

公司上市中的差异表决权规则及法律完善

——以证券交易所竞争为视角

李东方 李耕坤

摘要: 双层股权结构具有理论与实践的重要价值,这一制度产生的重要原因在于证券交易所之间的竞争,是一种实践需求推动理论革新的结果。从世界范围看,已经形成突破传统“同股同权”而采纳“同股不同权”的双层股权结构的趋势和现实。我国为回应现实需求以及应对国际上证券交易所之间的竞争而已经引入该制度,但实践结果与理论预期产生了偏离。通过比对发现,我国上交所、深交所、北交所以及新三板之间,以及与美国、新加坡和我国香港地区证券交易所对该制度的规定有所差异,这种差异是造成实践与预期发生偏离的原因。我国证券交易所对该制度的限制过于严格,为满足实践需要以及应对竞争,应当在严格与放松限制之间作出良好的平衡。因此,需要对双层股权结构制度下的差异表决权规则进行完善和突破,突破的重点在于事前放宽准入标准,完善的重点在于事中细化信息披露制度及相关规则,事后完善普通股东的保护机制。

关键词: 上市公司; 证券交易所; 上市规则; 表决权差异安排; 双层股权结构

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2023.03.015

一、问题的提出

2021年9月2日,习近平主席在中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上提出“深化新三板改革,设立北京证券交易所”。公司制的北京证券交易所(下文简称北交所)对内与上海证券交易所(下文简称上交所)、深圳证券交易所(下文简称深交所),对外与其他国家和地区的交易所,呈现“亦敌亦友”的关系,既相互借鉴、错位发展,同时也存在相互竞争的关系^①。

近年来多家科技创新型企业赴海外上市,其主要原因之一是国内不允许设置双层股权结构进行上市^②。对于“一股一权”的单层股权结构与“同股不同权”的双层股权结构之间的争论已经持续了百年,双层股权结构具有理论与实践的重要价值,这一制度产生的重要原因在于证券交易所之间的竞争,是一种实践需求推动理论突破的结果。从世界范围看,接受公司上市设置双层股权结构已经成为流行趋势,2021年底公布的《中华人民共和国公司法(修订草案)》(下文简称《公司法(修订草案)》)一审稿第119和157条,以及2022年底公布的二审稿第116和144条,打破现行《公司法》“同股同权”的制度限制,允许通过公司章程规定法定列举的类别股^③。2019年开市的上交所科创板一大制度创新就是准许拟上市的公司首次公开发行阶段设置表决权差异安排,为科技型企业选择双层股权结构在国内上市提供了机会。北交所同样服务于创新型企业,因此与科创板存在差异化的竞争关系。《北

基金项目: 国家社科基金后期资助项目“证券监管法论”(16FFX020)。

作者简介: 李东方,中国政法大学民商经济法学院教授,博士生导师,法学博士(北京 100088; dongfangl@cupl.edu.cn);李耕坤,中国政法大学民商经济法学院博士研究生(北京 100088; 981020253@qq.com)。

① 李东方:《论股市危机后中国股票发行注册制改革的对策》,《中国政法大学学报》2017年第5期。

② 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。

③ 《公司法(修订草案)》一审稿第119、157条与二审稿第116、144条没有变化。

京证券交易所股票上市规则》(下文简称《北交所上市规则》)中第四章“公司治理”中用一节的篇幅对“表决权差异安排”进行详细规定,可见重视程度。

我国为回应现实需求以及应对国际上证券交易所的竞争而已经引入该制度,但实践结果与理论预期产生了偏离,我国证券交易所对该制度的限制过于严格。通过对比发现我国证券交易所之间以及与域外证券交易所对该制度的规定有所差异,这种差异是造成实践与预期发生偏离的原因,为满足实践需要以及应对竞争应当在严格与放松限制之间作出良好的平衡,因此需要对该制度进行完善和突破,而突破的重点在于事前放宽准入标准,完善的重点在于事中细化信息披露制度及相关规则,事后完善普通股股东的保护机制。

二、竞争视角下我国引入双层股权结构的必要性以及与实践的偏离

(一)对“同股同权”强制原则的突破及双层股权结构的流行

“同股同权”或“一股一权”是指股东的投票比重与其持有的股份比例相同,因此该原则也被称为“等比例”原则(proportionality principle)。^①该原则是股份制公司特别是上市公司得以产生和发展的重要基础,也是股权形式平等的重要体现。以“一股一权”为代表的股权形式平等源自以“一人一票”为代表的人的形式平等。公司投票实践最初起源于适用政府决策的类似规则^②,该强制原则发源于“一人一票”的民主政治理论^③,一人一票的投票方式能够解决每一投票主体的不同偏好,使得最终的投票结果反映集体多数人的共同偏好,形成集体偏好最大公约数。但随着公司的发展,股东投入的资本不同而对公司的控制权却一致,这种政治上的形式民主显然不能完全与公司的投票制度相对接,因此股东要求投票权与投资的份额相同或者等比例,随着“同股同权”原则被美国特拉华州确定为公司投票制度的基本原则,完成了从“一人一票”到“一股一权”的转向。可见,这一转向背后蕴含着股东对资本投入与经营控制权相一致的要求,这一“公司民主”投票制度的产生和发展无疑促进了现代公司和社会经济的极大进步。

“同股同权”原则源自于股东同质化假设。公司合同理论认为“投票权与投票者在公司中的剩余利益(residual interests)如影随形,剩余利益的相等份额必须带有相同的表决权重,投票权应当与股份所有权成正比”^④。该理论认为可以以最小化代理成本的方式适当分配投票权,并假设同股同权原则是股东和公司其他成员在没有交易成本的情况下订立公司合同的规则。根据这一理论的假设,股东对于其对公司的期望具有相同或类似性的偏好,并且作为一个集体,有适当的动机作出自由裁量的决定,因为“他们获得了可归因于这些决定的大部分边际收益并承担了大部分边际成本”^⑤。

股东同质化假设的破裂与异质化的现实,推动双层股权结构的出现与发展。当以股东同质化假设为前提,公司高层管理者会更加重视公司短期的股票价格,这可能会影响其经营方式,损害公司发展的长期前景^⑥。这一简单的假设随着学者将关注点重新回归到股东身上而发生改变。一是股东投资的价值观念不同。从股东的角度来看,非参与经营的股东,大多以获取“被动性财产”为追求,也即

① 张舫:《美国“一股一权”制度的兴衰与其启示》,《现代法学》2012年第2期。

② Ratner D. L., “The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of ‘One Share, One Vote’”, *Cornell Law Review*, 1970, 56(1), pp.44-53.

③ Martin S., Partnoy F., “Encumbered Shares”, *University of Illinois Law Review*, 2005, 2005(3), p.781.

④ 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京:北京大学出版社,2019年,第73页。

⑤ Scholes M. S., “The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices”, *The Journal of Business*, 1972, 45(2), pp.179-211.

⑥ Stout L., *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco: Berrett Keohler Publications, 2012, p.63.

以长期分红或短期投机为目的。二是投资目的不同而导致其对公司控制权的兴趣不同。可见,真正关心公司经营决策与财务绩效的只是众多股东中极少部分人。大多数股东持有时间较短,流动性较强。且随着每家公司股东数量的增多,一股一票原则下的股东表决权其重要性也逐渐变小,甚至是到了可以忽略不计的地步,大多数公众股东在考虑成本的情况下往往不愿意去了解公司现状和公司的决策。所以,当股东利益不同质时就不可能将股东偏好聚合到一个一致的选择系统中^①。这导致对于“同股同权”原则的突破已经成为理论共识和既定现实。

尽管我国现行《公司法》仍然坚守每一股份有一表决权的原则,但授权立法条文却给突破“同股同权”找到了法律的敞口^②,《公司法(修订草案)》已明确规定公司章程可以规定“每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份”。另外,根据上交所研究报告所述,股东权利的两个权利面——表决权与现金流权是统一的,但实际上现金流权与表决权已经发生分离^③,例如金字塔式持股、交叉持股、投票权信托、优先股等等。美国、加拿大、英国、日本、新加坡等国家^④,以及我国香港地区已经主动接受并不断发展上市公司双层股权结构,且我国的科创板已有公司在上市时采用该结构并成功IPO。以上市公司股东差异化表决为特点的双层股权结构已经成为不可逆的发展趋势^⑤。

(二)双层股权结构与我国现实的矛盾与融合

双层股权结构的优点和缺点非常分明。优势方面,首先,该架构可以解决融资与控制权之间的矛盾。处于成长期的中小企业,特别是科技创新型企业,由于公司成长需要大量资金的注入,而在同股同权的情况下,会出现经过多轮股权融资,使得公司创始人对公司的控制权逐渐稀释,甚至到公司上市后发展至一定规模时,创始股东被踢出公司的决策层。而双层股权结构有效地解决了这一矛盾,让公司在获得融资的同时,不降低创始股东的控制权。其次,该架构可以有效利用创始者的人力资本。科技型创新企业更加重视人力,这种类型的公司的设立和发展很大程度上是因为充分发挥了创始者的人力资本作用,创始人因为对技术、商业模式等生产要素的创新使得该公司具有投资价值。企业家理论证明了作为企业家的创始者对公司投入的精力和心血相比他人对公司的经营管理更值得其他股东信赖。最后,可以实现公司的长期发展愿景^⑥。创始者在公司融资或上市后,往往因为控制权的减弱,无法完成或不能顺利地实现企业家的长期发展计划,不能充分发挥企业家特质愿景作用。而双层股权结构使得创始者在很大程度上免受公众股东“用脚投票”的干预和影响,能够真正实现公司的长远发展目标。

缺点方面,广受批评的一点是双层股权结构会加强创始股东的控制权,导致恶化代理成本、出现道德风险、侵害公众股东和公司其他利益相关者权益的问题^⑦。双层股权结构产生和发展于以英美为代表的“分散型股权结构”,该结构强化了公司控制人的控制权,有利于发挥上述优势,解决以董事会为中心的管理层对公司控制带来的代理问题。但是我国公司治理的重点不是所有权与经营权分离所带来的代理问题,而是对控制股东侵害中小股东利益现象的控制问题。因为我国公司的股权结构

① Adler M. D., Posner E. A., “Implementing Cost-Benefit Analysis When Preferences Are Distorted”, *The Journal of Legal Studies*, 2000, 29(S2), pp.1105-1147.

② 《公司法》第131条。

③ 上海证券交易所:《承认双层股权结构 适应新型公司治理实践》, <http://www.sse.com.cn/aboutus/research/research/c/3986627.pdf>, 访问日期:2022年9月16日。

④ Nenova T., “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3), p.327.

⑤ Fischel D. R., “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock”, *The University of Chicago Law Review*, 1987, 54(1), p.120.

⑥ 高菲:《新经济公司双层股权结构法律制度研究》,北京:法律出版社,2019年,第63页。

⑦ 莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,北京:法律出版社,2012年,第36-37页。

分布出现不平衡状态,少数股东拥有较大比例而其余的由众多股东分散持有^①。在我国,当企业规模变大或是上市后,一定程度上“企业家变成企业最大的敌人”,也即控制股东损害公众股东或公司的利益。这种权利结构造成了我国股权相对集中,形成了控制股东,或者至少形成了控制权。双层股权结构进一步加强或者进一步促成我国公司股权集中的局面。因此,不免出现担忧的声音,但是双层股权结构的优势与我国集中型股权结构的现实并不相互对立。对双层股权结构的吸收与融合,要以完善的法律配套制度为基础。该结构的优势和劣势十分明显,结合我国股权集中的现状,既要充分发挥该结构的优势,也不能忽视该架构所带来的隐患,因此需要在规则的灵活性和问责性之间取得良好的平衡,如完善的普通股东保护规则、充分的信息披露制度、有效的转股机制和结束机制等配套制度。

(三)比较视角下证券交易所对双层股权结构的态度变化

在美国,对于双重股权结构的态度经历了允许到限制再到禁止,最终发展到有条件准许的过程。以1925年道奇兄弟公司(Dodge Brothers, Inc.)向公众发行无表决权A类普通股和有表决权B类普通股为界,原先由于法律没有对此特别限制因而公司可以自行确定股东的表决权^②,其后由于道奇兄弟公司以不到2%的出资控制了全部股份,而备受关注。自此直至1940年,美国的交易所对双层股权结构逐渐加强限制,1940年纽约证券交易所(NYSE)宣布不再准许有此类安排的公司上市。但到1980年代,美国主要的三家交易所对双层股权结构拟上市的公司出现了不同的态度。NYSE依然不准许有该结构的公司上市,也不准许通过股权重组设置此类结构,否则强制其退市。美国证券交易所(AMEX)准许公司设立该结构,但规定了条件进行一定程度的限制^③。而NASDAQ对双层股权结构持最为宽松的态度。由于交易所之间的竞争压力,NYSE宣布暂停之前强制双层股权结构的公司退市,并要求美国证券交易委员会(SEC)修订相关上市规则^④。至此,美国三大交易所都逐渐对双层股权结构持开放态度。20世纪80年代末,SEC应市场要求,制定了统一的监管规则Rule 19c-4,该规则实际上是明确了准许拟上市的公司IPO前可以设置双层股权结构,但禁止上市后通过股权重组的形式实现同股不同权。然而随后该条规则由于SEC越权而被判为无效^⑤。1994年,NYSE、AMEX和NASDAQ达成一致意见,仿效Rule 19-4的规则,准许拟上市的公司首次公开发行时采用该种结构,禁止通过股权重组的形式达到这种目的。

在新加坡,《1967年公司法》第64条(1)规定禁止双层股权结构。但由于全球技术创新的不断增长和企业融资的多样化需求,2007年10月成立的新加坡财政部指导委员会为创造有效的企业监管环境,跟上国际法律和技术的发展,于2011年6月在审查公司法的过程中提出了删除《1967年公司法》第64条的修订方案。《2014年公司法(修正案)》废除了第64条,并重新颁布了第64A条。新条款允许上市公司发行具有差异化投票权的股份,授予公司可以设置特殊投票权以及有限、有条件投票权或无投票权的股份。新加坡证券交易所(SGX)随后于2017年2月发布了一份关于双层股权结构上市框架的咨询文件,并就可能的准入标准等保障措施、日落条款和独立董事的任命寻求反馈意见。经过两轮磋商,SGX最终允许拥有双层股权结构的公司于2018年6月上市。

在我国香港地区,虽然香港的公司法允许公司章程设置双层股权结构,但香港证券交易所(HKEX)自1987年就禁止采用此类结构的公司上市。然而,由于证券交易所之间的监管竞争,特别是新加坡对双层股权结构态度的转变,以及为吸引内地的科技巨头公司到港交所IPO,香港亦改变了

① 赵万一:《公司治理法律问题研究》,北京:法律出版社,2004年,第24页。

② Delaware General Corporation Law (Title 8, Chapter 1 of the Delaware Code), §151.

③ 只准许拥有总数不低于25%的表决权且至少有权选举出一名董事的股票组别的股票上市。

④ Bainbridge S. M., “The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4”, *Washington University Law Quarterly*, 1991, 69(2), pp.565-634.

⑤ 在 *Business Roundtable v. SEC* 一案中判定 SEC 对上市公司的治理以及股东的表决权问题没有监管权限。

对该结构的长期立场。2017年香港证监会最终支持引入具有双层股权结构的公司进行IPO,香港证券交易所有限公司(SEHK)决定于2018年4月实施新的上市规则,其中规定了拥有双层股权结构的公司进行上市的资格以及必要的保障措施。

我国2019年前的上市制度明确禁止采用双层股权结构安排的公司上市。同股同权规则的限制迫使阿里巴巴、百度、腾讯、小米和其他科技巨头选择在美国或我国香港地区进行IPO。为了支持高科技和创新企业的可持续发展,并使其留在国内资本市场,灵活的资本结构至关重要。为鼓励这类公司在国内上市以及应对其他国家和地区证券交易所的竞争,我国放宽对双层股权结构的限制,2019年3月《上海证券交易所科创板股票上市规则》(下文简称《科创板上市规则》)允许符合条件的上市申请人采用投票权差异化安排。2021年的《公司法(修订草案)》第119、157条改变了现行《公司法》的规定,允许通过股份有限公司章程规定法定列举的类别股。《北京证券交易所上市公司持续监管办法》第二章公司治理中的第9条规定了与《科创板上市公司持续监管办法》基本一致的条文内容。可见,北交所和上交所的科创板对于允许存在特别表决权股份的公司进行公开上市保持一致的态度。

(四)我国双层股权结构公司的实践状况及其原因

截至2022年4月30日,共有420家公司在上交所科创板上市,而在所有这些公司中,只有一家公司采用表决权差异化安排成功IPO。这一现实在很大程度上偏离了学者们的期望以及政策制定者对双层股权结构的热情。灵活的资本结构和企业家独特愿景的潜在收益,以及对投票权差异化安排带来的长期关注,都没有像预期的那样形成一波双层股权结构公司上市的浪潮。然而,上交所科创板并不是唯一遇到此种尴尬局面的证券交易所。港交所和新交所也存在类似的情况。自2018年4月港交所准许采用双层股权结构公司进行IPO以来,2018年218家新上市的公司中只有2家、2019年183家新上市公司中只有1家采用了该结构。与此同时,迄今为止新交所还没有采用该结构成功上市的公司。究其原因,上海和香港地区以及新加坡证券交易所与美国相比对双层股权结构仍持较为保守和谨慎的态度。

事实上,我国允许双层股权结构公司上市的主要原因之一,是通过创建一个更灵活的资本市场支持科技领域创新公司的发展。此外,该结构将吸引和留住我国科技创新型和具有高增长潜力的企业在国内上市,并与纳斯达克、纽交所、新交所和港交所竞争。因此,如果没有或只有很少的公司选择使用双层股权结构在国内证券交易所上市,那么设计该结构规则的目的将无法实现。除了灵活的资本结构和抵御短期市场压力等优势外,双层股权结构也同时具有增加相关治理风险的劣势。不同国家和地区在保护和限制措施方面采取了不同的战略。美国选择不采取额外的限制要求,并保持最低限度的强制性保护措施,我国及其他亚洲主要金融中心采取了较为严格限制。然而,这些保护措施的预期和非预期影响都可能会过度限制双层股权结构在实践中的效果,从而影响表决权差异化安排的价值^①。

三、我国表决权差异安排规则的问题分析与价值平衡

美国的三大证券交易所曾经历过“逐顶竞争”(race to the top)与“逐底竞争”(race to the bottom)之争,“逐顶竞争”代表着高上市标准与强监管水平,“逐底竞争”代表着低上市标准与弱监管水平,面对双层股权结构这种新型公司治理模式,三大证券交易所的最终态度选择了后者。我国亦是如此,在完全开放的市场经济竞争中,交易所自律管理规则的设计是政策因素中最核心的组成部分,排除地域、技术等方面的制约,政策因素成为影响证券交易所竞争力的关键。为此,有必要对我国现行表决权差异安排规则存在的问题进行分析。

^① Yan M., “Differentiated Voting Rights Arrangement Under Dual-Class Share Structures in China: Expectation, Reality, and Future”, *Asia Pacific Law Review*, 2020, 28(2), pp.337-359.

(一)我国现行表决权差异安排规则的问题分析

1. 不允许上市之后以任何方式设置表决权差异安排。无论是上交所科创板、全国股转公司还是北交所都不允许上市之后以任何方式设置表决权差异安排,只限于IPO之前,并且特别表决权股份不得转让。事实上,这也是目前各主要国家和地区交易所的一致做法。

1994年,美国的NYSE、AMEX和NASDAQ达成一致意见,准许拟上市的公司首次公开发行时采用该种结构,禁止通过股权重组的形式达到这种目的。美国为何允许先拥有双层股权结构再进行首次公开募股而在事后禁止,这是因为存在控股股东可能强迫公众股东接受不利于他们的股票建议的“集体行动难题”,从而提升他们的控制权,使公司未来的经济增长值从公众股东手中流到他们手中^①。因此,应当对为维持自己控制地位而发行不同表决权的进行限制。而在IPO阶段进行双层股权结构安排,创始股东/管理者与公众投资者之间不存在利益冲突^②。因此,包括美国在内的大部分国家和地区的交易场所都只准许在首次公开发行阶段可以进行双层股权结构安排。我国香港地区和新加坡对于该问题的态度同美国一致。2018年港交所增设Chapter 8A规则,接受了双层股权结构,但只准许拟上市公司在首次公开发行阶段可以设置双层股权结构,而不准许上市公司在IPO之后设置该结构以增强特别表决权^③。同时在上市公司的定性(创新型公司)和定量(预计市值)方面也作出限定^④。新交所于2018年6月修改了有关双层股权结构公司上市的规则,只准许拟上市公司在IPO阶段设置该结构,但对预计市值没有特殊要求,也即与同股同权的上市公司在定量方面要求一致,另外也没有公司类型的定性要求,只是列举了一些考察因素,包括商业模式、经营业绩、特别表决权设置的必要性、保护措施等。不难发现,我国证券交易所制定的相关规则是借鉴了国际一贯做法。禁止上市之后设置双层股权架构,切断通过股权重置、换股等方式增强控制权并剥夺公众股东投票权的可能。

2. 北交所未对市值、持有人资格以及不同表决权之间的倍数进行规定。虽然北交所平移新三板精选层的公司,但北交所与全国股转公司在公司法上是两个独立法人,代表了证券法下两个独立的不同层次的证券交易市场和运行机制^⑤。所以,应当分别明确规定,防止主体和适用规则之间的混淆。

首先,不对企业预计市值作出限制是未来发展的方向。北交所服务于创新型中小企业,但若强制过高的市值要求,将不利于创新型中小企业在首次发行上市中设置特别表决权结构。一般来说,交易所对设置双层股权结构的拟上市公司市值要求比单层股权结构的拟上市公司要高很多。过高的预计市值要求无疑会增加想要设置双层股权结构拟上市公司的门槛。有学者提出,市值的设定要求可以降低合适的公司范围,起到降低风险的作用,但这个结构能不能起作用,主要还是看投资者的博弈能力有多强,以及监督机制是否完善,与市值并无太大关联^⑥。但就我国而言,投资者多为以“投机”为目的且专业知识较浅的个人,博弈能力相对较弱。且目前证券市场的监督和管理机制也尚不完善。因此,北交所是否设置预计市值要求,若设置应以多高为限,还需要进一步研究。

其次,应当规定特别投票权股份持有人资格。事实上,特别表决权的持有人应当是对公司未来发展起到至关重要作用的人,双层股权结构的优势之一便是可以更加凸显人力资本对公司的影响,适格的持有人将降低公司的决策成本并提高公司的决策效率,最终将这一优势传递给公众股东,这也是公众股东愿意接受拥有双层股权架构的上市公司的重要原因。在美国,对于特别投票权持有人可以是

^① Gilson R. J., “Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes”, *Virginia Law Review*, 1987, 73(5), p.807.

^② 刘胜军:《论双层股权结构资本重置的利益冲突与治理》,《河北法学》2021年第9期。

^③ HKEX Listing Rule 8A.05, 16.

^④ HKEX Listing Rule 8A.06.

^⑤ 陈洁:《北交所的定位及未来》,《中国金融》2021年第18期。

^⑥ 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。

创始人或公司的董事甚至是家族成员。我国香港地区和新加坡只限于公司董事^①。而我国科创板、创业板和全国股转公司的要求是对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献,并在公司上市后持续担任公司董事或者实际控制人^②。

最后,应当规定每份特别表决权与普通表决权之间表决权数量的倍数限制。公司管理层或大股东可以通过双层股权结构牢牢控制公司的控制权,以抑制敌意收购的发生,达到公司长期目标的实现^③。但双层股权结构所带来的表决权与剩余利益不相匹配,将不可避免地产生代理成本问题^④。代理成本与两者的分离程度往往成正相关,分离程度的加剧会造成代理成本的提高。因此,各国或地区的交易所都对特别表决权与普通表决权之间表决权数量进行限制,北交所应在相关规则中进一步明确两者之间的表决权数量倍数限制。

3. 信息披露与风险提示的相关规定较少。证券信息在证券市场运行过程中起到核心作用,而证券信息失灵往往又会直接导致证券市场的失灵^⑤。因此,保证投资公众的信心和利益,实现资本的优化配置,关键在于维护证券信息的公开、公正,以及提高证券信息的效率。而双层股权结构比单层股权结构更具风险性,实证研究表明公司控制股东持有的表决权同公司价值存在负相关关系,当其拥有的投票权越高,其从事侵占活动的可能性就越大,在公司经营业绩不佳时越有可能阻碍外部股东免去其公司职务^⑥。当然也有研究表明在设置双层股权结构的上市公司和没有表决权差异安排的上市公司中,控股股东在侵占公司或损害少数股东利益方面并未存在显著差异^⑦。但据调查显示,在信息披露与透明度统计方面,美国设置双层股权结构的公司比单层股权结构的公司要差^⑧。况且证券市场本身就存在信息偏在,公众投资者处于不利的地位,成为证券市场风险后果的主要承担者。根据投资者保护替代假设,一国完善的法律体系将提高控制股东此类侵占行为的成本,而为了维护良好的信誉,控制股东的这种侵占行为将不会被执行^⑨。证券市场中的信息偏在产生了委托代理问题,委托代理问题产生了道德风险和逆向选择问题,而解决这一问题最好的办法是信息披露制度^⑩。一个完善的双层股权结构信息披露制度将有利于降低该结构所带来的风险,同时还能进一步完善公司治理,保护投资者利益。公司制的北交所需要通过完善和改进相关制度增强竞争力,但这并不意味着在发行和持续信息披露监管上的弱化,而是在符合创新型中小企业特点的基础上,通过细化相关规则和完善相关制度,有效保护投资者利益。另外,值得指出的是,全国中小企业股转系统要求挂牌公司应该在公告中突出显示本公司采取了差异表决权安排情况,并在股票上特别标识为“W”,结束此表决权安排的,则取消标识^⑪。事实上,港交所也对此作出了要求,规定所有采取双层股权结构的上市公司,在其

① HKEX Listing Rule 8A.11, 17.

② 《科创板上市规则》第4.5.3条,《创业板上市规则》第4.4.3条,《股转系统指引第3号》第7条。

③ Simmons P. L., “Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights”, *Columbia Law Review*, 1987, 87(1), p.112.

④ 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京:北京大学出版社,2019年,第73页。

⑤ 李东方:《证券监管法论》,北京:北京大学出版社,2019年,第253页。

⑥ Gompers P. A., Ishii J., Metrick A., “Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States”, *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(3), pp.1051-1088.

⑦ Jog V., Zhu P. C., Dutta S., “Impact of Restricted Voting Share Structure on Firm Value and Performance”, *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18(5), pp.415-437.

⑧ Li T., Zaiats N., “Information Environment and Earnings Management of Dual Class Firms Around the World”, *Journal of Banking and Finance*, 2017, 74, p.2.

⑨ Jog V., Zhu P. C., Dutta S., “Impact of Restricted Voting Share Structure on Firm Value and Performance”, *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18(5), pp.415-437.

⑩ 李东方、冯睿:《投资者适当性管理制度的经济和法律分析》,《财经法学》2018年第4期。

⑪ 参见《全国中小企业股份转让系统表决权差异安排业务指南》。

股票名称后加注“W”标记^①,以明示该公司股权结构,提醒投资者。双层股权结构有利有弊,想要兴利除弊,就应当对其实施有效监管,而强化信息披露制度则是实现有效监管的最佳途径。

4. 时间型日落条款的规定存在漏洞。从退出角度看,北交所在特别表决权自动转换条款的规定上比科创板与创业板增添了“时间型日落条款”。日落条款(sunset provision)是指因某种原因而触发的、将部分或全部高级别股票持有人所持有高级别股票一次性转换为低级别股票的规则^②。相关实证研究表明,设置日落条款和未设置日落条款的拥有特别表决权的公司,随着时间的推移,公司价值差异显著,前者的公司价值表现优于后者^③。落日条款主要有“稀释型、事件触发型、转让型和固定期限型”四种类型^④。其中,我国现有的自动转换条款中多为事件触发型日落条款,这种类型的日落条款在美国资本市场上也受到较多接纳^⑤,固定期限型日落条款与时间型日落条款不同,其是期限届满自动恢复为普通股股权。而时间型日落条款是指,所有股东在上市若干年后,将按照一股一权的原则,对双层股权结构是否终止进行股东表决,如果表决结果支持双层股权结构终止,则高、低等级股票自动统一为普通股票。北交所关于日落条款的规定是,表决权差异安排的实施期限届满按照1比1的比例全部自动转换为普通股。因此,该规定应当是固定期限型日落条款。

另外,固定期限型日落条款又分为由上市公司自行决定的固定期限以及由法律强制规定的固定期限。对于这两种类型的固定期限也有不同的声音。支持自行决定的学者认为法律强制固定期限将导致道德风险和公众股东倾向于终结双层股权结构等不足之处,不能解决双层股权结构的问题^⑥。“私人秩序具备强大力量,双层股权结构是私人秩序的最优结果。”^⑦支持强制规定固定期限的学者认为完全依靠私人秩序并不能确保普通股持有人的利益得到持续保护,同时也存在特别股持有人为获取控制公司的利益而损害普通股持有人利益的风险^⑧。通过梳理,北交所并没有明确强制规定固定期限型日落条款的具体时间,因此应当是公司自行设置期限。

(二)严格与放宽限制之间的平衡

入市标准的限制、增加信息披露的要求以及人员、表决权数量、日落条款等特殊限制,都旨在加强对双层股权结构的监控,明确持有特殊投票权的股东的责任,降低预期风险,以保护普通股东的权益。然而,额外的信息披露义务意味着企业合规成本的增加,而受限制的投票差异和特殊投票权股份的自动转换意味着创始人或管理者灵活性的降低,并可能导致保留双层股权结构的成本上升。所有保护规则的核心都是在削弱双层股权结构给创始人或管理者带来的控制权力,这使得企业设置该结构的价值和吸引力降低。这也解释了为什么实践在很大程度上偏离了学者和决策者对双层股权结构的预期。

在未来双层股权结构很大程度上取决于市场的接受度。严格的保护规则将阻止潜在的上市申请者选择该结构进行IPO,以避免额外的合规成本或监督。双层股权结构的本质是帮助企业家在为企业发展筹集外部股权资本时,通过允许投票权远远超过现金流权,从而保留对企业的控制功能。如上

① HKEX Listing Rule 8A.42.

② Bebchuk L. A., Kastiel K., “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, 2017, 103(4), p.618.

③ Jackson J. R., “Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty”, <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>, 访问日期:2021年11月10日。

④ 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。

⑤ Winden A. W., “Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures”, *Columbia Business Law Review*, 2019, 2018(3), p.875.

⑥ Fisch J., Solomon S. D., “The Problem of Sunsets”, *Boston University Law Review*, 2018, 99(3), pp.1057-1058.

⑦ Sharfman B. S., “A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs”, *Villanova Law Review*, 2018, 63(1), p.6.

⑧ Anand A., “Governance Complexities in Firms with Dual Class Shares”, *Annals of Corporate Governance*, 2018, 3(3), pp.184-275.

所述,当这种功能受到保护规则的过度限制时,发行具有投票权差异化股份的价值和意义就会贬值。此外,在港交所和新交所发行申请人可以在主板采用双层股权结构进行上市,而在上交所选择该结构的公司只能在科创板上市,而不是主板,这也将限制企业选择该特殊结构。有意采用更灵活的资本结构和更少限制的公司,可以选择其他限制较为宽松的证券交易所作为采用双层股权结构进行IPO的目的地。因此,过度保护拥有低投票权的股东会损害资本市场的吸引力。不可否认的是,我国没有美国那样健全的资本市场事后救济制度,因此,对于双层股权结构的预先保护规则也是必要的。然而,成功设计双层股权结构的关键是在严格与宽松限制之间的良好平衡。关于双层股权结构可行性的争论本质上是关于评估和权衡将控制权与所有权股权分离的收益和成本。严格限制的成本(或收益)和宽松限制的收益(或成本)位于频谱的两端,每次增加一个强制性的保护措施都将对该结构的优势造成一定的损害。因此,使双层股权结构在我国能得到更好发展的一个前提是减少对双层股权结构上市的强制性事前限制,允许其拥有规则所赋予的更大的灵活性。

我国各交易所和区域性股权市场对于差异化表决权安排规则之间的差异具有合理性且与制度完善之间具有密切的联系。我国证券交易所之间的竞争,其核心是在规则制度层面的竞争,而规则制度的竞争必然要求各证券交易所和区域性股权市场制定差异化的规则。与沪深两市相比,北交所定位于服务创新型中小企业,应针对中小企业的特点作差异化的安排。因而,四份规则对于差异化表决权安排的规则差异具有合理性。但通过对比发现其差异并不明显,仅停留在现有规则基础上的变化并无制度层面的突破与创新,不能体现出北交所作为更为市场化的公司制证券交易所的自律管理优势,无法形成与新三板之间的差别,不能为创新型中小企业提供更加宽广灵活的选择空间。在我国上海、香港地区和新加坡的IPO中,双层股权结构的使用率极低,这在一定程度上反映了严格的强制性限制措施导致双层股权结构的吸引力下降。这与美国采用该结构上市的公司数量形成了鲜明对比,主要原因在于美国没有过度的强制性限制措施。在未来,为吸引更多优质科技企业到我国证券交易所上市融资,必然需要其在制度层面有所突破和创新。

四、我国证券交易所公司上市中差异表决权规则的完善与突破

我国证券交易所之间以及对外与其他证券交易所之间,彼此呈现“亦敌亦友”的关系。为满足实践需要以及应对竞争应当在严格与放松限制之间作出良好的平衡,因此需要对该制度进行完善和突破,而突破的重点在于事前放宽准入标准,完善的重点在于事中细化信息披露制度及相关规则,事后完善普通股股东的保护机制。

(一)事前:放宽公司上市中双层股权结构的准入标准

1. 上市公司中途设置表决权差异安排的改进方向。上市之后不允许以任何方式设置表决权差异安排过于绝对。对于之前没有进行过表决权差异安排的上市公司,为应对外部经营环境变化和敌意收购所带来的危险,又或是公司重大经营战略的调整,需要加强控制权去抵挡外部威胁和内部调整。对于上市时已经有表决权差异安排的上市公司,有可能出现拥有特别表决权的控制人意外或自然死亡的情况,在规定了不得转让以及将会转回普通股股份的前提下,继承人或新的控制人如何保有控制权?一旦出现意外可能彻底使上市公司控制权易主。因此,需要解决的问题有二:一是已经上市的公司能否通过相关安排设置双层股权结构来加强控制权;二是在IPO阶段安排了特别表决权制度的上市公司能否在出现特别情形时转让特别表决权。

对于第一个问题,美国学者认为这种重置计划将会导致公众股东与公司管理者间的利益冲突,因为已经上市的公司设置双层股权结构的相关安排会剥夺或限制公众股东的表决权。公司为使设置这种结构的计划获得公众股东的同意,常常会采取一些行为,一是通过将低投票权与高股利分配相结合,从而诱使股东同意;二是可能会采取一些手段,如假设计划通过,公司管理者和公众股东都将受益,否

则将受损,以此来胁迫公众股东作出选择^①。这将会导致公众股东出现集体行动困难的情形,公众股东虽然明知公司通过这种诱使和胁迫的方式限制或剥夺自己的表决权是一个陷阱,但由于有限理性以及对高股利的追求,以及担心其他公众股东同意该计划而使自己一股一权的普通股出现贬值或无法出手的情况,因此在两难选择中选择了接受该计划,对公众股东无疑是具有胁迫性的且不公平的。所以,上市公司中途限制或剥夺公众股东的表决权以达到设置双层股权结构的资本重置行为应当被禁止^②。

事实上,我国已经上市的同股同权架构的大量公司都有设置双重股权结构的需求。目前我国只有科创板准许在IPO阶段设置该结构的公司上市,而大量的已上市的创新型科技公司只能在单层股权结构下对公司进行控制,使得部分科技公司在成长期时就被大公司强行收购。另外,对于法律没有禁止的金字塔持股结构、一致行动协议等,相较于强调信息披露的双层股权结构而言,无疑对市场和公众投资者更具有潜在的风险。从美国经验来看,由于没有稀释或剥夺现有股东的投票权,交易所并不反对上市公司在双重股权结构公司在上市中发行没有投票权的普通股或限制投票权的普通股^③。因此,需要思考是否应当一刀切式地完全禁止公司上市后进行特别表决权结构安排,这需要我国证券监管机构作出平衡和选择。对于在IPO阶段安排了特别表决权制度的上市公司能否在出现特别情形时转让特别表决权这一问题,笔者认为不应当全然否决,而是应具体细化规则,设置例外情形。

2. 应当降低采用双层股权结构拟上市公司的市值数额。第一,科创板与创业板应当降低具有表决权差异安排的拟上市公司预计市值的标准。科创板与创业板的规定一致,对于发行人具有表决权差异安排的应当符合以下条件之一:一是预计市值不低于人民币100亿元;二是预计市值不低于人民币50亿元,且最近一年营业收入不低于人民币5亿元^④。而对没有表决权差异安排拟在科创板上市的公司而言,预计市值要求分别为10、15、20、30、40亿元,另外还有相对应的其他要求^⑤。创业板也与科创板对于没有表决权差异安排拟上市的公司预计市值要求类似。可见,对于具有表决权差异安排的公司,其预计市值的标准要更高。在我国实践中,由于过高的上市标准,选择同股不同权上市的企业非常有限^⑥。在一定程度上,科创板过高的预计市值要求已经成为限制具有表决权差异安排的拟上市公司成功IPO的巨大阻碍之一。第二,不对企业预计市值作出限制是未来发展的方向,但考虑到北交所成立初期,双层股权结构可能带来的不确定性风险,我国投资者博弈能力较弱且监管制度尚不完善等因素,在相关规则设置方面,应遵循稳中求进的制度安排。若不对预计市值进行要求,可能导致申请上市的有双层股权结构设置的公司数量直线增多,将不利于北交所开市之初以及市场的稳定。应当对市值作出一定要求,但不能过高。北交所开市后,将新三板精选层的公司和在审项目平移至北交所,对于在审项目按照注册制要求继续履行审核、注册程序。因此,全国中小企业股份转让系统中对可以申请公开发行并进入精选层的市值条件就具有很大参考价值。在全国股转系统连续挂牌满12个月的创新层挂牌公司,可以申请公开发行并进入精选层,市值要求分别是不低于2、4、8、15亿元;全国中小企业股权转让系统对于具有表决权差异安排的挂牌公司,市值要求分别是不低于6、8、15亿元^⑦。但考虑到是针对没有公开发行的基础层和创新层的挂牌公司所制定的市值标准,对于精选层而言,应当在结合上述数据以及北交所宽严适度的监管原则的基础上,并考虑到创新型中小企业的特点,将预计市值定为15—30亿之间较为科学和合理。

① Gordon J. N., "Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice", *California Law Review*, 1988, 76(1), pp.47-48.

② Gilson R. J., "Evaluating Dual Class Common Stock; the Relevance of Substitutes", *Virginia Law Review*, 1987, 73(5), p.807.

③ 刘胜军:《论双层股权结构资本重置的利益冲突与治理》,《河北法学》2021年第9期。

④ 《科创板上市规则》第2.1.4条,《创业板上市规则》第2.1.4条。

⑤ 《科创板上市规则》第2.1.2条。

⑥ 科创板开市第一年仅优刻得一家同股不同权的企业登陆科创板上市。

⑦ 《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》第15条,《股转系统指引第3号》第6条。

(二)事中:细化信息披露制度及相关规则

1. 完善差异表决权安排的信息披露规定。第一,从IPO阶段信息披露角度来看,四份规则都没有对上市文件披露具有表决权差异安排,需要特别风险提示的规定,对于具有表决权差异安排的上市公司只是较为原则地规定“应当充分、详细披露相关情况,特别是风险、公司治理等信息”^①。而港交所则明确要求设置双层股权结构的拟上市公司,需要在上市文件中说明设置该结构的原因,对该公司股权结构进行详述,对普通股股东所面临的风险进行提示^②。因此,可以借鉴港交所的相关规定,进一步细化在IPO阶段的信息披露规则。第二,从持续信息披露角度来看,四份规则明确应当在年度报告、中期报告中对表决权差异安排的运行情况、特别表决权股份的变动情况以及投资者保护措施的落实情况等履行持续信息披露义务。并且强调了独立董事、监事会以及中介机构的相关披露责任。但是,仍然可以进一步完善科创板和北交所有关规定,一是在关于持续披露中应当明示该公司为双层股权结构,警示投资者;二是在定期报告中应当说明该架构终止的所有情形。第三,应当延续挂牌公司在公告中突出显示本公司采取了差异表决权安排情况,并在股票上特别标识为“W”,结束此表决权安排的,则取消标识^③。事实上,就近期北交所公布的《北京证券交易所上市公司业务办理指南第5号——表决权差异安排》(下文简称《北交所指南第5号》)第1.2条延续了上述标识“W”的做法^④。但是应当在此基础上,进一步完善相关风险提示内容。例如,由于新交所认为“一股一票”结构仍是所有新上市公司的默认模式,双层股权结构的公司只有在有“令人信服的理由”的情况下才能被接受采用,新交所要求发行人必须说明采用该结构的原因。香港交易所要求,发行公司上市权益证券的权属文件或证明文件必须在显著位置注明“由高投票权股份控制的公司”字样等,如WVR架构(weighted voting structure)^⑤。

2. 完善上市规则中有关特别表决权的相关规则。一方面,应当明确北交所上市规则中对表决权差异安排的拟上市公司特别投票权股份持有人资格的要求,以及明确每份特别表决权与普通表决权之间表决权数量的倍数限制。对资格的要求建议沿用科创板有关规定,对倍数的限制应当沿用国际一致做法,将其限定为每份特别表决权与普通表决权之间表决权数量不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。另一方面,关于增设固定期限型日落条款问题,就会产生是否设置时间型日落条款的问题,以及应当设置固定期限型日落条款还是经投票后可以不全部转换的时间型日落条款的问题,应当予以明确规定。第一,应当设置时间型日落条款。企业家的特质愿景和特殊人力资本是设置特别表决权结构的信赖基础。但基于时间的增长,这种结构所带来的收益会下降,成本会上升,可能会发生无效率等问题。很多实证研究也证明了这一规律,在公司上市初期,与单层股权的公司相比,设置双层股权结构的公司会有溢价,但在其后的6到9年内这种优势将会逐渐消失^⑥。对比其他类型的日落条款,期限型日落条款是真正能够解决在双层股权结构的价值下降时通过何种机制结束此种结构并回归单层股权结构的问题^⑦。因此,设置时间型日落条款具有重要意义。第二,应当设置为固定期限型的日落条款,并设立延长机制。固定期限型日落条款没有赋予全体股东就是否终止双层股权结构进行股东投票的权利,一旦实施期限届满就应当全部转换为普通股份。因此,是否设立延长机制成为不得解

① 《北交所上市规则》第4.4.1条,《科创板上市规则》第4.5.11条,《创业板上市规则》第4.4.10条,《股转系统指引第3号》第23条。

② HKEX Listing Rule 8A.37.

③ 《全国中小企业股份转让系统表决权差异安排业务指南》。

④ 《北交所指南第5号》第1.2.1、1.2.2条。

⑤ 刘胜军:《论双层股权结构资本重置的利益冲突与治理》,《河北法学》2021年第9期。

⑥ Cremers M., Lauterbach B., Pajuste A., “The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper*, 2018, 550.

⑦ 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。

决的问题。有学者对此也表示了自己的观点。支持者认为延期程序的存在,可鼓励超级投票权人在临界期不采取机会主义行为^①,可以很好解决当时间期限将至时特别投票权持有人的道德风险等问题。反对者认为公众股东往往只具备有限理性,在收集和处理信息的能力上较弱,将有可能因为自己的私利,而让双层股权结构转化为单层股权结构,对企业家特质愿景的发挥产生不利影响^②。由于普通股股东可能因为投票能力不足,不能很好地以公司未来发展为主要依据而作出理性的判断,因此不应当设置延长机制。但笔者认为设置延长机制不仅可以解决机会主义行为等代理问题,而且能够体现公司自治赋予公司更多选择的权利和空间,无疑符合未来公司治理改进的趋势以及我国深化改革赋予市场活力的重要方向,也是我国证券交易所制度创新增强竞争力的突破口之一。第三,应当由法律强制规定特别表决权的期限。在自动转换条款中设置时间型的日落条款,其中又可以规定为自治的和强制的两种类型。支持自治的学者认为对期限型日落条款不宜作强制性规定,这既不符合股东的最佳利益,也影响了交易所的竞争力与创新驱动力^③。支持强制的学者表达了这样的担心,不能期待在双重股权结构公司中掌握控制权的股东会自愿采用这样的“日落条款”,而需要由法律直接规定^④。也即对于持有特别表决权的人而言,肯定没有动力在公司章程中为自己设定固定期限的日落条款,来限制自己的权力享有时间,因此需要法律强制规定固定的期限,使其达到一种平衡。笔者更为支持应当由法律强制规定固定期限型日落条款,由于持有特别表决权的股东没有动力自行设置时间型日落条款,因此更容易出现道德风险和增加代理人成本,由法律设置固定期限的退出机制将有利于激励特别表决权持有人^⑤,但是应当设置延长机制,平衡好设置双层股权结构长期经营的目的与激励特别表决权持有人之间的关系。

(三)事后:完善普通股股东的保护机制

普通股股东多为公众股东和中小股东,其买入拥有表决权差异安排的上市公司股票,目的在于获取收益。因此,应当着重保护普通股股东知情权与分红权的实现、完善普通股股东退出和表决权恢复制度以及司法救济途径。

第一,保障中小股东充分的知情权、分红权的行使。在差异化表决的制度下,公司控制人的控制权进一步加强,对于公众股东特别是中小股东而言,保障《公司法》所赋予的知情权、分红权的行使,是保护其权益,遏制控制股东侵害行为的途径之一。就知情权而言,知情权是股东获得分红和寻求救济的前提。公司法和相关司法解释既赋予了股东知情权,同时也赋予了公司拒绝的权利^⑥。然而,普通股股东相较于持有特别股份的股东而言,明显处于更加弱势的地位,应当对其予以一定程度的倾斜保护。交易所制定的规则自然不能与公司法相抵触,但可以通过完善表决权差异安排的信息披露、加强中介机构的监督检查责任、细化回应股东质询制度等,以此弥补对中小股东知情权的保护。就分红权而言,双层股权结构以更优厚的利益分配换取普通股股东的投票权,然而,我国目前存在公司虽然盈利但也不分红或者少分红的普遍现象。因此,有学者提出在立法层面应当建立上市公司强制分红权^⑦。在表决权差异安排制度中,控制股东在分红与否的决定上更加占据优势,建议交易所应将“分红决定”列入上市规则中,保障普通股股东的分红权。

第二,完善普通股股东退出和表决权恢复制度。一是应当完善异议股东股份回购制度。在《北交所上市规则》中没有异议股东股份回购的相关规定,在《北交所指南第5号》第4.2条则用5款细则规

① Bebchuk L. A., Kastiel K., “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, 2017, 103(4), p.625.

② Fisch J., Solomon S. D., “The Problem of Sunsets”, *Boston University Law Review*, 2019, 99(3), pp.1084-1085.

③ 傅穹、卫恒志:《表决权差异安排与科创板治理》,《现代法学》2019年第6期。

④ Bebchuk L. A., Kastiel K., “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, 2017, 103(4), p.585.

⑤ Manne H. G., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 1965, 73(2), p.110.

⑥ 《公司法》第33、97条,《公司法司法解释四》第9条。

⑦ 刘俊海:《股东中心主义的再认识》,《政法论坛》2021年第5期。

定了“异议股东保护安排”,但并没有明确在什么情况下异议股东可以请求公司行使回购权。根据现行《公司法》第142条规定,异议股东只有在股份公司合并、分立时能够请求公司回购其股份。对于拥有表决权差异安排的上市公司,普通股股东和特别股股东都应当享有异议股东请求回购权,但作为一种特别的股权结构,其应当是在股东大会作出设置、维持、结束公司表决权差异安排结构的决定时,异议股东就能够行使请求回购权。若根据公司法所给出的限定,《北交所指引第5号》所规定的相关内容将变得毫无意义。因此,交易所需要进一步明确适用的情形,同时应当避免与上位法发生矛盾。二是引入恢复行使表决权。普通股股东买入拥有表决权差异安排的上市公司股票,目的在于获取收益,因此应当着重保护其收益权的实现。但是,如上文所指出的,上市规则中并未列入“分红决定”,因而应当引入恢复行使表决权来保障普通股股东收益的实现。恢复行使表决权是优先股中的一项制度,其在于当满足一定时间期限仍未给优先股股东偿付股息,此时优先股股东的表决权自动恢复^①。上市规则只明确了特别股恢复普通股股份的情形,但并没有对普通股股东恢复表决权进行规定,这一制度是保障普通股股东实现收益目的的绝佳手段,应当引进并加以明确规定。

第三,完善股东司法救济途径。一是用好我国的集体诉讼制度,维护普通股股东权益。拥有表决权差异安排制度的上市公司,普通股股东虽然表决话语权低,但其人数众多。一旦出现特别表决权股东侵害普通股股东,将会造成很大范围的社会影响。我国2020年落地实施的集体诉讼制度,能有效惩戒证券市场出现的违规违法行为,保护投资者利益,维护证券市场稳定,为普通股股东提供了很多的维权途径。二是建立健全公司追责机制,维护“善良”特别股股东权益。拥有特别股的股东虽然比普通股股东的投票权高,但在其内部也呈现出控制权大小的差异,拥有较多特别股份的主体往往能够控制公司,其他持有特别股股份较少的股东也存在无法影响控制股东的行为。一旦因控股股东的行为给普通股股东造成损害,公司将首先承担赔偿责任。因此,需要建立健全公司追责机制,将该责任追究到决策主体,保护投反对票的“善良”特别股股东。

五、结论

我国虽然准许采用双层股权结构的公司进行IPO,但采取了严格的保护规则,包括在设置时间、公司类型、市值、信息披露及日落条款方面等,以降低潜在的代理成本。对双层股权结构的限制过于严格,将会降低该结构的意义和价值,造成我国仅有一家采用该结构在科创板成功上市的公司,使得预期和现实之间出现了显著的偏差。考虑到允许双层股权结构的最初目的是吸引和保留高科技和创新型公司在国内通过表决权差异化安排上市,因而放宽对该结构的强制性限制是未来制度改进的方向,为满足实践需要以及应对竞争,应当在严格与放松限制之间作出良好的平衡。因此,需要对双层股权结构制度下的差异表决规则进行完善和突破,突破的重点在于事前放宽准入标准,完善的重点在于事中细化信息披露制度及相关规则,事后完善普通股股东的保护机制。

^① 《优先股试点管理办法》第11条。

**The Rule of Differential Voting Rights in the Process of Company
Listing and Its Legal Improvements
—From the Perspective of Stock Exchange Competition**

Li Dongfang Li Gengkun

(Civil, Commercial and Economic Law School, China University of Political Science and Law,
Beijing 100088, P.R.China)

Abstract: Beijing Stock Exchange is the first corporate stock exchange in China, and it aims at serving innovative small and medium-sized enterprises. The relation between company-based Beijing Stock Exchange and other exchanges such as the Shanghai Stock Exchange, Shenzhen Stock Exchange, and the exchanges of other countries and regions can be described as “cooperation and competition”. There is not only a mutual reference, a dislocation development relationship but also a competitive relationship. Therefore, on the basis of maintaining the overall consistency of China’s regulatory standards, it is necessary to fit the characteristics of Innovative Small and Medium-Sized Enterprises, to improve the relevant system design, to better serve Innovative Small and Medium-Sized Enterprises, to protect the rights and interests of common shareholders, and to improve the competitiveness of China’s stock exchanges. The Dual Class Shares Structure is important both in theory and in practice. The important reason for the construction of this system is that the competition between stock exchanges is the result of theoretical innovation driven by practical needs. From a global perspective, there has been a trend and reality of breaking through the traditional “same share and same vote” system and adopting the “same share and different votes” system. China has introduced the latter system to respond to the actual needs and the competition with the stock exchanges from extraterritorial countries and regions, but the actual results have deviated from the theoretical expectations. Through comparison, it is found that there are different regulations for DESS between the SSE, the SZSE, the BSE, and the National Equities Exchange and Quotations of China, as well as with the stock exchanges of the United States, Singapore, and Hong Kong. This difference is the reason for the deviation between practice and expectation. Although China permits the IPOs of companies with the Dual Class Shares Structure, it adopts strict protection rules to reduce potential agency costs, including setting time, company type, market value, information disclosure, and sunset clauses. Too many strict restrictions on the Dual Class Shares Structure reduce the significance and value of the structure, leading to the result that there is only one company in China that has successfully listed on the SSE STAR Market using the Dual Class Shares Structure, which makes a significant deviation between practice and expectation. Considering that the original purpose of allowing the Dual Class Shares Structure is to attract and retain high-tech and innovative companies to be listed in China through voting rights differentiation arrangements, therefore, relaxing the mandatory restrictions on the structure is the future direction of institutional improvement. To meet practical needs and respond to competition, a balance should be made between applying strict restrictions and lifting them off. Therefore, it is necessary to improve and innovate the differential voting rules under the Dual Class Shares Structure system. The key is to lift off unnecessary restrictions on access standards in advance, to refine the information disclosure system and relevant rules in the process, and to improve the protection mechanisms of common shareholders afterward.

Keywords: Listed company; Stock exchange; Listing rules; Differentiation of voting rights; Dual-Class share structure

[责任编辑:林 舒]