

Justice

研

DCS

新经济公司  
双层股权结构  
法律制度研究

高菲——著

Research on  
Dual-Class Share Structure of

**NEW ECONOMY  
COMPANIES**

 法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

Research on  
Dual-Class Share Structure of  
**NEW ECONOMY  
COMPANIES**

---

新经济公司  
双层股权结构  
法律制度研究

---

高 菲 —— 著

## 图书在版编目(CIP)数据

新经济公司双层股权结构法律制度研究 / 高菲著

—北京：法律出版社，2019

ISBN 978 - 7 - 5197 - 3564 - 7

I. ①新… II. ①高… III. ①上市公司—股权结构—  
法律—研究—中国 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第109600号

新经济公司双层股权结构法律制度研究

XINJINGJI GONGSI SHUANGCENG GUQUAN JIEGOU FALU ZHIDU YANJIU

高菲著

策划编辑 刘文科

责任编辑 刘文科

装帧设计 李瞻

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京虎彩文化传播有限公司

责任校对 马丽

责任印制 张建伟

编辑统筹 法研工作室

开本 710毫米×1000毫米 1/16

印张 14.75

字数 202千

版本 2019年6月第1版

印次 2019年6月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/liuwenke0467@sina.com

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/400-660-8393

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话：

统一销售客服/400-660-8393/6393

第一法律书店/010-83938432/8433

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

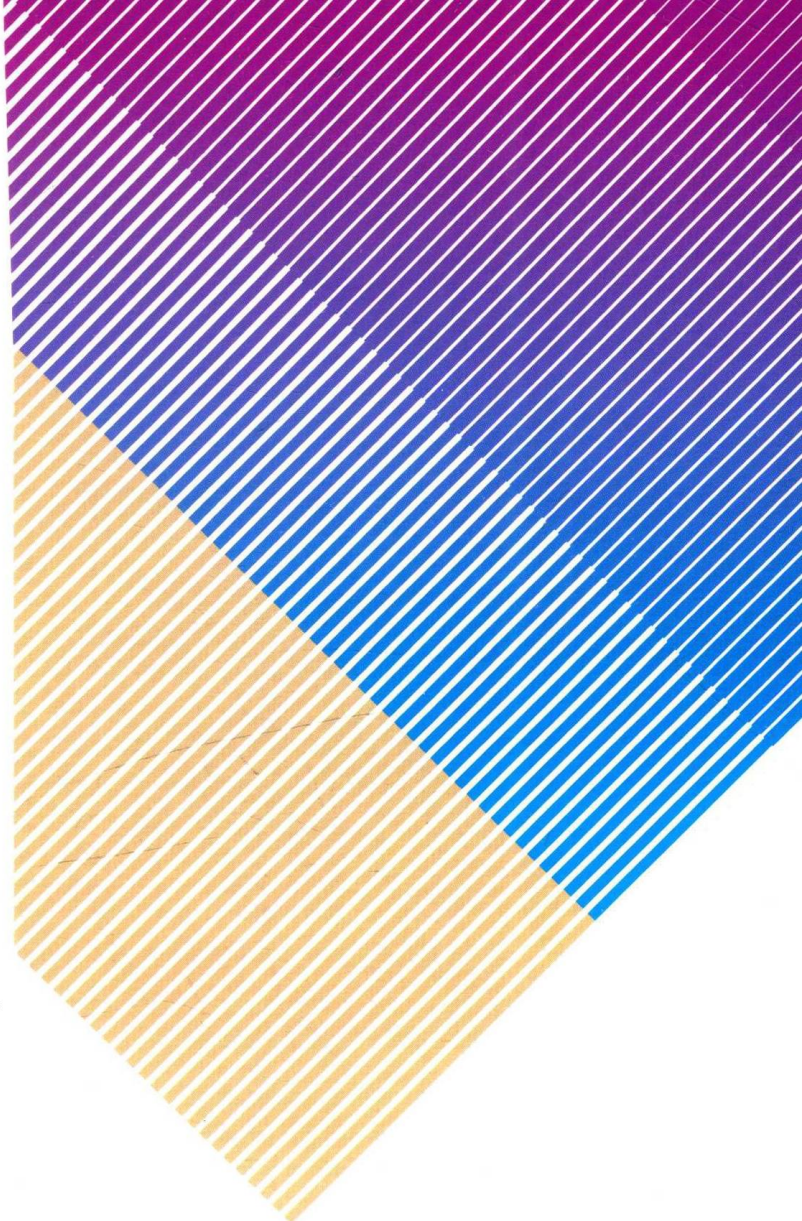
书号：ISBN 978 - 7 - 5197 - 3564 - 7

定价：58.00元

(如有缺页或倒装，中国法律图书有限公司负责退换)

## 高 菲

女，法学博士，任教于广东金融学院，学术研究方向为民商法、经济法、法律经济学。近年来在《中山大学学报》《甘肃社会科学》《澳门研究》《理论月刊》，以及*Journal of Malaysian and Comparative Law Review*、*International Company and Commercial Law Review*等中英文核心期刊发表学术论文十余篇，主持或参与国家及省市级项目多项。



Research on  
Dual-Class Share Structure of

# **NEW ECONOMY COMPANIES**

## 序 言

高菲博士的专著即将付梓。作为她硕士研究生和博士研究生阶段的导师,我很高兴将这本优秀的著作推荐给各位读者。

回首过去十年,以互联网为代表的新经济可以说颠覆了世界经济发展的轨迹。新经济公司正在以前所未有的发展速度,超越传统企业巨头,重构和引领新的商业世界。十年前,全球市值排名前十的公司是以银行、石油为代表的传统企业。而在2018年,全球市值排名前十的公司里,有七家是以亚马逊、苹果、谷歌为代表的新经济公司,这些公司的市值甚至超过了瑞士等国的GDP。

那么,中国的情况如何呢?二十年前,信息科技革命开始在中国萌芽。在创新创业浪潮的推动下,涌现出一大批如阿里巴巴、腾讯等为代表的新经济公司,新经济在商业上的压倒性优势开始逐步显现。目前,我国新经济公司的市值规模仅次于美国,远超欧洲和日韩。据中国国家互联网信息办公室的数据显示,2017年,中国新经济规模达27.2万亿元人民币,同比增长20.3%,占GDP的比重达到32.9%,新经济已经成为推动我国经济转型升级的重要动力引擎。

另一方面,此前公司融资更多地依赖银行的借贷资本,而近年来,在中国经济新旧动能转换的过程中,一个很明显的变化就是股权投资市场进入快车道,风险投资日趋活跃。各类风险投资基金通过股权投资的方式进入创业公

司,成为公司的重要股东,甚至是大股东。2018年,中国风险投资的总额达到了创纪录的938亿美元,仅次于美国,中国已全面进入股权投资时代。风险投资基金的标的主要是以互联网、医药健康和电信通讯为代表的新经济公司,这些公司在成长的过程中无不经过多轮的融资,创始人的股权逐渐被稀释,一旦公司上市,将进一步稀释创始人的股权,甚至威胁到其对公司的控制权。

融资与经济发展的新特点“倒逼”公司治理模式的创新。经济发展新常态下,传统的“一股一票”治理模式正面临巨大的挑战。商业实践的发展总是领先于商事法律制度的改革,新生代的商人们从来不会满足于既定的商业规则,也不会拘泥于传统公司治理模式的羁绊。他们通过自由协商、谈判,设计了一种新的公司治理模式——双层股权结构。它通过股权与表决权的非比例配置,使得创始人及其管理团队可以行使与其持有股份不成比例的表决权。即使创始人的股权被稀释,却仍然可以通过行使特别表决权保持对公司的控制权。

2018年,双层股权结构再次引发资本市场的极大关注。香港联合证券交易所、新加坡交易所相继修改上市规则,允许上市公司采用双层股权结构。2018年7月,港股主板完成IPO的公司中,采用双层股权结构的新经济公司的数量和融资额占比高达60%和61%。面对激烈的竞争形势,2018年6月15日,上海证券交易所和深圳证券交易所相继发布《试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》,允许境外上市的红筹公司,包括采用双层股权结构的公司在国内发行存托凭证,这可以说是对双层股权结构给予了事实上的认可。2019年3月1日,上海证券交易所制定并颁布了《上海证券交易所科创板股票上市规则》,内设专节规定表决权差异安排的法律规则。这说明,我国正式允许双层股权结构公司在科创板直接上市。

尽管各国(地区)证券交易所相继宣布接纳双层股权结构,但却也是“摸着石头过河”,双层股权结构仍然面临不少争议。例如,哪些人可以享有特别表决权?他们为什么能够享有特别表决权?双层股权结构会给传统的“一股一票”原则带来哪些影响?它又会给公司治理带来哪些法律风险?证券监管

部门及交易所应当如何对双层股权结构公司进行监管,从而实现公司治理创新与投资者保护之间的平衡?这些问题均是我国资本市场“同股不同权”改革面临的新课题。

值得欣慰的是,本书对上述重要问题进行了深入地思考,并提出了富有建设性的对策和建议。

首先,在我国科创板改革的背景下,本书能够紧密结合科创板的最新法律规则,对双层股权结构进行全面的、系统的研究。本书不仅运用法律经济学的研究方法,分析了双层股权结构的合理性,还将我国有关双层股权结构的上市规则与美国、加拿大、新加坡、香港地区等地的上市规则进行比较,在制度趋同与制度差异间寻找可供借鉴的经验,对不断完善我国双层股权结构的法律规则,填补《公司法》第131条留下的制度空间具有重要的参考价值。

其次,市场经济崇尚经济自由,其“自发秩序”的特点使得商事法律制度大多遵循“自下而上”诱致性制度变迁的规律。在我国境内尚未允许上市公司采用双层股权结构的情况下,现实中已经存在双层股权结构的实践。本书运用跨学科的研究方法,对境外上市的红筹公司采用双层股权结构的实践进行实证研究,剖析双层股权结构对公司经营的影响,为公司法研究提供了新的视角,有利于保持公司法的发展性,保持公司法与市场改革与时俱进。

最后,在创新创业浪潮的带动下,双层股权结构契合了股东异质化和公司治理的新趋势。然而,不同表决权股东之间有着不同的利益诉求,如何化解不同表决权股东内部的利益冲突,加强投资者保护,是双层股权结构面临的重要问题。针对双层股权结构带来的法律风险,本书从事前限制、事中监管以及事后救济三个方面,提出完善投资者保护配套法律制度的建议,有利于实现不同表决权股东间的利益平衡,实现创新与监管之间的平衡,促进新经济公司高速稳定健康发展。

科创板的实施仅仅拉开了我国资本市场“同股不同权”改革的序幕,但无论公司法,抑或证券法,有关双层股权结构法律制度的研究仍有许多问题

待解决。我相信本书作者会继续深入研究和探索这些问题,也期待有更多的学者积极关注双层股权结构这一现实课题。

是为序。

中山大学法学院教授、博士生导师  
中国法学会商法学研究会副会长  
广东省法学会民商法学研究会会长  
周林彬

2019年5月21日,于广州

# 目 录

## 绪 论 / 001

### 第一节 问题的缘起 / 001

- 一、新经济公司对公司治理创新的需求 / 001
- 二、交易所竞争的国际形势 / 003
- 三、“中概股”回归与我国资本市场改革 / 004

### 第二节 双层股权结构的新课题 / 005

- 一、本书主题的研究意义 / 005
- 二、国内外研究现状 / 010

### 第三节 基本概念和研究方法 / 016

- 一、基本概念 / 016
- 二、研究方法 / 019
- 三、结构安排 / 020

## 第一章 双层股权结构的基本理论 / 023

### 第一节 “一股一票”原则及其不足 / 023

- 一、“一股一票”原则的产生 / 023

二、“一股一票”原则的不足 / 024

## 第二节 双层股权结构的法律界定 / 025

一、双层股权结构的内涵 / 025

二、双层股权结构的法律特征 / 027

三、我国有关双层股权结构的法律规定 / 028

## 第三节 双层股权结构的表现形式 / 029

一、超级表决权股 / 029

二、限制表决权股 / 030

三、无表决权股 / 031

四、较大的董事选任权股 / 031

## 第四节 双层股权结构的立法演进 / 032

一、双层股权结构的产生 / 032

二、双层股权结构在质疑中前进 / 033

三、双层股权结构的立法趋势 / 035

## 第五节 双层股权结构产生的法律风险 / 039

一、违反“同股同权”的股份平等原则 / 039

二、背离“一股一票”的股东民主原则 / 040

三、产生高昂的代理成本 / 040

四、公司监督机制失灵 / 041

## 第二章 双层股权结构的理论基础 / 043

### 第一节 双层股权结构与法的价值取向 / 043

一、平等 / 043

二、民主 / 046

三、效率 / 047

### 第二节 契约理论与双层股权结构 / 048

一、契约自由与公司自治 / 048

二、公司自治与双层股权结构 / 049

三、不完全契约与双层股权结构 / 051

### 第三节 委托—代理理论与双层股权结构 / 052

一、委托—代理理论 / 052

二、创始人是一个特殊的代理人 / 053

### 第四节 偏好理论与双层股权结构 / 056

一、偏好理论与投资者的偏好 / 056

二、从股东“同质化”到股东“异质化”的演进 / 057

三、股东“异质化”与双层股权结构 / 058

### 第五节 控制权保持与双层股权结构 / 060

一、保持公司控制权稳定的重要性 / 060

二、股东表决权与公司控制权 / 061

三、恶意收购与双层股权结构 / 062

## 第三章 双层股权结构的经验与借鉴 / 065

### 第一节 美国双层股权结构的发展与启示 / 065

一、双层股权结构的出现 / 066

二、禁止双层股权结构 / 066

三、交易所竞争 / 067

四、19C-4 规则;SEC 首次统一表决权规则 / 070

五、现行法律规则 / 071

六、启示与借鉴 / 072

### 第二节 加拿大双层股权结构的发展与启示 / 076

一、双层股权结构的产生 / 076

二、双层股权结构的发展 / 078

三、双层股权结构的监管 / 079

四、现行法律规则 / 080

五、启示与借鉴 / 081

### 第三节 新加坡双层股权结构的发展与启示 / 082

一、禁止双层股权结构 / 083

二、有条件地允许双层股权结构 / 084

三、双层股权结构的立法改革 / 085

四、现行法律规定 / 086

五、启示与借鉴 / 089

### 第四节 中国香港地区双层股权结构的发展与启示 / 091

一、双层股权结构的产生 / 092

二、怡和事件——双层股权结构的转折点 / 093

三、双层股权结构在香港地区引起的争议 / 095

四、双层股权结构的立法改革 / 098

五、启示与借鉴 / 100

## 第四章 双层股权结构的实证分析 / 103

### 第一节 双层股权结构在我国的实践 / 103

一、红筹上市公司的实践 / 104

二、国有企业改革的尝试 / 107

### 第二节 双层股权结构与公司价值 / 110

一、双层股权结构对公司营业收入的影响 / 110

二、双层股权结构对公司利润的影响 / 112

### 第三节 双层股权结构的具体制度与公司价值 / 114

一、表决权倍数与公司价值的关系 / 114

二、公司所处行业与公司价值的关系 / 118

#### 第四节 双层股权结构与公司长远利益 / 121

- 一、公司长远利益的影响因素 / 121
- 二、双层股权结构与公司研发费用的关系 / 122

#### 第五节 双层股权结构与公司并购 / 125

- 一、昌荣传播收购案 / 125
- 二、优酷土豆合并案 / 126

### 第五章 双层股权结构法律制度的建立与完善 / 129

#### 第一节 事前限制 / 130

- 一、公司所处行业 / 130
- 二、持有人的资格限制 / 133
- 三、表决权倍数限制 / 134
- 四、表决事项 / 135
- 五、程序规则 / 137
- 六、实现方式 / 139

#### 第二节 事中监管 / 142

- 一、双层股权结构转变为单一股权结构 / 142
- 二、普通股股东的权利保护 / 146
- 三、强制信息披露 / 147
- 四、控制股东的义务与责任 / 154
- 五、控制权转让的平等对待 / 159

#### 第三节 事后救济 / 160

- 一、证券诉讼 / 160
- 二、证券仲裁 / 167

**结论与建议 / 175**

**参考文献 / 178**

**附 录 / 191**

附录一:双层股权结构公司财务数据 / 191

附录二:单一股权结构公司财务数据 / 193

附录三:上海证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施  
办法(节选) / 195

附录四:上海证券交易所科创板股票上市规则(节选) / 199

附录五:香港联合证券交易所《主板上市规则》(节选) / 203

附录六:新加坡交易所主板上市规则修正案(节选) / 216

**致 谢 / 221**

# 绪 论

## 第一节 问题的缘起

### 一、新经济公司对公司治理创新的需求

公司创始人<sup>[1]</sup>在考虑是否向市场公开融资时常常会面临一个难题：一方面，他们为获得外部投资者的投资，需要向其让渡等比例的表决权，导致股权被稀释，表决权比例下降，但是他们又不想因此失去对公司的控制权。解决这个矛盾的方法之一是发行具有不同表决权的类别股，公司创始人持有的股份拥有高级表决权，市场投资者持有的是拥有低级表决权，甚至无表决权的普通股，这样既满足了创始人向市场融资的需求，又满足了保持公司控制权的需要。

2013年，阿里巴巴集团向香港联合证券交易所（以下简称港交所）提出了上市的申请。在阿里巴巴上市前，公司创始人马云及其管理团队所持公司股份合计不超过13.5%，远不及大股东软银和雅虎的持股份额。<sup>[2]</sup>公司上

---

[1] 本书所称公司“创始人”不仅包括公司的单独创始人，或联合创始人，还包括其他在创业期间加入公司并持有公司股份的管理层团队。

[2] 从阿里巴巴上市前的持股比例来看，机构投资者——软银是公司的大股东，持有7.97亿股，持股比例为34.4%，第二大股东是雅虎，持股5.24亿股，占比22.6%。在上述两大股东之后才是公司创始人兼董事会主席马云，持股数量为2.06亿股，占比8.9%；董事会执行副主席蔡崇信持股8350万股，占比3.6%；时任CEO陆兆禧、COO张勇等公司管理层持股比例均未超过1%。

市后,创始人的股权将进一步被稀释,按照“一股一票”原则,创始人马云及其管理团队将很难保持对阿里巴巴的控制权。于是,阿里巴巴提出了区别于传统公司治理结构的“合伙人”结构,该制度允许包括公司创始人马云在内的“合伙人”享有特殊的董事提名权和任免权。<sup>[1]</sup>然而,港交所认为阿里巴巴“合伙人”结构属于双层股权结构,违反了“同股同权”和“一股一票”的基本原则,否决了阿里巴巴的上市申请。最后,阿里巴巴只能到允许双层股权结构的纽约证券交易所(NYSE,以下简称纽交所)上市。

虽然阿里巴巴的上市申请最终被港交所否决,但是却引起了市场对新经济公司<sup>[2]</sup>普遍采用的双层股权结构的高度关注。事实上,阿里巴巴并不是第一家采用双层股权结构的新经济公司。早在阿里巴巴之前,百度、京东、优酷、汽车之家等新经济企业已经采用双层股权结构,并赴美国上市。截至2017年5月,116家在美国作第一上市的内地公司中,有33家(28%)采用不同投票权架构,其合计市值高达5610亿美元,占有美国上市内地公司市值的84%。这33家采用不同投票权架构的美国上市内地公司中,有18家(55%,市值占比84%)是信息科技公司。

新经济公司不同于传统企业。一方面,新经济公司大多是轻资产企业,创始人的梦想和愿景决定着公司的发展方向,创始人的人力资本对公司而言具有不可替代的作用。另一方面,与传统企业相比,新经济公司在发展过程中对资金的需求量特别大,企业面临的经营风险也特别高,部分新经济企业

---

[1] 根据阿里巴巴“合伙人”结构的规定,(1)合伙人拥有提名董事的权利;(2)合伙人提名的董事占董事会人数一半以上,因任何原因董事会成员中由合伙人提名或任命的董事不足半数时,合伙人有权任命额外的董事以确保其半数以上董事会控制权;(3)如果股东会不同意选举合伙人提名的董事的,合伙人可以任命新的临时董事,直至下一年度股东大会;(4)如果董事因任何原因离职,合伙人有权任命临时董事以填补空缺,直至下一年度股东大会。通过“合伙人”结构,合伙人拥有了其他普通股股东不具有的、特殊的董事提名权和任免权,控制了公司董事会中的多数董事,从而掌握了公司的控制权。

[2] 根据港交所有关新经济公司的定义,新经济公司应具备以下多于一项的特点:(1)能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了新的科技、创新理念、及/或业务模式,亦令该公司有别于现有上市公司,与众不同;(2)研发将为公司贡献一大部分的预期价值,并以研发为主要业务及占去大部分开支;(3)能证明公司成功营运有赖其专利业务特点或知识产权;(4)相对于有形资产总值,公司的市值/无形资产总值较高。