

公司双重股权结构问题研究

蒋学跃*

摘要:由于双重股权结构在形式上违反了“一股一权”的股东平等原则,导致股东投票权与收益权的分离,可能会增加管理层与股东之间的代理成本,因此部分国家或地区对此持否定立场。但双重股权结构也具有反收购、稳定管理团队和满足特定融资偏好等效率上的优势,因此,在一些成熟资本市场是允许科技创新型公司自愿采用的。在我国资本市场“放松管制,加强监管”的大背景下,应允许上市公司试行“双重股权结构”,但要通过制度的合理设计避免其产生不利的后果。

关键词:双重股权结构 投票权 制度设计

由于阿里巴巴赴港上市过程中采取了控制提名董事候选人的“合伙人制度”,引发社会各界对公司控制权与投资者保护以及“双重股权结构”的大讨论。尽管这一讨论随着阿里巴巴于9月成功登陆美国资本市场而逐渐降温,但随着经济结构转型以及一批创新型企业的出现,我们应该如何看待和处理这种特殊的股权结构仍然值得深思。

* 深圳证券交易所综合研究所副主任研究员,法学博士。

一、双重股权结构的制度构造

(一) 双重股权结构的基本特征

在理论上,公司的股份可分为优先股和投票权股。前者是在股息和剩余财产分配方面享有优先于其他股东(普通股股东)的权利,其承担的风险也比较低,因此除非在公司无法分配所承诺的股息情况下,优先股股东一般是没有投票权的。首先,从风险和收益的角度而言,优先股其实是介于股票和债券之间的一种权益证券。其次,投票权股又可分为一股多权的双重股权结构股和一股一权的普通股,前者的投票权是后者的数倍,一般是2~10倍左右。由于优先股在风险和收益方面是对称的,因此,各国都是普遍承认的。而双重股权结构股由于涉嫌违反股权平等原则,但在特定条件下也有部分积极作用,因此,各国对此态度不一,甚至同一国家或地区在不同历史时期也存在着差异。

与普通股相比,双重股权结构股存在以下几个不为人们熟知的权利构造:

1. 双重股权结构股不可自由转让,也就是“非流通股”。双重股权结构股可以自愿转化为普通股,转换后就可以自由转让。双重股权结构股的限制转让使得部分双重股权结构持有人的叛变都不足以影响整个管理团队对公司的控制权,同样也使得敌意收购人即使收买了部分多重投票股,也无法获得其持有的双重股权结构,由此增加收购的难度。^[1]此外,这一规定也使得双重股权结构持有人无法通过转让获取其高投票权所产生的溢价,一定程度上有助于实现股东之间的公平。

2. 投票权是普通股的数倍,一般是2~10倍。有些国家只允许2倍,如法国。但有些国家如美国对此没有任何限制。作为 Facebook 最大的合作伙伴,Zynga 公司的创始人马克·平卡斯(Mark Pincus)所持

[1] 在1996年的 Williams v. Geier 一案中,美国特拉华州高等法院支持了一个公众公司发行“超级投票权”的计划。为了保持家族对公司的控制,每个股东的每一股被授予了十个投票权,但是如果这样的股票被出售或转让,就立即恢复为一股一票。

有股份的投票权是普通股东的 70 倍。

3. 双重股权结构股相对普通股在分红比例上较低。这不是立法上强制的规定,而是发行人自愿性选择。因为如果不在分红上做出诱人的规定,很难吸引投资人认购低投票权股份,由此会导致发行失败,或者发行价格过低。

4. 双重股权结构的持有人通常拥有提名董事的优先权,或者只能在双重股权结构持有人之间选任董事,特别是在董事空缺时,只能由多重表决权人提名董事。只能在特定的群体内产生董事,又被习惯称为“合伙人制度”。管理层希望通过董事提名权与双重股权结构的结合,实现对公司的稳固控制。事实上,如果管理层仅仅拥有提名董事的优先权,而没有双重股权结构配合的话,选举董事的过程中反而有可能出现僵局。(参见附件三中“Facebook 招股说明书的披露要点”)曾经闹得沸沸扬扬的阿里巴巴在赴港上市过程中也采用了由特定团体垄断董事提名的“合伙人制度”。

(二) 双重股权结构的静态考察

各国《公司法》一般将“一股一权”作为基本原则,同时也允许公司设置部分偏离“一股一权”的其他种类股份,如无投票权的“优先股”。但对于双重股权结构问题则稍显复杂,存在着以美国、法国为代表的肯定派和以德国为代表的否定派。

1. 明文允许双重股权结构的国家

美国各州的《公司法》以及被多数州采用的《标准公司法》都是允许双重股权结构的,如《特拉华州公司法》第 212 条(a)和《标准公司法》第 6.01 条。法国也是允许多重投票的,法国《公司法》第 175 条规定,“公司可以通过章程或股东大会决议做出发行双重投票权的决议”。但值得注意的是,法国只允许对持股 2 年以上的股东授予双重股权结构。

除美国、法国以外,瑞士、丹麦、荷兰、瑞典等国家都是明确允许双重股权结构的。

2. 禁止双重股权结构的国家或地区

德国《股份公司法》第 12 条规定:“(1)每一份股份都享有一个投票权。根据本法规定,优先股可以作为无投票权股份发行;(2)不允许

超过一个投票权的股份。如果为了保护整个国民经济利益所必需的话,公司所在地的州政府经济主管部门有权做出例外性规定。”从该条的规定来看,德国原则上禁止双重股权结构股,但似乎又允许州政府做出例外的规定,为双重股权结构留下了存在的空间。但在1998年,德国国会又通过了《有关加强企业控制和透明度的法律》,其中规定:“任何公司不得发行双重股权结构股。”由此,德国只允许发行在财产权利上有差别的股份,将享有利润优先权的股份设置为无投票权股,其他股份的投票权一律平等,彻底禁止了双重股权结构。

除了新加坡以外,亚洲国家,如日本、韩国以及我国台湾地区都遵循了德国的这一做法。

(三) 双重股权结构的动态历史考察

在早期的美国和欧洲都是存在双重股权结构的,但一直延续着禁止与允许的反复过程,很值得玩味。即使是近几年,仍然有部分国家或地区在此问题上摇摆不定,如我国香港地区曾经是允许的,但在20世纪90年代转变为禁止,而新加坡在2012年则由禁止转变为允许。

1. 欧洲各国的分歧

在欧洲大陆,德国实践中一直存在着双重股权结构的做法。第一次世界大战之后,德国为抵制外国资本的入侵,允许本国国民所持有的股份享有数个投票权。德国最高法院对双重股权结构的态度反反复复,学者中支持该制度的也不少。但德国《股份公司法》在1998年修改时对此盖棺定论,禁止了双重股权结构。2003年,欧盟委员会曾向欧盟理事会和欧洲议会提交的建议稿《欧盟公司法现代化和改善公司治理——前景规划》中,试图在欧盟国家推行消除投票权差异的“一股一权”原则,引起了各界的广泛争议。2006~2007年,欧洲公司治理委员会(ECGI,全称 European Corporate Governance Institute)、机构股东服务公司(Institutional Shareholder Service)、昆士兰大学(University of Queensland)接受欧盟委员会委托,组织专家对“一股一权”原则从理论到实践进行了综合的研究。最终的结论是,无论是从理论上还是实证上,都无法对公司价值与股权结构的关系上做出令人信服的结论。最终,欧盟委员会没有在欧洲强制推行“一股一权”的原则。自此,欧盟内部对双重股权结构一直保持着差异化的立场。

2. 美国双重股权结构的历史变迁

在 19 世纪,尽管美国法律对于“一股一权”没有明确规定,但实践中各个公司都遵守着这一不成文的规定。到了 20 世纪初期,情况发生了改变。1925 年,美国道奇兄弟公司发行了无投票权股,首先突破了“一股一权”的原则。与此同时,纽约证券交易所的很多上市公司也都采用了违反“一股一权”的双重股权结构。这一做法被哈佛大学的教授 William Ripley 所批判,认为这剥夺了公众投资者的最基本权利。1940 年,纽约证券交易所正式规定,拒绝任何违反“一股一权”的股票在纽交所挂牌,但这一规定不溯及已挂牌公司。这一原则在纽交所保持了近 60 年。到 20 世纪 80 年代,由于敌意收购频发,一些公司希望借助发行具有不同投票权的股份来保持自己的控制权,各证券交易所又面临着重新承认双重股权结构的压力。为此,美国证券交易委员会(U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)在 1988 年专门颁布了规则“19c-4”,该规则禁止公众公司新发行有可能削弱现有股东投票权的类别股。该规则实施后,各证券交易所都对双重股权结构采取了限制措施,限制新发行双重股权结构股的公司上市交易。但到了 1990 年,美国商业圆桌会议组织向哥伦比亚巡回法院起诉 SEC,认为规则“19c-4”对不同类别股东之间权力的分配进行直接规制,超出了国会对于 SEC 制定规则的授权。哥伦比亚地区巡回法院支持了原告的请求,宣告了规则“19C-4”无效。

此后,纽约证券交易所、美国证券交易所以及全国证券交易商协会在随后的几年时间考虑了很多种方案,并在 1994 年夏就采取统一的上市政策达成一致。统一上市政策主要内容就是有关股东投票权的最低标准,禁止上市公司剥夺股东权利,其要点有三:其一,明确禁止发行投票权高于已发行在外股票的新的股票类别。如公司已经发行了一股一权和一股两权的两种股份,那么公司此后就不能再发行一股三权的股份了。其二,公司在首次公开发行中可以发行投票权不同的股票。这不属于剥夺股东权利的行为,因为公司当时尚不存在公众股东,自然也不存在公众股东受到影响的事实。其三,公司可以在首次公开发行以后,发行低投票权的股份。这是因为股东在购买该类股份时已经完全了解对该个别投票权和整体投票权的限制。同样,持有低投票权股的

股东也了解其投票权可以由于以后继续发行低投票权股而降低。这样,通过把以后发行的股票种类限定在具有相同投票权或更低投票权的股票上,现有的股东就不会由于这些资本结构的变化而被剥夺股东权利。

由此,有条件地承认双重股权结构的做法最终在美国资本市场得以正式确立下来,并形成系统性规定。目前,从美国证券市场现存的设置双重股权结构的公司来看,主要集中在媒体类公司和互联网科技公司,前者像新闻集团、维亚康姆、纽约时报公司,后者是以谷歌为代表的硅谷公司都为创始成员提供了双重股权结构。

二、双重股权结构的利弊分析

(一) 积极效应

虽然双重股权结构违反了股权平等原则,并有可能增加代理成本,但双重股权结构也具有优化公司资本结构、稳定管理团队、提升公司整体价值的效率优势,全体股东由此而受益。

1. 双重股权结构赋予了股东选择公司资本结构的自由空间,股东可以选择符合公司最佳利益的资本结构模式

当公司发展需要资金时,向公众发行股份筹集资金可能使得管理层或家族失去控制权。管理层或家族可以通过同比例认购的方式来保持公司的控制权。但问题在于,一方面管理层或家族可能缺乏足够的资金;另一方面即使管理层或家族拥有足够的资金,他们可能也不愿意这样做,因为集中持股使得他们丧失了分散风险的能力,而筹资带来的利润却由全体股东分享。而差异化的投票权可以使得筹资风险在控股股东和公众股东之间公平分配。这种优势对于科技创新型企业更为重要,因为这些创始人最初只有一个创意或梦想而缺乏资金,发展过程中会随着股权融资而不断稀释股权,双重股权结构正好可以解决资金与控制权难以兼顾的问题。

2. 稳定管理团队,免受敌意收购的侵扰,提升公司价值

双重股权结构使管理层的控制权稳定下来,管理层不再需要为提

高股价采取急功近利的行为,为管理层按照长远规划实现公司经营目标提供了安全的环境,避免了因为惧怕控制权变动导致的短视行为,全体股东都可以从中受益。此外,即使不能避免被收购,管理层控制的公司也可能为股东讨一个好价钱。因为分散的股东由于“搭便车”的原因,无法组织起来与收购者讨价还价。而管理层控制的公司则可以克服股东集体行动的难题,使股东获得更高的溢价。

3. 可以鼓励管理层向公司投入高度匹配的人力资本

高效的管理需要管理层投入时间和资源,来获得与经营相匹配的各种经营知识与经验,而这种知识只对其经营的公司才有价值。管理层之所以被激励来获得这些专用的技能,是因为他们预期他们和公司之间长期稳定的雇佣关系,以获得人力资本投入的回报。管理层掌握控制权可以保障这种预期的实现。

4. 减少传递信息的成本,提高决策效率

在管理层未掌握公司控制权的情况下,为了避免被收购,管理层倾向于采用看上去好的投资计划,使潜在的收购者相信公司处于良好的状态。但看上去好的投资计划并不一定是最有价值的投资计划,这种做“表面文章”的倾向可能有损于整个公司的投资效率。通过双重股权结构获得公司控制权的管理层可以免受一些短视投资者的压力,采用真正符合效率原则的决策。

(二)弊端

1. 违反股权平等原则,不同程度地剥夺了普通股股东的权利

双重股权结构将使得管理层成为一个特权阶层,普通投资者在情感上很难接受。如美国互联网企业谷歌2004年上市时采用双重股权结构时,就遭遇到了包括养老基金在内的机构投资者激烈的反对。

2. 增加敌意收购的难度,使得基于并购的资本市场外部监督机制失灵

资本市场的定价功能使得管理层的经营状况反映在股价上,当公司经营不太理想时,其股价低迷,使其成为敌意收购的对象,借此对管理层产生约束和监督。而当管理层享有双重股权结构时,这种机制将无法发挥作用。

3. 双重股权结构使得股票的表决权与现金流收益权不成比例,由此产生高昂的代理成本

只有将投票权与收益权捆绑在一起,才能避免不必要的代理成本。举例而言,如果一位只有拥有 20% 收益权的股东,但他获得 100% 的投票权,由于他只能获得五分之一的收益权,所以他采取措施改善公司经营的激励(或者是做出明智决定的激励),也只有这种决定原本应当具有的激励的五分之一。他就有可能产生懈怠,而不会将公司利益最大化放在心上,因为其他股东承担绝大多数的成本。更为严重的是,投票权累积的控制权将使控制人的利益与公司整体利益之间产生分歧,控制人可能会利用这种控制权谋取私人利益,而牺牲公司整体的利益。而且,控制权与剩余索取权背离程度越高,这种风险就越大。^[2] 因此,世界各国(地区)的《公司法》都将“一股一权”的平等对待规则(equal-weighting rule)作为基本原则。即使存在例外也附加了很多条件。如持有优先股股东无投票权,但前提条件是他们获取的固定股息(没有风险),而一旦他们的收益无法获得保障时(风险出现),他们的投票权也将被激活。

因此,各国以及同一国家在不同历史阶段对双重股权结构的不同态度,主要是担心双重股权结构会造成了收益权与投票权的分离,由此导致高昂的代理成本。

三、双重股权结构背景下中小股东利益保护问题

虽然契约和效率都能够为双重股权结构提供部分合理的注解,但如果没有替代性机制制约因现金收益权和投票权分离所产生的代理成本,双重股权结构的合理性无论如何也不会令人信服。事实上,美国和瑞典这些国家之所以允许上市公司采取双重股权结构,还在于以下六

[2] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *The theory of Firm: Managerial Behavior, Agency cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October, Vol. 3, No. 4, 1976.

个方面发挥着替代性的作用：

1. 公司法的相关制度以及高效的司法救济可以有效遏制控制人损害公司和其他股东的利益。在认可双重股权结构的国家中,拥有双重股权结构的控制人无法依靠控制权谋取私利,因为控制人将被施加更为严格的信托责任,其行为也受到更为严格的司法审查,如关联交易的限制。此外,发达的民事救济也使得控制人在谋取私人利益时困难重重。一个典型的例子是,瑞典的上市公司控制权虽然非常集中,但瑞典的上市公司控制权私人收益却非常小。^[3]

2. 投资者偏好问题缓解了代理成本问题。在股份公司的股东中,可以大致分为投资性股东、投机性股东和经营性股东。就投资性股东而言,其只关心股份获利的多少,而不在于行使投票权,不关心公司的经营活动,高利率的投资回报就是他们的期望,从某种意义上讲,他们就像公司的债券持有人;就投机性股东而言,也只关心股票市场的股价变化,并从中获得利益,他们的行为是一种短线操作,对公司的经营活动表现出冷漠的态度,也不在乎投票权的行使;就经营性股东而言,他们关心公司的经营发展,把经营活动作为他们的事业,他们甚至愿意在牺牲部分现金收益的情况下获得控制权。此时,投资性股东和投机性股东可能会自愿将自己的投票权转移给经营性股东。

3. 证券市场的本身可以为中小投资者提供部分补偿。双重股权结构股的发行,意味着公众将公司控制权自愿转移给控股股东或特定的团体。因此,在股票发行时,为吸引投资者,控股股东必须在发行价格上向公众投资者让步,双重股权结构股的价格必然要高于普通股票的价格,普通股在分红上要优于超级投票权股。为了防止控股股东通过转让控制权而获得超额利益,一般章程都会规定,如果转让这些超级投票权股,这些股票将转化为普通股,不再享有超级投票权。这种规定将控股股东绑定在公司中,与其他股东共进退。

4. 部分创业者或家族经营企业有时超越了纯粹金钱利益的需要,而将其企业视为自己的生命或家族事业传承,此时声誉机制将发挥异

[3] Ronald Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating Comparative Taxonomy*, 119 *Hav. L. Rev.* 1641, April 2006.

乎寻常的制约作用。当一个公司打上了创始人或家族的烙印,创始人或家族对公司的战略发展有着重大的影响时,控制这样的公司远远超越了金钱的范畴。此时金钱的激励就让位于声誉机制。

5. 产品市场竞争可以在一定程度上替代控制权市场的约束功能。一些尚处于早期发展阶段的公司常常被一个家族或管理层所控制,而企业的高速发展需要大量的资金,使企业不得不依靠资本市场融资。但资本市场的融资将会稀释他们的控制权,这就会使他们陷入两难境地:如果发行普通股进行融资,他们将失去控制权;如果避免控制权丢失,他们必须买入大量股份,他们的投资风险就会无补偿的增加。双重股权结构可以解决这一问题。在这种公司中,股东不必为控制权被固定在控制股东手中而担心,因为处于发展阶段的市场上维持和提高市场份额的需要,会给管理层提供足够的激励以提高公司的效率。因此,对于新兴行业的公司,产品市场的竞争能够替代控制权市场对管理层进行监督。^[4] 这可以解释为什么美国近些年来设立双重股权结构的公司主要是硅谷科技创新型公司,因为这类公司市场竞争异常激烈,稍有不慎,市场就会将其淘汰。

6. 在发行上市时设立双重股权结构,发行人将与认购人达成默示的协议。当一个公司在首次公开发行时设置了双重股权结构,市场就发挥着投资者和发行人相互博弈的机制,相互之间形成有利于自己的契约。假设某公司设立双重股权结构股份,而对认股人提供“一股一权”的普通股。一些投资者就会认为,因为双重股权结构的存在,该股份价值95元,而没有双重股权结构时,该股价值100元。在这种情况下,如果该公司股票发行价格低于95元,这些投资者还是愿意购买的,否则他们可能拂袖而去。于是一个合理的推理是,因为投资者在掏钱之前就看到了设立双重股权结构的条款,如果他不认可双重股权结构,他就可以拒绝认购股票。“不同投票权股份的发行,使得公司控制权转移到能够使其价值最大化的人手中,从而实现帕累托最优。控制权与投票权相联系,股票价值的一部分反映出其潜在的控制价值,但这一

[4] Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: the Relevance of Substitutes*, 73 Va. L. Rev. 807.

部分潜在价值能否实现,对于股东来说并不确定。不同投票权股份的行使股份控制权的潜在价值得以实现,一方面,分散股东以低投票权—高分红权获得了股份的控制价值;另一方面,家族或管理层以低分红—高投票权的形式获得控制权。”〔5〕

但以上推理仅仅适用于公开发发行时设置的双重股权结构,而不适用于发行上市后控制人通过修改章程设置双重股权结构的情形(具体分析详见附件一)。

四、建议与设想

(一)有条件的认可双重股权结构

笔者认为,在整个资本市场贯彻“放松规制,加强监管”思想的大背景下,应当有条件的允许上市公司设置双重股权结构,理由有如下几点:

1. 双重股权结构有利于科技创新型公司的发展。首先,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,企业的命运也紧紧地与创始人联系在一起,完全依赖于资本市场的控制权对管理层进行监督,可能会导致其短视而非追求公司长远的发展;其次,创新型公司还有一个重要的共同特点,创始人创业时都凭借一个天才的设想,但由于他们缺乏足够的资金,必须向天使投资人、创投、私募基金等融资,从而使得股权不断被稀释,这些创始人有通过双重股权结构来保持控制权的迫切需要。实践中,一些公司采取限制股东提名董事候选人的做法,但由于没有双重股权结构的配合,使公司更容易陷入僵局。

2. 完全禁止双重股权结构将会产生溢出效应,反而更加不利于中小股东。强制性规定从表面上看可以达到政策制定者所追求的目标,但市场主体往往会采取变通的方式,由此导致更为棘手的问题。如东亚国家不允许双重股权结构,一些家族为了达到用小额资金控制上市公司的目的,于是就创造了金字塔持股结构,导致了更为隐蔽的控制结

〔5〕 Douglas Ashton, *Revisiting Dual-class stock* 68, St. John's L. Rev. 979, 1989.

构,不仅增加了交易成本,也增加了监管的难度。同样,德国出现了协议控制的关联企业,日本出现了交叉持股模式,都可以部分归因于立法者对双重股权结构的禁止,导致市场主体为实现原初的目的而采取的迂回方式。^{〔6〕}这对中小股东可能更加不利,因为在缺乏有效信息披露的情况下,他们丧失了认可双重股权结构下原本可以获得的风险补偿。

3. 实证证明“双重股权结构”的设置与公司价值并没有直接因果关系。2006~2007年,欧洲公司治理委员会(ECGI)、机构股东服务公司(Institutional Shareholder Service)、昆士兰大学(University of Queensland)接受欧盟委员会委托,组织专家对“一股一权”原则从理论到实践进行了综合的研究。最终的结论是,无论是从理论上还是实证上,都无法对公司价值与股权结构(是否承认多重表决权)的关系做出令人信服的结论。

4. 世界各国或地区的发展潮流是逐渐承认“双重股权结构”。除了传统的美国、法国和北欧诸国一直允许双重股权结构以外,以下国家或地区基本上都是从禁止转向允许的:首先,美国在1994年几个主要证券交易所达成的统一上市政策中由原来禁止转向了有条件的允许。其次,日本早期是追随德国,禁止设置投票权有差异的类别股,但在2005年《公司法》修改时,放松了对公司资本结构的管制,允许公司发行包括双重股权结构在内的类别股,理由是能够使管理层的经营免受资本市场波动的干扰,为公司经营者制定长期发展政策提供了有利的环境。最后,新加坡在2012年从禁止转向了允许。我国香港地区也正面临着改变其禁止双重股权结构立场的压力。^{〔7〕}

(二) 法律障碍

我国《公司法》第104条规定:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一个投票权。”第127条规定:“股份的发行,实行公开、公正的原则,同一种类的每一种股份应当具有同等权利。”这意味着我国《公

〔6〕 日本早期禁止设置双重股权结构,但2005年《公司法》修改时已经允许了。

〔7〕 港交所总裁李小加也认为,针对科技创新型企业而言,为其创始人设置双重股权结构具有一定的合理性,并强调修改上市规则已迫在眉睫,否则我国香港地区有可能会因此“丢掉整整一代创新型科技公司”。

司法》原则上规定了一股一权,但由于只是要求“同一种类的每一种股份应当具有同等权利”,所以理论上并没有禁止“无投票权股”或“双重股权结构股”的发行。唯一的问题在于《公司法》第132条的规定:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行做出规定。”这意味着只有在国务院通过行政法规的方式对“优先股”和“双重股权结构”做出具体规定后,“一股一权”以外的其他股份才有存在的合理依据,鉴于我国实践中已经开始出现“优先股”,^[8]那也就可以有条件试点“多重表决权股”。但由于我国资本市场长期贯彻的是“法无明文理解为禁止”的思想,因此在上市公司中试行双重股权结构还是存在政策上的风险。因此,稳妥可行的方法是,由证券监管部门先行制定双重股权结构的具体方案,然后报国务院批准,再以国务院的名义发布双重股权结构的相关办法或规则。

(三) 双重股权结构制度的具体设想

1. 暂时限于创新型公司中试行双重股权结构。为避免权力寻租,对于什么是科技创新型企业,不应该采取专门机构认定的方式,而是暂将轻资产、其产品主要是依赖于创始人或团队的创意的公司纳入其中。

2. 双重股权结构的持有人仅仅限于创始人或现有的管理团队。假如市场同意给予某些创新型公司的创始股东一些特殊权利,获得此类有限权利的必须是创始人或创始团队。创始人必须是股东并持有一定股权,因为讨论的基础是股东的权利,要保证创始人与股东利益的整体和长期一致性。

3. 做好发行时关于双重股权结构的信息披露工作。发行人必须在信息披露中突出双重股权结构的设置可能产生的危害和风险。在这一点上,我国以往上市公司存在很大的问题,一些赤裸裸地剥夺股东权利的做法从来就没有进行充分披露,也更谈不上受到应有的关注(对比附件三中“Facebook 招股说明书中的披露要点”)。

4. 监管机构制定“双重股权结构规则指引”。如不得自由转让,分红上的差别对待等。

[8] 2013年10月10日,来自温州的场外市场挂牌企业浙江朗诗德健康饮水设备股份有限公司尝试发行“优先股”。

5. 只允许在首次发行时设立。严禁上市公司在上市后通过修改章程提高已发行股份的表决权。

6. 控制人损害赔偿承诺制度。在目前控制人的信托责任和民事救济还不太完善的情况下,可以尝试在双重股权结构股东和普通股东之间建立起一种类似违约金制度,即让持有双重股权结构的股东因滥用控制权而对中小股东进行赔偿的承诺制度,以防止控制人滥用双重股权结构损害公司和中小股东的利益。

附件一:不同时间视角下的双重股权结构问题

(一)公司在发行时设置双重股权结构的,在发行人和认购人之间将形成一个默示的契约关系。在公司公开发行股份时,股东购买股份所愿意支付的价格是以股份的未来回报和风险为基础的。在一个公司向公众投资者发行低投票权股,而向管理层或家族发行高投票权股时,势必导致公众投资者预期未来对管理层或家族约束力较差,造成低投票权股预期收益低而风险高。投资者预期到这些风险,会对此支付较低的价格以补偿自己的风险。较低的发行价格意味着较高的资本成本,这些成本由发行者承担,原持有高投票权股的股东的利益也将因此被稀释。

(二)在公司发行股票之后,通过修改章程将已发行的股票设置为高投票权股和低投票权股则会出现“胁迫”的不公平问题。根据各国的《公司法》,修改章程的决议只需多数人同意就行,而此时准备转换为高投票权的股东已经持有较高比例的股权(一般在30%以上),而作为公众投资者则需面对集体行动的问题,很难联合起来阻止议案的通过。在这种预期之下,多数股东保持“理性的冷漠”,这更便于议案的通过。在此情况下,市场也不再发挥补偿的作用,因为如果公众预期这样不利于自己的议案将要通过,其预期将提前反映在股价上。通过二级市场上的“用脚投票”也无法保护投资者,因为此时投资者已经沉淀入资本,即便对设立双重股权结构不看好,也无法撤销交易,只能在二级市场上“用脚投票”,但此时设立双重股权结构的负面影响已经在股价上有所体现,投资者已经被“套牢”在设立双重股权结构所带来的消

极影响上。

直言之,发行上市时设立双重股权结构,中小股东有选择的余地。而上市后,中小股东已经没有选择的余地,只能被动接受不利后果。^[9]因此,在发行时设置双重股权结构并没有违反股权平等原则,但如果是发行后,通过股东大会的“多数决”方式,就可能涉嫌滥用多数决,由此可能损害中小股东的利益。

附件二:美国上市公司董事的提名与选举

美国上市公司的董事候选人一般是由现任董事会,或董事会下属的提名委员会提名的,并在公司股东年度大会上进行选举。会议前,被提名的董事候选人的相关资料被置于“委托书资料”中,包括委托投票卡(proxy voting card)和委托书说明(proxy statement),然后寄送给每一位股东。股东委托书说明一般包含选举董事的投票程序和背景信息,投票卡使得股东可以在不亲自参会的情况下选举董事。但是如果股东对投票卡的董事候选人都不满意,而要另外选出自己心仪的董事,则必须自己出钱获得股东名册,然后再向所有股东发出委托书争夺战,而不能直接在董事会发出的投票卡上添加候选人。^[10]为了能够使得股东能够直接提名董事候选人,2010年10月,美国SEC颁布了规则“14a-11”,规定“最低持股3%以上,并且连续持股3年以上的股东,在股东大会召开前的120天之前有权提出董事候选人,但提名最多不能超过董事会总人数的25%”。但随后美国商业圆桌组织向哥伦比亚特区联邦上诉法院提起诉讼,宣称该规则“武断而多变”,且超出了SEC的权限,会损害股东整体的利益。2011年7月,哥伦比亚特区联邦上诉法院依据行政程序法规则,宣告“14a-11”规则制定程序违法,且认为SEC对该规则的审查不够审慎,最终宣告该规则无效。

[9] 罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第153页。

[10] Stephen M. Bainbridge, *the new Corporate Governance in Theory and practice*, Oxford University Press, 2008, p. 222.

附件三:Facebook 在招股说明书中关于其控制权的重要信息披露

(一)【要点一】已经受制投票权的投资实体和个人

在 IPO 之前,CEO 已经和我们的一些投资者签署了一系列关于投票权的协议,这些协议在 IPO 后仍然保持效力。协议内容之一是,要求股东同意依照他们股权比例,授权由扎克伯格先生对所有事项进行自由裁量,并且授予扎克伯格先生不可撤销的代理权。

以下持有本公司资本存量股份的个人和实体将服从于这种类型的投票协议:

ARPI 2 有限责任公司; Matt Cohler 和某些附属实体; Gregory Druckman; Michael Druckman; Richard Druckman; Steven Druckman; 创始人基金; 格林合作伙伴; Hommels 控股有限公司; Adam Moskovitz; Dustin Moskovitz 和一些附属机构; Nancy and Richard Moskovitz 和一些附属机构; Sean Parker 和一些附属机构; Cara & Robert Scudder; 硅谷社区基金会; 技术交叉风投的一些附属机构; Valiant 资本机会有限责任公司; VHPI 2 有限责任公司。

(二)【要点二】对投票权的影响

我们的 B 类普通股每股有十票,而我们在 IPO 中提供的 A 类普通股每股有一票。持有 B 类普通股的股东,包括我们的 CEO、雇员和董事及其附属。

由于我们 B 类和 A 类普通股之间 10:1 的投票比例,我们 B 类普通股的持股人将继续共同控制我们普通股合并投票权的多数,因此能够控制提交给我们股东审批的所有事项,只要 B 类普通股的股份能够代表至少 9.1% 的 A 类和 B 类普通股的所有流通股。这种集中控制将在可预见的未来限制其他影响公司事务的能力。

B 类普通股向 A 类普通股的转化随着时间的推移,将对长期持股的 B 类普通股股东的相对投票权产生越来越大的影响。比如,如果扎克伯格先生在长时间内保留了他在 B 类普通股中的重要部分,他可以在未来继续控制我们大多数的 A 类和 B 类普通股的联合投票权。对“二元股权结构”的描述参见“资本存量——反收购条款的说明”。

反收购条款：

只要我们 B 类普通股的流通股代表普通股联合投票权的大多数，马克·扎克伯格就将有效控制我们的股东提交表决的所有事项，以及公司的整体管理和方向，这将具有拖延、推迟或阻止其他人获得公司控制权的影响。在一定时间之后，我们的 B 类普通股股份不再代表我们的普通股联合投票权，根据特拉华州的法律规定，我们公司的重述注册和重述章程将拖延、推迟或阻止其他人获得公司的控制权。

（三）【要点三】对公司治理的影响

由于我们是一家“受控制的公司”，由此，我们可以豁免一些上市公司的公司治理规则：

比如，我们不被（公众或监管部门）根据要求，去设立一个由绝大多数独立董事组成的董事会，也不需要设立薪酬委员会或独立的提名制。而我们的董事会已经决定，不设立独立提名制，并已经选定了拥有被董事会提名的成员直接负责的全体董事会，在未来，依然可以这样。但我们也知道，作为一个“受控制公司”，可能会导致我们的 A 类普通股对某些投资者的吸引力降低，或者对我们的交易价格造成损害。

当我们 B 股优先股的流通股在公司普通股累计投票权中占不到多数时，公司董事会中的空缺只能被我们（B 股）的董事成员填补，而不是其他股东。

当我们 B 股普通股的流通股，在公司普通股累计投票权中占不到多数时，我们的股东将只能根据股东大会决议而不经由书面采取行动。而只有我们的董事长，我们的 CEO，我们的总裁，或我们董事会的多数股东，才有权召开特别股东大会。

（四）【要点四】对兼并收购的影响

在 IPO 后，我们在特拉华州注册的地位和特拉华州普通公司法的反收购条款可能阻碍、延缓或防止控制权的变化，在三年期内，禁止我们参与到与一个有权益的股东的业务合并中，即便这个控制的变化对我们现有的股东是有益的。此外，我们重述的公司注册和规章将使公司的收购变得困难，包括以下内容：

任何可能导致本公司控制变化的交易，都将需要得到我们额外的 B 类普通股作为一个独立单元过半数的投票决议。

(五)【要点五】对分红的影响

针对可参与分红的证券,我们采取“两分类方法”来分别计算 A 类股票和 B 类股票的每股收益,可参与分红的股票包括所有的可转换优先股和限制性奖励股票。在计算归属于普通股的净利润时,属于上述“可参与分红的证券”的未分配利润要扣除。

为了计算稀释每股收益,要在每股基本收益的基础上,根据我们股权支付计划中的奖励性股票的各类证券的稀释比例,对归属于普通股股东的净利润进行调整。并且,在计算 A 类普通股的稀释性每股收益时,假设 B 类股票可以转换为 A 类股票;但计算 B 类普通股的稀释性每股收益时,不会对这种可转换性做出假设。