

美国上市公司股东控制权再分配的司法审查及对中国法院的启示

王文君

(华东政法大学, 上海 200042)

摘要: 上市公司中期资本重组如选择双层甚至多层股权结构, 大股东与中小股东之间会不可避免地因控制权再分配产生冲突。股东控制权再分配会对大股东和中小股东产生两难的二分选择, 均值法和股价参考法都无法对控制权准确估值。以特拉华州法院为代表的美国法院对股东控制权纠纷案件的司法审查标准不稳定, 有的案例适用商业判断原则, 有的案例适用全面公平原则。全面公平原则在中国不具备司法实践基础, 中国法院可以在已经成功执行预设条件的案件中适用自我执行条件, 借鉴衡平思路, 折中考虑双方的利益冲突, 寻找相对合理的空间。

关键词: 上市公司; 股权结构; 中期资本重组; 控制权再分配; 司法审查

中图分类号: D913.99/F832.51 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894 (2022) 05-0075-11

一、问题的提出

2012年, 谷歌公司(Google)发行新一类无表决权C类股票。此次资本重组之前, 谷歌的资本结构由每股1票的A类股和每股10票的B类股组成, A类股由中小股东持有, B类股由谷歌的创始股东拉里·佩奇和谢尔盖·布林持有(马一, 2014)。在这种双层股权结构下, 谷歌可以在筹集资金、激励员工和收购其他公司的同时保留创始股东对公司的控制权; 但是, 只要A类股达到一定数量, B类股的投票权就会不断被稀释, 直至创始股东失去公司控制权。此后, 又有几家实行双重股权结构的公司宣布中期资本重组, 股权结构由双层调整为3层; 脸书公司(Facebook)和美国电子商务公司(Inter Active Corp, IAC)发行无表决权股。然而, 在中小股东提起诉讼后, 这样的资本重组被质疑为不公平的“自我交易”。这就引出一个问题: 股东对公司的控制权再分配纠纷应当适用什么样的司法审查标准? 上海证券交易所已经在科创板允许科技公司采用双层股权结构, “同股不同权”的资本结构在中国资本市场全面放开只是时间问题。尽管目前仅允许上市公司在IPO阶段采用双层股权, 探讨已经完成IPO的公司中期资本重组采用双层甚至多层结构却十分必要。像

作者简介: 王文君, 华东政法大学经济法学院助教, 博士研究生, 研究方向: 经济法。

基金项目: 华东政法大学优秀博士学位论文培育项目“商业自动化决策算法的反垄断法规制研究”(项目编号: 2022-1-018)。

谷歌这样的资本重组很可能会在中国资本市场发生，因为科创板上市公司资本重组会倾向于选择采用双层甚至多层股权结构，未来市场放开后，其他版块上市公司也可能做出这样的选择，从而增加上市公司未来股东控制权再分配导致股东权利受到影响的可能性。目前，此问题在国内实践和理论研究层面尚属空白，有必要分析双层股权结构已经存在百年的美国资本市场暴露的问题，结合中国立法和经济社会的具体情况，借鉴域外经验，明确股东控制权再分配的司法审查标准。

二、上市公司股东控制权再分配的困境

（一）股东控制权再分配面临两难的二分选择

1. 假设决定权交给初始股东

要讨论初始股东或中小股东获得控制权的结果，就不得不提谷歌一案。谷歌资本重组的初衷在于让初始股东继续追求创业愿景而免受公司扩张的影响，如果选择赋予初始股东更多的权力，中小股东可能受益于控制人继续追求的特殊愿景，但同时也面临代理成本增加的风险（冯果，2016）。只有在利润超过代理成本的情况下，向初始股东分配控制权才有意义，重新分配控制权与自我交易的情况没有区别，即使控制权再分配不是增加公司利润的最佳选择，初始股东也会进行资本重组，无论如何都会将控制权从中小股东手中分配给他们自己（樊健和朱锐，2021）。因此，初始股东的动机可能只是为了巩固自己的地位，同时获得更多的流动性资产，这就是代理成本风险的本质。

2. 假设决定权交给中小股东

表面上，大股东和中小股东的谈判局面极易陷入僵局。在IPO阶段，中小股东可以选择其他公司，但中期重组时由于没有现成的候选人来替代大股东管理公司，中小股东没办法让公司的控制人离开（Enriques，2015）。谷歌的案例可以说明这种局面极易导致谈判失败，假设资本重组方案需要A类股东的同意，在与大股东谈判时，这些股东必然会考虑预期的利益。如果A类股东投反对票，但初始股东确实坚信其独特的愿景能够大幅提升公司的价值，初始股东能做什么？要么为了保护这种特殊的愿景而放弃筹集资金，要么为了公司资本扩张放弃自己的梦想，或者如果自己有能力强筹集资金，干脆让中小股东出局。实质上，让中小股东同意给初始股东分配更多的控制权本身就是矛盾的。公司初始股东获取控制权的唯一理由是保护他们对公司未来发展方向的独特理念不被破坏，但是特殊的创业愿景是主观的，即便公司股价表现不错，要说服中小股东相信也十分困难。此外，初始股东不需要为重新分配控制权支付“对价”，只是作出一种无法立即实现的、不可量化的承诺，中小股东又必须作出抉择（高菲，2018）。事实上，初始股东独特眼光的价值很大程度上由其本身的主观性所决定（沈朝晖，2020），既然无充分的论证，要求中小股东同意

本身就不合逻辑。可见,如果中小股东有否决权,确实可以避免代理成本增加的风险,但同时也会挫败创始股东追求梦想的积极性(Gordon, 1988)。因此,双方只能在两难中选择其一:一是让创始股东有权单方面决定重新分配控制权,保护其独特的商业愿景,同时承担代理成本增加的风险;二是赋予中小股东否决权,避免代理成本增加,但可能会失去特殊的创业理念(陈若英, 2014)。

(二) 控制权估值面临经济学方法的缺位

1. 价值评估的固有困境

评估现金流转权的常用方法必须独立于控制资产的个人(Goshen and Hamdani, 2016),一个公司未来的现金流可以从现成的现金流推导出客观价值,如公司暴露的系统风险、负债比、预期收入等财务指标都与公司的特定管理人员没有内在联系,这些抽象的、特定的指标是转化为客观价值度量的关键,可以适用于不同的公司。^①因此,任何一种评估控制权价值的方法必须能够计算一位特定企业家对一家特定公司的价值以及控制权滥用产生的代理成本(Gordon, 1994)。要准确计算特定个体对特定公司的价值是不可能的(Westerfield and Jordan, 2018)。

预估代理成本也非常困难。增加扎克伯格控制权可能产生的代理成本至少包括公司的发展机会和资本重组对公司的必要性,具体表现为滥用控制权的可能性、转嫁给投资者的成本、代理成本对脸书市值的影响、重组期间错失的发展机会。控制人滥用控制权的可能性取决于资本重组是否有效和个人身上的主观性特质,包括控制人的身份、性格、持有资金状况、公司所处的行业等,很难做出客观预估(刘胜军, 2021)。此外,更难的是做出前瞻性的预测,这涉及一个人的价值观念、激励因素、知识基础,即便对现在的行为准确估值都极其困难,预测未来的行为就更难了,因此,现在没有、将来也不会找到一种有效的方法对股东控制权进行准确估值。

2. 投资者预估股东控制权的方法不可用

第一种常用的方法是“均值法”,主要衡量市场分配给控制权的价值,包括计算收购不同行业的公司时所支付的平均溢价、不同国家的平均溢价、双重股权结构公司优先股在不同国家的平均溢价(Goshen and Hamdani, 2020)。假设一家公司被拍卖,为了确定出价,潜在的竞拍人会预估这家公司可以对自己的公司发挥的作用(如降低资金成本、减少运营成本、提高销售业绩),与自己的公司合并能否实现竞买人的商业目标(如节约到期成本、扩大经济规模或营业范围)(Steen, 2010)。每个竞买人特殊的考虑因素会反映在出价上,如果有一个以上的出价人,平均溢价就可以计算出来;同理,用这样的方法也可以计算出一个行业的平均控制权溢价(Choi, 2018)。但是,均值只是在一个特定的市场,无法反映出每一类控制人的

^① 有一些公司的估值方法需要管理层提供数据,例如现金流贴现法(DCF),需要管理层对公司业绩的预测数据,这些数据可以反映公司控制人过去的业绩,但是,并不能衡量特定个人对公司价值可能做出的贡献。

个人情况——有能力或无能力、成功或不成功、忠诚或不忠诚（Ross，2022）。

第二种是“股价参考法”，可行性源于上市公司的控制权再分配由市场定价（Fisch and Solomon，2019）。事实上，谷歌宣布资本重组后其A类股的股价接连下跌，表明市场认为将控制权分配给布林和佩奇的决定不利于A股。控制人与市场的根本分歧源自背后的创业愿景，可能与控制人的道德品质或能力有关，无法被市场准确定价，这也是创始股东不愿意把投票权交给中小股东的原因（Choi and Talley，2018）。股价参考法得出的结果与控制权再分配的初衷相互矛盾，不能作为“客观”估价。数据显示，2012年4月12日谷歌宣布资本重组，第二天股价立即下跌4.1%，纳斯达克同期综合指数下跌只有1.4%，意味着谷歌的损失为2.7%。5年过去，持有或购买股票的股东们赚足了收益，在纳斯达克综合指数上涨119.24%的同时，谷歌的股价上涨了213.97%，超过了该指数94.73%。创始股东也许会认为，如果没有资本重组，谷歌就不会赢得市场；反对资本重组的中小股东也会认为，如果没有重新分配控制权，股价表现会比现在更好（Min，2018）。尽管这些股东当初选择退出，股价下跌，但这不能被法官参考，因为5年后的事实证明当时的情况只是暂时的。

三、美国上市公司股东控制权再分配纠纷案例实证分析

防范公司被大股东操纵市场进行自我交易，保护公众投资者是公司法的重要目标之一。美国特拉华州法院通过专家法庭来限制自我交易，对股东控制权纠纷案件的司法审查标准主要有两个原则：商业判断原则和全面公平原则。

（一）适用商业判断原则的案例

股东控制权是决定公司业务方向的权利，包括从日常运营到战略管理决策各个方面。在中期股权再分配案件中适用商业判断原则，必须以确定公司采取的措施不是“自我交易”为前提，法官必须论证大股东没有获得“排除并损害中小股东”的利益（Bebchuk and Kastiel，2017）。特拉华州法院等美国一些州法院认为，因企业决策造成的纠纷与法律无关，应适用商业判断原则。

在双层股权结构的资本重组案件中，一家拥有单一股权结构的上市公司转变为双层股权结构，会将控制权从中小股东分配给大股东。例如，在Societe Holding Ray D'Albion公司诉Saunders Leasing System公司一案中，Saunders Leasing System公司的中小股东就对资本重组提出了质疑。该公司的资本重组计划将所有股权转为每股1票（高投票权），然后以每股1/10的投票权（低投票权）向所有股东分红。尽管法院认可公司控制人对中小股东负有受托责任，但最终法官认为该计划“对中小股东是公平的”，^①驳回了中小股东的请求，并不认为这样的案例涉及自我交易。

^① 此处的“公平”并非指的是全面公平原则的“公平”，而是指该计划的法律效力。

在调整投票权的案例中，涉及美国公司法的终身任期投票权指的是长时间持有的股份被授予的优先投票权（Berger，2017）。调整终身任期表决权则指公司在中期修改其章程，规定投票权将随持有时间长短而变化。长期来看，由于中小股东经常买入、卖出他们的股份，终身任期表决权重新分配后会增加控股股东的表决权（Djankov，2008）。在威廉姆斯公司（Williams）诉盖尔公司（Geier）一案中，章程修正案规定所有股权均有10票表决权，但一旦出售，其投票权将降至1票，股东只有在持有该股权连续3年之后，才能重新获得10票。中小股东主张法院应当在全面公平原则下对修正案进行法律审查。然而，特拉华州高级法院认为，商业判断原则适用于终身任期投票调整的情形。主审法官认可修正案赋予控制人的独特权益，允许他们出售部分股权而不放弃控制权，认为该修正案带来的商业交易并不属于“自我交易”（Fiegenbaum，2017）。持不同意见的法官则认为，章程修正案应受全面公平原则约束，因为大股东获得了实质性利益，章程修正案使得公司管理产生根本性变化，盖尔公司控股股东获得董事会控制权和公司长期的战略规划决策权。

在调整董事会职权的案例中，商业判断原则适用于审查影响董事会成员选举的章程修正案，例如，在易趣公司（eBay Domestic Holdings）诉克雷格·纽马克（克雷格列表网的创始人）一案中，克雷格列表网的章程规定，设计累积投票制度的目的是让小股东易趣可以有权决定董事会3名成员中的1名，大股东修改章程后规定一种分类董事会制度，设立3个层级的董事，每年只选举其中1名董事。易趣公司主张法官应当运用全面公平原则进行司法审查，因为分类董事会修正案使得受益的大股东损害了小股东易趣的利益（Goshen and Squire，2017）。但是，法院认为修正案的内容并没有涉及“自我交易”，易趣并没有被剥夺任何权利。

（二）适用全面公平原则的案例

在谷歌一案中，原告认为谷歌的股权结构从双层转变为3层，将控制权从A类股分配给B类股构成“自我交易”，法院应该严格运用全面公平原则审查。被告辩称，资本重组旨在实现长期价值最大化，更重要的是已经过独立董事同意，法院应当在商业判断原则下对其审查。在和解听证会上，首席法官Leo E. Strine JR.认为，资本重组计划可能与A类股东的期望值发生矛盾，他们可能最终会有足够的时间让B类投票权稀释，从而获得谷歌的多数股权。此外，他还提到了特拉华州法律中关于股东表决权争议的处理限度，在威廉姆斯公司诉盖尔公司一案中，法院不应当直接适用商业判断原则。事实上，资本重组案件就像谷歌一案那样，可能会免受全面公平原则的审查，中小股东的意愿很难在法律上得到认可。此外，对于中小股东而言，由双重股权结构转变为3层股权结构的法律确定性不如从单一股权结构转向双重股权结构，因为后者可以得到商业判断原则的保护（Gilson and Schwartz，2013）。

谷歌一案和解后，脸书公司和美国电子商务公司也修改了章程，发行无投票权股，

以此在不稀释脸书创始股东马克·扎克伯格和美国电子商务公司创始股东巴里·迪勒股权的情况下，灵活地筹集大量资本。脸书公司和美国电子商务公司的中小股东都针对资本重组计划提起了诉讼，最终脸书公司和美国电子商务公司都撤销了资本重组计划。2018年5月17日，哥伦比亚广播公司（CBS）——一家由美国国家娱乐公司（NAI）控股的双层股权结构公司，决定向所有股东按比例分配投票权，包括持有无表决权股的股东。鉴于该公司的双层结构，此举将导致控制人的投票权“从大约80%降到17%”。哥伦比亚广播公司表示，此举目的在于“释放重要的股东价值”以作出“更全面的战略决策选择”，哥伦比亚广播公司把控制权从大股东分配到中小股东，将有表决权的股权转移给无表决权股东，其做法会产生与谷歌、脸书和美国电子商务公司的方案完全相反的结果。果然，哥伦比亚广播公司的控股股东美国国家娱乐公司提起了诉讼，然而，2018年9月9日，双方宣布和解。

以上案例表明，在股东控制权纠纷案件中，有的采用全面公平原则，有的则适用商业判断原则，美国法院的司法审查标准不稳定，一直未能在股东控制权纠纷案件中运用统一而明确的裁判标准。

四、美国的股东控制权再分配司法审查原则对中国法院的启示

股东控制权再分配的两个困境——股东控制权再分配面临两难的二分选择、控制权估值面临经济学方法的缺位，使公司法在股东控制权分配纠纷案件中的作用非常有限。法院在审判过程中要寻求适当的法律回应，就要把这个问题作为是否违反公司章程的问题来判断，这取决于谁拥有公司的决策权，而不是作为一个“自我交易”的问题来看待。由于不存在准确、有效的估值方法，以特拉华州法院为代表的美国法院现有的司法审查标准——“全面公平原则”“自我执行条件”“衡平原则”，中国法院都不能简单照搬适用于股东控制权再分配的各类审判中。

（一）全面公平原则在中国不具备司法实践基础

特拉华州法院对于自我交易纠纷案件采用全面公平原则进行司法审查，法院对现金流转权进行价值评估并确定其“公平的价格”。根据全面公平原则，控股股东可以在没有取得独立董事和中小股东同意的情况下进行自我交易，只要法院认定交易是“公平”的。在现金流转权纠纷案件中对交易公平性的司法审查一直十分得当，这当然有赖于经济学上可以找到比较成熟的评估方法，对特拉华州法院评估公司和其他资产的价值也相当重要。如果运用全面公平原则处理股东控制权的中期再分配纠纷案件，则要求法院评估重新分配的控制权是否公平。但是，由于股东控制权本身的主观性，不存在有效的评估方法，而且也不可能找到这样的方法。正因为没有估值方法可供法院使用，整个公平审查都是推测性的，司法审查的结果也不可预测。

争议双方都不会把希望寄托于具有主观推测性且不可预测的司法机关，因为它无法保护投资者免受代理成本增加的损害，而且它还可能会阻止真正具有创业愿景的创始股东启动重新分配控制权程序。^①在全面公平原则下，连创始股东的特殊创业愿景都面临司法审查。在法院，所有的创始股东都会坚持他们的创业愿景很有价值，但其中许多观点可能是错误的，甚至创始股东还可能会撒谎。

长期以来，在中国市场经济实践中这一原则已经深入人心，但直接移植全面公平原则并不可行，因为：（1）缺乏客观的经济学估值方法。美国法院适用全面公平原则审查现金流转权纠纷案件的关键在于认定交易的“对价”是否“公平”，必须全面考虑公司日常经营的业务类别、具体资产、成交时间等，以确定中小股东应当支付的对价，不存在股东控制权客观估值的可能性。（2）缺少掌握经济学知识的民事法官。特拉华州法院的法官们可以熟练运用各种经济学计算方法，但中国商事案件法官大多缺乏财务、经济方面的专业知识。根据中国《民事诉讼法》第76条，商事案件中如涉及评估、鉴定，“由双方当事人协商确定具备资格的鉴定人”，如果协商不成，“由人民法院指定”，即便当事人未申请而是法院认为“对专门性问题需要鉴定”，也“应当委托具备资格的鉴定人进行鉴定”。法官不具备财务专业知识的现实可能导致法官对创始股东存在主观偏见，单纯运用全面公平原则进行司法审查来处理上市公司股东控制权再分配纠纷案件在中国法院不具有司法实践基础，容易造成司法失误，极易造成“同案不同判”的现象。

（二）中国法院可在已成功执行预设条件的案件中适用自我执行条件

在美国特拉华州，控制权如果事先取得多数中小股东或者独立董事同意并设定“自我执行条件”，可以进行自我交易，一旦发生纠纷，法院不再适用全面公平原则，而会根据商业判断原则审理案件。条件是否能谈拢取决于中小股东的估值能力，法院只是监督者的角色，确保中小股东非因受到胁迫而做出非自愿的选择。换句话说，在自我执行条件的审查标准下，创始股东和中小股东的谈判难免受到法院可能认为

① 假设市场上有100家公司，每个公司都有一个控制人，拥有15%的股权。在100人中，有25人希望重新分配控制权，假设其中5家公司的控制人有特殊的愿景（A公司），其中20个控制人仅仅出于私益利用（B公司）。如果20个B公司中的一个重新分配控制权，控制人将对公司造成损害，代理成本从2元上升至30元，平均为20元。如果5家A公司中的一家拥有真正的特殊愿景，控制人重新分配控制权，增加100元的公司价值，其中15元将因为他们的权益而归控制人所有。为了说明不可预测性评估的影响，再做一个假设。假设一个控制人需要首先对控制权不可逆转的重新分配事先预估，法院审查该方案时如果发现分配不公，控制人就要支付赔偿金。意味着25个公司中的20个会有代理成本，在每次诉讼中，法院有80%的可能性会发现分配不公平。因此，在20%的案件中，法院会相信控制人有特殊的眼光，不需要支付赔偿金，而80%的公司要支付赔偿金，并且金额从2元到30元不等，但保持平均20元。这会如何影响控制人的行为？最恶劣的控制人，造成30元损失的那些人，将重新分配控制权。发生在他们身上最坏的结果是，法院计算出正确的30元，他们不赔不赚。任何低数值都意味着一笔意外之财，这笔意外之财将以很高的概率飞来（20%的概率拿到30元，80%的概率赔偿30元甚至更少）。即便控制人极力争取，创业愿景也会被否定。如果法院认可他们独特的愿景（20%的可能性），不需要支付赔偿金，他们也有机会创造更多的公司价值，然后得到他们应得的15元。如果法院弄错了（80%的概率），那么他们可能得支付平均20元的赔偿金。对于具有特殊愿景的控制人，重新分配控制权的期望值为负数 $((20\% \times 15) - (80\% \times 20) = -13)$ 。一旦所有5家A公司都被阻止，20家B公司中的所有控制人也被阻止，法院将调整平均估值，直到成功阻止最糟糕的控制人，这种全面公平原则的“平均”估值实际上将演变为对控制权重新分配的断然禁止，结果将损害各类股东的利益，法院将以损失5家具有特殊愿景的公司500元的潜在增值为代价，挽回20家公司400元的损失。

的“公平”价格的影响，双方都会预测法官心目中的价格。结果发现，谁都无法准确预估这个价格，自然也就谈不成了。这表明，在特拉华州法院运用“自我执行条件”作为标准的案件中，中小股东对自我交易的否决权取决于准确的估值，但这可能不会立即显现出来，因此，特拉华州法院近期使用的“自我执行条件”作为股东控制权再分配纠纷案件的司法审查方法是有问题的。在克兰案中，法院适用全面公平原则，并适用经中小股东和特别委员会同意的“自我执行条件”。被告NRG能源公司成功实施了预设的自我执行条件，不需要法官判断资本重组的公平性。如果NRG能源公司未能通过投票确定资本重组的执行条件，法院就会处于进退两难的境地。没有有效的估值方法，法院该如何裁判此案？

尽管缺乏估值方法，“自我执行条件”仍然存在可以移植到中国司法审判中的空间。首先，从规范层面看，中国《公司法》第148条规定，董事、高级管理人员“违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同意”，不得与本公司“订立合同或者进行交易”。由是观之，中国《公司法》认可商事交易中存在“自我交易”的可能性和事实，只是需要符合“公司章程规定”或者“股东会、股东大会同意”。其次，从商事实践层面看，公司自治是中国商法的原则之一，尤其是20世纪90年代国企改制以后，大批央企、国企已采用现代公司制，去行政化的效果在市场经济体制下更加突出地得到体现。公司自治最显著的特征之一是激发企业的创新活力，民营企业中也涌现出一批如华为、腾讯、小米等具有国际竞争力的优秀企业。最后，从司法实践层面看，中国法院认可公司自治原则，从《公司法》颁布至今已经出现大量司法案例可以说明这一点，支持公司自治最典型的是公司决议撤销之诉，例如最高人民法院指导案例10号，裁判要点指明人民法院在审理公司决议撤销纠纷案件中应当审查：会议召集程序，表决方式是否违反法律、行政法规或者公司章程，决议内容是否违反公司章程，在未违反上述规定的前提下，解聘总经理职务的决议所依据的事实是否属实，理由是否成立，不属于司法审查范围。一审法院上海市黄浦区人民法院依据《公司法》第22条第2款，撤销了公司董事会决议，但是，二审法院上海市第二中级人民法院作出(2010)沪二中民四(商)终字第436号民事判决，撤销上海市黄浦区人民法院(2009)黄民二(商)初字第4569号民事判决，由此可见，公司自治原则得到中国司法实践的长期认可。虽然中国不是判例法国家，最高人民法院发布的指导性案例不具有“规则”约束力，但在某种程度上仍然具有较强的示范作用。因此，“自我执行条件”符合中国法理和实践情况而具有可移植性。在具体操作层面，建议中国司法实践明确审查标准：一是“自我执行条件”是否预设且不违反公司章程规定；二是多数中小股东对设定“自我执行条件”是否充分知情并出于自愿；三是控股股东设定“自我执行条件”前是否经监事会、独立董事同意。在司法实践中，建议法官重点审查能够证明多数中小股东知情同意的证据外观真实性、有效性和关联性，如中小股东视频会议录像或电子签名、纸质签名、签章捺印，

辅之以股东、董事签名的股东会 and 董事会会议纪要。囿于无客观评估方法，经济学也无法创设这样的方法，在已经成功执行预设条件的案件中可以适用这一司法审查标准，在未能执行预设条件的案件中仍然不具备可行性。

（三）中国法官可以综合借鉴衡平原则行使自由裁量权

判例法国家的“原则”具体化到个案中会对以后的类案产生“规则”约束力。衡平原则介于全面公平原则与商业判断原则之间寻求一种折中的处理标准，避免法院因缺乏评估方法造成的司法不确定性。这个标准是特拉华州法院在前两个标准受到抨击后采用的，也是美国法院目前比较新的做法。例如，在优尼科（美国石油公司）一案中，为了审查董事会对恶意收购行为采取的防御措施的正当性，特拉华州法院采用问卷测试的方式，判断董事会所采取的防御措施是否出于善意、确实受到损害且防御措施没有超过必要的限度。在布拉休斯（Blasius）经典案例中，判断董事会是否存在干预股东投票权的行为时，特拉华州法院采用问卷测试方式，看董事会是否能提供令人信服的理由。这种折中的标准可以在一定程度上弥补法律 and 经济学估值方法缺失的不足，避免要么禁止、要么放行这两种太绝对的结果。

就中国的具体情况而言，衡平审查方式在现阶段不可行，理由如下：其一，中国《民事诉讼法》规定的诉前程序仅包括“调解”“保全”“先予执行”，诉前问卷测试的方式没有法律依据，不符合“审判程序合法”的要求；其二，中国是成文法国家，没有参考过去类案裁判路径的判例法基础，在美国等判例法国家，衡平原则体现在具体案件处理中会对以后的类案产生“法律规则”“法律条款”的作用，但中国司法实践不受判例约束，况且根本不存在完全相同的两个案件，对于需要法官发挥主观能动性来判断当事人是否出于“善意”“经济人”的选择，不能过于依赖先前案例的解决思路；其三，中国缺乏完善的社会信用体系，在关乎切身利益的情形下要排除道德风险还很困难，尤其在商事活动中，当事人在道德上选择真实答案并作出可信回答的可能性常常遭到怀疑。因此，衡平审查方式在中国法院不可行，但这并不意味着其对中国司法实践没有意义。中国法院可以借鉴衡平思路，即借鉴美国法院在个案判例中把“衡平原则”具体化以后的“衡平规则”，在处理控制权纠纷的案件中，折中考虑双方的利益冲突，但也不是各打五十大板，而是寻找相对合理的空间。在具体操作层面，建议最高人民法院将来通过颁布“指导意见”明确以下审查要点：一是总体层面的董事会意图，考量董事会对恶意收购行为所采取的防御行为是否出于善意、是否超过必要限度，全面审查会议“记录”“决议”“录音、录像”“通知”等证据材料；二是个体层面的董事、股东个人意图，分别同时单个询问董事、股东，以各方陈述的理由综合判断调查董事会是否存在干预股东投票的行为，辅以查阅股东、董事、高管之间的工作“电子邮件”；三是内外部层面的当下形势，“是否超过必要限度”需要综合考虑公司业务、时间节点、商业机会、交易对手的情况等内

外部因素,找到相对的“参照点”以对比董事会决策是否符合“理性人”“经济人”的通常行为。鉴于个案特殊性和商事案例自身的复杂性加之市场经济的多变性,使得无法对衡平思路的要点设置固定不变的审查维度,“善意”“合理”“必要限度”仍然要交给法官“自由裁量权”。然而,长期以来,中国民商事法官大多擅长处理民事案件,而对商事案件需要的商业知识掌握不够,衡平思路要求法官加强商法审判技能的同时,亦不能忽视商业判断水平的提高。

五、结论

科创板已经允许上市公司 IPO 采用双层股权结构,将来在主板、中小板推行双层甚至多层股权结构是资本市场发展的需求,不仅在 IPO 阶段,已经上市的公司中期资本重组也会选择双层甚至多层股权结构,大股东与中小股东之间会不可避免地因控制权再分配产生冲突。一旦诉至法院,中国现行法律根本无法给法官提供司法审查标准,特定公司和特定个人的主观性导致股东控制权估值无法逾越固有障碍,加之经济学又缺乏有效的评估方法,投资者常用的均值法、股价参考法都无法对控制权准确估值。美国法院在股东之间纠纷的两类案件中,稳定地适用全面公平原则审查处理现金流转权纠纷案件,但对于股东控制权纠纷案件却在商业判断原则、全面公平原则之间徘徊,甚至在这两种原则受到质疑后,最新做法还体现出适用衡平原则的倾向。尽管中国法律体系不同,但“商业无国界,商法全球通”,仍然可以借鉴美国特拉华州法院创制的“全面公平原则”“自我执行条件”和“衡平原则”3个司法审查标准。鉴于中国法理、经济、社会、文化、道德和司法实践的特殊性,单纯运用“公平原则”进行司法审查对处理上市公司中期资本重组纠纷案件不具有实践基础;在已经成功执行预设条件的案件中可以适用“自我执行条件”;可以借鉴衡平思路,折中考虑双方的利益冲突。因此,综合借鉴以上3个司法审查标准不失为中国面对即将到来的新类型案件时不错的选择。

参考文献:

- [1] 陈若英.论双层股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对[J].证券市场导报,2014,(3).
- [2] 樊健,朱锐.科创板上市公司双层股权结构中的日落条款[J].财经法学,2021,(3).
- [3] 冯果.股东异质化视角下的双层股权结构[J].政法论坛,2016,(4).
- [4] 高菲.争议中的双层股权结构:国际经验及对中国启示[J].理论月刊,2018,(8).
- [5] 刘胜军.论双层股权结构资本重置的利益冲突与治理[J].河北法学,2021,(9).
- [6] 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).
- [7] 沈朝晖.双层股权结构的“日落条款”[J].环球法律评论,2020,(3).
- [8] Bebchuk, Lucian A., Kastiel, Kobi. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock[J]. Virginia Law Review, 2017, 103(4).
- [9] Berger, David J., et al. Tenure Voting and the U.S. Public Company[J]. Business Lawyer, 2017, 72(2).

- [10] Choi, Albert H. Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value[J]. Harvar Business Law Review, 2018, 8(1).
- [11] Choi, Albert H., Talley, Eric. Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule[J]. Journal of Law, Economics and Organization, 2018, 34(4).
- [12] Djankov, Simeon, et al. The Law and Economics of Self-Dealing[J]. Journal of Finance and Economics, 2008, 88(3).
- [13] Enriques, Luca. Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges[J]. European Business Organization Law Review, 2015, (16).
- [14] Fiegenbaum, Itai. The Geography of MFW Land[J]. Delaware Journal of Corporate Law, 2017, 41(3).
- [15] Fisch, Jill, Solomon, Steven Davidoff. The Problem of Sunsets[J]. Boston University Law Review, 2019, 99(3).
- [16] Gilson, Ronald J., Schwartz, Alan. Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review[J]. Journal of Institutional and Theoretical Economics, 2013, 169(1).
- [17] Gordon, Jeffrey N. Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice[J]. California Law Review, 1988, 76(1).
- [18] Gordon, Jeffrey N. Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting[J]. Columbia Law Review, 1994, 94(1).
- [19] Goshen, Zohar, Hamdani, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision[J]. Yale Law Journal, 2016, 125(3).
- [20] Goshen, Zohar, Hamdani, Assaf. Corporate Control, Dual Class, and the Limits of Judicial Review[J]. Columbia Law Review, 2020, 120(4).
- [21] Goshen, Zohar, Squire, Richard. Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance[J]. Columbia Law Review, 2017, 117(3).
- [22] Min, Geeyoung. Shareholder Voice in Corporate Charter Amendments[J]. Journal of Corporation Law, 2018, 43(2).
- [23] Ross, Stephen, et al. Fundamentals of Corporate Finance[M]. New York: McGraw-Hill, 2022.
- [24] Van den Steen, Eric. Disagreement and the Allocation of Control[J]. Journal of Law, Economics and Organization, 2010, 26(2).

The Judicial Review of the Redistribution of Shareholder Control in American Listed Companies and Its Enlightenment to Chinese Courts

WANG Wenjun

Abstract: If a listed company chooses a two-class or even multi-class shareholding structure in mid-term capital restructuring, there will inevitably be conflicts between large shareholders and minority shareholders due to the redistribution of control rights. The redistribution of shareholder control to the founder or minority shareholders presents a dilemma dichotomy choice. Neither the mean value method nor the stock price reference method can accurately estimate the valuation of control rights. The standard of judicial review of shareholder control dispute cases in American courts represented by the court in Delaware is not stable. Some cases apply the commercial judgment principle, while others apply the total fairness principle. The principle of total fairness has no judicial practical basis in China. Chinese courts may apply the conditions of self-execution in cases where the preset conditions have been successfully executed, draw lessons from the idea of equity, compromise the conflict of interests of both sides, and find a relatively reasonable space.

Keywords: listed company; share structure; mid-term capital restructuring; reallocation of control rights; judicial review

(责任编辑: 金孝柏)