

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

陈若英

(北京大学法学院, 北京 100871)

摘要: 双层股权结构虽偏离了“一股一票”原则, 但在全球市场获得了认可。境外资本市场的商业实践和实证研究表明, 该结构发挥了积极功能, 投融资双方对之有正当需求, 我国需正视。但在双层股权结构下, 公众投资者未必能自主“用脚投票”以抑制管理层, 而且这一结构可能致董事会监督机制失效, 迫使公众投资者更多依赖监管和司法救济。将此结构引入我国需配套两类新制度: 公司须公开说明采纳该结构的必要性和对公众投资者利益安全性的保障; 建立类仲裁纠纷解决机制, 充分发挥专业人士的信息和资源优势, 有效救济公众投资者并威慑实际控制人。

关键词: 双层股权结构; 一股一票; 反收购工具; 公众投资者保护

Abstract: Dual class share structure is a deviation from “One Share One Vote” principle, but has been recognized in global market. Commercial practice and empirical studies have demonstrated its positive functions. Parties of financing transactions have legitimate need of it and we need to respect it. Public investors, however, may fail to “vote with feet” to keep managers under control, likely causing the failure of board of directors’ supervision of managers, pressing public investors to rely upon regulation and court instead. To introduce it to China, we need two new institutions: issuers to explain the necessity of adopting this share structure and the mechanism through which the interests of public investors are protected, and to establish a quasi-arbitration system, taking full advantages of the expertise and financing resources of market players, effectively relieving public investors and deterring the actual controllers.

Key words: dual class share structure, one share one vote, anti-takeover device, public investor protection, investor dispute resolution

作者简介: 陈若英, 女, 法学博士(J. S. D.), 北京大学法学院讲师, 研究方向: 法律经济学与公司法。

中图分类号: DF438 **文献标志码:** A

双层股权结构(dual class share)是一种非常规股权结构, 按照每股附着的表决权大小, 普通股被划分为A、B股两类: A类普通股的表决权遵循“一股一票”原则, B类普通股则附着数倍于A类股的表决权¹, 差距甚至可达150倍之巨。²这一股权结构在世界很多国家获得法律保护³, 受到上市公司欢迎: 以美国为例, 1995~2002年间在美国上市的公司中, 有6%的公司具有双层股权结构, 而这些公司的市值占到2002年全美上市公司总市值的8%⁴, 纽约时报和谷歌等一些著名的公司也采用这一股权结构。但双层股权结构明显偏离了“一股一票”原则, 关于其正当性的争论持续不断。纽约证券交易所(以下简称“纽交所”)曾于1940年完全禁止以这样的股权结

构在该交易所上市⁵, 2002年, 美国上市的公司中采用这一结构的公司比两年前少了一百多家。⁶同时, 这一股权结构与我国的相关性日渐增长。数家在纳斯达克上市的中概股采用这一股权结构。⁷我国公司法和香港联合交易所(以下简称“港交所”)的上市规则均不禁止双层股权结构。⁸同时, 我国证券市场若要开启国际版, 就需要回应国外公司类似的需求。港交所高管最近甚至建议启动正式公开咨询程序, 为满足来自中国大陆创新企业的需求而探索这一制度在香港市场的可行性。⁹

学界有关此问题的文献不多, 且主要针对美国20世纪90年代之前的制度变迁。¹⁰本文关注此后的美国市场实践, 这对于分析敌意收购已淡出市场这一事实对双层

股权结构正当性的影响至关重要。另外，将采用双层股权结构的部分中国公司和香港市场纳入讨论¹¹，并结合我国监管制度和司法制度的具体特征，拟提出一些针对性的政策建议。

双层股权结构的积极功能

在双层股权结构下，两类普通股的差别在于表决权大小和可转让性，在分红和清算财产分配中的比例并无不同。附有超级表决权的普通股一般由企业创始人、执行董事和管理层(除特别说明外，以下统称“管理团队”)持有，且不能转让；若要转让，需先转换成“一股一票”的普通股；而没有附着超级表决权的普通股则面向公众发售，可自由流动。虽然明显偏离了“一股一票”的原则，但双层股权结构早在二十世纪20年代就在美国受到了欢迎¹²，至今在世界多个证券市场得到不同程度的认可。1976~1987年，有约一百家公司采取了这样的股权结构。¹³其间，有投资者动议废除公司的双层股权结构，但落败于股东投票。¹⁴双层股权结构受企业和监管者认可的原因，大致可归结于其具备两个功能：(1)使管理团队既可以进入资本市场募集资金，又不必稀释其对公司的控制权；(2)帮助企业更有效地抵御控制权收购，从而使管理团队可实施长期战略。

通常而言，在一个公司从闭锁公司转为上市公司的过程中，为向公众投资者大规模募集资金，管理团队的股权会被大量稀释。在“一股一票”架构下，一旦股权被大量稀释，管理团队对公司的控制权也会被相应削弱。管理团队就面临一个两难的局面：低成本的上市必然导致其失去控制权；而若保留控制权就不得不缩小融资规模。双层股权结构则可以让股权被稀释的管理团队依然保持对企业的控制，在相当程度上打消管理团队对上市的顾虑，使得具有良好成长性的企业有更强的动力上市并最终惠及投资者，特别是公众投资者。¹⁵

另一方面，双层股权结构使可供收购的股权并不附着足以更换管理者的表决权，而附着足够表决权的股权又不具转让性时，潜在收购方此时就可能完全失去收购的动力，双层股权结构因此被认为是市场对敌意收购狂潮的回应。¹⁶对那些比一般企业更需要控制权稳定掌握于现有管理团队手中、因此更需要抵御敌意收购的行业

企业而言，双层股权结构是救星，典型的如传媒业和娱乐业。在这些行业中，一份出版物需要长时期稳定的编辑团队助其形成独特风格和价值取向，认可而忠诚于其风格与价值取向的消费者群体也需要漫长而耐心的培养方能形成。这种默契所产生的价值和影响力甚至会超越企业本身。这一原理也同样适用于高度依赖个人经验和判断的投资基金行业¹⁷，过去十年诸多创新的科技类公司在采纳双层股权结构时也援引此理由。¹⁸

但双层股权结构在抵御了低效率、别有企图的恶意收购的同时，也使得管理团队逃脱了有利于提高公司管理效率的并购压力¹⁹，其招致怀疑、敌意甚至是排斥也就很自然。《金融时报》一位专栏作家甚至戏称，这一模式“最大的优势是使管理团队免受普通股股东的骚扰，而最大的劣势则是使管理层可以免受任何股东的骚扰。”²⁰因此，有必要剖析双层股权结构的潜在弊端。

双层股权结构与公众投资者保护

双层股权结构使公众投资者不再享有表决权，对股东保护造成的风险是显而易见的，采纳这一股权结构的公司在它们的招股书中对此也并不掩饰。而且，实证研究表明机构投资者已经考虑到并试图控制这一风险：机构投资者在双层股权结构公司中的股比要低于在单一股权结构公司中的股比，当公司废除双层股权结构而恢复单一股权结构后，机构投资者在该公司的股比又会相应增加。²¹机构投资者对这一股权结构的戒备并非空穴来风，到目前为止，对双层股权结构的质疑和批评主要来自两方面：一方面，股东并不总能“用脚投票”，成为具有双层股权机构公司的股东并不总是自主选择；另一方面，双层股权结构会使董事会对高管的事前监督失效，使公众投资者只能向公共机构寻求事后的救济，而这无疑会加重公共部门的负担，使双层股权结构的成本外溢到第三方。²²

首先，公众投资者未必能够有效挑选心仪的股票从而“用脚投票”。例如，像养老金基金这样比较保守和稳健的机构投资者通常采取所谓的“消极策略”(passive strategy)：一旦买入就会长期持有，且仅买入权威指数所涵盖的股票；而这些权威指数所涵盖的公司中有不少就采纳了双层股权结构。²³如果机构投资者在股票市场上

都难以通过买卖行为来有效监督和遏制管理团队的自私行为，自不必说公众投资者中的自然人投资者。

其次，在双层股权结构下，“控制股东”在公司中的经济利益远小于其对应的控制权，其与公众投资者的利益冲突自比一般公司更为严重，在为谋取私利而牺牲公司利益时会更加肆无忌惮；而独立董事通常对执行董事和其它高管所发挥的监督功能则遭到削弱。²⁴在单一股权结构下，尽管控股股东有权提名并通过表决控制大多数董事，董事会又控制其他高管人员的任免，但董事会中由独立董事担任主任的专门委员会成为抑制执行董事的机制。因此，董事会和董事是全体股东与公司其他高级管理人员之间的连接点，对上负责，对下监督。但在双层股权结构下，执行董事与高管的界限几乎消失：他们都属于管理团队成員，共同掌控超级表决权²⁵，且掌握着独立董事的任免权。双层股权结构因此被喻为公司的“人治”而非“法治”²⁶，自不应鼓励。

最后，董事会对高管的事前监督机制如果失效，公众投资者就只能在侵害发生后诉诸于监管部门或法院寻求救济。在投融资领域，由于各方的机会成本高昂，恢复原状和实际履行这两种事后救济形式基本都不可行，而损害赔偿一般只涵盖实际损失，难以提供充分的救济。同时，依赖公共机构的事后救济还会殃及投融资交易主体之外的第三方。当董事会不再能维护股东利益、迫使股东只能向公共部门寻求事后救济时，原本由董事会承担的监督职能实际上被“出口”给公共部门，这无疑会加重公共部门的财务负担，产生高昂的公共成本。²⁷

双层股权结构的配套制度： 强制信息披露和非司法救济机制

虽然各界对双层股权制度的评价褒贬不一，但这一制度在国际资本市场的合法地位并未改变，仍然受到大量企业和投资者的欢迎。即便从中立的监管者角度看，我们也不能忽视这一制度对不同市场和交易所的监管竞争产生的影响——竞争压力会迫使交易所制定受投资者青睐的规则。²⁸回溯纳斯达克的兴起及其与纽交所之间的竞争，正是因为对双层股权结构的首肯，顺应了企业和创业者实现其正当商业目标的需求，纳斯达克才成功挑战了纽交所的市场地位而成为诸多新上市公司的

选择。而纽交所不仅失去了成为这些公司上市场所的机会，还被在该交易所交易的公司威胁要退市并转而在纳斯达克上市。²⁹港交所首席运营官李小加也指出，香港市场和监管者是否能处理好双层股权结构关乎香港是否会错过一整代而非一两家准备上市的中国创新企业。³⁰在资本市场全球化已不可逆转的今天，各国企业不断进行“监管套利”(regulatory arbitrage)，根据自身的商业需要和面临的监管差异选择市场和监管主体³¹，若我们无视双层股权结构的商业功能，完全禁止此结构，无疑会让监管者及市场付出巨大代价。因此，我们亟需探讨如何在发挥这一结构积极功能的同时抑制其可能产生的负面影响。

双层股权结构带来的突出问题是公众投资者和管理团队之间的利益冲突。因此，配套制度的设计应当直接回应这一问题，从降低这一利益冲突的几率和提供事后救济两方面入手。

一、强制信息披露：双层股权结构的必要性和安全性

双层股权结构将公众投资者几乎完全排除在公司决策之外；因此，现有制度中为协助公众投资者表决而设计的信息披露无法为股东提供充分保护。除非存在采纳这一非常规股权结构的必要性，且公司能说服公众投资者——让管理团队掌握决策控制权对公众投资者是“必要”且“安全”的——否则监管者不应批准企业采纳双层股权结构。据此，监管部门应要求申请上市的企业在招股说明书中详尽披露和说明采纳此制度的必要性及对公众投资者利益的安全性。

从纳斯达克上市的数家公司的招股书看，上市公司在这方面的说明寥寥。以谷歌公司为例，其创始人在“致投资者的信中”仅以其处于传媒企业和科技类公司的交叉点为由说明其采纳双层股权制度的必要性。³²而如此“放任”的监管策略似乎也并未对美国市场中的公众投资者造成伤害。³³但在我国，这样的监管策略却未必恰当。首先，敌意收购在中国并不普遍，而抵御普遍和频繁的敌意收购风险恰是双层股权结构在美国获得认可的天然正当性。同时，我国公众投资者的判断能力似乎也不及欧美市场中的机构投资者和其它公众投资者。³⁴为此，监管者需要摆脱将双层股权结构视为天然反收购手段的思维定式，转而寻找更多元的标准来衡量这一特殊股权结构对具体企

业的必要性。有关双层股权结构的实证研究无疑提供了诸多可供参考的因素，例如行业特征、创始人对企业价值的重要性、企业所处的发展阶段等等。³⁵值得注意的是，企业所处的行业特征经常被科技类企业援引为实施双层股权结构的必要原因³⁶，但目前似乎尚无理论或是实证证据支持这一论断。³⁷

由于支持必要性的主张多涉及判断和预测，可检验性比较差，只采纳企业在招股书中发表的一家之言会带来很大风险。因此，有必要拓宽信息来源，利用市场中各方的信息和专业优势对之进行事前检验，提高相关信息的质量。例如，我们可考虑对相关主体施加就某些重要事项开示证据的义务，赋予监管者向特定主体调取关键信息的权力，同时要求监管机关在必要时召开闭门或公开的听证会，广泛听取包括机构投资者在内的市场主体的意见和建议。

我们还应意识到，采纳双层股权结构的必要性是一个相对概念。当管理团队所持有的股权比例持续降低，且低过一定比例时，意味着他们在主动降低自己与公司的利益关联，再让其控制公司势必会给公众投资者带来更大的风险。因此，需要对采纳双重股权结构的必要性进行动态监管。一个已经被上市公司使用且可资借鉴的机制是：使附着超级投票权的股权受制于一个自动转换条款：在管理团队合计拥有的股权比例低于规定的下限时，附着超级投票权的普通股将自动转换成“一股一票”的普通股。在确定这一下限时，立法和监管者可综合考虑具体公司的股东持股结构、管理团队原始的持股比例等因素。³⁸

即便申请上市的公司能够在相当程度上证明采纳双层股权结构的必要性，监管者和投资者也还需权衡必要性与该制度可能带来的负面影响。这其中最大的负面影响就是管理团队可能在股东无法“用脚投票”、董事会监督失效和并购压力降低的情形下滥用控制权谋取私利、侵害公众投资者的利益。因此，还应当要求企业就采纳这一制度对公众投资者是否“安全”进行说明和披露，供监管者和投资者判断这一负面影响出现的几率并选择恰当的风险防范措施。具体而言，有关“安全性”的说明和披露应当包括两方面：管理团队的可信度和预防侵害的保障机制。企业应当就管理团队的可信度进行

说明和披露，包括管理团队在上市前相当一段时间内守法合规，维护和实现公司及股东利益方面的既往表现，该时间段可与管理团队及实际控制人连续性要求的时间段一致。同时，要求企业就防范和救济管理团队的机会主义行为所提供的制度安排做出说明，在此可植入一个企业间的竞争机制，发挥企业和管理团队的主动性：对此考虑越周详的企业就越有可能设计出能给投资者以“安全感”的配套制度，从而吸引更多投资者，对其它采纳双层股权结构的企业形成压力和动力。

二、公众投资者救济机制——监管机构提供的准专业仲裁

无论事前的信息披露要求多么严格，都不可能把管理团队“违约”和损害公众投资者利益的几率降为零。因此，施行双层股权结构还应当辅之以有效的股东救济机制。

最终的股东救济机制是司法救济，对双层股权结构的容忍度在相当程度上取决于司法救济的质量。在这一方面，美国无疑是佼佼者：股东诉讼，尤其是集体诉讼，是对在美国上市的公司最有效的约束之一。³⁹但我国却难以依赖司法救济模式。且不论司法效率和司法传统的差异，美国活跃的股东集体诉讼模式本身就很难复制到我国，对股东诉讼推波助澜的集体诉讼律师的行为方式在华人社会中也未必能被接受。因此，我们有必要探索更适合国情的替代事后救济途径。

证券交易所和政府监管部门(以下合称为“证券监管部门”)是替代法院提供事后救济的最佳候选人，这也是“监管国家”在全球兴起带来的结果之一。⁴⁰相较于司法机关，在认定和惩处证券市场中的违法行为方面，证券监管部门具有明显的信息和专业优势。同时，监管部门的中立性一般不逊于其所在法域的司法机关。⁴¹而且，证券监管部门还需要面对来自海外交易所和监管机关的竞争压力，加之一些交易所本身是以盈利为目的的上市公司，保持中立和公平不仅是其法定义务，更是关乎证券监管部门生存和发展的核心竞争力所在。

据此，可考虑由证券监管部门牵头设立专门机构，处理股东与公司、与管理团队之间的纠纷。在现阶段，甚至可以考虑专设一个解决双层股权结构纠纷的机构，用专业化、高效和公平的纠纷解决服务为公众投资者提

供救济,同时对管理团队形成有效的威慑。考虑到向公共部门“出口”监管职能会增加公共机构的财政和人力负担,应当引入特定机制以降低证券监管部门在这类特殊的纠纷解决过程中面临的财政和信息压力,在确保裁决质量的同时保证机构运作的效率。此外,在确保专业和高效裁决的同时不能牺牲裁决人员的中立性。为实现上述目标,我们应当将设立在证券监管部门的这一裁决机构定位于专业仲裁结构而非类似法院的司法机构。

首先,裁决机构的定位应当接近于仲裁机构而非法院,可以降低信息成本、财务成本、寻租成本和裁决执行成本。在此定位下,裁决机构的工作人员仅为纠纷解决提供协调和管理服务,裁决者则由具有丰富市场经验的行业、财务和法律等专业人士担任。与此相关,应当提高当事人及其专业服务人员在纠纷解决中的主动性和重要性。为此,应当强化庭前的证据开示制度,对当事人施加在开庭前向对方充分开示证据的法定义务。如此一来,各方及其专业服务人士能够在开庭前充分交换信息,尽早消除当事人之间的信息不对称,从而有效促成当事人达成庭前和解。即便达不成庭前和解,裁决人员也可由此获得更为全面、详尽且经过了双方甄别和质证的高质量信息,从而极大提高裁决质量,降低裁决的错误率。无论是对于各方当事人,还是对于裁决机构和裁决人员,证据开示制度都是一个低成本、高收益的效率选择。⁴²

其次,将政府纠纷解决机构定位于仲裁机构而非司

法机构也更有利于保证裁决人员和裁决的中立性。在仲裁制度中,当事人关于仲裁机构和仲裁员选任的合意是裁决中立性的基础和裁决强制执行力的来源。但监管人员与市场主体接触频繁,关系密切,更可能与当事人存在实际和潜在的利益冲突⁴³;采用仲裁模式而非司法裁决模式,将监管部门置于服务提供者而非裁决者的位置能在一定程度上减轻这一疑虑。与此同时,可参考我国现有的审判人员回避制度和美国诉讼当事人对陪审团成员的异议权行使机制,赋予当事人挑战裁决人员适格性的权利,进一步确保裁决人员的中立性。

结论

自20世纪20年代在美国兴起,双层股权结构已走过近百年的历程,在各国资本市场中得到不同程度的认可。资本流动的国际化使诸多中国公司得以在国外资本市场成功采用双层股权结构上市;尚未上市的中国企业和企业家也表达了对这一非常规股权结构的需求。同时,我国公司法所规定的资本制度已显现出管制放松和市场化演进趋势,证券监管部门主动回应市场需求的时机已经成熟。为此,应当根据我国企业、资本市场和法律制度的现状和特点探索配套制度安排,参考成熟市场中的企业和监管实践,在满足企业家需求的同时严格保护公众投资者利益并为之进行必要的制度创新,从而提升我国证券市场的竞争力。 ■

注释

1. 国内也有学者将其译为“双重股权结构”。市场中还有其它的非标准股权结构,如道奇公司曾发行过无表决权的A类普通股,而网络游戏公司Zynga上市时采用了“三重股权结构”,按表决权大小将普通股划分为三类而非两类。但这些结构与双层股权结构的本质并无差异,且后者更为普遍。因此,本文仅针对双层股权结构。同时,就创设形式而言,除了首发上市,还包括换股要约(exchange offer)、特殊分红(special distribution)、对表决权的行使附加时间条件(voting rights alteration)及发行新股(new issue)等,但通过首发上市创设更为普遍,也更被监管部门认可,本文分析遂仅限于此形式。

2. 见团购网站企业Groupon Inc.的招股书(Form/ 424B4), 2011-11-7: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7858178#A2206165Z424B4_HTM_BG79801A_MAIN_TOC: 132-138.

3. Tatiana Nenova. How to Dominate a Firm with Valuable Control? Dual Class Firms Around the World: Regulation, Security-Voting Structure, and Ownership Patterns [D], SSRN电子图书馆 (2001): <http://ssrn.com/abstract=1017603> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017603>.

4. Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States [J]. 23 Rev. of Fin. St. 1052, (2010).

5. Joel Seligman. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy [J]. 54 Geo. Wash. L. Rev. 699, (1986).

6. Dual-class share structures: The cost of control [J]. The Economist, 2011年7月21日: <http://www.economist.com/node/18988938>.

7. 例如百度、凤凰新媒体和优酷。见这些公司在美国上市的招股书, 百度:

http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=3607949#D424B4_HTM_TOC, 第117-122页; 凤凰新媒体: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7577418#A2204086Z424B4_HTM_BG47901A_MAIN, 第173-183页; 优酷: http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=7256904#D424B4_HTM_TOC, 第171-181页。

8. 见我国《公司法》第127条和132条和港交所《主板上市规则》第11.25条和《创业板上市规则》第11.25条。

9. 阿里巴巴集团最近与港交所接洽以有限合伙形式在上市, 港交所首席执行官李小加为此在港交所官方网站上发表了两篇长博文, 将阿里巴巴所意向采纳的交易安排视为双层股权结构, 探讨了这一诉求的相关问题。见李小加. 投资者保障杂谈. 2013: <http://>

www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/130925blog_c.htm, 和李小加。‘梦谈’之后, 路在何方——股权结构八问八答。2013: https://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/blog_c.htm。

10. 例如: 马立行。美国双层股权结构的经验极其对我国的启示[J]. 世界经济研究, 2013, (4): 30-33. 再如: 张舫。美国‘一股一权’制度兴衰及其启示[J]. 现代法学, 2012, (3): 155.

11. 一些文献几乎没有谈及中国, 例如魏勇强。双重股权结构是公司资本结构的合理选择吗? [J]. 特区经济, 2012, (10): 115-117. 马立行和张舫的论文中针对中国的制度建议则未辅之以详细的论证。

12. Stephen M. Bainbridge. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4 [J]. 69 Wash. Univ. L. Quart. 6, (1991).

13. A. Dewing. The Financial Policy of Corporations 163 (5th ed. 1953), p. 161, 转引自Stephen Bainbridge. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4 [J]. 69 Wash. Univ. L. Quartly. 7-8 (1991).

14. 例如, 2012年, 著名的媒体公司二十一世纪福克斯公司(Twenty-first Century, Inc.)的一个股东动议废除该公司的双层股权结构, 经股东大会投票, 约28.8%的股东同意, 其余股东反对; 谷歌公司也在2012年面临过类似的动议, 结果有约18%的股东同意, 其余股东不同意, 见Proxy Monitor统计的结果: <http://www.proxymonitor.org/ScoreCard2012.aspx>.

15. 上市企业数量、资本规模以及投资人数的增加都会提高市场的流动性, 而流动性可以降低上市企业的资金成本, 见Gary Sanger, John McConnell. Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ [J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 1986, 21(1), 从而提高资本市场的效率, 提高股价对信息的灵敏度, 吸引更多的企业和投资者进入市场, 使市场进入良性循环, 见: Eugene Fama. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. The Journal of Finance, 1969, 25 (2): 384-417. Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York.

16. 特拉华大学的公司治理研究中心就双层股权结构召集业界专业人士召开了一次座谈会, 各方的发言值得参考, Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value. 2012, Third Quarter: 37-44. (<http://directorsandboards.com/DBEBRIEFING/November2012/JimkristieNovember2012.html>). 此处见Frederick H. Alexander的发言, 第41页。

17. 例如沃伦·巴菲特及其团队所管理的投资公司Berkshire Hathaway。

18. 例见谷歌(Google Inc.)招股书(Form/424B4)中两位创始人致投资者函中陈述, 2004-8-19, pp27-28. <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=2946385>.

19. Sanjai Bhagat, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Gregg Jarrel and Lawrence Summers. Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization[R] Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, Brookings Institution Press, 1990: 1-84.

20. Andrew Hill的发言, 参见Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 37.

21. Kai Li, Hernán Ortiz-Molina, and Xinlei Zhao. Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms [J]. Financial Management, 2008, Winter, pp713-745.

22. 我国学者还指出, 双层股权结构可能会加剧我国A股市场中上市公司分红过低的问题, 参见张舫。美国‘一股一权’制度兴衰及其启示[J]. 现代法学, 2012, (3): 162. 对此尚需进一步的实证研究检验, 遂不对此展开论述。

23. 参见Anne Yerger的发言Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 38.

24. 邓峰。中国法上董事会的角色、职能及思想渊源: 实证法的考察[J]. 中国法学, 2013, (3): 101.

25. 以谷歌为例, 两位创始人和首席执行官共持有约36%的表决权, 董事会成员和其它管理层成员一共享有约63%的表决权, 见谷歌招股书第25页: <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=2946385>.

26. Geoff Colvin的发言, Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 39.

27. 见Charles Elson的发言, Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 38.

28. Daniel Fischel. Organized Exchanges and Regulation of Dual Class Common Stock [J]. 54 U. Chi. L. Rev. 119 (1987).

29. 见William Bratton的发言, Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 44.

30. 例见李小加。投资者保障杂谈。2013-9-25: http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/130925blog_c.htm, 李小加。‘梦谈’之后, 路在何方——股权结构八问八答。2013-10-24: https://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/blog_c.htm.

31. 诸多运营实体和业务均在中国境内的公司选择到包括纽约和香港市场上市即是一例, 参见唐应茂。私人企业为何去海外上市——中国法律对红筹模式海外上市的监管[J]. 政法论坛, 2010, (4): 161-164.

32. 谷歌招股书, 第30页: <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=2946385>.

33. 一个可供参考的现象是, 尽管股东诉讼在美国盛行, 除了前述提及的读者文摘集团的股东诉讼外, 并未太多见有关双层股权结构引发正式纠纷的报道。与此同时, 公众投资者仍然在购买拥有这种股权结构的公司发行的股票。

34. 例见香港理工大学课题组。中国投资者(个人/机构)行为分析[R]. 上证联合研究计划第十期课题报告, 2004.

35. 有关美国的上市公司的实证研究见Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States [J]. 23 Rev. of Fin. St. 1052, (2010). 有关多伦多的上市公司的实证研究, 见魏勇强。双重股权结构是公司资本结构的合理选择吗[J]. 特区经济, 2012, (10): 115.

36. 例如谷歌招股书, 第30页: <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=2946385>.

37. 例如, 魏勇强援引一项研究指出, 在1983到1998年间在加拿大上市的企业中, 采纳双层股权结构的企业极少出现在新技术公司, 而倾向于集中在传统工业领域, 如耐用消费品生产、批发和零售行业, 见魏勇强。双重股权结构是公司资本结构的合理选择吗[J]. 特区经济, 2012, (10): 117.

38. 例如百度公司, 见其招股书第117页, http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=3607949#D424B4_HTM_TOC.

39. 杜要忠。美国证券集团诉讼程序规则及借鉴[N]. 证券市场导报, 2002, (7): 63-71.

40. 陈若英。超脱与应对——法院与规制部门之间的竞争[J]. 北大法律评论, 2013, (1): 51-59.

41. Ruoying Chen. Market Solutions to the Information Challenge of China's Legal System: Overseas Listing of State-Owned Enterprises.1 Peking Univ. L. J., 133-163 (2013).

42. 有关美国诉讼开示制度价值, 例见黄松有。证据开示制度比较研究——兼评我国民事审判实践中的证据开示[J]. 政法论坛, 2000, (5): 103-115.

43. 例如, 美国的“旋转门”问题, 例见 Yeon-Koo Che. Revolving Doors and the Optimal Tolerance for Agency Collusion[J]. RAND Journal of Economics, 1995, (26-3): 378-397.