

双层股权结构在中国:市场需求与立法认可

徐 晓 松

摘 要: 双层股权结构以及其他类似的制度安排是经营者与股东争夺公司控制权的一种结果,认可此类特殊的股权结构是相关法律适应公司运作需求而作出的适应性变革。因此,对法律移植而言,制度是否被需求永远是第一位的。在当下的中国,工业化与信息化的交错并行以及持续深化的经济体制改革,使得民营企业以及混合改革中的国有企业成为这一制度的需求者,公司法与证券法应当为满足市场需求提供制度支持,作出适应性变革。

关键词: 双层股权结构; 创始人控制; 国企混改; 法律移植

工业化和信息化的交错并行以及经济结构的转型,不仅使中国在全球经济竞争中获得了优势,而且带来了企业发展和公司治理结构的创新。近年来,与在国有公司建立统一的公司治理机构不同,在一些发展强劲的民营公司以及混合所有制公司中,股东与经营者对公司控制权的争夺愈演愈烈,以保持和维护企业创始人控制为目标的双层股权结构以及其他类似的制度设计,突破了以股权结构为基础的公司治理框架。^①这引起国内法学界的关注,但这种关注多集中在与域外法律的比较以及对制度利弊的分析层面,而对其在中国产生的历史背景以及制度的市场需求研究不足。^②

笔者认为,双层股权结构以及其他类似的制度安排是经营者与股东争夺公司控制权的一种结果,认可此类特殊的股权结构是相关法律适应公司运作需求而作出的适应性变革。因此就法律移植的意义而言,制度是否被需求永远是第一

位的。目前,我国工业化与信息化的交错并行以及持续深化的经济体制改革,使得民营企业以及混合所有制改革中的国有企业成为这一制度的需求者,公司法及证券法应当为满足市场需求提供制度支持,作出适应性变革。

一、双层股权结构:公司控制权争夺的一种结果

文献检索表明,双层股权结构早在2006年就被介绍到我国,其再次成为关注的焦点则是在2014—2015年间。其时,随着互联网新经济浪潮的兴起,以京东、阿里巴巴为代表的一批中国互联网高科技企业采用该结构并在美国成功上市。在法学研究层面,学界都认可双层股权结构利弊兼有的观点,但在中国是否应进行制度移植的问题上,出现了两种完全相反的观点:一种观点认为,为化解融资与股权稀释的困境,同时为

收稿日期: 2017-10-20

基金项目: 中国政法大学横向项目(2013—2017); 中央高校基本科研业务费专项资金项目(2017—2020)。

作者简介: 徐晓松,中国政法大学(北京 100088)民商经济法学院教授,博士生导师。

① 例如京东的双层股权结构设计、阿里巴巴的“合伙人制”等。

② 文献检索表明,国内法学论文大多集中于对国外双层股权结构产生、发展的阐述、比较和利弊分析,并由此论证我国相关法律的应对。代表性论著有金晓文:《论双层股权结构的可行性和法律边界》,《法律适用》2015年第7期;蒋小敏:《美国的双层股权结构:发展与争论》,《证券市场导报》2015年第9期;马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界》,《中外法学》2014年第3期;蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,《证券法苑》2014年第13卷;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》,《证券市场报》2014年3月10日;张舫:《美国“一股一权”制度的兴衰及启示》,《现代法学》2012年第2期。

推进公司股权制度方面的立法,应当允许设立双层股权结构^①;另一种观点认为,鉴于双层股权结构的负面效应,加之我国目前不具备适用双层股权结构的法律环境,引入双层股权结构为时过早。^②

毋庸置疑,为维护经营者对公司的控制而挑战传统公司法建立在资本民主基础上的“股东民主”并打破“一股一权”规则,是双层股权结构受到质疑的关键,这也是许多国家(地区)对该制度的认可持谨慎态度的根本原因。但基于以下三点,笔者认为,仅从制度利弊层面去论证法律移植的必要性缺乏说服力。首先,在双层股权结构最为盛行的美国,这一制度被法律认可的直接原因是存在各大交易所之间争夺优质上市公司资源的竞争。^[1]2014年,香港股市对阿里巴巴上市申请曾经有过的犹豫可为此佐证。^③其次,双层股权结构被接受的基础在于对股东投票权的特殊安排在公司中得到多数股东的支持,而此类公司的内部关系往往具有一定的特殊性,或者公司处于某类特殊行业,维护经营者对公司的控制是股东获得投资回报的基础和前提。相比之下,“一股一权”的资本民主反而不被股东看重。换言之,放弃股东民主可能带来的权益损害被股东自己忽略。实践中,阿里巴巴与万科的股东对经营者控制的状况持完全相反的态度清楚地表明了这一点。^④再次,迄今为止,国外学界从理论和实证方面对双层股权结构是否增加企业代理成本的论证尚无统一结论^[1],这在一定程度上说明,关于制度弊端的一些说法仍停留在学界基于公司法的理论假设层面,而以此为基础论证制度的取舍,其结论是不可靠的。

基于上述分析,笔者认为,祛除对以双层股权结构为代表的特殊股权结构的偏见,对其作出

客观评价才是理性的。无论我们对双层股权制在中国移植持何种态度,从本质上讲,双层股权结构以及其他类似的制度安排是经营者与股东争夺公司控制权的一种结果,认可这种特殊的股权结构是相关法律适应公司运作需求而作出的适应性变革。

在基本原理层面,由于代理问题的存在,以保护股东权为核心,法律将公司法人的权利区分为日常经营管理权和最终控制权。前者授予以董事会为核心的经营管理阶层,后者则以股东会的方式配置给全体股东,股东以投资数额为基础平等享有表决权,在股份处分权的辅助下,实现对公司财产运作的最终控制。公司法的这一基本制度结构形成了股东与经营者之间的相互制约。但在公司的实际运行中,正是基于股份数额与表决权之间的正相关关系,上述制度安排在不同股权结构的公司中产生了不同的关系(股东与经营者),进而形成各种不同类型的公司控制形式,导致在“一股一权”的原则下,通过改变股权结构而争夺公司控制权成为股东和经营者解决矛盾冲突的主要途径。

在实践中,公司控制的模式多种多样,影响公司控制模式的因素十分复杂,我们很难用一种结论去解释不同类型的公司控制。文献分析显示^[2]:一些学者认为,在2008年以前的十年里,大量对公司治理的研究对象不再是传统意义上的“伯利-米恩斯”式的公众公司形式,而是基于家族企业的金字塔式的公司结构、集团式的公司结构,以及外部投资者与控股股东之间严重的利益冲突关系。^[3](P113)许多研究也表明,作为社团法人的公司,其规模和股权结构在影响控制程度的诸多因素中居于核心地位,而所有影响公司规模和股权结构的因素——由融资途径多元化导致的公司资本来源^⑤和资本结构的不同^⑥、公

-
- ① 代表性论著有陈若英:《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》,《证券市场报》2014年3月10日;马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界》,《中外法学》2014年第3期。
- ② 代表性论著有李尚桦:《双层股权结构之法律评析——兼论其在我国之适用性》,《金陵法律评论》2014年第2期;黄臻:《双层股权结构有效运作的条件——基于美国与香港的实证研究》,《上海金融》2015年第6期。
- ③ 据媒体报道,2014年阿里巴巴曾申请在香港上市,但香港以其同股同权的制度为由,拒绝了阿里巴巴的申请。
- ④ 笔者认为,阿里巴巴的“合伙人制”与万科的“事业合伙人制”并不相同,2014年阿里巴巴得以在美国成功上市,基本前提是其“合伙人制”得到大股东雅虎和软银的认可,而万科的“事业合伙人计划”之所以未在2015—2016年间的股权争夺中发挥作用,除管理层自身失误之外,大股东对管理层的不支持是根本原因。
- ⑤ 有关公司资本来源对公司控制权分配的影响,参见 Philip G. Berger, Ofek E. Yermack D: Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance*, 1997(4)。
- ⑥ 有关公司资本结构对公司控制权分配的影响,参见 LaPorta, Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer: Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 1999(2)。

公司经营领域和范围、政府的经济政策、甚至一国文化及经济传统中对控制的理解等——交互作用,打破了既往的公司控制的平衡状态。

就上述意义再分析股东的表决权。首先,正如笔者曾撰文指出的那样:较之股东享有的其他权利,股东表决权意义非凡——借助于股份处分权,它确实形成了投资人“所有权”在公司中行使和保护的新机制。〔4〕但由于股东投资的最终目的并不是对表决权的行使,而是最大限度地获取投资回报,因此,公司法中关于股东表决权的规定乃至控制公司本身都可能成为实现这一目标的工具。在这个意义上,所有关于股东表决权的制度安排都可能因此而发生不同程度的改变,并通过法律的认可而成为股东投票权制度体系中的组成部分。例如:特别股份制度、委托投票制度等。某些公司的大股东同意放弃一股一权,通过协议将更多的表决权赋予兼具创始人和经营者身份的少数股东,更是将这种改变程度推向最高点。因此可以说,双层股权结构以及其他类似的制度安排是经营者与股东争夺公司控制权的一种结果,其产生于特定公司中股东与经营者之间的特定关系和股东投资的终极目标中。由股东对表决权安排所形成的公司控制,在某种程度上会影响并改变公司治理的基本框架,进而形成一种特殊的公司治理模式。而所谓特定公司中股东与经营者之间的特定关系以及股东投资的终极目标,其实就是一种特定的市场需求。

基于上述,笔者的结论是,关于我国立法是否应当承认双层股权结构以及其他类似的制度安排,单纯从制度利弊角度作比较是不能令人信服的。最重要、最应当关注的问题是:中国市场对此类股权结构是否存在需求?笔者认为:在当下的中国,由于工业化与信息化的交错并行以及持续深化的经济体制改革,民营企业以及混合所有制改革中的国有企业都是双层股权结构以及类似制度的需求者。

二、创始人控制对双层股权结构的需求

一般认为,以股份比例为标准,中国的公司大致可分为两类:一类是国有独资以及由国家控股的国有公司;另一类是资本完全来自民间的民营公司。但从公司控制的角度看,在国家股份占控制地位的公司中还存在一个亚种:国家股东只具有相对控制的地位,但基于其与具有创始人身份的经营者之间所形成的相互信任的良好关系,经营者能够长期实际控制该公司,公司的发展壮大以及公司文化的塑造无一不贯穿经营者的理念,对公司而言,经营者的行为牵一发而动全身,甚至可以影响到公司的未来。万科即属此类公司的典型代表。^①与此同时,随着互联网行业的发展,民营企业中也存在这样一个亚种:在竞争激烈的电商行业,具有创始人身份的公司经营者的理念和行为对公司的产生、发展和壮大意义非凡,但由于长期的大量融资,导致其持有较少的公司股份。此类公司以阿里巴巴为典型代表。^②在上述两种公司中,经营者具有绝对的控制地位,他们并不持有股份或者持有的股份数额对控制公司而言微不足道,但经营者无一例外地具有公司创始人身份,这对当下的中国公司意味着什么?对当下的中国经济又意味着什么?

按照经济学的委托代理理论,即便具有创始人身份,现代股份公司中的经营者与控制股东的关系仍可还原为资本与经营者之间的委托代理关系。从公司发展历史的角度看,具有创始人身份的经营者在公司成立乃至经营之后的一段时间控制公司,并希望继续保持这种地位是一种普遍现象。但在实践中,不同国家由于其社会经济背景不同,具有创始人身份的经营者的背景不尽相同,对公司发展的意义也不可相提并论。简单回顾中国的改革历史,当下中国公司的创始人经营者,有的来自1980年代中后期国有企业改革中的“承包经营者”^③;有的来自1990年代初国

① 万科的前身是1984年王石成立的深圳现代科教仪器展销中心,1988年股改时王石与管理层放弃股份,并在随后的28年里坚持分散股权的策略。在2015年股权争夺之前,万科最大的股东华润持股比例一直在15%左右,并不持有绝对多数的股权,华润也从未过多干涉万科经营,在外界人士眼中,万科更像是一个独立自主的民营企业,而不是华润(国有企业)旗下的房地产企业。

② 阿里巴巴在其成长的16年里反复增发新股,创始人股权被反复稀释。到谋求香港上市前夕,创始人马云持有的股份只有7%,而软银与雅虎拥有的股权合计达到57.5%。

③ 例如,1987年,宗庆后通过承包经营杭州上城区校办企业经销部开始走上自主创业之路,该经销部即为中国最大的饮料企业——杭州娃哈哈集团有限公司的前身,宗庆后为该公司董事长兼总经理。

家企事业单位的“下海者”^①；有的则来自民营家族企业创办人^②；还有的来自2000年前后互联网经济中的电商、互联网金融等企业的创办者。^③从创办到发展壮大，在与国有资本有联系的公司中，由于历史的原因，这些创始人大多没有股份、或者只有少量股份^④；而在民营公司中，创始人在公司上市后即陷入因股份被稀释而可能失去控制的困境。无论哪种情况，有一点是共同的：这些创始人不仅对公司的过去影响巨大，而且对公司的现在及未来发展的意义也非同小可。任正飞之于华为、马云之于阿里巴巴、王健林之于万达，等等，几乎每个公司的产生发展、公司文化的塑造乃至公司成为国内外知名企业，都与创始人的理念和行为有关^⑤，离开了创始人将可能造成企业文化及传统的丢失。从一个更加宽广的角度看，这些公司的发展在某种程度上代表着中国改革开放的成果，代表着中国经济向全面工业化及信息化的方向迈进，甚至预示着未来中国经济的新增长点。因此，在国家大力提倡“万众创业”的大背景下，维护具有创始人身份的经营者对公司持续而稳定的控制，对公司本身以及未来中国经济的发展，其重要性不言而喻。上述，构成了中国市场对双层股权结构以及其他类似制度安排的一大需求，从而也构成了相关法律制度变革的基础。

三、混合所有制改革中的国有企业对 双层股权结构的需求

在以改革政企关系、增强企业活力为目标的

国有企业体制改革中，公司制最终胜出成为全面推进及深化改革的工具。但随之出现的问题是，在国家控股的情况下，作为政企关系一方的“婆婆”演变为“老板加婆婆”。这表明以股权控制为核心的公司控制变成了新型政企关系建立的障碍。基于此，2013年党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出：经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用，同时更好地发挥政府的作用，并以此为基础提出积极发展混合所有制经济。笔者认为，在国有企业及其治理制度改革的层面，发展混合所有制经济的重要战略意义在于：它可以在国家无须绝对控股的领域迅速打破国家股一股独大并对国有企业进行“超强控制”的局面，减少国家对公司的直接干预，进而从根本上改善此类国有公司的治理环境。在2015年的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》以及国务院发布的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中，“积极发展混合所有制经济”被进一步具体化。^⑥然而，回顾近年来混合所有制改革的实践，我们不难发现，尽管国家出台了一系列政策，国有企业混合所有制改革也向其他所有制资本敞开了投资的大门，但现实中民营资本积极参与的现象并未如期而至。其原因是多方面的，仅从法律层面分析，笔者认为，我国《公司法》对特别股份的发行长期无实质性进展，而导致“同股同权”“一股一权”规则的绝对化，其阻碍之力不容忽视。

-
- ① “下海”一词是20世纪80年代末、90年代初以后，在国有企、事业单位工作的人员辞职进入商界创业的俗称。例如，新东方教育集团董事长俞敏洪，1980年考入北京大学西语系，本科毕业后留校任教，1991年从北大辞职，1993年创办北京新东方学校，2006年带领北京新东方教育科技(集团)有限公司在美国纽约证券交易所上市。
- ② 例如，国内知名企业老干妈风味食品有限责任公司，就是由陶华碧于1987年8月在贵阳市创办的。
- ③ 例如，在中国家喻户晓的马云、马化腾、李彦宏、刘强东等人。
- ④ 例如，在国有企业股份制改造之前，一些承包经营者曾向企业投入货币，但在企业股份制改造时，由于政策和观念方面的原因，这些投入究竟是借款还是股份，对其认定出现较大争议。这无疑是影响企业创始人持股比例的一个重要原因。
- ⑤ 2013年9月10日，阿里巴巴在举行14周年庆祝时，马云在“致阿里人的邮件”中将此称为“创始人文化”。认为阿里巴巴的“合伙人制”是一个“为传承创始人使命、愿景和价值观而建立的机制”。
- ⑥ 《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》指出，对于适宜继续推进混合所有制改革的国有企业，要充分发挥市场机制作用，坚持因地施策、因业施策、因企施策，宜独则独、宜控则控、宜参则参，不搞拉郎配，不搞全覆盖，不设时间表，成熟一个推进一个。“要引入非国有资本参与国有企业改革……在石油、天然气、电力、铁路、电信、资源开发、公用事业等领域，向非国有资本推出符合产业政策、有利于转型升级的项目”，并“探索实行混合所有制企业员工持股”。2015年9月24日，国务院发布的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》则明确规定：鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改革，非公有资本投资主体可通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理。非公有资本投资主体可以货币出资，或以实物、股权、土地使用权等法律法规允许的方式出资。企业国有产权或国有股权转让时，除国家另有规定外，一般不在意向受让人资质条件中对民间投资主体单独设置附加条件。

根据我国《公司法》第126、131条的规定,同种类的每一股份具有同等权利,国务院可以对公司发行该法规定之外的、其他种类的股份另行做出规定。但直至2015年,国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》才规定,国有资本参股非国有企业或国有企业引入非国有资本时,允许将部分国有资本转化为优先股,在少数特定领域探索建立国家特殊管理股制度,依照相关法律法规和公司章程规定,行使特定事项否决权,保证国有资本在特定领域的控制力。但问题是,由于实施细则缺位,上述规定尚未进入实际操作阶段;更重要的是,上述规定不完全符合当前国有企业混合所有制改革的实际情况。

国家股权设置目标的公益性决定了国家(政府)股权投资的根本出发点和归宿都是公共利益,但在经济社会发展的不同时期,国家股权的公共利益目标在具体内涵上不尽相同,这直接决定了国家是否直接投资举办国有公司以及国家投资在公司中的占比。因此,国家应根据不同经济发展时期公共利益所包含的不同内容来决定国有企业的分布以及数量,国有资本在其所涉领域也就存在“进”与“退”问题。基于上述,笔者进一步认为,混合所有制改革以及由此形成的混合所有制经济将成为国家根据实际情况变动直接投资数量和规模的工具,在宏观层面,混合所有制改革的结果必将使国家直接投资在公司中的占比趋向于符合国家股权设置的公共利益目标。但无法改变的是:在混合所有制改革初期,民营资本面对的是一个国有资本占比数额巨大、国家股份占绝对控制地位的公司。

在股权控制层面,当国有资本占比足以控制公司时,公司治理问题来自两个方面:一是国家控股权“一股独大”;二是履行出资人职责的机构具有“老板”和“婆婆”的双重身份。为解决这一问题,包括笔者在内的许多学者提出,在建立以国有控股公司为核心的股权行使主体、避免国有资产监督管理委员会直接干预公司经营行为的同时,应当通过特别股的设置形成新的股权行使方式,弱化国家股权对公司的控制。关于特别股的具体类型,学界提出主要是“金股”和“分配优先股”,但笔者认为,这两类股份不适合在混合所有制改革初期的公司中设置。具体原因是,尽管优先股和金股有诸多不同,但两者的最大共同点在于其基本取消了国家股东的表决权:优先股将

国家股权的设置目标定位于稳定的红利分配,而金股则将国家股权的设置目标定位于某些特定公共事项的决定,通常采用否决权的方式行使。如果国家投资的目的是为了获得稳定的红利,那么,在股份占比较大的情况下,缺乏控制权可能无法实现这一目标,因此该模式不宜大规模适用于混合所有制改革初期的国有公司。由于金股的设置目的在于使国家股东在股份占比较小的情况下享有对某些特定事项的否决权,因而更适用于混合所有制改革后国有股份占比较小、但仍然承担某些公益性目标的公司。应当指出,曾有学者撰文主张,通过双层股权结构赋予国家股东“超级表决权”,以解决在混合所有制改革后国有资本大量退出、国家股权占比较小情况下的控制保持问题。^[5]笔者认同该文关于双层股权结构与国企混合所有制改革之间关系的论证,也不排除双层股权结构可以取代金股存在的可能性,但显而易见,该文的建议不能解决混合所有制改革初期国家股份占比较大而其他资本缺乏参与积极性的实际问题。

基于上述,笔者认为,如果法律改革止步于分配优先股或者特殊管理股,在混合所有制改革初期国有资本仍然在公司中占比较高、而国家在一定时期内对其在改革后的公司中股份占比处于不确定状态、民营资本体量过小的情况下,必然使一些意欲进行战略投资的民营资本及其他非国有资本担忧其在未来公司中的话语权,进而对是否参与改革犹豫和观望。笔者认为,这是混合所有制改革初期政策制定者面临的一个重要问题。

如何祛除改革的障碍,最大限度地调动民营资本参与国有企业混合所有制改革的积极性?笔者认为,在一部分国家预期可以放弃股权绝对控制的公司中,双层股权结构的合理设计可以在很大程度上消除民营资本投资的顾虑,成为国有企业混合所有制改革初期的一个重要工具。首先,较之分配优先股和特殊管理股,双层股权制可以在混合所有制改革初期保留国家股东的表决权,使改革得以顺利进行,这对体量仍然巨大的国有股份意义重大;其次,在股东协商的基础上,有条件地增加非国家股东的表决权,使国家股东不至于在股份占比较高的情况下继续控制改革后的公司。这既可以增加对非国有资本的吸引力,又不会在根本上影响国有资产的保值、增值。

四、双层股权结构的法律移植：底线在哪里？

至此，笔者论证了目前我国民营公司及国有公司对双层股权结构以及类似制度安排的客观需求。紧随其后的问题是：鉴于双层股权结构与“一股一权”的冲突，公司法放开“一股一权”的底线在哪里？

（一）“股东同意”是双层股权结构实施的基本前提

尽管认可公司双层股权结构是相关法律面对当下中国市场需求而作出的适应性变革，但面对五花八门的“合伙制”“管理层持股计划”等，首先要解决的问题是：经营者可以抛开股东任意设计双层股权结构吗？对国有公司而言，设计双层股权结构是否会削弱国家股权？

笔者认为，首先，学界对国外双层股权制产生与发展的历史分析表明，认可双层股权制并非法律的倡导，而是公司的创造；换言之，是否采用这一股权结构是公司自身的选择。尽管这种选择与所有的利益相关者都有关系，但受影响最大的是公司股东，因此，在实践中对制度设计起主要作用的群体也是股东。如果股东不接受经营者对双层股权比例的安排，那么在非上市公司中，经营者的设计将按照公司内部治理的程序被否决；而在上市公司中，股东将通过“用脚投票”的方式达到同样的目的。其次，也是最重要的，究竟多大比例的双层股权结构会对股东权益构成损害？由于每个公司的情况不同，这一问题难有统一答案。在我国的实践中，阿里巴巴与万科的股东对经营者的相关安排持完全不同的态度，直接导致经营者对公司内部控制的制度安排出现完全不同的走向和结果。因此笔者认为，双层股权结构生存的关键主要不在于比例设计，而在于股东是否接受这种设计。换言之，只有股东自己才能判断某一种双层股权比例对其权益有无损害以及损害程度如何：某种比例设计如果被接受，就表明股东忽略了所谓的损害，此时的损害就完全变成了一种理论推理。在这个意义上，笔者认为，股东同意是双层股权结构的精髓，因而也是公司法放开“一股一权”限制的基本法律底线。

显而易见，上述结论对我国国有公司改革具有更重要的意义。由于国有股权主体及其权利行使方式有别于私人股东，在每一项改革措施的

制定和实施过程中，保护国有资产不受侵犯，使国有资产保值、增值始终是改革者关注的问题。而混合所有制企业改革中双层股权结构的设计将使公司控制权被少数股东掌控，此时国家股份所担负的公共利益是什么？如何在不具有控制权的情况下实现国有股权的利益？需要国家股权持有人在认真论证的基础上加以确定。因此，是否实施双层股权制，要依国家直接投资公共利益目标的具体内涵而定，国家股东应当通过对双层股权结构协议条款的审查、批准实现对经营者的制约，以维护国家股的合法权益。这是实现国有企业与国有资产管理体制改革目标的需要，也是国有公司双层股权制度设计的出发点和法律底线。

（二）双层股权结构公司的上市审批：市场选择基础上的政府监管

如前所述，双层股权结构以及其他类似制度设计的直接目的在于避免公司大规模融资导致创始经营者的控制权被稀释，因此，当公司不通过股票市场融资时，双层股权结构的设计形式就因其不涉及公众利益而无须政府监管，在此情况下即使放开“一股一权”的限制，由此产生的股东与经营者之间的冲突，也仍可依照公司法的规则解决。但对于通过股票市场融资的公司而言，双层股权结构的立法认可事项涉及到证券法的改革。

在分析美国双层股权结构产生、发展的历史文献中，证券交易所之间的竞争作为重要因素被研究者关注，而在我国，由于公司上市标准由《证券法》规定，交易所之间不可能通过上市标准的制定形成争夺优质上市资源的竞争。另有资料显示：在双层股权结构最为盛行的美国，1990年9月13日，美国证券交易所（AMEX）任命了一个有关股东投票权的特别委员会去建议一个合适的上市标准；1991年4月11日，该委员会提出了一个包括四个原则的政策，这些原则包括上市公司灵活创建资本结构的愿望、有效性及于股东赞同多层资本结构是公平的、独立董事的角色、充分信息披露的重要性等。1992年1月9日，纽约证券交易所提出了新的上市标准，允许上市公司设立不同的投票权。1994年5月5日，纽约证券交易所董事会修订了基于“19c-4规则”的投票权政策，政策变得比以前更加灵活。^[1]由此可以得出这样的结论：尽管公司对双层股权制有着强烈的需求，但即便是在美国，交易所之间的竞争也要服从于保护投资者的证券监管宗旨。因此就我国而言，如何使上市公司对双层股权结

构的需求与保护投资者之间达成平衡,是证券法认可双层股权结构必须解决的关键问题。

基于上述,笔者认为,首先,在肯定市场需求应当得到满足的基本前提下,最好的立法选择不是继续禁止双层股权结构公司上市,而是将选择权交给市场,即在强化信息公开及严格责任制的前提下,要相信投资者通过市场进行选择的能力:如果投资者普遍不接受双层股权结构的公司上市,此类公司就只能选择放弃或修改其双层股权协议,或者放弃上市。其次,在我国现行的证券监管框架下,可以通过试点并在严格监管之下,将是否认可双层股权结构的公司上市的选择权授予证券交易所。如此,在现行监管框架不变的情况下,可以形成交易所之间的竞争,从而既可满足双层股权结构公司上市融资的需求,又可满足证券交易所选择优质公司上市的需求,避免优质上市资源流失境外,更重要的是,此举有利于促进我国证券交易所与监管机构之间关系的改善。

在上述设计的基础上,为避免双层股权结构以及其他类似制度安排可能带来的弊端,笔者建议对其实施个性化的严格监管。世界范围内的统计分析表明,双层股权结构的模式虽然在各

行业均有分布,但使用比例最高的分别是传媒行业和互联网行业,这与我国目前采用双层股权结构的公司主要集中在互联网行业的情况大致吻合。这决定了我国双层股权结构的试点范围应当、也能够被限制在一个相对狭小的范围之内,现阶段可以采用“目录”限制的方式,将其设定在互联网企业、家族企业、经批准的国有企业等有限的行业,从而可以使监管机构结合我国证券交易市场的实际,通过监管措施的个性化设计,有针对性地构建双层股权结构公司上市的保护投资者的法律环境,避免其可能产生的弊端。

五、结 语

行文至此,笔者在对双层股权结构以及其他类似制度安排作出客观评价的基础上,论证了目前我国民营企业以及混合所有制改革中的国有企业对“一股一权”制度改革的需求,提出我国相关法律应当为此作出适应性变革,认可双层股权制以及其他类似的制度安排,这不仅有利于推进经济改革和经济转型,更将会使我国经济在全球经济竞争中继续保持优势。

参考文献:

- [1] 蒋小敏.美国的双层股权结构:发展与争论[J].证券市场导报,2015(9).
- [2] 徐晓松,岳洋.公司法进化的动力:对公司控制与公司本质理论的思考[J].天津师范大学学报(社会科学版),2011(7).
- [3] 拉·波塔,洛佩兹·德·西拉内斯,施莱弗.不同法律起源的经济后果[A].吴敬琏.比较(第36辑)[C].北京:中信出版社,2008.
- [4] 徐晓松.公司治理:结构抑或问题[J].政法论坛,2013(6).
- [5] 冯果,杨梦.国有企业二次改革与双层股权结构的运用[J].法律科学,2014(6).

Dual-Class Share Structure in China: Market Demand and Legislative Recognition

XU Xiaosong

Abstract: Dual-class share structure and other similar institutional arrangements are one of the results that operators and shareholders compete for the control of the company. The recognition of such special share structure is the adaptive change that the relevant laws adapt to company's business needs. Therefore, whether the system is needed is always the first for legal transplant. In the present China, the parallelization and integration of industrialization and informatization, and the continually deepening economic system reform have made the private enterprises and the state-owned enterprises in the mixed-ownership reform become the demanders of the dual-class share structure. Corporate law and securities law should provide a institutional support to meet the market demand and make adaptive changes.

Key Words: Dual-class share structure; founder control; SOEs mixed-ownership reform; legal transplantation