

# 论双重股权结构监管制度的构建

## 以控制权利益的内涵为视角

沈骏峥\*

**摘要** 公司控制权可能被经营者滥用以追求自身利益,但它也可以保护并激励经营者为公司实施其作为企业家的独有见识并努力获得企业专用型知识和技能。双重股权结构会恶化控制权利益的黑暗面,但又能够支持其光明面。因此,双重股权结构的监管制度应当遏制经营者滥用该类结构损害公司和外部股东的利益,但同时不应当对经营者通过该类结构掌握控制权造成重大损害或限制。为达成这一目标,监管机构可以对股东投票权与剩余索取权的分离程度进行适当限制,也可以通过事件型日落规则将双重股权结构与创始人对公司的领导绑定在一起。不过,后一种监管方式会使全面禁止双重股权资本重组成为必要。与此同时,监管机构通常不应当采用突破规则和时间型日落规则。中国大陆关于双重股权结构的监管制度并未达到遏制控制权利益黑暗面与支持其光明面之间的平衡,其中的部分规则有待改进。

**关键词** 双重股权 一股一权 控制权利益 公司治理

### 一、问题的提出

双重股权结构是指,公司发行两类(或以上)普通股,<sup>[1]</sup>不同类别的普通股每股包含不同数量的投票权。低投票权股通常被发行给公众,高投票权股则通常由公司经营者持有。由此,

\* 华东政法大学经济法学院讲师。

[1] 本文所称普通股,指与优先股相对的、在收益权上不具有优先性的股份,通常具有投票权。

经营者得以在仅持有少量股份的情况下获得对股东会投票的控制。双重股权结构因而受到不少创业者的青睐。近年来,在美国市场中,将双重股权结构纳入首次公开募股(以下简称“IPO”)的企业迅速增加;〔2〕为增强本地资本市场的竞争力,中国香港地区、新加坡和中国大陆在近期先后修改了相关规则,完成了对双重股权上市由禁止到有限允许的转变。〔3〕

那么,双重股权结构的监管制度应当如何构建呢?探讨这一问题离不开对控制权利益的准确认识。双重股权结构本质上是一种非常规的分配公司控制权的机制。经营者通过这一机制控制股东会投票,并以此牢牢掌握住决定公司事务的权力。然而,背离通行的一股一权结构会招致资本市场的负面回应,显著增大企业的融资难度,同时减损经营者自身的福利。〔4〕那么,经营者为什么如此渴求保留公司控制权,以至于不惜承担这样的成本?换言之,控制权究竟为经营者带来了什么利益?其中哪些利益是需要法律遏制的,哪些利益是值得法律保护的?只有当这些问题被解答之后,针对双重股权结构的政策选择才能有明确的方向和标准。

本文将从控制权利益的视角出发,分析双重股权结构的利弊及其监管方法,为中国大陆的相关监管制度提出改进建议,并总结出一些具有普遍参考意义的政策建议。关于本文的研究范围,有三点需要明确。第一,与绝大多数现有文献一致,本文关注上市公司语境下的双重股权结构。由于上市公司中存在大量公众股东,监管机构尤需关注上市公司对双重股权结构的使用。第二,本文的讨论对象是为双重股权结构制定的强制性规范,它们代表了监管机构对双重股权上市公司最基本的公司治理要求。有些公司可能会基于自身情况,在其章程中写入比这些强制性规范更严格的公司治理条款,此类情形不在本文的讨论范围之内。第三,本文所提出的具有普遍参考意义的政策建议建立在对双重股权结构经济性质的分析之上。然而,一个经济体可能会基于自身特定的市场情况或者政策目标而有意采取与双重股权结构本身的经济性质不相符的监管措施,此类情形亦不在本文的讨论范围之内。

## 二、控制权利益的内涵与双重股权结构的利弊

传统、主流的公司治理文献将股东与经营者的关系视为一种委托代理关系:股东作为公司

〔2〕 See Andrew William Winden, “Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2018, No. 3, 2018, pp. 854—855.

〔3〕 三地关于双重股权上市的公司治理规则, See Stock Exchange of Hong Kong Main Board Listing Rules (HKLRs), Chapter 8A(生效于2018年4月); Singapore Exchange Mainboard Rules (SGMRs) 210(10), 730B, 803A(生效于2018年6月);《上海证券交易所科创板股票上市规则》(2020年12月修订)(以下简称“科创板上市规则”)第四章第五节;《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2020年12月修订)第四章第四节。由于上交所和深交所的相关规则几乎完全一致,本文在论及中国大陆时,将仅讨论上交所之规则,所作的分析及修改建议同样适用于深交所。

〔4〕 参见王骞然、胡波:“双层股权结构研究进展”,《经济学动态》2018年第9期,第121—122页;Alessio M. Paces, *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers*, London and New York: Routledge, 2012, pp. 35—36.

财产的剩余索取权人,享有公司控制权,并将其委托给经营者行使,股东利益的实现因而取决于经营者的行为;相比(外部)股东,〔5〕经营者更加了解公司的具体情况和自身的才能、努力,这使(外部)股东对经营者的监督相当困难,因此,经营者可能滥用控制权以追求自身利益。〔6〕滥用控制权的自利行为有多种类型,包括但不限于通过关联交易窃取公司财产、褫夺公司的商业机会、获取过高的薪酬和福利、占据管理职位而敷衍职责等。此类行为为经营者带来的利益可被称为控制权利益的黑暗面,而一股一权结构则对其进行了基本约束:当经营者不持有或仅持有少量股份时,股东可以撤换恶意或不称职的经营者;当经营者持有大量股份而成为控制股东时,虽然他很难或无法被撤换,但他与公司的利益在很大程度上被绑定在一起,前述控制权滥用行为为他带来的利益将大幅减少。然而,双重股权结构让经营者无需持有大量股份便可成为控制股东,不可避免地增加了经营者滥用控制权以自利的倾向;而且,经营者作为股东所拥有的投票权与剩余索取权的分离程度越大,这种倾向就越强。〔7〕双重股权结构会恶化控制权利益的黑暗面正是许多学者对该类结构持否定性评价的根本原因。〔8〕

然而,委托代理理论无法解释一个极为普遍而重要的公司治理现象——控制权固化于经营者手中。〔9〕从该理论的逻辑出发,应对控制权滥用的直接方式就是委托人将控制权从代理人手中收回(并将其分配给另一个更为高效的代理人)。〔10〕可是,在公司治理实践中,若未征得经营者的同意,(外部)股东往往无法从其手中取回控制权。

首先,在大多数经济体的股市中,存在控制股东的公司占据了主导地位,〔11〕而外部股东很难或无法从控制股东手中夺取控制权。法律与金融学派认为,一国股市中的股权集中持有现象是该国法律没有为投资者提供足够保护而造成的。〔12〕这一主张虽然与委托代理理论相

〔5〕 经营者及其关联方可以持有股份而成为股东,但此类股东与其他股东的利益诉求很可能并不完全一致。当需要对二者予以区分时,后者可被称为外部股东,而委托代理关系的双方是外部股东和经营者。

〔6〕 See, e.g., Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, New York: Oxford University Press, 1995, pp. 127–128.

〔7〕 相关的数学模型, See Mike Burkart and Samuel Lee, “One Share-One Vote: The Theory”, *Review of Finance*, Vol. 12, Issue 1, 2008, pp. 22–24; 相关的经验证据, See Ronald W. Masulis et al., “Agency Problems at Dual-Class Companies”, *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 4, 2009, pp. 1701–1716; Paul A. Gompers et al., “Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 3, 2010, p. 1073.

〔8〕 See, e.g., Masulis et al., *supra* note 7, pp. 1701–1716; Lucian A. Bebchuk and Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, Vol. 103, No. 4, 2017, pp. 590, 602–603.

〔9〕 See Paces, *supra* note 4, pp. 32–36.

〔10〕 See Hart, *supra* note 6, pp. 186–209.

〔11〕 See Gur Aminadav and Elias Papaioannou, “Corporate Control Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 3, 2020, pp. 1202–1209.

〔12〕 See Rafael La Porta et al., “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, 1998, pp. 1113–1155.

辅相成,但它自身的科学性已经遭到后续研究的强烈质疑,<sup>[13]</sup>而且,它显然不符合以下基本事实:许多发达经济体拥有良好的投资者保护法律制度,同时它们的股市中普遍存在股权集中持有的现象。<sup>[14]</sup>

其次,在美国和英国的股市中,尽管分散持股型公司占据了主导地位,<sup>[15]</sup>但经营者在总体上依然将控制权固化于自己手中。当一家上市公司的股份被分散持有在大量公众股东手中时,即使他们对经营者不满,集体行动的困境往往使任一股东都没有意愿去组织针对经营者的监督或罢免行动。此类困境并不存在于敌意收购中,但在实践中,通过敌意收购撤换经营者往往也不可行。美国公司的董事会通常拥有采取反收购措施的权力,而英国上市公司的经营者可以利用保护中小股东免受大股东压迫的监管规则,通过持有公司一小部分的股份来抵御敌意收购。<sup>[16]</sup>有研究发现,在1990至2007年间,美、英两国股市中的敌意收购与善意收购的比率分别为0.7%和2.57%,敌意收购极为罕见。<sup>[17]</sup>

最后,投资者通常在购买股份前便已知晓公司控制权固化于经营者手中。例如,在IPO阶段,公司便明确创始人所持股份将超过公司总股本的50%,或者公司以双重股权结构上市,或者公司章程没有排除董事会采取反收购措施的权力。在这样的情形下,投资者购买股份实质上意味着他们与经营者达成了一项合意,即公司控制权真正的所有者是经营者而非(外部)股东,前者对控制权的占有不受后者的干涉。

全球股市中大规模的控制权固化现象极大地限制了委托代理理论在公司治理领域的解释力。面对这一现象,更具说服力的理论是控制权利益除黑暗面以外,还有光明的一面,经营者对后一类利益的享有能够促进公司和股东的整体利益。据此可以解释控制权固化的普遍性:一方面,为了获得光明面的控制权利益,一个忠实、勤勉的经营者同样会高度珍视控制权而不愿让它被别人夺走;另一方面,为了让控制权利益的光明面促进自身福利,股权投资者会在更大程度上愿意接受一个自己无权决定控制权分配的公司治理结构。

在具体内容上,控制权利益的光明面主要体现在经营者为公司投入的独有见识(idiosyncratic vision)得到了充分保护。此种保护也会反过来加强经营者为公司投入其独有见识的动机。当这些独有见识所对应的商业策略获得成功时,公司将获得超过市场平均水平的回

---

[13] See, e.g., Clifford G. Holderness, "Law and Ownership Reexamined", *Critical Finance Review*, Vol. 5, No. 1, 2016, pp. 41-83.

[14] See Ronald J. Gilson, "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy", *Harvard Law Review*, Vol. 199, No. 6, 2006, pp. 1645-1650.

[15] See Aminadav and Papaioannou, *supra* note 11, p. 1208.

[16] See Paccès, *supra* note 4, pp. 178-193.

[17] See Pepper D. Culpepper, *Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan*, New York: Cambridge University Press, 2011, p. 34.

报。<sup>[18]</sup>在很大程度上,经营者的独有见识将其所任职之企业与其他市场竞争者区分开来,构成了该企业的核心竞争力。然而,由于经营者与外部股东之间的信息不对称,在前者取得商业成功之前,后者往往无法(充分)认识到前者的独有见识的价值,而前者也往往无法对该价值进行(充分)证明。<sup>[19]</sup>事实上,这些独有见识之所以可能产生超过市场平均水平的回报正是因为经营者预见到的商业机会是现在的市场没有预见到而无法定价的。<sup>[20]</sup>当经营者践行其独有见识时,他扮演的角色是实现生产要素新组合的企业家。<sup>[21]</sup>与此同时,由于企业绩效会受到多种因素的影响,经营者的工作质量无法直接以企业绩效衡量。上述因素使企业家—经营者无法就其独有见识的实施和报酬与外部股东达成一份事前的、明晰的合同。<sup>[22]</sup>在此情形下,控制权固化于企业家—经营者手中的正面作用便凸显了出来。

首先,当企业家实施其独有见识时,由于信息不对称和商业活动的复杂性,他与外部股东可能就当前商业计划的存续和实施方式产生意见分歧;尤其当公司经营遭遇挫折时,企业家与外部股东的意见分歧可能难以调和。<sup>[23]</sup>如果外部股东有能力从企业家手中取回控制权,企业家将被迫放弃自己的商业计划,甚至被逐出管理层。反之,如果企业家牢牢掌握住了控制权,那么,即使遭到外部股东的反对,企业家也可以持续践行自己的独有见识。<sup>[24]</sup>毫无疑问,控制权固化带来的这种确定性是促使企业家投入其独有见识的一大激励因素。

另外,由于企业家独有见识的经济性质,与之对应的报酬具有延后性,并且无法被载明于具有法律强制执行力的合同上。延后性是指,当企业家实施了独有见识并且待其效果显现之后,他才能获得相应的报酬。这些延后性的报酬常常是精神上的、非货币性的,例如,将一家企业带向成功的心理满足、对家族名誉的保护和提升以及控制一家成功企业所带来的社会地位等。<sup>[25]</sup>但当时机成熟时,企业家也可以将其独有见识的价值变现,即在善意收购中通过协商获得超出其所持股份价值的额外利益。<sup>[26]</sup>由于缺乏有效的合约保护,控制权固化于企业家手中是以上类型的报酬得以实现的前提。若外部股东有能力从企业家手中取回控制权,他们可以待企业家实施完毕其独有见识后将其逐出管理层并侵占其独有见识所产生的价值,而这

[18] See Zohar Goshen and Assaf Hamdani, "Corporate Control and Idiosyncratic Vision", *The Yale Law Journal*, Vol. 125, Issue 3, 2016, pp. 577—578.

[19] *Ibid.*, p. 579.

[20] See Paccès, *supra* note 4, p. 16.

[21] 关于企业家的定义和特征,参见(美)约瑟夫·熊彼特:《经济发展理论》,贾拥民译,中国人民大学出版社2019年版,第69—88页。

[22] See Paccès, *supra* note 4, pp. 124—125.

[23] See Goshen and Hamdani, *supra* note 18, pp. 565—566, 580.

[24] *Ibid.*, p. 576.

[25] See Shen Junzheng, "The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective", *Hong Kong Law Journal*, Vol. 46, Part 2, 2016, p. 486.

[26] See Paccès, *supra* note 4, pp. 126—127.

样的前景显然会抑制企业家在公司经营中投入其独有见识。<sup>[27]</sup>

与独有见识类似,经营者投入企业的另一类人力资本也需要依靠控制权来保障相应的报酬——企业专用型知识和技能。经营者常常需要投入自己的时间和资源来获得与所任职企业自身特点相关的知识和技能。这些知识和技能会增加经营者对这一特定企业的价值,但不会(在同等程度上)增加经营者在其他潜在就业关系中的价值。<sup>[28]</sup>同时,这些知识和技能对企业绩效的影响很难被准确界定,遑论测量,因而与之对应的报酬无法得到有效的合约保护。<sup>[29]</sup>此类报酬可以是经营者精神上的满足,也可以是在善意收购中获得的额外利益。当控制权固化于经营者手中时,前述报酬得以确保,经营者努力获得专用型知识和技能的动机会被加强,公司和外部股东亦将从中受益。

综上所述,公司控制权对经营者有极高的正面价值,一个对剥削股东利益毫无兴趣的经营者同样会高度珍视控制权。因此,在一股一权结构下,通过大量持股掌握控制权的经营者很可能遇到以下困境:公司的进一步发展需要新一轮的股权融资,但发行更多的股份意味着自己的控制权被稀释。经营者可能没有足够的财产来等比例地购买新发行的股份以维持控制权;即便经营者有足够的财产,对他而言,购买额外的股份可能依然不是明智的选择,因为这会增加他在公司中的投资所面临的非系统性风险。<sup>[30]</sup>由此可能带来的后果是,公司为了防止经营者的控制权被稀释而选择放弃需要股权融资的商业机会,公司的发展因而受到限制。若经营者等比例地购买了公司新发行的股份,为了防止自己的投资面临过高的非系统性风险,经营者可能倾向于为公司选择低风险的商业项目——而非最大化公司和股东整体利益的项目。集中持股所造成的经营者过度的风险厌恶同样可能存在于公司使用内部留存资金进行投资的场合。

双重股权结构能有效解决上述问题。面对新股发行,经营者可以持有高投票权股来维持控制权,无需再次对公司注资;同时,公司可以向公众发行低投票权股来为新的商业项目融资。经营者也可以利用双重股权结构,在保留控制权的前提下,出售自己持有的部分股份以降低非系统性风险并避免过度的风险厌恶。<sup>[31]</sup>双重股权结构使经营者对控制权的珍视不会成为公司发展的阻碍,而它对控制权的保护可以激励经营者为公司投入其独有见识及获取专用型知识和技能,公司和外部股东都将从中受益。简言之,双重股权结构能够消除控制权维持、股权融资与经营者在公司中的投资所面临的非系统性风险之间的紧张关系。双重股权结构的这一

[27] See Paccos, *supra* note 4, pp. 123, 126.

[28] 参见(美)玛格丽特·M·布莱尔、(美)马克·J·罗伊编:《雇员与公司治理》,陈宇峰、王永齐译,中国人民大学出版社2013年版,第51页。

[29] 同上注,第53页。

[30] 非系统性风险是与某一特定资产上的投资相关的风险,投资者可以通过分散投资来抵消此类风险。See Ronald J. Gilson, "Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes", *Virginia Law Review*, Vol. 73, No. 5, 1987, p. 828.

[31] 经营者也可能过度减少自己在公司中的经济利益,因而有过高的风险偏好。但这一问题可以通过限制股东投票权与剩余索取权的分离程度加以应对。详见下文第三(一)部分。

重要功能得到了经验证据的支持。<sup>[32]</sup>

### 三、双重股权结构的监管制度

如上文所述,公司控制权可能被经营者滥用以追求自身利益,但它也可以保护并激励经营者为公司实施其作为企业家的独有见识并努力获得企业专用型知识和技能。对双重股权结构而言,控制权利益的两面性说明,法律应当遏制经营者滥用该类结构损害公司和外部股东的利益,但不应应对经营者通过该类结构掌握控制权造成重大损害或限制。前者的重要性显而易见,而后者同等重要。尤其在中国大陆的资本市场中,只有符合特定标准的创新企业才能以双重股权结构上市。<sup>[33]</sup> 相较于传统行业中的企业,创新企业的生存与发展更加依赖企业家独有见识与专用型知识和技能,这一特点使双重股权结构的正面作用能在创新企业中得到更大程度的发挥,但它同时表明,中国大陆关于双重股权结构的监管制度必须重视对经营者掌握控制权的支持。

需要注意的是,对双重股权结构的监管与一些普遍适用的公司法律制度息息相关。比如,不论上市公司采用何种股权结构,信息披露规制、关联交易规制、收购规制和经营者信义义务都是遏制控制权滥用行为的重要制度。但是,在不同的股权结构下,这些规则所应对的问题并无实质性的不同。本文的讨论范围不包括普遍适用的公司法律制度,而限于与双重股权结构直接相关的监管制度。

#### (一)两权分离程度之限制

若无外在制约,双重股权结构有能力无限分离经营者作为股东所拥有的投票权和剩余索取权。比如,公司可以任意设定高低投票权股的每股投票权数量的比率,甚至向公众发行无投票权普通股。而两权分离的程度越大,经营者滥用控制权以自利的倾向就越强。与此同时,双重股权结构支持控制权利益光明面的能力正是来自于两权分离降低了经营者控制股东会投票的难度。为了取得上述两项因素间的平衡,监管机构可以对两权分离的程度进行适当限制。不过,两权分离的程度首先会受到市场的制约。投资者会对低投票权股进行风险折价,甚至可能不愿意购买伴有过大分离程度的低投票权股,而这会反过来促使双重股权公司选择一个适当的分离程度。那么,监管机构是否应当施加额外制约呢?

对此问题,美国的政策选择是完全依赖市场,但这一举措未必适合于其他经济体。首先,

[32] See, e.g., Bradford D. Jordan et al., “Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, 2016, pp. 304—328.

[33] 在上交所科创板或深交所创业板上市的企业被允许采用双重股权结构。科创板面向高新技术产业和战略性新兴产业,而创业板主要服务成长型创新企业。《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》第3条;《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》第2条。

机构投资者在美国市场中的参与度极高。<sup>[34]</sup> 美国市场对低投票权股的定价能力很可能高于他国市场,监管干预对后者很可能是必要的。值得注意的是,在香港地区和新加坡,尽管机构投资者的市场参与度较高,<sup>[35]</sup>两地的监管机构依然选择对双重股权结构分离股东投票权和剩余索取权的能力施加强制性的限制。<sup>[36]</sup> 其次,即便在美国市场中,两权极端分离的情况也无法依靠市场力量完全消除。历史上的两个著名案例是 Dodge Brothers, Inc. 和 Industrial Rayon Corporation。前者通过向公众发行债券、优先股和无投票权普通股筹集了约 1.3 亿美元,但其控制股东仅以 225 万美元购得了公司大部分投票权股;后者发行的普通股中,无投票权股所占的比例高达 99.67%。<sup>[37]</sup> 近期的知名案例是 Snap, Inc.。该公司向公众发行无投票权普通股,而其创始人持有投票权股并以此控制了约 99% 的股东投票权。<sup>[38]</sup> 这一股权结构还使美国证券法中的许多股东保护规则无法适用于该公司。<sup>[39]</sup>

中国大陆选择了与香港地区和新加坡相同的监管模式。首先,上海证券交易所(以下简称“上交所”)仅允许双重股权上市公司发行两类普通股,不同类别的普通股每股包含不同数量的投票权,但其他股东权利完全相同。<sup>[40]</sup> 其次,每份高投票权股的投票权数量不得超过每份低投票权股的投票权数量的 10 倍。<sup>[41]</sup> 公司因而无法发行无投票权普通股;且公司中 50% 的股东投票权至少对应于对公司资产 1/11 的剩余索取权,若控制股东想持有更高比例的投票权,则必需的剩余索取权亦会相应增加。<sup>[42]</sup> 与此同时,高投票权股持有人合计须持有公司 10% 以上的已发行普通股。<sup>[43]</sup> 这些规则使双重股权公司的经营者必须在公司中保有一定份额的经济利益,从而在一定程度上缩小了经营者滥用控制权以自利的空间。

对中国大陆而言,将高低投票权股的最高投票权比率设定在 10:1 是稳妥的选择。这一比率在美国双重股权上市公司的自主选择中最为常见,<sup>[44]</sup>一定程度上代表了市场力量自然选

[34] Barclay Palmer, “Introduction to Institutional Investing” (updated Jan. 17, 2020), <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/introduction-institutional-investing.asp>, last visited on 8 April 2021.

[35] 参见港交所:《框架咨询文件:建议设立创新版》(2017年6月),第82段。

[36] HKLRs 8A.07, 8A.09, 8A.10, 8A.23, 8A.24; SGMRs 210(10)(d), (g), (h), 730B.

[37] See Joel Seligman, “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy”, *George Washington Law Review*, Vol. 54, Issue 5, 1986, p. 694.

[38] See Snap Inc., Filings to Securities and Exchange Commission (SEC), Form 10-Q (April 22, 2020), p. 43.

[39] *Ibid.*, pp. 62–63.

[40] 《科创板上市规则》第 4.5.4 条、第 4.5.5 条。

[41] 《科创板上市规则》第 4.5.4 条第 2 款。

[42] 相关的数学模型, See Clas Bergström and Kristian Rydqvist, “Ownership of Equity in Dual-Class Firms”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 14, Issue 2, 1990, pp. 262–265.

[43] 《科创板上市规则》第 4.5.3 条第 2 款。

[44] 参见港交所:《咨询文件:新兴及创新产业公司上市制度》(2018年2月),第125段。

择的结果。当然,人为设定的最高投票权比率不可避免会造成一定的制度僵化,有些企业可能确实需要采用更高投票权比率的双重股权结构来满足自身的商业需求。但是,鉴于中国大陆市场中投资者的整体成熟程度尚待提高,<sup>[45]</sup>上交所的政策选择值得支持。此外,香港交易所(以下简称“港交所”)和新加坡交易所(以下简称“新交所”)为双重股权上市公司设定的最高投票权比率也是 10:1。<sup>[46]</sup>

最后,上交所还规定,在不考虑高低投票权股差异的前提下,单独或合计持有公司 10%以上普通股的股东有权提议召开临时股东大会,持有 3%以上则有权提出股东大会议案。<sup>[47]</sup>股东大会对包括选任独立董事在内的一些重大事项进行表决时,高低投票权股的每股投票权数量被视为相同。<sup>[48]</sup>此外,证监会规定,上市公司的董事会中至少三分之一的成员须为独立董事。<sup>[49]</sup>这些规则赋予了双重股权上市公司的外部股东影响公司某些关键决策的能力,对控制权利益的黑暗面施加了一定程度的限制;同时,经营者可以保持对公司总体上的控制,双重股权结构对控制权利益光明面的支持作用没有受到实质性的影响。采用上述监管方式时,监管机构通常应将低投票权股持有人被赋予的公司治理权利约束在以下限度内:经营者依然可以通过持有高投票权股保持对公司总体上的稳定控制。否则,双重股权结构对控制权利益光明面的支持作用将被毁坏。中国大陆的上述规则符合这一原则。<sup>[50]</sup>

## (二)突破规则(Breakthrough Rule)

双重股权结构对控制权利益黑暗面的恶化作用很大程度上来自于其对敌意收购的强大抵御能力。因此,从表面上看,令双重股权上市公司受制于敌意收购似乎是去除双重股权结构之弊端的有效监管方式。这一监管思路最初见于欧盟《收购要约指令》中的突破规则。该规则关于双重股权结构的主要内容是,当收购要约结束后,若收购者持有目标公司 75%以上的有投票权之股份,则收购者有权召开股东大会,且在该会议中,投票权股每股均包含一份投票权,且与任命董事会成员的特别权限有关的章程条款丧失效力。<sup>[51]</sup>收购者可以据此变更目标公司的股权结构和管理层。

中国大陆亦接受了上述监管方式,但香港地区、新加坡和美国都没有这样做。由于中国大陆、香港地区、新加坡的相关规则看似一致、实则不同,将它们进行对比是必要的。三地监管机构都规定,双重股权上市公司的股东大会决议公司章程修改时,应当以一股一权作为计票标

[45] 参见郭雳、彭雨晨:“双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴”,《北京大学学报》(哲学社会科学版)2019年第2期,第139页。

[46] HKLR 8A.10; SGMR 210(10)(d).

[47] 《科创板上市规则》第4.5.7条第1款。

[48] 《科创板上市规则》第4.5.10条。

[49] 证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第一(三)部分。

[50] 举例而言,偏离这一原则的一类规则是要求双重股权公司以一股一权为计票标准选举董事会全体成员。

[51] European Union Directive 2004/25/EC on Takeover Bids (EU DTB), Art. 11(4).

准。<sup>[52]</sup>同时,持有有一定比例股份的股东有权召开股东大会并提出议案。<sup>[53]</sup>那么,双重股权上市公司的外部股东是否可以在一股一权的计票标准下,修改公司章程,拆除双重股权结构或对其施加更多限制?

在香港地区,答案无疑是否定的。香港地区《公司条例》确立了类别表决制度——当公司发行不同类别的股份时,除非章程另有规定,更改某一类别股份附带的权利必须得到该类别股份持有人的批准。<sup>[54]</sup>港交所更是在上市规则中明确:双重股权上市公司的股东大会须以一股一权为计票标准来决议特定事项,此规定之目的并非使低投票权股持有人能够去除或进一步限制高投票权股之投票权;若要更改高投票权股之投票权,公司必须按照自身所须遵守之法律法规,取得该类别股份持有人之许可;若相关法律法规并未规定需要该等许可,交易所将在公司注册地法律允许的范围内,要求公司在其章程中加入需要该等许可的规定。<sup>[55]</sup>新加坡的相关规定<sup>[56]</sup>不如香港地区明晰,但其公司法律体系对类别表决机制的接受度很高,<sup>[57]</sup>公司章程可以自由采用该机制。

在中国大陆,情况则不同。关于类别表决制度,现行《公司法》可谓一片空白,而监管部门仅在优先股领域建立了这项制度。<sup>[58]</sup>与此同时,上交所明确要求,双重股权上市公司的股东大会应当以一股一权为计票标准来决议更改高投票权股之投票权,且公司章程应当规定,这一决议须由出席会议的股东所持投票权的三分之二以上通过。<sup>[59]</sup>因此,以最保守的标准计算,当一家双重股权上市公司三分之二以上的普通股被收购后,收购者便可以召开股东大会,提议拆除双重股权结构,并在一股一权的计票标准下通过相关决议,然后撤换公司管理层。在上交所的规定下,双重股权公司也可以成为敌意收购的目标,只不过控制权转移的最低门槛由一股一权结构下的参与表决之股份的二分之一上升到了参与表决之股份的三分之二。

对比上交所的突破规则和欧盟的原版规则,我们可以发现,前者对双重股权结构维持公司

[52] 《科创板上市规则》第4.5.10条第1款;HKLR 8A.24(1); SGMR 730B(1).

[53] 《科创板上市规则》第4.5.7条;HKLR 8A.23; SGMR 210(10)(g).

[54] Companies Ordinance, s. 180.

[55] Note to HKLR 8A.24.

[56] Companies Act 2006, s. 74; SGMR 730B.

[57] 新加坡财政部为封闭式公司制定的模范章程就包含了类别表决机制。Companies (Model Constitutions) Regulations 2015, First Schedule, art. 8.

[58] 《国务院关于开展优先股试点的指导意见》第一(五)部分;证监会《优先股试点管理办法》第10条。

[59] 《科创板上市规则》第4.5.10条。这里引申出了一个问题:上交所是否允许公司章程针对更改高投票权股之投票权的股东决议要求更高的赞同比例?由于双重股权上市的实践在中国大陆还十分稀缺,笔者无法通过观察实践来得出准确结论。依法理,高于法定要求之自愿约束应为有效。但就上交所的相关规则而言,其本意是让超多数股份的持有人有权拆除双重股权结构,提高相关股东决议的通过门槛事实上是在减少这一规则对公司及其经营者的约束。若公司章程可以任意进行此类提高,这一规则将丧失意义。因此,本文推定,上交所不允许公司章程进行此类提高。在实践中,上交所许可了一家红筹企业的章程作出此类提高,但这应被解释为对红筹企业调整适用上市规则。参见下文文中关于九号公司的例子。

控制权的能力所施加的限制比后者更为严苛。首先,关于触发突破的门槛,上交所的规定是参与表决之股份的三分之二,而欧盟的规定是全部投票权股的四分之三;前者明显低于后者。其次,欧盟的突破规则不影响公司发行无投票权普通股,收购该类股份无助于触发突破;<sup>〔60〕</sup>而上交所禁止无投票权普通股的发行。<sup>〔61〕</sup>最后,欧盟规定,若低投票权股被给予经济性权利上的优势,则突破规则不适用。<sup>〔62〕</sup>这一优势可以是高低投票权股在分红权上的差异,即便该差异微不足道。<sup>〔63〕</sup>而上交所要求高低投票权股具有相同的经济性权利。<sup>〔64〕</sup>

尽管研究双重股权结构的文献汗牛充栋,但对突破规则进行实质性分析的文献非常有限,尤其缺乏实证研究。造成这一现象的主要原因是实施突破规则的经济体过于稀少。欧盟的突破规则被转换为国内法后方可实施,而欧盟为调和各方在突破规则上的意见冲突,允许成员国自行选择是否强制要求本国公司遵守突破规则。<sup>〔65〕</sup>根据现有的统计数据,欧盟的主要成员国都拒绝在国内法层面强制执行突破规则。<sup>〔66〕</sup>这从侧面印证了突破规则存在重大缺陷。现有文献对突破规则的批判总体上可以被概括如下:突破规则并不能促进公司收购市场的发展,反而会扭曲经营者的选择,使原本适合采用双重股权结构的公司倾向于放弃上市或发行新股、维持内部人集中持股的状态、更改注册地或上市地或者转而采用其他不受突破规则限制的控制权增强机制,如金字塔结构和交叉持股结构。<sup>〔67〕</sup>

从控制权利益的视角出发,本文认为,突破规则将敌意收购引入双重股权结构的运行之中,虽可能有助于遏制控制权利益的黑暗面,但同时给经营者维持控制权带来过度挑战,极大损害了双重股权结构对控制权利益光明面的支持作用。当公司需要发行新股时,原先通过大量持股掌握控制权的经营将面临以下选择:让自己的控制权被稀释或者提高自己在公司中的投资所面临的非系统性风险。对一些经营者而言,这两个选项均无法承受;他们需要利用双

〔60〕 See Thomas Papadopoulos, “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive”, in *Takeover Regulation: A Legal Approach*, Icfai University Press, 2008, pp. 8–9, <https://ssrn.com/abstract=1114671>, last visited on 8 April, 2021.

〔61〕 《科创板上市规则》第 4.5.4 条、第 4.5.5 条。

〔62〕 EUDTB, Art. 11(6).

〔63〕 See Papadopoulos, *supra* note 60, p. 13.

〔64〕 《科创板上市规则》第 4.5.5 条。

〔65〕 EUDTB, Art. 12(1).

〔66〕 See European Commission, “Report on the Application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids”, COM (2012) 347 final, para. 7; Stefano Cacchi Pessani et al., “Guide to Public Takeovers in Europe 2016/2017” (Jul. 2017), pp. 5, 377, 387, 394, 404, 410, 419, <https://xbma.org/european-update-guide-to-public-takeovers-in-europe-2016-2017/>, last visited on 8 April 2021.

〔67〕 相关的文献梳理, See Christophe Clerc et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, *CEPS Paperbacks*, 2012, pp. 182–188, <https://ssrn.com/abstract=2187837>, last visited on 8 April 2021. 关于金字塔、交叉持股结构及其与双重股权结构间的比较, See Shen, *supra* note 25, pp. 492–499.

重股权结构来消除股权融资、控制权维持和非系统性风险之间的紧张关系。在突破规则下,双重股权结构的前述能力将大打折扣。面对这样的情况,若经营者选择保有光明面的控制权利益,则如现有文献所言,公司可能被迫采取其他行动,即便双重股权结构最适合于公司的具体情况;若经营者被迫放弃光明面的控制权利益,公司经营将缺乏足够的企业家独有见识与企业专用型知识和技能,这将拖累公司的商业表现。

上交所的突破规则对双重股权结构的效用造成了严重破坏。恐怕(部分)归因于此,至本文写作之时,上交所科创板中仅有优刻得科技股份有限公司和九号有限公司采用了双重股权结构。<sup>[68]</sup>而且,这两家公司的股权结构令突破规则难以适用。优刻得公司的高低投票权股的投票权比率是5:1,与控制股东无关联关系之股东合计持有公司69.1%的普通股,<sup>[69]</sup>勉强超过触发突破所需的三分之二的普通股。九号公司的高低投票权股的投票权比率亦为5:1,控制股东以外的股东共持有74.21%的普通股;<sup>[70]</sup>与此同时,作为红筹企业,九号公司可以在一定限度内偏离上交所的监管要求,<sup>[71]</sup>其章程将触发突破的门槛设定在参与表决之股份的85%。<sup>[72]</sup>

结合控制权利益的内涵和上述两家公司的实践,我们可以发现,突破规则很容易异化为一种特殊的最低持股要求。上交所的突破规则事实上是在要求高投票权股持有人(及其关联方)持有公司至少三分之一(或略低比例)的普通股。该规则因而与上交所的另两项规则产生了剧烈冲突——高投票权股持有人须持有公司10%以上的普通股,<sup>[73]</sup>以及高低投票权股的每股投票权数量的比率不得超过10:1。<sup>[74]</sup>前者设定的最低持股门槛完全失去了意义,后者对投票权比率的限制也失去了绝大部分意义。但是,从上交所关于双重股权结构的整个规则体系来看,突破规则的目的应当是促进敌意收购,而非限制股东投票权与剩余索取权的分离程度;即使突破规则以后者为目的,它在语言表达的直接性和明确度上也远不及10%和10:1这两项规则。因此,后两项规则更值得保留。

综上所述,突破规则在理论上存在重大缺陷,在实践中也遭到重大失败,同时缺乏经验证据的支持。上交所的突破规则还使其关于双重股权结构的规则体系产生了剧烈的内部冲突。

[68] 在深交所创业板上市的公司中,尚无采用双重股权结构者。数据来源:上交所网站, <http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/share/>;深交所网站, <http://www.szse.cn/market/product/stock/list/index.html>;最后访问日期均为2021年4月8日。此外,有关部门对双重股权结构的疑虑可能使企业上市申请过程复杂化,这也令拟上市企业不敢轻易采用该类结构。参见程即正,“我国引入双层股权结构的挑战与对策研究——以公司治理为视角”,《南方金融》2020年第10期,第58页。

[69] 参见《优刻得科技股份有限公司首次公开发行股票科创板上市公告书》(2020年1月),第18页。从优刻得公司后续披露的信息来看,其股权结构并未发生大的变化。

[70] 参见《九号有限公司境内公开发行存托凭证科创板上市公告书》(2020年10月),第25页。

[71] 《科创板上市规则》第13.1.11条。

[72] 《九号有限公司章程细则》第11.8条。

[73] 《科创板上市规则》第4.5.3条第2款。

[74] 《科创板上市规则》第4.5.4条第2款。

本文建议,上交所应当废止其有关更改高投票权股之投票权的现行规则,并学习港交所的做法,要求公司章程规定,高投票权股之投票权的更改需要得到该类别股份持有人的批准。其他经济体通常亦不宜采用突破规则。

### (三)日落规则

日落规则是指,当预先确定的情形发生时,双重股权公司的股权结构须变更为一股一权。这一预定情形可以是某一确定时间点的到来——例如,在IPO的10年之后——也可以是某些特定事件的发生——例如,公司控制权发生转移。日落规则可以据此分为时间型与事件型两类。<sup>[75]</sup> 中国大陆、香港地区和新加坡均采用了后者而未采用前者;美国则依然选择完全依赖市场。<sup>[76]</sup> 对中国大陆而言,由于其资本市场尚待成熟,采用强制性的日落规则确实更为妥当。<sup>[77]</sup>

#### 1. 时间型日落规则之批判

日落规则的首倡者别布丘克和卡斯蒂尔教授认为,双重股权结构对公司的价值会随着时间的推移不断降低,乃至变成公司发展的阻碍。这是因为,在IPO阶段,公司创始人关于特定行业的特殊技能和精深知识可能使其最适合领导该公司,但随着时间的推移,创始人高人一等的领导能力可能会由于年龄的增长或者商业、技术环境的快速变化而不断下降,乃至低于合理水平;双重股权结构还使创始人能够将控制权转让给自己的后代,而后者很可能缺乏领导公司的能力。<sup>[78]</sup> 两位教授建议,上市公司双重股权结构的有效期应当是一段有限的时间,如在IPO之后的10年内;当截止日期到来时,与公司控制人无关联关系的股东可以投票表决是否延长双重股权结构的有效期;被延长的有效期也应当是一段有限的时间,并在到期后,由无关联的股东决定是否再次延期。两位教授认为,前述规则能够确保只有高效的双重股权结构会被保留下来,而且公司控制人将更有动力把公司经营好以换取外部股东支持双重股权结构的延期。<sup>[79]</sup>

两位教授的观点得到了美国机构投资者的大力支持,后者已经开始积极游说美国监管机构推行时间型日落规则。<sup>[80]</sup> 我国颇多学者也认为,中国大陆的监管机构应当采取

[75] 参见郭雳等,见前注[45],第141—142页。触发日落规则的事件可以是高投票权股持有人持有公司股份的比例下降至某一阈值,上交所便采用了此类日落规则。《科创板上市规则》第4.5.3条第2款、第4.5.9条第1款。由于其实质内容已被包含于上文第三(一)部分,本部分不再赘述。

[76] 关于美国市场中的相关实践情况,See Winden, *supra* note 2, pp. 870—886.

[77] 参见郭雳等,见前注[45],第139页。

[78] See Bebchuk and Kastiel, *supra* note 8, pp. 602—617.

[79] See Bebchuk and Kastiel, *supra* note 8, pp. 618, 623, 625.

[80] 参见张巍:“双重股权架构的域外经验与中国应对”,《财经法学》2020年第1期,第73—75页。

此类规则。<sup>〔81〕</sup>但当控制权利益的光明面被纳入考虑,我们会发现,别布丘克和卡斯蒂尔的观点存在重大缺陷。首先,双重股权结构的核心功能之一是保障经营者能安心践行其作为企业家的独有见识而免受外部股东的干扰,因此,日落规则应当为企业家独有见识的实施留出足够的时间。可是,由于每项独有见识的具体内容是不同的,每家企业的具体情况亦不相同,所以,时间型日落规则对双重股权结构存续时间的“一刀切”式的限制不可避免是专断而脱离实际的。由监管机构为每一家企业的双重股权结构设置单独的时间限制亦不切实际。以其性质论,企业家独有见识无法被其他市场参与者(充分)理解,遑论监管机构;更何况,商业环境可能会发生重大变化,技术研发也可能遇到意想不到的瓶颈,因此,可能连经营者本人都无法较为准确地估算将其独有见识实施完毕需要多长时间;此外,假使监管机构根据经营者现有的独有见识设置了双重股权结构的存续时间限制,经营者还可能在此之后产生新的独有见识。

其次,双重股权结构的另一核心功能是保障经营者能获得对应于其独有见识与企业专用型知识和技能的报酬。这些报酬具有延后性,对它们的获取依赖于对公司控制权的掌握。时间型日落规则使外部股东能够在等待一段确定的时间后拆除双重股权结构,进而无偿占有上述见识、知识和技能所产生的价值。这一前景会大大削弱经营者践行其独有见识及获得专用型知识和技能的意愿,进而拖累公司的商业表现。值得注意的是,即便某些公司创始人会如别布丘克和卡斯蒂尔所认为的那样,其领导公司的能力会随着时间的推移而不断下降,这也不可能正当化对创始人应得之延后性报酬的剥夺。因此,创始人的领导能力的变化无法构成支持时间型日落规则的充分理由。

根据别布丘克和卡斯蒂尔的建议,时间型日落规则可以授权外部股东投票批准延长双重股权结构的有效期。这可能导致以下观点:若创始人的经营表现令外部股东感到满意,双重股权结构就能不断得到延期,上文所提到的种种问题便可迎刃而解。但从外部股东自身的利益取向来看,不论创始人的经营表现如何,外部股东都有强烈的动机去否决双重股权结构的延期。<sup>〔82〕</sup>当该结构被拆除,公司控制权将从创始人手中转移至外部股东,这将显著增加后者所持股份的价值;外部股东还获得了更换公司管理层的权力;此后还可能出现将公司作为收购目标、愿意溢价收购外部股东所持股份的人。若外部股东满意于创始人的经营表现,他们可以在

〔81〕 例如,参见朱慈蕴、(日)神作裕之:“差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角”,《清华法学》2019年第2期,第23页;汪青松:“公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护——以美国制度环境与中概股样本为例”,《环球法律评论》2019年第5期,第158页;张巍,见前注〔80〕,第76页、第84页;刘胜军:“新经济下的双层股权结构:理论证成、实践经验与中国有效治理路径”,《法学杂志》2020年第1期,第96页。

〔82〕 有学者提出过类似观点,但对其所作的解释非常简略。See Jill Fisch and Steven Davidoff Solomon, “The Problem of Sunsets”, *Boston University Law Review*, Vol. 99, Issue 3, 2019, pp. 1084–1085.

拆除双重股权结构的同时保留创始人的管理职位。若创始人不接受这样的安排,外部股东可以另找一位合适的经营者代替创始人。因此,通常情况下,对外部股东而言,拆除双重股权结构的成本并不高,收益却很大;创始人是否依然是适合于公司的领导者,这一点无关紧要。值得注意的是,由于外部股东固有的利益取向,机构投资者对时间型日落规则的支持并不意味着该类规则一定有助于提升公司的整体价值。

当公司股份被分散持有时,外部股东的集体行动困境会在一定程度上缓和他们选择拆除双重股权结构的固有倾向。当双重股权结构的延期被否决,创始人恼火于此而无法被继续信任时,外部股东需要更换公司管理层,但由于集体行动的困境,这并非简单的任务。但是,这一点无关于时间型日落规则的目标和内容。更重要的是,当双重股权结构的有效期接近尾声,爆发控制权竞争的可能性是真实存在的。控制权竞争者可以在双重股权结构即将过期时购入足够股份,拥有一股一权计票标准下的控制性份额,然后在相关的股东大会上否决双重股权结构的延期。即便创始人有优秀的经营表现,亦无法影响控制权竞争者的投票选择。

综上所述,时间型日落规则将极大损害双重股权结构对控制权利益光明面的支持作用。与此同时,在双重股权结构的有效期内,时间型日落规则无法对控制权利益的黑暗面进行约束。因此,诚实的经营者可能选择双重股权上市以外的选项,如放弃上市或者采用集中持股结构或其他控制权增强机制,以此确保自己能够获得光明面的控制权利益;恶意的经营者可能依然愿意选择双重股权上市,但在他掌握控制权的时期内,他会大肆攫取黑暗面的控制权利益。简言之,时间型日落规则的实际效果很可能并非去除有害的双重股权结构,反而是过滤掉了潜在、高效的双重股权结构。

有学者提议以“遵守或解释”的路径实施时间型日落规则——双重股权上市公司有权选择是否遵守该类规则,但应当对其遵守情况加以说明;若选择不遵守,公司应当说明理由。<sup>[83]</sup>在这一路径下,时间型日落规则的弊端确实能够得以缓解,并且该类规则对双重股权结构的定期审查功能也在一定程度上得以保留。然而,“遵守或解释”这一执行路径旨在促使相关的默认规则得到普遍遵守,同时维持监管体系的灵活性以满足特定公司的个性化治理需求;就该默认规则而言,它应当代表了公认的最佳公司治理实践。由于其重大缺陷,时间型日落规则远未达到这一标准。“遵守或解释”路径下的时间型日落规则很可能在实践中导致以下情况:仅有

[83] 参见沈朝晖:“双层股权结构的‘日落条款’”,《环球法律评论》2020年第3期,第77—83页。在默认规则的设计上,沈朝晖建议:当日落期限到来时,双重股权结构默认自动续期,除非股东大会决议反对其继续存在;在表决时,高低投票权股的每股投票权数量相同;公司股权结构的变动属于重大决议事项,应当经过参与表决之股份的三分之二以上通过。同上注,第82页。相比别布丘克和卡斯蒂尔所提议的日落规则,上述默认规则可以有效降低双重股权结构得到延期的难度,从而有助于维护光明面的控制权利益。但是,这一默认规则仍然存在两大问题。第一,默认的日落期限的设定依然包含巨大的主观性。第二,在该默认规则下,控制权竞争者依然能够在日落期限到来时发起敌意收购,创始人利用双重股权结构来确保光明面的控制权利益的意愿仍可能落空。事实上,除了存在周期限制外,该默认规则在其他方面与上交所的突破规则并无差异。

少量双重股权上市公司遵守默认规则,而大部分公司选择不遵守并因此需要提供解释。这对整个市场而言将是一笔不菲的交易成本。由于创新企业的生存与发展非常依赖光明面的控制权利益,上述情形在创新企业集聚的市场中尤为可能发生。本文主张中国大陆维持对时间型日落规则的拒绝,其他经济体通常亦不宜采用该类规则。

## 2. 事件型日落规则:高投票权股的不可转让性

双重股权结构对外部股东的价值源于其对控制权利益光明面的支持作用,而经营者所拥有的独有见识与企业专用型知识和技能是附着于他自己身上的,无法被转让给其他人。这意味着,当投资者购买一家双重股权公司的股份时,他实质上是在投资于该公司当前经营者的创意和才华。投资者与经营者之间可被视为达成了一项默示的合意,即双重股权结构存续的前提是该经营者维持对公司的控制。<sup>[84]</sup> 因此,一旦该经营者不再领导公司,公司的股权结构应变更为一股一权。在商业实践中,上述经营者通常是公司创始人。中国大陆、香港地区和新加坡均运用事件型日落规则将双重股权结构与创始人对公司的领导绑定在一起。其中,前两者的相关规则基本一致,而新加坡的相关规则存在重大不同。

上交所规定,双重股权上市公司仅能发行两类普通股,不同类别的普通股每股包含不同数量的投票权。<sup>[85]</sup> 高投票权股持有人应当是对公司发展或者业务增长等做出重大贡献,并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。<sup>[86]</sup> 公司在上市后,除极有限的情形外,不得发行新的高投票权股。<sup>[87]</sup> 当出现下列情形之一时,相关股东的高投票权股应当转换为同等数量的低投票权股:第一,高投票权股持有人不再担任公司董事、丧失相应履职能力或者死亡;第二,高投票权股的实际持有者失去对相关持股主体的实际控制;第三,高投票权股持有人向他人转让高投票权股,或者将高投票权股的投票权委托他人行使。<sup>[88]</sup> 当公司控制权发生变更,所有高投票权股应当转换为同等数量的低投票权股。<sup>[89]</sup> 这些规定的效果是,只有当公司处于创始人的领导下,且创始人保有相应的行为能力时,双重股权结构才能存续。

本文总体上赞同上述规则。除了保护双重股权公司的外部股东对创始人自身的投资之外,上述规则还对控制权利益的黑暗面施加了一项重要限制——创始人无法在维持双重股权结构的同时转让公司控制权。这大大增加了创始人出于自私原因转让控制权的难度。需要澄清的是,上述规则并未完全剥夺创始人转让控制权的能力。当满足以下两个条件时,控制权转

[84] See Winden, *supra* note 2, pp. 905, 924—925.

[85] 《科创板上市规则》第 4.5.4 条第 2 款。

[86] 《科创板上市规则》第 4.5.3 条第 1 款。

[87] 《科创板上市规则》第 4.5.6 条第 1 款。

[88] 《科创板上市规则》第 4.5.9 条第 1 款。

[89] 《科创板上市规则》第 4.5.9 条第 1 款、第 2 款。

让是可行的：第一，受让人购入足够股份，达到一股一权计票标准下的控制性份额；第二，创始人作为控制股东，同意双重股权结构失效。因此，对于提升公司价值的控制权转让而言，上述规则通常不会成为实质性的阻碍，<sup>〔90〕</sup>创始人也依然可以通过善意收购来变现其独有见识及专用型知识和技能所产生的价值。但若创始人转让控制权的计划是出于自私原因而会减损公司价值——例如，创始人将控制权转让给缺乏足够经营能力的后代——则购买足够股份的花费很可能会令该计划的成本超过收益。

不过，上交所的日落规则依然存在缺陷——高投票权股事实上无法被转让给其他任何人，包括公司创始团队的其他成员。在商业实践中，企业家独有见识的践行者往往并非一位单独的创始人，而是一个创始团队。创始团队成员之间的高投票权股转让通常不会改变公司所追求的目标和外部股东所投资的对象，监管机构对这类转让进行干预通常缺乏充分的理由。此外，由于突发事件存在的可能性，现行的事件型日落规则使公司的控制权结构具有不确定性。<sup>〔91〕</sup>试想以下情形：公司创始团队中的一员遭遇灾难而身亡，根据相关规则，他所持有的高投票权股被转换为低投票权股，这导致创始团队失去了对公司的稳定控制。这样的情况其实违背了多数投资者入股公司时所持的期望，也减损了双重股权结构对控制权利益光明面的支持作用。若监管机构允许创始团队内部的高投票权股转让，团队成员可以事先进行相关安排，将事件型日落规则所产生的不确定性降到最低。

对于受让人并非创始团队成员的高投票权股转让，通常亦不宜一律禁止。基于公司自身情况，创始团队转让控制权后，继续保留双重股权结构可能依然是最利于公司发展的选择。为保留公司在股权结构选择上的必要自由，同时保证对外部股东的充分保护，监管机构可以要求创始团队范围之外的高投票权股转让须获得外部股东的批准。这一举措同样会令出于创始人自私原因的控制权转让面临巨大困难。需要强调的是，当外部股东否决高投票权股转让时，公司控制权不会因此转移至外部股东手中，外部股东通常也无法从否决转让中获得其他直接利益。所以，相较于时间型日落规则中由外部股东决定是否延长双重股权结构的有效期，在决定是否批准高投票权股转让的场合中，外部股东更可能秉持客观、中立的立场，从公司的整体利益出发行使投票权。但为确保公司控制权结构的稳定性及其对控制权利益光明面的支持作用，创始团队成员之间的高投票权股转让通常不宜以外部股东的批准为前提。

上述分析在新交所的相关规则中得到了体现。新交所未严格限定高投票权股的持有资格，但要求双重股权公司在IPO时明确高投票权股持有人的范围；该范围须获得新交所的批准；公司在上市后不得扩大该范围。<sup>〔92〕</sup>高投票权股在该范围内可以被自由转让；对该范围之

〔90〕 当控制权的受让人能够提升公司价值，他所持有的股份越多，他从公司价值的提升中获得的利益越大。

〔91〕 参见张巍，见前注〔80〕，第80页。

〔92〕 SGMR 210(10)(c)。

外的人所作的转让会使所涉之高投票权股被转换为同等数量的低投票权股,但若该转让获得了无利害关系之股东在一股一权计票标准下的批准,则转换要求被免除。<sup>[93]</sup>

本文建议上交所借鉴新交所的监管思路。上交所可以在其现行转换规则中加入一个豁免条款,即高投票权股持有人之间进行高投票权股转让,所涉股份不会被转换为低投票权股。应当注意的是,由于上交所对高投票权股的持有资格的规定,<sup>[94]</sup>公司上市后最初的高投票权股持有人必然是公司创始团队的成员。对于受让对象并非现有高投票权股持有人的高投票权股转让,上交所可以规定,若无利害关系之股东在一股一权的计票标准下批准了该转让,则所涉股份不会被转换为低投票权股。对于接受转让后才持有高投票权股的股东,上交所应当调整关于持有资格的规定,要求他(它)们担任公司董事或者是董事实际控制的持股主体即可。

#### (四) 双重股权资本重组(Dual Class Recapitalization)

如上文所述,监管机构可以限定高投票权股的持有资格并限制其转让,以此将双重股权结构与创始人对公司的领导绑定在一起。这一监管方式契合控制权利益的光明面,但在客观上会使全面禁止双重股权资本重组成为必要。该类重组是指企业在其股份上市交易之后设置双重股权结构的行为。若不考虑高投票权股的持有资格限定及其转让限制,在对这类重组的监管上,将损害现有外部股东投票权的重组方式与不造成此类损害的重组方式加以区分至关重要。

当公司采用交换要约这一重组方式时,现有的外部股东将不得不放弃自己原先的投票权份额。<sup>[95]</sup> 交换要约的实施首先需要股东会批准公司修改章程、设立高投票权股。在此过程中,经营者可以利用股东的“理性冷漠”和一些策略手段使相关提案得以通过。然后,公司确定一个期限,在此期限内,股东可以将原先持有的低投票权股转换为同等数量的高投票权股,也可以选择保留前者,前者在分红数额上通常享有一定优惠。经营者会进行高低投票权股的转换,而对单个外部股东而言,保留低投票权股往往是其最优策略。如果有足够多的外部股东选择转换,致使经营者无法将控制权固化于自己手中,那么对单独某一股东而言,拒绝转换能让他获得更多——他能够保留低投票权股的分红权优惠并依赖其他股东对抗经营者不当行为的努力。如果选择转换的外部股东不够多,经营者完成了控制权固化,那么对单独某一股东而

[93] SGMR 210(10)(f).

[94] 《科创板上市规则》第4.5.3条第1款。

[95] 下文对交换要约的介绍和对相关股东集体行动困境的分析引自 Jeffrey N. Gordon, “Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, *California Law Review*, Vol. 76, No. 1, 1988, pp. 40-60. 自该文发表的年代至今,美国资本市场中的一个显著变化是机构投资者的兴起,但由于机构投资者总体上亦受制于集体行动的困境,该文对交换要约的分析依然有很高的参考价值。关于美国机构投资者的集体行动问题, See Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, Vol. 113, Issue 4, 2013, pp. 889-895.

言,拒绝转换依然使他的境遇更好——尽管控制权被滥用的风险增加,他至少获得了更大份额的分红权。当所有或大部分外部股东都选择了前述能令个人利益最大化的策略,股东投票权将被集中于经营者手中,尽管这一情形可能对外部股东作为一个整体而言是不利的。值得注意的是,尽管低投票权股被赋予分红权优惠作为外部股东放弃原先投票权份额的补偿,这一补偿并非由市场机制确定,往往是不充分的。

如上所述,交换要约具有很强的胁迫性,它能够被用来剥夺公司现有外部股东的投票权。这与另一种重组方式——成比例配股——形成了鲜明对比。成比例配股指公司将新设的高投票权股根据所有股东现有的持股比例进行分配。分配行为本身不会影响公司中股东投票权的分布状态。当股东选择出售高投票权股时,其投票权会带来溢价,该溢价是对股东放弃原先投票权份额的补偿,且这一补偿是由市场机制确定的。有学者考察了1962年至2001年间美国股市中所有交换要约和成比例配股重组行为,并且发现,公司股价对交换要约的反应是负面的且具有统计显著性,而成比例配股对股价则没有负面影响。<sup>[96]</sup>

成比例配股的优点也体现在另一种更简便的重组方式身上——公司发行新类别的低投票权股。举例而言,公司已发行的普通股每股包含一份投票权,新发行的新类别普通股每股包含1/10份投票权。在这一情景中,尽管现有股东的投票权份额受到了一定程度的稀释,但这是由新股发行本身所造成的,与双重股权结构无关;而且,经营者与现有外部股东受到的影响是相同的。因此,公司发行新类别的低投票权股不构成对现有外部股东的压迫。

针对双重股权资本重组中潜在的胁迫问题,美国监管机构规定,双重股权结构的实施不得区别性地减损或限制现有股东的投票权。<sup>[97]</sup>这一规定禁止了损害现有外部股东投票权的重组方式,但总体上并不影响维持现有股东之原有权益的重组方式。<sup>[98]</sup>然而,在中国大陆、香港地区和新加坡,高投票权股的持有资格限定及其转让限制必然导致双重股权资本重组损害现有外部股东的投票权。在前项规定下,公司无法向外部股东分配高投票权股;在后项规定下,无法存在供外部股东交易高投票权股的市场。相应地,三地监管机构仅允许公司在IPO前设置双重股权结构,而双重股权资本重组被一律禁止。<sup>[99]</sup>

[96] Scott Bauguess, "Recontracting Ownership and Control: The Effects of Differential Voting Rights after Dual Class Recapitalization", *D.Phil. Thesis, Arizona State University*, 2004, pp. 61, 80. 值得注意的是,若一项成比例配股重组包含对高投票权股转让的限制,它依然会损害现有外部股东的权益。但在上述研究所观察的实施成比例配股的企业中,大部分企业的高低投票权股同时上市交易。见该文, p. 136.

[97] New York Stock Exchange Listed Company Manual, s. 313; Nasdaq Stock Market Equity Rule 5640.

[98] 我国很多学者认为,美国的监管规则不允许企业在IPO之后设置双重股权结构,即禁止一切双重股权资本重组。这明显是对相关规则的误读。对相关规则的详细阐释, See SEC Release No. 34-35121, in *Federal Register*, Vol. 59, No. 247, 1994.

[99] 《科创板上市规则》第4.5.2条第2款; HKLR 8A.05; SGMR 210(10)(b), (c).

若不考虑高投票权股的持有资格限定及其转让限制,全面禁止双重股权资本重组通常是基于以下理由:

上市发行人实行不同投票权架构将不公平地降低及限制了现有股东的权益……普通股持有股票的相对价值和投票权将低于重组前……相反,新申请人上市时,新申请人并无公众股东。因此……公众股东的权益不会因实行不同投票权架构而被不公地降低及受到限制。在首次公开招股中认购股份的人士认购股份时完全知悉不同投票权架构的存在及条款以及任何相关风险。<sup>[100]</sup>

但是,本文认为,上述理由不足以支持对双重股权资本重组的全面禁止。首先,美国式的监管方式足以保护公众股东在上市公司中的原有权益和地位,而全面禁令是不必要的。其次,投资者购买股份时应当知晓,商业环境瞬息万变,公司的经营现状被改变是商业实践中的常见现象。经营上的改变有时是重大的,比如公司并购、更换公司注册地、出售公司核心资产等。对这些公司重大变更,法律往往施加相比普通交易更严格的批准程序,但不会对其加以禁止。当压迫现有公众股东的可能性被消除后,双重股权资本重组也可以被同样对待。此外,全面禁止双重股权资本重组还会导致上市公司无法为应对市场环境变化而实施有益的重组。试想以下情形:一家一股一权上市公司的创始人持有公司大部分股份;创始人为公司找到了一个新的商业机会,基于公司自身情况,他认为以新股发行为该项目融资对公司最为有利,但他同时希望自己的控制权不会被稀释。在美国的监管规则下,公司可以选择向公众发行新类别的低投票权股。但当双重股权资本重组被全面禁止时,该公司很可能放弃该商业机会或者采用其他次优的融资方式。

综上所述,对双重股权资本重组的全面禁止本身是不可取的,而中国大陆、香港地区和新加坡的政策选择是由以下原因造成的:第一,损害现有外部股东投票权的双重股权资本重组应当被禁止;第二,维持现有股东之原有权益的双重股权资本重组客观上不兼容于高投票权股的持有资格限定及其转让限制。如果一个经济体基于自身情况,允许高投票权股的自由持有及转让,那么,当地的监管机构通常应当仅禁止损害现有外部股东投票权的双重股权资本重组,而允许不造成此类损害的重组。

## 四、结 论

公司控制权可能被经营者滥用以追求自身利益,但它也可以保护并激励经营者为公司实施其作为企业家的独有见识并努力获得企业专用型知识和技能。双重股权结构会恶化控制权

<sup>[100]</sup> 港交所:《咨询总结:不同投票权架构的概念文件》(2015年6月),第106—107段、第111段,文中的“不同投票权架构”与“双重股权结构”同义。

利益的黑暗面,但也能支持其光明面。因此,双重股权结构的监管制度应当遏制经营者滥用该类结构损害公司和外部股东的利益,但同时不应当对经营者通过该类结构掌握控制权造成重大损害或限制。为达成这一目标,监管机构可以通过诸多方式对双重股权公司中股东投票权与剩余索取权的分离程度加以适当限制,还可以通过事件型日落规则将双重股权结构与创始人对公司的领导绑定在一起。但是,监管机构通常不应采用突破规则和时间型日落规则,因为这两类规则会严重损害经营者通过双重股权结构掌握控制权的能力,进而毁坏双重股权结构对控制权利益光明面的支持作用。针对双重股权资本重组,监管机构理应禁止损害现有外部股东投票权的重组方式,同时允许不造成此类损害的重组方式;可惜的是,后一类重组方式客观上不兼容于限制高投票权股持有及转让的事件型日落规则。中国大陆关于双重股权结构的监管制度总体上值得肯定,但尚未达到遏制控制权利益黑暗面与支持其光明面之间的平衡。作为改进措施,中国大陆应当废除突破规则,并在现行事件型日落规则的基础上,允许高投票权股在创始团队成员之间被自由转让以及在获得外部股东批准时被转让至非创始团队成员。

---

**Abstract:** Managers may abuse corporate control to pursue their self-interests, but such control can also protect entrepreneur-managers' efforts to pursue their idiosyncratic vision for the corporation and to acquire firm-specific knowledge and skills, thereby inspiring them to do so. Dual class share structures may aggravate the dark side of the private benefits of control but may also support their bright side. Hence the regulatory regime of dual class structures should prevent managers from abusing such structures to harm the corporation and outside shareholders but should not weaken, to any significant extent, managers' ability to acquire control through such structures. To reach this goal, regulators may impose reasonable limits on the separation of shareholders' voting rights and residual claims, and they may also employ event-based sunset rules to bind together a dual class structure and a founder's leadership of the corporation. However, the latter regulatory approach necessitates a total ban on dual class recapitalizations. At the same time, regulators normally should not adopt a breakthrough rule or a time-based sunset rule. China's regulatory regime of dual class structures has not struck the right balance between curbing the dark side of the private benefits of control and supporting their bright side, and some relevant rules need to be improved.

**Key Words:** Dual Class Shares; One Share-one Vote; Private Benefits of Control; Corporate Governance

---

(责任编辑:邓 峰)