

## 美国类别股法律制度探源： 背景、进程及内在逻辑

王灏文\*

**摘要:**美国类别股法律制度由来已久,其产生及发展的进程与美国商业、经济及公司法发展的背景不无关系。我国学界对于美国类别股法律制度之前虽也多有介绍,但主要聚集于类别股的具体制度介绍,但对于其成因、背景与发展历程的研究并不深入。因此,本文希望通过对于美国类别股追根溯源式的分析,探寻其演进至今的基本逻辑和成果,以期对于我国公司法未来改革的理念和路径有所启发。

**关键词:**类别股 双重股权制度 契约理论

自 20 世纪初美国承认将股东的投票权与股权分开的“优先股”(preferred stock)结构时,美国公司法在公司运作公平与效率倾向于效率的选择

---

\* 华东政法大学国际金融法律学院 2015 级本科生,美国天普大学国际交换学生。感谢华东政法大学国际金融法律学院郑或副教授、李诗鸿老师在本文选题及写作上的指导,本文文责作者自负。

便已昭然。<sup>[1]</sup> 尽管绝大多数的公司仍然采用“同股同权”的公司治理结构,但已有约 1/10 的公司公开上市时选择发行类别股(classified share),<sup>[2]</sup> 其中,较为常见的是被我国学界及业界所广为认知的“双重股权结构”(dual-class share)。双重股权结构的出现与美国诸州对于公司采用的治理结构相对宽松的法律制度密不可分。<sup>[3]</sup> 自 20 世纪 90 年代末美国三大交易所就双重股权结构达成共识后至 2001 年短短数年时间,采用双重股权结构上市公司的样本数量从 100 家迅速上升到 215 家。<sup>[4]</sup> 2005 年 Google 上市时,仅有 1% 在美国证券交易所上市的公司拥有双重股权结构,而 2012 年至 2016 年上市的美科技公司中,已有 19% 的公司采用双层结构,比前五年增加了 1 倍以上,甚至已经出现诸如引入了三重甚至更多重的股权结构的 Snapchat 和 Facebook 等公司。<sup>[5]</sup> 自类别股亮相美国公司治理舞台之时,美国相关法律也随之不断变迁,且二者呈现相辅相成、互为因果的关系。为此,本文将通过对类别股产生历史动因的探析,结合谷歌、Snapchat 等在公司章程中公开说明采用类别股股权结构的样本公司为例,分析美国类别股股权结构演变的内部逻辑及对我国相关规范的启示。

---

[1] Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-class Stock*, 68 St. John's L. Rev. 863, 876 (1994).

[2] See Dual-Class Stock, [http://www.cii.org/dualclass\\_stock](http://www.cii.org/dualclass_stock), last viewed on November 29, 2017.

[3] See e. g., 8 Del. Code § § 151(a), 221 (特拉华州州法规定公司允许在发行股票时在股票上附着任意投票权,甚至将投票权给予股票持有者之外的公司债券持有者); See Also, e. g., N. Y. Bus. Corp. Law 703 (McKinney 1986) (纽约州法明确允许类别股的发行)。

[4] Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 Rev. Fin. Stud. 1051 (2007).

[5] See The Dual Class Share Dilemma, <http://www.nasdaq.com/article/the-dual-class-share-dilemma-cm865808>, last viewed on November 29, 2017 (2017 年,脸谱公司董事会宣布将引入一层新的股东类别,该类别的股东将不享有任何投票权。如果这项决议通过,尽管脸谱公司的 CEO 扎克伯格仅拥有公司 16% 的股份,却控制着脸谱公司逾 60% 的投票权)。

## 一、美国类别股制度的历史演进:从“抗拒”到“接受”

### (一) 资本的话语权规则:“同股同权”传统与双重股权的禁止

20 世纪初期,优先股在美国股票市场已不鲜见。优先股与普通股的主要区别表现在更靠近债权的固定股息以及更加优先的清算顺序上,其出现的主要原因是融资方基于对资金的需求而希望用比债券收益率更高的收益来吸引投资人投资。<sup>〔6〕</sup> 在优先股的法律结构安排上,鉴于优先股股东对于公司现金流方面较之普通股股东的优先权利,因此作为公司优先股股东与普通股股东之间权利的平衡,优先股股东对于公司的参与性权利(投票权)并没有太大的优越性,甚至多为无投票表决权的优先股结构。但是自 20 世纪 20 年代开始,已有学者发现,许多公众公司除了发行优先股,“越来越倾向于限制某些类别的股东的投票权”。<sup>〔7〕</sup> 由此美国资本市场对于此类公司治理的探究始露端倪,并逐步集中于公司所有权和控制权分离的争论,最后反映于证券市场中股票上投票权与现金流量请求权剥离的实践。<sup>〔8〕</sup>

时间倒回到 19 世纪末 20 世纪初,从家族企业手中受让股票的投资人不但在意公司的经济表现,甚至开始觊觎公司的管理权,因此家族企业在因股权减持、出售而不断股份比例减少的背景下,有动机采取一系列新的股票投票权机制试图保住家族对于公司控制权。这种尝试首先就是寄希望于发行无表决权的股份来防止家族手中的控制权被过度稀释。基于此等目的,1925 年道奇兄弟公司(Dodge Brothers, Inc.)为

---

〔6〕 参见王会敏:《优先股股东权利保护法律制度研究》,山东大学 2017 年博士学位论文,第 53 页

〔7〕 Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 Q. J. ECON. 353, 355 (1926).

〔8〕 Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 5-19 (1932). 《现代公司与私有财产》的出版极大地激起了社会上对于公司设立基础假设的争论。公司所有权与控制权分离的问题也从中逐渐走向台前。

筹集约 13000 万美元的资金发行了 15000 万股无表决权 A 类普通股,而投资银行狄龙瑞德公司(Dillon, Read & Co.)却以不到 225 万美元的对价持有 250001 股有表决权的 B 类股票并取得了公司的控股地位。<sup>[9]</sup>而作为美国传统民主思维在经济领域上的具现,公司法领域始终秉承对于处于同一清算顺位的普通股应遵循“一股一票”(one share, one vote)的基本原则,<sup>[10]</sup>其目的在于确保外部投资者能够通过“一股一票”规则展开对于公司投票权的争夺以实现对股东权利的主动防御。由此,道奇兄弟公司对于公司控制权的这种安排使得舆论哗然并引发了广泛的抨击,这种“同股不同权”的发行方式被广泛认为是剥夺普通股东对公司控制权的不端行为。<sup>[11]</sup>在社会各方的施压下,纽约证券交易所(NYSE)于 1926 年以“禁止无表决权股票上市交易”的方式对道奇兄弟的行为进行回应,此后 60 年,严格禁止双重股权结构在美国证券市场中被作为一项基本原则确立了下来。<sup>[12]</sup>

## (二) 创业企业的控制权保护：创始人的诉求与一股一权的突破

但有意思的是,即便美国证券市场上确立了“禁止无表决权股票上市交易”的原则,但在美国公司法层面却对此架构未有过多限制。比如,1950 年首次出版的《美国示范公司法》并没有严格强调公司治理结构上的“一股一票”,甚至在股东权利分配方面留下了很大的自由

---

[9] John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 *The Yale Law Journal*, 1, 82(2001).

[10] 所谓“一股一票”,指一个股份对应一份投票权,See John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 *The Yale Law Journal*, 1, 82(2001)。

[11] 哈佛大学教授 William G. Ripley 教授对此抨击尤甚,此句是摘录其当时抨击的文字。《纽约时报》也曾以“Say Wall Street Must Clean House”(华尔街必须清理门户)为题发表相关报道。See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.* 687 (1985-1986)。

[12] Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 *Q. J. ECON.* 353, 355(1926)。

度,允许公司章程授权董事会发行投票权等权利不同的股票。<sup>[13]</sup>除了佛罗里达州等少数州公司法强制性规定一股一权外,大多数州公司法对于限制投票权问题都是以强调披露为主的任意性规定。特别是到了20世纪80年代,硅谷的新型科技公司开始迅猛发展,创业企业创始人面临的不仅仅是大量的融资需求,还有随之而来的在“一股一票”原则下对于自身股权大量稀释的担忧。为解决许多企业管理层由此面临的自身被解雇之忧虑,新型反收购方式开始层出不穷,基于创始人的股东身份而享有超级投票权的双重股权结构作为一种特殊的反收购方式在硅谷兴起。其间,王氏实验公司(Wang Laboratories, Inc.)成为一个突出的例子:王氏实验公司的创始人王安(An Wang)为了能够在上市后依然保持其对公司的控制权,防止其控制权因融资被稀释以及潜在的敌意收购风险,他创设了投票权只有C类股票的1/10的B类股票,并且限制B类股票股东只能选任董事会7席成员中的2席。由此王氏家族保留了大部分的C类股票,而大部分的B类股票则出售给投资者。<sup>[14]</sup>1976年,因不符合纽交所“一股一票”的原则,王氏实验公司在美国股票交易所(AMEX)重新上市。在王氏实验公司上市后,AMEX以政策声明的形式颁布一项被业界称为“王氏公式”(Wang Formula)的标准:“无表决权普通股的发行申请不得批准,但允许限制对董事会

---

[13] Model Business Corporation Act § 6.02. Terms of Class or Series Determined by Board of Directors(由董事会决定的各类股票或各系列股票条款)。如果公司章程作出规定,董事会经授权可以在不经股东同意的情况下:将未发行的股票分成一个或多个种类或一个种类中的一个或多个系列:(1)将未发行的股票分成一个或多个种类或一个种类中的一个或多个系列;(2)将未发行的任一类型的股票重新分成一个或多个种类或将其分成一个或多个种类中的一个或多个系列;(3)将未发行的任一类型的任何系列的未发行的股票重新分成一个或多个种类或一个种类中的一个或多个系列。

[14] A. A. Sommer, Jr., *Two Classes of Common Stock and Other Corporate Governance Issues*, Practising Law Institute, 17th Annual Institute on Securities Regulation 555, 567-68(1985).

成员选举席位的普通股的上市交易”<sup>[15]</sup> 以此为采用双重股权结构的公司挂牌上市打开规则的通道。

被业界戏称为“门槛交易所”的 AMEX 尚且有所规制，而另一个交易中心 NASDAQ 在投票权差异的问题上甚至对投票权没有任何限制<sup>[16]</sup> 相反，NYSE 在这一阶段则始终坚持对“一股一票”治理原则的态度。因此，在不同交易所对于同股不同权不同态度所产生的差异化竞争背景下，许多希望创设双重股权结构的公司舍弃 NYSE 而谋求到 AMEX 和 NASDAQ 进行上市。从统计数据上看，1986 年在 AMEX 上市的 785 家公司中，有 60 家（约占 7%）拥有双重股权结构<sup>[17]</sup> 在 NASDAQ 则有 110 家（约占 2.7%）拥有多重股权结构的公司上市<sup>[18]</sup> 而 1985 年 NYSE 只有 10 家拥有双重股权结构的公司<sup>[19]</sup>

---

[15] 虽然不允许无投票权的股份上市，但是允许满足下列条件的附着有不同投票权的股票上市交易：（1）被限制投票权的股东需要有能选出不少于 25% 的董事会成员。（2）在除选举董事以外的所有事宜上，不能有股票上附着被限制投票权的股份十倍以上的投票权。（3）不允许创设会减少有限投票权股份持有者投票权的股份。（4）交易所一般会要求，如果这些股票的数量低于总股本的一定比例，那么拥有“超级”投票权的股份就会丧失一定属性。（5）虽然不是强制要求，但是强烈建议给予不具备“超级”投票权的股份在分红时更高的股息。参见 AMEX 法律和监管事务副主任 Richard Scribner 给 Joel Seligman 的信（Aug. 15, 1985）。转引自 Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.* 687 (1985 - 1986)。

[16] 张舫：《美国“一股一权”制度的兴衰及其启示》，载《现代法学》2012 年 3 月第 34 卷第 2 期。

[17] 参见 AMEX 法律和监管事务副主任 Richard Scribner 给 Joel Seligman 的信（Aug. 15, 1985）。转引自 Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.* 687 (1985 - 1986)。

[18] *Hearings Before Subcomm. on Oversight and Investigations of the House Comm. on Energy and Commerce*, 99th Cong., 1st Sess. 8 (1985) (John S. R. Shad 的证言), quoting Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. Wash. L. Rev.* 687 (1985 - 1986)。

[19] Jason W. Howell, *The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure*, available at [https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell\\_jason\\_w\\_201005\\_phd.pdf](https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell_jason_w_201005_phd.pdf), last viewed on April 30, 2018.

### (三) 控制权保留与融资需求的平衡:三大交易所的妥协与“双重股权”的流行

到了 20 世纪中期,发行类别股的情况已经不单单限于较为小型的家族企业与初创公司,许多体量巨大的公司在巨量融资背景下也产生了发行不同投票权股票防止公司控制权被过度稀释的需求,非公众公司在非公开融资过程中对于双重股权的实践已经越来越多,因此放弃持续已久的“一股一票”原则进而避免失去更多潜在的优秀上市公司,看起来是 NYSE 在新形势下面对 NASDAQ 和 AMEX 崛起的最好回应。继 1956 年 NYSE 默许内部人士超级投票权的福特公司(Ford Motor)上市后,<sup>[20]</sup>1984 年通用汽车公司(General Motors Corporation, GM)宣布为了完成对电子信息系统(electronic data systems)的并购活动而进行融资,将在 NYSE 发行一类每股仅有 0.5 票表决权的新股票,由此 NYSE 顺水推舟宣布暂停执行其长期以来奉行的“一股一权”原则。1986 年 7 月,NYSE 开始允许双重类别的证券上市,条件是存在该等双重类别的证券的交易得到公司已发行的公众股份大部分股东以及大多数独立董事同意;<sup>[21]</sup>1986 年 9 月,NYSE 修订其“上市公司手册”第 313 条,正式承认双重股权结构的地位,<sup>[22]</sup>纽交所为此给出的三大修订理由包括:(1) AMEX 和 NASD 的竞争需要;(2) 企业防范日益兴起的敌意收购行为的需要;(3) 监管变化(如公司披露制度的改善)

---

[20] See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights; The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687(1985-1986)。与完全无股东投票权的双重股权结构不同,福特公司内部人士用约 5.1% 的资产控制了公司 40% 的投票权,仍然在投票权较低的股上留存约 1/12 投票权,并没有全然剥夺股东“发声”的途径。

[21] See 18 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA)998(1986); *Big Board Ends Equal Voting Rule*, N. Y. Times, July 4, 1986, at D1, col. 1. 转引自 Peter N. Flocos, *Toward A Liability Rule Approach To The “OneShare, One Vote” Controversy: An Epitaph For The SEC’S Rule 19c-4*, 138 U. Pa. L. Rev. 1761, 1763(1990)。

[22] 该标准规定:(1)所有有投票权股东的 2/3 批准发行第二种类普通股。(2)如果发行公司董事会就发行该种股份进行投票时,独立董事占据董事会多数席位,应得到这些独立董事的多数批准;如果独立董事在董事会不占多数席位,应得到所有独立董事批准。(3)低表决权股份的表决权不能低于 10 股 1 票。(4)表决权受限股份的其他权利在本质上与高表决权股份相同。参见张舫:《美国“一股一权”制度的兴衰及其启示》,载《现代法学》2012 年 3 月第 34 卷第 2 期。

已经使股东得到了足够的保护，公司有权选择更加灵活的融资途径。<sup>[23]</sup>

#### （四）双重结构的监管挑战：公司自由选择性规则与证券监管的强制性规则

对于双重股权结构的监管之所以至关重要，是因为这一制度使得那些只享有低表决权的股东在投票决定权上的地位非常弱势。双重股权结构非但在形式上剥夺了他们的投票权，只看公司商业行为的表面，也没有提供额外的实质经济价值用以补偿股东们让渡投票权的行为，特别是在公司并购的场合下高表决权股票的股东可能更容易收获交易溢价。比如，1986年，Resorts International以每股135美元的价格向Donald Trump出售B类股票，其表决权是市面上另一类流通股A类股的100倍，在Trump完成对B类股的购买后，A类股交易价格则在1988年2月从高位迅速跌至20美元。那些拥有无表决权股票的小股东手中所持的数量众多的股票对于后续投资者不再具有任何吸引力。由于低表决权股股东既不享有优先股那样的优先清算权，在并购中退出所能实现的经济价值也远落后于表决权股，甚至连用足够的表决权来拒绝并购也做不到，这就有可能严重危害这些股东的经济利益。<sup>[24]</sup>正是因为认识到双重股权结构对于股东权益可能会造成的影响，为了防止各大证券交易所“比谁更差”（race to bottom）的竞争使上市公司的监管进一步向手握公司控制权的经营者们倾斜，美国证券交易委员会（SEC）才会选择对NYSE的“革新”作出回应，于1988年7月颁布规则19c-4，禁止所有交易所上市的股票以公司资本重组（recapitalization）的方式向公司引入双重股权结构，即完全禁止事后的双重股权，<sup>[25]</sup>但19c-4规则因为被多数州的法院认定为无效规则，因为大多数州认为关于股东创设公司股票类别和投票权应属于公司治理范畴，应由州公

---

[23] 1994 SEC LEXIS 4072;59 FR 66570.

[24] *Lowenschuss v. Resorts Int'l, Civil Action No. 89 - 1071*, 1989 U. S. Dist. LEXIS 7407 (E. D. Pa. June 29, 1989).

[25] 17 C. F. R. § 240.19c-4(1990).



司法和州法院而非 SEC 管辖,超出了 SEC 的立法领域。<sup>[26]</sup>

尽管如此,19c-4 规则的主要条款还是被 NYSE、AMEX 以及 NASD 三大交易所采纳。该三大交易所在 1994 年统一了有关股东投票权的最低标准,禁止已经上市的公众公司剥夺股东权利,它们各自对于双重股权结构采纳的要点包括:其一,公司可以在首次公开发行(IPO)中发行投票权不同的股票,这不属于剥夺股东权利的行为;其二,公司在 IPO 以后,只能发行之前已创设的低投票权的股份;发行投票权高于已发行在外股票的股票类别,则被视为是剥夺股东权利的行为而被禁止。<sup>[27]</sup> 在这些规则的背后,公司上市后拟创设同股不同权的结构实质上被各个交易所禁止了,能在事后增发的股票已经被限定为已经发行的高表决权股,或者新种低表决权股,而不能发行那些股票上表决权高而现金流量请求低的转换要约(exchange offer)。

三大交易所这样的规定显示了其投资者保护方面的考量:首先是防止投资者在面对事后发行的高表决权转换要约时陷入“囚徒困境”。例如,在上市后发行的新种股票具备这种转换要约时,投资者一方面希望在得到更高的股息同时能够按照传统的持股方式将公司的控制权按照资本比例掌握在自己手中;另一方面却害怕自己一旦执着于控制权而其他投资者却选择持有低表决权高息股份,就可能会成为唯一的外部高表决权低息股份持有者,自己非但无法左右公司内部的投票权,还会白白丧失可获得的高息机会。这就引起了“理性的冷漠”,即外部股东们可能近乎是“被强迫”去持有低表决权的股票来确保获得高息的机会,这样的发行看似给予股东选择的机会,实际上反而加重了股东的负担。交易所的考量之二是要防止发行人自身股价因存在前述囚徒困境而被低估,进而殃及交易所。因为后续投资者在进场交易时会认为上市后可能存在新增同股不同权的风险,担忧自己的权利将会受到无法预计的损害而压低对整个证券交易所股票的估价,从而把对自己因表决权折损而可能造成的现金流量请求权不自由度降到

---

[26] *Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule*, 53 Fed. Reg. 26,376 (July 12, 1988) [codified as amended at 17 C. F. R. § 240.19c-4(2009)], invalidated by *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406,417 (D. C. Cir. 1990).

[27] 1994 SEC LEXIS 4072;59 FR 66570.

最低。

自此,无论是在公司法层面还是证券监管层面,双重股权结构的合法性在美国最终得以确立。尽管 20 世纪 80 年代后双重股权结构曾被很多学者看作防范敌意收购的手段,但在这方面双重股权结构着实效率极低。<sup>[28]</sup>一方面,创设时无法预见成功创设后可能面临的收购风险;另一方面,市场中已经有更多高效的防范敌意收购手段获得越来越多的认可。<sup>[29]</sup>与此同时,对冲基金、私募基金、风险投资者等机构投资人在 20 世纪 90 年代以后逐渐成为投资主力,其注重短期收益的倾向与许多新设公司想要依靠融资着眼于公司长期发展的想法有利益上的冲突。这使双重股权结构在企业并购之外,迸发出制度创设上更多的智慧。

## 二、美国类别股制度的现在:本土评价与发展

从美国类别股产生的背景而言,其在很大程度上来自于那些初创型科技企业的需求。一方面,高科技、高增长、高度管制的行业中的成功企业需要定期、多次的外部融资来进行内部扩张,并且要有更大的灵活性来进行战略收购和合并。<sup>[30]</sup>另一方面,在传媒业[比如维亚康姆(Viacom)]以及互联网科技公司(如以谷歌为代表的硅谷公司),要么资本结构可能是其战略规划的关键部分,要么创始人对此类行业的决策方向有着至关重要的作用。<sup>[31]</sup>在这些公司的创始团队对于公司整体的经营路线、经营方针有显著影响的产业领域中,管理控制权与资本话语权的矛盾尤为突出,最终管理控制权与资本话语权之间的妥协就

[28] 57 Bus. Law. 1487, *Special Study On Market Structure, Listing Standards And Corporate Governance*, 一份来自美国律师协会在就联邦证券法立法规制方面举办的特别研究小组得出的结论。

[29] 例如,1985 年特拉华最高法院在 *Moran v. Household International Inc.* 一案的判决中确定的毒丸制度,在此后不断进化为外翻型毒丸等等多种形式,并在实践中不断完善判例,对于“敌意收购”的限度要件逐渐清晰。

[30] Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-class Stock*, 68 St. John's L. Rev. 863, 876 (1994).

[31] 蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》2014 年总第 13 卷。

是选择双重股权结构。在 Google 公司 2004 年以双重股权结构在 NASDAQ 上市之后,越来越多科技类公司效仿 Google 的做法采用双重股权结构,因此,如何再次平衡风险投资者和明星创始人之间的关系成了新时期双重股权制度的难题。

### (一) 双重股权合理性的进一步理由:对于“股东短视”的避免

“如果机会可能会出现可能会导致我们牺牲短期业绩,但是切合股东的长期最佳利益,我们将抓住这些机会。我们将有坚强的决心做到这一点。我们会要求我们的股东采取长远的眼光。”<sup>[32]</sup> Google 的创始人在“致投资者的信”中似乎在用这样的言语简短地阐明了其采用双重股权结构的原因。

在 Google 上市时,持有 A 级股票公众股东每股有一票投票权,而其执行主席埃里克·施密特(Eric Schmidt)、创始人拉里·佩奇(Larry Page)和谢尔盖·布林(Sergey Brin)则享有 B 级股票每股 10 票的投票权。这意味着,Google 的 3 位高管凭借 31.3% 的 B 股份持有数却共同拥有股东总投票权的 66.2%。<sup>[33]</sup> 尽管支持者认为,只要公司具有“出色的管理层,董事会的参与度和强有力的治理文化”,这些数字对治理的影响就不大。<sup>[34]</sup> 但是市面上以私募股权基金为代表的各类机构投资者唱衰 Google 的声音却不绝于耳,美国退休教师养老基金会(TIAA - Cref)的高级副总裁 Peter Chapman 在谈论 Google 的 IPO 价格时就将 Google 的“创举”定义为是一种“缺陷百出的公司治理结构”;股东积极主义的代表 Bob Monks 则以“愚蠢”来更加露骨地表明对于 Google 创设同股不同权结构的态度。<sup>[35]</sup>

---

[32] Google 招股书,来自创始人的信,<http://www.nasdaq.com/markets/ipo/filing.ashx?filingid=2925622>, Last viewed on December 12 2017.

[33] See Elinor Mills, *Google to Defend Dual-Class Stock Structure*, CNET News (Apr. 12, 2006), [http://news.cnet.com/Google-to-defend-Dual-class-stock-structure/2100-1030\\_3-6060691.html](http://news.cnet.com/Google-to-defend-Dual-class-stock-structure/2100-1030_3-6060691.html), Last viewed on December 14 2017.

[34] James Kristie, *Dual-Stock: Governance at the Edge*, <http://sites.udel.edu/wccg/files/2012/10/Dual-Shares-Q3-20121.pdf>, Last viewed on December 14 2017.

[35] Jason W. Howell, *The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure*, available at [https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell\\_jason\\_w\\_201005\\_phd.pdf](https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell_jason_w_201005_phd.pdf), last viewed on April 30, 2018.

Google 在 IPO 时一度被市场扣上“灾难性”“跨时代的”等字眼，但是如果回溯双重股权演进的道路，就会发现 Google 的双重股权结构并不是无根之木：在 20 世纪 80 年代后期，美国三大证券交易所对于客户的争夺激战正酣，华尔街商海也在敌意收购浪潮中风起云涌，许多外国企业基于美国在公司治理以及证券市场上市规则上更高的自由度而选择远渡重洋。优异企业资源的流失促使业界开始重视已经初露锋芒的那些创业型企业，而这些创业型企业有着一个共同的特点——发端于硅谷，而且采用了一种技术与资本相平衡的激励结构：以优先股为特征的类别股安排。早在 20 世纪 70 年代，“这些企业就开始提供激励措施，如慷慨地签署奖金，股票期权，高薪和有趣的项目，以吸引顶尖人才”。<sup>[36]</sup> 创业公司的创始人和员工通常会在公司中获得普通股（或购买普通股的期权），以换取他们的服务贡献，这也使得创业公司的表决权往往在极早时期就掌握在公司内部人士手中，这与早期初始控股股东通常为大中型金融机构的情况不同。究其原因，乃是硅谷企业林立，创业氛围深厚。但这些企业只拥有技术和想法，技术与想法的“落地”却遭遇资本上的瓶颈。为了筹集创业资金，创始人们不得不寻找机会对外进行融资。大多数投资于新企业的投资者除了直接在种子期就慷慨解囊的“天使投资人”，还有风险投资基金（VC），它们从投资者筹集资金并投资于早期阶段的公司；而在企业临近 IPO 时，更会有嗅觉灵敏的私募股权基金（PE）为了企业 IPO 之后攀升的股价纷至沓来。与公司内部人士的普通股不同，创业公司的风险投资者通常会收到可转换的优先股以换取现金投资。这种优先股为持有人提供了一定的管理权，以及在所投资的初创企业 IPO 成功后将该可转换优先股转换为指定数量的普通股的能力。他们的优先股通常也被授予清算优先权，即公司的 IPO 失败或盈利水平达不到投资人预期而在优先股转化为普通股之前就清算或出售，则持有人将在普通股股东分配剩余资金之前收到约定的清算优先权数额。<sup>[37]</sup> 这样的机制完美地诠释了外部投资人

---

[36] Anna Lee Saxenian, *Regional Advantage: Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*, Harvard University Press, Cambridge, MA. (1994).

[37] John F. Coyle and Gregg D. Polsky, *ACQUI – HIRING*, 63 Duke L. J. 281, 289 (2013).

将如何对企业的经营状况进行反应:他们要么敛取更多的股票,以换取更多的投票权和控制权,以试图在企业的决策中“发声”;要么就对企业不良的经营状况撒手不管,直接抛售股票“退出”。<sup>[38]</sup>在此背景下,要通过 IPO 转化为公众公司的 Google 有着两个挥之不去的忧虑:其一便是首次公开发行后的股权隐患。Google 的大部分员工以及管理层都享有 Google 的股份,对外进行融资意味着他们所持有的股票将被稀释,最终将导致他们对公司控制权缩水,甚至会有像 Bob Monks 一样激进的外部人士登堂入室管理层。这样的忧虑不无道理,在 Google 决定上市后不久,投资人伊钦(Carl Ichan)威胁撤换雅虎董事会一事就闹得满城风雨。<sup>[39]</sup>其二就是 Google 面临外部股东的短视问题。Google 这样的高科技公司 IPO 前景大好,总是会吸引来许多风险投资人与私募股权基金经理,但是与把公司的长远发展放在首位的公司创始人团队不同,这些外部投资者往往只着眼于短期套利,并且在这之后就希望通过可转换股、回赎协议等方式让自己从投机之战中全身而退,所以他们只着眼于能让公司股价最大化的行动,而不考虑可能造成的风险和长期影响。这样,与公司内部人士作为控股股东对公司长期发展的偏重不同,外部人士股东则更注重短视利益。尽管按照长期以来的传统公司法观点,公司董事“追求公司最大化利益”与“追求股东最大化利益”的意图上大体相同,然而两者并不是完全统一的。举例来说,在敌意收购的场合,从长期来看,敌意收购者的行为可能有害公司价值,所以,一些董事为“追求公司利益”竭力阻拦以现金对价来收购公司的敌意收购者,但这却会使股东失去接受高价“退出”的机会而与“追求股东最

---

[38] See Albert O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty* 4 (1970) (这两种方式都能体现投资人对管理者的反应。“退出”会影响股价,并向管理层和股市表明投资者对公司决策和业绩的不满;“发声”将使股东发挥影响力并改变公司的行动方针,而后面这种用脚投票的方式也被称为“华尔街规则”)。

[39] 吴军:《浪潮之巅》,人民邮电出版社 2016 年版,第 347 页。2007 年有一个叫卡尔·伊钦(Carl Ichan)的投机家大幅购进雅虎股票,赌微软将收购雅虎。结果赌博失败,“炒股炒成董事”,进入董事会后这些人尽可能地想办法把损失的钱补回来,巴茨即在这样的情况下签署了自废武功的协议来换取现金和节省开支。

大化利益”的意图背离。<sup>[40]</sup> 另外,对于股东而言,更在意的是公司每年财务报告上能够体现盈利并派发红利,这导致董事们为了公司未来的盈利而在而在研发、营销等方面决定豪掷千金时,可能面临股东“用脚投票”的风险。在“有效市场假说”理论下,股东趋利避害的倾向暗含了这种股东短视问题,这种短视对公司有着负面影响。根据一项对于1986年至2005年期间6642家美国公共公司研究的结论,“金融市场花费相当长的时间才能将短视支出对财务造成的负面影响完全纳入公司估值”<sup>[41]</sup> 而管理者如果短期迎合投资人,在公司报告中注重增加盈利能力,减少对研发和营销的开销,最终会把消极的长期反馈反映入公司估值,损害公司价值。

正是为了解决这样的矛盾,Google创始人为了公司的长远发展而采用了类别股结构,以此尽量将公司的控制权控制在公司内部人手中,力图避免外部人士控制话语权所引起的短视行为。而对于这种双重股权结构安排的反对者们也旗帜鲜明,认为“管理层和公众股东之间的投票权失衡,会使市场对管理层不当行为的监督根本性失灵”<sup>[42]</sup>

Google在双重股权结构上的坚持暂时赢得了这场争论的胜利,而且在整个资本市场层面,对于采取特殊类别股权结构安排的公司们的态度也越来越为理解,乃至主流证券交易所为了吸引优质公司上市纷纷放开对于以双重股权为代表的类别股公司的上市限制。例如1985年,只有10家采取类别股的公司得以在NYSE上市,但20年之后,NYSE却有近11.5%的上市公司采用双重股权结构。<sup>[43]</sup>

---

[40] 特拉华最高法院对于 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985) 的审理过程很好地诠释了这一点,Unocal 公司用毒丸计划来反对 Mesa 对股东前重后轻的要约收购,却被故意收购者 Mesa 告上法庭,认为 Unocal 的自我收购涉嫌谋取自身利益,有违董事对股东的忠实义务。

[41] Lynne L. Dallas, *Short - Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 Iowa J. Corp. L. 265, 280 (2012).

[42] Tian Wen, *You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges*, 162 U. Pa. L. Rev. 1495, 1493 - 1516 (2014).

[43] Jason W. Howell, *The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure*, available at [https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell\\_jason\\_w\\_201005\\_phd.pdf](https://getd.libs.uga.edu/pdfs/howell_jason_w_201005_phd.pdf), last viewed on April 30, 2018.

## (二) 多重股权结构的闪现:对董事会控制权归属的迷思

Google 还仅仅是一个开始,2017年3月2日,创造了美国爆款聊天软件 Snapchat 的 Snap 公司正式在纽交所上市。与 Google 相比,它的上市更加极端地颠覆了类别股的规则。Google 尽管将大量的投票权集中在了创始人手中,但公众投资人仍然拥有一定比例的投票权,但 Snap 公司却彻底消灭了公众股东的投票权,也即公众股东只有出钱的义务,没有投票的权利,一切决策都由创始人说了算。美国证券交易委员会投资者咨询委员会(IAC)2017年3月9日召开的季度会议争议集中在 Snap 三级资本结构上:创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 拥有每股 10 票的 C 类股,IPO 前投资者和其他内幕人士则持有每股 1 票的 B 类股,公众投资者所能够交易的 A 类股,完全没有投票权。<sup>[44]</sup> 这一做法引发的争议不断。

1994 年各大交易所实质上在对于双重股权结构的底线问题上达成一致之后,企业其实更多地会选择在事后发行更低投票权的股份,选择发行无表决权股的公司并不占多数。上一个引起大轰动的例子是 1963 年,三大交易所最低标准制定之前的 Tropicana Lanes 公司。Tropicana Lanes 公司同时有两类普通股,并在公司章程中规定其中一类没有表决权。其无表决权股股东 1963 年将其上诉至密苏里州联邦地区法院,主张根据密苏里州州法,公司无权给一类股东以投票权而剥夺另一类股东的投票权,而初审法院则认为,根据密苏里州现行的公司法,并没有一定要给予股东一份投票权的强制性规定。<sup>[45]</sup> 最后此案上诉至密苏里州最高法院,法官认为:“由于公司章程授权他们发行无投

---

[44] See Snap Inc. *Reportedly to IPO with Unprecedented Non-voting Shares for Public*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/07/snap-inc-reportedly-to-ipo-with-unprecedented-non-voting-shares-for-public/>, Last viewed on December 14 2017.

[45] Mo. Const. art. XI, § 6. 密苏里州宪法规定,在任何公司的董事或经理人的所有选举中,每个股东有权投票总数等于他所持有的股份数量乘以所选董事或经理人数,并且可以将所有票数亲自或通过代理人投给一名候选人,或在两名或两名以上候选人之间分配此类选票;除非法律规定采用替代董事和管理人员的替代方法,否则不得以任何其他方式选举该董事或管理人员。但是法院主张这只针对采取累计投票权的董事会,不适用于本案。

票权普通股,并且公司是私人合同的产物,无表决权股东购买该类股票,就应当视为合意。”<sup>[46]</sup>密苏里州最高法院认为初审法院已正确裁定 Tropicana Lanes 发行该股票并不违反密苏里州的任何法律或公共政策。

Snap 被批评的原因之一就是完全剥夺股东表决权。就股东选任董事的能力而言,究竟是不是能像密苏里州法院主张的那样,从公司合同理论的角度出发而简单排除,值得我们深思。美国特拉华州《公司法》第 141 条规定:“公司的商业与经营事务悉由董事会管理、掌控。”股东对公司注资,并雇佣职业的经营者的来实现对于公司经营的期待,特拉华州的法院明确区分了股东参与经营决策的权利,却将他们通过投票决策董事会的权利抬高到神圣不可侵犯。公司法上规定了股东选任董事的权利,可见表决权是公众公司股东们除了“退出”之外,用“发声”来保护自己的根本保障。可以说选举董事会是在公司的所有权和控制权高度分离的背景下,股东最重要的权利。特拉华衡平法院的 Alan 法官指出,投票权对于“合法化”董事和经理对不属于他们的财产行使权力的理论至关重要。<sup>[47]</sup>如果不能确保股东选任董事的权利,股东就无法在公司的管理层中平等发声。无法发声,股东就失去了一种追究管理责任的途径;而对低表决权股股东来说,如果选择退出,其股票的价值也会因为表决权的缺陷而相对缩水。为公司出资的股东理应有权监督公司管理者对自己的管理负责。<sup>[48]</sup>

就算是 20 世纪 50 年代 NYSE 对同股不同权的“赶尽杀绝”,作为例外低调上市的福特汽车公司也不过是拥有着低表决权组股票罢了。2007 年以后福特公司更是被一些风险投资人以及私募基金经理游说,要求停止其类别股制度,直言这种做法“完全剥夺了股东的话语权”。采取双重股权结构的公司用着股东的资本进行经营,而股东却对他们资本的用场没有任何发声的权利。从公司治理的传统理论来说,这样做无疑会损害股东的利益,加大委托代理人成本的问题。

---

[46] Shapiro v. Tropicana Lanes, Inc., 371 S. W. 2d 237 (Mo. 1963).

[47] Dov Solomon: *The Voice: The Minority Shareholder's Perspective*, 17 Nev. L. J. 739, 757 (2017).

[48] 摘自一项主张让福特公司停止双重股权结构的倡议,该倡议遭到了董事会的反对的,但获得了 27% 的股东支持。



对于 Snap 的另一项批评出自对于管理层能力的疑虑,尽管像 Snap 一样的公司现在势头正猛,但是其管理层也不可能永远保持高效而矍铄。1990 年,维亚康姆(Viacom)创设双重股权结构,推动人是其控股股东,在当时娱乐圈叱咤风云的 Sumner Redstone,2016 年,93 岁的 Redstone 被 Viacom 的前 CEO 和一位长期董事告上法庭,主张他已经衰老得病,失去行为能力,却仍因双重股权结构掌握公司大量控制权,没法被弹劾。于是持有 Viacom 股权资本约 90% 的公众投资者却只能看着自己的利益白白损失。<sup>[49]</sup> 虽然最终双方达成和解协议,但这也并不能作为 Redstone 一手创设的公司治理结构仍然像 26 年前一样高效的证明。

所以, Snap 这种完全架空公众股东投票权的行为招致的批评之声不绝于耳也不无道理。首先, Snap 公司这一举动已经完全背离了 Google、Facebook 等科技公司保障创始人引导公司发展方向的初衷。甚至有评论认为像 Snap 公司这样完全剥夺公众投资者投票权的做法是完全没有必要的。<sup>[50]</sup> 从 20 世纪花样百出的反收购浪潮期间进入大众视野的委托代理成本增加问题被这样的股权结构进一步扩大了。现在大部分的公司(如 Facebook)除了发行类别股之外,还有分级董事会,在大部分的表决权已经集中于科技类公司创始人的当下,要废除现有董事会需要 80% 的股东投票率——近乎不可能。其次,就算是在科技公司中,创始人对于公司具有特殊的领导力量这一基本假设也有站不住脚的时候。虽然领导者在科技公司的特殊作用可能是在 IPO 阶段使用双重股权结构的一个良好理由,随着时间的推移,一个曾经成功的创始人可能在快速发展的技术或商业环境中面临个人限制,谁也不能保证 30 年后 Snap 的创始人还是不是最好的引路人。这将在无形中增加投资者的成本,<sup>[51]</sup> 这种观点并不能为使用永久双层结构提供一个

---

[49] Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-class Stock*, 103 Va. L. Rev. 585, 597 (2017)。两位学者以此为例,主张对双重股权结构应有停止机制。

[50] Steven M. Davidoff, *A Deeper Look at LinkedIn's Structure*, N. Y. Times Dealbook (May 12, 2011), <http://dealbook.nytimes.com/2011/05/12/a-deeper-look-at-linkedins-structure>.

[51] Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 Va. L. Rev. 585, 597 (2017)。

良好的基础。<sup>[52]</sup>

然而,公司章程中已经将这一切列明,最终是否接受,判断权还是在外部投资者手中。投资者是公司的主人,董事会控制公司经营,但是主人对公司的董事会主动雇佣的姿态被这种制度创设动摇了,让人疑惑公司和董事会的控制权归属究竟是谁。市场会对这样的双重股权结构作出反应。从市场的定价机制来看,除了机构投资者反映平平,公众投资者对于无投票权股显然也并不是太买账。

### (三) 双重股权结构博弈的再论: 内部管理人士的超级控制权对投资者真的有害吗?

1998年,纽约时报(New York Times Co.)发行有两类股票。B股不到已发行股份的1%,但有权选举公司15位董事中的10位。因此,持有公司17.9%流通股但接近90%B股的Ochs-Sulzberger家族拥有公司董事会的控制权。这种附加选举董事权利的高投票权股似乎在采双重股权结构的公司中特别常见。<sup>[53]</sup> 2006年,摩根士丹利投资管理公司敦促纽约时报结束其双重股权结构,并在一份新闻稿中指出:“虽然它可能是旨在保护编辑的独立性和新闻专营权的完整性,但是双重股权结构的创设使得所有股东都缺乏责任感。”摩根士丹利在其努力最终失败之后,出售了其7.2%的股份。<sup>[54]</sup> 像大摩一样的机构投资者是美国创业公司市场中的一股强大影响力量,根据一项2011年的统计,美国的风险投资行业

---

[52] 除了文中所探讨的部分外,也有学者认为Snap引入新的一重无投票权股东,除了进一步巩固创始人等的控股地位外,更深层次的逻辑只能是政策规避上的考量。无投票权的公众股东在资本结构创设上就规避了委托投票权征集(proxy solicitation)的需求,毋宁多言与之搭配的证券法上的信息披露制度了。尽管Snap表示自愿向A类股股东提供与B类股股东得到的委托投票权征集公告相同的公告,但是在绝大多数的投票权由C类股股东掌握的情况下,B类股股东是否能获得委托投票权征集公告其实也是个未知数。换言之,失去了投票权的股东事实上失去了参与公司管理决策的一切权力。参见张巍:《从1到0:Snap的IPO意味着什么?》,载搜狐网:[http://www.sohu.com/a/149130939\\_667897](http://www.sohu.com/a/149130939_667897),2018年1月27日访问。

[53] Lynne L. Dallas & Jordan M. Barry, *Long-term Shareholders and Time-phased Voting*, 40 Del. J. Corp. L. 541, 547 (2016).

[54] Shmuel Hauser & Beni Lauterbach, *The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-class Stock Unifications*, 17 Rev. Fin. Stud. 1167, 1183 (2004).

所支持的公司们创造的价值占当年美国 GDP 总值的 21%。<sup>[55]</sup>一般地,机构投资者们非常成熟,其提供的服务最大目的就是选取成绩最优的股票裨益客户。机构投资者公司股票的所有权可能推动公司改善治理机制,从而惠及掌握分散股权的股东。但是,有迹象表明,许多机构投资者开始将他们的投资转移出具有双重股权结构的公司。一项研究表明,机构投资者在使用双重股权结构的企业中持股数比同类企业低很多。<sup>[56]</sup>

公司在发展的过程中总会不断出现新的融资需求,但是通过股票进行大量融资就会损害管理层的控制权,稀释管理层的表决权,这对管理层对于公司的影响不可磨灭的行业影响很大。<sup>[57]</sup>在传媒行业中,一份刊物的成功与其编辑团队的影响是密不可分的,稳定的编辑团队对于刊物风格的形成至关重要。Ochs-Sulzberger 家族在摩根士丹利的高压下仍然没有抛弃其双重股权结构,在后期也得到了正面的评价。这与管理人对于企业长期投入的个人学识、资源不无关系,甚至说纽约时报就是基于其个人编辑特质和风格的个人品牌也不为过。这些知识、经验、风格都是需要相当长的时间进行累积的,而双重股权结构保证了其对于掌握公司控制权的期待,Ochs-Sulzberger 家族的专用知识、技能和经验基于与公司长期紧密联结的关系而得以存续,也让他们更有动力为公司而自我精进。但显然从私募股权基金经理和风险投资人们的行动看,他们没有被这种说法说服。

公司治理的主要焦点之一是公司内部人士和外部投资者的力量均衡,例如如何防止公司内部控制人员因手握绝对话语权、甚至终身控制权而可能的管理不善或自我交易。但是,由于美国的上市公司是由大量广泛分散的股东所拥有的,没有单一股东来监督公司运营。传统的公司治理理念认为股东的角色是选举董事会,董事会履行监督职能,选择经营公司的高管

---

[55] Steven E. Bochner & Amy L. Simmerman *Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflicts Effectively While Wearing Two Hats*, 41 Del. J. Corp. L. 1, 2 (2016).

[56] Shmuel Hauser & Beni Lauterbach, *The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-class Stock Unifications*, 17 Rev. Fin. Stud. 1167, 1183 (2004).

[57] 参见陈若英:《论双层股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对》,载《证券市场导报》2014年3月号“市场动态”版。

(如首席执行官和首席财务官)。双重股权结构使得在董事会和股东的盈利方向产生了矛盾,甚至会在短期内对于公司的利润造成损害时,往往代表公司内部股东的创始人们仍能“四两拨千斤”按照他们认为对公司长期发展有利的方针经营,却也因此屡遭失去短期利益的机构投资者诟病。

但是创始者对于双重股权结构的坚持,让机构投资者不得不重新考量双重股权结构的现实益处。根据传统的公司治理理论,运用双重股权其实可能在提高公司的经营水平方面有积极作用,因为这能阻拦控股股东与公司产生过于紧密的经济联系所带来的一系列问题。一家公司的控股股东通常比其他外部股东的投资多元化要少得多,因为他们的所有个人回报都与公司发展环环相扣。因此,如果企业最开始控股股东是公司内部创始人,就可能会导致公司追求有益公司长期发展而短期利润并不显著的项目;而在初创公司创始人之外的 VC、PE 为了经济利益也希望持有大量股份,这却使它们同时也拥有大量能够左右公司方向的投票权,这种力量会与创始人的偏好发生冲突:非控股的外部投资人或者私募基金不会把大部分鸡蛋放在一个篮子里,自身承担的风险被摊薄;又没有对特定公司持有巨量股份,某一家公司的风险水平并不会对其影响过高。所以,他们对公司承担的风险漠不关心,只希望每家公司投资于预期价值最高的选项。<sup>[58]</sup> 而双层结构使公司控股股东能够放弃其部分经济利益,再投资于别处,同时不必牺牲对公司的控制权。这样做会使他们更加多元化,并帮助他们与其他公司外部股东的利益保持一致。最近的一项研究发现,在进行双重资本重组的公司中,很大一部分公司重新调整资本结构后,控股股东显著多元化了投资资产。<sup>[59]</sup> 从这个角度讲,双重股权结构给了投资者更多的自由度,不承担不必要的决策负担,也避免内部人士为控股所累,不得不陷入对自身经济利益考量的桎梏。这些公司更有可能在将来与投资多元化的

---

[58] Ben Amoako - Adu, Vishaal Baulkaran & Brian F. Smith, *Executive Compensation in Firms with Concentrated Control: The Impact of Dual Class Structure and Family Management*, 17 J. CORP. FIN. 1580, 1592 (2011).

[59] Scott W. Bauguess, Myron B. Slovin & Marie E. Sushka, *Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*, 36 J. Banking & Fin. 1244, 1247 (2012).

外部机构投资者股东利益更趋同。

由此可见,在特定市场上的公司,其采用双重股权结构显示出公司管理者对于控制稀释的厌恶,但双重股权结构在这种情况下可能实现公司股东的帕累托最优。允许这些公司使用双重股权结构,能够使公司内部人得以进入资本市场充分投资而不牺牲企业所有权,同时也是一种对他们自身履行勤勉、忠慎经营决策的保障与奖励。在这种情形下,严格的监管措施反而可能会损害特定行业中企业的价值。<sup>[60]</sup>

### 三、美国类别股制度的内在逻辑与发展路径

#### (一) 公司合同理论与公司章程自治属性

传统的公司治理理论认为公司是一个实体,董事和股东的关系是代理和委托的关系,董事经营公司为股东创造经济价值,因此导致了 Berle 和 Mean 所提出的公司所有权与控制权分离的问题。<sup>[61]</sup> 但是这种分离究竟是一种对股东权利的保护还是侵害,学界观点不一。从公司治理的传统理论上,学者 Fama 和 Jensen 提供了与众人谈“所有权与控制权分离”色变的另一种思考路径,认为所有权与控制权分离,其实并不是加诸股东的伤害,而是公司运作更高效的方式。他们认为作为公司天然所有权人的公司创始人,在公司创立之初就肩负着三项职能:制定商业政策、监督企业代理及承担剩余风险。这些能够控制公司发展的事项由他们进行决策,并且在整个公司中贯彻下去。而在公司需要获取更多融资时,外部股东作为所有者出现,承担了剩余风险,作为选民选举董事会,在脱离业务决策和直接监督的步骤中分享所有权。由此可见,管理层和董事会共享公司控制权,而股东把自己的控制权通过选举活动委托给了董事进行代理,这也就产生了委托代理成本问

---

[60] Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-class Stock*, 68 St. John's L. Rev. 863, 876 (1994).

[61] Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 5-19 (1932).

题。<sup>[62]</sup> 与直接控制公司财产的创始者、管理人不同,股东对公司财产的控制是一种体现在其选择公司经营者的权力上的间接控制。无论是特拉华衡平法院还是密苏里州最高法院都指出:公司的经营决策权属于董事会,董事会有权确立公司的长期经营战略,而无须出于多数股东对于短期利益的希求牺牲公司长期发展。

从这样的角度上仍然很难论证董事会采用短期内与股东利益相悖的决策路径的合理性和看似剥夺股东权利的双重股权结构的合理性。由此,公司合同束理论横空出世。公司合同束理论(*nexus of contracts*)改变了传统看法,因为合同束理论尊重自由个人主义的假设,即公司是一群合同关系的结合,比起强制性,合同束理论更多体现出自治属性。学界通说认为公司法同时包含强制性和任意性规范,<sup>[63]</sup>在公司合同束理论下,当代公司的资本结构可以由当事人,即创始人、投资人,也即董事和股东等公司运作的参与者相互合意决定,并呈现为某类合同。合同规定了合同双方的关系,即双方各提供什么、得到什么,所以股东为公司提供运作的资金,而其回报(经济利益等)也会在合同中加以规定,董事运营公司只是履行合同义务的方式,而不是因为公司是为股东所有的实体。所以“追求公司利益最大化”也就不会再与“追求股东利益最大化”混同了。

从公司合同理论的角度来说,公司这个组织的本质就是一群合同的组合,向在其中的参与者明确各方各自以什么样的方式向公司提供要素,又能同时得到什么样的权利作为回报。经济学家 Milton Friedman 认为在市场经济出现之前,合作主要依靠强行规制,而后合作才发展为由自由选择达成。<sup>[64]</sup> 公众公司的兴起就是现代工业生产条

---

[62] William W. Bratton & Michael L. Wachter: *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. Pa. L. Rev. 653, 662 (2010).

[63] 参见施天涛:《公司法论》(第2版),法律出版社2006年版,第14~24页。蒋大兴认为,公司法具有自由因子和管制因子,在公司设立、运营、终止和责任方面均有体现,“无论如何自由主义,中国的公司法很难超越这种国家管制的立场。这也是准确理解和解释中国公司法立法构造的一个基本的理论前奏和文化前提”,转引自郭锐的《商事组织法中的强制性和任意性规范》。

[64] 参见[美]米尔顿·弗里德曼:《资本主义与自由》,张瑞玉译,商务印书馆1986年版,第14~17页。

件下个人自由选择的成果,这种组织形式展示了在大规模工业生产条件下的高效率。<sup>[65]</sup> 公司设立的根本目的是盈利,投资人投资的目的也是如此。为达成这个目的就需要一套精巧的合同系统协同公司各个要素的结合方式。股东、资本、管理层、话语权的关系都需要用制定者认可最为高效、对公司盈利最有利的途径确定下来,这最终呈现为公司章程。

公司章程可以看成是公司形成的众多合同之集大成者,而公司章程确定了以股东、董事、管理层为首的主体们在公司这个组织中的权利和义务。在这个视角下,当事人作为合同主体,完全可以自行改变合同的规定,公司法也就不具备什么强制性特征了,而应当完全尊重自治。按照这样的说法,在事后修改公司章程,如在事后通过资本重组的方式创设同股不同权的结构,即使对股东有害,也应当看作股东自己的选择,应当完全受到尊重。但在美国类别股的演进中,我们看到事实并非如此。

## (二) 投资者与创始人力量均衡的艺术:为什么允许 IPO 前存在双重股权结构?

上市公司股东将自己的权利交由管理层以期实现投资的目的。类别股的引入使得股东对公司的控制权与现金流请求权产生背离。掌握绝大多数投票权的管理层在双重股权结构下往往会成为公司的控制权人,但是公司更多的现金流请求权却并不在他们身上。这就有可能造成管理层因为与公司紧密度疏远,在决策方面完全不规避风险,毕竟持有再多股票,外部股东也难以集齐足够的投票权弹劾“懒政”董事,因而导致委托代理人成本升高;但也有学说主张这是公司治理发展的成果,能使公司内部管理人对公司的所有权和要承受的风险都被分摊,避免外部股东和其自身采取短视行动,着眼于多样化投资以期公司得到更好发展。于是,法律、判例、自律性组织、社会,各方各面的协同合作,基于公司法这一赋权性、组织性规则,用以证券法为代表的强制性立法力量,自律组织的事前规制与司法判例不断对创始人与投资人力量的均衡作出改变。

---

[65] 郭锐:《商事组织法中的强制性和任意性规范——以董事会制度为例》,载《环球法律评论》2016年第2期。

公司合同理论主要有三要义：其一，公司为各种社会关系的综合体，包括所有权与控制权；其二，公司应当是股东及其相关者意思自治的产物；其三，参与股东因其合意受约束。但是在实践中，最后一点只能通过资本多数决来实践，而不能样样都由股东全体同意，于是现代公司往往借由公司章程通过各方默认的合意来确立资本多数决的议事规则。而双重股权结构就是基于意思自治的理念发展了资本多数决：掌握最多资本的人，不一定就是投票权与控制权最强的人。这种做法只要创设的途径合理，其实并不一定对股东有害。

以双重股权结构的历史演进和现状为借镜，在公司成立之初，公司的创始人作为原始的所有权人，同时充当董事，直接负责公司的经营决策。最原始的非公众公司的合同只是在创始人之间，甚至是在家族成员之间决定相互的资本供应而已，就好像 IPO 之前的道奇、转变为双重股权之前的王氏实验等。伴随 IPO，非公众公司走向公众，其所有权的权利就及于社会上不特定的股东了。公司没有办法再与最原始的投资人订立人身附随性强的双边或多边合同，只能开始尝试以成文的格式合同将一些放之四海皆准的条款确定下来，省去重复订立的麻烦，也即公司章程。公司章程可以依照双方主动的意思，自由订立，其中载明的公司治理结构是双方主动选择的最小化已经发现的代理成本问题的方法。在这样一个静默的合同关系中，如果投资人投资给某家上市公司，就应当完全视同认可该公司根据证券法等规定已经披露的治理结构，接受章程中所反映的投资条件、表决方法、资本分配原则。从天使投资人到 VC、PE 等外部投资人进入，公司对资本和话语权的分配日趋复杂。这时的投资人接受双重股权，不见得是承认双重股权对公司经营能有什么积极作用，市场上每次就双重股权结构之存废，反对者的必然是风险投资人与基金经理们。但是制度创设就是一个相对均衡的过程，既然投资者想从公司身上攫取财富，他们就应当允许公司的内部运营者采用最匹配自己长期经营方针的策略，而不轻易干扰；投资人甚至应当鼓励公司内部人士利用好双重股权带给管理的人的红利，更有底气地去进行多样化投资、经营，去选择高风险的方案，像外部人士一样把鸡蛋分到不同的篮子里，这种做法与投资人们的利益趋向并不矛盾。

自治性的公司法和强制性的证券法的相互关系在这里就显得昭



然,IPO前的投资者们接受了劣势的投票权,接受了可能对董事会失去选举权的代价,放弃了发声的权利。对于投资人这样主动的权利放弃,基于公司合同理论,公司法很难对此作出什么强制性保障股东权利的规定,投资者应当自负盈亏。于是也就出现了密苏里州 Tropicana 的判例:无表决权股股东请求对公司股东会的选举权利,却基于合同自治的思想而无计可施。反之,事后修订公司章程发行高表决权新股,已经持有劣投票权的股东的发言权就不如此自由了,必然需要相对的保障来进行制度上力量的均衡,以防创始人一方独占话语权而对股东造成不必要的影响。从美国的制度保障上说,其一,特拉华公司法中源远流长的董事忠慎义务禁止了董事作出对股东不利的决策;其二,作为强制规则的证券法上的披露规则;其三,各大自律监管组织的底线规则必须统一,来确保资本市场对治理结构以及交易所本身作出有效的估值,防止公司合同理论下的公司自由成为创始人越俎代庖的理由。

### (三) 双重股权的土壤与公司章程自治的边界:为什么不承认上市后的双重股权?

公司合同理论基于自由主义个人主义的道德假设,也即假设股东作为理性人按照趋利避害的特性,会基于能够获得的公司治理信息而选择最适合自己的投资方式。<sup>[66]</sup> 外部投资人在还未被规制的上市后的双重股权创设途径下,自身陷于对现金流量请求权与投票权选择的窠臼,而股东行动的困境让他们大部分最终向管理层交出了控制权,虽然这在外观上是股东自己放弃了对公司管理的权利,但是这并不意味着股东们就应当任人鱼肉。当 Bebchuk 在研究有关投资者积极行动主义对美国上市公司影响的时候,他发现激进投资者介入公司管理对公司可能存在正面影响,而双重股权结构不但把股东的积极行动挡在门外,甚至对控制权的掌握还能给创始人自己带来免遭解雇风险之类的甜头。<sup>[67]</sup>

---

[66] Nathan Oman, *Corporations and Autonomy Theories of Contract: A Critique of the New Lex Mercatoria*, 83 Denv. U. L. Rev. 101, 101 - 113 (2005).

[67] 2007年以来机构投资者开始股东积极主义,也想要积极干预公司控制决策,于是投资人协会 CII (Council of Institutional Investors) 和 ISS (Institutional Shareholder Services) 都不断提出异议,详情可见 [www.cii.org](http://www.cii.org), [www.issgovernance.com](http://www.issgovernance.com)。

因此,双重股权结构不断被投资人接受的过程也是加诸创始人身上的镣铐越来越紧的过程,上市后创设同股不同权 20 世纪 90 年代就被禁止,任何在事后削弱投资人力量的行为,都不能被容忍。我们不难从公司合同理论的角度分析出发分析这样的变化,如果在事后以高股息等诱导股东交出投票权,股东给予对自身利益最全面的考量,近乎是“被强迫”着保有着低表决权的股票,这显然有违合同“自治”的原则,失去了创始人与投资人双方力量的均衡性。

对在事后修订公司章程上就资本分配的相关事项,学者们很早就有所研究。“在后续性条款中,如果有可能增加管理活动的代理成本,则该规定就应该是无效的,除非它们是在历次股东(大)会中,曾以绝对多数票连续通过,或者已征得那些持有异议的投资者同意。”“对于规则进行修订所依据的章程本身,就是公司成立之初所订立的章程的一部分。”<sup>[68]</sup>上市后的同股不同权发端于董事与股东们合意对公司章程的修改。但是这种修改在未被各大交易所的最低标准限制之前,完全有可能由内部管理人方出于自身利益最大化的考虑,利用原本各方在章程中业已确立的资本多数决这样的表决原则和双重股权这样的资本分配原则,强行通过一些对于只是间接控制公司的外部股东绝对不利的条款,如上市后再发行新的高表决权股转换要约,这使管理人完全占据主导地位,外部股东往往处于劣势,甚至无法顺畅表达意志。

2003 年,特拉华最高法院审理的 *MM Cos. v. Liquid Audio, Inc.* 案对董事上市后限制股东能够选举的董事席位的行为加以规制。<sup>[69]</sup>目

---

[68] 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社 2005 年版,第 37 页。转引自吴建斌:《合意原则何以对决多数决——公司合同理论本土化迷思解析》,载《法学》2011 年第 2 期。

[69] *MM Cos. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A. 2d 1118 (Del. 2003)。股东 MM 公司一直期望能获得对 *Liquid Audio* 的控制权。该公司董事会的大部分成员反对此次收购,并希望与另一家公司合并。尽管两位 MM 方股东候选人在董事选举中获胜,但在他们希望通过股东提案的方式主张再在董事会增加 4 个席位时,*Liquid* 方董事会先行一步修订了公司章程,把董事会成员增加到 7 个。特拉华衡平法院的初审法官认为增加两名新董事“不会以任何重大方式影响股东投票或股东选择”。MM 随即上诉,特拉华最高法院的法官认为 *Liquid* 增设两名董事的主要目的是消除 MM 的 2 名被提名人对 5 人董事会的影响,如果新加入的 1 名或 2 名董事被告选择否决 MM 的提议,MM 将无法取得多数决。

标公司董事被告违背大股东意志,擅自增设董事会席位的防御行为损害了公司以股东选举董事会这种方式来维持股东与董事会之间权力适当分配的重要作用。即便规则开明如美国公司法,违背多数股东意愿而不平等地限制股东控制管理公司的能力的行为也是被断然禁止的。

于是,在类别股的演进中,没有用“赋权性”的公司法对事后的同股不同权加以规制的可能性时,SEC就选择在外部创设强制性的事前规则,即责成三大交易所出台普适性的最低规则来禁止这种事后的不公正,以此来重新均衡双方的权利义务。各地法院也通过判例来进一步升华公司法上的忠实义务等原则性的规定,平衡董事与股东双方的拉锯。

从美国类别股制度演进的路线,可以看到有两条不同的类别股制度创设道路:一是在公司上市后,通过对股东派发红利等方式进行资本重组,如王氏公司、通用、International Resorts等;二是在首次公开募股时就在章程设定好双重股权结构,前有密苏里州的Tropicana Lanes,而现今则是Google等科技类企业占主导。与前文讨论的上市后创设同股不同权结构的情况不同,像Tropicana Lanes、Google、Snap这样在IPO前就事先揭示自己类别股属性的公司能使资本市场适时地对其作出评估与反馈,而不会对股东造成事前不可预计的损害。所以无论股东给出溢价还是低价,购入还是沽出,企业都应当欣然接受。

可见,以任意性规范为主的公司法也会在发展中与一些强制性的规则结合,虽然大部分的规则可以在事后通过股东投票表决来改变,委托董事来执行,但是也有些规则是不能在事后修改的——如公司的资本结构。双重股权结构就在长期的演化中不再允许在事后创设,因为现有的管理层很可能利用采取机会主义的行动,将公司的表决权全数掌握在自己手中,而这从合同的角度讲,无疑是对自由意志理念的彻底背离。

#### 四、结语

在历史上曾经存在的两种不同的类别股创设路径对传统的资本多

数决的背离程度并不相同。如果说在 IPO 时就采用双重股权结构,在市场拥有高度有效性的假说下,股东财富最大化的意图和管理人的管理意图矛盾会相对不那么尖锐。<sup>[70]</sup>相反,如果采用在上市后重组资本结构的做法,股东的利益就很可能受到侵害。<sup>[71]</sup>这也是为什么美国在 20 世纪 80 年代后期对于双重股权结构建设立法路径上,特别强调不允许事后发行高投票权股的原因。管理层往往在拥有较小股份的情况下,分摊了其融资风险,但是其又手握大部分的控制权,难免会有过河拆桥之虞。但是双重股权结构也并非全然对投资者没有益处,否则也无法在岁月洗刷下仍得以不断发展。如防止股东因为信息不对称而对公司管理方向产生误判;保护股东免遭敌意收购风险;避免在特定行业(如前文所述传媒、科技等行业)资本投资方面股东的机会主义,鼓励管理层等。<sup>[72]</sup>

NYSE、AMEX 都在发表新的上市标准时,给予类别股很大的限定,关切股东权益,并且美国在《证券法》上对于创设类别股结构,予以了信息披露等限定;而在上市规则上,当公司定向发行新股的比例达到或者超过已发行的股份 20% 时,往往公司的其他资产就可能被收购,必须得到股东表决同意;而在各州《公司法》上,对于控股股东实施可能与公司整体股东利益有冲突的行为时,也有诸多规制的方式。三家交易所都能够接纳类别股制度的创设,除了其内部的竞争,必然也有投资者保护上的考量。

综上所述,双重股权结构不单单是企业的需求、投资人的需求,也会是交易所的需求。纵观美国类别股发展长河中创始人与投资人力量抗衡的艺术,交易所、投资者与创始人三者的共同需要才是推动双重股权结构的根基。如今,在亚洲市场上,香港证券交易所已经正式修改上市规则,同意

---

[70] Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Calif. L. Rev. 3, 3-76 (1988).

[71] Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 Colum. L. Rev. 979, 1009 (1989).

[72] Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Calif. L. Rev. 3, 3-76 (1988).

接受“同股不同权”公司上市。<sup>[73]</sup> 而在中国大陆,针对创新企业试点创新的工作也体现出对创新企业采用双重股权结构这一现象的重视。上交所6月正式发布试点创新企业股票或存托凭证上市交易相关配套业务规则,在境外采用双重股权结构的公司在国内通过CDR制度融资成为可能;同时,投资者权益保护也没有被偏废,试点创新企业有别于现有A股的“新情况”也激发出了监管的“新思路”。《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》中对于采用双重股权结构的公司就对其投资者保护水平有所要求,规定总体上应不低于境内法律的保护程度,同时也对信息披露做了相关要求,还明确了维持特别投票权的前提条件,特别投票权不随相关股份的转让而转让,且公司上市后不得通过各种方式提高特别投票权的比重等,<sup>[74]</sup> 与美国类别股制度长期发展确定下来的监管思路与最低标准有所相通。随着越来越多创新型企业的兴起和国际板(包括CDR市场的考虑)对于优秀上市资源的追捧,双重股权结构的确存在有市场的需求,且此等需求会越来越强烈。因此,本文对以双重股权结构为主的美国类别股法律制度进行了回顾分析,以期充分了解美国双重股权结构的历史背景与发展路径,在我国本土化的制度设计中,平衡好发行人、创始人、投资人与证券交易所的利益。

(编辑:武俊桥)

---

[73] 当初拒绝阿里巴巴上市的港交所此次允许三类公司开设双重股权结构:第一类是新上市的同股不同权企业,有关企业必须是“新经济股”(随着时代的发展“新经济”的概念可能会随之转变)。上市市值最低为100亿元,而且有10亿元收入;若市值达400亿元,则不设收入要求。第二类是放宽已在美英上市的同股不同权企业,来港作第二上市。市值要求是100亿元,同样只限新经济企业,今日或以前已在美、英上市的同股不同权企业,可沿用当地的同股不同权架构,不需遵行香港针对同股不同权所设的投资者保障,意味阿里及京东等可不作架构重组,直接在港作第二上市。今日以后始上市,而日后有意在港第二上市,则要符合香港对同股不同权的要求。第三类则是无收入的生物科技企业,但市值要求需达15亿港元以上,以及其研究阶段不能处于太前期,同时由基石投资者拥有的股份将不会计算为公众持股。参见搜狐新闻《不想错过下一个阿里。港交所宣布:将在主板接受同股不同权公司上市》,载 [http://www.sohu.com/a/210731535\\_439726](http://www.sohu.com/a/210731535_439726), 2017年12月16日访问。

[74] 赵一蕙:《沪深交易所CDR配套制度落地 监管创新“铺路”试点创新企业回归》,载《上海证券报》2018年6月19日版。