

# 论公司的双重股权结构

马诺敏

**摘要：**双重股权结构的出现契合股东异质化投资需求的发展趋势，但双重股权结构在我国实践中的适用尚属于具体程序设计需要细化的探索阶段，差异化的股权安排仅在科创板进行了创新尝试。双重股权结构适用的制度安排在具体程序的设置上存在不足，且配套监督机制和救济措施的缺失也给中小股东的权益保护带来了挑战。由此，在健全法律规范体系的基础上，完善相应的监管机制和信息披露制度，同时配套建立退出和救济机制，对于创新性公司的长期发展和股东利益的保护具有重要意义。

**关键词：**双重股权结构 差异化表决权 监管

## 一、问题的提出：双重股权结构的正当性

随着经济结构的深入调整，一批新经济公司遇到了如何平衡巨大且紧迫的资金投入需要和掌握公司发展战略实际控制权的矛盾等现实问题。科创公司的创始人在考虑市场融资时，常常不可避免地出现为了获得外部投资者资金投入而让渡表决权，进而使公司创始人及其管理团队的实际控制权减少的股权稀释问题。双重股权结构突破了同股同权治理结构，因具有扩大融资、保持控制权和规避恶意收购等显著优势，与战略新兴产业重人力资本的属性相契合。虽然世界主要国家和地区对这种创新型股权结构持有不同态度，但总体而言，双重股权结构逐渐被全球资本市场重视和关注。双重股权结构有别于传统同股同权结构下一股一权的设置，一般指的是发行两种以上类别股份的股权形式，较为常见的做法是根据股份上所附着

的表决权的不同而区分为A股与B股。A股遵循一股一权的设置原则，由大众投资者持有且可以自由转让流通，B股则由公司根据具体情况和发展战略，相应地设置由公司创始人及其管理团队享有较A股数倍表决权的股权。一般而言，A股与B股在盈利与剩余利润分配等权利义务的设置上并无不同，区别集中表现在表决权分配和是否可以转让的规定上，且对于较高表决权的适用范围有一定的限制，往往限制在与公司发展长远利益和长期发展战略等事项上。

双重股权结构契合股东异质化投资需求的发展趋势。不同层次的股东在投资目的、利益偏好以及风险承担等方面具有多样性目标，中小股东更注重投资成本与收益之间的关系，让渡投票权而获得更高分红利益更加适应其短期投资目的。而公司创始人及其管理团队更多关注公司长期发展，对于公司发展控制权的需求相对更高。双重股权结构激励管

理者团队发挥具有人身依附性的人力资本的功能，可以切实避免公司受到追求短期利益的敌意收购者的恶意收购等不利于公司发展的现象发生。

然而，双重股权结构在受资本市场追捧的同时仍然争议不断。纽交所曾一度禁止上市公司采用双重股权结构，德国对这种创新股权分配结构的态度也经历了从允许到禁止的转变，只在类别股中许可了优先股的发行。一方面，在股权差异化安排的结构下，持有高表决权的管理团队与创始股东对公司的发展享有控制权，可能会出现因缺少监督与约束仅从私人利益出发而行使权利的道德风险。另一方面，持有更高表决权的控股股东可以通过控制高管等与公司发展密切相关的人员的任免而影响公司内部监督机制效能的发挥。对于投资者而言，如果其认为一股一票的股权结构更加有助于增加公司价值，他们可以自由选择购买适用双重股权结构的公司的股票。相应

刘杰勇：我国公司治理双重股权结构的监管机制再认识，商业研究，2021，（5）。

地，在信息披露制度的运用下，若其选择投资股权差异化的公司，则可以认为其具备承受投资风险的能力且认可创始团队的管理能力并看好公司发展前景。因此，讨论如何设置相应的监管机制对于发挥双重股权结构的创新优势具有重要的现实意义。

## 二、双重股权结构在我国的实践

### （一）我国双重股权结构的制度安排

双重股权结构作为特殊的非等比股权配置模式，我国在实践中的适用一直保持谨慎和保守态度，尚处于具体程序设计需要细化的探索阶段。《公司法》虽几经修改，但第103条对于股东出席股东大会表决权的規定仍坚持一股一权原则。《国务院关于开展优先股试点的指导意见》和《优先股试点管理办法》，在表决权差异化方面突破性地作出了有关优先股的制度安排。国务院《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》中首次提出“同股不同权”的差异化股权设计。2019年证监会相继颁布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》以及《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，为特殊股权结构企业在科创板上上市提供了相应的依据。2019年3月，上海证券交易所出台了《科

创板股票上市规则》，其中对于具有表决权差异安排的发行人的主体资格和准入规则作出了规定，在第五节“表决权差异安排”中针对特别表决权持有人的主体资格、特别表决权的行使限制和存在限制、双重股权结构的内部监督和信息披露作出了相应安排。2020年4月《全国中小企业股权转让系统挂牌公司治理指引第3号—表决权差异安排》的行业规范，对挂牌公司发行特别表决权股作出了相应规定。

《科创板股票上市规则》对于有特别表决权安排的企业在科创板的上市和持续监管的有关事宜作出了相应的安排。首先，对科创板上市的发行人的行业范围和资质作出了准入要求；其次，对表决权差异安排的设置时间限定在发行人首次公开发行前，禁止在此后的任何时间增设与发行投票权与获益权分离的股票，且该决议并应经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过；再次，对特别表决权持股股东的身份资格也作出了严格限制，规定其应当为对上市公司发展或业务增长作出重大贡献，并且在公司上市前后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体，持股股东拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上。

为防止控制权在管理层的过度集中，损害中小投资者的合法权益，《科创板股票上市规则》

还规定每份特别表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍，且除表决权差异外，二者所具有其他股东权利应当完全相同。该规则所规定的触发事件型“日落条款”的事由和情形包括持股人丧失资格、失去持股主体控制权、向他人转让或委托他人代行股东权利以及公司控制权变更。当出现上述情形时，特别表决权股份按照1:1的比例转换为普通股份。

为切实保护中小股东合法权益，《科创板股票上市规则》对内部监督以及信息披露也作了相应规定。监事会作为内部监督的权利主体应当在年度报告中就持有超级表决权股的股东资格、超级表决权比例是否继续符合规定、特别表决权股份是否及时转化为普通股、超级表决权股东是否存在滥用特别表决权或实施其他侵害中小投资者合法权益的行为等事项进行审查并出具专项意见。采取差异化投票权安排的发行人需要在招股书中明确指出表决权与财产收益权分配的配置方式，详细阐述特殊的表决权安排所可能引发的风险以及配套的保护措施。同时，上市公司应该运用定期报告的方式对双重股权结构下公司的具体运行以及对股东权益保护措施的具体落实情况进行公示。

### （二）实践中的现实问题

我国双重股权结构在实践中的审慎适用满足了股东异质化的

投资偏好与需求,收益权与投票权的差异化分配安排在一定程度上发挥了创始人及其团队人力资本的资源效能,拓宽了公司经营自由的空间,对于规避敌意收购进而提高公司治理效能具有重要作用。但作为股权设计创新,实践中也暴露出了一些问题。

首先,现有法律规范存在漏洞。《公司法》对于股权的安排仍坚持“一股一权”原则,尚未对表决权的差异安排作出明确的规定,仅在第131条保留国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份作出另行规定的权利,目前国务院仅对类别股中的优先股设置了有关规定。然而,优先股作为股权差异化分配的具体形式,更多强调在盈余分配上优于普通股,与双重股权结构制度设计的内涵尚有差别。对于差异化表决权涉及的规则主要集中在证监会的部门规章和证券交易所的自律性规则中,立法层级较低,是否与上位法规定相悖以及法律效力如何有待商榷。

其次,对于持有特别表决权的股东的权力监督机制尚不完善。就公司内部监督而言,具有超级控制权股东信义义务的缺位不仅可能导致监事会无法真正在年度报告对持有特别表决权股份的股东进行审查监督并提出专项意见,还极易影响独立董事制度效能的发挥。就外部监督而言,双重股权结构外部监督机制不完善体现在信息披露制度的瑕

疵之中,不仅没有针对不同业务领域、不同规模的企业分类设置更加有针对性、细致化的特别规定,还存在着大量疏漏关键信息、披露信息失真或有误、信息披露滞后等问题。

再次,双重股权结构适用可能带来的股东合法权益损害的救济机制尚未建立。一方面,双重股权结构效能的发挥具有一定的时间期限,在公司发展到相应的阶段之后,表决权差异化安排的负外部性开始显现。我国现有的关于退出机制的事件型“日落条款”可能无法涵盖公司治理实践中的全部情况,退出机制尚有待完善。另一方面,我国证券领域的民事诉讼机制仍有疏漏,中小股东在权益受损时极易陷入维权困境。尽管国家在立法、执法、司法等环节始终坚持股东权益保护原则,但在落实上仍存在偏差,相应的司法救济机制亟待完善。

### 三、双重股权结构的监管与完善

#### (一) 健全法律规范体系

鉴于目前我国对于双重股权结构的规定尚未设置明确的法律规范,为了实现证监会、证券交易所颁布的部门规章、自律性规则与效力层级更高的行政法规和法律条文之间的有效衔接,可以考虑在《公司法》中将双重股权结构作为“同股同权”结构的

例外安排对股权配置方式进行补充,明确其可适用的特别领域和限制条件,突破现有的由部门规章许可双重股权结构适用对象为拟上市的科创企业,而将具体的实施细则构建交予证券交易所,从而使拟采取双重股权结构作为股权配置安排的公司有明确的法律依据作为办事指南。与此同时,也要通过配套的法律间的协调配合约束采用双重股权结构的公司中高表决权股东的行为。比如通过《刑法》中的有关规范,打击具有高表决权的股东滥用其对公司发展策略的控制权损害公司与其他股东利益的违法行为。再如,在《公司法》和《证券法》现有规定的基础上,完善对具有高投票权的股东的信义义务,提高其对公司发展的忠实义务和注意义务。

#### (二) 完善监管机制

公司内部监管和证监会以及证券交易所的外部监督形成监管合力才能实现对中小股东权利的保护与救济。一方面,公司内部要建立独立的良性监管机制,排除控股股东对其权力行使的介入和干扰,摆脱具有更多投票权的控股股东通过控制管理人员的任免与董事会、监事会的提名和选任,进而架空监事会的监督权限。通过加强监事会知情权的保障,统筹协调监事与独立董事职能的发挥。另一方面,通过证券交易所自律性的市场监管,回应不同交易所之间的良性竞争,建

立一个公平、透明且管理有效率的资本市场。同时，要提高证券交易所在证监会指导下进行监管的能力和质 量，加强对公司经营活动中差别表决权行使的合法性与合规性的监管。除此以外，在适当的时候可以引导司法机关对于证券交易所自律监管的审慎介入。

### （三）提高信息披露标准

为避免分散持股的股东存在的集体行动困难和信息不对称所带来的现实问题，公司在招股书中醒目且明确地展现其所采取的特殊 的股权配置方式，对于中小股东预知其投资可能面临的风险具有重要意义。上市公司应以显著方式标识其特别的股权架构安排，可以参考港交所对于采用双重股权结构公司特别标识的方式，明确信息披露的标准和具体内容，引导投资者审慎考虑风险，并通过定期报告公示的方式增强信息披露的透明度。同时，提高公司违反信息披露标准行为的违法成本，对其形成一定的威慑力。

### （四）完善退出和救济机制

《科创板股票上市规则》对于触发特别表决权股份转化为普通股份的情形，一般采取的是事件型的“日落条款”。当公司创始人精神被不断消磨，组织惰性



产生消极影响时，公司创业精神也会随之不断下滑，造成公司发展的逐渐僵化。由此，可以考虑采取固定期限如 10 年的固定期限“日落条款”，当其达到固定期限时由股东投票决定是否继续沿用特别表决权股份的设置。

双重股权结构下，中小股东因信息不对称、举证困难、诉讼成本过高等现实原因，极有可能放弃行使救济的权利。在司法救济方面，可以借鉴其他国家和地区的经验，完善股东诉讼制度，避免只片面强调对控股股东滥用控制权的行政处罚和刑事处罚，而忽略和回避追究其民事责任的情况。在实践中可以借鉴适用股东集体诉讼的制度，通过赋予投资服务机构以法定的诉讼主体资格，使其事实上成为可以接受中小投资者委托，提供相应的调解等纠纷解决服务的组织机构。这些投资者保护机构也可以根据授

权代表投资者提起诉讼或仲裁，组织和代表其表达诉讼，最终实现维护中小股东权益的目标。■

#### 参考文献：

[1] 李晓珊. 优先股股东保护之法律制度研究 [M]. 北京：中国政法大学出版社，2018.

[2] 刘杰勇. 我国公司治理双重股权结构的监管机制再认识 [J]. 商业研究，2021,(05).

[3] 刘胜军. 新经济下的双重股权结构：理论证成、实践经验与中国有效治理路径 [J]. 法学杂志，2020,(01).

[4] 徐明，卢文道. 从市场竞争到法制基础：证券交易所自律监管研究 [J]. 华东政法学院学报，2005,(05).

[5] 沈朝晖. 双层股权结构的“日落条款” [J]. 环球法律评论，2020,(03).

[6] 高菲，周林彬. 上市公司双层股权结构：创新与监管 [J]. 中山大学学报（社会科学版），2017,(03).

（作者单位：北京师范大学法学院）

责任编辑：张莉莉

徐明，卢文道. 从市场竞争到法制基础：证券交易所自律监管研究. 华东政法学院学报，2005，(5).

沈朝晖. 双层股权结构的“日落条款”. 环球法律评论，2020，(3).

高菲，周林彬. 上市公司双层股权结构：创新与监管. 中山大学学报（社会科学版），2017，(3).