

不同投票权制度:争议中的胜出者

傅 穹* 杨金慧**

摘要:不同投票权制度的特殊治理架构,实现了新兴经济产业公司创始人对公司的控制权。不同投票权制度的立法变迁史,就是一部制度功能利弊的理论争辩与实证检讨的博弈史,也是一部新兴创新企业的创始人寻求控制权与中小股东权益保护之间的立法平衡史。资本市场的竞争实则是制度的竞争,我国上市规则应更具包容性与开放性,积极引入不同投票权的制度安排,辅之以保障公众股东权益的相应治理措施。

关键词:不同投票权 新兴创新企业 公司治理 公众股东保护

2013 年阿里巴巴提出在我国香港地区以“非标准化股权结构”(确保最终控制权掌握在创始人和主要经理层等少数人手中的合伙人结构)上市遭到港交所拒绝,触发了新兴经济企业引入不同投票

* 吉林大学法学院教授,博士生导师。

** 吉林大学法学院民商法研究生。

权架构模式的利弊得失大讨论。^[1] 此后四年期间,香港联交所不断咨询相关行业对于不同投票权架构模式上市的态度,遍寻各国不同投票权架构的公司法、证券法、上市规则、乃至民商法典相关的制度安排,比对最近几十年关于不同投票权架构模式对于股东权益保护、公司控制权争夺、公司业绩成长等影响的实证数据,试图得出是否突破固有的同股同权的治理定式,从而吸引创新产业公司并提升香港地区的经济金融竞争力。

2014年8月29日,联交所通过一份《不同投票权架构的概念文件》吹响了重思不同投票权制度的合法性与合理性的第一声号角。2014年11月28日,亚洲公司治理协会的主席 Douglas Henck 先生与时任香港特首梁振英通信,表达了对批准同股不同权的公司上市只会以牺牲中小股东利益作为代价的担忧。2015年6月19日,港交所发布了针对上市规则变更的第二阶段征询文件。^[2] 2017年港交所 IPO 数量为 174 起,融资总额为 164 亿美元,虽创历史新高,但排名却从曾经的全球第一名骤降为第四名。高质量的互联网与科技企业缺席,拖累了港股整体估值,也变相削弱了港交所的地位。^[3] 2018年4月,纽交所修改上市规则,Spotify 互联网公司成为首家不发行新股、不通过承销商直接上市的大型独角兽企业。随着直接上市形式的推出,美国市场势必对全世界的科技公司产生更大的吸引力,全球的独角兽资源抢夺战正式吹响号角。4月24日,港交所发布《新兴及创新产业公司上市制度咨询总结》,决定在主板上市规则中增加生物科技章节、不同投票权章节,且该新规定已于2018年4月30日正式生效,这也是香港市场近25年来最大的一次上市机制改革。据东北证券付立春研报分析,继小米打响港交所同股不同权企业上市第一枪后,美团也提交了申请。未来,蚂蚁金服、陆金所、滴滴打车等企业都有望以同股不同权的

[1] 参见卢文道、王文心:《双层股权结构及其对一股一权规则的背离——阿里上市方案中“合伙人制度”引起的思考》,载《证券法苑》2013年总第9卷。

[2] 参见港交所2015年6月《不同投票权架构的概念文件咨询总结》,其议题包括公司类别、新旧隔离、投票权范围限制、独立非执行董事的角色、立法建议、披露规定等。

[3] 参见戴苏琳:《港交所新政影响和借鉴》,载《中国金融》2018年第4期。

方式登陆港股市场,使其占领抢夺战中的优势地形。〔4〕

2018年3月8日,我国证监会宣布富士康首发通过,中国正式进入“独角兽元年”。根据2017年全球“独角兽”企业名单显示,2017年全球有57家初创企业估值超过10亿美元,总估值高达1165亿美元,中国企业入围18家。〔5〕针对这一现状,2018年3月30日,国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下简称《若干意见》),这成为证券市场开放与创新的又一标志性举措,也引起了广泛的讨论。6月6日,证监会发布中国存托凭证(CDR)共包括9个文件在内的实施细则。〔6〕然而,CDR“指由存托人签发、以境外证券为基础在中国境内发行、代表境外基础证券权益的证券”,〔7〕仅是一种内地投资者购买境外企业的理财产品而已。《若干意见》要求“试点企业在境内的股票或存托凭证相关发行、上市和交易等行为,均纳入现行证券法范围”,《存托凭证发行与交易管理办法》要求“存托凭证的发行和交易,适用《证券法》、《若干意见》、本办法以及中国证监会的其他规定。境外基础证券发行人的股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的,应当保障对中国境内投资者权益的保护总体上不低于中国法律、行政法规以及中国证监会规定的要求,并保障存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当,不得存在跨境歧视……”恰恰表明此次改革尚未触及包括允许“同股不同权”构架上市等在内的上市制度变革内容。〔8〕

〔4〕《破发难挡赴港 IPO 热潮,小米过后,7家 TOP100 独角兽排队上市中》,载凤凰网:http://finance.ifeng.com/a/20180710/16376258_0.shtml,2018年7月10日访问。

〔5〕参见《全球再添16家“独角兽”四家中国公司上榜》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/228325147_222256,2018年4月15日访问。

〔6〕彭浩彪:《中国存托凭证(CDR)套利机制初探》,载中证网:http://www.cs.com.cn/sylym/zjyl_1/201806/t20180619_5825056.html,2018年7月10日访问。

〔7〕详见证监会令(第143号)《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》。

〔8〕正如学者的观察,“监管当局之所以快速推出 CDR,恰恰是希望短期内绕过新经济企业重新在 A 股上市必须符合的我国《证券法》和《公司法》的相关规定,以尽快实现拥抱创新型企业,结束部分独角兽企业‘国内赚钱,境外分红’模式,推动新经济企业回归 A 股”。参见郑志刚:《CDR:只是刚刚吹响上市制度改革的号角》,载《经济观察报》2018年4月16日。

面对新兴经济企业对不同投票权结构上市的治理需求,无论在盛行同股不同权的美国,还是现今拒绝这一机制的德国,抑或呈现各异安排的欧盟,无论是学术原理检讨还是实证数据观察,远未达成共识。可以说,不同投票权制度的演变历史,既是一部不同投票权制度的功能利弊博弈的观点对话历史,也是一部不同投票权制度引发的治理绩效与股东权益保护强弱的实证博弈历史,更是一部验证不同国家立法者面对新兴经济需求能否大胆改革的变法历史。有学者指出,在缺乏美国发达的集体诉讼制度与特拉华公司法上“忠慎义务”的前提下,引入不同投票权机制无疑是喝下了一杯“毒酒”,我国立法应该谨慎考虑。^{〔9〕}更有学者通过实证表明,在外部制衡机制不完善的新兴国家中,采用双股制而且创始人任董事长或 CEO 反而会减少创新投入,我国目前采用双层股权制度的条件还不成熟。^{〔10〕}与此同时,深交所总经理王建军则呼吁修改《公司法》,完善双层股权结构的法律制度供给。相比新加坡和我国香港地区大胆改革接受“同股不同权”而言,我国尚需不断重温并比较不同投票权架构的功能利弊与实证检验,不同投票权制度究竟是“解药还是毒药”,我国资本市场果真条件不成熟吗?本文拟从作为首家在香港上市的小米集团的招股说明书中的不同投票权架构入手,观察不同投票权架构的功能利弊的最新进展,比对各国公司法、证券法或民商法典关于不同投票权架构的制度安排,检讨不同投票权架构引入下的公司治理的共同制度设计,进而呼吁我国立法政策取向应该积极吸引新兴经济企业来我国资本市场,积极推动公司法与证券法的联动修改,大胆引入不同投票权制度。

一、小米集团招股说明书中的不同投票权架构安排

2018年5月3日,成立于开曼群岛的小米集团以中信里昂、高盛、

〔9〕 参见张巍:《同股不同权:香港还缺什么》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/223880000_667897,2018年2月24日访问。

〔10〕 参见石晓军、王懿然:《独特公司治理机制对企业创新的影响——来自互联网公司双层股权制的全球证据》,载《经济研究》2017年第1期。

摩根斯坦利三家全球鼎鼎大名的投行作为联席保荐人,以君合律师事务所作为大陆法律顾问,以不同投票权控制模式申请港交所上市。7月6日,小米公布了IPO配售结果,公告称共收到1034986800股认购申请,相当于超额认购约9.5倍,按17港元发售价计算,此次小米上市可净筹资约239.75亿港元,而上市估值可达到543亿美元。7月9日,小米正式在港交所挂牌上市,这不仅仅是资本圈的盛事,也是整个手机硬件圈的标志性事件。^[11]作为首家以“不同投票权”架构申请到港交所上市的高科技公司,小米集团招股说明中展现的不同投票权架构的相关安排,必然成为研究不同投票权架构个案最为生动且现实的样本。小米集团采纳何种不同投票权架构,以符合港交所上市规则改革后的规则要求?小米集团如何向公众投资者表明自我公司的创新精神与治理规范?小米集团的不同投票权架构对于我国未来公司法、证券法乃至上市规则的联动修改均将具有启发与参考价值。基于此,本部分将结合长达598页的小米集团招股说明书与港交所上市规则第8A章的新政要求,勾勒并呈现小米集团的不同投票权架构安排背后的法律逻辑。

(一) 不同投票权架构公司的风险提示

何谓不同投票权架构呢?本文所研究的不同投票权架构,也称同股不同权制度,是相对于同股同权的概念。同股不同权制度,强调的是股东对现金流的权利和表决权的份额配置将不成比例,旨在实现新兴产业企业创始人的控制权,而非加大创始人股权的经济性权利。因此,广义上的同股不同权,是不包含普通股和优先股的“不同权”,也可理解为各国公司法规定的种类股、类别股或者是差异化股权结构中的特定类型,主要包括多倍表决权股、限制表决权股、无表决权股、优先表决权股,及具有较大或独有的董事选任权的股份等多种形式。^[12]因此,以股东异质化理论,来解释类别股份比较恰当,但用来揭示不同投票权架构安排,则未必妥当。本文所指的不同投票权是一种典型的双层股

[11] 小渔:《小米今日登陆港交所上市 雷军开启新的征程与挑战》,载 TechWeb 网:<http://www.techweb.com.cn/it/2018-07-09/2683718.shtml>,2018年7月10日访问。

[12] 参见张巍:《资本的规则》,中国法律出版社2017年版,第218页。

权结构,包括普通股 A 股、特权股 B 股双重结构:A 股的投票权为每股一票;B 股的投票权为每股多票,持有这种较高投票权比例股份的股东,一般都是公司的创始人、早年加入公司的合伙人、主要策略性投资者或公司高层。其形成往往分为两个阶段:一是公司在初次公开发行(IPO)阶段就存在的双层股权结构;二是原本没有双层股权结构的公司,后来在股权重组过程中建立起来的“同股不同权”。在具体运用中大多数创新型公司于首次公开发行(IPO)时,附带每股一票的 A 股在交易所上市;及附带每股多票(最常见为每股 10 票)的 B 股发行给公司在任创始人或管理层。B 类股往往可按照 1:1 的比例转换成 A 股,而 A 股却不能转换为 B 股。^[13]

翻阅小米集团招股说明书,首先映入眼帘的是第一页下方的黑体字:“本公司以不同投票权控制。务请留意不同投票权架构公司的潜在风险,特别是不同投票权受益人的利益未必总与股东整体利益一致,而不论其他股东如何投票,不同投票权受益人会对股东决议案的结果有重大影响。有关本公司所采用不同投票权架构的风险详情,请参阅「风险因素」。”上述示警字句旨在强烈提醒投资者务必关注到不同投票权架构上市公司的各类风险,通览长达 46 页的风险因素的各种披露,除了与公司业务与行业有关的风险之外,关于不同投票权架构独有的风险、权益持有人的利益冲突、我国法律体系不确定性带来的影响三方面的风险尤其值得注意。

就不同投票权架构独有的风险而言,招股说明书“风险因素—股份所有权集中限制股东影响公司事务的能力”部分提示,本公司通过不同投票权控制,每股 A 类享有 10 票投票权,每股 B 类享有一票投票权,唯就极少数保留事项有关的决议案投票除外,在此情况下,每股 A 类股份和每股 B 类股份均享有一票投票权。雷军和林斌将成为不同投票权受益人,并将共同实益拥有我们全部已发行在外 A 类股份,且各股份就除保留事项以外的其他决议案均享有一票表决权,因此,雷军和林斌在可预见未来对本公司的管理及事务和须经股东批准的所有事项有重大影

[13] 参见港交所 2018 年 4 月《双层股权架构与生物科技行业的上市制度改革研究报告》。

响力,包括董事选举(不包括委任、选举或罢免任何独立非执行董事)及本公司或资产的合并或出售等重大公司交易。此外,由于每股 B 类的投票权仅每股 A 类股份投票权的 1/10(适用法律有所规定及与保留事项相关则除外),因此发行 B 类股份(包括期货股份收购交易及雇员股权激励计划)可能延长不同投票权受益人对我们投票权的拥有时限及巩固彼等厘定提交予股东供其投票的大多数项目的结果的能力。风险因素部分进一步指出,A 类股份持有人或会对我们施加重大影响,未必会以我们独立股东的最佳利益行事。不同投票权受益人将能够对本公司事务施加影响,并将能影响任何股东决议案的结果,而不论其他股东的投票权。A 类股份持有人的利益未必与股东整体利益完全一致,而投票权集中亦可能迟延、顺延或阻止本公司控制权的变动。

就合并联属实体的权益持有人、董事及行政人员以及执行其他策略计划的雇员可能对本公司存在潜在利益冲突而言,风险因素部分指出,按照中国大陆法律规定,董事及行政人员应当对所主管或管理的公司承担信托责任。合并联属实体的董事及行政人员(包括我们的执行董事、创始人、董事会主席兼首席执行官雷军)须与可变利益实体的利益诚信行事,不得利用各自职位谋取个人利益。另外,雷军作为本公司董事,根据开曼群岛法例对本公司及其股东整体负有关怀及忠诚责任。由于该等个人兼任合并联属实体的董事及行政人员和本公司的董事或雇员,或兼任合并联属实体权益持有人和本公司的董事或雇员多重身份,可能存在利益冲突。因此,无法保证出现任何利益冲突时,该等个人总是按照符合本公司利益的方式行事,或利益冲突将总是以对我们有利的方式解决。

就我国法律体系存在的不确定因素而言,招股说明书“风险因素”部分直接指出,“中国大陆法律体系是成文法的民法法系,与普通法体系不同,该民法法系中已审结的法律案件并无多少先例价值。中国大陆的法律体系发展迅速,许多法律法规及规则的解释可能不一致……外商投资的法律法规及法律规定不断变化,其解释与实施亦涉及不确定因素,可能对我们可获取的法律保护构成限制。我们无法预测中国大陆法律体系未来发展的影响,尤其是与互联网相关行业有关的发展。此外,在中国大陆提起的任何诉讼均可能耗时较长,招致巨额成本,并分散管理

层注意力”。上述我国法律体系风险的提示略有些出乎笔者的预料,原本以为在最高人民法院推出法律文书公开与最高院民商事指导案例之外,关于法律案件的可预测性与指导性案例的先例价值已经显现,然而在创新企业的小米公司看来,我国法律体系的不确定性与诉讼的时间成本已经成为重要的风险披露因素。

(二) 不同投票权架构公司的属性要求

按照港交所关于不同投票权架构的上市公司申请要求,适合以不同投票权架构上市的公司必须具备如下特点:其一,创新产业公司,且能证明公司成功营运因应用了新的科技、创新理念或业务模式,亦令该公司有别于现有上市公司;研发将为公司贡献一大部分的预期价值,以研发为主要业务及开支;证明公司成功营运有赖其专利业务特点或知识产权;相对于有形资产总值,公司的市值/无形资产总值极高。更为重要的是,何谓“创新产业”的定义视乎申请人营运所属行业及市场的状况而定,而且随着科技、市场及行业不断发展和变迁,该定义也会变。其二,公司业务成功,且具有预期可持续的高增长轨迹。其三,不同投票权受益人的贡献,公司价值主要来自或依赖无形的人力资源,每名不同投票权收益人的技能、知识或战略方针均对推动公司业务增长有重大影响。其四,每名不同投票人必须为个人,且是董事,积极参与业务营运等。

反观小米公司的招股说明书介绍,正如董事长的公开信所言,“小米不是单纯的硬件公司,而是创新驱动的互联网公司……小米要构建的绝不是一个封闭的商业帝国,也不仅是一个创新的科技公司,更是数字时代的生活方式的成立和推动者”。从2010年4月,八个联合创始人成立小米至今八年,小米已经成为一家以手机、智能硬件和IoT平台为核心的互联网公司,是全球第四大智能手机制造商,全球最大的消费类IoT平台,为1.9亿活跃用户提供创新的互联网服务。根据艾瑞咨询,2017年第四季度小米成为印度市场出货量排名第一的智能手机公司(根据IDC统计,正式进入印度市场三年半后实现);2017年成为全球最大的消费级IoT平台,以连接设备(不包括智能手机及笔记本电脑)数量统计,与全球收入超过人民币1000亿元且盈利的上市公司相比,按收入增长速度计算,小米在互联网公司中排名第一,在所有公司中排名第二。招股说明书特别强调,本公司采用不同投票权架构,尽管不同投票权受

益人并不拥有本公司股本的大部分经济利益,但不同投票权人可对本公司行使投票控制权。尤其指出,不同投票权收益人目光长远,实施长期策略,其远见及领导能使本公司长期受益。

(三) 不同投票权架构公司的受益人要求

按照港交所上市规则要求,不同投票权受益人必须为申请人上市时的董事会成员,可以通过有限合伙、信托、私人公司或其他工具持有不同投票权,并对不同投票权受益人的持股比例、对外转让、终止条件提出详尽的要求。

小米集团招股说明书“股本”部分指出,本公司采用不同投票权架构,分为 A 类股份与 B 类股份,A 类股份由 Smart Mobile Holdings Limited[由雷军(作为委托人)以其本身及家族为受益人成立的信托间接全资拥有的公司]持有,林斌将实益拥有 A 类股份,由林斌作为信托受托人代林斌及其家族持有。

小米集团公司章程第 2.1 条详尽地对于不同投票权的限制与终止作出了符合港交所的安排,具体包括:“(c) 本公司不得再发行 A 类股份,除非经联交所批准及根据(i) 向本公司全体股东提呈按股东当时持股比例(零碎股份除外)认购本公司股份的要约;(ii) 向本公司全体股东通过以股代息计划按比例发行股份;或(iii) 股份分拆或其他类似资本重组所进行者则除外,唯本公司各股东有权认购或获发行当时所持股份的同类股份(建议配发或发行不得致使已发行的 A 类股份比例增加);(d) 购回股份时不同投票权股份的减少,本公司通过购买本身股份减少已发行 B 类股份的数目时,倘减少已发行 B 类股份数目将导致 A 类股份占已发行股份总数的比例增加,则 A 类股份持有人将按比例减少于本公司的投票权(不论通过转换部分 A 类股份或其他方式);(e) 禁止修订不同投票权股份的条款,本公司不得修订 A 类股份的权利以增加每股 A 类股份享有的投票数;(f) A 类股份仅可由董事或董事全资拥有或控制的公司持有。根据上市规则或其他适用法律法规,在发生以下任何事件时,各 A 类股份应自动转换为一股 B 类股份:(i) A 类股份持有人身故(或持有人为董事拥有或控制的公司,则该董事身故);(ii) A 类股份持有人因任何原因不再担任董事或不再为董事拥有或控制的公司;(iii) A 类股份持有人(或持有人为董事拥有或控制的公司,则拥有或控

制该公司的董事)被联交所视为无能力履行其董事职责;(iv)A类股份持有人(或持有人为董事拥有或控制的公司,则拥有或控制该公司的董事)被联交所视为不再符合上市规则对董事的要求;或(v)向任何人士转让A类股份的合法所有权、实益拥有权或经济利益或所附投票权,唯(A)就该股份授出任何产权负担、留置权或抵押权,但该股份的合法所有权、实益拥有权或经济利益或所附投票权直至执行上述权利时方转让;及(B)董事向本身拥有或控制的公司转让或董事拥有或控制的公司向该董事或该董事拥有或控制的另一公司转让则除外。(g)终止不同投票权,倘所有已发行A类股份均转换为B类股份,且本公司不再发行A类股份,则法定股本中所有的A类股份应自动重新指定为B类股份。”

(四)不同投票权架构公司的治理要求

按照港交所要求,采纳不同投票权架构的发行人必须设立企业管治委员会,须以独立非执行董事占大多数,并聘请常设的合规顾问。基于此,小米集团已经按照上市规则第8A章成立企业管治委员会。企业管治委员会的主要职责是确保本公司的营运及管理符合全体股东的利益,亦确保本公司遵守上市规则并维护本公司不同投票权的架构。小米集团的董事会架构如下:董事会成员7名,两名执行董事、两名非执行董事及三名独立非执行董事。雷军任执行董事、董事长兼首席执行官,林斌任执行董事兼总裁。董事会相信将主席与首席执行官的角色由同一人承担,会有利于确保本集团有统一领导,使本集团的整体战略规划更有实效及效率。董事会认为目前架构无损权力与授权的制衡,更可以让本公司及时且有效决策及执行。董事会将继续检讨,当时机合适会基于本集团的整体状况,考虑区分本公司董事会主席与首席执行官的角色。

二、不同投票权制度的功能利弊

小米集团招股说明书中的不同投票权架构,实则是港交所关于新兴经济企业上市规则变革的一个缩影与写照,这一典型的双层股权结构在

香港的积极引入,历经了一个长达4年的理论争辩,若回溯同股不同权的政策取向与立法演进,更是发现各国关于其功能利弊的态度呈现反复徘徊或难以取舍的两难之中。域外研究发现,双层股权结构在美国、加拿大、英国、新加坡等国涌现之际,均引发了剧烈的争议,而后促进了监管机制的发展与完善。我国资本市场是否引入不同投票权制度,进而吸引新兴经济产业创始人的控制权需求,端看我国理论界与立法者如何看待呈现分歧之中的不同投票权架构的功能利弊论争。

(一) 同股不同权制度的理论分歧

理论研究表明,支持派强调该制度对于新兴经济创始团队的控制权需求与创新企业的长期持续发展的正向效果,反对派夸大此种结构导致控制股东对中小股东的利益侵蚀与公司治理的弱化。

一方面,支持者认为同股同权并非所有公司的最优表决权结构选择。一则,最新研究表明,双层股权结构对高科技企业创新有显著的促进作用。^[14] 二则,在金融市场机构投资者过度集中的情况下,双层股权结构是规避市场短期行为而不得不采取的自我保护措施。前香港证监会计主席、前中国证监会首席顾问梁定邦认为,一个企业本身管理团队的稳定性对其持续发展有着非常重要的作用。相比机构投资者和广大公众投资者“关心公司不如关心股市”的做法,^[15]公司的创立者和管理层更加专注于贯彻其长期的经管方针,特别当这种长期方针的短期效益并不显著的时候。^[16] 我国学者也指出,通过不同投票权治理安排,股东与经理人由之前的短期雇佣关系转变为长期合伙合约关系,提升了管理效率,有效地防范了野蛮人的敌意收购,对于分散股权结构的我国资本市场意义重大。三则,现代公司理论研究表明,股东“同质化”的假定不成立,^[17]采用不同投票权架构,管理层不必担心股权被稀释,可以转求助于成本更高的债务融资。^[18] 四则,面对各国资本

[14] 同注[8]。

[15] 方龙喜:《德、美、日股份有限公司治理机制比较》,载《当代法学》2001年第3期。

[16] Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, *Columbia Law Review*, Vol. 113, 2013.

[17] 朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。

[18] 同注[9],第219页。

市场交易所之间的激烈竞争,忽视新兴经济企业创始团队对控制权的需求,将丧失在未来市场的核心竞争力。^[19] 2017年Howell对美国双层股权结构公司的存续时间进行了调研,认为双层股权结构为众多企业创下良好业绩提供了股权结构上的保障,是保障创新型企业成功存活的重要原因。^[20] 五则,控制股东或实际控制人可以取代市场更好地实现专业管理的收益。^[21] 双层股权结构中,企业家凭借掌握公司最大份额表决权控制公司,无可争议的控制权为其提供了追求特质愿景的自由。^[22]

另一方面,反对者认为双层股权结构的核心矛盾其实是控制股东的超级投票权与公众投资者的单一投票权间的不对等关系引发的治理困境。^[23] 一则,双层股权结构下的控制股东与普通股东的利益冲突加剧,代理成本更高,防范滥用公司控制权的监督成本上升;二则,为保护管理层的利益,阻却外部收购人,将直接或间接损害公司利益,影响市场化敌意收购的监督功能发挥;^[24] 三则,拥有低股权的控制人因只承担其行为对公司不利影响的部分后果,出于私人利益最大化的考量,极易发生关联交易,作出与公众投资者偏好错位的决定;四则,公司控制权的自由流动是确保管理层勤勉高效工作的最终途径,随着时间的推移,永续的双层股权结构使管理层不受市场纪律的约束,导致工作效率下降,所以即便如阿里巴巴、谷歌等“梦想家”创建的高科技企业也必须有一些退出

[19] 参见李小加:《港交所李小加八问八答创新型公司股权结构》,载新浪网:<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggIPO/20131025/091617112261.shtml>,2018年4月14日访问。

[20] See Bradford D. Jordan, Mark H. Liu and Qun Wu, *Corporate Payout Policy in Dual-class Firms*, available at SSRN; <https://ssrn.com/abstract=1985683> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1985683>, accessed May 4th, 2018; Howell, J. W., *The Survival of the US Dual Class Share Structure*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 44, 2014.

[21] See Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review*, *J. Institutional & Theoretical Econ.*, Vol. 169, 2012.

[22] 参见[美]佐哈·戈申、阿瑟夫·哈姆达尼:《公司控制权与特质愿景》,林少伟、许瀛彪译,载《证券法苑》2017年总第21卷。

[23] 参见蒋昇洋:《博弈视角下的激励机制与双层股权结构》,载《证券法苑》2015年总第15卷。

[24] 参见傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。

条款的设计；^[25]五则，研究发现，与一流公司相比，双层股权结构公司在总体上或研发上都不会投入更多资金；六则，在全球范围内，使用同股不同权股权结构的公司往往被视为拥有较差的公司治理。^[26]

（二）同股不同权制度的实证检验

双层股权结构在新兴经济企业之中占据重要的位置，但同股不同权的立法政策合理性仍然饱受质疑。

一方面，实证研究发现，同股不同权结构在新兴经济领域占有重要的经济地位，且不断呈现上升的趋势。2007年由美国机构股东服务公司（ISS）对16个欧洲国家的464家公司进行调查，结果显示24%的样本公司具有双层股权结构。^[27]2008~2013年，美国使用双层股权结构的公司占IPO比重的16.5%，占首发融资金额的34.1%。^[28]2015年在美国交易所上市公司中采纳双层股权结构的为133家，占比13.5%，远高于2005年的1%。^[29]2012年至2016年，约有19%的美国科技公司上市采用双层股权结构——比前五年期间增加一倍以上。港交所咨询文件亦指出，目前美国116家中概股公司总市值的84%集中在33家采用“同股不同权”架构的公司中，市值达5610亿美元，相当于港股总市值的15%。MSCI（全球最大的指数编制公司）最近发布的一项研究表明，2007年11月到2017年8月，投票权不平等的公司股票表现总体上要好于市场的平均水平。如果将这些公司从指数成分股中排除出去，那么，

[25] 参见张宁：《诺奖得主哈特：高科技公司双重股权结构必须设计退出条款》，载搜狐网：https://www.sohu.com/a/231447073_260616，2018年5月13日访问。

[26] 参见亚洲公司治理协会：《Dual-class Shares: A Poisoned Apple?》，载公司治理观察微信公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/2T5iuPAgbKNGNh-Kj5OmiA>，2018年4月14日访问。

[27] See Morten Bennesen et al., *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance*, Q. J. Econ., Vol. 122, 2007.

[28] See Howell, J. W., *The Survival of the US Dual Class Share Structure*, Journal of Corporate Finance, Vol. 44, 2014

[29] See Steven Davidoff Solomon, *Shareholders Vote with Their Dollars to Have Less of a Say*, N. Y. Times: DealBook, Nov. 4, 2015.

每年在指数编制期内将减少指数的总回报约 30 个基点。^[30] 在美国,双层股权结构上市公司并不限于新兴科技行业,在其他传统领域的大公司包括 AMC、巴菲特的伯克希尔哈撒韦、Cablevision、CBS、康卡斯特、雅诗兰黛、福特、好时、新闻集团、耐克、Ralph Lauren、泰森食品和维亚康姆等。^[31]

另一方面,实证研究揭示,同股不同权结构的功能优势饱受质疑,例如世界著名高科技公司苹果、微软、亚马逊采纳的均是同股同权结构。Jarrell 和 Poulsen 对 1962 年至 1985 年 12 月的 663 起成功的收购要约溢价进行了估算。他们发现,20 世纪 60 年代的溢价平均为 19%,20 世纪 70 年代则为 35%,1980 年至 1985 年平均溢价为 30%。这些数据与 Jensen 和 Ruback 提及的针对 1980 年以前数据的 13 项研究一脉相承。后者还发现 1980 年之前的成功要约收购和合并,为目标公司带来了 16%~30% 的正回报。^[32] 目标公司的股东显然可以从收购中获益,它是一支维持资本市场生态平衡的重要力量。一旦公司治理不规范,野蛮人就在家门口,会用各种各样的公司法律制度来制约你、收购你、平衡你,^[33]而双层股权结构显然抵御了敌意收购的发生。2014 年美国的机构投资者理事会(CII)向证券交易所提出申请,建议回归同股同权的政策,根据美国 ISS 收到的 120 件调查回执,其结果也显示有 57% 的机构

[30] See David J. Berger & Laurie Simon Hodrick, *Are Dual-Class Companies Harmful to Stockholders? A Preliminary Review of the Evidence*, Geoffrey Kiel and James Beck, Effective Governance Pty Ltd., on Friday, May 18, 2018.

[31] See Edward Kamonjoh, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Follow-up Review of Performance & Risk*, Investor Responsibility Research Ctr. Inst. available at <https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf>, accessed May 4th, 2018.

[32] 参见[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 524 页。

[33] 参见刘纪鹏:《“中国式”独董既要制约大股东,也要制约“保姆”》,载新浪网:<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2018-04-17/doc-ifzkmth4867667.shtml>, 2018 年 5 月 10 日访问。

投资者反对双层股权结构公司公开上市。^[34] 港交所 2014 年的研究报告同样指出，“同股不同权的内生性问题更为严重，不利证据远多于有利证据”。^[35] 2013 年 12 月，亚洲公司治理协会向各会员公司的治理部门的高级官员或投资经理（基金经理）发出了一份关于同股不同权股权制度的调查问卷。结果表明，如果阿里巴巴最终以其坚持的特殊合伙人结构在香港成功上市，全球投资者可能会对阿里巴巴的股票折价 10% ~ 25%。如果此类非标准化的股权结构在香港成为惯常，投资者更将会对香港市场整体作出平均超过 13% 的折价。^[36] 1997 年最高峰时，美国共有 7509 家上市公司，可是到 2016 年，这个数字只剩 3618 家，几乎只是 1997 年的一半。而同一时期，世界上其他地方的上市公司数量倒是在不断增长，^[37] 因此，无法轻易认为同股不同权替美国吸引到了更多的创新企业上市。

三、不同投票权制度的立法演进

同股不同权的发展演变可谓历史悠久，古罗马时期就有所谓的向富人和广大公众发行不同类型的股份。发展到中世纪时期，欧洲的商事组织已经从“一成员一票”向着各种非比例性投票权构造演进。^[38] 在近代，英国东印度公司没有同股同权的规定，美国特许制时代的特许状也不强调同股同权。随着全球并购浪潮的风起云涌，遵从同股同权原则的

[34] See Marc Goldstein, 2016 – 2017 *Annual Benchmark Voting Policy Survey*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg. (Oct. 5, 2016), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/10/05/2016-2017-annual-benchmark-voting-policy-survey/>, accessed May 4th, 2018.

[35] See Hong Kong Exchs. & Clearing Ltd., *Concept Paper, Weighted Voting Rights*, at III – 1 to III – 17 (Aug. 2014).

[36] 同注[24]。

[37] See Doidge et al., *Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?*, NBER Working Paper No. 24265, 2018.

[38] See Katharina Pistor, Yoram Keinan, Jan Kleinheisterkamp & Mark D. West, *The Evolution of Corporate Law: A Cross-country Comparison*, Social Science Electronic Publishing, Vol. 23, 2002.

管理层对双层股权结构的呼声日渐高涨。根据欧委会授权进行的一项关于欧盟地区上市公司中的股份所有与控制之比例的外部研究表明,在464家样本公司中,44%的公司拥有一种或者更多的“控制权强化机制”,拥有该机制的公司比例最高的成员国依次是法国、瑞典、西班牙、匈牙利和比利时,它们的上市公司中拥有控制权强化机制的比例都超过了一半。^[39]

(一) 美国同股不同权制度:从禁止到允许的百年变迁

在美国公司法的州际竞争中,《特拉华州一般公司法》无疑占有非常重要的地位,在纽约证券交易所上市的公司总量的1/3以上是在特拉华州设立的。在《特拉华州一般公司法》第8章“章程修订与股本变化”第242条规定了类别股东在公司章程修订的特殊情况下的种类表决权。《1984示范商事公司法》§10.04规定了某种股份作为一个单独的表决集团参加表决的九种情形。美国多数州公司法允许公司自由选择股权结构,并对此进行了两点限制:第一,至少有一种股票拥有或者多种股票共同拥有不受限制的投票权,并且至少有一种股票拥有或者多种股票共同拥有分配权和清偿权;第二,公司如果要将股票划分为不同种类,就必须在公司注册证书中载明。

20世纪20年代,美国著名的道奇兄弟汽车公司、国际纤维公司、A & W 树根啤酒公司、福克斯电影院公司都开始发行双层股票。截至1926年,美国至少有184家采用多层股权结构的公司上市发行股票。^[40]1926年2月17日,纽约时报的头版头条刊载了美国总统卡尔文·柯立芝(Calvin Coolidge)与哈佛威廉·雷普利(William Ripley)教授对双层股权结构的讨论。^[41]1940年,纽交所正式宣布禁止多层股权结构的公司上市交易。截至1985年,受AMEX和纳斯达克的政策吸引,双层股

[39] See *Report on the Proportionality Principle in the European Union, External Study Commissioned by the European Commission*, Open call for Tenders NO MARKT/2006/15/F, 2006, p. 6.

[40] See Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, The Fronald Press, 1953, p. 178.

[41] See New York Times headline, *President Studies Non-voting Stocks; He Confers With Professor Ripley to Learn if Federal Action is Advisable*, New York Times, February 17, 1926.

权结构公司已经占据 AMEX 上市公司总数的 7% (785 家中的 60 家)；在纳斯达克上市的 4101 家公司中，也有 110 家为多层股权结构的公司。^[42] 1985 年，国会对三个证券交易所施压，要求其步调一致共同进退。至此纽交所开展了对双层股权结构公司上市的讨论，被迫有条件（要经过拥有外部股权的大部分股东同意；要经过独立董事的大多数同意）地接受双层股权结构公司上市。^[43] 截至 1988 年，有 336 家多层股权结构公司在美国上市，占总上市公司总数的 6.7%。^[44]

随着多层股权结构上市公司数量的增加，其暴露的问题也越来越多。考虑到公司控制权滥用的风险加剧、管理层的低效运作、代理成本的上升以及给公司治理带来的挑战，美国国会、美国能源和商务委员会主席 John D. Dingell 以及塞里格曼 (Seligman) 等法学家纷纷对双层股权制度提出反对意见，要求禁止其在大型上市公司使用。^[45] 有作者直接在纽约时报上发问：“当控制股东取得了 55% 的股权，启动股权重置，要强行推行双层股权结构，此时中小股东的权益谁来保护？”^[46] 从尊重投资者选择的自主性、满足股东诉求的异质化倾向、企业长期发展战略的实行以及增加股票价值等角度考量，也有部分美国学者认为不应当禁止双层股权结构公司上市，解决问题的途径是对滥用控制权的行为进行规制，更好地保护中小股东权益。^[47] 这场论战声势浩大，包括 Richard S. Ruback、Daniel R. Fischel、Jeffrey N. Gordon、John C. Coffee 在内的多名专家参与其中。双方争论不休，直到 1988 年 7 月 7 日美国证监会以 4:1

[42] See Craig Doidge, *US Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence From Dual-class Firms*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 2004.

[43] See Thomas Math, *Big Board Ends Equal Vote Rule*, *New York Times*, July 4, 1986.

[44] See Ang, J. S. & W. L. Megginson, *Restricted Voting Shares, Ownership Structure, and the Market Value of Dual-class Firms*, *Journal of Financial Research*, Vol. 12, 1989.

[45] See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, *George Washington Law Review*, Vol. 5, 1986.

[46] See Steven Greenhouse, *Unequal Voting Rights in Stock*, *New York Times*, March 19, 1985.

[47] See Kenneth Lehn, *Consolidating Corporate Control: Dual-class Recapitalizations Versus Leveraged Buy-outs*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

的投票结果通过了 19c-4 规则,^[48]规定了“禁止+例外”的规制条款,这场论战才以反对方大获全胜而告终。^[49]1991 年美国证券交易所实行与 19c-4 规则相类似的规则:只有在公司取得了 2/3 以上多数的股东同意,且同时取得控制股东和内部人之外的其他股东的 1/2 以上同意的情况下才能进行股权重置,创设双层股权结构。^[50]1993 年 12 月,纳斯达克、美国证券交易所、纽约证券交易所相继接受了美国证监会主席 Arthur Levitt Jr. 的倡议,在允许双层股权结构公司上市交易的问题上再次采取一致政策。^[51]至此,美国对双层股权结构的规制政策趋于统一化、成熟化,其基本立场是,对公司已经发行的股票不能以任何方式去剥夺既有股东的投票权,但在发行新股时公司可以引入双层股权结构。^[52]

近年来,美国学者通过实证研究发现,永久的双层股权结构是站不住脚的。双层股权结构公司 IPO 时可能提供的任何监督收益会随着时间的推移而下降,潜在成本趋于增加,而潜在收益趋于消失。在公司发展早期,基于创新能力对企业竞争力构建的重要性,保护创立者的控制权会有利于公司,是明智选择,但是在某个时间点[这一个时间点通常被称作“日落”(sunset)]之后,双层股权结构的有效性需要重新考虑。研究表明即使管理层发现公司运营的效率低下,也仍然有强烈的动机去保留双层股权结构。因此,美国很多大型的双层股权结构公司在章程中规定,或经过固定的时间段(如 10 年或 15 年),或特定的触发事件发生,或跨越某个所有权百分比,公司将进行“日落”,除非该股权结构的延续得到了与控制人无关的半数以上的股东批准。^[53]

[48] SEC Rule 19c-4 Governing Certain Listing or Authorization Determinations by National Securities Exchanges and Associations.

[49] 参见周韶龙:《美国法上的双层融资结构及其借鉴》,载《金融法苑》2015 年第 1 期。

[50] See Terry College, *A Mex Files Plan for Holders Votes on Classes of Stock*, *The Wall Street Journal*, June 13, 1991.

[51] Foremski, *NYSE Approves Shareholder Voting Rights Policy*, *Dow Jones News Service*, May 5, 1994.

[52] 参见马一:《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》,载《中外法学》2014 年第 3 期。

[53] Bebchuk & Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-class Stock*, *Virginia Law Review*, Vol. 103, 2017.

(二) 美国之外的国家同股不同权制度：尚未达成共识的分歧之中

欧盟对于是否适用“一股一票”的态度比较矛盾：一方面，认为其设计有违传统的股权平等原则，可能阻碍资本的自由流动；另一方面，没有足够的理由在成员国强制实施。在 2003 年 3 月，欧洲法院曾判决公司管理层保有特殊权力违背资本的自由流动。在 2004 年的公司收购指令中，欧盟又引入“打破规则”，即一旦某一公司获得了目标公司 75 % 的股份，“一股一票”的投票规则将重新适用。尽管“打破规则”仅适用于公司收购这一特殊情形，但有学者认为欧盟实际上已经将“一股一票”确定为了欧洲标准。值得我们注意的是，《欧盟公司法》第五号指令议案至今尚未颁行，欧委会虽然引入了“打破规则”，但与此同时也允许成员国明示排除该规则的国内适用，^[54] 鉴于各国对同股同权的不同态度，第五指令颁布的可能性微乎其微。

英国立法对于不同投票权制度经历了一个从早期允许到后来相对禁止的道路。20 世纪 60 年代中期，双层股权结构风行一时。但随着媒体对双层股权结构公司负面报道的激增，投资者普遍不看好双层股权结构公司，这种需求直接影响了企业的资金成本和公司治理。及至 70 年代，双层股权结构公司股票的实际价值被投资者严重低估，他们向政府施压，导致双层股权结构日益萎缩。在英国，同股同权虽然是公司法的预设标准，但不禁止公司采用其他的股权结构。2012 年，英国曼彻斯特联合银行足球俱乐部为了采用双层股权结构，不得不转投纽交所上市。2014 年英国金融行为局上市监管局 (UKLA) 规定以高级形式上市的公司不能设立双层股权结构，^[55] 同种类别的股份其投票数相同，获准上市的股份所享有的表决权必须与其在总股本所占的权益比重保持一致。由于英国主板市场有高级上市 (premium listing) 和标准上市 (standard listing) 两种形式，采用标准形式上市的公司仍可选择不同的投票权架构，所以有学者认为英国的机构投资者已经总体上成功地阻止了双层股

[54] 参见汪青松：《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》，载《清华法学》2014 年第 2 期。

[55] 参见安邦坤：《审慎推动双层股权结构公司上市》，载《中国金融》2018 年第 4 期。

权结构的说法值得商榷。^[56] 并且情况在近期似有了转机,为提高资本市场的吸引力,英国金融行为监管局发布了一份讨论文件,广泛征求双层股权结构公司上市的意见。^[57]

德国立法关于不同投票权架构的发展更是一波三折,呈现出“允许—限制—完全禁止”的波浪式震动。德国一度允许双层股权结构公司上市,结果导致大量滥用双层股权结构的案件发生,中小股东利益严重受损。1937年德国国会规定,只有因公共利益的需要,并经所在州一级的最高行政机构特殊批准,才可使用双层股权结构。直到1998年,德国正式决定废除双层股权结构,规定除非在2003年6月1日之前成功召开股东大会,以3/4以上的绝对多数表决通过允许不同投票权继续存在的议案,否则先前存在的双层股权结构失效。《德国股份法》第12(2)条规定,任何情况下德国公众公司都不能实行一股多表决权制。^[58] 之后2002年、2009年的《德国公司治理准则》均建议上市公司坚持同股同权原则。^[59]

在2003年,法国经第2003-7号法律批准,将《法国公司法典》中的内容重新编纂为“商事公司与经济利益合作组织”,将其作为《法国商法典》的第二卷。^[60] 其中第L225-123条规定了“忠诚股”,双层表决权可以赋予在股东登记册上连续存在两年且缴足股款的股东。且该种股票一旦转让,根据第L225-124条规定,一股一票的状态将得到恢复。在法国“股东之间地位平等”并不具有绝对价值。^[61] 虽然私人公司不能实行一股多表决权,也不能剥夺任何一名股东的表决权,但是公众公司却认可代表双层表决权的股份,甚至可以发行代表多倍表决权的股份。^[62]

[56] See Julian Franks, Colin Mayer & Stefano Rossi, *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the UK*, Nber Working Papers, Vol. 21, 2004.

[57] See Fin. Conduct Auth., Discussion Paper, Review of the Effectiveness of Primary Markets; *The UK Primary Markets Landscape* 7-8, 20-23 (Feb. 2017).

[58] [挪威]马德斯·安登斯、[英]弗兰克·伍尔德里奇:《欧洲比较公司法》,汪丽丽、汪晨、胡曦彦译,法律出版社2014年版,第154页。

[59] 同注[52]。

[60] 李飞:《当代外国破产法》,法制出版社2006年版,第340~341页。

[61] 参见P. 迪迪耶:《股东之间的平等,神化还是现实》,载《企业法律手册》1994年第5期。

[62] 同注[55],第152页。

直至 20 世纪 80 年代,以色列上市公司可以自由适用双层股权结构。一股一票与五股一票的类别股组合在特拉维夫证券交易所尤为常见,实际上约 40% 的上市公司都采取了同股不同权的股权结构。^[63] 可是,1990 年的一项监管改革要求使特拉维夫的证券市场盛况不再,改革后上市公司在 IPO 时只可发行普通股。随后的短短 10 年间,原本采纳不同投票权结构的 109 家公司,已有近 4/5 的公司统一了股票类型,剩余的也多被合并、退市,逐渐淡出市场。据统计,截至 2009 年年初,采纳不同投票权结构的上市公司只余 7 家。^[64]

金字塔结构和不同投票权架构都可满足股东对控制权强化的渴求,但由于意大利长期限制双层股权结构的政策,导致 20.3% 的上市公司受金字塔结构控制,占到 2012 年股票市场总市值的 62.2%。《民法典》原则上采取同股同权的表决规则,但公司仍被允许对股东表决权进行自由设置。2014 年 6 月,立法机关颁布 91 号法令,上市前允许公司发行每股不超过三票的股份,取消了对发行不同表决权股的禁令。至此,起源于法国的“忠诚股份”被意大利引入,要求特别股持有人必须满足拥有该公司股票两年以上并进行了特别登记。

瑞典对各式控制权强化机制持包容态度。20 世纪 90 年代早期,在瑞典斯德哥尔摩证券交易所,使用双层股权结构及金字塔结构的公司以 2% 的终极现金流权,最终控制了 50% 的市值。在 2006 年,规模最大的 20 家公司中有 4/5 都采用双层股权结构。现今以小额资本杠杆撬动巨额资金的传统仍旧主导着斯德哥尔摩证交所。在荷兰,每股股份面值的大小直接决定了其所代表的投票数。《荷兰民法典》第 2.118(3) 条规定,原则上每名股东所持有股份的累计面值除以公司已发行最小股份面值,是其所持有的有效票数。但根据股票不同的类别,公司也可要求持有相同投票数的认购人支付不同的对价。

[63] See Shmuel Hauser & Beni Lauterbach, *The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-class Stock Unifications*, Review of Financial Studies, Vol. 17, 2004.

[64] Beni Lauterbach & Yishay Yafeh, *Long Term Changes in Voting Power and Control Structure Following the Unification of Dual Class Shares*, Journal of Corporate Finance, Vol. 17, 2011.

《瑞士公司法》第4章第1条规定了同股同权是公司预设的默认标准规则,第4章第2条和第3条规定通过公司章程设置选用双层股权结构的例外。西班牙修订后的《1989年西班牙公众有限责任公司法》第50(2)条规定股东不得获得任何形式的利息,还规定公司不得创设任何直接或间接变更票面价值与表决权比例或优先权利的股份。比利时《公司法》规定,公众公司可以发行创始股,公司章程可以规定创始股股东享有表决权,可以限制每一股东在股东大会上的投票数量,无论其参与投票的股东所持有的股份种类。

加拿大没有对每股股票可拥有的投票权数作限制性规定。根据《加拿大商业公司法》第140(1)条规定,一股一票是原则,但允许公司章程另行规定。在双层股权结构公司,章程需载明权利安排和相应的限制性条件。20世纪70年代,加拿大的上市公司中仅有5%是双层股权结构公司;截至2005年,其占比在多伦多交易所(TSX)上升至20%。有学者从TSX的前100名公司中选取双层股权结构公司进行统计,得出结论:20世纪40年代到80年代是其发展的黄金期,几个最大规模的双层股权结构公司都是在此期间形成;90年代以后的双层股权结构公司都集中于新兴的电子传播行业。^[65]根据2013年7月的最新数据,TSX的1555家上市公司中,仅余41家(3%)双层股权结构公司。当下,加拿大一个由大型机构投资者组成的联盟又开始强烈呼吁限制双层股权结构在上市公司的使用。^[66]

2013年新加坡立法机关首先修改了公司法,明文废除了第64条,规定内部公司所持有的每一股票都应该对应公司在实际管理过程中的投票权,并且同意上市公司根据实际情况进行调整,发行不同类别的股份,此项决定于2014年8月生效。为了防范可能出现的风险,指导委员会制定了配套的应对措施:首先,高额投票权的股票发行需经过股东大会的绝对多数同意。其次,为了最大限度地保障公众股东对于高倍投票权

[65] Terence Zinger, *Dual-class Share Structures, Founder Control and Enterprise Growth: New Insights and Directions for Research*, *Entrepreneurial Practice Review*, Vol. 1, 2009.

[66] See Canadian Coal. for Good Governance, *Dual Class Share Policy*, available at http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/dual_class_share_policy.pdf, accessed May 4th, 2018.

的知情权,要求在提出发行提案时,必须提供不同类型股票投票权的特别说明。最后,在公众公司章程中需清晰载明发行股票的种类和其投票权的数量。^[67] 2016年,新加坡上市咨询委员会建议新加坡交易所接受双层股权结构,并提出需同时推出合适的保障措施以限制该结构带来的风险。2018年3月28日,新加坡交易所就双层股权结构的运用推出第二轮市场咨询,包括考虑上市公司商业模式,由事件触发的日落条款机制,是否有资深投资者参股等。^[68] 近期,马来西亚吉隆坡证券交易所也表示正在评估是否允许双层股权结构公司来此上市。

四、不同投票权制度的治理安排

截至2017年2月7日,在我国的76个民营资本系族中,有25个系族内上市公司现金流权与表决权分离度均值超过50%,占比约为33%;在179家民营资本系族控制的上市公司中,有62家上市公司的两权分离度高于50%。^[69] 当前,我国股东为了获取同股不同权结构带来的制度优势,往往会通过表决权委托、表决权限制协议、优先分红权与优先清算权协议、对赌协议、章程盈余优先分配条款、股票收益权转让等渠道^[70]进行“曲线救国”。域外的成熟经验告诉我们,通过金字塔持股结构、交叉持股、瓜分董事会等方式,也会使现金流权与表决权分离,以较少的出资实现对公司的最终控制。^[71] 因此,试图通过拒绝不同投票权架构来保护中小股东权益的思路,只能影响境内投资者分享新兴经济增长带来的财富效应,扼杀我国新兴经济的成长,最终损害企业家的创新精神乃至国家竞争力。与其拒绝不同投票权架构,莫不如完善不同投票

[67] 参见陈彬:《双层股权结构制度改革评析——新加坡公司法的视角》,载《证券市场导报》2016年第7期。

[68] 同注[10]。

[69] 参见邢立全:《A股资本系族:现状与思考》,上交所2017年5月5日公布的研究报告。

[70] 同注[14]。

[71] See R La Ports, F. Lopex - de - Silanes, A. Shleifer & R Vishny, *Corporate Ownership around the World*, *The Journal of Finance*, Vol. 54, 1999.

权架构的配套治理机制,设定一系列行之有效且经过验证的限定性治理安排,以期兼顾新兴经济的成长与公众股东权益的保障。

(一) 不同投票权架构引入的“准入限制”

1. 限定为新经济领域

美国采取双层股权结构的公司主要集中于互联网、传媒、通讯、娱乐、钢铁等几个主要领域。港交所则将可以采用同股不同权的公司限定在创新型企业,有条件地考虑接受尚未产生收入或盈利的新经济公司的上市申请。联交所将审视每宗个案的实况及情况。一家公司合资格上市并不代表另一家采用类似科技、创新理念或业务模式的申请人同样合资格上市。

有学者建议双层股权结构应仅适用个别类型公司,在科技创新型公司、关乎国计民生的国有企业、借助家族伦理关系协调资源配置的家族企业、需要保持真实性和客观性的传媒企业进行率先试点,并且建立一套个案审查机制。^[72] 香港交易所集团行政总裁李小加曾公开表示:“创新型公司与传统公司最大的不同在于,它取得成功的关键不是靠资本、资产或政策,而是靠创始人独特的梦想和远见。”^[73] 为了鼓励创新、保护创新型公司的核心竞争力,从公司的长远发展考虑,必须给予创始人一定的空间与机会掌舵。从当前我国对“独角兽”企业的政策背景考虑,笔者建议首先在具备行业发展价值的“四新”企业——生物科技、云计算、人工智能、高端制造进行试点,待条件成熟再逐步降低准入限制。根据各行业发展的具体情况对行业分类的定义作出适时调整,一旦决定了合适的定义,应根据申请人实际情况进行个案裁量。

2. 限定企业市值规模

有组织的交易所有强烈的动机来维持良好的声誉,同理有规模的企业也有维护形象的现实需求。当企业达到一定的规模时,会迫使更多的被动型投资者持有他们的股票。基于以上考量,港交所要求在主板上市的同股不同权公司市值要超过 100 亿港元,并且规定其最近一个财年经

[72] 同注[46]。

[73] 参见江家岱:《合伙人根本不是问题,李小加八论“创新型公司”》,载搜狐网:<http://business.sohu.com/20131025/n388900257.shtml>,2018年5月25日访问。

审计后的收入至少要超过 10 亿港元；或者其预期市值是要不低于 400 亿港元的公司。笔者认为内地交易所可参考其标准，结合内地经济发展的现状，适度限定企业的市值规模，以期最大限度地规范我国的资本市场。

3. 限定特权股所有人资格

不同国家对超级表决权股权转让均设有一定限制，美国规定超级表决权股一般不能流通，即使转让也会自动转换为一股一票的普通股。加拿大多伦多证券交易所则要求给外部股东提供“燕尾保护”（coat-tail protection），即拥有超级表决权股权结构的公司应当确保提出要约购买超级表决权股的购买方在同等条件下提出要约购买次级表决权股，以防止内部股东将公司的控制权出售并获得大量溢价，掠夺其他股东利益。新加坡交易所在近期的咨询文件中，则建议在特定条件下超级投票权股须转为普通股，如股东辞任董事、转让手上股份等。港交所规定公司可以采用双层股权结构进行 IPO，但超级投票权股禁止转让，不同投票权受限于“自然”日落条款，表明管理层愿意在某一天把投票权还给股东。法国的“忠诚股份”通常要求股东的持股期限不低于两年。股份拥有权转移时，特殊投票权随即取消，^[74]但继承或夫妻共同财产转让、亲属进行馈赠除外。^[75]

维持股东利益平衡的方式之一是直接规定超级表决权股不具有流通性。“创始人持有”特权股，享有高于资本对应权利之上的“超级”投票权，是由于他们能够创造高于股份本身等比例配置的参与性权利所能够产生的价值。^[76]笔者建议只有对企业的长期发展起关键作用的管理层才能持有特权股。股份不得转让给其他股东和家庭成员在内的公司外部人员。一旦特权股持有人不再参与公司业务（退休、丧失工作能力、去世）或所持有的股份少于特定比重，那么将自动触发“日落条款”，特权股也将会被剥夺。

4. 限定发行人特权股所占比例

法国规定特权股所占比例不得超过公司注册资本的 1/4，港交所规

[74] 《法国商业守则》第 L. 225 - 124 条。

[75] 港交所 2014 年 8 月《不同投票权架构概念文件》，附件三第 5 页。

[76] 参见肖金锋、杨梦：《类别股的类型化分析及制度建构——以股权融资与控制权兼顾为视角》，载《证券法苑》2017 年总第 20 卷。

定发行人不得提高已发行的不同投票权股份比重,亦不得增发任何不同投票权股份。笔者建议在上市之前确定发行人特权股所占比例,发行人不得在以后融资过程中发行更多的特权股。

(二)不同投票权架构引入的“管治安排”

在亚洲公司治理协会发布的亚洲 11 个国家和地区公司治理评估报告中,中国排名第九。中国内地公司治理改革滞后的一个清楚例证便是 2002 年首次发布,但其后从未进行任何修改的《上市公司治理准则》。双层股权结构的制度背后实则是公司控制权的争夺,而由控制权争夺所引发的公司治理才是矛盾冲突的关键。

1. 引进忠慎义务制度

控制股东滥用控制权将产生巨大的风险,许多国家和地区为了实现股东之间的实质平等,往往会在法律层面赋予其特殊的诚信义务,限制他们的权利,以约束他们的行为。笔者建议在引进同股不同权这味对公司治理毒性剧烈的猛药的同时,引进特拉华公司法上的忠慎义务制度作一味缓解毒性的解药。参酌域外的立法成果,保护中小股东的合法权益。

2. 限制特权股表决权

首先要限制加权幅度。《法国商事公司法》规定,仅允许公司发行每股两票的高额投票权股份。《瑞典公司法》第 4 章第 5 条规定,股份的投票权概不得超过任何其他股份投票权的 10 倍。新加坡交易所咨询引入双层股权架构时,也建议倍数股份以 10 倍为限。港交所规定超级投票权人在上市时享有的经济权益不能低于 10%,超级投票权一票的威力最多也只能抵普通的十票,普通股股东所拥有的有效投票权在股东大会上必须占到至少 10%。从国际做法来看,虽然美国股市并没有对投票权设定加以限制,但最普遍的结构安排是超级表决权股每股有不超过 10 倍的投票权。我国赴境外上市的双层股权结构公司中,除京东为普通股的 20 倍外,多数限定在 10 倍以内。建议我国应将比重控制在 10 倍以内为宜。

其次要建立完善的表决机制。港交所规定在双层股权结构上市公司,以下重要事宜也必须按“一股一票”基准决定:发行人组织章程文件的变动;任何类别股份所附带权利的变动;委任或罢免独立非执行董事;

委聘或辞退核数师；发行人自愿清盘。笔者建议针对修改章程，分立、合并、并购、处置公司重大资产、重组、转让主要知识产权，变更股东权利，选举和罢免独董及审计人员，以及主动终止公司这几类事项必须采用一股一票的投票方式。

最后规定特权股持有人的提名权被股东大会否决的次数上限。创始人的控制权与中小股东利益不是一对不可调和的矛盾。通过市场的调节和制衡，可以通过制度的设计有效减少决策者失误带来的损失。笔者建议当其他股东反对创始人的提名时，创始人可以申请进行第二轮的表决，如果投票的结果没有变化，则创始人不再享有高倍投票权。

3. 设立公司治理委员会

港交所规定采用同股不同权的公司必须设立公司治理委员会。结合美国和我国香港地区的立法经验，笔者建议在双层股权结构公司设立由独董占多数并由独董出任主席的治理委员会，委员会拥有向管理层索取信息、聘请独立顾问机构的权利，可以定期考察监督关联交易、利益输送等控制股东行为，以确保公司为全体股东利益运营。

4. 严格独立董事制度

将独立董事引入董事会，由其担任董事会和董事会下设的某些关键的委员会成员，是保护少数股东激励策略的做法之一。独董因受到“低能激励”（也就是职业声望、道德、个人声誉）驱动，会直面控制股东以维护公司的整体利益。^[77]“独立董事”作为中国资本市场上的舶来品，最早出现是1993年青岛啤酒为满足港交所的上市要求。1997年证监会发布的《上市公司章程指引》中首次规定公司可设立独立董事。直至2000年的《上海证券交易所公司治理指引》才将其确立为强制性规范。次年，深交所发布了《上市公司独立董事制度实施指引》；证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求上市公司董事会成员中必须包括1/3以上的独立董事。^[78]“在我们的上市公司中，独立董事的任务首先是制约大股东，保护经营者的利益。第二个任务跟西

[77] [美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社2012年版，第93~98页。

[78] 参见何军香：《对上市公司构建独立董事制度的思考》，载《当代法学》2003年第11期。

方一致,就是当股权高度分散的时候,制约‘保姆’,保护‘主人’的利益”。^[79] 笔者建议定期对独立董事进行业务培训和考核,确保其选任与公司运营无业务牵连,使其独立于上市公司,公司的控制股东和实际控制人。^[80]

(三) 不同投票权架构引入的“保障机制”

1. 强化企业的信息披露

强制披露揭示了控制股东的股权结构和利益冲突的交易,对中小股东的权利保护发挥着关键作用。市场价格可以动态反映公司控制者的机会主义行为,并对具体行为予以惩罚。^[81] 除此之外,强制性披露提供了保护中小股东的其他机制(如投票和诉讼)所必需的信息。^[82] 多伦多证券交易所要求在公司章程或招股说明书中载明对不同投票权股东的保护性条款。港交所要求将信息披露等要求纳入发行人的公司章程等文件。笔者建议双层股权结构的上市公司将所发行的股份类型、每种类型的数量与投票权架构、公司章程对于股份转让的限制性规定、股份的数量与权利的变动等重要内容进行全面、真实、及时的公开披露。

2. 监督企业“新旧隔离”

Jeffrey N. Gordon 认为,如果不进行“新旧隔离”,将使绝大多数中小股东被迫同意对其无利的股权重置计划,从而使得管理层的地位得到强化,而溢价的敌意收购则会变得非常困难。^[83] 笔者建议强制进行“新旧隔离”,确保只有新申请人才能以同股不同权的结构上市。^[84] 禁止现有

[79] 同注[30]。

[80] 参见徐明:《多措并举,积极推进立体型中小投资者保护机制》,载投股中心微信公众号:<http://mp.weixin.qq.com/s/00JU1FBfFORWpWoikuTLaQ>,2018年4月14日访问。

[81] 参见美国《1934年证券交易法》第13D条,15 U. S. C. § 78a(2008); Directive 2004/109/EC, 2004. O. J. (L 390)38, 第9-15条。

[82] 同注[75], 第102页。

[83] See Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, CAL. L. REV. Vol. 76, 1988.

[84] 根据 Daines 等学者的研究成果,作为反并购措施的双层融资结构较为广泛地被写入了首发 IPO 的章程条款中。研究者也通过一系列回归、统计分析,证明在章程条款被市场定价的情况下(首发 IPO 时),章程条款的采用提高了效率和公司价值。Daines, Robert & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, Journal of Law Economics, and Organization, Vol. 17, 2001.

上市公司进行分拆然后将分拆之后的新公司以同股不同权的结构进行上市。

3. 投资者的“司法保护”

美国是典型的判例法国家,可以通过司法审查确立起有效的规则。特拉华有名的 *Kahn v. Lynch Communication Systems* 案,特委会原本为公司寻找了更好的买家,可囿于控制股东拥有足以否决一切并购交易的表决权,最终不得不放弃那个买家,转而接受大股东的收购。若非法院在诉讼中确立起对控制股东忠慎义务的严格审查标准,一桩欺压小股东的买卖就要在特委会的眼皮底下成交。^[85] 针对利益冲突交易(控制股东收购上市公司全部股权将其私有化),1983年“温伯格诉 UOP 公司案”(Weinberger v. UOP, Inc.)确立了“彻底公平”标准的审查,即董事会举证交易过程彻底公平,交易价格彻底公平。后来通过成立特别委员会来负责私有化交易,确立了“少数股东中的多数同意”规则。^[86] 2014年的 *Kahn v. M & F Worldwide* 一案,确立了 MFW 规则。2017年8月,美国特拉华法院将 MFW 规则沿用到控制股东虽未直接收购公司,却可能在第三方收购交易中获得特别权益的情况。

2015年6月,香港交易所在不同投票权架构咨询及2017年有关建议设立创新板的咨询中发现,只有少数回应者认为引入集体诉讼机制是准许不同投票权架构的先决条件,同时市场的回应也显示在美国的大多数集体诉讼涉及的是信息披露问题,而不是在不同投票权架构下可能发生的滥用控制权问题。研究表明,我国香港地区与美国一样都高度重视投资者保障,只是做法不同。^[87] 考虑到小米集团对风险因素的综合分析,以及我国《上市公司治理准则》等适用条款的滞后性,笔者建议在强调信息披露重要性的同时,也不可忽视司法系统能动作用的发挥,尽力为中小股东的权益保护建构起最后一道防火墙。

4. 构建透明有效的退市机制

为了引入同股不同权架构,港交所前期为修复退市机制作出了不少

[85] 同注[7]。

[86] 参见张巍:《上市公司董事会的信义义务:基础理论与美国实践》,载《投资者》2018年第1辑。

[87] 详见香港交易所2014年8月《不同投票权架构的概念文件》。

努力。退市机制是可以提醒利益相关方保持警惕的有效补救措施之一。笔者建议我国应当构建一个透明、有效且快捷的退市机制。^[88]

不同投票权架构的法律移植,饱受诟病的一个障碍就是中小股东权益保护机制的不完善与公司治理缺乏规范,因此审慎对待不同投票权架构的引入之声不绝于耳。对此,司法界、政商界均充分认识到这一问题的紧迫性,2017年8月7日,最高人民法院发布《关于为改善营商环境提供司法保障的若干意见》,其中强调要“加强中小股东保护,推动完善公司治理结构。适时出台公司法相关司法解释,促进公司治理规范化,提升我国保护中小股东权益的国际形象,增强社会投资的积极性”。政商两界代表也频频发声,国务院总理李克强作政府工作报告时提出,“支持优质创新型企业上市融资”。证监会副主席姜洋表示,“会出台措施支持新经济企业上市”。证监会副主席阎庆民也表示,“证监会对新经济企业上市制度改革有很多创新”。^[89] 2018年3月2日,《法制日报》刊登了一篇文章,在讨论公司法修订草案时提到,“在继续坚持同股同权原则基础上,增加公司可以发行拥有不同数量表决权的普通股的法律安排,满足初创企业维持控制权的需求”。

正如美国法经济学家所言,最好的治理结构并非从理论中产生,它一定是从实践经验中发展而来的。^[90] 可以说,公司发展的历史,就是那些在治理结构上因不能适应周围环境的公司,在竞争中不断被击败的历史。^[91] 全球资本市场上存在不同的投票权制度安排,虽然这些实践饱受争议,甚至被认为是“腐败的治理体系”,但不能否定其实现了创始人的愿望,将公司控制权集中在管理层和同盟者手中,为敌意收购制造了困难,维持了公司政策的稳定性。资本市场的竞争实则是制度的竞争,我国上市规则应更具包容性与开放性,积极引入不同投票权的制度安

[88] 参见汪青松:《股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构》,载《比较法研究》2015年第1期。

[89] 秦嘉敏:《深交所总经理王建军:建议修改〈公司法〉,完善“双层股权结构”》,载财经网:<http://yuanchuang.caijing.com.cn/2018/0308/4415169.shtml>,2018年4月23日访问。

[90] [美]伊斯特布鲁克、费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第6页。

[91] 同注[73]。

排,辅之以保障公众股东权益的相应治理措施,从而吸引高质量成长性新兴产业公司上市,提升我国资本市场的国际竞争力与治理绩效,这已经成为当下我国公司法与证券法联动修改给予制度供给的重大现实话题。

(编辑:武俊桥)