

# 我国双重股权结构的争论问题和完善路径

罗 浩

上海大学法学院, 上海

收稿日期: 2026年1月4日; 录用日期: 2026年1月27日; 发布日期: 2026年2月9日

## 摘 要

在中国香港和新加坡等发达经济体进行改革以适应差异化投票权安排后, 我国内地也已经允许采用双重类别股权结构(DCSS)上市, 但关于双重类别股权结构的争论在国内远未结束, 就像其他将要引进双重类别股权结构或正在考虑引进此类股权结构的司法管辖区一样。许多国内学者呼吁制定更严格的监管保障措施以及基于时间的日落条款, 以应对与DCSS相关的潜在增加的治理风险。本文通过揭示我国内地国内的主流观点, 同时从全球视角审视该领域的最新发展。

## 关键词

双重股权结构, 治理风险, 事前限制, 事后补救

# Controversial Issues and Improvement Pathways for China's Dual-Class Share Structure

Hao Luo

Law School of Shanghai University, Shanghai

Received: January 4, 2026; accepted: January 27, 2026; published: February 9, 2026

## Abstract

Following reforms in developed economies like Hong Kong SAR and Singapore to accommodate differentiated voting rights arrangements, China has also introduced listings permitting dual-class share structures (DCSS). However, the debate surrounding DCSS in China is far from over, much like in other jurisdictions that are introducing or considering such structures. Many domestic scholars advocate for stricter regulatory safeguards and time-based sunset provisions to address the potential increase in governance risks associated with DCSS. This paper reveals the prevailing domestic perspectives while examining the latest global developments in this field.

## Keywords

### Dual-Class Share Structure, Governance Risk, Ex Ante Restrictions, Ex Post Remedies

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 双重股权结构的概念界定

双重类别股份结构(Dual-Class Share Structure) (以下简称“DCSS”)允许股东采用差异化的投票权安排。控制权(投票权)与所有权(持有股份数量)的脱钩使公司创始人能够以一小部分的股份所有权来维持控制权。21 世纪以来, DCSS 在美国资本市场经历了复兴, 尤其是在科技公司中。例如, 谷歌和 Facebook 等科技巨头已在其首次公开募股(IPO)中采用 DCSS。亚洲和欧洲的主要金融中心, 如中国香港(2018 年)、新加坡(2018 年)和英国(2021 年)也修改了各自的上市规则, 以适应 DCSS 公司的首次公开募股。中国大陆也不例外, 2019 年上海证券交易所引入科创板并允许 DCSS 上市。2020 年, 深交所创业板也批准 DCSS 上市。此外, 法国、荷兰等欧洲大陆国家, 以及加拿大等其他主要资本市场, 早已允许 DCSS 公司上市。DCSS 在全球资本市场得到广泛接受。

然而, 关于 DCSS 的收益和成本的争论仍然存在, 对我国内地来说尤其如此。例如, 著名公司法学者刘俊海教授在最近的一篇论文中批判性地审视了 DCSS 的优缺点, 并基于股东平等和经验证据的原则, 提出了“原则上禁止 DCSS、允许例外(DCSS 上市)、严格筛选、严格监管、利用优势和消除劣势、强制日落条款” [1]六项立法建议。与此相反, 英国金融行为监管局(FCA)于 2021 年 12 月修订了《英国上市规则》, 纳入了规则 9.22A-F, 从而结束了禁止 DCSS 在伦敦证券交易所(LSE)高级上市部门上市的禁令。本文旨在通过结合其他司法管辖区的经验和实践来审视 DCSS 及其监管措施, 为我国内地适用 DCSS 提供些许思考建议。

## 2. 围绕双重股权结构的现有争论和批评

DCSS 的本质在于控制权与所有权的脱钩。通过允许投票权不成比例地大于所有权, 拥有优先投票权股份的创始人即使其持股比例低于 50%也可以保持公司控制权。支持者认为, 这种脱钩可以保护有远见的创始人免受短期投资者和市场的压力, 使他们能够自由地追求和实施他们的长期商业理念[2]。然而, 批评者认为投票权与所有权的脱钩使拥有优越投票权的股东能够将自己与外部市场监督隔离开来, 从而阻碍市场和投资者的有效监管。这反过来又增加了公司治理风险和代理成本。围绕 DCSS 的主要争议和批评可以归纳为以下四个方面。

首先, DCSS 被批评为背离了股东平等投票权的原则, 这与股东平等原则相矛盾。例如, 刘俊海教授认为, “股东平等是公司治理民主化和现代化的基本特征” [1]。现代公司治理规则一般坚持一股一票原则和多数规则原则(即基于资本的多数决定), 从而质疑 DCSS 下差异化表决权安排的合法性。

其次, DCSS 可能会降低企业价值。我国国内学者对 DCSS 的悲观情绪很大程度上受到对外国司法管辖区此类股权结构的实证分析的影响。例如, 研究发现公司的估值与创始人的持股比例呈正相关, 但与创始人的投票权呈负相关[3]。换句话说, DCSS 公司创始人持有的优越投票权超过其持股比例, 可能会降低公司的估值。学者们还发现, 优越的投票权和所有权之间的差异也会降低公司现金储备的利用效率[4]。

再次,考虑到 DCSS 对企业估值的负面影响(特别是在公司首次公开募股后的一段时间),有人呼吁以此类股权结构上市的公司对其差异化投票权安排设定时限。这将涉及将优先有表决权的股份转换为普通有表决权的股份。例如,刘俊海教授强调了 DCSS 的“生命周期效应”[1],这表明 DCSS 公司的竞争优势会随着时间的推移而减弱,直至消失。因此,有学者建议实施“基于时间的日落”条款[5]。

最后,由于控制权和所有权的分离,DCSS 会增加公司治理风险和道德风险。这意味着拥有优越投票权的创始人可以以最小的成本从自利行为中获益。公司治理风险和代理成本的恶化往往构成论证这种股份结构对企业价值负面影响的研究的主要理论基础。

上述论点反映了我国国内学者群体的观点,他们的观点可能会在塑造中国 DCSS 监管框架的评估和未来发展方面发挥关键作用。因此,下面本文将一一深入探讨和解决这些争议和批评。

### 3. 对上述争论批评的回应和反驳

#### (一) 差异化表决权和股东平等原则

一股一票确实被广泛认为是现代企业投票的基本原则。然而,从历史上看,一股一票并不是唯一的形式。除一股一票外,公司投票表决形式还包括“一股东一票”和“有限一股一票”。前者是指每个股东,无论持有多少股份,在股东大会上只有一票。后者介于“一股一票”和“一股东一票”之间,即每个股东每一定数量的股份有一票,直到达到一定水平。例如,美国 1837 年《制造业与矿业公司注册通用条例法案》明确规定,持有最多 15 股的股东每股拥有一票,持有 15 至 100 股的股东每 5 股拥有一票,持有超过 100 股的股东每 20 股拥有一票。由此可见,“一股东一票”和“有限一股一票”在企业权力分配上均与“一股一票”不同。

回到股东平等的问题上,一股一票的原则主要基于财富平等,而一股东一票则基于个人平等。这两种方法都是平等的形式,但具有不同的标准和重点。前者财富治理的本质是将治理权(即投票权)委托给少数拥有财富的个人,即资本的多数统治。如果追求纯粹是个人平等,那么后者,一股东一票,其实是一种更彻底的平等形式。例如,在投票选举中,一人一票的原则是根本性的,我们不会根据某人的财富或缴纳的税款来权衡某人的选票。当然,在公司的背景下,根据财富分配投票权的治理模式并非不可接受。然而,简单地将 DCSS 定义为不平等并不完全准确。

与一股东一票的平等相比,DCSS 和一股一票的差异化投票权似乎有更多的相似之处,因为它们都将公司权力集中在少数个人手中——要么是拥有优越投票权的人,要么是拥有财富的人。因此,也许我们更应该关注的是确保公平公正地对待股东,避免少数股东权益为控股股东的利益而牺牲,而非仅聚焦于不同形式的权力分配机制。

虽然现代公司投票安排的默认模式在普通法或大陆法系司法管辖区通常是一股一票,但这些法律制度并不禁止替代性投票安排。同时,股东平等在许多国家被认为是公司法的基本原则之一。例如,英国 2006 年《公司法》第 172 条明确规定,董事必须公平对待公司股东,同时还允许公司章程采用双类或多类股份结构。这表明,允许差异化投票权并不一定会破坏股东的平等或公平。

此外,投资者作为理性的经济行为者,可以选择决定投票权是否是选择股票的重要因素。如果足够数量的投资者不接受 DCSS 下的次级投票权,则次级表决权股份的股价将通过下降来反映这种市场需求,从而实现另一种动态平衡。对于公司来说,这将导致更高的融资成本,这将是创始股东在决定是否采用 DCSS 时的一个重要考虑因素。

#### (二) DCSS 对企业价值影响的实证研究

虽然有实证研究表明 DCSS 对公司价值有负面影响,但重要的是要承认有关 DCSS 的实证结果往往不一致且相互矛盾。除了前面提到的负面结果外,其他学者还进行了实证研究,发现 DCSS 与企业绩效

之间存在正相关关系。多项研究表明,采用 DCSS 的公司在销售额、员工人数、研发支出和调整后营业收入等指标方面都有显著改善[6]。与以往的实证研究不同,新的研究发现,DCSS 可以显著提高增长公司的市场估值,并协助封闭式控股公司加强风险分担,促进重组,从而增加企业关注度并增强盈利能力。最近一项分析 1980 年至 2017 年间美国公司数据的研究发现,与匹配的非 DCSS 公司相比,拥有 DCSS 的公司往往具有更高的估值,在 IPO 年度结束时,Tobin's Q 比率平均高出 13% [7]。此外,全球指数供应商摩根士丹利资本国际公司(MSCI)的研究表明,在 2007 年至 2017 年间,DCSS 公司的表现优于市场平均水平<sup>1</sup>。

从市场角度来看,市场普遍认可和接受 DCSS。以美国 2017~2021 年期间为例,2017 年有 13 家科技公司选择 DCSS 的 IPO,2018 年有 14 家,2019 年有 13 家,2020 年有 19 家,2021 年有 55 家。这些数字分别占这些年美国所有科技 IPO 的 43.3%、35.9%、35.1%、43.2%和 46.2%<sup>2</sup>。如果 DCSS 不能为企业带来正面价值,市场接受度就不会像现在这样高。

总之,鉴于这些复杂的实证结果,在评估 DCSS 对企业绩效和价值的影响时,有必要用更辩证的方法进行分析,而不是只关注负面方面。

### (三) 关于“日落条款”

虽然刘俊海教授对 DCSS 持保留态度,但也承认采用这种股权结构的公司在首次公开募股后可能具有竞争优势。然而,关于这段时间的具体持续时间存在很多争论,有人认为是 5 年,有人认为是 6 到 9 年,有些人甚至认为是 11 年。无论长度如何,这种所谓的生命周期效应都为实施基于时间的日落条款作为在指定时间范围内退出的机制提供了有力的证据。

哥伦比亚大学的 Zohar Goshen 教授和希伯来大学的 Assaf Hamdani 教授认为,DCSS 可以更好地保护有远见的创始人免受短期市场压力的影响[8]。然而,永久保留优越投票权的想法似乎很难证明是合理的。以维亚康姆公司为例,尽管该公司约 90%的股份由公众股东持有,但创始股东通过 DCSS 下的优先投票权保持了 26 年的控制权。但是,2016 年,这位 93 岁的创始股东,同时担任首席执行官,却被其他股东以缺乏法律行为能力为由起诉[9]。显然,由于老龄化和商业环境的变化,卓越的领导能力可能会随着时间的推移而减弱。DCSS 的潜在价值也会逐渐受到侵蚀。换句话说,一个目前成功的创始人或杰出的领导者可能会在 10 年或 20 年后失去远见,或者他们的领导能力可能会过时。那么,基于时间的日落条款真的是一个完美的解决方案吗?

首先,纵观全球主要资本市场,目前只有伦敦证券交易所在其优质上市领域实施了基于时间的日落条款。虽然港交所、新交所和上交所对 DCSS 上市采取了严格的限制,但它们没有采用基于时间的日落条款。这表明对实施日落条款作为施加退出时间限制的手段持一定程度的保留态度。

造成该情形的一个重要原因是,任何任意的基于时间的日落条款都无法准确确定适当的截止日期。正如实证研究无法明确确定 DCSS 公司能否在 IPO 后 5 年或 11 年内保持优势一样,任何具体的时限都很难证明其合理性。例如,为什么所有优先投票权股份都应该在七年后而不是六年或八年后转换为普通投票权股份?谷歌、脸书等知名公司,在 DCSS 下保持了 10 多年的优越投票权,或许也正因为如此,才成为了伟大的科技公司。

根据 DCSS 永久保留优越投票权,本质上相当于公司创始人永久保留控制权。然而,创始人对公司的贡献不可能是永久的,这就是为什么本文认为永久保留是不合适的。与其任意设定将优先表决权股份自动转换为普通表决权股份的最后期限,更可行的选择可能是依靠基于事件日落机制,该机制将根据

<sup>1</sup>Dimitris Melas, "Putting the Spotlight on Spotify: Why Have Stocks with Unequal Voting Rights Outperformed" MSCI (3 April 2018), available at <https://www.msci.com/www/blog-posts/putting-the-spotlight-on/0898078592>.

<sup>2</sup>Jay R Ritter, Initial Public Offerings: Technology Stock IPOs (May 2022), available at <https://site.warrington.ufl.edu/Ritter/files/IPOs-Tech.pdf>.



特定事件的发生而终止优先表决权股份。例如，当创始股东不再担任董事或不再能够为公司的发展做出实质性贡献时，可能会触发基于事件的日落条款，从而终止 DCSS 下的差异化投票权。这也是为什么包括上交所在内的大多数领先证券交易所都采用基于事件的地落而不是基于时间的日落。

即便在采用时间型日落条款的英国，这种做法也遭到强烈批评。例如，有学者认为这种限时型创始人控制权保护条款并非真正的保护机制，而是“一项为期五年的反收购黄金股设计以及五年期创始董事会席位保障”[10]。虽然该机制能缓解创始人担忧企业上市后迅速被收购的顾虑，但更多创业者仍将持续寻求在纽约、中国香港或新加坡等海外交易所上市，或选择保持企业私有化。基于时间的日落条款所产生的副作用，可能使众多创业者放弃将伦敦证券交易所优质上市板块作为首次公开募股目的地。

#### (四) 双重股权下的公司治理风险

在分析 DCSS 带来的额外公司治理风险和代理成本之前，我们首先要承认非 DCSS 公司存在的理性冷漠和集体行动问题。在一股一票制下，大多数股东可能会选择搭便车，不积极参与投票。此外，由于信息不对称、缺乏专业知识和对管理层的偏见，即使这些股东行使投票权，他们也可能做出次优决策或将公司引向错误的方向。因此，动机薄弱的选民可能会削弱知情选民在行使自由裁量权或监督方面的影响力。相反，DCSS 将投票权集中在那些对公司有深入了解并有足够投票动机的股东身上。重要的是，在异质股东的背景下，不同的股东可能会根据自己的喜好做出不一致的选择，从而影响公司的发展。因此，选择性地投票权集中在股东之间，对公司来说不一定是坏事。

此外，即使在单一类别股权结构的公司中，大股东和少数股东之间的代理成本也不会消失。控股股东总是受到各种机会的诱惑，以追求控制权的私人利益。即使他们持有多数股权，例如 80%，他们仍然有追求个人利益的愿望，因为这样做可以让他们获得 100% 的私人利益，而只承担 80% 的成本。

不可否认，随着所有权权益的减少，自利行为的成本也会降低，而追求私人利益的动机也会增加。因此，DCSS 下的差异化投票权确实会加剧这种激励的扭曲，增加创始人为了个人利益而损害其他股东利益的道德风险。然而，这些潜在的公司治理风险或道德风险并非完全不可控。如果能够实施适当的监管措施来减轻这些风险，那么 DCSS 的缺点就可以得到有效控制，下面就如何管制 DCSS 的风险予以讨论。

## 4. 双重股权下应对企业管治风险的现有保障措施

### (一) 提高接纳标准和限制行使优先表决权

DCSS 的支持者和反对者对投票权与所有权脱钩的看法截然不同。但他们普遍认为，脱钩导致的公司治理风险和代理成本增加主要是由于对少数股东的保护减弱。与单一类别股份结构相比，持有普通股或限制表决权股份的少数股东在面对持有 DCSS 公司优先表决权股份的控股股东时处于更脆弱的境地。然而，通过限制行使优越的投票权和实施严格的法规，可以减轻与自我交易和其他自利行为相关的公司治理风险。这种方法加强了对持有次级表决权股份的少数股东的保护。这就是为什么英国和美国等国家目前的政策辩论正在从是否允许或禁止在其证券市场上采用此类股份结构的讨论转向更多地关注如何加强投资者保护，特别是对少数股东的保护。

无论是在中国香港和新加坡等亚洲市场，还是在欧洲的英国，在批准 DCSS 上市时，各自的上市规则中都增加了严格的监管措施。这些保障措施旨在减轻 DCSS 可能带来的额外企业管治风险。例如，与非 DCSS 公司相比，中国香港和新加坡对寻求上市的 DCSS 公司设定了更高的最低市值要求。他们还对这些公司施加了更多的披露义务，以促进市场监管。在限制优先投票权行使方面，中国香港、新加坡和英国对优先投票权与普通投票权之间的最高比例进行了限制。在中国香港交易所和新交所上市的公司不能超过 10:1，而在伦敦证券交易所上市的公司不能超过 20:1。此外，当涉及公司根本性变更(如公司章程修改、合并、分立、解散或法律形式变更)或可能涉及利益冲突的决策(如独立董事和/或外部审计师的任

命和罢免)时, 优先投票权为暂时转换为每股一票。不同资本市场也采用了各种形式的日落条款, 以更好地限制优先投票权的行使。除美国外, 许多允许 DCSS 上市的证券交易所都采用基于事件の日落, 即当发生特定事件时(例如优先表决权股份的转让或持有人不再担任董事时), 优先表决权股份将永久转换为普通表决权股份。

## (二) 我国内地现有的监管模式

我国内地采取了类似于新加坡和中国香港的严格事前监管措施, 以应对与 DCSS 相关的潜在公司治理风险。

首先, 对 DCSS 上市申请人订立了更严格的准入准则和最低市值要求。例如, 任何有意申请 DCSS 首次公开招股的公司必须: (1) 估计市值不少于人民币 100 亿元; 或(2) 上年度估计市值不少于人民币 50 亿元, 营业收入不少于人民币 5 亿元<sup>3</sup>。这些门槛明显高于非 DCSS 上市申请的门槛。同时, 由于 DCSS 仅由申请在上交所科创板上市的公司采用, 因此只有科技或创新公司才有资格申请 DCSS 首次公开招股。

其次, 加强了对 DCSS 公司的披露要求。上市的 DCSS 公司必须全面详细地披露信息, 特别是与 DCSS 相关的公司治理风险和相应的股东保护机制<sup>4</sup>。监事会还应在公司年报中就上述投资者保护机制的遵守情况以及任何可能滥用优越表决权的行为提出具体意见<sup>5</sup>。加强披露义务旨在提高透明度, 降低投资者获取信息的成本和难度, 并促进市场监管。

再次, 优先投票权的行使受到日落条款的限制。DCSS 下差异化投票权的自动转换条款适用于以下任何一种情况, 包括: (1) 未能满足其资格和最低持股要求; (2) 具有特别表决权的股东失去对股份的实际控制权; (3) 拥有特别表决权的股东转让这些特别表决权股份, 或者将特别表决权的行使委托给他人; (4) 公司控制人发生变更。基于事件の日落还包括“基于所有权的日落”, 即当优先表决权股份的部分低于公司发行的所有已发行表决权股份的 10%时, DCSS 终止<sup>6</sup>。

对行使优越投票权的限制也反映在涉及公司根本性变革或潜在利益冲突的事项上。在以下情况下: (1) 修改公司章程; (2) 优先表决权股份表决权数目变更; (3) 独立董事的任免; (4) 聘用或解雇对公司定期报告出具审计意见的会计师事务所; (5) 公司合并、分立、解散或者法律形式变更, 优先表决权股份暂时享有与普通表决权股份相同的表决权<sup>7</sup>。

最后, 遵循基于所有权的日落底层逻辑, 有效限制具有优先表决权的持股比例和控制代理成本的无限稀释, 规定每份优先表决权股份的表决权不得超过每股普通表决权股份表决权的 10 倍。同时, 上市的 DCSS 公司必须确保具有较低投票权的股东应拥有至少 10%的公司投票权。另一方面, 个人或集体持有已发行普通 10%以上的股东可以召开临时股东大会<sup>8</sup>。这意味着, 即使这些股东持有的投票权低于所有投票权的 10%, 只要他们持有 10%的已发行投票权股份, 就可以要求召开特别股东大会。

## (三) 严格保障措施的影响

严格的准入标准和监管措施, 必能有效降低创始股东滥用优越投票权和 DCSS 公司中小股东侵权的可能性。然而, 这些保障措施的副作用也不容忽视。

DCSS 成功的一个重要判断标准是市场接受度, 特别是公司是否愿意采用这种股权结构并成功上市。如果新上市公司不愿意采用 DCSS, 则表明该结构及其配套措施不成功。以中国大陆为例, 自上交所允许 DCSS 上市至 2021 年 12 月 31 日, 共有 371 家公司在其科创板上市, 但只有四家公司(UCloud 科技股份

<sup>3</sup>上海证券交易所《股票上市规则》, 第 2.1.4 条。

<sup>4</sup>同前 3, 第 4.5.1 条。

<sup>5</sup>同前 3, 第 4.5.12 条。

<sup>6</sup>同前 3, 第 4.5.9 条。

<sup>7</sup>同前 3, 第 4.5.10 条。

<sup>8</sup>同前 3, 第 4.5.7 条。

有限公司、京锦电气科技股份有限公司、四川汇宇药业股份有限公司和九博股份)采用 DCSS。在 2020 年 6 月允许 DCSS 上市的深交所创业板中,截至 2021 年 12 月底,共有 279 家公司上市,但均未采用 DCSS。以港交所为例,从 2018 年 4 月 30 日解除 DCSS 上市禁令,到 2021 年 12 月 31 日,共有 322 家中国公司在其主板上市;然而,只有六家公司(小米、美团、快手、百融、Linklogis 和商汤集团)采用了 DCSS。这些数字表明,这些市场公司对 DCSS 的采用相对有限,表明采取谨慎态度,市场接受度较低。

以上情况究竟是由于企业对 DCSS 的需求减少还是市场减少造成的?有学者统计,从 2019 年 6 月 13 日上交所科创板启动到 2021 年底,共有 82 家中国企业在美国上市,其中 47 家采用 DCSS,占 57% [11]。经进一步观察该 47 间公司后,发现其中 12 间未能符合《科创板上市规则》所订明的最低市值或收入规定,而 13 间公司未能符合较高表决权股份与次级表决权股份之间 10:1 的最高投票权差异,另有 8 间公司未能同时符合上述两项规定。也就是说,在美国上市的 47 家中国企业中,如果选择在中国上交所上市,其中有 33 家不符合上市标准,占比高达 70%。因此,需求仍然存在,但由于中国监管机构过于严格的准入门槛和限制,希望通过 DCSS 上市的公司已经选择了其他 IPO 目的地。

## 5. 当下我国内地双重股权结构的完善路径

### (一) 事前限制与事后补救

针对允许公司创始人在保留 DCSS 公司控制权的同时持有一小部分股权可能带来的治理风险,特别是对少数股东的风险,目前主要有两种方法,即事前限制和事后补救措施。

如前所述,中国大陆目前采用的监管模式主要基于事前限制,要求 DCSS 上市申请人提前修改其公司章程,并遵守相应的准入和监管要求。通过对比港交所和新交所分别于 2018 年 4 月和 6 月发布的修订版《上市规则》中 DCSS 公司少数股东的保障措施,中国大陆的《上市规则》几乎涵盖了所有常用的保障机制。此外,中国大陆只允许在上交所科创板上市的公司采用 DCSS,并规定优先表决权股份在所有已发行有表决权股份中占最低比例,这是一项持续的义务。不遵守此义务将触发强制性日落条款,以终止 DCSS 下的优先投票权股份。因此,可以说中国的事前限制更加严格。与此相反,美国目前对 DCSS 上市保持完全开放的态度,没有施加任何额外的准入或监管要求。当中小股东的利益因滥用优越投票权而受到侵害时,可以在现有法律框架下寻求保护和补救。前述数据也证明了美国这种事后事前放松限制,事后补救机制的成功。

值得注意的是,无论是提高准入标准、限制优先表决权股份和普通表决权股份之间的最大投票权差异,还是实施强制性日落条款,都属于事前限制的范畴。他们的目标是通过限制创始人行使其优越投票权的能力来防止或减少潜在的不负责任和自私行为。相比之下,事后补救策略主要侧重于一旦滥用这些优越的投票权,受害股东如何寻求有效的补救措施。由于严格的事前限制措施往往过度限制了创始人行使控制权,从而损害了 DCSS 下优越投票权的价值,因此我们不应忽视事后补救机制的作用。

### (二) 改变监管策略

目前对事前限制措施的关注,例如基于时间的日落条款和最大投票差异,可能会导致 DCSS 陷入僵局。它限制了创业者和创始人在筹集外部资金后保留控制权的能力,这违背了允许 DCSS 公司上市的初衷。然而,事前机制下的威慑和限制是基于 DCSS 带来的公司治理风险和代理成本潜在增加的假设,没有证据表明优越的投票权被广泛滥用。因此,可能是时候减少对 DCSS 公司上市资格的强制性事前限制,以及对拥有优越投票权的创始股东如何行使控制权的限制。

一个可行的解决方案是减少对 DCSS 上市的强制性事前限制。例如,降低准入标准,放宽优先表决权股份和普通表决权股份之间的最大投票权差异,以及所有已发行有表决权的股份中设定较低的优先表决权股份的最低比例,可以提供更大的灵活性。与此同时,可配套更强大的事后补救机制。

首先,当 DCSS 下滥用优先投票权损害公司或小股东的利益时,允许小股东参与集体诉讼将有效降低寻求补救的难度和成本,并震慑创始股东试图滥用优先投票权。修订后的中国证券法于 2019 年底实施,允许受害投资者以欺诈披露为由对公司提起代表民事诉讼。同样,当小股东的合法权益受到具有优越表决权的股东的损害时,也应该允许受害股东进行集体诉讼。通过完善风险代理费制度和降低诉讼风险成本,可以鼓励少数股东积极寻求补救措施。

其次,中国证券投资者服务中心(ISC)是服务于中国中小投资者的独特机构,可以为公益诉讼提供支持。ISC 在沪深证券交易所持有各上市公司的股份,可以代表 DCSS 公司滥用优先表决权的股东行使相关股东权利,包括诉讼。此外,新修订的中国证券法还规定,ISC 在受 50 名以上投资者委托的情况下,可以作为投资者代表参与证券诉讼。同时,ISC 可以教育散户投资者并提高对 DCSS 相关风险的认识,使投资者能够在充分考虑此类股份结构的潜在收益和成本后做出投资决策。因此,可以在保护具有 DCSS 的上市公司的少数股东方面发挥重要作用。

## 6. 结语

尽管投资者保护很重要,但过度的保障措施无疑会影响双重股权结构的内在价值。因此,政策制定者和监管机构应重点关注如何通过探索更多的事后补救机制,在保持灵活的资本结构和控制治理风险之间取得平衡,以减少对严格的事前措施的过度依赖。虽然放宽其中一些严格的事前措施可能不是解决新 IPO 中 DCSS 使用率低的灵丹妙药,但它至少是朝着正确方向迈出的重要一步。具体而言,在我国内地,除了当前的事前限制措施外,政策制定者和学者都需要积极探讨新修订的中国证券法下的集体诉讼以及中国证券投资者服务中心在 DCSS 公司中可以发挥的作用。与其简单地提高准入标准并施加更严格的限制,不如建立基于事前和事后策略的全面、平衡的监管机制。这将在不影响对少数股东的保护的情况下,真正释放此类股权结构的价值。

## 参考文献

- [1] 刘俊海. 论上市公司双层股权架构的兴利除弊[J]. 比较法研究, 2022(5): 169-184.
- [2] 傅穹, 卫恒志. 表决权差异安排与科创板治理[J]. 现代法学, 2019, 41(6): 91-103.
- [3] Gompers, P.A., Ishii, J. and Metrick, A. (2009) Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23, 1051-1088. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>
- [4] 谢飞. 双重股权公司的代理问题[J]. 金融杂志, 2009(64): 1703-1705.
- [5] 朱慈蕴, 神作裕之, 谢段磊. 差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角[J]. 清华法学, 2019, 13(2): 6-27.
- [6] Jordan, B.D., Kim, S. and Liu, M.H. (2016) Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure. *Journal of Corporate Finance*, 41, 304-328. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.003>
- [7] Cremers, M., Lauterbach, B. and Pajuste, A. (2018) The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation. Finance Working Paper No. 550/2018, European Corporate Governance Institute (ECGI), 20 p.
- [8] Goshen, Z. and Hamdani, A. (2016) Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Journal*, 125, 560-577.
- [9] Bebchuk, L.A. and Kastiel, K. (2017) The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock. *Virginia Law Review*, 585, 587-588.
- [10] Reddy, B.V. (2021) Up the Hill and Down Again: Constraining Dual-Class Shares. *The Cambridge Law Journal*, 80, 515-551. <https://doi.org/10.1017/s000819732100101x>
- [11] 陈发. 双重类别股份结构是否有助于股市吸引发行人?来自全球金融中心的实证经验教训[J]. 法学研究, 2023(43): 159-162.