

双层股权结构的“日落条款”

沈朝晖

内容提要:特质愿景理论支持双层股权结构,双层股权结构会增加代理成本,而日落条款则是降低相应代理成本的重要制度。从功能分析的视角来看,日落条款可划分为三类:第一类是缩小现金流权与投票权分离程度的日落条款;第二类是由企业家特质愿景所支持日落条款;第三类是基于企业生命周期理论与双层股权结构公司的治理弱点与隐患,为了定期审查与转换无效率的双层股权结构而产生的固定期限日落条款。为实现不同类型日落条款的功能,应采取不同的立法方式。对于前两类日落条款,可采取法律强制性规定的方式;对于固定期限日落条款,可采取自由市场派与法定强制派二者中间的“遵守或解释”方式,并可通过此种方式化解相关批评。

关键词:双层股权结构 日落条款 特质愿景理论 “遵守或解释”治理准则

沈朝晖,清华大学法学院副教授。

随着实践的发展,关于双层股权结构的学术争论焦点正在发生变化:从是否禁止双层股权结构,发展到在承认双层股权结构存在合理性的前提下,监管机构应否要求双层股权结构公司设置日落条款,以及如何强制设置日落条款等问题,即日落条款的法定化。^[1] 争论焦点发生转变的原因是:第一,双层股权结构和公司价值之间关系的实证研究一直没有定论,正反双方争执僵持不下。面对没有定论的实证研究,法律则应保持中性立场,究竟如何进行制度设计宜交由市场自由选择。第二,交易所的竞争和制度竞争,使得推行双层股权结构的趋势难以抵挡。既然此结构势不可挡,那么制度设计的重心转移就到了后端:是否限制以及如何限制双层股权结构可能带来的问题和风险。作为双层股权结构诸多配套措施和限制措施之一的“日落条款”则成为争论漩涡中的“风暴眼”。

[1] Zohar Goshen, *Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms*, The CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 2, 2019), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms>。本文全部网络资料最近访问时间均为[2020-02-11]。

一 围绕双层股权结构日落条款的学术与政策争论

美国资本市场自由演化出的日落条款主要有四种类型:稀释型、事件触发型、转让型和固定期限型。其中最具争议的是固定期限日落条款,争论主要集中于法律政策上是否应强制推行此种条款,由此形成反对和支持两大阵营。

(一) 市场化:让市场自由选择固定期限日落条款

反对强制推行固定期限日落条款的主张侧重于市场自由选择 and 私人秩序。特质愿景理论(idiosyncratic vision),是指富有创造力的企业家具有独特的竞争战略与企业经营理念,以及其所追求的自身确信的个性化目标。该理论的提出者戈申(Zohar Goshen)认为,双层股权结构是否需要强制性日落条款,存在一个功能与安全之间的抵销问题。特质愿景可能随时出现,也可能从非创始人处获得。许多老练的市场参与者通过市场谈判往往自愿采取日落条款。^[2]沙夫曼(Bernard Sharfman)认为,私人秩序具有强大力量,双层股权结构是私人秩序的最优结果。^[3]费希尔(Jill E. Fisch)等认为,强制性固定期限日落条款不能解决双层股权结构的问题,且存在期限选择任意性、道德风险和公众股东倾向于终结双层股权结构等不足之处。^[4]

(二) 法定化:法律应强制设置固定期限日落条款

别布丘克(Lucian Bebchuk)等认为,双层股权结构有两大成本,包括控制权固化和低持股(现金流与控制权不成比例)。从时间维度看,它的收益会下降,成本会上升,可能会发生无效率等问题。因此应强制在双层股权结构中嵌入固定期限日落条款。^[5]安南德(Anita Anand)认为,设置强制性固定期限日落条款,可以防止在双层股权结构最初的合理性消失后,该结构能否继续存在具有各种可能性。而完全依靠私人秩序并不能确保低投票权股东的利益得到持续保护,并且存在高投票权股东为获取私人控制利益而损害低投票权股东利益的风险。^[6]巴然(Lindsay Baran)等学者的实证研究支持在法律上对双层股权结构设置强制性的固定期限日落条款。^[7]同时亦有学者支持固定期限日落条款的法定化。^[8]

[2] Zohar Goshen, *Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms*, The CLS BLUE SKY BLOG (Jan, 2019), <http://cls-bluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>.

[3] Bernard S. Sharfman, *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structure in IPOs*, *Vilanova Law Review*, Vol. 63, No. 1 (2018), p. 6.

[4] Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, *Boston University Law Review*, Vol. 99, No. 3 (2019), pp. 1057 - 1058.

[5] Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, *Virginia Law Review*, Vol. 103, No. 4 (2017), pp. 585 - 586.

[6] Anita Anand, *Governance Complexities in Firms with Dual Class Shares*, *Annals of Corporate Governance*, Vol. 3, No. 3 (2018), Now Publishers Inc., pp. 50 - 53.

[7] Lindsay Baran, Arno Forst & M. Tony Via, *Dual Class Share Structure and Innovation*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3183517.

[8] 参见郭雳、彭雨晨:《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》,《北京大学学报(哲学社会科学版)》2019年第2期,第144页;张巍:《中国版“同股不同权”出炉:不算太迟的几点建议》,载“比较公司治理”微信公众号;刘胜军:《新经济下的双层股权结构:理论证成、实践经验与中国有效治理路径》,《法学杂志》2020年第1期,第95-96页。

在政策层面,美国机构投资者协会(CII)提出应建立法定的七年期限日落条款。加拿大良好公司治理联盟(Canadian Coalition for Good Governance)推荐五年期限日落条款,同时通过少数股东多数决机制续期。^[9]

(三) 第三条道路:“遵守或解释”的执行路径

关于双层股权结构日落条款(特别是固定期限日落条款)的自由市场派与法律强制派,二者主张均有不足之处。事实上,法律的制定与适用应注重情境,不同国家有着不同的文化背景、制度基础与理论脉络。本文认为,适合中国资本市场情境的制度设计是:随着双层股权结构的推行,针对双层股权结构可能发生的成本大于收益问题,固定期限日落条款有其功能与制度价值,对其可能带来的问题,可采取中间道路,即实行“遵守或解释”的上市公司治理规则的执行路径。

二 日落条款的抽象功能

日落条款存在理论层面和实践层面的功能预期,是双层股权结构的有机组成部分。在理论层面,日落条款具有约束高投票权股东、平衡高投票权股东和低投票权股东之间利益的需求、提升公司价值等功能预期。在实践层面,双层股权结构可能带来“股东霸权”问题,而日落条款则是化解实践障碍与风险的制度之一。

(一) 理论层面的功能预期

1. 约束功能

由两权分离引起的代理成本问题,成为公司法理论研究和制度构建的基础,^[10]主要包括股东与管理层之间、控制性股东与非控制性股东之间及股东与公司其他利益相关者之间的三大代理成本。^[11]高投票权股东享有公司控制权,有能力和动力监督管理层,^[12]以此降低管理层能力不足、管理层与股东利益分歧产生的代理成本。然而,投票权与现金流权的分离,高投票权股东不享有同其投票权相同的利益份额,也无须按其投票权比例负担可能造成的损失。掌握公司控制权的高投票权股东还可能从公司攫取私人利益。^[13]这些都会扭曲对高投票权股东的激励,使其未必能作出对公司利益有利的决策。而恰当の日落条款的设计与安排,则可以增加对高投票权股东的约束,抑制高投票权股东的机会主义行为。^[14]殊值一提的是,为维持双层股权结构,高投票权股东需要赢得低投票权股

[9] Canadian Coalition for Good Governance, Dual Class Share Policy, https://www.ccg.ca/wp-content/uploads/2019/03/dual_class_share_policy.pdf.

[10] Adolf A. Berle & Gardiner C. Mean, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, 1933, p. 118.

[11] Edward B. Rock, Adapting to the New Shareholder-Centric Reality, *University of Pennsylvania Law Reviews*, Vol. 161, No. 7 (June 2013), p. 1910.

[12] Morten Bennesen & Kasper Meisner Nielsen, Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 9 (Sep., 2010), p. 2212.

[13] Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, Agency Problem at Dual-Class Companies, *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 4 (Aug., 2009), p. 1698.

[14] 参见汪青松:《公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护》,《环球法律评论》2019年第5期,第155页。

东的多数支持。因此,高投票权股东需避免产生与低投票权股东之间的利益冲突行为,以良好的经营管理提升公司价值,获得低投票权股东的信任。

2. 平衡功能

双层股权结构中存在高投票权股东保留公司控制权和低投票权股东利益最大化两种竞争性利益。^[15] 当企业家拥有一个能产生高于市场水平回报的计划,其就具有特质愿景。^[16] 当特质愿景实现时,即能带来高于市场水平的回报。如果他们拥有能够实现特质愿景和促进公司成长的资本,则可以牢牢掌握公司控制权,以更好地追求特质愿景。双层股权结构可以为企业家实现特质愿景提供保障。根据股东异质利益理论,股东有着不同的偏好。^[17] 对于低投票权股东而言,其希望能收获尽可能多的投资回报,而双层股权结构较高的代理成本却可能会减损其投资利益。从实践层面来看,在公司章程中加入日落条款,通过约束高投票权股东或终结双层股权结构,可以起到平衡高投票权股东和低投票权股东之间竞争性利益的功能。日落条款不会立即让高投票权股东失去公司控制权,给予高投票权股东追求特质愿景的自由。同时,其也为低投票权股东保留未来特定时间参与公司治理的机会,以满足低投票权股东降低代理成本,保护自身投资利益的需求。

3. 提升功能

如果拒绝双层股权结构,那么公司创始人将继续保持公司控制权,可能选择将公司长期保持私有,或转向其他结构更为复杂、缺乏透明度的控制权增强机制,如金字塔结构、交叉持股或有限合伙等机制,最终结果可能会妨碍公司成长,减少投资者参与公司发展并分享成功果实的机会,以及可利用的市场公开信息和采取双层股权结构所带来的溢价,最终致使社会整体福利减损。这些都是拒绝双层股权结构可能产生的错误成本。日落条款则是认可双层股权结构的折衷机制,避免盲目否定双层股权结构。在时间维度上,日落条款为市场参与者和监管机构观察双层股权结构以及收集双层股权结构的相关信息提供窗口期。通过信息的收集与积累,让市场参与者和监管机构在知情的基础上作出最优决策,采取适宜措施或制度设计,充分发挥双层股权结构的优势,缩减双层股权结构可能发生的风险。而且利用日落条款的约束功能和平衡功能,也能改善双层股权结构公司的治理,防止双层股权结构的代理成本减损双层股权结构的效率。有关实证研究发现,随着时间推移,设置日落条款的双层股权结构和未设置日落条款的双层股权结构在公司价值方面存在显著差异,前者的公司价值表现要优于后者。^[18]

[15] Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 3 (Mar., 2010), p. 1062.

[16] Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, *Yale Law Journal*, Vol. 125, No. 3 (Jan., 2016), p. 567.

[17] Grant M. Hayden and Matthew T. Bodie, *One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, *Cardozo Law Review*, Vol. 30, No. 2 (Nov., 2008), p. 448.

[18] San Francisco, *Perpetual Dual-Class Stock: The Case against Corporate Royalty*, <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>.

（二）实践层面的功能预期

双层股权结构的弊端在于它改变了一股一权的股东权利基本分配模式,冲击了股东民主和股东平等的基本原则,对公司治理的杀伤力较大。高投票权股东只持有少数股权,就拥有绝对多数投票权,对公司的内部事务和经营决策具有绝对的话语权,极易产生“股东霸权”。美国的 Viacom 公司、CBS 公司和 Redstone 家族,^[19]以及硅谷的希拉洛斯公司和霍姆斯就是典型例子。^[20] 新兴市场在推行双层股权结构时,容易被风险规避型的证券监管者所抵制。我国台湾地区论者认为股东平等原则是股份有限公司之本质,禁止发行复数表决权特别股。^[21] 惟为放宽闭锁公司的公司自治,促进科技创新事业发展,^[22]2015 年我国台湾地区作出相关“法律”修正,允许闭锁公司发行复数表决权特别股,但禁止公开公司发行复数表决权特别股。而日落条款与双层股权结构的其他控制权约束措施,^[23]有利于让上述观点对立的双方达成妥协与共识,从而在实践层面推动双层股权结构的落地。

三 不同类型日落条款的具体功能

稀释型日落条款、事件触发型日落条款、转让型日落条款以及固定期限日落条款等四类日落条款在目的与功能预期等方面均有所差异,而真正能够有效终结双层股权结构的日落条款恰是备受批评的固定期限日落条款。

（一）稀释型日落条款

稀释型日落条款的功能是确保高投票权股东保留一定比例的现金流权,避免投票权和现金流权的过度分离,让高投票权股东的利益和低投票权股东的利益尽可能保持一致。^[24] 高投票权股东的投票权和现金流权不成比例,所以无论增发低投票权股份,或者高投票权股东减持低投票权股份,只要高投票权股东不抛售手中的高投票权股份,就算股份已经稀释到一定比例,也不影响高投票权股东的投票权和对公司的控制权。但股份稀释只会使高投票权股东手中的投票权和现金流权之间的楔距扩大,使高投票权股东的激励不相容问题变得更为严峻。美国稀释型日落条款的稀释比例为 5% - 25% 不等,大多数上市公司设定的稀释比例不超过 10%。^[25] 实践中,稀释型日落条款的触发率低,很少有

[19] CFA Institute, Dual-Class Share: the Good, the Bad and the Ugly, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>.

[20] 参见[美]约翰·卡雷鲁著:《坏血:一个硅谷巨头的秘密与谎言》,成起宏译,北京联合出版公司 2019 年版,第 262 - 267 页。

[21] 参见刘连煜著:《现代公司法》(第 12 版),我国台湾地区新学林出版股份有限公司 2016 年版,第 303 页。

[22] 参见廖大颖著:《公司法原理》(第 7 版),我国台湾地区三民书局 2016 年版,第 472 - 473 页。

[23] 参见朱慈蕴、[日]神作裕之:《差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新》,《清华法学》2019 年第 2 期,第 25 - 27 页。

[24] Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, *Boston University Law Review*, Vol. 99, No. 3 (May 2019), p. 1087.

[25] Andrew William Winden, Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structure, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2018, No. 3 (Jan., 2018), pp. 872 - 873.

上市公司是因为触发该类日落条款而从双层股权结构恢复到一股一权结构,而是否触发该条款,则依赖于高投票权股东是否主动放弃上市公司控制权。如果高投票权股东不放弃上市公司控制权,则此类条款缺少被触发的可能性。

(二) 事件触发型日落条款

事件触发型日落条款的事件通常包括高投票权股东死亡、失去行为能力或者离职,而且还包括其触犯刑事责任以及董事违反信义义务等。该类日落条款符合特质愿景理论,给予身为高投票权股东的公司企业家或创始人充裕的时间去追求特质愿景。当高投票权股东死亡、失去行为能力,或者从公司离职,不再参与公司经营管理,则表明高投票权股东不能继续追求特质愿景,或者没有合理的理由再声称保有公司控制权是为追求特质愿景,此时高投票权股份应转换为一股一权的普通股份。此类日落条款在美国资本市场上受到较多接纳。^[26] 上交所和港交所也将此类条款规定为法定日落条款。但实际上,事件触发型日落条款的实际功能有限,无法发挥日落条款的作用。高投票权股东死亡或失去行为能力何时发生,存在不确定性,这基本上等于是让高投票权股东终生持有高投票权股份。当高投票权股东表现不佳或失去特质愿景时,难以转换为一股一权的普通股份,也无法起到对高投票权股东行为的约束作用。对于高投票权权利的持有人而言,被踢出董事会失去董事身份的几率低,而是否离职实际上取决于高投票权股东的个人意愿,因此离职日落条款形同虚设,其更多的意义是让高投票权股东作为公司董事,接受董事信义义务的约束。

(三) 转让型日落条款

转让型日落条款的主要功能是锁定高投票权股东的利益,消灭高投票权股东的短期退出期权,激励高投票权股东留在公司,追求公司长期价值。^[27] 此种类型日落条款也符合特质愿景理论,受到美国资本市场上较多双层股权结构公司的欢迎。然而,此类日落条款的功能也有明显的缺陷,其一般与双层股权结构的终结无关,高投票权股东转让高投票权股份未必使双层股权结构终结。如高投票权股东在不影响公司控制权的情况下,转让部分高投票权股份。因此,转让型日落条款的触发率低,其主要依赖于高投票权股东主动放弃对上市公司的控制权。倘若高投票权股东不放弃上市公司控制权,相当于让高投票权股东终生掌握控制权。当高投票权股东表现不佳或失去特质愿景,或者双层股权结构出现无效率时,难以将双层股权结构转为一股一权结构,从而使日落条款的作用落空。美国资本市场上,一些双层股权结构公司在规定转让型日落条款时,规定了允许转让的例外情形,在一定程度上削弱了此类日落条款的功能。

(四) 固定期限日落条款

固定期限日落条款简单明确,当固定期限届至,双层股权结构就自动恢复到一股一权

[26] See Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structure*, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2018, No. 3 (Jan., 2018), p. 875.

[27] Clara Hochleitner, *The Non-Transferability of Super Voting Power: Analyzing the Conversion Feature in Dual-Class Technology Firms*, *Drexel Law Review*, Vol. 11, No. 1 (Jan., 2018), p. 119.

结构,同时可利用延期机制,让有价值的双层股权结构延期。固定期限日落条款是真正直面双层股权结构的价值下降时,通过何种机制结束此种结构形式并回归一股一权结构的问题。相比于固定期限日落条款,稀释型日落条款、事件触发型日落条款或转让型日落条款在实践中几乎不会触发。这三种类型的日落条款让双层股权结构存续期限过长,并没有实际意义。固定期限日落条款的触发率较高,据对美国资本市场的统计,在美国资本市场上的12家嵌入固定期限日落条款的双层股权结构上市公司之中,曾有9家因为期限届满而转换为一股一权结构的上市公司。^[28]

四 固定期限日落条款的“遵守或解释”进路

固定期限日落条款有其存在的价值与功能预期,而“遵守或解释”法理准则是市场化与法定化之外的更为有效的第三条道路。下文拟将二者相结合进一步展开论述。

(一) 固定期限日落条款的理论基础

1. 企业周期理论

固定期限日落条款的功能与价值在于企业和企业家能力存在生命周期,双层股权结构也可能会发展到成本大于收益的时候,而此类日落条款则是唯一直面双层股权结构收益递减并小于它带来的成本时的制度化解决机制。企业生命周期创立者伊查克·爱迪思(Ichak Adizes)将企业生命周期划分为孕育期、婴儿期、学步期、青春期、壮年期、贵族期和官僚期。简单归纳划分,对应着创业期、成长期、成熟期和衰退期。没有任何公司总是停留在生命周期的某一阶段,都难免会进入衰退期。组织惰性和创始人精神丢失会引起公司衰退,其中组织惰性更代表着公司可能“死于安乐”。公司的成功会为公司组织创造一个相对稳定和舒适的环境,从而会逐渐形成固化的制度、规范、工作模式和领导模式。组织惰性是一种固化于公司中维持现有工作模式、领导模式、制度规范与习惯的消极力量,表现为公司的内在活力和创新能力下降。随着公司不断发展,公司创始人精神被不断消磨。^[29]受组织惰性和创始人精神丢失的影响,公司创业精神会不断下滑,使公司逐渐僵化。倘若公司的灵活性下降,可控性上升,则可能会造成公司的衰退老化。^[30]

有研究已观察到双层股权结构生命周期变化的迹象。1996年一项关于加大拿双层股权结构上市公司和一股一权上市公司表现差异对比的研究发现,随着时间推移,双层股权结构公司的表现不如一股一权公司,因此该研究建议加大拿证券监管机构要求双层股权结构采取十年期的固定期限日落条款,到期再由股东投票决定是否延期。^[31]该项研究结果意味着双层股权结构的绩效会随着时间推移而下滑。约翰逊(William Johnson)等研

[28] Hyunseob Kim & Roni Michaely, Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209.

[29] 参见路江涌著:《共演战略:重新定义企业生命周期》,机械工业出版社2018年版,第294-295页。

[30] 参见[美]伊查克·爱迪思著:《企业生命周期》,王玥译,中国人民大学出版社2017年版,第303页。

[31] See Burgundy Asset Management Ltd., Second Class Owners, <https://www.burgundyasset.com/wp-content/uploads/Second-Class-Owners-September-1996.pdf>.

究了收购防御措施与公司价值之间的关系,发现收购防御措施提升了公司 IPO 后的价值,但随着公司变得成熟,收购防御措施的成本增加,收益减少。^[32] 双层股权结构作为一个重要的防御收购措施,其价值也存在生命周期的变化。同时,别布丘克等学者在研究双层股权结构上市公司时,引入时间维度,认为随着时间推移,公司控制者的优势会逐渐衰退,同时通过统计数据发现公司控制者的股权资本会减少。这两个因素的结合导致双层股权结构的成本随着时间推移而上升,而收益却下降,成本和收益呈反向变动。^[33]

还有学者研究了双层股权结构和公司创新的关系,发现双层股权结构能增加公司的创新产出,但这种积极效果并不持续。在公司 IPO 五年之后,双层股权结构对公司创新和公司价值的提升作用会消失,反而产生恶化作用。^[34] 这些经验证据表明,随着公司逐渐成熟,大概率上,双层股权结构的价值会下降,最终双层股权结构对于企业价值与股东利益而言,其成本大于收益,并演化为无效率的结构。尽管固定期限日落条款的法定化主张受到自由市场派的质疑,但面对双层股权结构生命周期的变化,它是诸多日落条款类型中终结无效率双层股权结构的唯一有效方法。

2. 双层股权结构的公司治理弱点

相比一股一权公司,双层股权结构公司不仅存在理论上的治理缺陷,^[35]而且在实践中的效果也并不理想。例如,美国的双层股权结构公司在信息披露与透明度统计上比一股一权公司要差。^[36] 还有实证研究以加拿大上市公司为样本,通过比较全面地对比双层股权结构公司和一股一权公司在公司治理四个特征方面的差异,发现双层股权结构的公司治理存在明显弱点:在公司重大事项上,是否设置关联股东回避表决制度(或者少数股东多数决制度);董事会的构成是否按照公司治理最佳实践,大部分由独立董事构成;董事会主席是否是独立董事;公司控制权变更时是否有较好的公众股东保护制度。^[37] 既然双层股权结构公司在公司治理特征上存在弱点与隐患,则预期当公司治理弱点爆发时,在法律上能够有一个机制去有效地将双层股权结构转换为一股一权的常态结构。这就是固定期限日落条款所建立的定期审查机制。

(二)“遵守或解释”对固定期限日落条款的适用性

1. “遵守或解释”治理准则

“遵守或解释”是指监管机构向上市公司提供一份最佳公司治理实践的公司治理准

[32] William C. Johnson, Jonathan M. Karpoff & Sangho Yi, The Bonding Hypothesis of Takeover Defenses: Evidence from IPO Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 117, No. 2 (Aug., 2015), p. 310.

[33] Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Virginia Law Review*, Vol. 103, No. 4 (June 2017), p. 630.

[34] See Lindsay Baran, Arno Forst & M. Tony Via, Dual Class Share Structure and Innovation, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3183517.

[35] 参见汪青松、肖宇:《差异化股权制度东渐背景下的中小股东保护》,载郭文英、徐明主编《投资者》(第3辑),法律出版社2018年版,第54-56页。

[36] Ting Li & Nataliya Zaiats, Information Environment and Earning Management of Dual Class Firms Around the World, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 74, No. 1 (2017), p. 2.

[37] Anita Anand, Governance Complexities in Firms with Dual Class Shares, *Annals of Corporate Governance*, Vol. 3, No. 3 (2018), Now Publishers Inc., pp. 31-39.

则,即上市公司需要在公司报告中说明是否遵守公司治理准则的规范;如不遵守,上市公司必须说明不遵守的理由。它起源于英国 1992 年的吉百利(Cadbury)报告。英国公司法以默认规则为主,英国金融市场的运作遵循普通法传统,采取自律监管模式。“遵守或解释”采用自愿遵守和强制性信息披露相结合的方法,重视公司的自我监管,适合于英国市场的自我监管体系。随后,这一治理准则扩散到欧洲大陆及欧洲以外的地方,欧盟公司治理准则采纳了该准则,并在德国、荷兰和比利时等国家得到应用,日本也采纳了该准则,其一般被视为软法机制。^[38] 上市公司可以不遵守,但负有解释的义务。神田秀树则认为“遵守或解释”是硬法。^[39] 其理由是当遵守或解释规范作为上市规则的一部分时,如果上市公司不实施相关规范,则应当说明理由,不说明理由则违反上市规则。

“遵守或解释”被普遍接受,主要有两个理由。第一,公司治理是多样化的,没有统一的模板。公司治理结构是内生的,与公司特征、文化、代理成本和被代理成本的权衡有关。^[40] 不同公司的情形不同,公司治理需求也不一样。不存在“正确”的公司治理结构,强制为所有公司构建“一刀切”的公司治理体系,势必使一些公司不得不接受一些不切合自身需求的公司治理规范,产生不必要的成本。遵守或解释能够让公司自由选入或选出公司治理规范,迎合公司和市场不断变化的需求。第二,监管动态和反射性监管理论。解释是一种有用的信号传递机制,不同的解释会传递出不同的信息。如果公司就任何不遵守行为的解释提供了充分有用的信息,遵守或解释就能向监管机构与市场传递重要信息,为回应性监管创造灵活机制。^[41] 这些信息能够帮助监管机构评估公司治理准则规范的有效性,识别准则规范与其他法律规范之间的冲突,以及何种对不遵守准则规范之行为的解释构成准则规范的有效例外,从而修正与完善公司治理准则,为公司提供更好的公司治理指引。而有缺陷的解释也能引起监管反应与市场反应,一旦其破坏了“遵守或解释”的有效运行,监管机构则可以对此采取进一步的监管措施。

2. 固定期限日落条款与“遵守或解释”的结合

遵守或解释的理论基础在于自愿遵守与信息披露的方法优于强制要求公司遵守刚性规则的法律实施方法,能够适应公司治理的灵活性,可适用到双层股权结构日落条款之上。首先,公司资本结构、投资者是否拥有投票权以及拥有多少投票权,均属于公司与投资者之间的私人合同事项,应允许公司与投资者自由选择。对于双层股权结构构造与日落条款采取遵守或解释的路径,既尊重私人秩序,又能为应对双层股权结构的潜在风险提供可能。其次,双层股权结构与企业价值的实证证据,以及日落条款的政策争论僵持不下。关于双层股权结构与企业价值的关系有三种不同观点:一是双层股权结构伤害公司

[38] Jean-Christophe Duhamel, The “Comply or Explain” Approach as a Pascalian Wager, *Accounting, Economics and Law*, Vol. 5, No. 3 (Nov., 2015), p. 290.

[39] 参见[日]神田秀树:《遵守或解释规范和实施》,中日公司法制研究会第十届研讨会论文集(2019年3月),第69-70页。

[40] Zohar Goshen & Richard Squire, Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, *Columbia Law Review*, Vol. 117, No. 3 (2017), p. 767.

[41] Virginia Harper Ho, Comply or Explain and the Future of Nonfinancial Reporting, *Lewis & Clark Law Review*, Vol. 21, No. 2 (2017), p. 346.

价值；^[42] 二是双层股权结构增加公司价值；^[43] 三是双层股权结构对公司价值没有影响。^[44] 没有确定结论之前，法律应当采取价值中立的立场。再次，双层股权结构与日落条款利弊均有。一方面，双层股权结构鼓励高投票权股东向公司投入专属人力资本，免受收购干扰，稳定公司管理团队，允许高投票权股东专注长期目标，实现长期价值；另一方面，双层股权结构中存在代理成本和股东霸权的弊端，日落条款亦然。最后，双层股权结构与日落条款的结合在美国自由市场竞争中展示出多样化，反映出实践中公司治理的多样性需求。双层股权结构不仅有高投票权股份和低投票权股份的分野，还有无投票权股份、有投票权股份和有限投票权的不同构造，有的股份持有人还可以任命既定数目或比例的董事会成员。^[45] 而日落条款的内部结构也是多样化的，比如，转让型日落条款在美国市场试验中出现不同的细节设计。^[46]

（三）“遵守或解释”中的遵守：缺省规则的机制设计

上交所《科创板股票上市规则》对双层股权结构作了细致规定，诸多“应当”“不得”等用语说明相关规定均为强制性规定，发行人、上市公司及其董事、监事、高级管理人员等相关人员均应遵守相关规定，没有选择的余地。该规则对双层股权结构的规定内容较为详细，囊括了发行人的市值要求、接纳了特质愿景理论、只认可两层股权结构、严格限制对双层股权结构的多样化构造以及禁止股东对特别表决权股份的权利创新等内容。在日落条款方面，该规则规定了稀释型、事件触发型和转让型三种类型日落条款。问题是，该规则引入双层股权结构的同时，却没有规定属于真正日落机制的固定期限日落条款。笔者建议，《科创板股票上市规则》所规定的双层股权结构应增加固定期限日落条款，但执行方式上采取“遵守或解释”的方式，填补科创板关于双层股权结构的规则漏洞。

对固定期限日落条款法定化的批评主要集中在三个方面。^[47] 第一，固定期限长短的确定较为主观。期限不是公司企业家或创始人特质愿景和双层股权结构价值下降的精确刻画。第二，如果将固定期限日落条款法定化，可能会导致高投票权股东产生道德风险。随着期限临近，意识到自己即将失去公司控制权的高投票权股东，可能会利用控制权从事短期主义行为，增加私人经济利益，损害低投票权股东的利益。第三，在双层股权结构延

[42] Scott B. Smart, Ramabhadran S. Thirumalai & Chad J. Zutter, What's in a Vote? The Short-and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 1 (Mar., 2008), p. 94.

[43] Bradford D. Jordan, Soohyung Kim & Mark H. Liu, Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure and Dual-Class Share Structure, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, No. 6 (Dec., 2016), p. 304.

[44] Stephan Nüesch, Dual-Class Share, External Financing Needs and Firm Performance, *Journal of Management & Governance*, Vol. 20, No. 3 (Sep., 2016), p. 525.

[45] 香港交易及结算有限公司：《不同投票权结构的概念文件》，资料来源于港交所官网，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082_c.pdf。

[46] Snap Inc., Amend and Restated Certificate of Incorporation of Snap Inc., <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216dex32.htm>. Alphabet Inc., Amended and Restated Certificate of Incorporation of Alphabet Inc., <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1652044/000119312515336577/d82837dex31.htm>.

[47] Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, *Boston University Law Review*, Vol. 99, No. 3 (May 2019), pp. 1080 - 1085.

期程序中进行投票的少数股东会倾向于通过投票来决定结束双层股权结构。因为双层股权结构转换为一股一权将使公司股票暴露在公司控制权市场和对冲基金激进主义面前，这对公众股东有益。^[48] 对上述三个主要批评，是可以在“遵守或解释”的法律实施框架中得到缓解甚至解决，同时又又可以发挥固定期限日落条款对双层股权结构的定期审查功能。大致思路如下：

第一，期限长短。期限的长短是个技术问题。法律上需要为类似这样的问题确定一个经验数字。虽然确定的过程具有一定主观性，但一旦确定下来，就会起到引导当事人具体行为的作用。例如，强制要约收购的30%门槛、股东大会、董事会召开的通知日期等等。对于固定期限日落条款的期限长度及僵化的问题，可以通过观测双层股权结构公司的生命周期和市场数据等因素计算出一个平均数值，然后采取公众股东多数决的方法，交由公众股东到期投票表决是否延续双层股权结构，即可弱化固定期限日落条款的刚性效果，增加其灵活性。只要企业家控制下的公司展现良好发展前景，能够给公众股东带来利益，本质上“趋利避害”的公众股东愿意批准双层股权结构的下一个周期，也不会为股东与潜在投资者带来不明朗因素。固定期限日落条款的主要功能并非是届期双层股权结构就自动转换为一股一权，因为还有延期程序；它的功能主义体现主要是建立针对双层股权结构的定期审查机制，这才是要义。遵守或解释下的这个期限具有弹性，即企业可以根据自己的情况进行调整，科创板上市规则也可以定期进行默认期限的调整。

第二，超级投票权人的道德风险与机会主义行为问题。首先，介于法定化与自由市场化之间的“遵守或解释”执行方式，可以缓解固定期限日落条款法定化的刚性所带来的高投票权人的道德风险；其次，公司法对实际控制人滥用控制权的行为有所约束；再次，别布丘克等人认为，即使超级投票人在超级投票权转换成普通投票权之前发生机会主义行为，这对公众股东造成的损失要小于让双层股权结构继续下去长期对公众股东所造成的损失。^[49] 最后，延期程序的存在，可鼓励超级投票权人在临界期不采取机会主义行为。^[50]

第三，延期程序。别布丘克等人在固定期限日落条款法定化的方案中所设计的延期程序是，当固定期限截止时，召开股东大会，由无关联股东投票表决决定公司的双层股权结构是否继续。如果投票赞成的无关联股东为多数，则双层股权结构继续。如果赞成票不足多数（简单多数或特别多数），则双层股权结构转换为一股一权。费希尔的批评是，公众股东通常只具有有限理性，包括能力和信息上的不足，他们会为了自己的私利，倾向于让双层股权结构转化为一股一权，不利于企业家特质愿景的发挥。^[51] 对于公众投票能

[48] Bernard S. Sharfman, A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structure in IPOs, *Villanova Law Review*, Vol. 63, No. 1 (Jan., 2018), p. 9.

[49] See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Virginia Law Review*, Vol. 103, No. 4 (June 2017), p. 625.

[50] See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Virginia Law Review*, Vol. 103, No. 4 (June 2017), p. 625.

[51] Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, *Boston University Law Review*, Vol. 99, No. 3 (May 2019), pp. 1084 - 1085.

否作为延期的审查机制,费希尔颇为怀疑。对此,笔者认为,可以改变双层股权结构延期投票表决的默认规则设计。在别布丘克等人的方案中,公众股东延期程序中的默认规则是期限届至,即同意双层股权结构不再延续下一个周期,除非赞成票达到多数。而理性冷漠的公众股东不参与投票,则视为反对双层股权结构延期,增加了双层股权结构被转换的概率。可见,这是一种选入机制的延期程序。为了避免费希尔所认为的双层股权结构难以被延期的困境,笔者建议改变双层股权结构延期的默认规则,将延期的选入机制改为选出机制。固定期限日落条款规定的期限届至,双层股权结构默认自动续期,续期的期限最长不超过上市规则规定的最长七年一个周期。股东认为双层股权结构存在问题,或双层股权结构已经没有效率,可按照上市规则规定的行使股东提案权的程序与条件,对提案进行表决,但是,提案表决的内容是与别布丘克等人的方案正好相反,议案内容不再是“同意双层股权结构继续”,而是反对双层股权结构继续;且特别表决权股份的持有人不享有特别表决权待遇,每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通股份的表决权数量相同。

公司股权结构的变动属于公司重大事项,股东大会决议应经过不低于出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。延期默认规则的改变,实际上是将固定期限日落条款下双层股权结构的选入机制改为选出机制。行为经济学的研究发现,默认选项会影响行为人的决策行为,产生默认效应。^[52]人们会倾向于选择默认选项。改变延期默认规则,将选入选项改为选出选项,则会影响行为人的决策行为。这样,除非主动来投票的公众股东达到绝对多数(例如超级表决权人发生了重大丑闻等),双层股权结构一般会延续到下一个周期或任期,那些理性冷漠的公众股东因为未参与投票,则意味着同意双层股权结构延期。

(四)“遵守或解释”中的解释:交易所问询机制的作用

作为公司治理的执行机制,遵守或解释有效运作需具备两个前提。一是,遵守或解释依赖于股东和市场的反应。^[53]它发挥作用的原理是股东和市场会评估公司所做的不遵守下的解释,消化和判断公司的解释是否成立,是否可靠。然后,通过股票市场的价格来定价和反映。低股价会惩罚公司管理层,公司融资能力降低,面临来自公司控制权市场和经理人市场的威胁,从而让公司管理层去认真解释。二是,解释的可获得性和充分性。遵守或解释的核心是股东利用股票定价机制监督公司。股票定价机制要想有效发挥作用,需要有关信息充分反映到股票价格中。这就要求对相关信息进行有效披露。“遵守或解释”本身即为强制信息披露的一种。

然而,上述两个前提却构成了遵守或解释执行机制的两个弱点。其一,中小投资者由于存在集体行动困难、搭便车和专业评估能力不足的问题,对分析评估公司披露的解释存

[52] Christina L. Brown & Aradhna Krishna, The Skeptical Shopper: A Metacognitive Account for the Effects of Default Options on Choice, *Journal of Consumer Research*, Vol. 31, No. 3 (Dec., 2004), p. 529.

[53] Annaleen Steeno, Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a Comply or Explain Approach, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 11, No. 2 (Spring 2006), p. 397.

在理性冷漠,因为该机制主要依赖于机构投资者执行。^[54] 如果市场没有积极和大量的机构投资者,该机制的执行效果可能会不理想。其二,公司不遵守的解释缺乏充分性,解释质量差。^[55] 事实上,缺少有意义的解释,则会导致披露质量差。解释的充分性要求解释应当建立在相关环境和历史背景之上,对公司正在采取的行动提供令人信服的理由,说明公司为解决不遵守解释带来的风险而采取的措施,以及说明公司不遵守的行为是否有时时间限制以及计划何时恢复遵守。^[56] 实践中,公司提供不遵守的解释存在模棱两可的现象。公司可能只是纯粹披露不遵守,而并不说明不遵守的理由,或者仅以公司规模、公司结构、行业特殊性、效率等作为理由,不进行详细说明。有的公司虽然披露不遵守的替代措施,但为何采取该替代措施却并不进行说明。信息是市场有效的基础,如果没有对不遵守的解释进行充分说明,市场就不可能评估解释的合理性。两方面因素叠加会影响固定期限日落条款适用遵守或解释的有效性。对公司不遵守的解释提出更详细的信息披露要求,监督遵守或解释披露的信息是否充分,是使遵守或解释更好运行的可行方法。^[57]

在中国法语境下,交易所问询函是一种监督遵守或解释的适当方式。交易所作为证券市场的组织者、监督者和自律监管者,应当履行一线监管的职责,有责任也有权力监督上市公司披露的信息。比起投资者,交易所掌握着交易记录等相关资料,交易所人员具备专业知识能力和信息优势,对上市公司所披露信息的解读整合能力更强。交易所凭借信息获取和知识专业性方面的独特优势,更能有效识别上市公司披露信息中存在的问题。交易所对上市公司的财务报告、关联交易、公司治理、股价异常波动和并购重组等问题发出问询函,要求上市公司对问询函中的问题予以答复,补充相关信息,按期回函,并公开披露。交易所问询函的目的与功能是改善上市公司信息披露行为,提高信息披露的质量,让投资者在此基础上对公司行为作出判断,同时弥补遵守或解释的弱点,作为一种软约束,其也不会使遵守或解释失去灵活性。

五 结 论

本文全面分析了日落条款的功能预期,并重点回应关于固定期限日落条款法定化的争点。基于企业生命周期理论,双层股权结构会从一个收益大于成本的结构,演变成一个收益小于成本的结构。当隐患成为现实之时,在法律上需要有相应的机制予以应对。被动的稀释型、事件触发型和转让型等日落条款均不可能主动定期审查与转换无效率的双

[54] Rients Abma & Mieke Olaerts, Is the Comply or Explain Principle a Suitable Mechanism for Corporate Governance throughout the EU? The Dutch Experience, *European Company Law*, Vol. 9, No. 6 (Dec., 2012), p. 288.

[55] Hana Horak & Nada Bodiřoga-Vukobrat, EU Member States' Experiences with the Comply or Explain Principle in Corporate Governance, *Croatian Yearbook of European Law and Policy*, Vol. 7, No. 7 (Dec., 2011), p. 199.

[56] Financial Reporting Council, What Constitutes an Explanation under "Comply or Explain", <https://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf>.

[57] Andrew Keay, Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight, *Legal Studies*, Vol. 34, No. 2 (June 2014), p. 294.

层股权结构。唯一能有效解决问题的日落条款是固定期限日落条款。《科创板股票上市规则》规定了强制性的稀释型、事件触发型和转让型日落条款,而遗漏了固定期限日落条款,事实上应增加此类固定期限日落条款。

在政策建议方面,上交所可规定一个最长期限为七年期的固定期限日落条款。期限届满,双层股权结构默认可在法定的最长固定期限自动续期,但董事会或者股东可以通过行使股东提案权,在股东大会讨论表决是否终止双层股权结构。对此表决事项,特别表决权股份的表决权应当与普通股份的表决权相同,股东大会决议的通过可采出席会议的股东所持表决权的特别多数决(三分之二)机制。不同于稀释型、事件触发型和转让型日落条款的法定化,在固定期限日落条款的执行方面,基于尊重私人秩序与市场自由实验,同时又为解决无效率的双层股权结构提供可能,固定期限日落条款可采“遵守或解释”的执行路径。针对法定化固定期限日落条款的三大批评,在“遵守或解释”的执行路径中得到缓解与化解。依照此路径,双层股权结构公司可以根据自身情况对固定期限进行调整。不遵守上市规则所规定的固定期限相关规范的,公司需要对不遵守和采取的替代措施进行充分说明;不说明或说明不充分的,则违反上市规则。对于“遵守或解释”存在的解释不足的弱点,可以通过充分发挥交易所问询函制度予以弥补。

[本文为作者参与的 2016 年度国家社会科学基金一般项目“创新驱动国家发展战略下双层股权结构的基础理论与制度构建研究”(16BFX112)的研究成果。]

[**Abstract**] The theory of idiosyncratic vision is the one of theoretical bases of the dual-class share structure. The dual-class share structure increases agency cost, whereas sunset provisions are an important system to reduce the cost of the dual-class share structure. From the functional perspective, sunset provisions can be divided into three types. The first type is one that can make cash-flow rights and voting rights less separated. The second type is one supported by the entrepreneurial idiosyncratic vision. The third type, namely fixed-term provisions, is based on the enterprise life cycle theory and the weakness and hidden trouble of dual-class share structure corporate governance and aimed at periodically reviewing and transforming the inefficient dual-class share structure. Different legislative approaches should be adopted to achieve different functions of different sunset provisions. For the first two types of sunset provisions, the mandatory provisions of law can be adopted. For the fixed-term provisions, “comply or explain” approach, which is an approach between the free market school and statutory mandatory school, can be adopted, by which the related criticisms can also be resolved.

(责任编辑:姚 佳)