有完全逃离产权理论的阴影,它无法改变“股东是公司的所有者”这一源于经济学的传统看法。可以说,美国法并不存在与大陆法系同样的所有权概念。股东是公司的所有者,这在美国法上的确能找到相应的依据,然而,我们贸然引入“ownership”一词时,却并不能简单转译为公司由股东所有,或者说股东是公司的所有权人,这种理解不仅在语义上存在偏差,其所形成的观念还将严重扭曲对股权性质的认识,也造成对股权内部结构的误解。因此,即便是在深受美国法影响的日本,学界也普遍意识到了这种从语言到法系的差别,故而认为不能直接继受美国法上有关股权的理解。^⑰

前述对股权性质的非理性认识,主要问题在于掩盖了股权当中因股东资格而享有的非财产利益,并将原本纷繁多样的股权利益捆绑在一起。如此一来,即便承认股权是一种独立的权利,也可能仍停留在财产权的范畴予以探讨。^⑱有学者创新性地将股权与股东权予以区分,认为前者是股东对股份之所有权(物权、财产权),后者是社员权(非财产性权利)。^⑲这是一种极具创新性的提法,从这个角度来看,中国不少学者坚持社员权说的确具有长足的进步。当然,早有学者鲜明指出股权也不同于公益社团法人及合作社中的社员权,把股权归入社团法人的社员权也不妥当。^⑳社员权理论源自德国,其对日本公司法学界产生深刻影响,而中国的社员权说从译法到内涵皆主要借鉴自日本,但中日两国在社员以及社员权之实质内容上的差异仍值得我们注意。日语将公司称为“会社”,社员的原意是公司成员。继而,社员一词有广义与狭义之分,广义上社员包括公司职工(従業員)在内的所有成员,狭义的社员就是指公司的出资者。^㉑后者在日本2005年颁布《公司法》后还可作出进一步细分,股份公司(株式会社)的出资者被称为股东(株主)^㉒,持份公司(持分会社)的出资者被称为社员(社員)。^㉓社员权论是在社员的狭义语境中展开的,社员与股东在此几乎是同义语,只不过社员之称谓更多是从公司整体去理解股权。故而,在日本法之语境中,“股权是社员权”的看法并非是对股权进行归类,而是一种换位解释。在中国,根

据《现代汉语词典》的解释,所谓社员是指某些以命名的组织的成员^⑧,因此社员本来并未将股东囊括在内。对此可能作出的合理解释是,公司作为社团法人,股东是社团成员。^⑨

而更重要的是,日本社员权之争论焦点在于股东行使权利时如何处理股权利益与公司利益之间的关系,这与我国社员权说侧重以社员权来对抗财产权之策略明显有别。总之,语言维度的巨大鸿沟导致制度移植所引发的理解偏差将不可避免,日本在引入德国理论时已然与本意有所偏离,继而在经过中国台湾地区再到中国大陆地区的移植过程中又受到汉语传统表达的影响,由此造成的制度差异不能绝对化地评判孰优孰劣,但学界仍须对差异本身保持清晰认识。日本社员权论争至少提醒我们,社员权说之正解可能是需要将股权置于公司法律关系整体当中进行利益调整,单纯强调财产利益或者人身利益都难以呈现股权性质之全貌。此外,不管是社员权论还是社员权否认论,股权都被置于自益权与共益权之传统框架当中进行探讨。尽管这种传统框架也存在缺陷,但自益权与共益权之区分的真正意义也有待澄清。中国对此之传统理解有两点:其一,自益权是经济性的,而共益权是非经济性的^⑩;其二,自益权是股东为维护自身利益而行使的权利,共益权是股东为维护包括自己利益在内的公司利益和全体股东利益而行使的权利,故而两者之界限并非泾渭分明。^⑪第一点内容的确有失偏颇,日本社员权论争双方都未否定共益权之经济性,分歧仅仅在于共益权的权利渊源究竟是社员身份还是机关资格,权利行使目的究竟是为了实现股东个人利益还是公司利益。第二点内容正是日本社员权论争之核心,但这一论争的目的绝非为了划清自益权与共益权之边界,重要的是,我们可以据此探索股权不同利益的实现方式也可能有所差异。^⑫

还需注意,偏差理解的根源并不是美国法上对股权的认识存在本质错误,而在于两大法系对股权的传统见解可能秉持着截然不同的理念与立场。据学者考证,英美法上的“share”一词源于“cutting”(切割),蕴含着浓重的财产意味,这很难在德国、意大利等大陆法系国家中找到完全对应的术语。大陆法系

与之相似的术语源自拉丁语“actio”,其在法律上强调诉求(claim)这一程序观念,因此,“share”在大陆法系语境中被视为一种诉求或是授权,股东据此向公司主张权利,并可能在公司结构中扮演某种积极的角色。^⑬该发现是大陆法系国家之股权抽离于物权、债权而成为独立权利的有力佐证。在中国,“share”通常被译为股份,现行《公司法》秉承其分割之内涵而仅在股份有限公司场合使用该术语,这似乎成为两种公司类型的差异之一。然而,有限责任公司场合与股份相对应的本是出资额,持有股份或出资额都可能成为享有股权的条件;倘若我们在使用股份或出资额之术语时逾越其应有边界,则极易沦为纯粹物权式的表达,也无助于理性认识股权的性质及内部结构。

由此观之,从20世纪公司法的发展可以看出,机构投资者影响力渐次向公司经营渗透,成为前述克拉克所言之资本主义发展第三个重要阶段的标志,并深深影响了公司与股东的关系,继而影响到我们看待股权性质的态度。其中最重要的影响就是在20世纪80年代催生出所谓的股东行动主义(Shareholder Activism)。这是以机构投资者为代表的要求夺回股东在公司中的权利,并积极参与公司决策的运动。^⑭这里所谓股东在公司中的权利,主要指的是非财产性的权利。股权内含财产权及人身权内容已然是不争的事实,基于股东角色分化的影响,股东的需求已难以“同质化”^⑮,真正的争论应当是如何通过优化股权行使而尽可能地实现不同股东的差异性需求。由此,有关股权性质的探讨即从既往围绕权利间外部差异的争论转向以股权本身内部结构为轴心的思考。换言之,为了改变原本在主体间并无差别的且由股东单独享有权益的模式,必定需要通过一定方式重新安排同一股权当中不同权益的归属,这就涉及股权内部结构的问题。在此过程中,股权性质之争的重心才得以体现:股权的权益可否分离行使或享有?若可,又应当如何分离?

三、真正的争论:如何看待股权的内部结构

省察股权的内部结构能明晰股权的独立性。将股权简单地理解为财产权或者人身权都会带来理论与实践上的困难,其症结是忽视了股权的内部结

构。这一结构还将随着公司的发展而日益复杂。分析股权的内部结构旨在优化股权行使,满足不同股东的需求,继而涉及与之相关的要素能否分离、如何分离的问题。

以往研究尽管看到了股权内部结构的复杂性,但多数看法更像是基于自益权与共益权的理论对股权内容进行分类,且往往反对股权的权益分离。例如在日本,传统观点都认为表决权不得单独从股权中分离出来。^④中国台湾地区学者刘连煜认为:“或谓表决权是股东权的一种,表决权与股东权均不可与股东分离,仅股东才可享有表决权,也不能将表决权出售予他人,故股东权可谓是一种‘人格权’。既属人格权自不能分割行使。”^⑤这是各国立法大多禁止表决权买卖的理由之一,但此种理由已经越来越站不住脚。表决权买卖的形式渐次多样化,而股东对股权权益所作出的特殊安排也层出不穷。有学者在研究新型表决权买卖时指出,股东通过合同或其他安排使其表决权比例高于所应有的经济利益(economic interest),从而形成所谓的裸表决(empty voting);与之相反的情况是经济利益高于表决权比例,此时则形成所谓的隐所有权(hidden ownership)。^⑥受到双层股权结构及阿里巴巴“合伙人”制度的启发,中国不少学者也重新以股权内部结构多样化为中心对股权性质进行了反思。叶林指出,股东资格与股东权利并非总是合一的。^⑦汪青松在研究一股一权制度历史兴衰的基础上得出股份有限公司股东权利呈现分离的结论。^⑧蔡元庆提出“股权二分论”观点,即将股权分为人身权与财产权两大部分,并尝试将这一理论运用到解决有限责任公司股权转让的司法实践问题上。^⑨这些探索开创了股权性质研究乃至整个公司证券法研究的新局面。实际上,根据法哲学的一般原理,权利是法律对所要保护的法益进行确认的形式,权能是工具(手段),利益是结果(目的)。我们所言之表决权、知情权、分红权等,都不是独立的权利,而是股权的权能。^⑩因此,关注股权的权能分离是透析股权内部结构的第一步。

(一)股权的权能分离

早有学者提出了股权的权能分离理论,但限于文章篇幅,究竟何谓权能分离,未在研究中予以详

述。^⑪此外,有早期研究论及股权的四项内容(权能):股东对股票的占有和支配权即所有权;股东在股东大会上的投票权即对公司进行制约的权利;股东取得股息红利的权利;在公司解散时分散公司剩余财产的权利。^⑫倘若将投票权视为一种使用权能,而分散公司剩余财产消灭股权视为一种处分的话,这实际上是以所有权的四项权能来解释股权的权能,并未跳出物权解释论的范畴。权能是权利实现的途径,而途径往往多种多样;尤其是将股权置于网状结构的公司法律关系当中,权能的样态更是趋于多元化。

对股权权能分离的思考将是对两权分离的一次巨大跨越。与其说所有权与控制权的分离是一种理论,不如将其视为公司发展所出现的一种现象可能更为合适。随着股权内容的具体化、公司治理机制的规范化,股权的权能将可能进一步分离,这使得两权分离的架构过于简单化,从而无法解释实践中出现的新问题,亦难以作为统筹各类公司规则的公司法之立法目的。^⑬股权权能是股权之目的价值的实现方式,股权之既有权能以及未来可能衍生出来的新权能都无不与公司内部治理相联系。继而,股权权能分离也是受到前述股东角色分化的影响。有学者曾形象地指出,在日益庞杂的公司治理结构中,股东宛如沉睡者,散乱而缺乏组织性。^⑭董事会的强势导致多数股东逐渐脱离公司之控制中心,原有的“权利—利益”体系被打破,欲求参与公司经营的股东不得不通过更多渠道来行使股权,以维护自己的权益。从这个角度来看,股东角色分化也并非完全出于自愿,不同股东之处境已然决定其所能运用的策略。

在此基础上,争点主要是股权权能能否分离行使的问题。这在实务界争议较大,但学术界似乎并未给予足够关注。以分红权为例,实践中已出现如此案件:公司有A、B两个股东,两个股东与员工订立股权激励协议,约定符合业绩、资历等条件时,员工有权以低价购买或无偿获赠的方式取得A股东一定比例的分红权,并详细约定了公司利润分配方式。^⑮反对分离的观点主要是对公司利益保护的担忧^⑯,而实际上,法律无法杜绝当事人之间形成的特殊安排,

全面禁止只会迫使这些安排因脱法而成为不必要的潜规则,法律也没有体现其存在的价值。况且,股东权利在诸多场合都有可能被滥用而损害公司利益,这是有限责任原则不可避免的副作用,因此才有必要设置公司法人格否认制度。立法对权能的分离理应进行必要的规制,而非全盘否定。这是另外一个重要议题,在此不作深论。简而言之,理性的股权权能分离至少满足三大条件:一是不违背股东意志,二是不损害公司利益,三是不违反法律的强制性规定(包括不危及第三人合法权益)。

股权的权能分离主要有以下几种样态:第一,部分权能的处分,例如将部分分红权赠予他人。第二,财产性权能与人身性权能的二元分离,例如隐名出资。第三,以表决权之行使为中心的特殊安排。例如日本和中国台湾地区学界一直非常关注的表决权拘束协议问题,这既可能是大股东用以进一步控制公司的手段,也可能是小股东以此形成影响公司决策的重要力量。^⑥此外,表决权的征集、借用、信托等都是这类安排的具体表现。第四,以稳固收益为目的的权能分离,典例是立法对优先股股东行使表决权设定的限制,还有股权收益权信托等。当渐趋复杂的交易方式时常是将上述股权权能的各种样态加以混合,与之相关的法律规定也不得不因应革新。不仅如此,股权的内容、实现方式等都可能随着时代发展而有所改变;惟其不变的是,股权权能分离是为了更好地实现股权目的价值,公司法制度不得不考虑这些权能分离实践所带来的影响。那么股权之目的价值究竟是什么?这正是指股权利益,亦即股东通过享有股权而要满足的各种需求。

(二) 股权的利益分离

权能分离是利益分离的关键。权利的行使须经由权能的作用,权能分离好比将权利通往利益的道路进行分流,因此,不同的权能作用将可能获得不同的利益;再加之一部分并非经由权利而获得之利益,构成法律关系内部的“权利—利益”体系。较之物权,股权之情形更为特殊,股权涉及的法律关系往往存在多方主体,并形成公司法律关系整体。因此,对股权的思考须始终置于公司法律关系当中,股权利益内容之多样性也就可想而知,也在很大程度上影

响了对股权性质的理性认识。从空间层面来看,公司内外部法律关系呈现的是一种网状结构,这与民法强调人与人之间的线性关系有别。由于这种网状结构之复杂性,“权利—利益”体系也将愈加复杂,股权的权能分离也显得极为必要,但通过权能以外的方式产生的利益也须引起足够的注意。以下两个维度的分析将揭示有关股权利益分离的思考对股权性质研究乃至整个公司法学的意义。

一方面,权能保护须有明确的法律规定,利益保护则不需要。有研究物权的学者指出,权能分离论难以满足时代发展对权利制度体系更新的需求。^⑦这用以解释股权的权能分离同样奏效。权能与权利相仿,必须经由法律之明确规定方可呈现其价值。在立法未明确股权权能可以分离行使前,相关案件因规则适用困难而面临巨大的法律风险。如此境况下之股权内部结构实际上仍被捆绑于一体,就这个角度而言权能分离可能只是幻象,最终还是要看权利的归属。利益分离则可突破这种僵化的解释逻辑。在制度供给不足时,私法领域坚持的是“法无明文禁止即自由”之原则,此时司法救济的重点任务正是利益衡量。倘若当事人就股权的权益进行了特殊安排,而这种安排又未在法律当中明确规定,那么在不违反法律基本原则的前提下可适用利益保护方法。故此,利益分离是以瞬息万变的社会现实作为出发点,在相对保守的法律规则当中先行一步,从而更好地回应了实在法存在漏洞之客观现实,并据此积累有益因素以推进公司法制度创新。

另一方面,股权权能分离所能阐释的范畴仍过分狭窄,利益分离则可超越股权这一载体本身,而通过协议等其他形式得以实现。股权的权能是股东向公司主张权利的方式,故其仅能在公司内部法律关系当中显现效用,然而这一关系的特殊之处正是由于公司独立法人格的存在所引致的内外部两层法律关系,只有利益理论才能对此加以统合。于公司内部,利益分离甚至跳出了自益权与共益权过分模糊的划分,例如通过决议等方式在股东之间重新进行利益配置,而公开公司之公司治理机制更为繁杂,因此也与此关系更为密切。于公司外部,亦为权能理论无法触及的方面,股东与相对人也可通过协议等

方式进行股权利益的部分让渡,而这种让渡可能与公司利益无关。坚持捆绑式的股权利益结构也往往是对外部法律关系的束缚,这在非公开公司场合尤为凸显。

股权利益分离意味着利益的分类本身可能有多种策略,例如以时间长短为依据可分为一时利益与持续利益,以公司法律关系之内外分割为依据则可分为内部利益与外部利益。而我们最熟悉的可能是以利益内容为依据的分类——人身利益与财产利益。人身利益泛指经公司承认的股东资格能够为主体带来与人身不可分离的没有直接财产内容的利益,这种利益必须在公司内部法律关系当中实现,主要包括亲身经历与体验、自由意志、信息知悉、意见表达以及声誉等五个方面。^⑧财产利益为人们所熟知,主要包括股权价格收益及现金或其他形式的持续性收益两种类型。此外,与股权权能分离类似,根据当事人不同的利益需求及采取的不同分离策略,股权利益的分离将可能呈现出截然不同的样态,由于利益的享有不必然要像权能那样必须以持股为前提,故而利益分离可能超出公司内部法律关系,且呈现更为复杂的样态。例如,所谓“资管计划”问题不得不引起我们注意:资管计划的盛行实际上正表明中国早已出现前述克拉克所言之第三阶段,这进一步彰显出股权利益内容多样化的趋势。

实际上,公司法的发展史昭示出一种分离态势:公司与合伙分异→公司与股东隔离→公司内部治理平衡→股东角色分化。分离态势仍将继续,当下正处于股东角色分化引起的股权利益分离,亦即不同股东有着不同的利益需求,须剖析股权的利益结构,进而探索不同利益的实现方式,这正是股权性质之争理论论及的主题。利益在本质上是一种对需求的满足感,虽存在一定的不确定性,但也因此具备足够的开放性,使得股权利益不是一个完全僵化的结构,它可以根据公司制度实践而适时填充新的内容,这对于中国当前各项改革与创新都具有理论上的指导意义。

四、股权性质与中国公司法之理念与原则的革新

对股权性质的理解深刻影响到公司法理念与原

则的确立,而经由股权内部结构省察股权性质,探索的是股权对于投资者而言具有超越传统立法范式的多样化需求。在“ownership”的定位以及两权分离的影响下,股东利益最大化常被认为是现代公司的一项重要特征,这的确受到美国公司治理模式及理论的深刻影响。在1919年Dodge v. Ford Motor Co.一案中,法官即已对该原则作出经典描述^⑨,这甚至被视为“公司目的”,且此种看法少有受到挑战。^⑩此后近百年公司实践与司法判例的大量累积,即便受到公司社会责任等因素之冲击,股东利益最大化仍然是美国公司法的重要理念。^⑪受到两权分离理论的影响,公司治理存在这样一种貌似合理的假设:董事会乃至经理层是公司的权力中心,股东的意义被定格在出资(contribution)与收益(distribution)两大层面。公司法所赋予的股东权仅仅局限于将代理成本维持在合理范围内。然而,股东之差异化需求促使我们不得不坚持股权利益的可分离性,这使得上述假设以及由此形成的股东利益最大化理念都值得商榷。立法有必要尽最大可能满足不同股东之利益需求,即最优化的利益配置。

那么,何谓最优化?最大化之理念是单一性的、效率性的;而最优化则强调多元性、活力性。一方面,单一性与多元性的差别,在于利益本身存在不同的范畴。股东利益最大化根植于两权分离理论,股权利益突出表现为投资收益,单一性的利益模式是以强大的管理层及深厚的代理理论作为支撑的。^⑫从这个角度而言,利益在股权利益最大化之追求当中甚至是不需要形成“结构”的。相反,股权利益最优化强调股东在公司治理机制中之多元化需求。另一方面,效率性与活力性之对比,重在表明利益实现的动力、方式并不相同。单一性的目标同时也意味着在实现目标的过程中更加以效率为先,利益的最大化需要排除被视为同质化的股东当中涌现的“非主流”诉求,因而需要进一步强化管理层权威,这也容易导致内部监控失灵。而最优化所呈现之活力性,是指尊重异质化的股东合理的契约行为或其他机制安排。总之,股东利益最优化旨在实现从以往一个中心点的掌状结构发展为羽状结构的多元价值网络。

立法的理念与原则往往一脉相承。中外公司法历来都有强调股东平等的传统,倘若以形式平等或实质平等来区分,这些传统大多属于前者。例如日本法律界通常认为,召开股东会时之坐席应由各股东自由选择,会议召集人和公司都无权指定,否则有违股东平等原则。^④而在股东利益最大化原则指导下股东所扮演的也是无差别角色,同样具有强烈的形式平等意味。这样的股东平等实际上就是股份平等,是以客体而非主体作为衡量平等的标准。中国台湾地区有学者指出,应当对股份平等原则与股东平等原则加以区别,前者适用面仅局限在表决权行使等少数场合,扩大适用将造成负面影响。^⑤近现代中国各部公司法都不遗余力地强调形式上的股东平等。例如1904年清政府颁布的《公司律》第44条规定:“附股人不论职官大小,或署己名或以官阶署名,与无职之附股人,均只认为股东一律看待,其应得余利暨议决之权以及各项利益与他股东一体均沾,无稍立异。”这是中国历史上首次对股东平等原则予以明确规定,是形式平等规则的体现。那么自20世纪90年代中后期以来所强调的中小股东权益保护能否属于向实质平等的转变呢?问题似乎没有那么简单。中国证券市场法制发展起步较晚,保护中小股东权益成为深化企业改革过程中的重要任务。《公司法》的制定先于《证券法》,前者理所当然地不得不肩负起本不应由其肩负的使命,这亦为常理,但并不科学。《公司法》主要调整公司的组织和行为,股东权益保护应当置于公司法律关系框架下进行。片面强调中小股东权益倾斜性保护实际上仍然是以其收益权亦即无差别的财产利益为中心的制度构建,坚持的仍然是股份平等而非股东平等。这些保护举措置于《证券法》无可非议,但由《公司法》全盘纳入则有悖法理。现行《公司法》第126条第1款表述为:“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。”这种一股一权规则是股份平等之典型表述。股份是客体,无所谓平等与否,只有作为主体并享有股权的股东才有被赋予平等地位之迫切需求。

以股权利益分离为视角,对股东平等原则的理解可能更符合逻辑。一方面,单纯以财产法上的平

等原则适用于此已然缺乏说服力。明确区分股份平等与股东平等是对片面追求以财产利益为中心的形式平等的挣脱。法律不能仅仅以出资为前提考虑行使股权之效力,更不应单纯追求股东在股利分配上的平等。另一方面,片面追求形式上的平等往往忽视了主体之自由意志在权利保护上的重要价值。立法只要充分保障当事人之意思表示与公司之意思形成,那么就能够在很大程度上确保股权价值的实现。基于此,日本《公司法》对股东平等原则之定义值得注意:“股份公司必须按照持股的内容与数量对股东予以平等对待。”^⑥在日本旧《商法》当中,优先股被视为股东平等原则的例外。^⑦如今,“持股的内容与数量”之表述大大拓展了该原则的适用^⑧,使得优先股及其他特别股、双层股权结构等制度构建能与之相契合。故而有学者指出,在这一原则定义下,完全无须将特别股制度理解为一种原则之例外。^⑨由此观之,股东平等原则并不主要回应股东与股东之间的关系处理,而恰恰是团体之正义、衡平理念在公司制度中之显现^⑩,并彰显出公司与股东之间多层次、多维度的权利义务体系。^⑪

形式平等观念下对股份的重视,很容易将原本只是技术性规则的一股一权上升为一项似乎不可动摇的公司法原则。20世纪的美国已然经历了从坚守一股一权到有条件地发行优先股或无表决权普通股的过程。^⑫到了20世纪80年代,越来越多的美国上市公司试图进一步冲破一股一权规则,转而采用双层股权结构。^⑬当然,有为数不少的国家和地区仍在苦苦坚守。阿里巴巴在香港上市失败,原因正在于当时香港联合交易所仍坚持一股一权规则。^⑭有意思的是,近年来香港同样开始有条件地接纳双层股权结构,这的确是值得我们关注和反思的转向。^⑮

况且,近现代的中国实践充分说明了一点:中国公司从一开始就没有遵循一股一权规则,立法上的宣示完全是对实践无力的呐喊。明清合伙制是中国股份有限公司制度因素的萌芽,其自发形成一种所谓“正利—余利”制,合伙人职能分化与合伙组织内部机能分化,以及由此衍生的利润分配方式与企业控制模式产生之影响甚巨。^⑯对于前者,合伙当中会逐渐分离出执行合伙业务以及单纯收取固定收益的

两类合伙人;对于后者,合伙人往往为降低投资风险而根据当时借贷利率和利润率设置一部分固定的投资收益,待有盈余时再另行分取。洋务企业的股份制实践中出现的“官利”制度正以“正利—余利”制为蓝本。官利是一种商业利息,无论企业盈亏与否都必须分配给出资者,这是近代企业的一大特色。^⑥而在官利之外,企业还可能发放红利,这与当代公司的分红差异不大,但由于派发官利已造成企业巨大的财务压力,在官利以外还能分配红利的情形并不占多数。换言之,作为当代公司最重要的利润分配形式,红利分配在近代中国公司当中仅处于次要地位。这种利益配置迎合了近代企业采取官督商办或者官商合办模式的需求,政府掌握了企业控制权,因此对不能左右企业运营的认股人而言,股权利益调整更侧重于财产利益方面。由此延伸,自中华民国时期即已形成的以单位制为核心的国企治理、现代企业制度改革过程中的股权分置、当代国企的混合所有制改革等,其中不少举措都是对一股一权规则的违逆,呈现的都是角色分化的股东基于不同的需求而作出的特殊利益安排。尽管此中难免有不合理的成分,但这种分离态势已然不可逆转。法律不仅不能单纯强调一股一权或同股同权,还应当充分考虑不同股不同权乃至同股不同权等多种可能性及其存在的风险,并设置必要的风险防范机制。

这些防范机制涉及面较广,在此不作深论,归结起来主要有两点:一是确保分离股权利益之过程的正当性。鉴于分离往往是通过股东协议或机关决议得以实现,公司法有必要对两者的相关规则进行完善,对比决议制度,协议制度可能存在更多问题。现行《中华人民共和国公司法》尽管有涉及“全体股东约定”的规定,然其既不详尽也不系统。股东协议在有限责任公司治理方面具有公司决议不能替代的功能。例如,《中华人民共和国公司法》第34条有关股东可约定不按实缴出资比例分红或优先认缴出资的特殊规定,即难以通过公司决议进行;再如有限责任公司的股权转让问题,也与公司决议无关,而与协议制度存在联系。二是控制者责任的系统性修复。由于利益分离之后往往强化了公司控制者的权力,公司法无疑需要对现有的责任体系进行修正,尤其是

考虑到中国股权相对集中、大股东权力膨胀等情况,制度完善的第一步,理应是构建大股东的信义义务规则。当然,所谓股东的大小仍主要是以持股比例进行的权衡,随着股东角色分化的推进及控制权形态的愈加多元化,仅仅强调大股东的义务可能将失去制度设置的意义,构建可适用于所有股东的义务规则就显得尤为必要。^⑦至于资产管理人、储蓄规划人等主体由于获得资金提供者或受益人之资金的控制权,本质是一种信托关系,前者对后者同样需要承担信义义务。这一点对于股份有限公司尤其是上市公司而言可能具有更为重大的意义。

五、结语

学术成见可大致分为命题成见和观点成见两类,前者是对命题本身意义的全盘否定,后者承认命题的意义,但对其中某一观点持完全反对态度。应该说,学界对股权性质的讨论还存有非常强烈的命题成见,本文希望对此有所改变。上述探讨试图证明,强调股权是一种独立权利,并非为了划分学科研究边界或形成空洞的权利体系,而是存在重大的实践意义。股权不需要再归类于某一种既存的权利当中;股权性质与公司法进化紧密相连,因此在公司法改革的不同时期应对股权性质给予相应的诠释。

股权是一种独立权利,其内部结构需要我们重新审视。以所有权(财产权)、社员权为中心的讨论已不能反映股权的本质,在公司法上分离态势尤其是当今股东角色分化的影响下,探求股权内部结构显得极为关键。股东在公司中所扮演的角色不是一成不变的,并且这种角色变化还可能随着经济增长而有所加速。按照克拉克断言的从企业家到所有者、投资者乃至受益者的变迁主线,后三种角色变迁几乎是在20世纪二三十年代之后短短几十年内完成的,股东角色在宏观和微观两个层面将如何分化,我们仍须拭目以待。宏观层面的分化可能在总体上将从受益者向意图涉足公司管理的投资者适度回归,以牵制管理层过分膨胀的控制权;而在微观层面则因为公司股权结构、管理模式、外部市场等因素都朝向多层次发展而使得股东角色可能进一步趋于多元化。对于处在转型期的中国,这一多元化特质将表现得更为淋漓尽致。此外,股权性质与股权利益分

离之间的确存在非常紧密的联系。以股权利益分离为视角进行股权性质的当代反思,有助于洞悉不同利益的享有方式与实现途径,以期推进公司法对股权保护的体系化。股权性质的讨论实际上已不再拘泥于“物”的维度,而以“人”为中心,探求股权利益对不同股东的意义,方为争论之价值所在。

注释:

- ①周友苏:《新公司法论》,法律出版社2006年版,第232页。
- ②See Robert C. Clark, *The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises*, HARV. L. REV. 561(1981).
- ③有学者曾指出,在“所有权与控制权分离”理论提出后三十年间,美国公司法理论毫无建树。不仅如此,在中国制度框架下,所谓的“两权分离”可能存在与域外截然不同的内涵诠释。See Bayless Manning, *The Shareholders' Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L. J. 223, 223(1962-1963). 周游:《公司法上的两权分离之反思》,《中国法学》2017年第4期,第285-303页。
- ④新津和典「19世紀ドイツにおける社員権論の生成と展開:社員権の歴史性と現代的意義」法と政治59卷1号185頁以下(2008年);出口正義「株主権法理の展開」7頁以下(文真堂,1991年)参照。
- ⑤郭锋:《股份制企业所有权问题的探讨》,《中国法学》1988年第3期,第10页。
- ⑥日本学者松田二郎在否认社员权当中之共益权时亦提出了股权债权论,但其根基与中国之债权说有别。松田二郎「株式会社の基礎理論」1頁以下(岩波書店,1942年)参照。
- ⑦李友根:《企业法教程》,南京大学出版社1994年版,第20页。
- ⑧郭同意:《论股份合作制改制中的股权设置》,《甘肃社会科学》1999年第3期,第71页。
- ⑨台湾学者大多持该观点,史尚宽:《民法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第226页。
- ⑩See Henry Hansmann, *THE OWNERSHIP OF ENTERPRISE* 11(1996).
- ⑪李清池:《商事组织的法律结构》,法律出版社2008年版,第53页。
- ⑫邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第361页。
- ⑬当然,与法学家不同的是,经济学家对于两大学科研究重心的差异是明确的,例如张维迎明确区分了企业所有权与财产所有权。张维迎:《理解公司:产权、激励与治理》,上海人民出版社2014年版,第164页。
- ⑭See Ronald Coase, *The Nature of the Firm*, 4 ECONOMIC CA 386(1937).
- ⑮See Michael Jensen and William Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305(1976).
- ⑯See Oliver Hart and John Moore, *Property Rights and the Nature of the Firm*, 98 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1119(1990).
- ⑰See Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L. J. 387(2000).
- ⑱邓峰:《作为社团的法人:重构公司理论的一个框架》,《中外法学》2004年第6期,第742-764页。
- ⑲上村達男「会社法改革——公開株式会社法の構想」16頁(岩波書店,2002年)参照。
- ⑳钱明星:《论公司财产与公司财产所有权、股东股权》,《中国人民大学学报》1998年第2期,第7页。
- ㉑张旭丽、张旭:《论股权与股东权》,《太原大学学报》2004年第3期,第38-39页。
- ㉒江平、孔祥俊:《论股权》,《中国法学》1994年第1期,第72-80页。
- ㉓弥永真生「リーガルマインド会社法」1頁(有斐閣,2015年)参照。
- ㉔有学者指出,尽管股东在日本被称为“株主”,似乎带有浓重的“公司的主人”的意味,但其本义应为“股份保有者”或“股份权利人”。上村達男「会社法改革——公開株式会社法の構想」45-46頁(岩波書店,2002年)参照。
- ㉕日本「会社法」(2005)三編二章参照。
- ㉖当然,汉语词典的解释对于理解法律术语而言有一定局限性。中国社会科学院语言研究所词典编辑室:《现代汉语词典》(第6版),商务印书馆2012年版,第1149页。
- ㉗例如漆多俊教授解释,社员权一般是指投资创办或加入某种社团法人,成为该法人团体的成员,基于成员资格而在该法人团体内部拥有的权利、义务的总称。值得一提的是,漆教授认为社员权说不可取。漆多俊:《论股权》,《现代法学》1993年第4期,第13页。
- ㉘谢怀栻:《论民事权利体系》,《法学研究》1996年第2期,第76页。
- ㉙刘俊海:《现代公司法》,法律出版社2011年版,第187-188页。
- ㉚中国台湾地区学者指出,共益权多属少数股东权,不能单独行使。“尤其是共益权的部分,多半关系着公司及全体所有股东的共同利益,为顾虑股东是否滥用该权利之虞,在立法政策上采行特定部分的股东权行使,非满足一定持股比例之条件者,不得为之。”廖大颖:《公司法原论》,台湾三民书局2009年版,第160页。

③① See Arianna Pretto-Sakmann, BOUNDARIES OF PERSONAL PROPERTY: SHARES AND SUB-SHARES 64-65 (2005).

③② See Edward B. Rock, The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 GEO. L. J. 445 (1991).

③③近年来,越来越多的学者都意识到股东“异质化”的趋势。冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,《政法论坛》2016年第4期,第126-137页;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》,《现代法学》2011年第3期,第32-44页。

③④吉本健一「議決権信託に関する若干の法的問題点」阪大法学総95号69頁(1975年)参照。

③⑤刘连煜:《现代公司法》,台湾新学林出版股份有限公司2015年版,第378页。

③⑥中国学者最初将empty voting一词翻译成空洞投票,这在中文的语境中可能引起歧义,故此借鉴日本学界的翻译,将其称为裸表决。See Henry T. C. Hu and Bernard Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, 79S. CAL. L. REV. 811(2006).[美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》,罗培新译,北京大学出版社2013年版,第377页。

③⑦叶林:《公司股东出资义务研究》,《河南社会科学》2008年第4期,第118-122页。

③⑧汪青松:《论股份公司股东权利的分離——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》,《清华法学》2014年第2期,第101-114页。

③⑨蔡元庆:《股权二分论下的有限责任公司股权转让》,《北方法学》2014年第1期,第50-59页。

④⑩早有研究指出,“股权中的目的权利(财产性权利)与手段权利(公司事务参与权)只是对股权具体内容的形象说法,实质上这些权利均非指独立的权利,而属于股权的具体权能”。江平、孔祥俊:《论股权》,《中国法学》1994年第1期,第10页。

④⑪研究认为,有限责任公司的人合性决定了股权的财产性权能可以与股东分离。崔艳峰:《论股权权能的分離——基于股东资格认定的视角》,《西安财经学院学报》2013年第3期,第107-110页。

④⑫康德瑄:《股权性质论辨》,《政法论坛》1994年第1期,第6页。

④⑬周游:《公司法上的两权分离之反思》,《中国法学》2017年第4期,第285-303页。

④⑭ See J. A. C. Hetherington, When the Sleeper Wakes: Reflections on Corporate Governance and Shareholder Rights, 8 HOFSTRA LAW REVIEW 183(1979).

④⑮有业界人士对此进行了一定的研究,黄振辉、冉华才:《有限责任公司股权部分权能的转让》,《中国律师》2009年第

12期,第53-55页。

④⑯例如有研究认为允许股东转让部分股权权能将牺牲公司的整体利益。汤媛媛:《股东转让部分股权权能问题研究》,《税务与经济》2013年第5期,第38-41页。

④⑰表决权拘束协议是指“股东与他股东约定,于一般的或特定的场合,就自己持有股份之表决权,为一定方向之行使所缔结之契约”,但其效力认定存在争议。例如在中国台湾地区,其“最高法院”屡次否定表决权拘束协议之效力,有学者指出这种做法过分保守,与各国立法趋势背道而驰。郭大维:《论股东表决权拘束契约之效力——评“最高法院”九十六年度台上字第一三四号民事判决》,《月旦裁判时报》2011年第10期,第47页;森田果「株主間契約(一)」法學協會雜誌118卷3号402頁(2001年)参照。

④⑱李国强:《“权能分离论”的解构与他物权体系的再构成——一种解释论的视角》,《法商研究》2010年第1期,第37-45页。

④⑲周游:《股权的利益结构及其分离实现机理》,《北方法学》2018年第3期,第30-43页。

④⑳“A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end.” See Dodge v. Ford Motor Co., 170 N. W. 668, 684(Mich. 1919).

④㉑也有学者鲜明指出这实在是一项恶法(bad law),且在公司目的方面的先例指导作用非常弱。See Lynn Stout, Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford, THE ICONIC CASES IN CORPORATE LAW 1-4(2008).

④㉒ See William W. Bratton and Michael L. Wachter, Shareholder Primacy’s Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation, 34 THE JOURNAL OF CORPORATION LAW 100(2008).

④㉓即便如此,在经历安然事件之后,美国公司法学界也在不断反思董事会的角色与功能,也有突破公司内部治理而转向市场中介(即所谓的看门人)之作用的研究。尽管这些思考并未突破股东利益最大化的藩篱,但其本质仍是对原有范式之修正。See Jeffrey N. Gordon, What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporations: Some Initial Reflections, 69 THE UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 1233(2002); John C. Coffee, Jr., What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s, 89 CORNELL L. REV. 269(2004)..

④㉔末永敏和「コーポレート・ガバナンスと会社法——日本型経営システムの法的変革」131-133頁(中央経済社,2000年)参照。

④㉕黄铭杰:《“股东”平等原则 vs. “股份”平等原则——初探股东平等原则复权之必要性及可行性》,《月旦民商法杂志》

2011年总第31期。

⑤⑩「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。」日本『会社法』(2016)109条1項参照。

⑤⑪高岡義幸「種類株式から見た株式会社の設計思想:コーポレート・ガバナンス体制の変化」広島経済大学経済研究論集32巻1号31頁(2009年);野村修也「株式の多様化とその制約原理」旬刊商事法務総1775号30頁(2006年)参照。

⑤⑫村田敏一「会社法における株主平等原則(109条1項)の意義と解釈」立命館法学6号1992-2040頁(2007年)参照。

⑤⑬松尾健一「種類株式と株主平等原則に関する一考察」同志社法学60巻7号1234頁(2009年)参照。

⑤⑭長浜洋一「株主権の法理」38頁(成文堂,1980年)参照。

⑤⑮根据日本学者森本滋教授的总结,公司与股东之间至少包括五种类型的法律关系:盈余分派或出资回收;以表决权为代表的经营参与权;股东代表诉讼;以查阅权为代表的附随性之权;公司负有对团体成员公平且妥当对待的义务。森本滋「会社法の下における株主平等原則」旬刊商事法務総1825号7頁(2008年)参照。

⑤⑯See Stephen M. Bainbridge, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 450-455(2002).

⑤⑰See Jeffrey N. Gordon, Ties That Bond: Dual Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, 76 CALIF. L.

REV. 2(1988).

⑤⑱参见香港联合交易所《主板上市规则》(2015)第8.11条;《李小加回应阿里巴巴赴美上市计划》(2014年3月17日),网址:http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2014/140317news_c.htm,最后访问时间:2019年1月23日。

⑤⑲香港联合交易所:《双重股权架构与生物科技行业的上市制度改革》, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201811_c.pdf?la=zh-CN,最后访问时间:2019年1月23日。

⑤⑳刘秋根:《中国古代合伙制初探》,人民出版社2007年版,第388页。

㉑诸多企业往往通过借入官款设立,继而再对外募股,所募股份每年要对认股人派发官利,轮船招商局正是其例。交通部财务会计局、中国交通会计学会组织:《招商局会计史》,人民交通出版社1994年版,第104-105页。

㉒即便是在美国,法院在特定情形下同样要求大股东对小股东负有信义义务,而且这种做法不再仅仅属于例外情形,机构投资者的加入使得这种特殊的信义义务也不再局限于封闭性公司当中。有学者更是认为,所有股东都应被视为对公司及其他股东负有潜在的信义义务。See Iman Anabtawi and Lynn Stout, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, 60 STAN. L. REV. 1255(2008)

Debate on the Nature of Shareholder's Right: Clarification of Misunderstanding and Restatement of Value Zhou You

Abstract: Classical debate upon the nature of shareholder's right seemed to be vague and unvalued mainly because of the misunderstanding of ownership (property right) and member's right in the aspects of language and legal system. Based on those situations, the debate tended to be confined to the boundary of shareholder's right and other external rights, but ignored the substantive characteristics of the internal structure of shareholder's right. Owing to the influence of the differentiation of shareholders' roles, it is difficult to homogenize for the demands of shareholders, which is not restricted to the property interests. It could reflect more the value of rethinking the nature of shareholder's right through analyzing the interests structure of shareholder's right. Specific parties are able to relocate the different interests in the same shareholder's right through some ways, in order to change the mode which the interests of shareholder's right are all put in one and enjoyed individually by the shareholder. It would be the key point that the shareholder's right can be considered as an independent right. Accordingly, it is possible to renovate the concept and principle of Chinese corporate law.

Key words: Member's Right; Property Right; Separation of Interests; Equality of Shareholders; One Share One Vote