

國立臺灣大學法律學院法律學研究所



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

論雙層股權結構的監管制度

——探究引入我國之可行性

A Study on the Regulation of Dual-Class Share Structure:

Exploring the Prospects of Its Introduction into Taiwan

許庭瑄

Ting-Hsuan Hsu

指導教授：邵慶平 博士

Advisor: Ching-Ping Shao, J.S.D.

中華民國 111 年 7 月

July 2022

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

論雙層股權結構的監管制度——探究引入我國之可行性
A Study on the Regulation of Dual-Class Share Structure:
Exploring the Prospects of Its Introduction into Taiwan

本論文係許庭瑄君（學號:R08A21105）在國立臺灣大學法律學系完成之碩士學位論文，於民國111年7月12日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授：邵憲平

口試委員：江朝聖

胡韶雯

邵憲平



謝辭

隨著這篇論文付梓，我的碩士生涯也將走向終點。自 2019 年入學後的三年，全世界都壟罩在新冠肺炎的陰霾之中，這篇論文就是在這樣的時代環境下誕生。為避免感染影響寫作進度我只能深居簡出，在家中透過視訊與教授討論論文。雖在撰寫論文的過程中，因疫情少了許多和老師、同儕互動的時光，但幸好身邊摯愛的親友都平安，我想這也是這篇論文能夠順利完成的最大原因。

首先，我要感謝指導教授邵慶平老師。邵老師是我在碩一修習第一堂專題課程的第一位老師，他在課程中給予我非常多的思辨機會，讓我感受到作為一個研究生必須要具備更多質疑與思考的能力。邵老師自由包容的指導風格和親切溫暖的個性，總是讓我能夠放鬆地與老師討論問題並提出自己的想法，在撰寫論文的過程中也能夠有自信地抒發自己的見解。同時也要感謝我的口試委員江朝聖老師和胡韶雯老師，謝謝兩位老師用心地閱讀我的論文，也提出非常多深刻的問題與我討論，讓我能夠將這篇論文修正得更加盡善盡美。

我也要謝謝邵門的杰恩、郁真和景儒，在這三年中與你們互相扶持、討論切磋，為我埋首研究的時光增添歡笑，變得不再那麼苦悶。特別是景儒一直以來的愛護和陪伴，真的很高興能在研究所遇見你並與你攜手走過這段人生旅途。還有要謝謝我從大學以來的好朋友們以及羽球隊的大家，你們總是能在我需要的時候給我鼓勵，讓我知道自己並不孤單。我也要謝謝那些在寫作過程中，為我解惑和提供資料和經驗分享的學長和學姊們，讓我不再那麼徬徨。最後我要感謝家人始終支持著我，讓我在台大法律七年的學習路程上無後顧之憂。撰寫論文的過程中必然會碰上許多瓶頸和懷疑自我的艱難時刻，因為有你們，回首過往之時，我回想起來的都是與你們共處的閃亮時光。

庭瑄，於臺北家中

2022 年 8 月 9 日

摘要

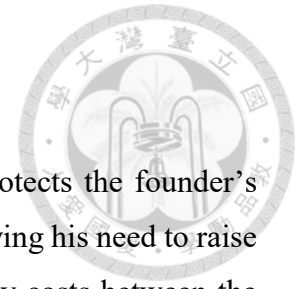


雙層股權結構的優點在於可以保護新創公司創辦人的經營決策權，並同時滿足公司籌資之需求，與此同時，掌握表決權之控制股東與其他股東之間的代理成本也隨之提升，產生了傷害公司治理的風險。雙層股權結構與公司治理的相互影響在比較法上已有相當討論。近來，國際上的數個重要金融市場，如香港、新加坡、上海、倫敦陸續放寬雙層股權上市，這些市場不約而同地採取強制監管措施來緩和雙層股權可能造成的負面效應，這也讓雙層股權的監管制度成為更趨重要的議題。其中，日落條款因其多元化設計與來自美國機構投資人的擁戴，成為在學術和實務上討論較為熱烈的監管措施。

近年台灣政府為推動國內產業創新與轉型，大力扶植提供高科技創新產品和服務的公司，而這類型的公司也是雙層股權的最大潛在使用者。然而台灣在 2018 年公司法修正之後，仍禁止公開發行公司發行複數表決權股來建構雙層股權結構，此與香港、新加坡等亞洲國家允許公司在上市時採用雙層股權結構的模式有所差異。台灣的立法者及主管機關是否應提供上市公司採用雙層股權結構之選項？我國是否為適合引進雙層股權結構之資本市場？由於新法制的引進仍須考量本土因素，因此本文嘗試從市場、政策方向、公司法制等不同面向來討論這些問題，並嘗試提出我國引進雙層股權結構應採取的監管模式及法制設計。

關鍵字：雙層股權結構、日落條款、複數表決權、股份平等原則、公司治理

Abstract



The advantages of the dual-class share structure are that it protects the founder's right to make decisions about the company's operations while satisfying his need to raise capital. However, the dual-class share structure increases the agency costs between the controlling shareholder who holds the voting rights and the other shareholders leading to the risk of undermining corporate governance. The interplay between the dual-class share structure and corporate governance has been well discussed in comparative law. Recently, several major international financial markets such as Hong Kong, Singapore, Shanghai and London have been liberalizing their dual-class share structure listings, and these markets have coincidentally adopted mandatory regulatory measures to mitigate the potential negative effects of this structure. The sunset clause is one of the most hotly debated regulatory measures in both academic and practical terms due to its diverse design and popularity among institutional investors in the US.

In recent years, the Taiwanese government has been promoting innovation in the domestic market by fostering companies that provide high-tech innovative products and services, and these companies are also the largest potential users of the dual-class share structure. However, after the amendment to the Companies Act in 2018, Taiwan still prohibits public companies from issuing plural voting shares to create a dual-class share structure, which separates Taiwan from other Asian jurisdictions such as Hong Kong and Singapore that allow companies to adopt dual-class share structure when going public. Should Taiwan's legislators and policy makers provide the option for listed companies to adopt dual-class share structure? Is the introduction of dual-class share structure suitable for Taiwan's capital market? As the introduction of a new legal scheme still needs to take local factors into consideration, this article attempts to discuss these issues in terms of different factors such as market, policies and corporate legal system, and attempts to propose a regulatory model and legal design for the introduction of dual-class share structure into Taiwan.

Keywords: dual-class share structure, sunset clause, plural voting rights, principle of equality of shares, corporate governance

目錄



謝辭	i
摘要	ii
Abstract	iii
目錄	iv
圖目錄	x
表目錄	xi
第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第一項 問題的源起	1
第二項 雙層股權結構的新課題	2
第二節 研究方法	4
第三節 論文架構	4
第二章 雙層股權之總論	6
第一節 雙層股權結構之概述	6
第一項 一股一表決權原則之省思	6
第二項 現金流量權與控制權的偏離	9
第三項 設計樣態	11
第四項 發行方式	12
第一款 首次公開發行	12
第二款 資本結構重組	12



第一目 換股要約	13
第二目 特別分配	14
第三目 表決權轉換	14
第三款 再次發行	15
第二節 雙層股權結構之發展	15
第一項 雙層股權結構之發展歷史：美國	15
第一款 1800 年晚期到 1920 年代：雙層股權結構初次登上舞台	16
第二款 1926 年到 1980 年：風潮的趨緩	17
第三款 1980 年代：風潮的復興	18
第四款 1980 年代晚期：SEC 的監管——Rule 19c-4	19
第五款 2010 年後：科技產業帶動的新風潮	23
第二項 雙層股權結構發展數據：美國	23
第三項 雙層股權結構發展：其他國家	25
第三節 建構雙層股權結構之合理性	27
第一項 契約與組織中的私法自治	27
第二項 不完整契約與剩餘控制權	28
第三項 契約理論與雙層股權結構	29
第四節 雙層股權結構與公司治理的衝突	31
第一項 代理成本理論	31
第二項 雙層股權結構與公司價值的關係	32
第一款 實證研究結果分歧	32
第二款 現階段實證研究的侷限性	33
第三項 公司內部監督機制失靈	35
第四項 機構投資人的反動	35
第五節 雙層股權結構的重要性	38



第一項 本人成本理論	39
第一款 概述	39
第二款 代理成本論之盲點	39
第一目 代理人與本人所生的成本	40
第二目 雙層股權與本人成本	41
第二項 雙層股權結構的優勢	42
第一款 經營者的獨有見識得以受到保障	42
第二款 促使更多新創公司選擇進入公開市場	43
第三款 經營者得以專注長期發展而非短期獲利	44
第四款 提升全體股東談判能力，抵抗惡意併購	45
第六節 小結	46
第三章 雙層股權結構的監管制度	47
第一節 全球視角下的監管制度	47
第一項 監管制度的三種模式	47
第二項 雙層股權在全球市場的開放熱潮	47
第二節 監管措施之概述	50
第一項 事前限制	51
第一款 適用主體之限制	51
第一目 公司種類限制	51
第二目 是否限定於新上市公司	54
第三目 公司規模限制	56
第二款 不同表決權持有人資格限制	57
第三款 表決權差異上限	58
第二項 事中監管	60
第一款 強制日落條款	60

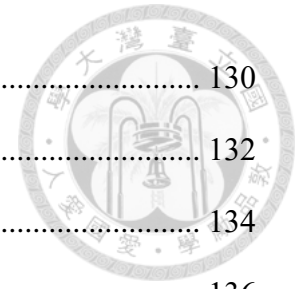


第二款 突破規則	60
第三款 強化資訊揭露	62
第四款 強化公司治理標準	65
第一目 改變特定議案可行使之表決權數	65
第二目 強化普通股股東的保障	70
第三目 強化功能性委員會之設置	72
第三節 雙層股權能否有效促進 IPO? —— 亞洲市場的現況	75
第四節 監管措施之檢討	76
第一項 過猶不及的事前監管制度——事後救濟制度的強化	76
第二項 證券事件的事後救濟——各國團體訴訟制度	77
第五節 小結：監管政策之論辯	82
第四章 雙層股權結構與日落條款	84
第一節 永遠的雙層股權?	84
第一項 雙層股權結構的案例	84
第二項 小結	87
第二節 日落條款	88
第一項 歷史背景	88
第二項 日落條款之設計	89
第一款 期間型日落條款	89
第二款 事件型日落條款	91
第三款 持有比例型日落條款	92
第三項 日落條款的爭議	93
第一款 強制性 7 年期間型日落條款的訴求	93
第二款 學說爭辯	95
第四項 國際上日落條款的使用	97



第一款	期間型日落條款——倫敦、印度	98
第二款	事件型日落條款——香港、新加坡、上海、深圳、印度	99
第三款	期間型與事件型日落的選擇	102
第三節	小結：雙層股權的落幕	103
第五章	台灣資本市場與雙層股權	105
第一節	雙層股權結構於我國發展情況	105
第一項	複數表決權股之修法歷程	106
第二項	2018年公司法修正禁止公發公司發行複數表決權理由分析	107
第一款	代理問題	107
第二款	國情問題	109
第三款	股東平等原則	110
第三項	新創企業採用閉鎖性公司法制所遇之難題	111
第四項	2018年修法後特別股發行現況	113
第二節	以無表決權或限制表決權特別股建構之雙層股權	115
第一項	特別股與普通股之差異	116
第二項	持有無表決權股或限制表決權股與複數表決權股之差異	117
第三節	其他強化控制權機制	118
第四節	引入雙層股權結構之思考	120
第一項	國內因素之檢視	121
第一款	資本市場的成熟度	121
第二款	促進新創、IPO市場轉型與競爭政策	123
第三款	控制私益	126
第四款	完善的會計規範與雙層股權在會計上的意義	127
第五款	與現行公司法制的矛盾	129
第一目	現有雙層股權公司上市成本高昂	129

第二目	定足數計算方法架空複數表決權作用	130
第三目	董事優位主義和累積投票制	132
第四目	新股認購權與控制權稀釋	134
第五目	特別股收回制度使控制權的期限存在隱憂	136
第六款	股東救濟制度	137
第一目	普通股股東的保護	138
第二目	救濟程序與司法審查	140
第三目	證券事件的團體訴訟	144
第二項	我國應如何引進雙層股權結構	146
第一款	監管制度之模式	146
第二款	法制設計之建議	148
第一目	雙層股權公開募資之管道	149
第二目	立法模式	150
第三目	監管制度之設計	151
第六章	結論	155
	參考文獻	158



圖目錄

圖一：美國公司採用雙層股權結構 IPO 成長折線圖.....	24
圖二：美國科技類與非科技類工.....	25
圖三：美國 IPO 市場股權結構近四年趨勢.....	97



表目錄



表一：各國或地區對於雙層股權結構之立場	26
表二：本人成本與代理人成本的組成	41
表三：各大金融市場雙層股權監管措施整理	74



第一章 緒論

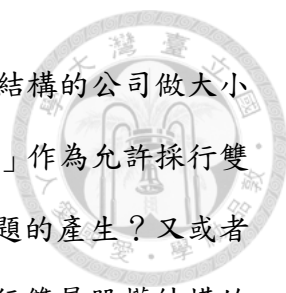
第一節 研究動機與目的

第一項 問題的源起

2013 年中國阿里巴巴集團控股有限公司（下稱阿里巴巴公司）向香港聯合證券交易所（下稱港交所）提出了上市申請，創辦人馬雲及其管理團隊提出了有別於傳統合夥公司結構的新型股權架構，該制度允許包括馬雲在內的創始團隊成員享有特殊的董事提名權和任免權，形成特殊的「合夥人制」。然而「合夥人制」的股權架構在當時因被視為雙層股權結構（dual-class share structure）的一種而不符當時港交所的上市法規，因此港交所駁回了阿里巴巴公司的上市申請，最終阿里巴巴公司在 2014 年轉而在允許採用雙層股權結構上市的紐約證券交易所（NYSE）上市¹。此事件在亞洲市場投下震撼彈，並進一步引發一系列的骨牌效應，香港（HKEX）與新加坡證券交易所（SGX）先後在 2018 年的 4 月和 6 月開放新上市公司採行雙層股權結構，上海科創版（STAR Market）和深圳創業板（SZSE）也陸續在 2019 年和 2020 年開放。

台灣最接近雙層股權結構的時刻，是在 2018 年公司法修法之際，當時也曾針對是否開放公開發行股份有限公司（下稱公發公司）發行複數表決權股進行討論。早在 2015 年我國公司法修訂了閉鎖性股份有限公司專章，就允許閉鎖性股份有限公司（下稱閉鎖公司）得發行複數表決權特別股，但在 2018 年修法時最終僅放寬至非公開發行股份有限公司（下稱非公發公司）得發行複數表決權股，因此我國目前仍禁止公發公司發行複數表決權股，此與香港、新加坡等亞洲國家允許公發公司採用之雙層股權結構有所差異。2018 年公司法第 157 條修法時，立法者以「公發

¹ 參見劉連煜（2015），〈阿里巴巴上市與公司治理〉，《月旦法學教室》，151 期，頁 25-27；蔡昌憲（2017），〈自阿里巴巴跨國上市案談我國複數表決權股之規範方向——一個法域競爭的觀點〉，《財經法制論叢（卷一）》，頁 165-180；黃朝琮（2015），〈阿里巴巴上市案之若干觀察〉，《法令月刊》，66 卷 10 期，頁 65-66。



公司股東眾多，容易生嚴重代理問題」為由，將能採用雙層股權結構的公司做大小分流，僅允許非公發公司採行之，然而，以公司「是否公開發行」作為允許採行雙層股權結構的界線是否合理？非公發公司難道就不會有代理問題的產生？又或者立法者預設大型的公發公司更需利用法規來保護？再者，若採行雙層股權結構的非公發公司有朝一日欲辦理公發吸引大眾投資，在現有的法規下，原先發行的高表決權股效力為何？若歸於無效，是否影響非公發公司上市之意願，大大削弱創辦人採行雙層股權結構之用意；若為有效，又應如何與其他公發公司區別規範？


在 21 世紀，提供網路及高科技等創新產品和服務的公司在全球市場的重要性逐漸提升，這類公司的迅速發展，也使得全球交易所必須與時俱進以迅速且大量地滿足他們的籌資需求。那麼台灣呢？台灣向來自詡為科技之島²，國發會近年公布的前九大指標性獨角獸公司³皆屬這類型的科技公司，他們是否同樣有使用雙層股權結構的需求？若有的話，台灣是否應開放採用雙層股權結構的公司證在證券交易市場進行籌資？新法制的引進與否非僅是是非題，順應國際潮流也不該是引入新制度的唯一理由，新法制如何本土化才是需要深入研究、反覆討論的重點，本文希望能藉由研究雙層股權結構之制度目的與監管策略，比較台灣與其他國家法制的趨同與差異，從中依照台灣資本市場與法制的體質尋找借鑑的可能；而台灣在 2018 年修正公司法第 157 條後遺留下未填補的問題，應如何解套？同樣值得更多的反省與思考。

第二項 雙層股權結構的新課題

雙層股權結構的優點在於可以保留新創公司創辦人的控制權，亦能滿足其籌資與吸引投資之需求，與此同時，掌握表決權之控制股東與小股東之間的代理成本也隨之提升。若控制股東因壟斷經營決策權又未善盡受託人責任，將控制力使用在

² 經濟日報 (11/25/2021)，〈沈榮津：台灣科技島優勢在人才 政府拚育才攬才留才〉，<https://money.udn.com/money/story/5613/5916533> (最後瀏覽日：06/28/2022)。

³ 國家發展委員會 (04/08/2022)，精進新創發產推動成果，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=03C5EA68842C59E8 (最後瀏覽日：06/28/2022)。



謀求己利造成公司價值減損，這都將與提升公司治理的目標產生扞格。雙層股權結構與公司治理的相互影響在比較法上已有相當討論，近年國際上也不乏利用強制監管措施來加強對雙層股權結構公司監管之呼籲，其中日落條款又因最為簡單明瞭成為較受歡迎的監管措施，日落條款及其他配套措施的設計與適用上的爭議，讓雙層股權結構的監管成為了新的課題。另外，雙層股權結構的核心精神在於滿足異質化股東的不同需求，追求不同目標的股東相互約定以犧牲部分控制權交換低額的普通表決權股，其背後隱含著契約自治的色彩，因此，雙層股權結構的運作是否適合以法規強制規範，又或者應回歸市場自治交由創辦人集團與投資人們自行磋商協議，也是學界討論的議題之一。

必須注意的是，公司選擇使用雙層股權結構的時機可分成三種不同的階段：階段一是公司未上市時；階段二是公司尋求上市時；階段三是公司已經上市時。而本文關注的焦點和討論的重心是在公司處於階段二時是否能採用雙層股權結構。因為大部分的國家都允許未上市公司（階段一）能夠採取較為彈性的股權結構設計或簽訂更多契約自由的空間的股東協議，因為這時公司還保持私人化，股東數量較少且關係緊密，彼此間較無資訊不對稱和契約違反的問題。而上市公司由於股東眾多，一旦控制權和現金流量權偏離過鉅，就有可能發生控制股東濫用控制權損害大眾股東的問題，因此大部分的國家都禁止已上市的公司（階段三）改採雙層股權結構，所以說，尋求上市的公司是有最大空間討論是否能採取雙層股權結構的階段。

職是之故，尋求上市的公司選擇適合的股權結構時，各國之立法者或者證券主管機關應否提供雙層股權結構之選項？又或者考量到各國市場環境之特色，應在哪些前提下允許開放雙層股權結構？這些問題是本論文的研究核心。而台灣學術界自阿里巴巴事件後開始關注雙層股權結構的相關議題，但國內討論的文獻多為雙層股權結構的介紹與優劣分析，對於新制度引進的環境及制度的監管研究尚待更多關注，針對目前法制尚待解決的難題亦疏有討論，故本文希冀藉此研究更深入探討目前文獻缺乏討論的新課題。



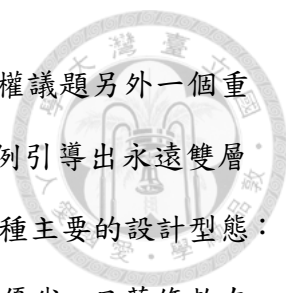
第二節 研究方法

本文採取文獻分析法蒐集與雙層股權結構相關之文獻，包含法律條文、行政函釋、書籍、期刊論文、學位論文、相關報導及網路資料等，並進行歸納整理與分析。本文擬先概述何謂雙層股權結構及此制度之所欲達成之目的，並結合經濟分析之方法⁴以契約理論作為解釋此制度之合理性以及代理成本理論說明可能產生之負面效應。文中採比較分析法，嘗試比較香港、新加坡、中國和美國等已開放雙層股權上市之法域，分析各國之法律如何設計雙層股權之監管和救濟制度。並採案例分析法，說明四家在美國採用雙層股權的公司面臨的狀況。最後，結合上述研究方法之結果探討台灣是否適合引進雙層股權結構。

第三節 論文架構

此論文共分六章節。第一章為「緒論」，說明本論文研究之動機、目的、方法及架構。第二章為「雙層股權之總論」，概述雙層股權結構之定義、設計樣態、發行方式和發展歷史。並以契約理論說明雙層股權結構之理論基礎和制度產生的合理性，再以代理成本理論和本人成本理論說明雙層股權結構對公司治理的影響，此為本制度最重要的爭點之一。第三章「雙層股權之監管制度」，本章以雙層股權結構在全球市場的開放熱潮展開，引出近年各個重要金融證券市場如何為雙層股權上市設計多樣的監管制度以減緩雙層股權帶來的公司治理隱憂，並同時利用新制度提升證券市場的競爭力。在第三章後段，本文藉亞洲市場開放雙層股權結構後的首次公開發行（initial public offering, IPO）數據質疑雙層股權對於IPO的效果，並檢討事前監管密度的合理性，提出強化事後救濟制度——尤其是證券團體訴訟制度為可能的解決方式。在第四章「雙層股權與日落條款」，本文進一步研究引起最

⁴ 經濟分析之觀點討論法律問題已有相當長的歷史，商業政策與法律之度的選擇，不宜僅採取歷史考據與法條對照的研究方法，而應從功能面上加以分析，推敲法制背後的經濟邏輯，方能達到最佳的商業效益，真正促進經濟發展。參王文字（2019），《探索商業智慧：契約與組織》，頁37，元照。



多討論的監管措施「日落條款」。日落條款的討論來自於雙層股權議題另外一個重要的爭點：雙層股權是否可以永遠存續？本文嘗試藉由三個案例引導出永遠雙層股權可能會造成的問題，而後，本文介紹了日落條款的歷史和三種主要的設計型態：期間型、事件型和持有比例型日落條款，說明並分析各個型態的優劣。日落條款在美國實務和學術界都引起了熱烈的討論，在國際上也受到各個主管機關的愛戴，因此第四章的後段，本文整理了日落條款在國際上的使用現況。第五章「台灣資本市場與雙層股權」將重點回歸到台灣的資本市場與雙層股權結構，第一節說明雙層股權結構在我國的發展現況，特別是複數表決權股的發行歷經無法發行，到開放閉鎖型公司和非公發公司發行。並透過現今新創公司採取閉鎖型公司型態遇到的難題，以及觀察 2018 年公司法修正第 157 條開發更多元型態的特別股後我國公司法發行特別股之數據，嘗試了解我國公司對雙層股權結構之需求。在第二節進一步討論以無表決權股架構雙層股權結構的問題。既然我國目前所有公司都可以發行無表決權股，那麼透過無表決權股架構之雙層股權與典型複數表決權股為中心之雙層股權有何不同？對於股東而言孰優孰劣？在第三節本文說明了我國其他種類的強化控制權機制。在第四節當中，本文認為新法制的引進必須考慮本土因素，因此嘗試從「應如何考慮到國內法制、市場與政策方向等不同因素來引進雙層股權結構？」之角度，檢視國內資本市場特質、政府新創政策、主觀機關的態度、控制私益、會計制度、現行公司法制與雙層股權制度可能產生的摩擦以及股東救濟制度等因素，分析我國是否存在適合引進雙層股權結構的環境。在第五章的最後，本文提出引進雙層股權結構應採取的監管模式和法制設計。第六章則為「結論」。

第二章 雙層股權之總論



第一節 雙層股權結構之概述

第一項 一股一表決權原則之省思

一股一表決權 (one share one vote) 原則下，股份有限公司之股東依其所持有之股數享有與該股份數同額之表決權，此概念往往被視為股東平等原則的具體展現⁵。在理論上，股東為公司收入之剩餘請求權人，就公司資產該如何運用，股東能藉由最佳決定得到最高的邊際效益，並同時負擔邊際成本⁶，因此表決權與股東的剩餘利益必須相互匹配，剩餘利益的權重必須帶有相應的表決權重。若表決權與剩餘請求權不成比例，那麼，擁有較多表決權的人將置個人利益為優先，從而產生巨大的代理成本，因此一股一表決權原則逐步成為公司法預設的任意規定 (default rule)⁷。國際上大部分公司法亦遵守此原則，賦予股東擁有相當於股權之表決權。而公司之其他利害關係人，例如債權人和員工，對公司只有固定的債權，公司做出最佳決策對其獲利影響較小，故公司法僅賦予股東有表決權，因為股東有最大的誘因去極大化公司的價值⁸。


一股一表決權原則的存在固然有其合理性，然而此原則是否絕對而牢不可破？事實上，並非所有國家針對股份表決權採取一致的立法模式——國際上有關表決權之立法可大致分為兩種模式，一種為表決權法定化的強制性主義，即法律規定股份

⁵ 有學者認為股東平等原則所涵蓋之範疇較股份平等原則廣，參黃銘傑 (2011)，〈「股東」平等原則 vs. 「股份」平等原則初探股東平等原則復權之必要性及可行性〉，《月旦民商法雜誌》，31 期，頁 10。

⁶ 張心悌 (2016)，〈股份表決權之彈性設計—從閉鎖性股份有限公司之立法談起〉，《當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，頁 534，元照。

⁷ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law Corporations and Private Property*, 26 J.L. & ECON. 395, 408-09 (1983).

⁸ 例外如美國德拉瓦州公司法 Delaware General Corporation Law § 221 除明文承認股東具有表決權外，亦承認公司債權人得享有表決權，但不似股東無須章程明確規定即當然享有表決權，必須將賦予公司債權人表決權之事項載明於章程之中，當公司債權人賦予越多表決權，公司債被認為股份之可能性越高。參蔡英欣 (2009)，〈股東表決權分配之規範模式〉，《國立臺灣大學法學論叢》，38 卷 2 期，頁 78，註 15。



公司能發行的股份種類，每股一權的普通股、無表決權或限制表決權股的股份，而不得發行一股具多表決權的股份，此模式以德國為代表，德國《股份有限公司法》第 12 條⁹僅允許公司發行在財產權利上有差別的股份，將享有利益優先權的股份設置為無表決權股，其他的股份表決權一律平等，採取類似模式的還有日本¹⁰和韓國¹¹。另一種則為股份種類自由化的自由主義，即法律對公司所發行的股份種類不做強制規定，公司可以透過股東會表決或章程規定，發行任何種類表決權的股份，此種模式以美國為代表，美國《模範公司法》§ 6.01 規定¹²，公司章程必須規定授權公司發行的股票種類、每一種類中的系列，和每一系列的股票數量，並說明相應的股票條件，包括優先權、權利與限制，採取相同模式的還有英國¹³和加拿大等國家¹⁴。

依照我國公司法第 179 條第 1 項：「公司各股東，除本法另有規定外，每股有一表決權。」可以說明我國採取原則上強制一股只有一表決權，惟有在法律例外允許的情況下，公司得發行表決權分配方式異於一股一表決權的特別股。法律例外允許的情況，如公司法第 157 條第 1 項第 3 到 6 款：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：……三、特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。」

⁹ German Stock Corporation Act § 12(2).

¹⁰ 日本公司法第 308 條第 1 項本文，對於公開發行公司仍要求原則上採取一股一表決權原則，例外允許發行無表決權股與限制表決權股（第 108 項第 1 項第 3 款）和附否決權股（第 108 項第 1 項第 8 款）。另外，亦限制公開發行公司發行無表決權股與限制表決權股不得超過已發行股份總數的一半（第 115 條）。雖然在日本無法發行複數表決權股，但在公司法第 188 條則設有單元股制度，可透過單元股制度讓每一股份的表決權有所不同，達到與發行複數表決權股同樣的效果。朱德芳（2018），〈雙層股權結構之分析——以上市櫃公司為核心〉，《月旦法學雜誌》，274 期，頁 163。


¹¹ Korea Commercial Code art. 369(1).

¹² MODEL BUS. CORP. ACT § 6.01 (2016) (Am. Bar Ass'n, revised 2016). § 6.01(a) Authorized Shares:

The articles of incorporation must set forth any classes of shares and series of shares within a class, and the number of shares of each class and series, that the corporation is authorized to issue. If more than one class or series of shares is authorized, the articles of incorporation must prescribe a distinguishing designation for each class or series and, before the issuance of shares of a class or series, describe the terms, including the preferences, rights, and limitations, of that class or series. Except to the extent varied as permitted by this section, all shares of a class or series must have terms, including preferences, rights, and limitations, that are identical with those of other shares of the same class or series.

¹³ UK Companies Act 2006 §284.

¹⁴ 张舫（2012），〈美国一股一权制度的兴衰及其启示〉，《现代法学》，2012 年 2 期，頁 160。



四、複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股。五、特別股股東被選舉為董事、監察人之禁止或限制，或當選一定名額董事之權利。六、特別股轉換成普通股之轉換股數、方法或轉換公式。」但公發公司不適用第 4、5、7 款之規定；在第 356 條之 7 亦同樣允許閉鎖性公司發行無表決權股、複數表決權股、限制表決權股等其他類型的表決權特別股。

一股一表決權原則是否具備足夠的正當性必須以法規強制所有公司採行之？此問題在國內外學界亦不乏討論。我國是否必須嚴守一股一表決權原則？學者認為，從修法歷程來看，公司法是否採取一股一表決權乃立法政策上之取決。因為在 2001 年公司法修法前，公司法第 179 條原有但書規定：「但一般股東而有已發行股份總數百分之三以上者，應以章程限制其表決權」此規定限制大股東行使表決權之權利，嗣後立法者以此規定不符股東平等原則之精神與股份有限公司本質不合為由，加以刪除；另外，觀察公司法第 157 條、第 356 條之 7 之文義，難以解讀出我國公司法有嚴格限縮表決權特別股類型之意圖¹⁵。

總而言之，雖然一股一表決權原則將股東之利益與公司之利益綁在一塊，降低了代理成本的產生，也使表決權更方便計算，但是強制性採用一股一權原則亦有其弊端：第一、造成股東實質上的不平等。過度強調形式上的股份平等，將抹殺確保經濟平等分派之原意，申言之，實際上觀察一股一表決權運行結果，不乏發生多數派股東憑藉資本多數決之機制，把持公司經營權，為自身利益不惜犧牲少數股東之權利之情形，反而是形式上打著股份平等原則的大旗，實質上少數股東之經濟上的分派權利卻遭不斷剝奪，因而造成持有少數股份的股東無法對公司決議構成實質性影響，影響股東間的實質平等¹⁶；第二、公司自治的空間受到壓迫，不同種類公司的具體情況不盡相同，強制性的立法，使其無法根據自身情況選擇最適合的股權架構，而剝奪了公司的自治空間；第三、忽略了公司股東間的異質性，股東間存在

¹⁵ 蔡英欣，前揭註 8，頁 74。

¹⁶ 黃銘傑，前揭註 5，頁 10。

著持股數量、智識能力、持股目的、投資偏好和利益追求等不同的差異，若法律制度無法允許不同公司的股東根據自己的需求調整股份表決權，將阻止他們達到最有效率和最大利益的安排。目前許多國家已不再強制以一股一表決權原則干預公司之股權設計，在全球放鬆管制、尊重公司自治之浪潮下，表決權也慢慢成為股東間調整權利的工具，因而在現行實務中設計出背離一股一表決權的制度，雙層股權結構正是其中之一。

第二項 現金流量權與控制權的偏離

多表決權股的發行所引起的最大問題是「現金流量權¹⁷」(亦可理解為股權)與「控制權」(亦可理解為表決權)分離的現象。其實，表決權並不絕對等於控制權，無論公司股權結構處於分散或者相對集中狀態，現金流向權與控制權都存在著不同程度的分離，股權分散的公司，控制權掌握在經營者手中，而股權集中的公司，控制權掌握在大股東(控制股東)的手上¹⁸。現金流量權是所有權的展現，代表股東在投入資本後，可以參與公司現金流量權分派的權利。而控制股東掌握公司的控制權，能夠左右公司的經營方向，而當股權設計導致現金流量權與控制權偏離時，就容易誘發不當利益輸送的現象¹⁹。公司的決策包括公司整體的獲利(X)，與控制股東個人的獲利(Y)，當控制權與現金流量權偏離時，或公司現在有多個決策方案可選擇，作為決策者，控制股東會考量兩權偏離的程度作出選擇。當Y大於X到一定程度時，即使此方案並不能讓公司整理利益最大化，控制股東仍會選擇此方案，此時就會侵害到其他股東僅能就X所分配到的利益²⁰。在實務上，多數企業的控制股東並非透過持有足額的股權來掌握公司的控制權，而是透過其他方式取得與股權不相對應的控制權，這些方式可以稱作強化控制權機制(control-enhancing

¹⁷ 亦有學者使用「盈餘分配權」一詞，因為一般公司不一定會發放股利，發放股利時也不一定以現金為之，參見許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙(2003)，〈控制權與盈餘分配權偏離之衡量(上)〉，《貨幣觀測與信用評等》，43期，頁15-31。

¹⁸ 張舫，前揭註14，頁160。

¹⁹ Lucian A Bebchuk et al., *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295, 301 (2000).

²⁰ 王文宇，前揭註4，頁235。

mechanisms, CEMs), 控制股東透過採用這個機制加劇了「現金流量權」與「控制權」的分離。此時, 控制股東即可持有不到半數的股權卻壟斷公司之經營決策權, 強化控制權的機制亦可稱之為「少數控制股東結構」(controlling-minority structure)。常見的模式包括: 金字塔型結構(pyramid schemes)、交叉持股(cross-shareholdings)與雙層股權結構(dual-class shares structure)。

金字塔型結構下, 公司中之實際控制者透過間接持股的方式, 控制第一層母公司直接控制第二層子公司, 而第二層子公司再直接控制第三層孫公司, 如此一來母公司即可不用直接出資而持有孫公司股票, 並能掌握其控制權。依照此種持股方式形成金字塔式的控制鏈, 使得母公司之股東雖僅持有少數第二層、第三層公司股權, 卻能夠擁有數倍的公司控制權²¹。

交叉持股模式係企業間基於特別目的, 透過水平的相互持股, 實質取得相對多數之股份表決權, 來強化對彼此公司的控制權, 控制股東因為兩公司相互持有對方股票, 得以不用出資取得兩公司之控制權, 與金字塔型結構係以垂直的控股關係有所不同, 具有維持公司經營權, 形成穩定的內部交易關係²²。

至於雙層股權結構, 此制度打破一股一表決權原則, 最典型的樣態是, 允許公司發行兩種(或以上)類別的普通股²³, 不同類別的普通股包含不同數量的表決權, 低表決權股通常被發行給一般大眾投資人, 高表決權股通常由公司經營者所持有, 使得公司經營者雖持有少量股權卻可享有多數表決權, 並藉此掌握公司控制權。典型的例子像是美國知名網路公司 Google, 於 2004 年初次發行即採取雙層股權結構

²¹ 王文宇(2005),〈從股權結構論公司治理法制〉,《月旦民商法雜誌》,10期,頁14。

²² 方嘉麟、林郁馨(2016),〈複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例〉,《月旦民商法雜誌》,52期,頁45。

²³ 此處所指的普通股是為了與優先股相較。在美國普通股與特別股之定義與我國有所不同, 我國法下只要是表決權為複數、限制或無表決權之股份, 依照公司法第 157 條與第 357 條均為特別股。而美國法下, 表決權如何安排不適區分普通股與特別股之本質差異, 公司可發行無表決權或限制表決權之普通股。兩者本質的差異, 在於盈餘分配之順位, 由於特別股或有稱為優先股(preference shares)介於股權和債權之間, 故在盈餘分配上之順位會高於普通股, 至於優先股的表決權則考量公司控制權的安排與投資人的接受程度而定, 且不論是普通股還是特別股, 皆可發行不同的類別(class of shares), 賦予不同的權利或限制。參見朱德芳, 前揭註 10, 頁 167, 註腳 50。

模式，分別發行 A、B 兩種普通股，兩種普通股除表決權與轉換權外，其他股票權益均相同，A 普通股每股享有一表決權、B 種普通股則每股享有十表決權，且搭配隨時轉換為 A 種普通股之權利，此時該公司持有 B 普通股之股東即可成為控制股東，以少量股權掌握公司經營決策權。雖然雙層股權結構不過是實務上多種強化控制權機制之一，但相較於上述金字塔型、交叉持股型強化控制權機制，雙層股權結構的控制結構可以說較為透明，因為前兩者須至少兩家公司以上相互配合，此外，金字塔型結構控制鍊之維持需要經常性的資金挹注，各控制鍊中又隱含利益輸送的隱憂，相較於此，雙層股權結構下的控制力來自於明確記載於公司章程特殊表決權股份，且控制結構僅涉及一家公司較為單純，亦可在事前揭露資訊於章程供股東和投資人知悉，藉此降低潛在風險²⁴。

第三項 設計樣態

雙層股權結構中除了上述較為普遍運用的複數表決權股外，尚包含了無表決權股²⁵、表決權上限股²⁶、具有否決權之黃金股、限制表決權股²⁷、可選取一定比例或數量之董事權利²⁸、混合型²⁹等，其設計之多樣性更甚於他種型態，像是中國知名的阿里巴巴公司，採用獨特的合夥人制（partnership-type arrangement）³⁰，此合夥與法律上對於合夥的定義不同，而是由創辦人與其經營團隊等合夥人所組成的委員會擁有過半董事席次的提名權，而且另外的大股東軟銀公司在持股不低於 15% 時，有一席董事提名權，其餘席次則由委員會提名，如果提名之候選人未被股

²⁴ 曹廷豪（2019），《雙層股權結構之應用——以控制權角度出發》，頁 146，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

²⁵ 無表決權股可區分為兩種，一種有特別待遇，如較優惠的股利作為無表決權的補償，另一種則無特別待遇。張心悌，前揭註 6，頁 544。

²⁶ 指超過一定上限門檻之股份，禁止股東行使表決權。張心悌，前揭註 6，頁 545。

²⁷ 例如 Berkshire Hathaway 公司所發行之股份，A 股為一表決權，B 股為 1/10000 表決權。參見 *Dual class companies List in US (updated March 2020)*, COUNCIL INSTITUTIONAL INV., [https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%203-16-20\(1\).pdf](https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%203-16-20(1).pdf) (last visited May 26, 2020).

²⁸ *Id.* 例如紐約時報發行兩種股份，A 股股東可選舉 30% 之董事，B 股選舉 70% 之董事。

²⁹ *Id.* 例如 Google 之母公司 Alphabet 發行三種股份，A 股 1 表決權，B 股 10 表決權，C 股無表決權。

³⁰ 黃朝琮，前揭註 1，頁 70。



東會選任，則有提名權之人可指派候選人以外之人擔任臨時董事，直到下一次股東會再行選任³¹，此種安排雖少見，但此與選任一定董事席次之類別股對公司產生之經營控制力與雙層股權結構有異曲同工之妙³²。

第四項 發行方式

第一款 首次公開發行

首次公開發行（IPO），指的是公司透過證券交易市場首次公開發行股票以供投資者認購，以期募集資金的過程。而公司在透過 IPO 發行特別表決權股時，為吸引投資者，在股票價格上會給予一定的折價，因此一般表決權股的價格會低於控制股東持有的高表決權股價格，在分紅上也會優於高表決權股，且為了防止控制股東透過出賣高表決權股獲得控制權溢價，一般章程會規定如果轉讓高表決權股，這些股票會回復成一般表決權股³³。由於主管機關所在意的重點是雙層股權結構之運用是否侵害現有股東之權利，因此透過 IPO 之方式，一般投資人可藉由公開發行說明書事前預見公司採用雙層股權結構之情形，因此在適用上較無爭議³⁴。

第二款 資本結構重組

不同於首次公開發行之方式係公司在上市初期即採用雙層股權結構；在上市之後，透過股東會決議修改章程並經過股東會多數同意發行多種類的表決權股，則屬於公司上市後中期的資本結構重組（recapitalization），並在章程修改後啟動表決權交換（voting-right exchange），可能的型態主要可以分成三種：換股要約、特別分配、表決權轉換。在這些情況下股東可以選擇不立即轉換表決權，而是授權董事會視經營情況在未來某個時點進行資本結構重組，且不需要再經股東同意，這種類似開立空白支票的方式得以讓目標公司在未來分配特別表決權股給友方的併購公

³¹ Yu-Hsin Lin & Thomas Mehaffy, *Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control*, 10 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 437, 452 (2016).

³² 朱德芳，前揭註 10，頁 167。

³³ 張舫，前揭註 14，頁 161。

³⁴ 廖秀芯（2020），〈初探雙層股權結構於我國之運用—以複數表決權特別股為中心〉，《中正財經法學》，20 期，頁 93。

司（也就是俗稱的白馬騎士），藉此來預防敵意併購，此時雙層股權結構因與其他防禦併購手段的效果類似。事實上在 1987 年美國 Rule 19c-4 公布之前，實務上多透過資本結構重組的方式架構雙層股權，以作為抵禦併購的手段³⁵。

第一目 換股要約

換股要約（Exchange Offer）係透過對公司股份進行分類來完成資本結構重組的方式。此方式首先要經過股東會決議修改章程，發行一種新的股份種類，一般被稱為 B 種普通股，B 種普通股的特點是享有複數表決權，原來的股份稱為 A 種普通股，維持一表決權。A 種普通股在規定時間內可以按一股換一股的方式轉換成 B 種普通股，且轉換成 B 種普通股後不得再轉讓予他人否則會變回 A 種普通股。因此，在市場上交易的股份只有 A 種普通股³⁶。在多數案例中，公司會向原有股東提出邀約（offer），以原有股東所持有之股份（通常為 A 種普通股）交換為複數表決權股（B 種普通股），但由於 B 種普通股會伴隨低盈餘分派權以作為 A 種普通股犧牲表決權的補償，因此一般大眾較無誘因持有低盈餘分派權的 B 種普通股，在此結構下，原有股東並不會接受此等要約，只有公司經營派會接受此等要約，進而保有複數表決權股並維持對公司之支配權³⁷。換股要約在 1984 年時盛行於美國³⁸，但美國證券交易委員會（SEC）在 1987 公布 Rule 19c-4 後，明確禁止採用此種方式進行資本重組，理由在於 SEC 認為換股要約的過程中有被公司濫用以及被強迫執行的可能³⁹。

³⁵ Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 ST. JOHN'S L. REV. 863,877 (1994).

³⁶ 张舫，前揭註 14，頁 155。

³⁷ Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4*, 69 WASH. U. L.Q. 565, 573 (1991).

³⁸ Ashton, *supra* note 35, at 880.

³⁹ Rule 19c-4(c)(3): “Any issuance of securities through an exchange offer by the issuer for shares of an outstanding class of the common stock of the issuer, in which the securities issued have voting rights greater than or less than the per share voting rights of any outstanding class of the common stock of the issuer.”



第二目 特別分配

特別分配 (Special Distribution) 與換股要約之差異在於，公司直接將高表決權的 B 種普通股按照一比一的比例分配給現有股東，且兩種股份的盈餘分派權相同。對於 B 種普通股的轉讓限制與上述換股要約相同。B 種普通股的分配在起初並不會影響公司內部的控制權利關係，但隨著一般股東對於 B 種普通股的處分，出售的股份因違反轉讓限制，將自動轉換回 A 種普通股，最終高表決權股可能會集中在少數股東的手中⁴⁰。

第三目 表決權轉換

表決權轉換 (Voting Rights Alteration) 嚴格來說並非資本重組，而是藉由修改章程，將公司的普通股依據持有期間分為長期持有股與短期持有股兩種。長期持有股是指在修改章程之前已持有並在修改過後持有一定期間之股份，或者在修改章程後一定期間內取得並持有一定期間之股份（通常為 40 個月），其餘股份則為短期持有股⁴¹。當一個股東持有之股份符合長期持有股之要件時，即自動轉換成高表決權股，而短期持有股則維持一般表決權股。而兩種股份盈餘分派權相同，然而長期持有股若轉讓予他人則會自動轉換回短期持有股，並被剝奪高表決權。因此，在表決權轉換之情形下，公司之股權結構係逐漸發生改變，並非在修改章程時即刻發生。此種方式之特色在於，在章程修正之後方持有股份之股東並非沒有機會獲得高表決權，因此欲取得公司控制權者，只要大量收購低表決權股，並持有一定期間後，仍能被指定為長期持有股之股東，而獲得高表決權⁴²。此種方式雖未能及時阻絕敵意併購，但仍會將敵意併購的時間拉長，達到挫敗敵意併購意圖之效果⁴³。Rule 19c-4 同樣也明確禁止表決權轉換下，任何雙層股權的交易使股東所持有的股票在特定時間內獲得額外的投票權⁴⁴。

⁴⁰ 廖秀芯，前揭註 34，頁 80。

⁴¹ 张舫，前揭註 14，頁 155。

⁴² Ashton, *supra* note 35, at 881-82.

⁴³ 张舫，前揭註 14，頁 156。

⁴⁴ Bainbridge, *supra* note 37, at 579.



第三款 再次發行

再次發行係指公司在首次公開發行之後，再次透過修改章程增資發行新股，並發行特別表決權種類之股份，例如限制表決權股、無表決權股或複數表決權股⁴⁵。由於資本結構重組和再次發行，都會影響到已上市公司現有多數股東之權利，因此成為主管機關監管之重點，近年開放雙層股權結構之上市市場，如香港、新加坡、上海、深圳皆不允許已公開發行之公司透過再次發行和資本結構重組方式採用雙層股權結構⁴⁶。

第二節 雙層股權結構之發展

第一項 雙層股權結構之發展歷史：美國

雙層股權結構的使用已在多國市場發展許多。然而不可諱言地，由於美國在全球資本市場的重要性，讓雙層股權結構在美國的發展成為最受到關注的地區。因此本段落將簡述雙層股權結構在美國市場的發展歷史。雙層股權結構的發展在美國自 19 世紀末起已有百年，其中又以 1920 年代、1980 年代作為雙層股權結構在美國的分水嶺；1920 年代和 1980 年代之前都有一段市場資本充沛的時期，彼時投資市場瀰漫著過度樂觀的氣氛，緊接著則是一段長時間的市場動盪期。而近年的雙層股權結構上市熱潮也有類似的特徵，自 2007 年到 2008 年的全球金融風暴以來市場上資本激增，往後十餘年，美國的證券市場也一直處於牛市狀態，不過美國和歐洲的上市公司數量卻有所下降。簡而言之，現在的市場存在過多的資金競逐相對少的機會，使得股份的發行人得以主導他們在市場上提出的條件。然而，當資金流動性再度縮緊時，雙層股權結構的風潮是否又會重蹈覆轍呢⁴⁷？另一方面，從採用雙層股權結構之目的以觀，在 1920 年代之前，雙層股權結構係基於鞏固經營權的考量而被公司採用，但到了 1980 年代再次流行時，與前次有所不同，公司轉而將之

⁴⁵ 张舫，前揭註 14，頁 156。

⁴⁶ 參見本論文第三章第二節。

⁴⁷ CFA INST., DUAL-CLASS SHARES: THE GOOD, THE BAD, AND THE UGLY 4 (2018), <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf>.

作為防禦敵意併購的手段⁴⁸；最後來到雙層股權結構的第三次流行，始自 2004 年 Google、Facebook、Linkedin 等高科技公司陸續採行雙層股權結構，其理由又回到經營權的穩定上⁴⁹。雙層股權結構在美國歷史上的潮起潮落可以凸顯出目前的風潮並非百年一見，是否該全面開放又或者該如何監管雙層股權結構？由於歷史總是相似的，我們或許能夠從中引以為鑑。

第一款 1800 年晚期到 1920 年代：雙層股權結構初次登上舞台

「現金流量權和控制權的分離」的機制最早可追溯到 20 世紀初期，在那之前不論是普通股還是優先股，都被賦予了完整的表決權。一直到 1898 年，International Silver Company 公司發行了具有不同表決權的股票，該次增資共發行了 2,000 萬股，其中包含 900 萬的優先股和 1,100 萬股無表決權股。到了 1920 年代，公司開始越來越流行發行具有不同表決權的股票，有表決權和無表決權的股票組合成為常態⁵⁰。舉例來說，在 1925 年 Dodge Brothers 公司在 NYSE 上市時打算保留對公司的全部投票控制權，因此提議發行 150 萬股的 A 種無表決權股。如此一來，儘管該公司的總市值將近 1.3 億美元，但該公司的控制者投資銀行 Dillon 和 Read & Co. 投資額不到 225 萬美元，卻持有約 25 萬股的 B 種有表決權股（約 1.7% 的股份），此舉在當時引起公眾譁然。除了 Dodge Brothers 公司外，Industrial Rayon Corporation、A&W Root Beer 和 Fox Theaters 也相繼發行了不同表決權的股份，根據學者研究，在 1926 年以前有超過 183 家公司採用雙層股權結構上市，並且在 1927 年到 1932 年的五年間採行雙層股權結構的公司數量超過了 1919 年到 1926 年的十年總和⁵¹。

在投資者的抱怨和抗議聲中，由美國哈佛大學經濟學教授 William Z. Ripley 所領導的「禁止雙層股權結構公司上市」倡議在 1920 年代中期蓄勢待發⁵²。Ripley 教授認為，不平等表決權股的發行人允許管理階層在沒有持有相應股權的情況下保

⁴⁸ Bainbridge, *supra* note 37, at 571-72.

⁴⁹ 黃朝琮，前揭註 30，頁 145。

⁵⁰ Jason W. Howell, *The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure*, 44 J. CORP. FIN. 440, 444 (2017).

⁵¹ Bainbridge, *supra* note 37, at 570.

⁵² 當時 William Z. Ripley 為擁護一股一表決權原則，發表了一系列論文批判無表決權股之發行。See generally WILLIAM Z. RIPLEY, MAIN STREET AND WALL STREET (1927).

持對公司的完全控制將導企業經營欠缺效率。他認為透過向專業經理人（內部人）或投資銀行（大股東）發行具有超級表決權的股票，並向投資大眾發行無投票權或普通投票權的股票，將使公司經營者未充分承擔公司損失之風險，進而發生權利濫用之問題⁵³。在 Ripley 教授之後，亦有其他知名學者發表了有關一股一表決權爭議的文章⁵⁴。

在輿論質疑雙層股權結構將使股東權益被剝奪的聲浪下，NYSE 在 1926 年宣布禁止公司發行無表決權的股票，並將不再接受雙層股權結構公司的掛牌申請，惟其並未公布任何具體政策，僅在回應外界批評時表示：「目前還沒有嘗試建立一個明確的方案，但應注意這樣一個事實：『今後，委員會在考慮證券上市申請時，將仔細考慮表決權控制問題』⁵⁵。」實際上，在 1940 年正式宣佈禁止之前，任何採用雙層股權結構的公司，其上市進度都被擱置了大約 14 年⁵⁶。

第二款 1926 年到 1980 年：風潮的趨緩

在接下來的 60 年裡，NYSE 幾乎阻擋了所有採用雙層股權結構公司的上市，只有少數幾個例外，如 Ford Motor Company、J.M. Smucker 和 American Company⁵⁷。根據 Seligman 教授在 1986 年的研究，截至 1985 年，只有 10 家在 NYSE 上市的公司有雙層股權結構⁵⁸。相較於 NYSE 反對雙層股權結構的立場，其他證券交易所則顯得寬鬆許多，例如美國證券交易所（AMEX）直到 1972 年才表示禁止公司發行無表決權股的立場。在 1976 年，AMEX 發佈了關於雙層股權結構公司的政

⁵³ 蔡英欣，前揭註 8，頁 85。

⁵⁴ See, e.g., A. A. Berle, Jr., *Non-Voting Stock and "Bankers' Control"*, 39 HARV. L. REV. 673 (1926); W. H. S. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 Q. J. ECON. 353 (1926).

⁵⁵ Stephen M Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority Over Shareholder Voting Rights* 5 (UCLA Sch. of L., Research Paper No. 07-16, 2007) ("Without at this time attempting to formulate a definite policy, attention should be drawn to the fact that in the future the [listing] committee, in considering applications for the listing of securities, will give careful thought to the matter of voting control.").

⁵⁶ Howell, *supra* note 50, at 444.

⁵⁷ 這些公司發行的是限制表決權股而非無表決權股，但仍然有控制權與現金流量權分離的效果。如 1965 年 Ford Motor Company 公司申請無表決權普通股上市，申請當時，公司的創辦人家族僅持有 5.1% 的股權，卻享有公司 40% 的表決權。See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 GEO. WASH. L. REV. 687, 704 (1985).

⁵⁸ *Id.*



策聲明，表示將對符合以下條件的公司進行上市資格的審查，這些公司具有以下特點⁵⁹：

- 1) 普通表決權股之股東必須有權利選舉至少 25%的董事會成員。
- 2) 超級表決權股與普通表決權股之表決權比例不應大於 10 比 1。
- 3) 不得再發行稀釋普通表決權股東股權的股票。
- 4) 如果股份數量低於一定比例，將失去超級表決權⁶⁰；以及
- 5) 強烈建議對普通表決權的股份擁有股息優先權。

由於 AMEX 對雙層股權結構抱持著較歡迎的態度，在 1985 年大約有 7%（785 家上市公司中的 60 家）的公司採用雙層股權結構，對比在 1976 年僅有 37 家。這也促使各家證券交易所在不平等表決權股的上市標準方面展開了激烈的競爭⁶¹。

第三款 1980 年代：風潮的復興

經過六十年的沉寂，雙層股權結構上市在 1980 年代初期開始明顯回升。在 1980 年代，呼應當時市場上的收購狂潮，雙層股權結構成為了十分受歡迎的防禦併購手段⁶²。在當時由於大部分的上市公司仍只有發行單一類型股，因此他們都是採取資本結構重組的方式轉變為雙層股權⁶³。有研究指出，在 1962 年至 1984 年期間，44 家擁有雙層股權結構的上市公司中，有 37 家是在 1980 年 1 月之後採用了這種結構⁶⁴。上市需求的增加意味著證券交易所間業務競爭逐漸加劇。未上市的公司將選

⁵⁹ 這一系列條件源自於 1976 年，Wang Laboratories 公司的雙層股權結構架構無法在 NYSE 上市，因而轉向 AMEX 提出上市申請，在符合這一系列條件後，Wang Laboratories 公司成功在 AMEX 上市，故而這一系列條件又被稱作「Wang Formula」。See Howell, *supra* note 50, at 445.


⁶⁰ 此款可被歸類為「特定比例型日落條款」，詳細討論請參考本文第四章第二節。

⁶¹ Roberta S Karmel, *The Future of Corporate Governance Listing Requirements*, 54 SMU L. REV. 325, 331 (2001).

⁶² Steven M. Davidoff, *New Share Class Gives Google Founders Tighter Control*, N.Y. TIMES (Apr. 13, 2012), <https://dealbook.nytimes.com/2012/04/13/new-share-class-gives-google-founders-tighter-control/>.

⁶³ Howell, *supra* note 50, at 446.

⁶⁴ M. Megan Partch, *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 J. FIN. ECON. 313, 315-17 (1987).



擇擁有更靈活規則的證券交易所辦理首次公開發行，而已上市的公司也會尋求允許中期資本結構購重組的市場來籌措資金，如 1984 年通用汽車公司（General Motors Company）的情況就是如此。該公司在收購 Hughes Aircraft Company 和 Electronic Data Systems 之際，就計畫發行一類投票權較低的股票⁶⁵。這使得 NYSE 必須面臨著重新審視其立場的壓力，否則機會將被其他擁有更靈活規則的證券交易所搶走。為了保持與 AMEX 和全國證券交易商協會（NASD）的競爭，NYSE 的一個小組委員會於 1985 年 1 月向 SEC 提交了一份提案，表示欲放寬他們的投票政策，允許具有不同投票權的證券上市，只要符合某些條件，具有不同投票權的證券就可以上市。NYSE 發佈的標準雖允許公司採取雙層股權結構，但仍維持一些限制：要求擬進行資本重組的公司必須獲得其大多數現有股東和獨立董事的批准，且不同表決權股之間的差異，比率不得超過一比十⁶⁶。NYSE 的投降代表著當時美國所有的主要交易所都接受了這種機制，而這種情況很快就引起了 SEC 的關注。

第四款 1980 年代晚期：SEC 的監管——Rule 19c-4

由於交易所試圖透過允許雙層股權結構上市來進行競爭，SEC 決定介入並要求各證券交易所相互交涉，制定出一套統一的措施，但最終並未成功。因此 SEC 在 1987 年 6 月公布了 Rule 19c-4⁶⁷，並在 1988 年 7 月實施。Rule 19c-4，實質上是試圖統一所有交易所的上市規則而訂立，用以處理雙層股權結構的公司的上市問題。該規則要求所有證券交易所，對於依照《1934 年證券交易法》第 12 條登錄之公司⁶⁸，應禁止其發行任何種類之證券或採取任何其他公司行為，使已發行普通股之持有人每股所具有之表決權變為無表決權或課予表決權限制、差別性減少表決權，進而禁止有此行為之國內發行公司之任何普通股或其他股權證券之上或繼續

⁶⁵ James Sterngold, *Big Board Ends Equal Vote Rule*, N.Y. TIMES (July 4, 1986), <https://www.nytimes.com/1986/07/04/business/big-board-ends-equal-vote-rule.html>.⁶⁶ Jeffrey N Gordon, *Ties that Bond: Duel Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CALIF. L. REV. 1, 7 n.14 (1988).

⁶⁶ Jeffrey N Gordon, *Ties that Bond: Duel Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CALIF. L. REV. 1, 7 n.14 (1988).

⁶⁷ Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule, 53 Fed. Reg. 26, 376 (July 12, 1988) (codified as amended at 17 C.F.R. § 240.19c-4 (2009)).

⁶⁸ 15 U.S.C. § 78I.

上市⁶⁹。且在該規則中，SEC 進一步指出，哪些情形將被視為使已發行普通股之表決權變為無表決權股、課予表決權限制或差別性減少表決權：「第一，對股東得行使之表決權數設有上限（capped voting），第二，依股份持有期間遞減其表決權數（tenure voting），第三，以股份交換要約方式所發行之證券，其表決權數高於或低於任何已發行普通股之每股表決權數，第四，股利發放所發行之證券，其表決權數高於任何已發行普通股之每股表決權數。」另外，SEC 亦列出例外情形，可免除適用該規則：「第一，IPO 均等或較低表決權股，第二、於善意併購之情形，發行均等或較低表決權股，第三，該州公司法規定在無利害關係股東同意下，對於持有一定比例以上股份之股東，限制其表決權之公司行為⁷⁰。」

SEC 的舉措遭到了美國商業圓桌會議（Business Roundtable）的強烈反對。該組織是由美國大型企業所組成之具有影響力的商業協會，該協會認為，有關公司治理規章制度的主要訂立者應該是州立法機構，而不是 SEC，證券交易法並沒有授權 SEC 監管公司治理相關問題，而僅有授權 SEC 監管過度交易和訂價的問題，原則上，針對公司治理問題的監管應該是州立法機構的權限⁷¹。最終，在 1990 年 6 月 12 日，美國哥倫比亞特區巡迴上訴法院撤銷了 Rule 19c-4⁷²，這項具有里程碑意義的判決中認為該規則直接控制了不同種股票的股東之間的權利的實際分配，因而超出了《1934 年證券交易法》第 19 節規定的 SEC 的職權範圍，其無權命令各交易所在統一的上市標準中採用統一的公司治理標準，否則州政府對公司治理和股東表決權的管轄權將受到破壞，自此結束了 Rule 19c-4 對雙層股權上市的限制⁷³。


⁶⁹ Louis Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 COLUM. L. REV. 979, 984 (1989).

⁷⁰ 蔡英欣，前揭註 8，頁 87。

⁷¹ Bainbridge, *supra* note 37, at 596.

⁷² *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F. 2d 406, 417 (D.C. Cir. 1990).

⁷³ 雖然法院否決了 Rule 19c-4，但 NASDAQ 仍繼續實施類似 19c-4 的上市規則，允許公司在 IPO 時發行差別性減少表決權之股份，但禁止公司減少現有股東的表決權。NYSE 亦發佈了類似 19c-4 規則的政策。1991 年 6 月，AMEX 制定與 19c-4 規則相似之政策，例外在得到三分之二的股東和多數非股東的同意下，可以發行較低表決權的股份。See Howell, *supra* note 50, at 447.



目前美國兩大證券交易所 NYSE 和 NASDAQ，皆未堅持一股一表決權原則，反而採取較為彈性的原則規範，交由投資人選擇是否投資採用雙層股權架構之公司。按美國 NYSE 上市規則第 313 條規定⁷⁴，僅要求無表決權股東應有除了表決權外擁有與其他普通股股東相同的權利（substantially the same rights as ordinary shares）。公司寄送給股普通股股東的所有資訊，包括委託書投票資料，均應送達無表決權股東。而在雙層股權結構的採用上，超級表決權股的發行限制主要是針對新類型股的發行，現採行雙層股權結構的公司在不與 NYSE 政策衝突的情況下通常會被允許再發行已經存在的超級表決權股⁷⁵。相類似規定亦可見於 NASDAQ 上市規定 5640 段投票權規定⁷⁶。

而德拉瓦州公司法（Delaware General Corporate Law）針對發行表決權股的規定又再更寬鬆，根據第 151 條（a）：「允許公司在章程中記載或以股東會決議授權董事會，發行完全、限制、或無表決權之股份，或對於特別或相對得參與之特殊權利指定之資格或限制，或有無面額之股份。且任何這類股票或系列股票的任何投票

⁷⁴ NYSE Listed Company Manual §313 Voting Rights (B) Non-Voting Common Stock:

The Exchange's voting rights policy permits the listing of the voting common stock of a company which also has outstanding a non-voting common stock as well as the listing of non-voting common stock. However, certain safeguards must be provided to holders of a listed non-voting common stock:

(1) Any class of non-voting common stock that is listed on the Exchange must meet all original listing standards. The rights of the holders of the non-voting common stock should, except for voting rights, be substantially the same as those of the holders of the company's voting common stock.

(2) Although the holders of shares of listed non-voting common stock are not entitled to vote generally on matters submitted for shareholder action, holders of any listed non-voting common stock must receive all communications, including proxy material, sent generally to the holders of the voting securities of the listed company.

⁷⁵ *Id.* “The restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this Policy.”

⁷⁶ NASDAQ Listing Rule 5640 Voting Rights:

Voting rights of existing Shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to, the adoption of time-phased voting plans, the adoption of capped voting rights plans, the issuance of super-voting stock, or the issuance of stock with voting rights less than the per share voting rights of the existing common stock through an exchange offer.

權、指定、優先權、權利和資格、限制或約束，都可能取決於公司章程或其任何修正案之外的可確定的事實，但這些事實對該類或該系列股票的投票權、名稱、優先權、權利和資格、限制或約束的作用方式應在公司章程或董事會通過發行該類股票的決議中清楚明確地加以規定。該類（class）或系列（series）股票得依據章程以外之事實認定，包括但不限於任何個人、公司或機構的決定或行動⁷⁷。」另根據同法第 102 條（a）第 4 款：「在章程所應記載事項上亦明確指出，公司應記載對發行超過一類股份的授權。並應記載任何類別或系列股票的權利、優先事項、以及資格與限制⁷⁸」。

⁷⁷ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151(a):

Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation. Any of the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of any such class or series of stock may be made dependent upon facts ascertainable outside the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or outside the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by its certificate of incorporation, provided that the manner in which such facts shall operate upon the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of such class or series of stock is clearly and expressly set forth in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors. The term "facts," as used in this subsection, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation.

⁷⁸ *Id.* § 102(a):

The certificate of incorporation shall set forth: (4) If the corporation is to be authorized to issue only 1 class of stock, the total number of shares of stock which the corporation shall have authority to issue and the par value of each of such shares, or a statement that all such shares are to be without par value. If the corporation is to be authorized to issue more than 1 class of stock, the certificate of incorporation shall set forth the total number of shares of all classes of stock which the corporation shall have authority to issue and the number of shares of each class and shall specify each class the shares of which are to be without par value and each class the shares of which are to have par value and the par value of the shares of each such class. The certificate of incorporation shall also set forth a statement of the designations and the powers, preferences and rights, and the qualifications, limitations or restrictions thereof, which are permitted by § 151 of this title in respect of any class or classes of stock or any series of any class of stock of the corporation and the fixing of which by the certificate of incorporation is desired, and an express grant of such authority as it may then be desired to grant to the board of directors to fix by resolution or resolutions any thereof that may be desired but which shall not be fixed by the certificate of incorporation.



第五款 2010 年後：科技產業帶動的新風潮

在過去家族企業以及尋求保持出版和編輯獨立性的媒體公司，是美國歷史上雙層股權結構的主要使用者⁷⁹。到了 21 世紀，隨著新一代的新創企業的崛起和先進技術的出現，科技公司的創始人們也希望能夠保有公司的決策控制權，即使在公司上市之後也是如此。2004 年 Google 的上市可說是開啟了科技公司採用雙層股權結構風潮的先河，Google 發行了每股 10 表決權的高表決權股給予兩位創辦人 Sergey Brin 和 Larry Page，在他們給予股東的信裡也特別提到「在當時科技公司採用雙層股權結構是非常罕見的⁸⁰。」自此之後，雙層股權結構在美國成為科技公司股權結構的常見模式，在 2010 年後越來越多的科技公司選擇在允許創始人及其管理團隊擁有更有利的表決權條件的交易所上市⁸¹，由於目前美國各主要交易所皆允許採取雙層股權結構方式上市，且無不極力爭取未來本市場之明日之星，NASDAQ 搶下以雙層股權 IPO 的新創公司包括 2012 年 Facebook，NYSE 於 2012 年爭取到英國的曼聯足球、2014 年大陸阿里巴巴等，2017 年更成功爭取 Snap 以「三層股權」架構上市，其中甚至包括無表決權股。

第二項 雙層股權結構發展數據：美國

按美國學者 Jay R. Ritter 之統計數據，雙層股權結構 IPO 的公司佔全體公司 IPO 總量之比例逐年增加，由 2010 年的 9%、2015 年的 18.6% 增加到 2021 年佔美國全體 IPO 比例為 31.7%⁸²（參下圖一）。且自 21 世紀初以來採用雙層股權結構的科技公司，其增長幅度大幅超過了非科技公司。1980 年美國 3,297 家科技公司的

⁷⁹ David J. Berger & Laurie Simon Hodrick, *Are Dual-Class Companies Harmful to Stockholders? A Preliminary Review of the Evidence*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Apr. 15, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/15/are-dual-class-companies-harmful-to-stockholders-a-preliminary-review-of-the-evidence/>.

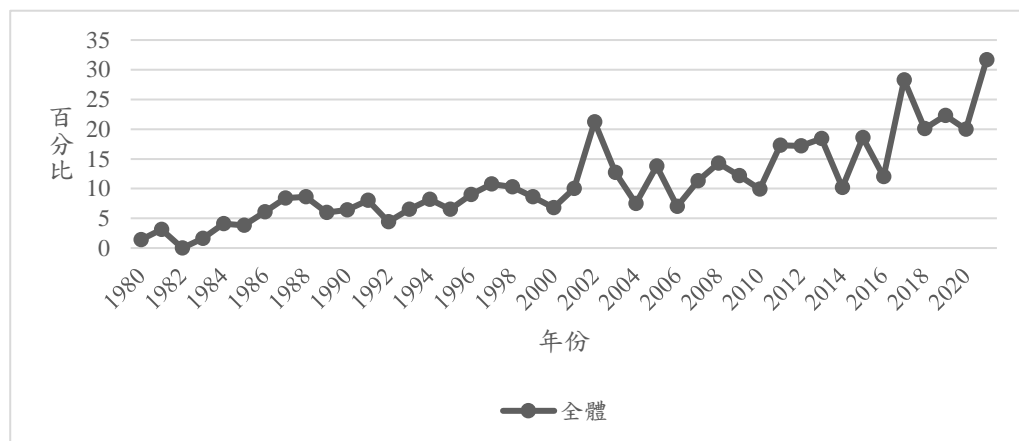
⁸⁰ Google Inc., Registration Statement (Amend. No. 9 to Form S-1) 1 (Aug. 18, 2004) (“While this structure is unusual for technology companies, similar structures are common in the media business and has had a profound importance there. The New York Times Company, The Washington Post Company and Dow Jones, the publisher of The Wall Street Journal, all have similar dual class ownership structures.”)

⁸¹ Berger & Hodrick, *supra* note 79 (“Since 2010, there have been an increasing number of technology companies going public with dual-class (or multi-class) share structures.”).

⁸² 邱明因 (2018)，〈新創獨角獸以雙層股權架構首次上市之國際觀察〉，《證券暨期貨月刊》，37 卷 2 期，頁 40。

IPO 中的 298 家 (9%)，以及 5,787 家非科技公司 IPO 中的 581 家 (10%) 採用了雙層股權結構。但近年來，科技公司 IPO 採用雙層股權結構比例越來越高，2019 至 2021 年，該行業分別有 35.1%、43.2%、46.2% 的公司以雙層股權結構上市，而相比之下，非科技行業的企業分別有 16%、11.6%、23.2%⁸³ (參下圖二)。

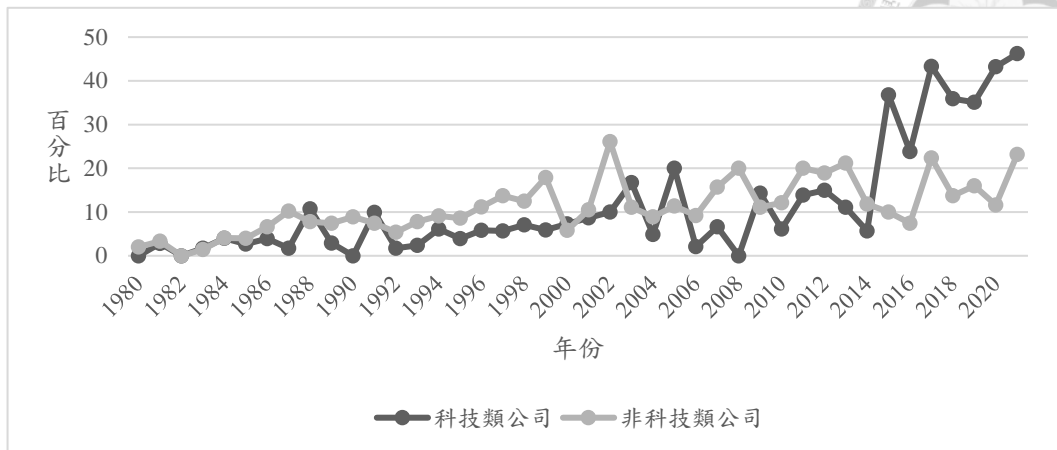
圖一：美國公司採用雙層股權結構 IPO 成長折線圖



資料來源：整理自 Jay R. Ritter 數據⁸⁴

⁸³ Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings: Updated Statistics* (Dec. 23, 2021), <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf> (tbl. 23: Dual Class IPOs, by Tech and Non-tech, 1980-2021). 須注意的是，Ritter 的資料集只限於包括發行價為 5 美元或以上的 IPO。而未包含美國存托憑證、單位發售、封閉式基金、房地產投資信託基金 REITs、自然資源有限合夥企業、小額代銷、銀行和儲蓄和貸款，以及未在 CRSP (證券價格研究中心) 上市的股票 (CRSP 包括在 AMEX、NYSE 和 NASDAQ 上市的股票)。(“ADRs, unit offers, closed-end funds, REITs, natural resource limited partnerships, small best efforts offers, banks and S&Ls, and stocks not listed on CRSP [the Center for Research in Security Prices] (CRSP includes AMEX, NYSE, and NASDAQ stocks) were not included.”)

⁸⁴ 圖一係以註 83 之數據繪製而成。



圖二：美國科技類與非科技類公司採用雙層股權結構 IPO 成長折線圖

資料來源：整理自 Jay R. Ritter 數據⁸⁵

第三項 雙層股權結構發展：其他國家

走出美國，我們可以發現不同表決權股在許多國家也不陌生，有些國家（加拿大及瑞典），如同美國是透過公司法及上市規則允許上市公司採用雙層股權結構；有些國家（如英國和澳洲）的公司法原則上允許公司以雙層股權結構存在，但上市規則中不允許，所以實務上少有公司採用雙層股權；還有些國家（如德國、西班牙）的公司法中明確禁止上市與非上市公司雙層股權結構。本文以下表整理港交所在 2014 年有關雙層股權結構的諮詢文件中針對各國或地區對於雙層股權結構的立場研究：

⁸⁵ 圖二係以註 83 之數據繪製而成。

表一：各國或地區對於雙層股權結構之立場

國家/地區	多重表決權股	有限/無表決權股	較大的董事選任權股份
美國	允許	允許	允許
加拿大	允許	允許	允許
法國	允許（多源於忠誠股）	無相關規定	允許
德國	禁止	禁止	允許
義大利	禁止	允許，但不可超過公司一半的股份	允許
荷蘭	允許	禁止	允許
西班牙	禁止	禁止無優先股息權的表決權股，但允許有關特定決議的限制表決權數股	禁止
瑞典	允許	禁止發行無表決權股	允許
英國	允許	允許，但會被視為具爭議性的行為	理論上可以
澳洲	禁止	禁止	交易所曾經豁免
日本	禁止	允許，但不可超過公司已發行股份總數的一半	公司法允許；但東京交易所上市規則禁止
韓國	禁止	允許	禁止

資料來源：整理自香港交易所不同投票權架構的概念文件⁸⁶

⁸⁶ 香港交易所與結算所有限公司，〈不同投票權架構的概念文件〉，諮詢文件，附錄三，https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights?sc_lang=zh-HK。



第三節 建構雙層股權結構之合理性

第一項 契約與組織中的私法自治


契約之成立，從傳統法律觀點來看，指的是當事人之間按照自己的意志與能力針對交易的必要之點協商，最終達成一致的共識。在契約法上存在契約自由原則，當事人就契約之內容和成立享有高度的自治權限。另一方面，在組織法上雖存在許多關於商業組織的強制規定，但仍有私法自治原則展現的空間，像是成立者可以選擇應該設立何種類型的組織、出資多寡、以及由何人掌握經營權。雖然不如傳統契約上的當事人，組織之成立者並非是就組織運作中的必要之點達成共識，而是透過多個契約與章程來設定組織的運作規則，可以認為契約與組織之間存在著某種關聯，得以納入契約的概念下一同分析和討論。

公司作最主要的商業組織，牽涉了股東、債權人、員工等多不同群組的利害關係人，呈現出由諸多契約關係結合而成的聚集體，使得公司（或者法律概念上的法人）成為「多數契約的連結點（nexus of contracts）」，這個概念即為 1976 年由著名學者 Jensen 和 Meckling 提出的「契約連鎖理論（Nexus of Contracts Theory）」⁸⁷，他們認為：「多數組織僅是法律上的創造物，其功能在作為一系列存於個人間的契約關係的連結點⁸⁸。」，並強調公司是法律擬制出來的產物，並非主體，且沒有真正獨立的存在，因此反對公司是一個「實體」的理論，他們認為將公司視為一個「實體」會使得法律擬制的觀念變得混亂，並且將公司細分為不同的部分。在對公司法作用的觀點上，此理論認為公司法應當作為契約法的延展，集中於提高公司內部運轉的效率，此理論在過去的三十年中對於塑造公司法及其理論構造有著巨大的影響力⁸⁹。

⁸⁷ See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3(4) J. FIN. ECON. 305 (1976).

⁸⁸ 邵慶平（2008），《公司法：組織與契約之間》，翰蘆圖書，頁 26。

⁸⁹ 李詩鴻（2014），〈公司契約理論新發展及其缺陷的反思〉，《華東政法大學學報》，5 期，頁 83。



在此理論之下，由於公司是由一連串的契約所構成，從這個角度來看，規範公司的公司法與規範契約的民法既然本質上都是規範契約，那麼公司法的規範亦應遵循民法債編各論以任意規定為主體，並遵循私法自治的原則，允許契約當事人得另行約定。換言之，公司法的規定就是在提供一套標準化的預設範本，讓當事人得以自由選擇適用，任意規定的主要目的就是在降低當事人間的交易成本，因為在當事人締約的過程中，會受到有限理性（bounded rationality）和無法取得充分資訊的限制，立法者事先預想可能發生之狀況並提供預設範本，將有助於減輕當事人的交易成本⁹⁰。另外，任意規定的設立亦可以促進資訊的流通，因為在交易的過程中，當事人之一方很可能會隱匿重要資訊以取得更好的交易條件，為了避免這種投資策略行為造成的損失，任意規定應鼓勵當事人雙方充分揭露與交換資訊，以促進有益社會的交易成立⁹¹。


第二項 不完整契約與剩餘控制權

不完整契約，指的是因為當事人所掌握的知識、經驗以及依據個人自身行為能力和所處環境的片面了解各有不同，導致在簽訂契約時無法精準地預測未來的風險和結果。在此基礎上，當事人間所成立的契約都是不完整契約。而不完整契約之概念，亦可區分為法律學和經濟學上的不完整契約，法律學上的不完整指的是文意上和當事人義務上的不完整，文意不完整指的是當事人未能預見所有將來會發生的偶然事故或未將可預見的事故納入契約條款。經濟學上的不完整更側重於經濟上的不完整或稱資訊上的不完整，指的是因為跨期交易或長期契約中對未來的不確定性，要將所有可能的情事和權利義務囊括其中會產生極高的交易成本，再者，由於當事人的有限理性，且無法對未來作出完整的預測，最終無法達成交易的經濟目的，而產生了最大化經濟剩餘（economic surplus）⁹²。

⁹⁰ 邵慶平，前揭註 88，頁 36。

⁹¹ 邵慶平，前揭註 88，頁 37。

⁹² 王文宇，前揭註 4，頁 87。



公司作為大量契約的集合體，由於市場和投資者行為的不確定性，使得公司的契約將面臨許多未能事先完整作出約定的情況，也因為股東在公司設立之初無法針對所有未來可能發生的情況訂立契約，因此與公司訂立的契約是一種不完整契約。此後在公司的經營過程中，不完整契約將使公司無法迅速組織所有人的意見，從而錯失轉瞬即逝的商機。此時有些人就需要讓渡其決策權能，將其交由少數的主體掌握公司控制權來達到更高的決策效率。在經濟學觀點上，可藉由經濟學家 Hart 提出的「剩餘控制權 (residual control right)」概念來解釋，應由誰來掌握控制權 (剩餘控制權) 的問題，此概念係奠基於不完整契約，由於公司契約是不完整的，此時擁有剩餘控制權的一方當事人，將可以控制未被清楚寫入契約條款的決策權利⁹³。換言之，在傳統公司法下藉由「資本多數決」來決定不完整契約中未預見情況的決策，將產生因股權分散和決策無效率的問題，此時從剩餘控制權理論的觀點來看，在雙層股權結構下，因表決權大量集中，將剩餘控制權歸屬於更了解公司特性與願景的創辦人團隊 (經營階層)，當公司面臨要補充契約不完整之情況時，他們更能夠發揮自身優勢迅速作出決策，所以說，在此情況下讓他們掌握控制權，是符合公司利益的安排。

第三項 契約理論與雙層股權結構

目前美國等允許上市公司採用雙層股權的國家，係以一股一表決權原則作為預設規定，例外允許公司藉由載明於章程或變更章程發行不同種表決權股。在上述契約理論的觀點之下，雙層股權結構係有賴於透過「章程」這種契約來建立⁹⁴，公司中的多數股東可以透過股東會多數決決定是否同意「變更與公司間的契約」即修改章程，來允許公司發行不同種類型的股份。對投資人而言，他們可以透過瀏覽章程資訊考慮是否要「與雙層股權結構公司締結契約」，以買進或繼續持有此公司的股票。因為公司本身就是一系列契約的結合體，章程又作為最主要的契約，股東透

⁹³ 王文宇，前揭註 4，頁 93。

⁹⁴ 曾宛如 (2016)，〈章程自治與少數股東保護間之平衡設計〉，《當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，頁 416，元照。

過章程的修訂來自由協商股權的各項權能和行使的方式，更加靈活地安排公司內部的權力配置和機關設置，自主選擇符合公司實際需求的治理結構。

每家公司都有自己的特色，不論是產業特色或是企業願景的不同，每位股東也都有自己的不同需求，世上並不存在一種可以滿足全體需求的公司治理結構。因此公司法應該更多地尊重股東的自私自利，提供股東和公司沒有約定情況下的任意規定而非強制性規範。在雙層股權結構下，現金流量權與控制權的分離會誘發控制股東進行不當利益輸送，提升了代理成本。但一家企業的營運，除了考量代理成本外，亦須將公司之特性納入考量，如中國的阿里巴巴公司、Facebook、Google 等採用雙層股權結構的公司都屬於科技產業。在這類型公司的 IPO 時期，公司原始的經營團隊是最了解公司特性的人，當控制權集於手中時，他們更能夠專注在研發上，並引導公司走在自身計畫的營運道路，不必擔心短期財務表現不佳與敵意併購侵襲所帶來的壓力（針對這些優點會在後段更詳細說明）。從公司股東的角度，他們因為可預見的風險被充分地揭露在章程中，而同意了雙層股權結構的設計，允許具有企業願景的創辦人團隊獲得更高的表決權，同時也在股利分配或股價上獲得更優惠的價格；從投資人的角度，雙層股權結構公司在市場上的存在擴大了投資選擇，他們將透過市場購買股票投資高風險高報酬的新創公司。同時，公司也能在不失去控制權的情況下，在市場上募集到所需的資金。不管對於股東、投資者、公司，他們的需求都將得到最大的尊重和滿足。另一方面，當雙層股權公司的價值能夠透過公平的交易平台和機制，在成熟理性的證券交易市場充分反映時，公司的股價也會因為得不到投資者的認同而下跌，也會因為被接受而上升，而這一切都是市場選擇的過程。總的來說，雙層股權結構的開放在公司自治與放鬆管制的國際趨勢下，實際上就是尊重股東與公司的需求、符合契約自治的法制設計，也是更有效率的公司治理結構。



第四節 雙層股權結構與公司治理的衝突

大型公司之股東受限於專業或者時間無法全心投入公司之經營，因此需另外交由經營階層代為管理而產生了代理關係，此時股東為本人，經營者則是代理人。公司經理人可能會以自身利益為考量，違反公司利益或股東利益為決策與行動，代理問題於焉產生。為了解釋經營者行使經營權之正當性，1976 年 Jensen 教授及 Meckling 教授為了分析在股權分散下所產生的代理成本問題，提出了代理成本理論（agency-cost theory）⁹⁵，該理論也受到眾多公司法學者的認同而成為近代公司法研究的基石。


第一項 代理成本理論

依據代理成本論理論，在一般的股權集中結構中，因所有與經營結合，控制股東往往掌握公司經營大權，因持有公司多數股權，控制股東有較大誘因認真經營公司，謀求提升公司盈餘，在此之下，可以降低在一般股權分散公司中所有與經營產生的代理成本。與此同時，在股權集中結構中，由於控制股東與一般股東存在著利益衝突，此時的代理問題指的是控制股東濫用其控制地位，剝削其餘股東之利益以謀取控制私益（private benefit of control），包含利益輸送行為或自我交易⁹⁶。而強化控制權機制（或稱少數控制股東結構）因扭轉了股權和控制權的結合，可能衍生比起一般股權集中結構更加嚴重的代理問題，由於控制股東在公司投入之資本少，即使利用公司資源謀求私人利益後造成公司及股東之損失，只要利益輸送後取得的私益大於損害，控制股東濫用控制權的誘因就更大⁹⁷。因此，反對者對於雙層股權結構的疑慮主要在於，一股一表決權原則下，每個股東們可以平等地藉由表決影響公司決策，或者選舉出相近理念的董事來主導公司走向以降低代理成本。但雙層股權結構扭轉了這樣的預設模式，因此雙層股權結構下代理成本將提升，連帶地導

⁹⁵ Jensen & Meckling, *supra* note 87.

⁹⁶ 王文宇，前揭註 21，頁 10-11。

⁹⁷ 同前註，頁 14。



致公司治理的弱化。傳統上，主流的公司治理文獻將股東與經營者之間視為一種委託和代理的關係，股東作為公司剩餘財產的分配權人，享有公司的控制權，並將其委託給經營者行使，相比股東，這些經營者更加了解公司的具體情況，使得股東對經營者的監督顯得困難，因此經營者可能濫用控制權以追求自身的利益，而產生了代理成本。更甚者，當現金流量權與控制權分離時，代理問題會急速加劇，大大提升了代理成本。不成比例的控制力也凸顯出經營者與股東的利益分歧，經營者可以賦予自己過高的酬勞、降低多數股東股利分配、透過不當交易掏空公司財產等，總之，控制權與現金流量權的分離讓經營者有更高的誘因謀求私人利益而做出降剝削小股東的決策。


具體而言，此時所指的代理成本除了股東與經營階層間的代理成本（management agency cost），更存在著其他股東與控制股東間的代理成本（control agency cost）。前者之成本起因於管理不當（mismanagement），像是投入不足（reduced commitment），責任懈怠（shirking），尋求併購擴大規模和無效益的多角化經營等。後者涉及利益取得（takings），控制股東可能藉由收取過多的報酬、透過關係人交易，和其他方式將公司之利益轉而輸送到自己手中。股東間的代理成本可以藉由強化忠實義務和問責機制加以控管，交由法院介入或者強制處罰規定，壓制公司控制者利用控制力謀取私利。但是股東與經營者的代理成本則較難控管，原因在於其本質上常訴諸於個人主觀的商業判斷，此時法院就難以在事後追究公司決策是否允當⁹⁸。

第二項 雙層股權結構與公司價值的關係

第一款 實證研究結果分歧

反對雙層股權結構者認為採用此結構後事實上未必能提升公司表現，隨著時間的經過此類公司績效也未如預期的好，甚至會因為管理層表決越高，而使其更無

⁹⁸ Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, 2018(1) COLUM. BUS. L. REV. 852, 894 (2018).



效率的使用公司資源⁹⁹。美國學者研究 1978 年到 1998 年間 178 家採用雙層股權結構的公司，發現在採用此種結構的第一年，公司在股票市場的回報高出了 5%，四年後高出了 23%，公司的營業收入和資產也相較單一股權結構公司上升速度快¹⁰⁰。相對地，有美國學者將 1995 年到 2002 年約間 500 家採用雙層股權結構的上市公司進行比較，發現公司創辦人的表決權對所有權比越高，公司估值越低，而創辦人的所有權對表決權比越高，公司估值往往較高¹⁰¹；同時亦有學者挑選 209 家採用雙層股權結構的公司，調查自 2000 年之後控制權人對公司價值的影響，最終認為兩者間無直接關聯¹⁰²；在中國有學者選取 30 家具有高競爭力的中國企業在美國採用雙層股權結構上市的營業收入和利潤數據來分析其對公司價值之影響，結論顯示採用雙層股權結構與收入和利潤結呈現正相關¹⁰³。綜上，就目前有的研究，我們只能確認雙層股權結構下控制者謀取私利、經營階層濫用控制權等風險提升，但關於雙層股權結構是否有利於提升公司價值或對公司經營產生負面影響，仍未有定論。

第二款 現階段實證研究的侷限性

現今對於雙層股權的實證研究呈現相互矛盾的結果，主因在於相關研究存在著統計上的侷限。關於雙層股權公司在財務表現上的實證研究有三個主要的困難之處，首先是公司「如何選擇的問題」¹⁰⁴，指的是公司是否選擇雙層股權結構與是否選擇單層結構的目的不盡相同。換言之，公司治理低落的公司或那些容易出現不良績效的公司很可能會選擇雙層股權來避免董事會和經營高層因不良表現而被替換，在這種情況下，企業表現欠佳是採用雙層股權的原因而非結果。如果

⁹⁹ 朱德芳，前揭註 10，頁 169。

¹⁰⁰ Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns*, 12(2) J. CORP. FIN. 342, 342-66 (2006).

¹⁰¹ Paul A. Gompers et al., *Extreme governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 REV. FIN. STUD. 1051, 1051-188(2010).

¹⁰² Chun-Keung Hoi & Ashok Robin, *Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 18 CORP. GOVERNANCE 124, 124-35 (2010).

¹⁰³ 高菲 (2019)，《新經濟公司雙層股權結構法律制度研究》，頁 114-118，北京：法律出版社。

¹⁰⁴ Jill Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 B.U. L. REV. 1057, 1073 (2019).



是這樣的話，雙層股權結構只是治理不善或業績不佳的一個「症狀」，該結構本身是中性的，並不代表結構本身絕對會降低公司價值。所以迄今為止，沒有任何一項實證研究能充分分析這些影響並解決這一個選擇問題。

第二個是「生命週期」的問題，採用雙層股權結構的公司常在初期表現優良，卻在後期顯得疲弱，因為創辦人往往會在 IPO 前期很認真地發揮所長為公司做長遠的規劃，但在後階段可能會因交班問題分心，許多實證結果亦應證此點¹⁰⁵，所以說雙層股權結構的表現會有「生命週期」的特徵，無法全然與一般結構同等比較。再加上不同產業的生命周期亦有所不同。像是在 2010 年之後的產業結構與 2010 年之前以非科技產業為主不同，美國近代採用此結構的公司大部分都是科技公司，因為不同產業間的生命週期必有所不同，因此跨產業的實證研究無法正確地呈現出不同產業間雙層股權結構公司的表現，所以也無法取得一致的研究結果¹⁰⁶。

最後是「資料不足」的問題，由於目前對於美國雙層股權的實證研究橫跨約 30 年，許多舊有的雙層股權公司都早於 2004 年 Google 上市，然而現階段雙層股權的爆炸性成長多在 2010 年之後，而這些大多都是科技公司而非早年的媒體或家族企業。再加上研究指出雙層股權公司的表現也有生命週期的特性，表現的轉捩點是在 IPO 後 11 年左右¹⁰⁷，而大多數在 2010 年後上市的雙層股權公司尚未進入此階段，因此我們尚無法一概針對其長期表現進行研究¹⁰⁸。另外，目前實證研究的樣本多偏向某些地區，但雙層股權在不同國家的影響有明顯差異，例如，某些國家可能有更嚴厲的法規和執法程序，可以減低控制權人謀取私利的效果。但目前多數研究只分析在美國的公司，少數分析亞洲公司的研究又普遍集中於金字

¹⁰⁵ Martijn Cremers et al., *The Life-Cycle of Dual Class Firms* 27 (Eur. Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 550, 2018); Hyunseob Kim & Roni Michaely, *Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual Class Structures* 19 (Eur. Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 590, 2019).

¹⁰⁶ Aurelio Gurrea-Martínez, *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, 22(3) EUR. BUS. ORG. L. REV. 475, 487 (2021).

¹⁰⁷ Kim & Michaely, *supra* note 105, at 18.

¹⁰⁸ Fisch & Solomon, *supra* note 104, at 1075.

塔型架構而非雙層股權架構，主因在於雙層股權架構在亞洲公司較少見，但是其他架構的影響及源由可能與雙層股權甚為不同¹⁰⁹，難以將兩種研究等同視之。

第三項 公司內部監督機制失靈

採用雙層股權結構後，經營者因擁有與持股不成比例的控制力所引發的代理問題，也使得公司管理層的監督成本提升。因為在此結構下難以藉由公司內部監督制度來遏止經營者濫用控制權，例如透過股東會決議否決議案等，因而產生監督成本外部化的現象。這也迫使政府機關或者其他外部執法者變成監督的主力，間接導致公眾必須承擔公司內部的監督成本，美國金融監督機構 SEC 之委員 Robert Jackson 就將雙層股權結構比擬為「公司王權 (corporate royalty)」，他認為允許永遠的雙層股權結構，就彷彿政府替經營者加冕，對公司擁有絕對的控制權而不受其他股東制衡¹¹⁰。雖然有人認為投資大眾可以自行選擇是否要投資雙層股權結構公司，但由於資訊不對等，實際上投資人未必能取得充分資訊做成投資決策¹¹¹。

第四項 機構投資人的反動

大多數機構投資人反對雙層股權結構，因為他們認為雙層股權結構的治理架構有害於公司治理。實證數據亦應證此點，在此類公司中，機構投資人的持股比例通常較低¹¹²。美國許多投資人團體和投資顧問表達亦公開反對的立場，如美國機構投資人協會 (Council of Institutional Investors, CII) 堅持上市公司應保持一股一表決權及禁止發行無表決權股¹¹³；道富集團 (State Street Corporation) 要求 SEC 禁止無表決權股¹¹⁴；投票顧問機構 ISS (Institutional Shareholder Services) 認為雙層

¹⁰⁹ 參見香港交易所與結算所有限公司 (2014)，〈不同投票權架構的概念文件〉，附錄四，https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights?sc_lang=zh-HK (最後瀏覽日：07/02/2022)。


¹¹⁰ Robert J. Jackson, Jr., *Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty*, U.S. SEC. & EXCH. (Feb. 15, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>.

¹¹¹ 朱德芳，前揭註 10，頁 170。

¹¹² Kai Li et al., *Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms*, 37(4) FIN. MGMT. 713, 717 (2008).

¹¹³ *Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., http://www.cii.org/dualclass_stock (last visited July 2, 2022).

¹¹⁴ Madison Marriage, *State Street Asks SEC to Block Non-Voting Shares*, FIN. TIMES (June 18, 2017), <https://www.ft.com/content/9595e5c4-51db-11e7-bfb8-997009366969>.



股權是一種獨裁專制的股權結構¹¹⁵；BlackRock 認為每個股東都應該享有同等的權利¹¹⁶；GMI Ratings 警告若採用雙層股權結構將會置大眾投資人於高風險之下¹¹⁷。機構投資人的反對聲浪在 2017 年美國社交媒體公司 Snap 採行「三層股權結構」上市後達到高峰，Snap 發行無表決權普通股給一般投資人，僅有前期投資方可持有一表決權股，而公司的兩名創始人掌握一股十表決權的股份。雖然近年來已有許多公司採行雙層股權結構上市，但沒有一個是以無表決權股普通股上市的公司。Snap 公司前所未有的 IPO 股權設計引起市場一片譁然，並重新激發了投資者要求證券交易所改革上市標準的呼聲，因為他們擔心其他公司可能會效仿 Snap 發行無表決權股損害一般股東的利益¹¹⁸。機構投資人們也開始大動作遊說各界反對雙層股權結構¹¹⁹，CII 即主張 Snap 公司此次 IPO 將使無表決權股東之權益受損，並致函給國際指數公司 FTSE Russel、MSCI、S&P Dow Jones Indices¹²⁰，希望將其股票指數之投資組合中如 Snap 無投票權之成分股（non-voting equities）¹²¹排除，以避免投機構投資人被迫買進此類公司的股份¹²²。最終，S&P Dow Jones Indices¹²³、FTSE

¹¹⁵ *The Tragedy of the Dual Class Commons*, ISS 3 (Feb. 13, 2012), <http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>.

¹¹⁶ Elzio Barreto & Sumeet Chatterjee, *Blackrock Pitches for Shareholder Protection as Asia Bourses Weigh Dual-Class Listings*, REUTERS (Sept. 26, 2017), <https://www.reuters.com/article/us-summit-regulation-blackrock-idINKCN1C10KD>.

¹¹⁷ Kimberly Gladman, *The Dangers of Dual Share Classes*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (May 21, 2012), <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/05/21/the-dangers-of-dual-share-classes/>.

¹¹⁸ Kaitlin Descovich et al., *Voting Rights Gone in a Snap – Unequal Voting Rights Back in the Spotlight*, WEIL (Apr. 3, 2017), <https://governance.weil.com/whats-new/voting-rights-gone-in-a-snap-unequal-shareholder-voting-rights-back-in-the-spotlight/>.

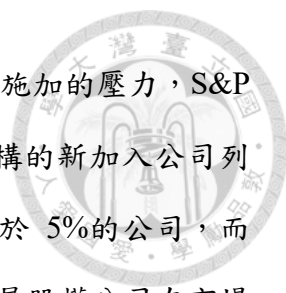
¹¹⁹ See Hazel Bradford, *Snap IPO Igniting Furor; Institutions Not Pleased*, PENSION & INVS. (Mar. 20, 2017), <https://www.pionline.com/article/20170320/PRINT/303209977/snapipo-igniting-furor-institutions-not-pleased>.

¹²⁰ Ken Bertsch, *CII Comment Letter to MSCI On Unequal Voting Structures*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (May 16, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/16/cii-comment-letter-to-msci-on-unequal-voting-structures/>.

¹²¹ *Index Providers and Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., <https://www.cii.org/index-providers-dual-class-stock> (last visited Jan.27, 2022).

¹²² Scott Hirst & Kobi Kastiel, *Corporate Governance by Index Exclusion*, 99 B.U. L. REV. 1229,1240 (2019).

¹²³ *S&P Dow Jones Indices, S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules*, CISION (July 31, 2017), <https://www.prnewswire.com/news-releases/sp-dow-jones-indices-announces-decision-on-multi-class-shares-and-voting-rules-300496954.html>.



Russel¹²⁴、MSCI¹²⁵在 2017 年 7 月後陸續屈服於這些機構投資人施加的壓力，S&P 雖然保留了原本採行此類架構的公司，但排除採用雙層股權結構的新加入公司列於指數之中¹²⁶。FTSE Russell 將排除所有市場流通總表決權低於 5%的公司，而 MSCI 雖然仍在指數中保留雙層股權公司，但會相對應地調整雙層股權公司在市場流通的表決權數於指數中所占之權重¹²⁷。機構投資人之所以有能力影響這些指數公司，很重要的原因在於指數公司終究是一個營利性組織，她必須採取股東利益最大化的決策，若其決策受到其客戶（機構投資人）的強烈反對，指數公司就有動力透過採取排除規則來回應這些偏好。對 S&P Dow Jones 來說，S&P Dow Jones Indices 為公司帶來了每年超過 10 億元的許可費收入，因此不得不認真面對大客戶的要求，再加上考量到該指數對金融市場的重要性，任何關於排除雙層股權結構公司的決定都必須考慮到機構投資者客戶的去留¹²⁸。但多數美國學者批評指數公司的動作將影響指數反映美國大盤股市的準確度¹²⁹，亦有學者認為此動作對於減少公司採用雙層股權結構的影響有限甚至是零¹³⁰。全球最大的指數供應商之一 MSCI 最近發佈的一項研究也支持這些論點，該研究顯示「若將這些公司從市場指數中排除，會使指數的總回報在該樣本期間每年減少約 30%個基點：在北美，這種差異甚至更大，不平等表決權股的表現每年優於一股一表決權結構下的股票達 4.5%¹³¹。」

¹²⁴ FTSE Russell, *Voting Rights Consultation* (July 2017), http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf.

¹²⁵ MSCI, *Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Indexes 4* (June 2018), <https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Consultation+Voting+Rights.pdf/15d99336-9346-4e42-9cd3-a4a03ecff339>.

¹²⁶ *S&P Dow Jones Indices, S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules*, *supra* note 123. S&P 公司之 U.S. Index Committee 排除所有新雙層股權結構上市的公司列於 S&P Composite 1500、S&P 500、S&P MidCap 400 和 S&P SmallCap 600。

¹²⁷ Andrew Winden & Andrew Baker, *Dual-Class Index Exclusion*, 13 VA. L. & BUS. REV. 101, 125-30 (2019).

¹²⁸ Bernard S. Sharfman & Vincent Deluard, *Discretionary Decision-Making and the S&P 500 Index*, CLS BLUE SKY BLOG (Mar. 30, 2021), https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/03/30/discretionary-decision-making-and-the-sp-500-index/?fbclid=IwAR2b6YPfj9pPcEEaCOUFXO9JVob55mO6zBRe0C7Dwz7rJ_GjYWNE5kUx1bM.

¹²⁹ *Id.*

¹³⁰ Hirst & Kastiel, *supra* note 122, at 1251-58.

¹³¹ 此研究橫跨多個市場、產業及要素。See Dmitris Melas, *Putting the Spotlight on Spotify: Why have Stocks with Unequal Voting Right Outperformed?*, MSCI RSCH. (Apr. 3, 2018), <https://www.msci.com/www/blog-posts/putting-the-spotlight-on/0898078592>.

此外，這種「無效的制裁」不僅僅是無法影響公司在治理架構的選擇，甚至會產生意想不到的不利後果——由於指數提供者在取悅客戶時違反了指數化理論，指數的投資者可能會受到不利影響，而且指數提供者本身可能會隨著時間的推移逐漸失去影響力¹³²，像是 BlackRock 雖然反對雙層股權結構，但仍擔憂將此類公司排除於指數將剝奪其追蹤指數投資的客戶獲利的機會¹³³。

第五節 雙層股權結構的重要性

支持雙層股權結構者認為，代理成本論者無法解釋公司治理實務上控制權往往集中於經營者手中之現象，從代理成本理論的邏輯來推導，要阻止控制權濫用的直接方式就是將控制權從代理人手中收回，但是在實務上，外部股東若未取得經營者的同意，往往難以取回控制權。在全球主要的經濟體中，具有控制股東的公司佔據了主導地位，即便是在股權分散型公司主導的美國和英國市場中，經營者基本上仍掌握了控制權¹³⁴。再者，投資者在購買公司股份前已可得知控制權集中在經營者手中之資訊，在這樣的情況下，意味著他們已與經營者達成合意，允許前者對後者的控制權獨占不受干涉。面對以上這些現象，比起基於代理成本論來反對雙層股權結構更具有說服力的解釋是——採用雙層股權結構有其正面效益，其存在也有重要性。正因為一個忠實的經營者掌握經營權對全體股東和公司能帶來更高的利益，所以經營者能長期持有控制權，而其他股東願意接受一個自己無權決定公司決策和控制權分配的公司治理結構。而針對雙層股權結構重要性建構，有學者提出了本人成本理論來推翻傳統以代理成本理論所持之反對立場，並且證明了股東掌握有控制權與公司的營運表現並沒有直接關係，因為投資人掌控控制權時，同樣也會產生成本，此時公司也要想辦法選擇更適合的公司治理架構去減少這些成本。另外，

¹³² Winden & Baker, *supra* note 127, at 146-52.

¹³³ Ning Chiu, *BlackRock Wants Equal Voting Rights but Opposes Exclusion from Indexes*, DAVIS POLK BRIEFING (Oct. 23, 2017), <https://www.briefinggovernance.com/2017/10/blackrock-wants-equal-voting-rights-but-opposes-exclusion-from-indexes/>.

¹³⁴ 沈駿嶸(2021)，〈論多重股權結構監管制度的構建——以控制權利益的內涵為視角〉，《中外法學》，33卷3期，頁822。



雙層股權結構的優勢主要體現在此架構保障了經營者的獨有見識（Idiosyncratic vision）能夠充分發揮，使得公司決策可能放眼在更長遠的計畫且堅強抵禦敵意併購。

第一項 本人成本理論

第一款 概述

美國著名學者 Zohar Goshen 和 Richard Squire 提出了「本人成本理論(Principal-Cost Theory)¹³⁵」抨擊傳統代理成本論存在多項盲點。他們認為理想的公司治理架構應盡量減少控制成本（control cost）。控制成本由代理成本和本人成本（principal cost）所組成，相較於經理人掌握控制權而產生的代理成本（agency cost），本人成本是在由投資人掌握控制權（控制權與所有權分離）時產生。這兩種成本是互相替代的，一邊升高一邊就會降低。兩種成本都來自因為 honest mistake（像是缺乏專業、資訊或能力）產生的能力成本（competence cost），還有不忠誠行為所產生的利益衝突成本（conflict cost）。而這些成本都是具有個案性的（firm-specific），因此沒有一種放諸四海絕對完美的架構，所以說每間公司理想的公司治理架構皆應依該公司之特性設計去減少控制成本¹³⁶。在此理論下，立法者的態度應是提供公司有更寬廣的公司治理架構選擇，而不是強制限制公司之架構或禁止某種架構。


第二款 代理成本論之盲點

代理成本論以 Jensen-Meckling model¹³⁷ 為基礎，認為經濟效益和代理成本之間是難以避免的取捨（tradeoff）問題，要達到更大的經濟效益就必須承受更高的代理成本。因此最完美的公司治理架構必須是扣除代理成本後規模經濟效益最大化，有效的減少代理成本將能極大化公司價值。同時，代理成本理論也被廣泛地運用在處理公司法上的爭議，基於此理論，許多學者也贊同公司法應賦予股東更多的權力以

¹³⁵ See generally Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance Essay*, 117 COLUM. L. REV. 767 (2017).

¹³⁶ Goshen & Squire, *supra* note 135, at 829.

¹³⁷ See generally Jensen & Meckling, *supra* note 87.



向管理者究責¹³⁸。然而，代理成本理論之盲點在於無法用來解釋實務上大多數公司所採取的治理架構：「一、過於簡化地預測經營者擁有全部的自主控制權，而投資者只擁有要求經營者執行義務的權利（指監督經營者有沒有好好服膺忠實義務），二、忽略了人人都會犯錯，沒有考量到經營者和投資者都有可能缺乏專業、資訊或能力，三、忽略了本人成本的產生。四、無法解釋為何實務上，即使股權全部集中在一人手上（一人股東的情形），他仍會僱用管理人去經營公司。五、無法解釋為什麼大多數的大公司會嚴格限制股東解任經理人和董事的權利，像是一年只能開一次股東會解任董事、採用交錯任期制且三年任期內不得無正當理由解任董事，以及企業選擇採用雙層股權結構長期鞏固經營權之趨勢¹³⁹。」換言之，代理成本理論無法解釋為什麼實務上投資人會將資金投入於採用少數股東控制架構的公司中。

第一目 代理人與本人所生的成本

代理成本的種類可區分為兩大種：能力成本（competence cost）和衝突成本（conflict cost）。而本人（principal）和代理人（agent）都會產生這兩種成本。由本人產生的能力成本，指的是投資者掌握控制權卻缺乏經營公司的能力、專業、資訊所帶來的成本，也包括本人沒有能力去判斷是否要對經營者究責的成本（accountability costs）、過度監督導致經理人分心的成本（over monitor），與多數股東要做出統一決策（collective decision making）的成本。由代理人所產生的能力成本，指的是經營者者掌握控制權卻缺乏經營公司的能力、專業、資訊所帶來的成本，並且業務越複雜的公司，代理人的能力成本也會隨之上升。而因本人產生的衝突成本，指的是股東間因為不同的投資願景、利益衝突或凝聚共識的而生成成本；代理人因代理人而產生的衝突成本包含了管理防禦（management entrenchment）、自我交易（self-dealing）、不當利益輸送（tunneling）、過高的薪酬（excessive pay）、監督和約束成本（Monitoring and bonding cost）¹⁴⁰。

¹³⁸ Goshen & Squire, *supra* note 135, at 777.

¹³⁹ *Id.* at 775-778.

¹⁴⁰ *Id.* at 783-94



表二：本人成本與代理人成本的組成

	能力成本	衝突成本
本人	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 缺乏專業 ▪ 資訊不足 ▪ 缺乏智慧 ▪ 情緒管控不佳 ▪ 多餘的行動 ▪ 協調問題 ▪ 目光短淺 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 集體行動困境 ▪ 不信守承諾 ▪ 漠不關心 ▪ 保持沉默 ▪ 頑固堅持 ▪ 空白投票 ▪ 不同的期望
代理人	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 缺乏專業 ▪ 資訊不足 ▪ 缺乏智慧 ▪ 情緒管控不佳 ▪ 過度自信的偏見 ▪ 樂觀的偏見 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 推託卸責 ▪ 自我交易 ▪ 掏空公司 ▪ 為了擴增規模而併購 ▪ 為了多角化經營而併購 ▪ 過多或無效率的支出

資料來源：整理自 Goshen & Squire 文章內圖表¹⁴¹

第二目 雙層股權與本人成本

代理成本理論認為由股東掌握控制權及能對經營者究責的公司架構是最能提升公司價值的，所以這樣的架構優於其他；本人成本理論則認為，因為每個公司是獨一無二的（firm specific），所以公司治理架構（控制權的分配）與公司價值或獲利無關聯。每家公司應致力於減少本人成本和代理成本。另外，按照代理成本理論推論，若經營者可以分到更多的現金流量權和更少的控制權則公司價值應會提升，但是 Jensen-Meckling model 沒辦法支持這個推論，他們認為管理者的私人利益和經濟效益應是負相關。本人成本論也有同樣的預測，但理由不同，因為賦予經營者更多的現金流量權但減少其控制權將減少代理衝突成本但增加了本人衝突成本。

¹⁴¹ *Id.* at 795 tbl. 1.



因此公司會根據其特性調整調權力分配。所以說，權利的分配和公司價值並不存在一個普遍的關聯。

代理成本理論下，雙層股權結構賦予經營者更多的控制權，將使該公司價值下降。但實證顯示，這些公司的價值在轉換結構後往往保持成長的趨勢。在本人成本理論下，雙層股權結構公司的代理成本相對於股權集中架構（Concentrated Ownership Structure）¹⁴²或股權分散架構（Dispersed-Ownership Structure）¹⁴³高出許多，但本人成本也相對的比較低。而雙層股權結構公司價值的提升就代表著，在此結構下本人成本下降的程度會大於代理成本提升的程度，同時因為此結構下的經營者可自由追求其企業願景，故可以顯示出公司股權結構與公司價值之間並不存在一定的關連¹⁴⁴。

第二項 雙層股權結構的優勢

第一款 經營者的獨有見識得以受到保障

雙層股權結構下，控制權的穩固性是促使企業家投入其獨有見識（idiosyncratic vision）¹⁴⁵的誘因之一。經營者的獨有見識往往是新創企業的核心競爭力，在公司發展初期，公司仰賴創辦人的技術專業與知識，當其投入獨有見識形成的商業策略在市場上獲得成功時，公司將獲得超出市場平均的回報。控制權的重要性在於，商業決策需要時間去執行，在這個過程中需要無數的決定和選擇，由於經營者和投資人間資訊不對稱和意見不同，他們往往對公司的經營持有相異的見解，在公司取得

¹⁴² 股權集中架構（concentrated ownership structure），指的是由單一股東或少數股東掌控大部分的股權。控制權和現金流量權不分離，而雙層股權結構下的控制者可以賣出其現金流量權，但不失去其控制權。在此架構下，代理人為少數股東，且可以直接治理公司。當代理人（也就是控制股東）的控制權無法挑戰時，潛在的本人成本很低，但代理成本很高。雖此點和雙層股權結構相同，但代理成本仍低於雙層股權結構公司（因為控制股東掌握長或 50% 或以上的現金流權，比起雙層股權的經營者約 40% 還多），在美國採用此公司架構的公司數量比起雙層股權結構的多出許多。Id. at 807.

¹⁴³ 股權分散架構（dispersed-ownership structure）為美國最多數公司所採取之架構。投資者可以藉由表決權來挑戰經營者（CEO 或董事）的控制權（像是否決議案或解任董事）。比起雙層股權或股權集中架構，其產生較低的代理成本和較高的本人成本。要改變公司經營計畫時，投資人可藉由敵意經營權爭奪（hostile raider）掌握優勢股權替換經營階層、委託書徵求爭取支持市場派的提案（activist hedge funds），但同時也可能因為資訊不足帶來巨大的本人成本。Id. at 808.

¹⁴⁴ Id. at 806.

¹⁴⁵ Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125(3) YALE L.J. 560, 577 (2016).

成功之前，投資人難以認知到獨有見識的價值，經營者也無法事先為其獨有見識進行充分證明。若當公司遭遇挫折時，其他股東有能力取回控制權，經營者將被迫放棄自己的商業計畫，甚至被逐出公司經營階層；反之，創辦人若能牢牢掌握控制權，即使遭到其他股東反對，他仍然能夠持續實行自己的獨有見識¹⁴⁶。這些獨有見識帶來超過市場平均水準的回報。正是由於經營者的預見的商業機會是市場上未曾遇見而無法訂價的，因此經營者和投資人之間也無法就經營者的獨有見識事先達成一一份明確的合約¹⁴⁷，這些問題讓採用雙層股權結構掌握控制權的正面作用凸顯出來——她讓創辦人就經營決策保持控制權，遠離投資人的質疑、批評和妨礙，使其能發揮自身的風格、願景和商業模式¹⁴⁸。

第二款 促使更多新創公司選擇進入公開市場

由於雙層股權結構對公司創辦人控制權的保障，將提升公司創辦人讓公司上市的意願，這也同時能緩和目前越來越少公司上市的問題¹⁴⁹。近年來各國 IPO 市場逐漸沒落的趨勢，有學者認為主要可歸咎於過度監理，導致對許多新創公司的創辦人來說盡可能長時間維持私人公司，才最符合其利益，再加上目前上市已不再是獲得鉅額投資、高曝光度和流動性的唯一方式，因此學者呼籲將上市及公司治理法規鬆綁，促使更多成長型公司更容易進入市場，才能推動老舊 IPO 市場的轉型¹⁵⁰。雙層股權結構制度的鬆綁，或許就能夠讓許多本無意願進入公開市場的私人公司上市。有美國學者指出，近來在美國許多以雙層股權結構 IPO 的案例，如 2018 年的 Dropbox, Inc.、GreenSky, Inc.、Pivotal Software, Inc.、Pluralsight, Inc. 和 SmartSheet,

¹⁴⁶ *Id.* at 566.

¹⁴⁷ See Paccès, Alessio Maria, Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control 11 (Eur. Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 131/2009, 2009).

¹⁴⁸ See also Larry Page & Sergey Brin, 2004 Founders' IPO Letter, ALPHABET (2004), <https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html> (“We have implemented a corporate structure that is designed to protect Google’s ability to innovate and retain its most distinctive characteristics.”).

¹⁴⁹ See Emily Stewart, SEC Chair Highlights Need for More Public Companies in First Public Speech, THE STREET (July 13, 2017, 12:20 AM), <https://www.thestreet.com/story/14224963/1/sec-chair-highlights-need-for-more-public-companies-in-first-public-speech.html>.

¹⁵⁰ E. P. M. Vermeulen (著)，吳奐廷 (譯) (2021)，〈公司治理新指標：老舊化 IPO 市場之轉型策略〉，《公司法與公司治理 (下冊)》，頁 1113，新學林。

Inc.，若無法採用雙層股權結構，這些公司不會選擇進入公開市場¹⁵¹。如同阿里巴巴在 2014 年未能於香港交易所上市的事件以及香港、新加坡交易所相繼修改上市規則允許雙層股權結構之行為就能夠觀察出開放雙層股權結構對於成長型公司上市的意義。


第三款 經營者得以專注長期發展而非短期獲利

公司管理層缺乏控制權的狀況下，若短期績效乏善可陳，經營者將因擔憂自己被撤換，而犧牲公司長期發展轉而尋求短期獲利的策略。許多採用雙層股權結構的公司就明白的表示，採用此結構的主要目的就是為了防止來自短期市場的壓力，例如採用雙層股權結構的 Google，其創辦人 Larry Page 人就曾說：「管理團隊被一系列短期目標分散注意力，就像減肥者每半小時踩一次體重計一樣毫無意義。」（“A management team distracted by a series of short-term targets is as pointless as a dieter stepping on a scale every half hour.”¹⁵²）在單層股權結構下，經營者須透過大量持股掌握控制權。在公司需要進一步融資時，發行更多的股份代表著他自己的控制權也將被稀釋，再者，經營者可能也沒有足夠的財產等比例的收購股份以維持控制權；就算有，額外的購入股份意味著投資該公司的非系統性風險升高。此困境可能帶來的後果就是：經營者將傾向於為公司選擇低風險的經營策略，而非最大化公司和股東利益的經營策略。而雙層股權結構下，在發行新股時，經營者可透過持有高表決權股來維持控制權，無須投入更多資金，降低融資成本，同時發行低表決權股給大眾投資人來為新的商業決策融資，同時亦能夠適量賣出自己所持有的股份以降低承受非系統性風險¹⁵³。總的來說，一個好的產品或服務，往往需要公司多年的積累和研發，透過不斷的資金投入、實驗和修正，最後才能夠開闢新的市場，成為公司的主要收入來源，真正實現公司長期的利益。有論者認為，市場上機構投資人的存在使得公司受到更多來自短期市場表現要求的壓力，主因在於機構投資人係以大

¹⁵¹ John C. Coffee, Jr., *Dual Class Stock: The Shades of Sunset*, CLS BLUE SKY BLOG (Nov. 19, 2018), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-theshades-of-sunset/>.

¹⁵² See Page & Brin, *supra* note 148.

¹⁵³ 沈駿峰，前揭註 134，頁 824。



眾投資人的金錢進行投資，其報酬取決於投資的短期績效，如此以來可能迫使被投資的公司必須採取穩定的股利政策或實施庫藏股政策，而減少投入研發等長期發展策略，以免在市場上表現不佳¹⁵⁴。而雙層股權結構下經營者長期把持控制權，使之有後盾抵禦其他喜於追求短期績效的積極投資人（像是機構投資人或避險基金），經營階層得以專注在長期性發展的策略上，有效的提升公司成長和提高價值，而這也得到了實證數據的支持¹⁵⁵。

第四款 提升全體股東談判能力，抵抗惡意併購

若經營階層能夠掌握表決權，則可解決股東集體行動的問題。在一個所有權分散的公司中，股東很難作為一個集體單位行事。當面對收購要約時，若無法達成共識，將使股東在談判中處於明顯的不利地位。甚至，如果股東選出的董事會不擁有公司的大量股份，他們可能不會以所有股東的最佳利益行事。在雙層股權結構公司中，擁有優勢表決權的股東獲得了巨大的議價能力。隨著談判能力的提高，股東們更能夠影響股份的收購溢價。因此，再從雙層股權結構下，將會減少控制權交替的次數，但會提升其交易的價格¹⁵⁶。再者，由於非控制股東對於經營事項不熟悉，導致無法正確評估是否該售出持股。若由能掌握公司精確資訊的控制股東（在雙層股權結構下常常是管理階層）依照其專業判斷能力與潛在的收購方接觸，由其代表其他股東談判，更可能提高每筆收購要約之溢價¹⁵⁷，且此類高表決權股，通常設有轉讓限制，亦能達到防止敵意併購的效果。

¹⁵⁴ 朱德芳，前揭註 10，頁 171。

¹⁵⁵ See generally Bradford D. Jordan et al., *Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure*, 41 J. CORP. FIN. 304 (2016).

¹⁵⁶ Howell, *supra* note 50, at 443.

¹⁵⁷ Gregg A. Jarrell & Annette B. Poulsen, *Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence*, 20 J. FIN. ECON. 129, 133 (1988).



第六節 小結

透過契約理論來解釋公司不同股權結構的選擇，可以推導出是否遵循一股一表決權並無絕對的優劣。另外，雙層股權結構下，因為集中控制為公司所帶來的價值提升與因為代理成本所產生的價值遞減，究竟兩個力量孰高孰低，是贊成與反對兩最大的爭議點。一個理性的投資人，只有因為控制權帶來的效益大於控制權帶來的代理成本時，才會願意投入資金。而這兩股力量此消彼漲，隨著時間改變。即使是一家此時舉世看好的公司，必定也會因為時間的推移而變化，這也是實證結果中公司表現各有好壞的原因之一¹⁵⁸，因此我們可以說，對一個公司而言，雙層股權結構帶來的影響是動態的¹⁵⁹。如何在雙層股權結構下當創辦者為公司帶來最大效益尚未遞減之前，先為公司除去窒礙鋪好順暢的道路，以保護多數投資者，是近來過內外學界與實務研究的熱點，因此下一章節將接續討論如何為雙層股權結構這把雙面刃設計監管制度。

¹⁵⁸ 有學者指出，國家公司治理法治的優劣亦對雙層股權結構下企業效率與控制者謀取私利的程度產生影響，參見王文宇，前揭註 21，頁 16。詳細討論可以參考本論文第五章第四節第一項第三款。

¹⁵⁹ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 50。



第三章 雙層股權結構的監管制度

第一節 全球視角下的監管制度

雙層股權結構是近年來在資本市場和公司治理結構領域受到熱烈討論的話題，也是最具爭議性的一個，各國學術界、實務界及主管機關無不開始研議應否引進這類制度，及應在何種條件下引入以緩和可能產生的公司治理問題。

第一項 監管制度的三種模式

關於雙層股權結構，根據學者 Aurelio Gurrea-Martínez 的分類，各國的監管手段可分為三種模式¹⁶⁰，第一種為完全禁止公司採用雙層股權結構上市的禁止模式，採取禁止模式的國家有：澳洲、比利時、巴西、哥倫比亞、厄瓜多、德國、馬來西亞、波蘭、西班牙和南韓；第二種為不強制設定限制，允許雙層股權結構上市的開放模式，屬於此類的國家有：美國、瑞典及荷蘭；第三種為在一定限制條件下開放雙層股權結構上市的限制模式，這是近來最受歡迎的模式，採取的國家有：加拿大、香港、中國、英國主板的優質上市（premium listing）¹⁶¹、印度、和印尼。這也顯示著，雙層股權結構上市的開放與否和監管制度的採擇並非絕對，依據各國市場和法制的不同特性而有多元的模式。

第二項 雙層股權在全球市場的開放熱潮

從歐洲開始，英國金融行為監管局（Financial Conduct Authority, FCA）在 2021 年 12 月 3 號宣布允許主板的優質上市公司採用目標形式（targeted form）的雙層股

¹⁶⁰ 此分類參考學者 Aurelio Gurrea-Martínez 著作中的分類。See Gurrea-Martínez, *supra* note 106, 489-96.

¹⁶¹ 公司在倫敦證券交易所掛牌主板掛牌交易的公司有兩種選擇，包含優質上市（Premium Listing）：公司須符合監管和治理的最高標準，且僅限於股權性質；標準上市（Standard Listing）：公司必須滿足歐盟法規規定的要求（EU Minimum Standards），且包含可轉債、特別股及資產證券化等其他商品。參見台灣證券交易所（07/2021），《英國證券市場相關制度》，頁 39，<https://www.twse.com.tw/staticFiles/product/publication/0003000204.pdf>.

權結構上市¹⁶²，目的是為了吸引大型科技公司至倫敦上市，尤其是在英國脫離歐盟之後，提升英國證券市場的競爭力變成 FCA 主要的目標¹⁶³。在此之前，就英國公司法來說，在英國的公司一般而言可以自由選擇是否採取雙層股權結構，若要以雙層股權結構上市，可以選擇 Alternative Investment Market (AIM) 板和主板的標準上市 (Standard Listing)，只有在優質上市 (Premium Listing) 的部分禁止。但 AIM 板的上市條件較為寬鬆，主要是提供給較小的成長型公司，對於成長中的中大型科技公司來說，AIM 板的投資人無法提供充裕的資金，因此不會選擇在此上市；而主板的標準上市對於市場投資人而言相較於優質上市總是會有「次佳的印象」，因為更嚴格的上市門檻將賦予優質上市的公司更強的公司治理素質，使得市場對其更有信心¹⁶⁴。對於潛在公司來說，優質上市更可以吸引到較多成熟的投資者進行高水準的投資，並獲得更好的價格。再加上標準上市的公司並沒有被列入 FTSE Index series¹⁶⁵，對於公司而言，能被納入指數意味著更大的現金流動量和更高的股價¹⁶⁶。因此，英國開放雙層股權結構在主板的優質上市，對於英國的科技公司而言是一股上市的推力。

在亞洲，2018 年香港交易所（下稱港交所）和新加坡交易所（下稱新交所）分別修訂了各自的上市規則，允許公司在有限制的條件下以雙層股權上市。緊接著，在 2019 年，中國的上海科創板和深圳創業板在開板時也允許公司採用雙層股權上市。同一年，印度證券交易委員會（Securities and Exchange Board of India, SEBI）也批准公司在印度發行具有不同投票權的股票，更附加了當時獨步全球的強制 5 年

¹⁶² See FCA, PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW: FEEDBACK AND FINAL CHANGES TO THE LISTING RULES (2021), <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf> [hereinafter FCA PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW].

¹⁶³ Paul Davies, *UK Listing Review (March 3, 2021)*, OXFORD BUS. L. BLOG ARTICLE (Mar. 16, 2021), <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/03/uklisting-review-march-3-2021>.

¹⁶⁴ See generally Bobby V. Reddy, *Finding the British Google: Relaxing the Prohibition of Dual-Class Stock from the Premium-Tier of the London Stock Exchange*, 79 CAMBRIDGE L.J. 315 (2020).

¹⁶⁵ FTSE UK Index series 是一項英國的指數，根據各種衡量標準對於英國優質上市的公司進行排名。像是 FTSE-100，就是按市值計算前 100 家最大的英國優質上市公司。

¹⁶⁶ Davies, *supra* note 163, at 325.

日落條款作為上市條件¹⁶⁷。在 2021 年底，為鼓勵科技公司上市，印尼金融服務管理局（Otoritas Jasa Keuangan，OJK）發布了關於雙層股權的新規定：金融服務管理局條例第 22/POJK.04/2021（POJK 22）號，允許科技公司在印尼證券交易所（Indonesia Stock Exchange）採用雙層股權結構上市¹⁶⁸。


南韓的證券市場也感受到此波雙層股權熱潮，在 2021 年 3 月該國知名電商巨頭 Coupang 赴美在 NYSE 以雙層股權結構上市，其中創辦人擁有的 B 類股票擁有 29 個表決權，此舉引起南韓國內對於是否該引進新制度防止科技公司出走的爭辯¹⁶⁹。而後，原本完全禁止任何類型的公司採用雙層股權結構的南韓在同年 2 月提出《創業投資企業振興法》（Act on Special Measures for the Promotion of Venture Businesses）的修正法案，允許未上市的創投公司可以採用雙層股權結構上市，在該法案中，將高表決權股的持有者限制為創始人，並搭配 10 年期的日落條款，如果創始人轉讓或繼承該股份，或者創始人辭去董事職務，該股份將轉換為普通股，且無法進行任何轉讓或繼承。如果發行此類股票的公司不再被歸類為新創公司，則已發行的股票仍然有效¹⁷⁰。然而，韓國提出的法案與近期在亞洲其他市場採用的雙層股權有些不同。其中，香港、新加坡、中國和印度等其他市場修改了公司法，並將細節規定在各大證券交易所的上市規則，旨在使公司法中基本允許雙層股權的存在。相比之下，韓國的法案側重於對《創業投資企業振興法》進行修訂，將之作

¹⁶⁷ Khaitan & Co, *Framework for Issuance of Differential Voting Rights Shares* (July 5, 2019), <https://www.khaitanco.com/thought-leadership/framework-for-issuance-of-differential-voting-rights-shares>.

¹⁶⁸ Shotaro Tani, *Indonesia Allows Multiple Voting Shares to Boost Tech IPOs*, NIKKEI ASIA (Dec. 7, 2021), <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/IPO/Indonesia-allows-multiple-voting-shares-to-boost-tech-IPOs>; Freddy Karyadi, *Indonesia – IDX Recognizes Dual-Class Shares In Move To Boost Tech Listings*, CONVENTUS L. (Jan. 7, 2022), <https://conventuslaw.com/report/indonesia-idx-recognizes-dual-class-shares-in-move/>.

¹⁶⁹ Dong-Hui Park, *Coupang applies for IPO on New York Stock Exchange*, KED GLOBAL (Feb. 15, 2021), <https://www.kedglobal.com/ipos/newsView/ked202102140001>; Nam Hyun-woo, *Debate Over Dual-Class Shares Reignites on Coupang IPO*, KOREA TIMES (Feb. 15, 2021), https://www.koreatimes.co.kr/www/nation/2021/02/694_304060.html?fl.

¹⁷⁰ See Nam Gilnam, *Tech Companies Changing Global Stock Exchanges and Issues in Dual Class Share Structures*, KOREA MKT. CAP. INST. (May 04, 2021), https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?year=2021&zcd=002001017&zno=1595&cno=5693; Mi-hyun Jo & Geong-jin Min, *S.Korean Govt Pushes Dual-Class Share Structure amid Coupang US listing*, KOREA ECON. DAILY (Feb. 19, 2021), https://www.kedglobal.com/dual-class_share_structures/newsView/ked202102190001.



為基本上禁止這種結構的公司法的例外，這與其他市場的監管政策存在重大差異。雖然韓國透過修正法律（比上市標準更高階層）規範雙層股權，相較於其他市場使用各自的上市規則來設定雙層股權上市的特定條件可以減少法律上不確定性。然而，這可能會破壞執法機關操作的靈活性，香港、新加坡、中國和印度使用了修改程序更為靈活的上市規則，例外地只允許業務被社會公認為具有創新性的公司以雙層股權上市¹⁷¹。另外，韓國的雙層股權只著眼於培育創投企業，這與其他主要證交所為了爭奪科技公司上市的趨勢並不同。且韓國提出的法案中對持有雙層股權的股東訂下非常嚴格的要求，根據該要求，只有符合資格的創始人才能持有此類股份。相比之下，包括港交所、新交所和上海交易所（下稱上交所）科創板在內的其他交易所要求此類股份的持有人僅滿足兩個條件：在首次公開發行時擔任董事職務，以及持有 10% 或以上的股份（新交所除外）¹⁷²，換言之，在其他交易所規則之下，不必然只有創始人可以擁有高表決權股。

第二節 監管措施之概述

雙層股權結構為經營階層帶來了極大控制權，為了制衡其隨之而來的代理風險，除了利用日落條款拆除雙層股權結構外，亦有許多規定可以用來緩和 control 權被濫用的問題，特別是在新開放雙層股權結構的倫敦、香港、新加坡、上海和深圳，皆採用立法強制管理的監管模式，在上市規則中明文化了許多事前監管措施，符合規定的公司才能選擇以雙層股權上市；在公司上市之後，亦規定許多事中監管措施，用以監督公司經營者是否藉由高表決權股濫用控制地位侵害其他多數股東的權益，因此，本章節將這些監管措施分類為事前限制與事中監督，並加以介紹與討論。

¹⁷¹ See Nam Gilnam, *A Thought on the Proposed Amendment to Korea's Venture Firm Law for Introducing Dual Class Shares*, KOREA MKT. CAP. INST. (Dec. 08, 2020), https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?year=2020&zcd=002001017&zno=1569&cno=5606.

¹⁷² 請參考本章第二節第二款不同表決權持股人限制。



第一項 事前限制

第一款 適用主體之限制

對於能採取雙層股權的公司主體限制包含：公司種類限制、是否為新上市公司以及公司規模限制，以下將分別討論之。

第一目 公司種類限制

此限制的內容為只有主管機關允許的特定業務類型公司始能採用此結構，因此並非所有類型業務的公司都能採用雙層股權結構上市。在 2018 年之前，其實沒有任何市場採用此類型的限制，港交所在開放雙層股權結構以前曾諮詢過是否要加設此限制，根據該諮詢文件：「美國證券交易所是目前爭取中國公司上市最大的競爭對手，尤其是資訊科技業的公司，因為以不同投票權架構在美國上市的中國公司中有 70% 是資訊科技業的公司。但當時香港恆生指數的 50 支成份股中只有兩間資訊科技公司（作者按騰訊控股有限公司和聯想集團有限公司），為了要應對來自美國的競爭並同時限制雙層股權所帶來的風險，或許可將不同投票權架構的使用局限於特定行業（如資訊科技行業）。」但關於此限制亦存在不同論點：「雖然雙層股權架構在資訊科技行業特別常見，但其實很多不同類型行業的公司也有採用此類架構。2001 年至 2013 年底期間，美國採用雙層股權的 IPO，80% 都不是資訊科技公司。雖然現時資訊科技公司的 IPO 是聯交所和美國交易所競爭的主要領域，但假以時日，情況可能會改變。另外，如何定義『特定產業的範圍』也是一個問題，若要將雙層股權結構限於資訊科技公司或其他行業，就必須清楚界定該等公司¹⁷³。」舉例而言，生物科技公司、電訊業的公司及屬於「清潔能源」行業的公司均不在香港恆生行業定義中，這可能與一般大眾對科技類公司的認知有所差別。再者，行業定義也需因應個別行業的變化而時常修訂¹⁷⁴。

另外，亦有討論是否該限定於「創新類」的公司，以促進對行業本身或整體社會有革新性作用的公司上市。但同樣地，這樣的限制也會流於難以定義或定義過於

¹⁷³ 參見香港交易所與結算所有限公司，前揭註 109，頁 44。

¹⁷⁴ 參見同前註，頁 45。

主觀的問題，因為一家公司或許一開始屬於「創新公司」，但當該技術或服務普及化後變得稀鬆平常時，這家公司是否就應該摒棄雙層股權架構？反而可能產生許多不確定性的爭議。最終，港交所並未明文限制特定業務類別的公司始能採用雙層股權結構，而是採取個案具體判斷的方式，由交易所裁量採用不同投票權架構公司的應有特徵，如港交所在上市規則 8A.04 中規定：「新申請人尋求以不同投票權架構上市必須向本交易所證明其合資格及適合以不同投票權架構上市。」並在指引信¹⁷⁵中列出判斷是否適合上市時所考慮的因素，包含是否為創新公司¹⁷⁶、公司業務是否成功，不同投票權持有人的貢獻和其角色¹⁷⁷、是否得到資深投資者投資¹⁷⁸等。而新加坡也同樣採取由交易所事前具體判斷的方式，在上市規則第 210 條 (10)(b) 中規定：「有意以雙類股份結構上市的上市申請人必須適合以雙類股份結構上市

¹⁷⁵ 香港交易所指引信 HKEX-GL93-18，<https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/-/media/B6C47F78B2D44B798FC7280D7482D89D.ashx>（最後瀏覽日：07/02/2022）。

¹⁷⁶ 香港交易所指引信 HKEX-GL93-18 第 4.2 段創新產業公司：「申請人必須是創新產業公司。聯交所認為，對《主板規則》而言的創新產業公司應具備多於一項的下述特點：

- (a) 能證明公司成功營運有賴其核心業務應用了(1)新科技；(2)創新理念；及／或(3)新業務模式，亦以此令該公司有別於現有行業競爭者；
- (b) 研究及開發為公司貢獻一大部分的預期價值，亦是公司的主要活動及佔去大部分開支；
- (c) 能證明公司成功營運有賴其獨有業務特點或知識產權；及／或
- (d) 相對於有形資產總值，公司的市值／無形資產總值極高。

聯交所相信，何謂「創新」將視乎申請人所屬行業及市場的狀況，且會隨着科技、市場及行業發展而有變。譬如一個新穎及「創新」的業務模式長此以往被其他業內人士採用，漸漸也就可能不見得如何新穎或「創新」。另一方面，若一家公司另闢新徑，發展出「創新」方式使用既有科技，反可能因此而合資格採用不同投票權架構上市。因此，某家公司合資格以不同投票權架構上市，不一定表示另一名有類似技術、創新或業務模式的申請人亦合資格以不同投票權架構上市。

聯交所將審視每個個案的具體事實及情況，釐定申請人是否已經證明其是本段所述的創新公司。單憑表面上在傳統業務應用新科技並不足以證明有關公司具備本段所載特點。因此，舉例說，在網上銷售平台經營零售業務的申請人，若未能證明其具備其他鮮明的特點，聯交所可能認為其未必適合以不同投票權架構上市。」

¹⁷⁷ 香港交易所指引信 HKEX-GL93-18 第 4.4 段不同投票權持有人的貢獻：「公司價值主要來自或依賴無形的人力資源，每名不同投票權受益人的技能、知識及／或戰略方針均對推動公司業務增長有重大貢獻。」；第 4.5 段不同投票權持有人的角色：「(a) 每名不同投票權受益人必須為個人，並均積極參與業務營運的行政事務，為業務持續增長作出重大貢獻；及(b) 行人上市時，每名不同投票權受益人必須都是其董事。」

¹⁷⁸ 香港交易所指引信 HKEX-GL93-18 第 4.6 段外界認可：「申請人必須已曾得到最少一名資深投資者提供相當數額的第三方投資（不只是象徵式投資），且至進行首次公開招股時仍未撤回投資。該等投資者於上市時的總投資額最少有 50%要保留至首次公開招股後滿六個月（在主要投資者符合規定的前提下，個別投資水平微不足道的投資者無需滿足此要求）。如果申請人是由母公司分拆出來，聯交所一般不要求申請人證明其曾得到第三方提供相當數額的投資。」

179。」其考量條件包含公司的商業模式財務狀況、公司的長期計畫、企業的經營業績、特別股東對公司成功的作用貢獻和積極參與程度，或者是公司需要採用雙層股權的其他特點¹⁸⁰。而倫敦證券交易所（下稱倫敦證交所）在優質上市的新版上市規則中則未採用公司種類限制¹⁸¹。

至於在 2019 年開放雙層股權結構的上海和深圳證券交易所（下稱深交所）可以說也明確採取了特定種類公司的限制。因為上交所僅開放特定公司在科創板上市，該板主要開放高科技產業和戰略性新興產業，如生物科技與健康護理、資訊科技、新原物料、可再生能源、節能及環保行業等科技公司。而深交所亦僅開放特定公司在創業板上市，有別於科創板，創業板並未偏好特定行業，而是著重服務嶄新業務模式的新進企業和於成長型創新企業，且兩板目前皆只開放「合格」¹⁸²的投資人可進入投資，這意味著多數散戶被排除在兩板之外¹⁸³。所以說，相較於香港和新加坡直接開放主板，中國的上海和深圳目前採取漸進式開放部分產業使用雙層股權結構。

雖然這種必須「經由證交所來評估公司是否能採用雙層股權結構的監管方式」的確可以作為另一層保護大眾投資人的方式，但前提必須要有腐敗程度較低的主管機關¹⁸⁴，才有可能進行較公正的裁量。成熟的市場諸如美國、香港和新加坡可以

¹⁷⁹ SGXMR 210(10)(b): “A listing applicant that intends to list with a dual class share structure must be suitable for listing with a dual class share structure.”


¹⁸⁰ *Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures*, SGX 4 (June 26, 2018), <https://api2.sgx.com/sites/default/files/Responses%2Bto%2BFeedback%2Bon%2BDCS%2BConsultation%2BPaper%2B%2528260618%2529.pdf>.

¹⁸¹ 雖然在倫敦證交所的諮詢文件中，曾有論者認為應該將雙層股權上市限於電子科技類型的公司，但倫敦證交所並未針對此意見作回應。參見 FCA PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW, *supra* note 162, at 12.

¹⁸² 為保護經驗較淺的投資者，上交所設立了個人散戶直接投資科創板的進入條件，要成為「合格」的投資者，個人至少需要 500,000 元人民幣（約 70,000 美元），並且擁有不少於 24 個月的股票交易經驗。這樣的條件使得大多數散戶被排除在外，因為根據上交所年報數據，截至 2018 年底，86.92% 的散戶投資人投資少於 500,000 元人民幣。See Min Yan, *Differentiated Voting Rights Arrangement Under Dual-Class Share Structures in China: Expectation, Reality, and Future*, 28 ASIA PAC. L. REV. 337, 350 (2020).

¹⁸³ 新浪財經 (09/12/2020), 〈科創板 vs 創業板，二者有何差異？〉, <https://finance.sina.com.cn/money/fund/jjxylc/2020-09-12/doc-iivhvpwy6339411.shtml>。

¹⁸⁴ 2021 年國際透明組織 (Transparency International) 的年度貪腐印象指數 (Corruption Perceptions Index) 顯示，在全球 180 個國家中，新加坡的清廉指數高居第 4 名，香港則為第 25 名，美國為第



利用市場的力量來進行過濾，而不成熟市場反而因為無法正確地反映出不同公司架構、創辦人和資訊的價值，才更適合交由主管機關來執行過濾的任務¹⁸⁵。再加上，有論者擔心，商業模式的獨特性或創始人的特殊願景等主觀因素不應該由證券交易所來評估，反而應交由市場篩選，因為主管機關難免會有判斷失靈的時候¹⁸⁶，香港證券及期貨事務監察委員會（下稱證監會），也認為這些裁量標準過於主觀而易導致標準模糊化，依靠監管機構的主觀判斷來確定哪些申請人有資格獲得雙層股權上市的機會，將致監管上的不確定決策上的不一致與不公平，所以證監會反對以此為基礎作為上市標準¹⁸⁷。因此，在新加坡主板和香港主板這種已然屬於成熟的證券市場，採用由證交所具體判斷的方式，對潛在的申請者來說反而會帶來不確定性和不公平裁量的可能¹⁸⁸。

第二目 是否限定於新上市公司

此限制內容為申請者只能為在公開市場首次上市之公司，已上市之公司不得採用雙層股權結構。此限制之目的在於保護已上市公司中原有股東的權益，由於原有股東係基於公司採用一股一表決權的預設進行投資，若容許公司於上市後實施雙層股權架構以保障控制股東的控制權，其他股東的權利將可能受到不公平的限制或削弱。反之，在首次公開發行的階段採用雙層股權的公司，其投資者完全知悉其所買入股份的權利較其他股份權利為少，並在該資訊基礎上進行投資。其後於交易市場投資該公司的股東亦然，他們一般在事前並無該公司權益，因此於 IPO 階段採用雙層股權不會限制或削弱他們已有的權利¹⁸⁹。

27 名，中國則為第 66 名。See *Corruption Perceptions Index*, TRANSPARENCY INT'L, <https://www.transparency.org/en/cpi/2021> (last visited July 2, 2022).


¹⁸⁵ Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 496.

¹⁸⁶ *Id.* at 507.

¹⁸⁷ Securities and Futures Commission, *SFC Statement on the SEHK's Draft Proposal On Weighted Voting Rights*, SFC NEWS & ANNOUNCEMENTS (June 25, 2015), <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR69>.

¹⁸⁸ Robin Hui Huang, et al., *The (Re)Introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong: A Historical and Comparative Analysis*, 20 J. CORP. L. STUD. 121, 151 (2020).

¹⁸⁹ 參見香港交易所與結算所有限公司，前揭註 109，頁 41。



倫敦、香港、上海、深圳等交易所皆明文僅允許新上市的公司採用雙層股權結構，如倫敦主板上市規則 9.2.22AR 中，限定發行人為第一次申請優質上市，且未曾發行過特別表決權股¹⁹⁰；港交所主板上市規則第 8A.05 條：「本交易所只考慮新申請人以不同投票權架構上市的申請。」並在註解中說明反規避措施：「如本交易所認為申請人故意規避遵守《上市規則》第 8A.05 條或產生規避第 8A.05 條的效果，本交易所保留可拒絕其上市申請的權利。」在上海，科創板上市規則第 4.5.2 條亦表明：「發行人在首次公開發行並上市前不具有表決權差異安排的，不得在首次公開發行並上市後以任何方式設置此類安排。」而深圳證券交易所創業板股票上市規則（下稱深圳創業板上市規則）條文中也有相同的規定¹⁹¹。

新加坡曾在諮詢階段就此限制進行討論，但最終並未明確採取此限制，原因在於他們認為這可透過確保發行人在發行高表決權對普通表決權股份的比例不變，來解決可能侵害原有股東權益的問題¹⁹²。新加坡的規定與美國 NYSE 和 NASDAQ 的規定有異曲同工之妙，這兩間交易所容許新申請公司以雙層股權架構上市，但是規定「禁止可損害公司現有股東權益的股份在其市場上市」。如紐約證券交易所上市公司手冊（NYSE Listed Company Manual）第 313A 條¹⁹³：「根據《交易所法》（Exchange Act）第 12 條登記的公開買賣普通股，其現有股東之投票權不得被任何公司行動或股份發行不公平地削弱或限制。該等公司行動或股份發行的例子包括（但不限於）採納與持股時間長短相關的投票計劃、採納設有上限的投票權計劃、發行附帶超級投票權的股份，又或透過交換發售發行投票權少於現有普通股每股投票權的股份。」NASDAQ Listing Rules 第 5640 條¹⁹⁴訂明：「根據投票權規則，公

¹⁹⁰ LSEGLR 9.2.22AR(2): “LR 9.2.22AR(1) only applies with respect to issuers: (a) to which the condition in LR 6.9.1AR applied on the first occasion they made an application for shares to be admitted to premium listing; and (b) which have had no class of weighted voting rights shares in issue other than specified weighted voting rights shares since the issuer first had a class of shares admitted to premium listing.”

¹⁹¹ 深圳证券交易所创业板股票上市规则（下稱深圳創業板上市規則）第 4.4.1 條。

¹⁹² *Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures*, *supra* note 180, at 8.

¹⁹³ NYSE Listed Company Manual § 313 Voting Rights.

¹⁹⁴ NYSDAQ Listing Rule 5640 Voting Rights.



司不得新增投票比率較現有證券類別高的證券類別，亦不得採取任何其他能限制或削弱現有證券類別的投票權的行動。」

第三目 公司規模限制

此限制之內容為針對雙層股權結構的公司設定更高的上市規模門檻，目前香港、上海及深圳交易所皆設有此限制。香港在《上市規則》8A.06 中規定：「新申請人尋求以不同投票權架構上市必須符合以下其中一項規定：「(1) 上市時市值至少為 400 億港元；或 (2) 上市時市值至少為 100 億港元及經審計的最近一個會計年度收益至少為 10 億港元。」此規定是為了回應相關人士認為此類公司須符合較高的資格標準的意見，以減輕外界普遍擔憂可能損害香港市場聲譽和競爭力的疑慮¹⁹⁵。」

新加坡曾就「最低市值新加坡幣 5 億元」作為上市門檻進行諮詢¹⁹⁶，大部分回應者認為市值門檻的高低是任意的，且最低市值的規定並不能為小股東提供足夠的保障，也有認為只要公司揭露雙層股權結構及其相關風險，即可讓投資者作出明智的決定。對市值的額外要求會成為潛在上市公司的阻礙，因此最終新交所並沒有放入此限制¹⁹⁷。倫敦證交所與新交所類似，並未額外針對雙層股權結構公司設置更高的市值門檻¹⁹⁸，但是其主板上市的標準上市和優質上市公司，在 2021 年 12 月 3 日後都將適用更高的最低市值門檻規定，由 70 萬英鎊提高至 3000 萬英鎊¹⁹⁹。

¹⁹⁵ 香港聯合交易所 (06/2015)，〈不同投票權架構概念文件的諮詢總結〉，頁 25，https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2015/150619news?sc_lang=zh-HK。

¹⁹⁶ *Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures*, SGX 9 (Mar. 28, 2018), https://governanceforstakeholders.com/wp-content/uploads/2017/04/Response-to-DCS-consultation-paper_050417.pdf.

¹⁹⁷ See *Mainboard*, SGX, <https://www.sgx.com/securities/mainboard> (last visited July 2, 2022). 但在新交所主板上市的公司仍須符合新加坡主板的最低上市市值要求 3 億新加坡幣。

¹⁹⁸ LSEGLR 2.2.7 R (1): “The expected aggregate market value of all securities (excluding treasury shares and shares of a closed-ended investment fund or open-ended investment company) to be listed must be at least: (a) £700,000 £30 million for shares; and (b) £200,000 for debt securities.”

¹⁹⁹ 倫敦證交所主板自 1984 年最低市值門檻 70 英鎊，有鑑於多年來市場增長，原本的門檻已經過時，故將最低市值門檻提升至 3000 萬英鎊，並鼓勵較低市值的公司進入更適合的小型或成長型市場，例如倫敦證交所監管的 LSE Alternative Investment Market (AIM)；以及由 Aquis 證券交易所 (AQSE) 監管的 AQSE Growth Market (由 Access 和 Apex 兩個板塊所組成)。

上海科創板和深圳創業板亦設有最低市值的限制，且兩板設定的門檻完全相同：「發行人具有表決權差異安排的，市值及財務指標應當至少符合下列標準中的一項：（一）預計市值不低於人民幣 100 億元；（二）預計市值不低於人民幣 50 億元，且最近一年營業收入不低於人民幣 5 億元²⁰⁰。」

第二款 不同表決權持有人資格限制

雙層股權結構下，會使不同表決權股的持有人成為公司中的「特權階級」，但是並非所有人都適合擁有特權，通常只有實際參與經營者才有正當理由持有高表決權股。在所有採用限制模式的市場，像是香港、新加坡、倫敦、上海和深圳都對不同表決權股持有人（受益人）設下一定的條件。在香港，受益人必須為申請人上市時的董事會成員²⁰¹；在新加坡，則要求公司必須在 IPO 時即確定持有人或持有人團體，並且不得在之後擴大群體的範圍²⁰²，且該持有人必須被任命為責任董事²⁰³，如果是許可持有人集團，則必須為許可持有人集團任命一名責任董事。交易所所有權可以要求團體中任何人擔任負責董事²⁰⁴；在倫敦，只有在首次公開發行時擔任董事之人，及該名董事死後的財產受益人可以持有不同表決權股²⁰⁵；而上海科創板和深圳創業板都要求持有人應當對公司發展或業務增長做出重大貢獻，且在上市前後持續擔任實際控制的持股主體²⁰⁶。

²⁰⁰ 上海證券交易所科創板股票上市規則（下稱上海科創板上市規則）第 2.1.4 條；深圳創業板上市規則第 2.1.4 條。

²⁰¹ 香港交易所主板上市規則（下稱香港證交所上市規則）8A.11：「不同投票權受益人必須為申請人上市時的董事會成員。」

²⁰² SGXMR 210(10)(c): “An issuer must specify the holders of multiple voting shares at IPO. The Exchange may permit a group of persons or an entity to be treated as a permitted holder group. In the case of a permitted holder group, an issuer must specify the scope of the permitted holder group at IPO. The issuer may not add to the scope subsequently.”

²⁰³ 根據 SGXMR 210(10)(a)(ii) 責任董事指的是根據第 210(10)條要求所任命的董事。

²⁰⁴ SGXMR 210(10)(e): “Subject to Rule 210(10)(f): (i) a holder of multiple voting shares must be appointed as a responsible director; or (ii) in the case of a permitted holder group, a responsible director must be appointed for the permitted holder group. The Exchange may require any other person to be appointed as a responsible director.”

²⁰⁵ LSEGLR 9.2.22C R: “Specified weighted voting rights shares are weighted voting rights shares of a class which meet the following conditions: (3) the shares may only be held by a director of the issuer or, following the death of a director, a beneficiary of the director’s estate.”

²⁰⁶ 上海科創板上市規則第 4.5.3 條：「持有特別表決權股份的股東應當為對上市公司發展或者業務增長等作出重大貢獻，並且在公司上市前及上市後持續擔任公司董事的人員或者該等人員實際控制的持股主體。」；深圳創業板上市規則第 4.4.3 條：「持有特別表決權股份的股東應當為對上市公司



第三款 表決權差異上限

表決權差異上限指的是在規則中預設表決權數差異比例上限，且該比例在 IPO 之後就不可再變更，目的是為了限制表決權和現金流量權的分離程度，緩和雙層股權結構下可能造成的公司治理風險。因為分離程度越大，控制者越有可能產生自我交易或其他損及公司利益決策的行為，而此限制可以將不同表決權持股者的控制權鎖定在某一個級距之內²⁰⁷。舉例來說，若不同表決權差異比例為 2:1，則高表決權股持有者至少必須持有 33.4% 的股權才能掌握控制權。若比例限制提升至 3:1 或 4:1 則須持有 25.1% 或 20.1% 的股權才能取得控制地位²⁰⁸，換言之，隨著高低表決權股的差異比增加，控制權人掌握過半控制權須持有的股數就越少。目前美國實務上最常見的表決權差異比例是 10:1，在此情況下，高表決權股持有者只須持有 9.1% 的股權即可取得公司的控制權²⁰⁹，且目前美國沒有任何一個交易所採用強制限制表決權差異上限的規定，因此雙層股權公司可自由設計複數表決權股的表決權數，像是 2015 年上市的 TerraForm Global，Class A 每股一權，而 Class B 每股高達 100 表決權，這代表著該股的持有者只要取得 1% 的股權就可以取得公司的控制權²¹⁰。

在其他的監管政策中，最常見的限制比例也是 10:1，在 1976 年 AMEX 曾有過「超級表決權股與普通表決權股之表決權比例不應大於 10 比 1」之規定²¹¹。而

发展作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。」

²⁰⁷ See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small-Minority Controllers* 107 GEO. L.J. 1453, 1505 (2019).

²⁰⁸ $33.4\% * 2 > (100\% - 33.4\%) * 1$; $25.1\% * 3 > (100\% - 25.1\%) * 1$; $20.1\% * 4 > (100\% - 20.1\%) * 1$. See Min Yan, *The Myth of Dual Class Shares: Lessons From Asia's Financial Centres*, 21 J. CORP. L. STUD. 397, 424 (2021).

²⁰⁹ $9.1\% * 10 > (100\% - 9.1\%) * 1$.

²¹⁰ See *Dual Class Companies List (Mar. 2020)*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., [https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%203-16-20\(1\).pdf](https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%203-16-20(1).pdf).

²¹¹ Howell, *supra* note 50, at 445.

香港²¹²、新加坡²¹³、上海科創板²¹⁴及深圳創業板²¹⁵，也都訂定了表決權差異上限為 10:1 的規定，且必須在 IPO 時即確定該比例，嗣後亦不得再增加。在上海和深圳還加上了高表決權股持有者合計必須持有公司 10% 以上普通股的規定²¹⁶。

較為特殊的是，最新放寬規定的倫敦證交所，採用了不同於上述市場 10:1 比例的門檻，根據倫敦證交所最新修訂的上市規則，高表決權股最多可以持有 20 個表決權，比例來到 20:1²¹⁷，在此之下，高表決權股持有者只須持有 4.7% 的股權即可取得公司的控制權²¹⁸。雖然在倫敦證交所的諮詢文件中 20:1 的比例曾受到質疑，有論者認為過高的比例可能使控制股東在公司的權利收到剝奪，但倫敦證交所方面認為設定一個相對較高的比例是合理的，因為這可以確保不同表決權股在有限制的條件下能夠有效的運作²¹⁹。

這類規定使得經營者必須在公司中保有一定比例的現金流量權，讓他們在一定程度上可取得的經濟利益與公司同步，以縮小其濫用控制權謀取私利的空間。但是由立法者強制設定的表決權差異上限仍可能會造成制度僵化的問題，雖然在美

²¹² 香港證交所上市規則 8A.10：「上市發行人的不同投票權股份類別賦予受益人的投票權，不得超過發行人股東大會上普通股可就任何議案表決的投票權力的 10 倍。」

²¹³ SGXMR 210 (10) (d): “Each multiple voting share shall not carry more than 10 votes per share . An issuer must specify the number of votes at IPO, and may not increase such number subsequently.”

²¹⁴ 上海科創板上市規則第 4.5.4 條：「上市公司章程应当規定每份特別表決權股份的表決權數量。每份特別表決權股份的表決權數量應當相同，且不得超過每份普通股份的表決權數量的 10 倍。」

²¹⁵ 深圳創業板上市規則第 4.4.4 條：「上市公司章程應當規定每份特別表決權股份的表決權數量。每份特別表決權股份的表決權數量應當相同，且不得超過每份普通股份的表決權數量的 10 倍。」

²¹⁶ 上海科創板上市規則第 4.5.3 條：「持有特別表決權股份的股東在上市公司中擁有權益的股份合計應當達到公司全部已發行有表決權股份 10% 以上。」；深圳創業板上市規則第 4.4.3 條：「持有特別表決權股份的股東在上市公司中擁有權益的股份合計應當達到公司全部已發行有表決權股份的 10% 以上。」

²¹⁷ LSEGLR 9.2.22C R:

Specified weighted voting rights shares are weighted voting rights shares of a class which meet the following conditions: (2) in relation to the following matters only, each share may carry up to 20 times the votes carried by a share in the class admitted to premium listing: (a) the removal of the holder as a director whether under section 168 of the Companies Act 2006 or otherwise; and (b) following a change of control in the issuer, any matter; and (3) the shares may only be held by a director of the issuer or, following the death of a director, a beneficiary of the director's estate.

²¹⁸ $4.76\% * 20 > (100\% - 4.76\%) * 1$.

²¹⁹ FCA PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW, *supra* note 162, at 13.



國採取開放模式的情況下，採取 10:1 比例的公司占多數，在一定程度上或許可以說 10:1 是市場自由選擇下的最適比例，但不可否認的是，不同的企業可能需要採用不同的表決權比例來滿足自身的商業需求。

第二項 事中監管

第一款 強制日落條款

日落條款的限制指的是於公司上市後，某些條件經觸發，將使高表決權股之股份類別消失，並回復成普通表決權股，這同時也代表著雙層股權結構的結束。目前香港、新加坡、倫敦、上海和深圳等交易所都採用了強制日落條款的限制，另外印度、印尼和韓國金融主管機關發布的有關雙層股權之規定及法案亦可見日落條款之蹤影。有關日落條款更詳細的討論可參考本文第四章。

第二款 突破規則

雙層股權結構的一大優勢是賦予公司抵禦敵意併購的能力，因此若相關監管制度能一定程度上使公司受制於敵意併購，則可被視為一種反制的手段，此一思路可見於歐盟的《收購指令》第 11 條第 4 項中的突破規則 (Breakthrough Rule)²²⁰。該條項主要內容為：「當收購要約結束後，若收購公司持有目標公司 75% 以上具有投票權的股份，則收購公司有權召開股東大會，且在該次股東會中，每股均為 1 表決權，有關任命董事會成員特別權限的相關章程條款失去效力²²¹。」即使高表決權股持有者在一般情形下可持有多數的表決權並在是否收購的決議上掌握決定權，但在突破規則下，普通股的持有者將有可能領先高表決權股持有者在表決權上取

²²⁰ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, 2004 O.J. (L 142) 12 [hereinafter EUDTB].

²²¹ *Id.* art. 11(4):

Where, following a bid, the offeror holds 75 % or more of the capital carrying voting rights, no restrictions on the transfer of securities or on voting rights referred to in paragraphs 2 and 3 nor any extraordinary rights of shareholders concerning the appointment or removal of board members provided for in the articles of association of the offeree company shall apply; multiple-vote securities shall carry only one vote each at the first general meeting of shareholders following closure of the bid, called by the offeror in order to amend the articles of association or to remove or appoint board members.



得優勢，使得收購公司可據此變更目標公司的股權結構並汰換經營階層。雖然突破規則看似能有效遏止雙層股權結構帶來的控制權濫用問題，但同時也對經營者維持控制權帶來強大的挑戰，損害了原本採用雙層股權的用意。

美國、香港、新加坡和倫敦的交易所並沒有採用突破規則，然而上海和深圳都有引入類似規定。具體而言，在上海及深圳交易所以雙層股權上市的公司，其股東可以在一股一表決權的計票標準之下，修改公司章程拆除雙層股權結構或者更換經營階層。而在香港，因為公司法明確訂立了特別股的表決制度，除非章程另有規定，否則必須經過該類別特別股股東的同意始能更改特別股股份附帶的權利²²²。此規定類似於台灣公司法第 159 條的特別股股東會議²²³。而港交所的上市規則在第 8A.24 條規定雙層股權結構公司之股東大會雖就「任何類別股份所附帶權利的變動」之議案需以一股一權計算，但附註解釋該規定「旨在保障同股同權股東不致於未經其同意就被不同投票權受益人通過議案，而並非要給使同股同權股東除去或進一步限制不同投票權。某個類別已發行股份所附帶的不同投票權若要更改，只能按發行人所須遵守的規例及／或法律的規定，在該類股份的持有人同意下後方可更改²²⁴。」而新加坡公司法²²⁵和上市規則的相關規定未若香港明確，但仍表明需變更或廢除特別股股份權利經過特別股股東的同意或者需增加特別投票程序²²⁶。而在中

²²² Hong Kong Companies Ordinance s. 180 Varying class rights: “(1) Rights attached to shares in a class of shares in a company may be varied only—(a) in accordance with provisions in the company’s articles for the variation of those rights; or (b) if there are no such provisions, with the consent of holders of shares in that class given in accordance with this section.”


²²³ 台灣公司法第 159 條第 1 項：「公司已發行特別股者，其章程之變更如有損害特別股股東之權利時，除應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議為之外，並應經特別股股東會之決議。」

²²⁴ 香港證交所上市規則 8A.24 附註。

²²⁵ Singapore Companies Act 1976 s.74 Rights of holders of classes of shares; SGMR 730B:

For an issuer with a dual class share structure, the following matters must be voted through the enhanced voting process: (1) changes to the issuer's Articles of Association or other constituent documents; (2) variation of rights attached to any class of shares; (3) appointment and removal of independent directors; (4) appointment and removal of auditors; (5) reverse takeover of the issuer as set out in Rule 1015; (6) winding up of the issuer; and (7) delisting of the issuer as set out in Rule 1307. For the avoidance of doubt, the relevant voting thresholds in respect of each of the above matters will continue to apply.

²²⁶ SGXMR 210(10)(e).



國現行公司法下，並沒有關於特別股股東表決制度的規定²²⁷，反而是在上交所上市規則第 4.5.10 條²²⁸中明確規定，應以一股一表決權計算更改特別股表決權股之表決權，且並須經三分之二以上出席股東之表決權同意通過。換言之，在科創版以雙層股權上市的公司，當其三分之二以上的普通股股份被收購後，收購公司便可透過召開股東大會，提議拆除雙層股權並在一股一表決權的計算下，撤換公司經營階層，就此而言雙層股權結構公司可能也會成為敵意併購的對象，只是門檻從一股一表決權制度下的二分之一上升到三分之二²²⁹。與歐盟收購指令下的突破規則中規定觸發門檻為四分之三相比，上海科創版的規定對於現有經營者所施加的壓力更加劇烈，而且歐盟的突破規則不影響公司發行無表決權股，且只要低投票權股有經濟權利上的優勢，收購該類股份都不會觸發突破規則²³⁰。但是上海科創版的上市規則不允許無表決權股的發行，亦要求高低表決權股需具有相同的經濟性權利。與上海科創版相同，深圳創業板亦有一模一樣的突破規則規定²³¹。

第三款 強化資訊揭露

資訊揭露係為保護市場交易秩序，促進市場交易之前提。在雙層股權結構之下，持有高表決權股的股東掌握了公司之控制權和經營權，導致其他股東幾乎無法參


²²⁷ 沈駿嶢，前揭註 134，頁 828。

²²⁸ 上海科創板上市規則第 4.5.10 條：「上市公司股東對下列事項行使表決權時，每一特別表決權股份享有的表決權數量應當與每一普通股份的表決權數量相同：（一）對公司章程作出修改；（二）改變特別表決權股份享有的表決權數量；（三）聘請或者解聘獨立董事；（四）聘請或者解聘為上市公司定期報告出具審計意見的會計師事務所；（五）公司合併、分立、解散或者變更公司形式。上市公司章程應當規定，股東大會對前款第二項作出決議，應當經過不低於出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過，但根據第 4.5.6 條、第 4.5.9 條的規定，將相應數量特別表決權股份轉換為普通股份的除外。」

²²⁹ 沈駿嶢，前揭註 134，頁 828。

²³⁰ Papadopoulos Thomas, *Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive*, SSRN 8 (2008), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114671; EUDTB art. 11(6): “Paragraphs 3 and 4 shall not apply to securities where the restrictions on voting rights are compensated for by specific pecuniary advantages.”

²³¹ 深圳創業板上市規則第 4.4.9 條：「上市公司股東對下列事項行使表決權時，每一特別表決權股份享有的表決權數量應當與每一普通股份的表決權數量相同：（一）修改公司章程；（二）改變特別表決權股份享有的表決權數量；（三）聘請或者解聘獨立董事；（四）聘請或者解聘監事；（五）聘請或者解聘為上市公司定期報告出具審計意見的會計師事務所；（六）公司合併、分立、解散或者變更公司形式。上市公司章程應當規定，股東大會對前款第一項、第二項、第六項事項作出決議，應當經出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過。」



與公司日常業務經營，對公司實際經營狀況所知甚少，產生了極大的資訊不對稱。而為了校正不對稱之程度，須賦予發行人更加嚴格的資訊揭露義務。在此義務下，立法者要求公司必須揭露股權與表決權結構、持有超級表決權股的持股人身份、投票內容、持股轉讓限制內容等，以保障股東之資訊獲知權，並使投資人可以正確評估雙層股權結構所造成之影響。以美國德拉瓦州公司法為例，有關資訊揭露之部分可見第 151 條第 (a) 項²³²：「每家公司得在其任何類別中發行一類或更多類別股份，或一股或更多股份，任一或所有股份可為有面值或無面值股，而股份可具完全表決權、限制表決權或無表決權，以及此類股份相關之指派權利、優先權利、相對應權利、參與權利、任意權利或其他特殊權利、資格或限制，並應在公司章程或其後修正版本中明確記載。」在同法第 102 條第 (a) 項第 4 款²³³中規定，章程中關於股份之應記載事項：「若公司僅被授權發行一類別股份，應於章程中記載授權發行之股份總數量及其面額之有無；若公司被授權發行多種類之股份，章程中則應載明各種類股份發行之總數量、每類別之股份數及面額之有無，並應載明各該股份之相關指派權利、優先權利之資格或限制²³⁴。」

美國所要求之揭露程度僅在於股份權利內容、數量、資格等基本資訊，但在香港、新加坡、上海和深圳則有更強化的資訊揭露要求。在香港證交所上市規則 8A.37

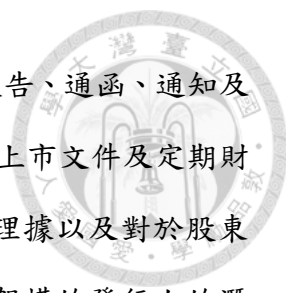
²³² DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151 (a):

Any of the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of any such class or series of stock may be made dependent upon facts ascertainable outside the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or outside the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by its certificate of incorporation, provided that the manner in which such facts shall operate upon the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of such class or series of stock is clearly and expressly set forth in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors

²³³ *Id.* § 151(d):

The holders of the preferred or special stock of any class or of any series thereof shall be entitled to such rights upon the dissolution of, or upon any distribution of the assets of, the corporation as shall be stated in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors as hereinabove provided.

²³⁴ 廖秀芯，前揭註 34，頁 104。



以下，要求雙層股權結構公司必須在所有上市文件、定期財務報告、通函、通知及公告的首頁，加入示警字句「具不同投票權控制的公司」，並在上市文件及定期財務報告的顯眼位置詳述發行人採用的不同投票權架構、採用的理據以及對於股東而言的相關風險。此警告必須告知準投資者投資具不同投票權架構的發行人的潛在風險，及提醒他們必須審慎仔細考慮後再決定投資。且股票的所有權文件上亦須載明警告標示。另外，在繼續揭露的上市文件、中期報告和年度報告當中亦須明確指出不同投票權受益人的身分、轉換為普通股之影響和此架構終止之情形。亦須將上市規則中有關不同表決權架構之相關規定載入章程，以賦予該等規則效力²³⁵，且雙層股權結構公司所發行之股票，股份結尾皆需有「W」字以作為明顯識別，以利投資人搜尋及辨別，避免誤解²³⁶。新加坡的規定則未較香港明確，但也要求將上市規則中有關雙層股權之權利內容、資格、限制等揭露在公司章程和相關文件當中²³⁷，且採用雙層股權之公司必須在公司發布所有公告和通知之首頁標示採用雙層股權結構和各類股的表決權資訊²³⁸。在上海和深圳，除了事前揭露²³⁹與繼續揭露²⁴⁰之規定外，亦特別規定監事會在年報中出具意見之義務²⁴¹：「上市公司具有表決權差異

²³⁵ 香港證交所上市規則 8A.44：「具不同投票權架構的發行人必須將《上市規則》第 8A.07、8A.09、8A.10、8A.13、8A.14、8A.15、8A.16、8A.17、8A.18、8A.19、8A.21、8A.22、8A.23、8A.24、8A.26、8A.27、8A.28、8A.29、8A.30、8A.31、8A.32、8A.33、8A.34、8A.35、8A.37、8A.38、8A.39、8A.40 及 8A.41 條的規定納入其組織章程細則或相等文件，以賦予該等規則效力。」

²³⁶ 香港證交所上市規則 8A.37-42.

²³⁷ SGXR 210(10)(j)：「The issuer must ensure that the requirements relating to the dual class share structure and the rights of the multiple voting shares and ordinary voting shares in Rules 210(10)(c) to 210(10)(i) are prescribed in its Articles of Association or other constituent documents.」

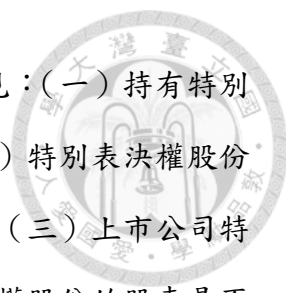
²³⁸ SGXR 753:

An issuer with a dual class share structure must prominently include a statement on the cover page of its announcements that the issuer is a company with a dual class share structure.”; SGXR 1206: “Any circular sent by an issuer to its shareholders must: . . . (7) for an issuer with a dual class share structure, prominently include: (a) a statement on the cover page that the issuer is a company with a dual class share structure; and (b) information on the voting rights of each class of shares.

²³⁹ 上海科創板上市規則第 4.5.1 條。

²⁴⁰ 上海科創板上市規則第 4.5.11 條；深圳創業板上市規則第 4.4.10 條。

²⁴¹ 上海科創板上市規則第 4.5.12 條；深圳創業板上市規則第 4.4.12 條。



安排的，監事會²⁴²應當在年度報告中，就下列事項出具專項意見：（一）持有特別表決權股份的股東是否持續符合本規則第 4.5.3 條的要求；（二）特別表決權股份是否出現本規則第 4.5.9 條規定的情形並及時轉換為普通股份；（三）上市公司特別表決權比例是否持續符合本規則的規定；（四）持有特別表決權股份的股東是否存在濫用特別表決權或者其他損害投資者合法權益的情形；（五）公司及持有特別表決權股份的股東遵守本章其他規定的情況。」另外，在上海證券交易所科創板股票上市規則（下稱上海科創板上市規則）中，並未有雙層股權股票代號之規定，但觀察上海科創版之不同表決權股皆標有「W」表示具有表決權差異安排²⁴³。

第四款 強化公司治理標準

面對此雙層股權結構可能帶來的風險，主管機關要求雙層股權結構公司須符合更嚴格的公司治理標準，以保護普通股東的權益。類似的措施如：

第一目 改變特定議案可行使之表決權數

改變特定議案可行使之表決權數之限制，在文本上又可分為為強化表決程序（enhanced voting mechanism）或者燕尾條款（coat-tail provision）兩種形式。

（一） 強化表決程序

強化表決程序之目的在於限制控制權人使用高表決權股之能力，尤其是在針對公司內部重大改變的議案，如章程的修改，或者是可能產生利益衝突的事項，像是獨立董事的提名和解任，為了防止這些重要議案中發生控制權的濫用的情形而改變表決之程序。此時在股東會上高表決權股之特別權利會暫時回復到一股一權來計算表決權數。類似的規定可見於香港證交所上市規則 8A.24：「通過下列事宜的議案時，上市發行人須不理會任何股份類別所附帶的不同投票權，不同投票權受益人的投票權不得多於每股一票：（1）上市發行人組織章程文件的變動（不論以何種形式）；（2）任何類別股份所附帶權利的變動；（3）委任或罷免獨立非執行董事；

²⁴² 中國之監事會類似於我國之監察人。在中國監事會之地位與董事會平行，監事由股東會選出，代表股東會行使監督職權，監督公司財務、董事、經理執行業務。

²⁴³ 如优刻得-W。參考上交所網站股票列表，<http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/share/>。（最後瀏覽日：03/21/2022）

(4) 委聘或辭退核數師；及(5) 上市發行人自願清盤。」且未遵守強化表決程序通過的議案，交易所將不承認該議案合法通過，或者直接以一股一權計算²⁴⁴。

新加坡之強化表決權程序則規定在 Rule 730B，內容與香港類似，採用雙層股權結構的公司必須在特定事項的決議中採用強化表決程序，也就是多表決權股暫時回復到一股一權，而這些事項包括章程的變更、獨立董事的任免和解任、任何類股權利的改變、併購、清算和下市²⁴⁵。另外，股東會亦可以透過強化表決權程序免除事件型日落條款的觸發，見新加坡上市規則 210(10)(f): “An issuer with a dual-class share structure must have automatic conversion provisions which provide that a multiple voting share will be converted into an ordinary voting share on a one-for-one basis in the event that: ... unless otherwise specifically approved by shareholders through the enhanced voting process ...”²⁴⁶ 該特別程序之目的與上述香港之程序並不同，而是為了保持強制日落條款的彈性，讓一般股東有權透過上述的強化表決程序放棄自動轉換的要求。另外，在新加坡 2018 年的雙層股權諮詢文件中有提到，當雙層股權公司在選任獨立董事時，必須採用強化表決程序，將管理層所持有之高表決權回復一表決權，以提升獨立董事之獨立性。但有論者質疑公司採用雙層股權之目的在

²⁴⁴ 香港證交所上市規則 8A.25：「在不限制發行人遵守《上市規則》第 8A.24 條責任的前提下，若不同投票權受益人投票表決的方式違反第 8A.24 條，本交易所將不承認該等議案已按《上市規則》的規定通過，或不將該等票數計入《上市規則》指定事宜所需的大比數票內。」

²⁴⁵ SGX Rulebooks Mainboard Rules 730B: “For an issuer with a dual class share structure, the following matters must be voted through the enhanced voting process: (1) changes to the issuer's Articles of Association or other constituent documents; (2) variation of rights attached to any class of shares; (3) appointment and removal of independent directors; (4) appointment and removal of auditors; (5) reverse takeover of the issuer as set out in Rule 1015; (6) winding up of the issuer; and (7) delisting of the issuer as set out in Rule 1307. For the avoidance of doubt, the relevant voting thresholds in respect of each of the above matters will continue to apply.”

²⁴⁶ 根據新加坡諮詢文件之說明，此處的強化表決權程序（Enhanced Voting）就是指恢復一股一權計算。See *Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures*, supra note 180, at 17:

Process Post-listing, if an owner manager sells or transfers part or all of his MV shares to another owner manager or a third party, such MV shares will be automatically converted into OV shares, unless shareholders approve otherwise in a general meeting where the voting is on the basis that one MV share is limited to only one vote (the “Enhanced Voting Process”). In addition to the shareholders’ approval, where the sale or transfer of the MV shares is to a third party, the purchaser or the transferee of MV shares must also be an executive director or an executive officer.

於使經營團隊有更大的彈性空間進行決策，如法規過於限制高表決權之使用，可能降低公司採用雙層股權的誘因²⁴⁷。

在上海及深圳除了在特定議案中採一股一權計算外，有更加嚴格的條件：該類議案必須取得三分之二以上表決權同意通過的限制。如上海科創板上市規則第 4.5.10 條：「上市公司股東對下列事項行使表決權時，每一特別表決權股份享有的表決權數量應當與每一普通股份的表決權數量相同：(一) 對公司章程作出修改；(二) 改變特別表決權股份享有的表決權數量；(三) 聘請或者解聘獨立董事；(四) 聘請或者解聘為上市公司定期報告出具審計意見的會計師事務所；(五) 公司合併、分立、解散或者變更公司形式。上市公司章程應當規定，股東大會對前款第二項作出決議，應當經過不低於出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過，但根據第 4.5.6 條、第 4.5.9 條的規定，將相應數量特別表決權股份轉換為普通股份的除外²⁴⁸。」


倫敦證交所的上市規則與上述市場的規定有根本上的不同，在上述的市場中，強化表決程序代表著高表決權股在特定議案中回復為一股一權，以保障普通股股東在重大議案中濫用其控制權。但是根據倫敦上市規則 9.2.22C R：在公司的「控制權變更」之前，原則上高表決權股持有人在一般議案中仍只有一表決權，只有在「該名高表決權股持有人在董事被解任之議案」中例外可行使較高之表決權；但是在公司的「控制權變更」之後，高表決權股持有人在所有議案行使其較高表決權²⁴⁹。而「控制權變更」，根據倫敦上市規則 9.2.22D R 指的是任何人收購該公司之股份，導致該人有權行使或控制公司股東會上所有或基本上所有議案 50%以

²⁴⁷ *Id.* at 19-20.

²⁴⁸ 深圳創業板亦有類似之規定，參見深圳創業板上市規則第 4.4.9 條。

²⁴⁹ LSEGLR 9.2.22C R:

Specified weighted voting rights shares are weighted voting rights shares of a class which meet the following conditions: (1) subject to paragraph (2), each share carries the same number of votes on matters at a general meeting of the company as a share in the class admitted to premium listing; (2) in relation to the following matters only, each share may carry up to 20 times the votes carried by a share in the class admitted to premium listing: (a) the removal of the holder as a director whether under section 168 of the Companies Act 2006 or otherwise; and (b) following a change of control in the issuer, any matter



上的表決權²⁵⁰。就此，或許可以說倫敦證交所並不存在一般常態的「強化表決程序」。倫敦證交所下，在公司未面臨敵意併購之危機前，高表決權股可行使之範圍相對於其他市場非常窄小，持有者僅能將高表決權做為防止被迫離開經營階層的保護措施，在其他公司經營決策下則沒有相對優勢的控制權。但是在面臨收購方掌握過半表決權時，則可以在所有議案完全行使其高表決權。就此而言，可以說倫敦證交所引進雙層股權結構之用意，完全是為了讓公司在上市初期有能力抵禦敵意併購。倫敦證交所對於高表決權股行使範圍的規定，的確也曾受到是否過於嚴格，或者無法有效消除敵意併購的質疑。對此，倫敦證交所的回應，他們允許優質上市的公司使用雙層股權之用意在於希望能夠促進新創公司在公開市場上市及能夠在上市初期成長，同時也讓更多投資人有機會參與這些公司的成長。在採納多方意見後，他們認為現有制度已經足以有效嚇阻敵意併購和經營權變更，但也承認沒辦法完全的消除危機。但現今也沒有足夠的證據支持有需要開放更多的機制給予雙層股權公司，再加上能在倫敦證交所主板優質上市的公司，代表著必須符合最高標準的公司治理，因此現有制度的寬嚴已經能滿足其需求²⁵¹。

（二） 燕尾條款

在一些文本上，燕尾條款（coat-tail provision），也能指在某些條件下所有特別股之權利歸於一律之條款。但在廣義上燕尾條款指的是特別股股東和普通股股東在公司發生控制權變更時應受平等對待之條款。最典型的燕尾條款是加拿大多倫多證券交易所（Toronto Stock Exchange，TSX）針對雙層股權結構上市公司制定的燕尾條款²⁵²。TSX 的燕尾條款用以避免於併購發生時，收購公司僅對高表決權股

²⁵⁰ LSEGLR 9.2.22D R:

(1) For the purposes of LR 9.2.22CR(1)(b), (subject to paragraph (2)) a change of control is the acquisition by any person of an interest in shares in a listed company that, taken together with shares in which that person and any persons acting in concert with them are interested, results in that person being entitled to exercise or control the exercise of more than 50 per cent of the votes able to be cast on all or substantially all matters at general meetings of the company.

²⁵¹ FCA PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW, *supra* note 162, at 11.

²⁵² TSX Company Manual sec. 264(i): “TSX will not accept for listing classes of Restricted Securities that do not have takeover protective Provisions (“coattails”) meeting the criteria below The actual wording of a coattail is the responsibility the listed issuer and must be pre-cleared with TSX.”


股東進行收購，將低表決權股股東排除於收購交易外，並確保當控制股東出售其持股時所有類別股份的股東皆可以相同價格出售²⁵³。而在新引進雙層股權上市的印度，其法案中所謂之燕尾條款事實上更趨近於本文前述所稱之改變特定議案可行使之表決權數之強化表決程序，根據印度證券主管機關通過之法案內容，燕尾條款指的是：「上市後，在特定情況下，超級表決權股在表決權方面應被視為普通股（即回復為一股一權）」，而特定情況包括：「(1)獨立董事或審計師的任免和解任；(2)發起人將控制權轉移給另一個實體；(3)涉及超級表決權股東的關係人交易；(4)公司自願清算；(5)公司章程的變更（影響超級表決權權益內容的變更除外）；(6)將資金用於業務以外的目的(8)重大交易；(9)關於股票下市或買回的特別決議等²⁵⁴。」故也可以認為，印度之雙層股權搭配的是強化表決程序之監管措施。

新加坡證交所在 2017 年 2 月發布的諮詢文件中，也有談論到加入燕尾條款的問題。該文件中提到，燕尾條款的目的是為了確保普通股的持有人將在與特別表決權持有人平等的基礎上參與公司收購。燕尾條款可以解決在雙層股權結構可能

²⁵³ TSX 之燕尾條款內容為：「一、如普通股有公開市場，當有依證券法或交易所規定，對於所有普通股以進行收購之要約，限制型股份（Restricted Securities，包括低表決權股份、無表決權股、限制表決權股，與複數表決權股）之持有人，應有轉換股份的權利並接受要約。除非(1)收購方對於限制型股份持有人同時提出相同之要約（每股價格及收購條件），且收購方除了有未達收購條件而不收購的權利外，不可另外附加條件；(2)除了收購方自身及其聯屬或從屬公司所持有之股份外，在外流通之股份比例低於 50%。二、如果普通股沒有公開市場，則持股比例 80%以上之普通股持有人，須時而為限制型股份持有人之利益進行信託，此信託契約用以保障限制型股份持有人於併購交易卡享有於證券法上普通股之權利。」參見徐鈺婷（2021），《雙層股權結構相關法律問題之研究》，頁 105，國立政治大學法律研究所碩士論文。

²⁵⁴ SEBI Board Meeting PR No.16/2019, Framework for Issuance of Differential Voting Rights (DVR) Shares, SEC. & EXCH. BOARD OF INDIA, https://www.sebi.gov.in/media/press-releases/jun-2019/sebi-board-meeting_43417.html:

Coat-tail Provisions: Post-IPO, the SR Equity Shares shall be treated as ordinary equity shares in terms of voting rights (i.e. one SR share shall have only one vote) in the following circumstances: i) Appointment or removal of independent directors and/or auditor; ii) In case where promoter is willingly transferring control to another entity; iii) Related Party Transactions in terms of SEBI (LODR) Regulations involving SR shareholder; iv) Voluntary winding up of the company; v) Changes in the company's Article of Association or Memorandum-except any changes affecting the SR instrument; vi) Initiation of a voluntary resolution plan under IBC; vii) Utilization of funds for purposes other than business; viii) Substantial value transaction based on materiality threshold as prescribed under LODR; ix) passing of special resolution in respect of delisting or buy-back of shares; and x) Any other provisions notified by SEBI in this regard from time to time.



被濫用的風險下，特別表決權股持有人可能因出售其股份而獲得溢價的問題。故可能的條款設計為：「特別表決權股份持有人、發行人和受託人之間訂立燕尾條款；及燕尾協議的條款須事先得到證交所核准。由於燕尾的目的是為了防止會剝奪普通股持有人的權利的交易，特別表決權股的持有者將有義務不直接或間接出售任何特別股，除非同時提出了購買普通股股份的要約。其中，(1) 每股普通股的價格至少與特別股所支付或要求支付的每股最高價格一樣高；(2) 沒有附加任何條件，除了在沒有根據要約購買特別股的情況下，有權不接受和不支付普通股股份；(3) 其他重要事項都與特別股的要約相同²⁵⁵。」在最後，新交所並沒有將燕尾條款納入最終公布的上市規則當中，主要原因在於強制型事件日落條款已包含其中，在這類型的日落條款下移轉特別股給第三人的事件將會觸發特別股自動轉換為普通股²⁵⁶，此與燕尾條款之功能高度重疊，都能在公司面臨股份收購時讓一般股東基於平等地位獲取相同條件，故沒有必要在上市規則中疊床架屋²⁵⁷。另外，有學者指出，若企業所採取的雙層股權包含期間型日落條款，或者該法域有強制期間型日落條款，那麼燕尾條款是必要的，否則在期限將屆時，即使有展延機制可透過股東會將雙層股權延長，仍會有各式各樣的短期資金入侵，他們會採取各種金融手段來確保展延的提案被否決，因為特別表決權股份所產生的控制權溢價有難以抗拒的吸引力²⁵⁸。

第二目 強化普通股股東的保障

除了對於特別表決權股持有者有資格上的限制外，上海及深圳交易所更加上最低持股比例的限制，這可視為是一種對高表決股股東的持續性義務。上海科創板上市規則第 4.5.3 條在前半段規定特別表決權股之持有者之資格，後半段規定該股

²⁵⁵ *Consultation Paper: Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures*, SGX 20 (Feb. 16, 2017), <https://www.sgx.com/regulation/public-consultations/20170216-consultation-paper-possible-listing-framework-dual-class>.

²⁵⁶ 參第四章第二節第二項第二款。

²⁵⁷ *Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures*, *supra* note 196, at 9.

²⁵⁸ Yvan Allaire, *Dual Class Companies Should Adopt a Coattail Provision*, CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 18, 2019), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/18/dual-class-companies-should-adopt-a-coattail-provision/>.

東在上市公司中擁有權益的股份合計應當達到公司全部已發行有表決權股份 10% 以上，且該最低持股比例之限制乃持續性義務，因為若持股低於 10%，將會觸發強制控制比例型日落條款，致使雙層股權遭到拆除²⁵⁹。深圳創業板第 4.4.3 條亦有相同規定。此限制之目的與表決權差異上限相同，皆為將控制權與現金流權的分離程度維持在一定限度內，以緩和雙層股權所帶來的代理風險。

與上海不同的是，港交所設定的門檻是「上市時所佔經濟利益下限」，可見於上市規則第 8A.12 條：「新申請人首次上市時，其不同投票權架構受益人實益擁有其已發行股本相關經濟利益的佔比，合計必須不少於 10%。」且設有例外條件（如公司市值超過 800 港元），可交由港交所裁量允許持有人持有低於 10% 的經濟利益²⁶⁰。在上市後，不同表決股持有者亦不得將不同投票權股份比例增至超過上市時該等股份所佔比例²⁶¹。

另外，針對普通表決權股股東的保護，香港、新加坡、上海等地皆進一步規定，在新加坡，低表決權股持有者必須至少擁有公司有表決權股的 10%，且持有 10% 以上股份的股東即可召開股東大會²⁶²。在上海和深圳，持有 3% 以上之有表決權股的股東可在股東大會提案²⁶³，在香港，同股同權股東必須持有上市發行人股東大會

²⁵⁹ 上海科創板上市規則第 4.5.9 條第 1 款。

²⁶⁰ 香港證交所上市規則 8A.12: 「註：不過，若上述的最低相關經濟利益不足 10% 而仍涉及巨款金額（例如申請人於首次上市時的預期市值超過 800 億港元），本交易所也可能在綜合考慮個別公司的其他因素後酌情接受。」

²⁶¹ 香港證交所上市規則 8A.13: 「上市發行人不得將不同投票權股份比例增至超過上市時該等股份所佔比例。註：倘不同投票權股份的比例減至低於發行人首次上市時已發行的不同投票權比例，本第 8A.13 條將適用於已下調的不同投票權股份比例。」

²⁶² SGXR 210(10)(g): “Holders of ordinary voting shares holding at least 10% of the total voting rights on a one-share-one-vote basis must be able to convene a general meeting.”; SGXR 210(10)(h): “In any general meeting, the number of votes that may be cast by holders of ordinary voting shares who are not also holders of multiple voting shares must be at least 10% of the total voting rights of the issuer.”

²⁶³ 上海科創板上市規則第 4.5.7 條：「上市公司應當保證普通表決權比例不低於 10%；單獨或者合計持有公司 10% 以上已發行有表決權股份的股東有權提議召開臨時股東大會；單獨或者合計持有公司 3% 以上已發行有表決權股份的股東有權提出股東大會議案。本規則所稱普通表決權比例，是指全部普通股份的表決權數量占上市公司全部已發行股份表決權數量的比例。」；深圳創業板第 4.4.6 條。



議案不少於 10% 的合資格投票權²⁶⁴，且有提案權股東的持股門檻不得高於 10%²⁶⁵。

此規定意味著，雙層股權結構公司不得將股東會上的所有表決權都賦予高表決權股，普通表決權股股東在股東會上仍有一定的發聲權。

第三目 強化功能性委員會之設置

此限制強調獨立非執行董事的獨立性和獨立委員會的設置，如提名委員會、薪酬委員會、審計委員會、風險管理委員會等。在香港證交所上市規則中，這類的規定最為明確，上市規則第 8A.27 條將公司治理守則 B3 節關於提名委員會之規定納入²⁶⁶，規定該委員會必須由獨立非執行董事擔任主席，且成員須以獨立非執行董事佔大多數，並要求雙層股權結構公司採用三年輪調制，亦即獨立董事在結束任期後，三年內不得續任該公司之獨立董事，待三年期後始可再被選任為獨立董事，以維持其獨立性²⁶⁷。另外，獨立非執行董事亦須組成企業管治委員會，該委員會之職權主要為監督不同投票權受益權人之執行是否有危害公司之利益²⁶⁸，且須定期向股東

²⁶⁴ 香港證交所上市規則 8A.09：「同股同權股東必須持有上市發行人股東大會議案不少於 10% 的合資格投票權。」

²⁶⁵ 香港證交所上市規則 8A.23：「同股同權股東必須有權召開股東特別大會及在會議議程中加入新的議案，所需的最低持股要求不得高於上市發行人股本所附投票權按『一股一票』的基準計算的 10%。」

²⁶⁶ 香港企業管控制則 B.3：「B.3.1 發行人應書面訂明提名委員會具體的職權範圍，清楚說明其職權和責任。提名委員會應履行以下責任：(a) 至少每年檢討董事會的架構、人數及組成（包括技能、知識及經驗方面），並就任何為配合發行人的公司策略而擬對董事會作出的變動提出建議；(b) 物色具備合適資格可擔任董事的人士，並挑選提名有關人士出任董事或就此向董事會提出建議；(c) 評核獨立非執行董事的獨立性；及(d) 就董事委任或重新委任以及董事（尤其是主席及行政總裁）繼任計劃向董事會提出建議。B.3.2 提名委員會應在本交易所網站及發行人網站上公開其職權範圍，解釋其角色以及董事會轉授予其的權力。B.3.3 發行人應向提名委員會提供充足資源以履行其職責。提名委員會履行職責時如有需要，應尋求獨立專業意見，費用由發行人支付。B.3.4 若董事會擬於股東大會上提呈決議案選任某人士為獨立非執行董事，有關股東大會通告所隨附的致股東通函及／或說明函件中，應該列明：(a) 用以物色該名人士的流程、董事會認為應選任該名人士的理由以及他們認為該名人士屬獨立人士的原因；(b) 如果候任獨立非執行董事將出任第七家（或以上）上市公司的董事，董事會認為該名人士仍可投入足夠時間履行董事責任的原因；(c) 該名人士可為董事會帶來的觀點與角度、技能及經驗；及(d) 該名人士如何促進董事會成員多元化。」

²⁶⁷ 香港證交所上市規則 8A.29。

²⁶⁸ 香港證交所上市規則 8A.30：「具不同投票權架構的發行人必須設立企業管治委員會，委員會的職權範圍須至少包括《上市規則》附錄十四第二部分守則條文 A.2.1 所載以及下列附加條文所載的職權：(1) 檢視及監察上市發行人是否為全體股東利益而營運及管理；(2) 每年一次確認不同投票權受益人全年均是上市發行人的董事會成員以及相關會計年度內並無發生第 8A.17 條所述任何事項；(3) 每年一次確認不同投票權受益人是否全年都一直遵守第 8A.14、8A.15、8A.18 及 8A.24 條；(4) 審查及監控利益衝突的管理，並就任何涉及發行人、發行人附屬公司及／或發行人股東（當作一個組群）與任何不同投票權受益人之間可能有利益衝突的事宜向董事會提出建議；(5) 審查及監

會匯報企業管治報告。公司亦須委任常設的合規顧問，以利公司能夠持續諮詢有關不同表決權、受益人及利益衝突的法律意見。最後，雙層股權之公司在上市時須向交易所確認，董事（包括不同投票權受益人及獨立非執行董事）、高級管理人員及公司秘書均已接受有關上市規則和不同投票權架構相關風險的培訓²⁶⁹。

新交所方面則規定雙層股權結構公司的審計委員會、提名委員會及薪酬委員會大多數的成員及主席都必須是獨立董事²⁷⁰。新交所曾在 2017 年的諮詢文件中²⁷¹提到為加強對控制權人的監督，一個可能的措施是要求採用此結構的發行人必須建立一個獨立的風險管理委員會（risk committee）來監督公司的風險管理框架和政策。雖然董事會對風險監督負有總體責任，但處理具體問題的效率並不高，再加上雙層股權結構下的集中控制可能會有較高的濫用控制權風險，因此透過風險管理委員會，可以提高因應特定風險和監管的效率。雖然最終在 2018 年的新交所上市規則並未納入強制設立風險管理委員會的規定，但在 2018 年的公司治理守則第 9.1 條當中則放入了此要素：由董事會決定公司在實現戰略目標和創造價值過程中願意承擔的重大風險的性質和程度。董事會如認為適當，可設置風險管理委員會負責此項決策²⁷²。

控與發行人不同投票權架構有關的所有風險，包括發行人及／或發行人附屬公司與任何不同投票權受益人之間的關連交易，並就任何該等交易向董事會提出建議；(6) 就委任或罷免合規顧問向董事會提出建議；(7) 力求確保發行人與股東之間的溝通有效及持續進行，尤其當涉及《上市規則》第 8A.35 條的規定時；(8) 至少每半年度及每年度匯報企業管治委員會的工作，內容須涵蓋該委員會職權範圍所有方面；及(9) 在上文第(8)分段所述報告中披露其就上文第(4)至(6)分段所述事宜向董事會提出的建議（若未能披露必須解釋）。」

²⁶⁹ 香港證交所上市規則 8A.33-.36。

²⁷⁰ SGXMR 210(10)(i): “The majority of each of the committees performing the functions of an audit committee, a nominating committee and a remuneration committee, including the respective chairmen, must be independent.”

²⁷¹ *Consultation Paper: Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures*, supra note 255, at 20.

²⁷² Singapore Code of Corporate Governance (2018) provision 9.1: “The Board determines the nature and extent of the significant risks which the company is willing to take in achieving its strategic objectives and value creation. The Board sets up a Board Risk Committee to specifically address this, if appropriate.”

表三：各大金融市場雙層股權監管措施整理

監管措施		香 港 HKEX	新加坡 SGX	倫 敦 LSE premium segment	上 海 SSE	深 圳 SZSE	美國 NYSE/ NQASDAQ
事前 限制	業務種類	無	無	無	有	有	無
	限於新上市	有	無	有	有	有	
	公司規模	100 億 港幣	無	無	100 億人 人民幣	100 億人 人民幣	
	持股人資格	有	有	有	有	有	
	表決權差異上限	10:1	10:1	20:1	10:1	10:1	
事中 監管	強制日落條款 ²⁷³	有	有	有	有	有	
	強化 資訊揭露	有	有	無	有	有	
	突破規則	無	無	無	有	有	
	強化公司 治理	有	有	無	有	有	

資料來源：作者整理

²⁷³ 有關日落條款之詳細內容請見本論文第四章。



第三節 雙層股權能否有效促進 IPO？——亞洲市場的現況

雙層股權結構究竟能否有效成為吸引公司上市之利器？觀察近年放鬆管制的亞洲四地市場，香港在 2018 年 4 月決定允許公司在上市時採用雙層股權，自此後，從 2018 年到 2021 年底，共計有 653 家公司上市，其中有 17 家公司以雙層股權上市²⁷⁴，裡面有 8 家屬第一上市²⁷⁵，9 家採取第二上市²⁷⁶。在新加坡，儘管在新交所主板上市的公司被允許以雙層股權結構上市，但在 2018 年到 2019 年上市的公司中沒有一家採用這種股權結構，在 2020 年只有總部位於香港但在 NYSE 上市的 AMTD International 在新交所第二上市時採用了雙層股權²⁷⁷。而上海自 2019 年起才允許公司以雙層股權上市，但到目前為止，以雙層股權結構上市的案例仍有限，截至 2022 年 3 月 19 日，僅有優刻得²⁷⁸、九號、精進電動、匯宇製藥四家公司採用了此結構²⁷⁹，而深交所目前尚無採用雙層股權結構者²⁸⁰。由此可見，在開放雙層股權的亞洲市場，香港、新加坡、上海和深圳，雙層股權上市的開放對於促進 IPO 在數據上並未呈現出顯著的推進力。

²⁷⁴ 參見香港證券交易所，〈年度市場數據 2018-2021 年〉，https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics?sc_lang=zh-HK（最後瀏覽日：07/02/2022）。

²⁷⁵ 截至 2022 年 3 月 21 日，商湯、快手、小米集團、理想汽車、美團、百融雲、小鵬汽車、聯易融科技是在香港採取雙層股權結構第一上市的公司。參見香港證券交易所，〈證券名單〉，https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Equities?sc_lang=zh-HK（最後瀏覽日：03/21/2022）。

²⁷⁶ 截至 2022 年 3 月 21 日，中通快遞、京東集團、嗶哩嗶哩、萬國數據、蔚來、百度集團、微博、阿里巴巴、寶尊電商是在香港採取雙層股權結構第二上市的公司。參見同前註。

²⁷⁷ See *Singapore Exchange Listing of AMTD International Corporation Ltd.*, SGX (Apr. 8, 2020), <https://www.sgx.com/listing-ceremony/AMTD>.

²⁷⁸ *China's A-share Market Sees First Dual-Class IPO*, CHINADAILY (Jan. 21, 2020), <https://www.chinadaily.com.cn/a/202001/21/WS5e2695fda310128217272898.html?fbclid=IwAR1v1xb6ULRRtGVtzE1CKXUJ3xpB7da2UPk8mpAgtZZr12TvbGpy8L1HzQ> (last visited July 3, 2022).

²⁷⁹ 參見上海證券交易所，〈股票列表〉，<http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/share/>（最後瀏覽日：03/21/2022）。

²⁸⁰ 參見深圳證券交易所，〈股票列表〉，<http://www.szse.cn/www/market/product/stock/list/>（最後瀏覽日：03/21/2022）。



第四節 監管措施之檢討

第一項 過猶不及的事前監管制度——事後救濟制度的強化

如上節所述，從近年開放雙層股權上市的亞洲市場觀察，採用雙層股權上市的案例並不多，香港目前僅有 17 家，新加坡和上海更是只有個位數。雖然有論者抱持樂觀之態度，認為這些市場的成長性仍值得期待，因為 2018 年至今僅有四年，判斷雙層股權在新加坡、香港和中國是否有效吸引公司來此 IPO 猶言過早²⁸¹。亦有論者質疑，這些市場低迷的雙層股權上市數據呈現出來的意涵是：帶有強制監管色彩的限制模式並不受到這些新創公司經營者的歡迎²⁸²。雖然開放雙層股權結構上市為新創公司帶來更多股權設計的彈性，但多樣且複雜的監管措施，包括事前需符合高市值門檻、持股人資格和表決權差異的上限，在上市後又受到強制日落條款和資訊揭露的要求，還有更嚴格的公司治理標準，像是採用強化表決程序及設置公司功能性委員會等。諸如此類的限制，導致企業上市申請過程更加複雜化，成本也更加高昂，這些都有可能是令公司不敢貿然採用此結構的原因。

就此而言，監管制度是一把雙面刃，它一方面保護了低表決權股股東，但代價就是限制了經營者完全發揮超級表決權股的能力以實現其獨有見識。因為不論是事前監管和事中監管，在某種程度上都與雙層股權之初衷有違。過嚴的監管措施，像是表決權差異上限、強制的日落條款、強化表決權程序等，反而使得經營者在發揮控制權時受制於監管措施而綁手綁腳、瞻前顧後²⁸³。過高的法遵成本，像是可適用主體範圍過窄、及強化的資訊揭露和治理機構設置義務等，也都難以避免地減低採用雙層股權的吸引力。甚至是，因為事前或事中監管制度的威嚇力過強，致使這些公司幾乎不可能有控制權濫用的情形發生或被偵測到，最終也使監管制度的效用難以利用量化數據或研究證明。但這並不代表監管制度的無用，既然事前和事中

²⁸¹ Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 488.

²⁸² Yan, *supra* note 208, at 427-28.

²⁸³ *Id.*

的監管措施主要之功能是減緩代理問題發生的風險，而事後救濟制度是負責填補因代理問題發生時對普通股股東的損害，那麼兩者應可同步並行、相輔相成。在為減輕門檻和法遵成本而降低事前和事中監管的密度的同時，適當地強化事後救濟制度或許能成為一個解決辦法²⁸⁴。

第二項 證券事件的事後救濟——各國團體訴訟制度


在雙層股權結構之議題下，事後救濟制度主要代表著普通股股東的救濟制度，當公司經營者濫用其控制權等不當行為侵害其他普通股股東之利益時，少數股東得透過集體訴訟制度為全體股東之利益，向侵權行為人提起民事訴訟，讓訴訟結果適用於全體受損害之股東，填補其損害。但在證券紛爭事件中，受損害的股東眾多，在此情況下法院將難使所有當事人和利害關係人知悉或參與同一訴訟，故此時普通股股東難以利用共同訴訟制度²⁸⁵解決紛爭，而必須選用具有代表訴訟性質的集體訴訟制度。而上述這些採用限制模式開放雙層股權的亞洲國家，普遍都未如採用開放模式的美國有集體訴訟（class action）和律師成功酬金制度（contingency fee system）²⁸⁶來作為股東事後司法救濟的輔助，這或許也是那些開放雙層股權的亞洲市場必須仰賴較嚴格的事前限制來防止雙層股權結構的負面效應的原因之一，因為在事前減少股東受到損害就會減少需要尋求事後救濟的機會。

美國的集體訴訟制度係依美國聯邦民事訴訟規則（Federal Rules of Civil Procedure）第 23 條之規定，美國的集體訴訟指的是：一群相同利害關係之人，因人數眾多，實際上難以使全部之利害關係人進行同一訴訟，在無法進行「共同訴訟」之情形下，得由其中之一人或數人為代表當事人，就集體共同之法律或事實問題代

²⁸⁴ *Id.* at 429.

²⁸⁵ 共同訴訟是指當事人一方或雙方為兩人（或以上），其訴訟標的共同或者屬於同一種類的訴訟。為求訴訟經濟、節約司法資源並且避免裁判矛盾，將各當事人之請求併案審理。為貫徹當事人處分權主義及辯論主義之精神，共同訴訟當事人應共同實施訴訟權，此於證券糾紛事件中受損害之當事人眾多之情形下，法院審理將面臨困難。參見證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究（2012），《各國證券集體訴訟制度之研究——以各國對於第一、第二上市公司（外國公司）之證券事件訴訟追償機制為中心》，頁 42，<https://www.sfipc.org.tw/mainweb/Article.aspx?L=1&SN O=7gwW8nJ55GPuJhrNcgYhXw>。

²⁸⁶ 律師成功酬金制度（contingency fee system）指的是律師於勝訴後得提取一定比率（約為損害賠償金額 25%-30%）做為律師費。



表集體向對造當事人為請求之民事訴訟程序。此制度與我國民事訴訟法第 41 條之「選定當事人訴訟」類似，但不同之處在於，集體訴訟當事人仍為集體成員本身，但集體並非訴訟當事人，僅是一個擬制的群體，而在選定當事人制度下訴訟擔當人以自己名義起訴即為訴訟當事人，而判決效力及於實體法上歸屬主體之實質上當事人。並且，集體成員無需單獨承擔律師和訴訟費用，律師費和訴訟費將從和解金或法院判決之賠償金額中扣除²⁸⁷，如此一來，對於原告股東而言透過集體訴訟尋求救濟的負擔也會較輕。在當事人參與制度上，由於美國集體訴訟為選擇退出（opt-out）原則，也可稱為默示參與制，當事人若不希望參與訴訟必須明示選擇退出訴訟之集體，而集體訴訟之判決效力，依規則第 23 條(c)項(3)款，法院在集體訴訟中，依同條(b)項(1)款或(2)款作出的判決不論有利或不利，均及於所有集體成員，且依同規則第(c)項規定效力同樣及於已通知而未聲請退出之人，以達紛爭一次解決之目的²⁸⁸。再加上，美國司法實務引用「詐欺市場理論（fraud on the market theory）」，以放寬證券求償事件因果關係之認定標準，藉由此理論推定因果關係存在之方式，使參加集體訴訟之原告，無須個別證明其買賣行為與被告的不實陳述之間具有直接的信賴與因果關係，即可建立詐欺與其損害間之因果，大幅減輕原告在舉證上的負擔²⁸⁹。綜上所述，美國集體訴訟制度因利於多數股東紛爭一次解決和避免司法浪費之優點，證券事件的集體訴訟在美國十分盛行²⁹⁰。

將鏡頭轉向亞洲，在證券事件事後救濟制度之層面，香港、新加坡和中國都不具有美國所謂的集體訴訟（class action）制度，僅有類似團體訴訟制度，但未如美國之集體訴訟對於股東原告來的友善和完善。

²⁸⁷ 證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究各國證券集體訴訟制度之研究，前揭註 285。

²⁸⁸ 同前註 285，頁 47。

²⁸⁹ 郭大維（2009），〈我國證券投資人保護機制之省思（上）〉，《台灣法學雜誌》，124 期，頁 6。

²⁹⁰ See Gregory S. Meece, *Class Actions, Typicality, and Rule 10b-5: Will the Typical Representative Please Stand Up?*, 36 EMORY L.J. 649, 651-52 (1987).

在香港，類似於集體訴訟制度之團體訴訟²⁹¹（aggregate litigation）程序，可見「高等法院規則」中第 15 號命令第 12 條規則（Order 15, Rule 12 of the Rules of the High Court）中有關「代表訴訟程序」的規定，這是香港唯一處理涉及多方訴訟的機制。第 15 號命令第 12(1)、12(2)條條文²⁹²如下：「(1) 凡在任何法律程序（並非第 13 條規則所述者）中多人有相同的權益，則該等法律程序可由或針對該等人之中的任何一人或多於一人作為所有人或除一人或多於一人外的所有人的代表而開展，並除非法庭另有命令，否則可如此繼續進行。(2) 在根據本條規則進行的法律程序的任何階段，法庭可應原告人的申請並施加其認為適合的條款（如有的話）而委任被告人之中或被告人是作為其代表而被起訴的人之中的任何一人或多於一人，在該等法律程序中代表所有人或除一人或多於一人外的所有人；凡在行使本款所賦予的權力時，法庭委任一名並非被指名為被告人的人，則須根據第 6 條規則作出命令，將該人加入成為被告人²⁹³。」然而，香港代表訴訟程序被批評為要件過於嚴格，特別是案件涉及多數損害賠償請求權人時²⁹⁴，因為原告必須證明多數人間具有「相同的權益」的要件導致此類訴訟很少被提起²⁹⁵。香港的代表訴訟程序中並未

²⁹¹ 本文將美國 class action 制度稱作集體訴訟，其他國家沒有 class action 制度但有同性質者稱之為團體訴訟（aggregate litigation）。


²⁹² 香港第 4A 章高等法院規則第 15 號命令第 12 條規則。

²⁹³ Order 15, Rule 12 of the Rules of the High Court Representative proceedings:

(1) Where numerous persons have the same interest in any proceedings, not being such proceedings as are mentioned in rule 13, the proceedings may be begun, and, unless the Court otherwise orders, continued, by or against any one or more of them as representing all or as representing all except one or more of them. (2) At any stage of proceedings under this rule the Court may, on the application of the plaintiff, and on such terms, if any, as it thinks fit, appoint any one or more of the defendants or other persons as representing whom the defendants are sued to represent all, or all except one or more, of those persons in the proceedings; and where, in exercise of the power conferred by this paragraph, the Court appoints a person not named as a defendant, it shall make an order under rule 6 adding that person as a defendant.

²⁹⁴ *The Proposed Class Action Regime for Hong Kong*, DEACONS, (Oct. 6, 2014), <https://www.deacons.com/tc/2014/10/06/the-proposed-class-action-regime-for-hong-kong/>.

²⁹⁵ 根據 *Markt & Co Ltd v Knight Steamship Co Ltd* [1910]案，「相同權益」的規定是指所有集體成員必須證明他們在事實和法律上都有相同的爭議點。這意味着他們必須證明：(1) 所有原告集體成員與被告人訂立了相同的合約；(2) 被告人針對所有原告集體成員而提出相同的抗辯理由（如有的話）；(3) 原告集體所有成員具有相同的訴訟請求。因此，在 *Markt* 案判決如此嚴格的「相同權益」要件要求下，很少訴訟案件能夠根據代表訴訟的規則而提起。參見證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，前揭註 285，頁 113。



設有當事人參與和退出之機制，於代表的法律程序中作出的判決，其訴訟之效力對訴訟中所有當事人均具有約束力，但被擔當人可基於特殊理由獲豁免有關法律責任。關於酬金制度，律師可獲得以一筆總款額或以其他方式支付的酬金，而酬金可高於或低於若無協議該律師有權獲得的酬金²⁹⁶。雖然在 2012 年 5 月，香港法律改革委員會發表了集體訴訟報告書，建議香港以循序漸進方式引入集體訴訟機制，並針對國內原告採用選擇退出模式為預設機制，而凡集體訴訟程序涉及外地原告人，則採用選擇加入模式為原則²⁹⁷，但時至今日仍未有修法之動作。

與香港相同，新加坡同樣亦無集體訴訟和律師成功酬金制度，但有頗為相似的代表訴訟程序 (Representatives Action)。新加坡民事訴訟法仿效英國制度，係依「最高法院法令」(Supreme Court of Judicature Act, Chapter 322) 訂立的「法院規則」(The Rules of Court) 進行，而「法院規則」第 15 號命令第 12 條即為代表訴訟程序²⁹⁸。在此制度下原告可以代表其他人起訴，且不一定要得到被代表人的同意，但前提仍是兩者之間必須存在相同的利益 (same interest)，而法院得援引其他判決之觀點，決定多數原告是否具備同樣利益，新加坡的代表訴訟程序一樣受到限制性過高的批評，且由於相關規定內容過於簡陋，像是在法規中並沒有關於當事人應如何參加及退出速訴訟，判決效力和律師費用之相關規定，程序進行完全取決於法院之態度，反而限制新加坡集體訴訟制度之發展，造成代表訴訟案件數量稀少²⁹⁹。

中國在過去並不存在團體訴訟相關法制。針對證券侵權行為提起的訴訟，中國司法實務仍以單獨立案合併審理或共同訴訟解決，在同一被訴訟人所涉及之案件中，法院往往就一典型案件形成判決或裁定，以之指導同類案件的判決或促其達成解³⁰⁰。但在 2014 年中國證監會成立了中證中小投資者服務中心有限責任公司（下

²⁹⁶ 同前註，頁 117。

²⁹⁷ 香港法律改革委員會報告書 (2012)，〈集體訴訟〉，https://www.hkreform.gov.hk/tc/docs/reclassactions_c.pdf。

²⁹⁸ Rules of Court (Cap. 322), Order 15, Rule 12 (Sing.).

²⁹⁹ 證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，前揭註 285，頁 121。

³⁰⁰ 中國法院此種作法在文中稱為「示範訴訟」，指的是由某一審級較高的法院先就大量同類訴訟中共同的事實或法律問題形成裁決，而後再由各受理個別訴訟的法院審理具體案件中具有個案性的

稱投服中心)，這是由中國證監會直接監理的證券金融類公益性機構，其主要職責就包括了受投資者委託，提供調解等糾紛解決服務和為投資者提供公益性訴訟支援及其相關工作。而所謂的公益性訴訟支援業務涵蓋股東代位訴訟、支持訴訟³⁰¹和新施行的特別代表人訴訟³⁰²，其中的特別代表人訴訟也被稱之為中國版的證券集體訴訟制度³⁰³，此制度與台灣由投資人保護中心代表提起的證券團體訴訟制度十分類似³⁰⁴。根據 2019 年新修定的中國《證券法》95 條第 3 款，特別代表人訴訟之定義為：「投資者保護機構受五十名以上投資者委託，可以作為代表人參加訴訟，並為經證券登記結算機構確認的權利人依照前款規定向人民法院登記，但投資者明確表示不願意參加該訴訟的除外。」另《最高人民法院關於證券糾紛代表人訴訟若干問題的規定》第 30 條以下規定，特別代表人訴訟和採取「明示退出、默示加入」原則，除非投資者明確表示不願意參加訴訟，否則投服中心可以直接代表投資者參與訴訟³⁰⁵，截至 2021 年 6 月，中國的投服中心發起了 1 件特別代表人訴訟案，並獲得勝訴³⁰⁶。

爭點。參見湯欣(2009)，〈證券集團訴訟的替代性機制—比較法角度的初步考察〉，《月旦民商法雜誌》，26 期，頁 70。

³⁰¹ 支持訴訟是指投服中心作為支持機構，選擇案件，委派訴訟代理人，支持權益受損的中小投資者依法訴訟維權。截至 2021 年 9 月底，投服中心提起支持訴訟 45 件，支持訴訟訴求金額約 1.22 億元；獲賠總金額約 5,989 萬元，其中判決獲賠金額約 5,454 萬元，和解獲賠金額約 535 萬元。參見中證中小投資者服務中心，〈維權服務〉，<http://www.isc.com.cn/html/wqfw/>（最後瀏覽日：2022 年 6 月 4 日）。

³⁰² 2020 年 3 月 1 日中國證券法修訂之第九十五條生效，到了 2020 年 7 月 31 日，最高人民法院發佈的《關於證券糾紛代表人訴訟若干問題的規定》始生效，自此特別代表人制度才在中國正式施行。

³⁰³ 袁培皓(08/27/2020)，〈“特別代表人訴訟”制度在中國證券糾紛解決中的應用與研讀〉，《君澤君律師事務所》，<http://www.junzejun.com/Publications/141855718dcf02-7.html>（最後瀏覽日：06/04/2022）。

³⁰⁴ 參見本論文第二章第六項第三款。

³⁰⁵ 中華人民共和國最高人民法院，〈最高人民法院關於證券糾紛代表人訴訟若干問題的規定〉，<https://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-245501.html>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

³⁰⁶ 康美藥業案是中國投服中心第一件特別代表人訴訟案，也在 2021 年 11 月由投服中心獲得一審勝訴，該案為財報不實類型的證券紛爭事件，所涉及的投資者共有 52,037 人，一審判決的賠償總額約人民幣 24.59 億元。參見中證中小投資者服務中心，〈康美藥業案〉，<http://www.isc.com.cn/html/kmyya/index.html>（最後瀏覽日：06/04/2022）。



第五節 小結：監管政策之論辯


雙層股權是否真能保護經營者的獨有見識、實現長期願景、提升公司價值？抑或是隱藏的代理風險嚴重傷害了公司治理？雙層股權的正面效益是否超過其負面風險，現有的實證數據尚無法回答這些問題³⁰⁷。那些選擇限制模式的金融市場相信這些代理風險應該是可控制的，這也是在 2018 年後亞洲重要的金融中心香港、新加坡和上海相繼採用限制模式的監管手段擁抱雙層股權上市的原因。不過從近年這些市場的 IPO 數據觀之，相較於證券交易所的開放熱潮，企業的響應似乎黯淡許多。

這些強制的監管措施也同時影響了開放雙層股權結構之美意，因為過度的限制導致經營者所持有的控制權難以隨心所欲施展，因為他們仍然受到高度的外部（主管機關、市場）和內部（普通股股東）審查，雖然嚴密的監督可以確保行為不當的經營者遭到究責，但對於經營者而言因採用雙層股權獲得的控制權價值必將受到減損，如此一來，對於潛在上市公司的經營者來說，採用雙層股權的誘因也會降低。反觀採取開放模式的美國，因為幾乎不存在任何所謂的強制監管措施，自 2017 年到 2020 年，美國 IPO 市場上採用雙層股權結構上市的公司佔全部 IPO 比例都維持在 10% 以上，有時甚至將近 20%³⁰⁸，這遠遠高於上述採用限制模式的亞洲市場的數據。但這並不代表著美國採取的開放模式是最完美的監管模式，在美國學界亦有將雙層股權交由市場力量管制的私人秩序（private ordering）³⁰⁹或者強制

³⁰⁷ 參見本論文第二章第四節第二項。

³⁰⁸ *Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2020 Statistics*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., <https://www.cii.org/files/2020%20IPO%20Update%20Graphs%20.pdf> (last visited July 3, 2022); *Newly Public Operating Companies Snapshot: 2021*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., https://www.cii.org//Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual-Class%20IPO%20Snapshot%202021_.pdf.

³⁰⁹ 私人秩序（private ordering）在公司治理概念下指的是在不同的契約雙方間構成的一系談判過程的結果。私人秩序運作下的結果被視為有效率且令人滿意的，因為它是藉由市場力量推動的公司治理安排，他讓每家公司中可以依其特質與文化與股東之間達成價值最大化的契約。See Bernard S. Sharfman, *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs*, 63 VILL. L. REV. 1, 22 (2018).



立法監管之爭辯³¹⁰，正如本章節最初所述，雙層股權結構上市的開放與否與監管制度的採擇並非絕對，因應各國市場的體質不同，立法者和金融監督機關往往在法規的設計上會有不同的考量。然而，雙層股權結構的最初用意是透過賦予更大的控制權幫助新創公司的經營者能夠不受市場力量的干擾，但過嚴的監管措施卻反過來迫使這些經營者再度面對市場力量的考驗。亞洲雙層股權 IPO 市場的黯淡，讓人不得不開始質疑過嚴的事前和事中監管會抑制尋求上市的潛在公司採用雙層股權結構的意圖，因為對他們來說，使用這種高調又複雜的結構，不但可能損害投資人對該公司治理品質的期望，維護之成本對於新上市的公司而言也過於高昂，過高的控制權將畫虎不成反類犬，反而成為市場和主管機關的眼中釘。另外針對亞洲雙層股權 IPO 呈現出的疲弱在與美國雙層股權 IPO 熱潮的對比，本文認為亞洲普遍缺乏的集體訴訟制度可能是讓市場對雙層股權進退維谷的原因之一，因此降低事前和事中監管、強化事後救濟制度，成為提供給亞洲市場的一種解方。當然，一個市場能否張開雙手擁抱一個新引進的制度，最重要的仍是該制度是否能被當地投資人所接受，雙層股權的成功與否，仍需仰賴投資人對該制度的熟悉度和信賴程度，除了需要有優秀的新創公司採用此結構，完善的監管制度和救濟制度才能夠讓市場有更大的信心投資此類公司。因此如何同時提升市場競爭力與保護市場，並取得其中的平衡，是所有市場監管機關面臨雙層股權引進與否的重要課題。

³¹⁰ *Id.*



第四章 雙層股權結構與日落條款

第一節 永遠的雙層股權？

美國前 SEC 委員 Robert J. Jackson, Jr 曾在 2018 年的一次代表性公開演講中發表其反對雙層股權的立場³¹¹。他表示能夠理解公司創辦人需要時間去實現理想，所以有掌握控制權的需要，也相信大多數的經營者都是兢兢業業且為公司而努力，因此他所反對的是「永遠的雙層股權（perpetual dual-class stock）」³¹²。他批評永遠的雙層股權將使「上市公司的控制權及背後大眾的退休儲蓄，永遠被一小部分精英群體所掌握，而這種權力將會被傳承給他們的繼承人。」並且呼籲各大交易所要求採用雙層股權的公司必需讓他們的股東有機會在未來的某個時點消除雙層股權，以作為上市的一個條件。他輔以 SEC 整理的一項研究來證明「採用永久雙層股權的公司其價值會隨著時間下降」。這份研究顯示：在上市七年或更長時間後，沒有搭配日落條款的雙層股權公司與擁有日落條款的公司相比在估值上有明顯的衰退。並且，在生命週期後期決定放棄雙層股權的一小部分公司估值上升，而採用日落條款決定與公司估值的上升有關³¹²。

日落條款逐漸被學界與實務界視為緩和雙層股權影響的手段，也成為了反對與贊成雙層股權結構者們相互妥協的折衷選項。究竟，永久的雙層股權對公司所帶來的影響具體為何？吾人可參考以下四家企業採用雙層股權結構的案例來思考這個問題。


第一項 雙層股權結構的案例

（一） Magna International Inc.

Magna International 是加拿大的國際性汽車零配件製造商，該公司發行了兩種類別的普通股，A 種特別股每股享有一表決權，B 種特別股每股享有五百表決權。

³¹¹ Jackson, *supra* note 110.

³¹² *Id.*



而創辦人 Frank Stronach 持有全部 B 種特別股，因此 Stronach 雖僅持有公司 3% 的股權，卻控制了 75% 的表決權。自此後，創辦人及其家族藉由薪資、股份認購權計畫 (option schemes) 和擔任公司顧問享有豐厚的報酬。但是到了 2010 年的股東大會，全體股東以特別決議通過將雙層股權結構改回一股一權模式之議案³¹³，決議後公司須支付創辦人相當於 8 億 7 千萬美金的賠償 (包含現金和股票)，且創辦人可持續擔任公司顧問至 2014 年，因此公司也須再付出高昂的顧問費。創辦人的女兒 Belinda Stronach 也在同年因為擔任公司執行長和創辦人家族成員，獲得相當於父親兩倍的賠償金。想當然爾，如此鉅額的賠償金讓在股東會上處於弱勢的小股東們怨聲載道。2014 年後，公司公布與創辦人完全了結從 1957 年創立公司以來的關係，雖然這場「分手」代價不斐，但市場上投資人仍給予正面評價，該公司之股價從 2010 年每股 25.96 元加幣，在 2018 年上漲至 76.46 元加幣³¹⁴。

(二) Facebook Inc.

Facebook 是全球最知名的美國網路社交平台公司，平台投放廣告創造的收益，加上巨量的客戶資料庫和顧客使用經驗造就該公司龐大的價值。但自從 2018 年 3 月以來，因為大數據公司 Cambridge Analytica 涉嫌盜用 Facebook 取得大量用戶資料，用以針對性地在美國總統選舉期間投放廣告，幫助特定候選人打網路政治戰。此事件掀起有關 Facebook 保護個人資料不力的風暴。外界也開始質疑其創辦人 Mark Zuckerberg 長期以來擔任執行長的妥適性³¹⁵。

創辦人 Mark Zuckerberg 個人擁有公司約 14% 的股權，其所擁有的股權每股有十表決權，這使其掌握了公司 51% 的表決權，可以說他一人即絕對宰制了這家巨大的媒體公司任何一項議案³¹⁶。2018 年的個資外洩醜聞風波後更凸顯扭曲的股權和表決權比例造成的「獨裁者」問題。因為在 2018 年的股東年會上，股東曾提出

³¹³ 當年 Magna 公司將雙層股權結構改回一股一權模式之股東會議案。See Magna Int'l Inc., Notice of Special meeting of Holders of Class A Subordinate Voting Shares and Class B Shares of Magna International Inc (Exhibit 22.1) (May 31, 2010).

³¹⁴ CFA INST., *supra* note 47, at 82.

³¹⁵ *Id.* at 85.

³¹⁶ *Id.* at 86.

六項議案，其中包括了改變股權結構和設置風險評估委員(risk oversight committee)的議案，不意外地，沒有任何一個議案得以通過，即使依照美國 SEC 所提出的資料³¹⁷，有 60%的普通表決權股股東都贊成改變股權結構，但在創辦人擁有表決權絕對多數的情況下，處於弱勢的其他股東對於此現狀也無能為力。

(三) Redstone Family and CBS Corporation/Viacom

Sumner Murray Redstone 在 1990 年代買下 Viacom、Paramount Pictures Corporation 和 CBS Corporation 三家公司，一舉創造了一個市值 400 億美元的傳媒帝國，最後在 2005 年分成 CBS 和 Viacom 兩家股份有限公司。而這兩家公司採取了雙層股權結構使 Redstone 家族持續以相當於 10%之股權掌控公司 80%的表決權³¹⁸。在 1990 年代，投資人普遍認為 Redstone 家族擔任管理階層對公司是有利的，然而到了 2016 年前任 Viacom 公司執行長 Philippe P. Dauman 因為其在公司信託的受託管理人名單被除名，向高齡 93 歲的創辦人 Sumner Murray Redstone 提起訴訟³¹⁹。在訴訟中，原告提到創辦人長年受到身體和心靈疾病所苦，已經有很多年未於公開場合露面，且已經不能夠正常吞嚥、行走、寫字和說話，換言之，此訴訟的主要攻防聚焦在創辦人是否有法律上能力³²⁰ (legal competence) 繼續經營公司，訴訟的最後雙方達成和解，Redstone 家族依舊掌控公司大權³²¹。

在此訴訟中應特別注意的是，原告將法律上能力之判斷帶到法庭上的主要原因在於，一旦 Redstone 過世或因病喪失法律上能力，其所控制的股權將會持續留在被指定的受託管理人(大部分是未具備公司管理經驗的家族成員)所管理的信託中。而和解的結果，導致無法藉法院判斷 Redstone 是否還有法律上能力，可以說掌握公司 90%股權的投資大眾在創辦人面前仍然是處於法律上弱勢。就算法院認定 Redstone 已經沒有法律上能力，小股東也難以藉由法院來確保他們的權益，因

³¹⁷ Facebook, Inc., Current Report (Form 8-K) (June 5, 2018).

³¹⁸ CFA INST., *supra* note 47, at 88.

³¹⁹ Steven Davidoff Solomon, *The Game of Thrones at Viacom*, N.Y. TIMES (May 23, 2016) <https://www.nytimes.com/2016/05/24/business/dealbook/the-game-of-thrones-at-viacom.html>.

³²⁰ 概念類似為我國法下的行為能力。

³²¹ CFA INST., *supra* note 47, at 89.



為法律上能力的有無並不代表一個人能否勝任良好的公司決策者³²²。而在本案例中，可以明顯的看出，即使創辦人在公司初期的數十年當中受到股東們信賴，隨著時間的流逝，雙層股權結構將成為問題糾結的源頭。

(四) Snap Inc.


2017 年在美國上市的 Snap 公司是近年快速崛起的獨角獸公司，其與 Facebook 相同主要經營業務為社交平台，並因推出「閱後即可刪除」的聊天軟體受到熱烈歡迎。而 Snap 也獨創了一種多重股權機制，將股權分為三種，A 股由一般大眾投資人持有，但並無表決權且無法轉換為他種股權、B 股由早期投資者持，享有一表決權且可轉換為 A 股，而 C 股由創辦人持有，享有 10 表決權，且可轉換為 B 股。因此公司有高達 90% 的表決權，由 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 兩位創辦人終身持有，且兩人之間也訂有代理協議 (proxy agreement)，只要其中一人死亡，C 股股權即由另一人享有³²³。儘管現在年僅二十多歲的兩位創辦人因其才能和獨到的願景，使其成為公司合適的領導人，而使投資大眾對於掌握領導地位抱持樂觀態度，但十年後、二十年後呢？在高科技快速變動的環境下，公司往往難以長久維持獲利，若無法保證兩位創辦人會永久的適任，參照上段 Redstone 的案例，可見，不論是古老的媒體帝國還是新崛起的媒體獨角獸，採用多重股權結構使少數人長時間掌握控制權，因而衍生的公司治理問題勢必逐漸浮出檯面。

第二項 小結

由上述四家企業案例，我們看到採用雙層股權結構後，經營者控制權過大可能使投資者承擔更高的代理成本，以及無人有能力監督控制者導致的無效率公司治理，在 Magna、Facebook 中因為在表決權行使擁有絕對多數，使得公司政策隨著控制者心意進行，宛如獨裁者無法察納雅言，背離了大部份公司所有者的的心意。股

³²² Steven Davidoff Solomon, *Hearing Shows Little Is Known on Who Controls Viacom*, N.Y. TIMES (June 24, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/06/25/business/dealbook/hearing-shows-little-is-known-on-who-controls-viacom.html?searchResultPosition=1>.

³²³ Steven Davidoff Solomon, *Snap's Plan Is Most Unfriendly to Outsiders*, N.Y. TIMES (Feb. 3, 2017) <https://www.nytimes.com/2017/02/03/business/dealbook/snap-ipo-plan-evan-spiegel.html?searchResultPosition=1>.



東身為公司之剩餘財產請求權人，自然會有動機與誘因為公司做出理性的決策，但在當股權與表決權不成比例的情況下，有權（表決權）無責（相應股權）之控制股東，是否會永久為公司之最大利益戮力而行？在 Redstone 和 Snap 的例子當中，我們可以思考「創辦人的魔術」是否能經得起時間考驗。

第二節 日落條款

近來國際上將雙層股權結構的討論重點從「是否應允許雙層股權結構」，轉移到「應如何架構出最為完善的雙層股權結構」，簡而言之，就是要如何最大化此結構之優點，並最小化其缺點，以同時滿足公司創辦人希望掌握控制權來實現其企業願景，和投資人希望在公司決策上保有發聲的權利及其對經營者究責的權利以減少代理成本。

在雙層股權結構下，由於隨著新創公司逐漸成熟，採用此類結構潛在的代理人風險會逐年升高，致使對公司產生的正面效益逐年下降，因此可以導出一個結論：「超級表決權必須是有時效性而不是永遠的」，日落條款（sunset clause）³²⁴就是在這樣的需求下誕生，他能夠確保創辦人在初期藉由超級表決權握有公司的決策權，同時隨著公司的成長讓其擁有的權力遞減或消失。並且，日落條款相較於其他監管制度來說，在學界討論最為熱烈，在實務上也因日落條款可在事前約定條件所帶來的明確和可預見性，成為較受歡迎的監管措施，因此，以下也將以日落條款為中心，介紹日落條款之多元化設計，並延伸討論相關的爭議。

第一項 歷史背景

在美國，日落條款之出現可追溯至 1976 年，AMEX 允許 Wang Laboratories 公司在符合數項條件後採用雙層股權結構上市，其中一項條件就隱含了日落條款之意謂，該條件為：「若持有股數低於資本總額的特定比例，高表決權股即恢復為一

³²⁴ 相對於日落條款，學界亦有在雙層股權結構下，提及所謂的日升條款（sunrise clause），其所指的是在章程下有關於特別類型股設計條款，如改變表決權數或可決議之事項。有關雙層股權結構之設計樣態本文已在第三章第一節討論。

般表決權股³²⁵」，此條件可歸類為後段所稱之「持有比例型日落條款」。在 Wang Laboratories 公司上市後，至少有 22 家公司在符合相同條件下，採取雙層股權結構上市，在當時這類條件主要作為抵禦敵意併購的手段³²⁶。由於 NYSE 與 NASDAQ 之上市規則始終未通過強制採用雙層股權結構的公司需搭配日落條款的限制³²⁷，AMEX 之上市規則也被要求應與前兩大證交所同步。AMEX 在 2008 年被 NYSE 合併後，NYSE 和 NASDAQ 作為美國目前最主要的兩大交易所，在上市規則中仍未針對日落條款訂立任何的強制規定，僅禁止公司 IPO 後不得發行特別股稀釋現有股東的控制權³²⁸。

第二項 日落條款之設計

第一款 期間型日落條款

期間型日落條款 (Time-Based Sunset) 指的是附有固定時限的日落條款，例如以初次發行後 10 年為期限，當 10 年期滿時，超級表決權會自動轉換為一般表決權股，而該股種即消失。但為了保持彈性使雙層股權結構維持有效率運作，此類日落條款多會搭配展延條件，但每次展延不得超過 10 年，且須經與持有該超級表決權股之股東無關之其他股東同意展延。

此種日落條款可以確保雙層股權結構在最有效率的期間內運作，並由非控制股東之其他股東決定公司的未來，而是交由全體股東選擇要不要延長。在美國實務上，此種日落條款多設有 3 到 10 年不等的期限，像是美國 Groupon 公司在 2011 年

³²⁵ Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 GEO. WASH. L. REV. 687, 704 n. 90 (1985) (“The Exchange will generally require that the “super” class lose certain of its attributes should the number of such shares fall below a certain percentage of the total capitalization.”).

³²⁶ *Id.* at 704-05. 因此當時 AMEX 所提出的上市條件又被稱作 Wang Formula。

³²⁷ NYSE Listed Company Manual §313 Voting Rights; NYSAQ Listing Rule 5640 Voting Rights.

³²⁸ Winden, *supra* note 98, at 866.

初次發行後，採用 5 年期限的日落條款，並在 2016 年轉換為單一股權³²⁹。然而，在採用雙層股權結構的公司中，使用固定時限日落條款的仍佔少數³³⁰。

對於投資者而言，時間導向的日落條款應該是最受歡迎的，因為它設計最簡單，且執行成本最低；但批評者認為此類日落條款必須考慮到期限長短的設定，而期限之設定易過於恣意性，因為期限之訂定目前並無客觀數據可依據³³¹。換言之，我們無法用一個很客觀的時間線去決定一個很主觀的商業判斷，因為我們難以前去預測一家公司的控制者會在什麼樣的時點完全時間它的計畫和願景，而設定 7 年的日落條款就代表，事前判斷經營者在公司 IPO 後的前 7 年就能完全時間他所有的企業願景和經營計畫，因此實在難以想像存在一個客觀的期限適用於全部的公司。再加上期間型日落條款可能致使控制者在期限屆滿前有更大的誘因從事短期、風險較高的行為，以追求在期限到期前最大化自己的控制利益，例如新創事業的創辦人會傾向出售股權給市場領導者（market leader），以獲得最多的控制權溢價，這也將導致產業集中化的現象³³²。另外，雖然期間型日落條款可以搭配展延的機制，藉由多數股東表決同意來延長雙層股權結構年限，但這也會遇到很大的困難。首先，必須由積極主動的非控制股東提案並取得多數同意，還要面臨股東集體行動的問題。再來要求這些非控制股東們決定是否展延也會面臨到利益衝突的問題，因為眾多股東需在公司長期發展的利益和私人利益（例如不展延的話股價優惠會消失）之間作抉擇³³³。

³²⁹ See *Companies with Time-Based Sunsets on Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS. (Jan. 19, 2022), https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/22_1_19%20Time-based%20Sunsets.pdf.

³³⁰ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 619 (2017).

³³¹ Marc T. Moore, *Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach*, 12 WM. & MARY BUS. L. REV. 93, 138 (2020).

³³² *Id.* at 137.

³³³ Fisch & Solomon, *supra* note 104, at 1084-85.



第二款 事件型日落條款

事件型日落條款 (Event-Based Sunsets) 以特定事件做為觸發自動轉換回一股一權原則之日落條款之條件。此類日落條款常見的形態有兩種：

(一) Death and Incapacity Sunsets (因死亡或無行為能力)：以創辦人因殘疾、過世或屆齡退休作為特定事件，防止創辦人因為無能力經營而將控制權傳承給未受到投資人肯定的繼承人，導致無能力的繼承人能夠長期掌握公司經營權³³⁴，像是前段所舉的 Redstone 家族的案例。應注意的是此類日落條款仍保證了創辦人可以在他的整個職業生涯持有股份，若創辦人仍處於青年或壯年，仍可能掌控制權非常長的一段時間，但又不能確保他在此期間一直是公司最適任的領導者，因此，相較於期間型日落條款，此類日落條款對公司其他股東的保護相對薄弱³³⁵。

(二) Separation Sunsets (因與公司分離)：以創辦人離開公司管理層時作為特定事件，可能的原因有：創辦人自願離職時或遭受刑事判決服刑時。有學者認為，事件型日落條款相較於期間型和持有比例型日落條款是較優的選擇，因為事件型的日落條款，不會有在控制者經營任內觸發之風險，得以確保其任內的經營軌道保持穩定³³⁶。成功觸發此條款的案例有美國的 Zynga 公司，該公司的創辦人兼 CEO Mark Pincus 辭任執行長並從執行董事轉為非執行董事時，其持有的高表決權股即轉換回普通表決權股，該公司的股價也因而上升了 1.4%³³⁷。

(三) Transfer Sunsets (因將股份轉移他人)：高表決權股持有者將其股份買賣、贈送或因繼承而轉移他人時，此條款亦可以防止無能力的股份繼受人繼續掌握控制權，或股份持有者透過買賣此類股份不當賺取高額溢價³³⁸。如目前 Facebook 和

³³⁴ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *supra* note 330, at 619.

³³⁵ Moore, *supra* note 331, at 156-57.

³³⁶ *Id.* at 143.

³³⁷ Austen Hufford, *Zynga Moves to Single-Class Share Structure*, WALL ST. J. (May 2, 2018, 4:39 PM), <https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-sharestructure-1525293576>.

³³⁸ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *supra* note 330, at 619.

Snap 的雙層股權架構皆允許他們的創辦人將持有的高表決權股轉移給其繼承人³³⁹，但這樣的設計似乎與保護創辦人的獨有見識之目的相互衝突。

雖然事件型日落條款會遭受到時間過長的批評，因為此類型的日落期限可能幾乎和控制者人生一樣長，導致後期的代理成本過高。但有論者認為基於每家公司不同的特性，除了財務性上的誘因，我們應考量到其他非財務性的動機，像是公司股權對創辦人控制者來說並不只是財務性的財產，他們反而會為了捍衛公司名譽而做出決策³⁴⁰。對於家族企業來說，第一代創辦人經營公司會比較認真，而在傳給第二代之後公司的表現往往會下降。因此採用事件型日落條款是合理的，只要第一代經營者離開經營階層，其股權就會轉為普通股，自然而然完成經營權的轉換。

第三款 持有比例型日落條款

持有比例型日落條款 (Ownership-Based Sunset)³⁴¹ 會因為持有者所持超級表決股權比例跨越某特定門檻時將超級表決權自動轉換為普通表決權股，而減少股權的方式又可細分兩種，首先為：dilution sunset (稀釋型)，當高表決權股因轉換為低表決權股而稀釋了高表決股權的比例；以及 divestment sunset (撤資型)，當高表決股份發行數量低於某門檻時和高表決權股持有者賣出股份而使持有股權數低於某門檻時³⁴²。美國的 Yelp 公司就是成功觸發稀釋型日落條款而終結雙層股權的案例，在 2012 年 Yelp 以雙層股權上市，並搭配「當創辦人持有的高表決權股低於 10% 時，其股份自動轉換為普通表決權股」之日落條款，而僅僅在四年後的 2016 年 9 月此日落條款被觸發，該公司的股價上升了 2.6%。若該公司採用期間型或事件型的日落條款，可能花更長的時間才觸發日落³⁴³。

³³⁹ See Facebook, Inc., Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, at 56 (June 2, 2016); Snap Inc., Bylaws of Snap Inc. 22 (amended June 30, 2013).

³⁴⁰ Moore, *supra* note 331, at 156.

³⁴¹ 有的文本會將持有比例型日落條款中視為事件型日落型條款的一種，有鑑於因離開經營階層之事件和持股比例之變動兩種事件之性質和可能發生的期間長短不同，本文採用將兩者區別的分類方法分開說明。

³⁴² Winden, *supra* note 98, at 874.

³⁴³ See Jason Aycok, *Yelp Caught in M&A Chatter, Up 2.6%; Ends Dual-Class Shares*, SEEKING ALPHA (Sept. 23, 2016, 3:11 PM), [https://seekingalpha.com/news/3210618-yelp-caught-m-chatter-2_6-percent-](https://seekingalpha.com/news/3210618-yelp-caught-m-chatter-2_6-percent-92)

持有比例型日落的目的是在於這類日落條款可以校正高表決權股持有者可能獲得的私人利益，緩和因控制權造成代理風險的憂慮³⁴⁴，亦有論者認為此種日落條款可能會限制控制者對於其財務規劃的彈性，因為控制者出售他的的股權換取現金，並不代表他就因此失去對公司的信任和忠誠。但批評者認為，此類日落條款可能也會導致控制者在其掌權的時期中刻意維持所持的股權比例，以維護他的控制權，而難以有效解決因為控制過長時期所衍生治理問題³⁴⁵。同時此類型的日落條款也會有與時間型日落條款相同的恣意性問題，究竟適當的稀釋比例門檻為何，或者該比例會造成的負面效果多大，都是難以客觀評價或測量的³⁴⁶。

第三項 日落條款的爭議

第一款 強制性 7 年期間型日落條款的訴求

美國機構投資人協會（CII）認為一股一表決權原則是良好公司治理和公平性對待投資人之基礎，因此上市公司應該為所有股東提供與其持股比例相當的表決權³⁴⁷。雖然 CII 在 1985 年通過的第一項政策係採用一股一權原則³⁴⁸，但此後，CII 又呼籲採用不平等表決權股的公司必須採用日落條款，並且在一定的合理期間內恢復一股一表決權，CII 引用研究³⁴⁹，指出採用雙層股權結構公司在上市後往往會有一段時間的溢價，但此種表現在上市後 6 到 9 年後會逐漸消失，轉變為折價，因此公司採用七年或更少的時間的日落條款是較為明智的選擇。對此，CII 開始遊說美國各大交易所如 NYSE、NASDAQ 將強制性七年期間型日落條款加入雙層股權公司的上市規則當中。在 2019 年，CII 也向德拉瓦州律師協會及美國律師協會提交了請願信，請求修改公司法禁止雙層股權延伸到 IPO 的七年之後，除非股東同

ends dual-class shares (“The conversion was automatic as outstanding class B stock represented [less] than 10% of outstanding shares.”).

³⁴⁴ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 330, at 620.

³⁴⁵ Moore, *supra* note 331, at 145.

³⁴⁶ Fisch & Solomon, *supra* note 104, at 1087.

³⁴⁷ See Dual-Class Stock, CII, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., https://www.cii.org/dualclass_stock.

³⁴⁸ See *Policies on Corporate Governance*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS. (Mar. 7, 2022), https://www.cii.org/corp_gov_policies#shareowner_rights.

³⁴⁹ Martijn Cremers et al., *supra* note 105, at 27.

意延長該結構。但美國律師協會拒絕了 CII 的請求、德拉瓦州律師協會也拒絕通過 CII 所擬的修正案建議³⁵⁰；另外，在 2021 年，CII 亦提出一封有關聯邦立法草案的建議信給眾議院，要求立法禁止沒有日落條款的雙層股權公司在美國上市，且如果沒有日落條款，除非所有的股東同意保留此結構，此禁令在上市後七年內生效³⁵¹。市場上的發行人對於 CII 的訴求似乎也產生了反映，越來越多的雙層股權公司選擇在上市時將期間型日落條款納入章程。根據學者 Andrew Winden 的研究³⁵²，在 139 家雙層股權公司樣本中，只有兩家公司在 2010 年之前有期間型日落條款，但在 2010 年或之後上市的公司來說，32% 的雙層股權公司有期間型日落條款。


針對 CII 強制性 7 年日落條款的訴求，學界產生許多反對聲浪。例如美國知名學者 Zohar Goshen 撰文批評對日落條款的強制性監管措施將導致經濟上的重大損失³⁵³。他認為強制性日落條款的邏輯是不通的，因為這代表預設了企業家的獨有見識只有在 IPO 後的頭七年是可行的，在此之後有遠見的人就會「失去它」或者第二代的接班人就會「沒有了它」。但事實上沒有證據能夠證明獨有見識與 IPO 或者創辦人相連結，它可能在任何時候出現（像是 Apple 公司的 Steve Jobs 在公司上市後很久才發明了 iPhone），它也可以由非創始人擁有（Tim Cook 在 Jobs 去世後為公司創造了更多的價值），雖然擁有見識之人可能是少數，但失去這些少數可能會對經濟有重大損害。並且，在現今以機構投資人主導市場地位和股東積極主義的影響下，防止經營階層受到市場干預的最有效的工具就是雙層股權結構，其管制應交由市場自由談判，而談判的有效性也反映在種類繁多的自願性日落條款上，儘管我們可以預期雙層股權結構的使用會增加，但目前其仍然維持在 IPO 的 20% 以下，

³⁵⁰ See *CII Advocacy on Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVS., <https://www.cii.org/dual-class-stock-advocacy> (last visited July 3, 2022).

³⁵¹ See Letter from Jeffrey P. Mahoney General Counsel, Council of Institutional Invs. et al., to Madam Chairwoman & Ranking Member McHenry, Committee on Financial Services United States House of Representatives (Oct. 1, 2021), [https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2021/October%201,%202021%20letter%20to%20Committee%20on%20Financial%20Services%20\(final\).pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2021/October%201,%202021%20letter%20to%20Committee%20on%20Financial%20Services%20(final).pdf).

³⁵² Winden, *supra* note 91, at 950-51.

³⁵³ Zohar Goshen, *Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms*, CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 2, 2019), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms>.



這也是自由市場談判後的結果³⁵⁴。John Coffee 教授亦撰文表達反對立場³⁵⁵，他認為強制性的七年期日落條款可能會造成兩種後果，第一種是創辦人將會在期限屆滿前尋求最大化自己的控制權利益，新創公司的創辦人將會與大型企業併購，將自己持有的股份以最大的溢價賣出，最終減緩新創與傳統企業世代的交易。或許此種強制性的日落條款中可以規定禁止任何的控制權溢價交易，但這也可能導致這些公司的創辦人一開始就不選擇上市；第二種是創辦人們可能會在期限屆滿前，轉移控制權股份給由關係人創立的公益性基金會，因為這類組織可免於日落條款的適用。

第二款 學說爭辯

強制性日落條款的支持和反對者大致可分為以下三種主題：

(一) 市場自治³⁵⁶：

此說支持者認為，市場的力量會自動使公司保持最佳治理安排（像是會反映在初次發行的股價上），因為創辦人有誘因去採用極大公司化利益的決策，因此創辦人會依照是否使公司價值上升決是否要設置日落條款，如果上市的時候未設置，代表他認為這是會使公司價值減損的決定³⁵⁷。

反對者質疑的是，要贊成此說的前提在相信市場可以精準區分出雙層股權結構與單一股權結構的價值差異，且市場可以精準反映採用雙層股權結構之公司有無搭配日落條款所造成的價值差異，更不用說，這兩個前提都要建立在這是一個有效率的市場上，除非這些參與公司 IPO 的投資人都有能力注意到這不同股權公司的差異和價值，否則市場自治說的立論實在站不住腳。再者，市場自治說下必須認定採用雙層股權結構會使公司永久性的價值最大化，且只要在任何時間設置了限制條款，必然會使公司價值減損。但雙層股權結構為公司帶來的潛在效益傾向於隨

³⁵⁴ See also Bernard S. Sharfman, *The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel*, 93 S. CAL. L. REV. POSTSCRIPT 1 (2019).

³⁵⁵ Coffee, *supra* note 151.

³⁵⁶ 為使讀者更好理解，本節中文學說名稱皆為作者自行翻譯，並非通用名稱。

³⁵⁷ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 330, at 622.



著時間而遞減，而潛在的成本將隨時間而遞增，控制者也會因為強大的誘因而將控制力運用在謀取私利而使此股權結構運作變得沒有效率³⁵⁸。

（二） 個案適用：

支持此說者認為，日落條款的設置並非絕對適用於每一家公司，依據每家公司體質的不同，永久性雙層股權結構也有可能對某些公司是最良好的選擇。在此情況下，日落條款並非絕對必要的選擇，而僅僅是單方面防止控制者公司價值減損的行為。因此當控制者表現良好時，不必要削弱其控制權³⁵⁹。

反對者認為此說部分見解部分可採，日落條款制設置，並不阻止控制者表現良好情況時持續握有控制權³⁶⁰，即使像是目前香港與新加坡強制要求採用雙層股權結構上市的新公司設置日落條款，但並不限制其當控制者之經營有利於公司價值時可透過其他大多數股東同意延長超級表決權的期限（可參考前述期間型日落條款段落），而機構投資人想必也不會反對雙層股權結構之設置有利於公司價值之情形。

（三） 影響 IPO 意願：

此說認為，任何對雙層股權結構所設置的限制，都會影響創辦者將公司上市的意願，進而剝奪投資大眾投資這些具有展望性的公司而獲利的機會。

反對者認為³⁶¹，此說並無法強烈支撐永久性雙層股權結構之立場，像是不鼓勵雙層股權結構上市的英國，仍然維持了體質良好且有龐大投資者的證券市場，甚至在過去美國禁止雙層股權結構的時期，發現完全禁止公司採用此種結構上市反而更加阻撓創辦者想要上市的意願，而限制其需搭配日落條款上市對於其意願的影響也低於完全禁止的模式。雖然有人可能會認為，除了上市之外，創辦者亦可以透過私募向避險基金或特定投資人籌資，但是這些投資者之所以會願意投入資金也

³⁵⁸ *Id.*

³⁵⁹ *Id.*

³⁶⁰ *Id.* at 623.

³⁶¹ *Id.* at 625.

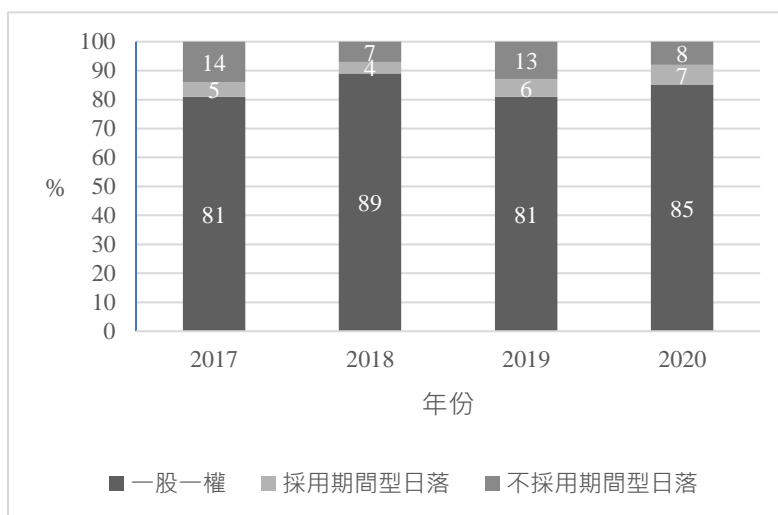


是基於他們期待這家公司某天可以賣個好價錢（透過 IPO 或被併購），反而不能期待他們會願意讓公司永遠保持非公開並控制在少數人手中。

第四項 國際上日落條款的使用

在美國，根據 CII 的統計，自 2017 年到 2020 年，美國 IPO 市場上，採用雙層股權結構上市的比例分別是，19%、11%、19%和 15%，其中採用期間型日落條款的分別是，5%、4%、6%和 7%³⁶²。就此而言，可以說選擇採用雙層股權結構上市的公司仍低於 20%，且選擇期間型日落條款的雙層股權公司亦非多數。

圖三：美國 IPO 市場股權結構近四年趨勢



資料來源：根據 CII，Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2020 Statistics 繪製

有趣的是，印度證券交易所在 2019 年 6 月同意開放雙層股權後³⁶³，在規則中包含了附有展延機制的強制型 5 年期日落條款³⁶⁴。而倫敦證交所在 2021 年底生效的新版上市規則中，在優質上市板塊採用雙層股權也有 5 年的期限，且沒有展延機制，若要維持雙層股權只能選擇下市或者在標準上市（Standard Listing）或者其

³⁶² Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2020 Statistics, *supra* note 308.

³⁶³ SEBI Board Meeting PR No.16/2019, *supra* note 254.

³⁶⁴ 印度允許藉由股東特別決議，以一股一表決權計算，同意延長日落條款的年限大於 5 年。See Framework for Issuance of Differential Voting Rights Shares, SEC. & EXCH. BOARD OF INDIA (2019), https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/aug-2019/1565346231044_1.pdf

他較小型的市場上市³⁶⁵，這是目前唯二有強制型期間型條款的國家。在亞洲其他開放雙層股權結構的市場中，對於期間型日落條款的關注反而低於事件型和持有比例型日落條款，此情況迥異於美國實務與學術界聚焦在期間型日落條款的趨勢。在香港、新加坡和上海與深圳，本文觀察到，四地市場的上市規則中都傾向強制雙層股權公司採用本文所稱的事件型日落條款³⁶⁶。

第一款 期間型日落條款——倫敦、印度

(一) 印度國家證券交易所（下稱印度證交所）：

在2019年印度證券主管機關針對雙層股權通過之新框架，就提到了五年的強制期間型日落條款。在該法案中超級表決權股會在其上市後的五周年轉為普通表決權股，但可以透過股東決議展延一次，最多展延五年，且超級表決權股股東不可參與該次表決³⁶⁷。

(二) 倫敦證券交易所（下稱倫敦證交所）：

倫敦證交所在2021年底在主板優質上市開始實施之規則中，同樣也引進了五年期的日落條款。根據上市規則9.2.22A R(3)、9.2.22A R(4)³⁶⁸和9.2.22B G³⁶⁹，高

³⁶⁵ FCA PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW, *supra* note 162, at 13.


³⁶⁶ 在某些文本當中，會將持有比例型日落條款涵蓋在事件型日落條款之下，而說明這三個市場採用的是事件型日落條款，但本文有鑑於離開經營階層之事件和持股比例之變動兩種事件之性質和可能發生的期間長短不同，因此採用將兩者區別的分類方法分開說明，因此在本文之下這三個市場採用的是持有比例型日落條款。

³⁶⁷ SEBI Board Meeting PR No.16/2019, *supra* note 254 (Sunset Clauses: SR shares shall be converted into ordinary shares in following circumstances/ events: “Time Based: The SR shares shall be converted to Ordinary Shares on the 5th anniversary of listing. The validity can be extended once by 5 years through a resolution. SR shareholder would not be permitted to vote on such resolutions.”).

³⁶⁸ LSEGLR 9.2.22A R (3):

Subject to paragraph (4), the exception to LR 9.2.21R in paragraph (1) applies for a period of 5 years beginning with the date on which the issuer first had a class of shares admitted to premium listing.”; LSEGLR 9.2.22A R (4): “Where an admission of shares to premium listing is connected with a transaction or arrangement of the kind listed below in relation to a listed company (A), the exception to LR 9.2.21R in paragraph (1) applies for a period of 5 years beginning with the date on which A first had a class of shares admitted to premium listing: (a) an acquisition of A; (b) a reorganisation or restructuring of A’s group; (c) the listing of a new holding company of A; (d) a reverse takeover in connection with A; (e) a merger involving A’s business; (f) any transaction or arrangement having similar effect to those set out in (a) to (e).

³⁶⁹ LSEGLR 9.2.22B G:



表決權股只允許在公司首次在優質上市 (premium listing) 上市之日起 5 年內適用。目的是確保高表決權股持有者只能在上市後五年內參與股東會之投票，即便是該公司遭到併購或者該公司的控股公司上市等都不會有延長該五年期限的效果。且倫敦的期間型日落條款並不附有展延機制，公司若要維持雙層股權只能選擇下市或者在標準上市 (standard listing)、其他較小型的市場上市。在倫敦證交所諮詢文件的回覆中有提到，對於五年期限的質疑 (是否應該縮短為三年，或者延長到七年等) 倫敦證交所認為，五年的期限足以讓公司排除上市初期面臨敵意併購之風險，且強制的期間行日落條款是一個有效的監管措施，可以抵抗高表決股持有者代理問題和永久雙層股權帶來的道德風險³⁷⁰。另外，針對有論者提出是否要引進黃金股或者事件型日落條款的意見，倫敦證交所認為，既已採用強制性期間型日落條款，就沒有必要再引進其他的監管措施，否則只會徒增複雜性，讓投資人更難以理解該股權架構的風險³⁷¹。

第二款 事件型日落條款——香港、新加坡、上海、深圳、印度

(一) 香港證券交易所

在《香港證券交易所上市規則》第 8A 章不同投票權章節下，在 8A.12 規定不同表決權股所有人最低持股比例為 10%，且在 8A.17(4)c 和 8A.18(1) 規定，若將不同表決權股移轉給他人，即終止不同表決權股之權利³⁷²。這類規定可被歸類為事件型日落條款，因不同表決權持有者所持股之比例不得小於 10% 且不可轉移給他人，若違反即回復一股一權。另外，在 8A.17 中亦有不同投票權受益人的持續責任，若

The purpose of LR 9.2.22A R (4) is to ensure that holders of specified weighted voting rights shares only participate in the shareholder votes referred to for 5 years from the date of company A's initial listing, and not, for example, 5 years from the date of any new holding company's admission to listing. A group restructuring or a reverse takeover or another similar transaction should not have the effect of artificially extending the period within which holders of A's specified weighted voting rights shares may exercise voting rights on the matters relevant to premium listing referred to in LR 9.2.21R (1).

³⁷⁰ FCA PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW, *supra* note 162, at 12.

³⁷¹ *Id.*

³⁷² HKEX Listing Rule (HKLR) Chapter 8A Equity Securities Weighted Voting Rights HKLR 8A.12., <https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/chapter-8a-weighted-voting-rights>.



在(1) 受益人身故；(2) 不再是發行人董事；(3) 無行為能力執行董事職責；(4) 交易所認為不再符合上市規則所載關於董事規定時³⁷³，在這四種條件下不同投票權亦會終止，該條規定亦可認定為事件型日落條款。

(二) 新加坡證券交易所：

在《新加坡證券交易所上市規則》³⁷⁴中，Rule 210(10)(f)可歸類為事件型日落條款，其中包含轉讓給他人和停止董事職務（不論是死亡、無能力、退休或辭職）兩種觸發回復一股一權的事件，該條規定中，例外可以透過股東會特別決議同意不要觸發該日落條款，但利害關係人不得參與決議。但在新交所的規則中，未見期間型的日落條款³⁷⁵。

(三) 上海證券交易所科創版：

《上海證券交易所科創板股票上市規則》³⁷⁶（下稱上交所科創板上市規則）第四章第五節表決權差異安排章節下，第 4.5.9 條規定：「出現下列情形之一的，特別表決權股份應當按照 1:1 的比例轉換為普通股份：（一）持有特別表決權股份的股東不再符合本規則第 4.5.3 條規定的資格和最低持股要求，或者喪失相應履職能力、離任、死亡；（二）實際持有特別表決權股份的股東失去對相關持股主體的實際控制；（三）持有特別表決權股份的股東向他人轉讓所持有的特別表決權股份，或者將特別表決權股份的表決權委託他人行使；（四）公司的控制權發生變更。發生前款第四項情形的，上市公司已發行的全部特別表決權股份均應當轉換為普通股份。」

³⁷³ HKLR 8A.18; HKLR 8A.17. 該條文中另有註解：「(4)本交易所認為其不再符合《上市規則》所載的關於董事的規定指的是：本交易所若因下列原因認為不同投票權受益人不再具有符合其身份的品格及誠信，本交易所將視該受益人為不再符合關於董事的規定：(a) 受益人被判或曾被判犯上欺詐或不誠實行為的罪行；(b) 有管轄權的法院或法庭向受益人發出取消資格令；或 (c) 本交易所裁定受益人未遵守《上市規則》第 8A.15、8A.18 或 8A.24 條的規定。」

³⁷⁴ SGX Main Board Rules (SGMR) Part III SGX Mainboard Listings 210(10) Dual Class Share Structure, <http://rulebook.sgx.com/rulebook/210>.

³⁷⁵ SGMR (f)(ii) unless otherwise specifically approved by shareholders through the enhanced voting process. The relevant holder of the multiple voting share, the person to whom the multiple voting share is to be sold or transferred and such responsible director (as the case may be), and their respective associates, must abstain from voting on the resolution.

³⁷⁶ 《上海證券交易所科創板股票上市規則（2020年12月修訂）》，http://big5.sse.com.cn/site/cht/www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/stock/star/listing/c/c_20210128_5311913.shtml（最後瀏覽日：07/03/2022）。

另外，根據該上市規則中的 4.5.3 條訂有特別表決權股份的股東最低持股必須達到全部已發行有表決權股份 10% 以上的限制，因此綜合第 4.5.3 條和第 4.5.9 條，可以認定在上交所科創版上市規則中訂有事件型和持有比例型的日落條款，同樣未見期間型日落條款。

(四) 深圳證券交易所創業板：

《深圳證券交易所創業板股票上市規則》³⁷⁷（下稱深交所創業板上市規則）³⁷⁷ 在 2020 年後修訂，新增了表決權差異安排一節。在 4.4.3³⁷⁸ 和 4.4.8 條文³⁷⁹ 中與上海科創版訂定了類似的規則，亦可認定在深交所創業板版上市規則中訂有事件型和持有比例型的日落條款，且未見期間型日落條款。

(五) 印度證交所：

印度證券主管機關除了前述五年期間型日落條款外，在法案中亦提及事件型日落條款，觸發日落條款事件之條件為超級表決權持股者死亡或辭職，或者控制權因併購而不屬於超級表決權持股者時³⁸⁰。應注意的是，關於轉讓持股，在印度證交所的規定中有所謂的「鎖定期 (lock-in period)」，原則上為三年，在此期間內高表

³⁷⁷ 《深圳證券交易所創業板股票上市規則》，<http://docs.static.szse.cn/www/lawrules/rule/allrules/bussiness/W020200612828559825181.pdf>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

³⁷⁸ 《深圳證券交易所創業板股票上市規則》第 4.4.3 條：「持有特別表決權股份的股東在上市公司中擁有權益的股份合計應達到公司全部已發行有表決權股份的 10% 以上。」

³⁷⁹ 《深圳證券交易所創業板股票上市規則》第 4.4.8 條：「出現下列情形之一的，特別表決權股份應按照 1:1 的比例轉換為普通股份：

（一）持有特別表決權股份的股份不再符合本規則第 4.4.3 條規定的資格和最低持股要求，或者喪失相應履職能力、離任、死亡；

（二）實際持有特別表決權股份的股東失去對相關持股主體的實際控制；

（三）持有特別表決權股份的股東向他人轉讓所持有的特別表決權股份，或者將特別表決權股份的表決權委托他人行使，但轉任或者委托給受該特別表決權股東實際控制的主體除外；

（四）公司的控制權發生變更。發生前款第四項情形的，上市公司已發行的全部特別表決權股份應當轉換為普通股份。」

³⁸⁰ SEBI Board Meeting PR No.16/2019, *supra* note 254 (Sunset Clauses: SR shares shall be converted into ordinary shares in following circumstances/ events: “Event Based: SR shares shall compulsorily get converted into ordinary shares on occurrence of certain events such as demise, resignation of SR shareholders, merger or acquisition where the control would be no longer with SR shareholder, etc.”).



決權持者不得轉讓其持股，亦不得用做質押和留置³⁸¹。故轉讓表決權股之行為，並未被納入日落條款的事件當中。

第三款 期間型與事件型日落的選擇


相較於亞洲市場普遍推行的強制性事件型日落條款，倫敦和印度證交所選擇的是強制性的期間型日落條款（印度證交所可以說最為嚴格，因為不論事期間型和事件型日落條款都包含其中）。而新開放的東亞國家像是香港、新加坡和上海為何對期間型日落條款較不熱衷？從港交所的諮詢文件回覆或許可看出端倪³⁸²，首先，港交所認為採用強制的期間型日落條款可能會導致「上市公司所有的控制權在未來某日出現變動，而該變動可能不符合公司或其股東的最佳利益。」且若採用期間型日落條款的展延機制，「當該日期臨近時，該規定會為股東及準投資者帶來極多不明朗因素」。其次，強制型期間型日落條款的設置「可能使香港市場與海外市場相比缺乏競爭力，尤其是較為自由的美國和英國市場（在此應指英國規定較為寬鬆的標準上市和其他小型市場）」。

而美國關於日落條款之管制方式仍屬於交由市場力量管制的私人秩序（private ordering），雖然有來自 CII 期間型日落條款的強力呼籲，美國國內亦不乏「向香港和新加坡看齊」的聲音，認為設立事件型日落條款是良好的示範³⁸³，但截至目前美國並未任何強制性日落條款的規範。事實上，在美國實務上事件型日落條款的使用也意外地少，在 Winden 的研究中 139 家樣本有 91 家沒有 Death and Incapacity Sunsets（以死亡或無行為能力為條件的日落條款）；有 48 家沒有 Transfer Sunsets

³⁸¹ *Id.* (Listing and Lock-in: SR shares shall also be listed on Stock Exchanges after the issuer company makes a public issue. However, SR shares shall be under lock-in after the IPO until their conversion to ordinary shares. Transfer of SR shares among promoters shall not be permitted. No pledge/ lien shall be allowed on SR shares.); Chapter II part IV of Securities and Exchange Board of India (Issue of Capital and Disclosure Requirements) Regulations, 2018.

³⁸² HKEX, CONSULTATION CONCLUSIONS: A LISTING REGIME FOR COMPANIES FROM EMERGING AND INNOVATIVE SECTORS (2018), https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2016-to-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors?sc_lang=en.

³⁸³ Moore, *supra* note 331, at 166; Tay Peck Gek, *US Bourses Can Take a Leaf from Singapore DCS Framework: SEC Commissioner*, BUS. TIMES (Sept. 25, 2018), <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/us-bourses-can-take-a-leaf-from-singapore-dcs-framework-sec-commissioner>.



(以將股份轉移他人的日落條款)³⁸⁴，原因為何目前仍未有定論，有學者認為可能是因為 IPO 市場反映的無效率，雖然近年雙層股權結構的使用有顯著的增長，但這些新上市的公司多數尚未面臨到創辦人死亡或無行為能力的狀況，因此投資人並未意識到缺乏此類型日落條款的重要性，或者說，要納入何種類型的日落條款仍取決於該公司在 IPO 階段聘僱的律師還有創辦人的獨有見識³⁸⁵。

第三節 小結：雙層股權的落幕

本文肯定雙層股權結構因其負面風險確實並不適合永久存續，必定將在適當的時間點落幕。但這樣的期限基於公司的異質性難以決定一個絕對的期限，或許事件型的日落條款較為直觀——只要高表決權股持有者不在其位就應不謀其政。不參與經營的股東當然就沒有理由繼續需掌握絕對的控制權，這也符合雙層股權的用意，也就是保護創辦人的獨有見識。若創辦人已經離開，那麼也有不存在需要保護的對象了。而期間型日落更像是對雙層股權反對者的一種安撫和妥協，日落條款的期限並不能代表該創辦人獨有見識的到期日，正如第三章所言，過嚴的監管制度將會減損雙層股權的價值，而強制性的期間型日落條款可以說是針對雙層股權最為嚴格的限制之一，它不可避免的會使雙層股權在指定期間過後完全消失，這也是新開放雙層股權的幾個亞洲市場選擇事件型日落條款而非時間型日落條款的原因之一。本文認為，若認為採用事件型日落仍可能導致雙層股權的存續過長，或許可以再搭配任意性的期間型日落條款，以透過股東間的自由談判，根據不同公司的特性、文化和治理政策調整內部事務在章程中訂定期間型日落條款。

上市規則中的任何監管制度既然作為採用雙層股權結構上市之公司所要符合的最低標準，過多的強制性日落條款，將使發行人卻步。在採取開放模式的美國市場，雙層股權結構公司中任何監管措施的設計都是由公司和投資者自行協商而來

³⁸⁴ Winden, *supra* note 91, at 946.

³⁸⁵ Fisch & Solomon, *supra* note 104, at 1090-91.

³⁸⁶，因此雙層股權結構的成功與否，最重要的仍取決於發行人和投資者是否能夠接受這樣的契約，若個別公司想要與投資者協議決定採取高於強制規定的「額外保障」措施，其絕對有權也應該有權這麼做。



³⁸⁶ HKEX, *supra* note at 382, at 34.

第五章 台灣資本市場與雙層股權

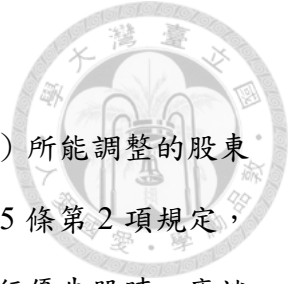


第一節 雙層股權結構於我國發展情況

近年公司法修訂進程逐步開放閉鎖性股份有限公司和非公發公司打破過去嚴守一股一表決權的立場，在股權規劃上提供更彈性的空間，但公發公司始終仍在我國禁止發行複數表決權特別股的行列之中，亦不允許其發行可轉換為複數普通股之特別股³⁸⁷。而本文所聚焦的雙層股權結構階段乃公司在尋求上市時是否能採用雙層股權結構，因此，若公發公司在我國法下無法發行複數表決權股，那麼我國僅允許非公發公司架構雙層股權結構的模式，與香港、新加坡等亞洲國家允許公發公司採用之雙層股權結構之模式仍有根本上的差異，因為對於那潛在的上市公司而言（尤其當這些公司也是雙層股權結構的主要目標客群），兩種模式在意義上大有不同——若公開發行後無法採用雙層股權結構，對公司創辦人而言，上市就代表著將失去原本對公司的控制權。

2018 年公司法第 157 條修法時，我國立法者以「公開發行公司股東眾多，容易生嚴重代理問題」為由，將能採用雙層股權結構的公司以是否公開發行做為區隔標準。然而，以公司「是否公開發行」作為允許雙層股權結構的界線是否合理？這是否代表著我國立法者預設大型的公發公司比起小型企業更需利用法規來保護？若採行雙層股權結構的非公發公司有朝一日欲辦理公開發行吸引大眾投資，在現行法規下，原先發行的複數表決權股效力為何？若歸於無效，這是否會影響非公發公司上市之意願？若為有效，又應如何與其他公發公司區別規範？這些疑問在現行法規似乎無法找到解答。因此，本文將針對這些議題，討論我國現行複數表決權特別股之法制是否合理，以及現行強化控制權制度是否已足替代雙層股權結構。

³⁸⁷ 公司法第 157 條第 3 項：「下列特別股，於公開發行股票之公司，不適用之：一、第一項第四款、第五款及第七款之特別股。二、得轉換成複數普通股之特別股。」



第一項 複數表決權股之修法歷程

在 1946 年我國公司法進行大度幅度修正，優先股（特別股）所能調整的股東權利事項首次於公司法中明文規範之中³⁸⁸。1946 年公司法第 155 條第 2 項規定，股份之一部，得為優先股。次依公司法第 156 條規定：「公司發行優先股時，應就左列各款，於章程中訂定之。一、優先股分派股利之順序、定額或定率。二、優先股分派公司賸餘財產之順序、定額或定率。三、優先股東行使表決權之順序或限制。四、優先股權利義務之其他必要事項。」有學者認為，依據當時法條文義解釋，優先股得調整之內容除了財產上權力亦有兼及表決權，就此觀之，應仍認當時公司法之條文解釋上允許複數表決權股份之發行³⁸⁹。但是依 1983 年主管機關發布之函釋：「查公司法第 179 條第 1 項規定『公司各股東，除有第 157 條第 3 款情形外，每股有一表決權。』參照同法第 157 條第 3 款規定公司發行特別股時，應於章程中訂定特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。」條文中所稱「行使表決權之限制」固不能解釋為每股享有數表決權，「行使表決權之順序」亦僅在分別普通股股東與特別股股東，或二種以上特別股股東對同一事項決議之先後，而與表決權之多寡無關連，故依現行法應不能容有每股享有數表決權之特別股發行。主管機關也始終否認公司得以發行複數表決權股³⁹⁰。

直到 2015 年公司法修訂之際，我國引進了閉鎖性股份有限公司專章，更在第 356 條之七第三款允許閉鎖性股份有限公司發行複數表決權特別股。到了 2018 年公司法大修之時，增訂第 157 條第 1 項第 4 款：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：……四、複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股。」開放非公發公司亦得發行複數表決權特別股，以提供更多樣化的特別股設計和公

³⁸⁸ 1946 年公司法第 155 條第 2 項規定，股份之一部，得為優先股。次依公司法第 156 條規定：「公司發行優先股時，應就左列各款，於章程中訂定之。一、優先股分派股利之順序、定額或定率。二、優先股分派公司賸餘財產之順序、定額或定率。三、優先股東行使表決權之順序或限制。四、優先股權利義務之其他必要事項。」

³⁸⁹ 邵慶平(2015)，〈章程自治的界限：特別股類型限定的反省〉，《月旦法學雜誌》，247 期，頁 80。

³⁹⁰ 參見經濟部(72)商 11159 號函。

司自治空間。本次修法的重要特色在於將原本僅適用在閉鎖性公司的「例外規定」，變成所有非公發公司都可適用的「原則規定」³⁹¹，進而導致規範閉鎖性與非公發公司的兩套法制日漸趨近³⁹²，目前閉鎖性公司僅可較非公發公司多發行：

(一) 於監察人選舉亦享有複數表決權之特別股³⁹³；(二) 得當選一定名額監察人之特別股兩種而已。

第二項 2018 年公司法修正禁止非公發公司發行複數表決權理由分析

2018 年公司法修訂僅放寬非公發公司發行複數表決特別股，修法理由中，立法者提出三點說明不允許非公發公司發行之原因：(1) 少數持有複數表決權之股東，可能凌駕或否決多數股東之意思，且公開發行股票之公司股東眾多，為保障股東權益，避免濫用衍生萬年董事或監察人導致公司治理及代理問題；(2) 亞洲大多數國家對於複數表決權之特別股仍採較嚴謹之規範；(3) 依特別股轉換為複數普通股，效果形同複數表決權股，有違股東平等原則。本文認為這三項理由稍嫌薄弱，理由評析如下：


第一款 代理問題

針對第一點理由中「少數凌駕或否決多數股東之意思」之問題，在現行法下操作下的無表決權股可能會更加嚴重。依照公司法第 157 條第 1 項第 3 款，非公發公司仍可藉由發行無表決權股或限制表決權股架構雙層股權，由於無表決權特別股或限制表決權特別股股相較於普通表決權股，反而完全剝奪或減少其投票權，舉重明輕，更可能發生「少數凌駕或否決多數股東之意思」之代理問題，再加上公司法第 157 條之修正就非公發公司使用複數表決權股多有顧慮和限制，但卻完全未考慮

³⁹¹ 邵慶平(2019)，〈2018 年公司法與證券交易法發展回顧〉，《臺大法學論叢》，48 期特刊，頁 1736。

³⁹² 同前註 391，頁 1738。

³⁹³ 2018 年修法時另增訂第 356 條之 7 第 2 項規定，明文排除之第 157 條第 2 項規定：「前項第四款複數表決權特別股股東，於監察人選舉，與普通股股東之表決權同。」於閉鎖性公司的適用，立法理由為「為貫徹閉鎖性股份有限公司擁有較大自治空間之精神，爰增訂第二項，排除第一百五十七條第二項規定之適用。換言之，閉鎖性股份有限公司具複數表決權特別股之股東，於選舉監察人時，仍享有複數表決權。」³⁹⁴ 方嘉麟(2020)，〈公司法修正對會計實務之影響〉，方嘉麟(等著)，《公司法修法與新創公司》，頁 28，元照。



到限制表決權股就經濟意義上與複數表決權股基本相同³⁹⁴，在理論上公發公司亦可以藉此掌握控制權，因此以代理問題做為限制公發公司使用複數表決權股之理由，其正當性實顯薄弱。且在我國法目前雖允許非公發公司發行複數表決權股，但並未設有表決權數倍數上限之規定³⁹⁵，在我國實務上亦有發行 1 股高達 1,000 萬股甚至 2,000 萬表決權特別股之公司³⁹⁶，在此情況下，特別股股東只要一人就可直接決定公司內所有股東會決議事項，此時普通股股東與擁有無表決權無異，同樣有「少數凌駕或否決多數股東之意思」之困境。但另一方面，在無法影響股東會決議的情況下，普通股股東的出席意願勢必低落，不過在台灣股東會定足數計算基礎仍採已發行股份總數而非表決權數，股東會若出席數過低就會面臨流會，此時身為少數的特別股股東即便擁有再多表決權也無用武之地，這就是現行法制下新舊制度無法契合之怪狀。

另外，針對「公發股票之公司股東眾多，為保障股東權益，避免濫用衍生萬年董事或監察人導致公司治理及代理問題」之理由，這是否意味著我國立法者預設公發公司為股東眾多之大型公司，而非公發公司為股東少的小型公司，而大型公司較小型公司更需要受到法律的保護，而須設下更嚴格的規定？我國公司法之制定仿效德國立法例之二分設計，以「有限公司」規範小型、閉鎖性公司，而「股份有限公司」之型態則是供大型、公開性公司使用。然依現狀來看，台灣現存有許多具有相當股東人數與一定資本額之「大」有限公司；亦有許多未向大眾募集資金而深具

³⁹⁴ 方嘉麟(2020)，〈公司法修正對會計實務之影響〉，方嘉麟(等著)，《公司法修法與新創公司》，頁 28，元照。

³⁹⁵ 經濟部曾在「閉鎖性公司常用問答」專區，針對問題：「特別股複數表決權？是 1 倍嗎？還是可以很多倍？」回答：「依公司法第 356 條之 7 規定，公司發行特別股時，應就特別股之權利義務事項於章程中定之。特別股複數表決權，所謂複數，不限 1 倍，公司應於章程中明定之。」但並未指出有上限之存在。參見經濟部商業司，〈閉鎖性公司專區常用問答〉，<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/subclassNAction.do?method=getFile&pk=607>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

³⁹⁶ 「尚○科技閉鎖性股份有限公司章程第 5 條之 1 規定：『甲種特別股每股有 20,000,000 個表決權及選舉權。』、立○閉鎖性股份有限公司章程第 5 條之 1：『甲種特別股每股有 20,000,000 個表決權及選舉權。』參見林照智(2021)，《由股東平等原則論特別股之界限》，國立中正大學法律系研究所碩士論文，頁 120。



家族特性之「小」股份有限公司³⁹⁷。就此，公開發行與否在台灣與股東是否眾多似無一定關係，衍生的代理問題也不必然只會發生在公發公司³⁹⁸。

第二款 國情問題

立法理由中認為：「亞洲大多數國家對於複數表決權之特別股仍採較嚴謹之規範。」然而，近年來鄰近亞洲金融市場如香港、新加坡都在主板放寬公司採用複數表決權架構雙層股權上市，而中國的上海和深圳分別開放了適合新創和成長型企業上市的科創版和創業板；位於東北亞的韓國亦緊鑼密鼓地朝開放雙層股權的方向研擬政策。然而，我國主管機關針對「同股不同權」之議題似乎仍抱持非常保守的立場。金管會主委顧立雄曾在 2018 年初面對立委質詢時，表示台灣不會跟進香港的「同股不同權」，認為「這明顯破壞公司治理，對投資人不公平，且在主板市場上也未見成為趨勢」³⁹⁹，2020 年新任的黃天牧主委也表示，考量到公司治理相關組織對同股不同權的顧慮，並未考慮引進此制度⁴⁰⁰。而金管會針對同股不同權有害公司治理表示有三大考量：「首先、同股不同權的設計，讓內部股東具有隱匿性，特別是台股的集中市場以及櫃買市場兩個主板市場都是以散戶為主，同股不同權制度對公司治理有疑慮；其次、從主要國家的主板市場可以發現同股不同權不是趨勢；第三、明晟 MSCI 不允許同股不同權公司納入指數」⁴⁰¹。然而，新創企業往往是擁有知識的創辦人與提供資金的天使投資人合作，前者因為擔心成功上市後被


³⁹⁷ 王文字（2003），〈論我國大小公司法制之設計及改革〉，《全國律師》，7 卷 6 期，頁 8。

³⁹⁸ 與立法理由稍有不同的是，107 年修法時的公司法全盤修正修法委員反對開放公開發行公司發行複數表決權股之理由為：「為提供中小企業經營權、表決權與現金流量權分配上更具彈性之安排，應允許非公開發行公司可發行複數表決權股，但公開發行公司，因涉及投資大眾保護的公益性質，為避免產生防禦併購之效果而永保經營權之問題，是否允許發行複數表決權股宜另為考量」。本文認為委員會衡諸台灣現況，較保守地採取階段式開放式比較安全的修法方向。參見《公 2018 年公司法修正 -- 公司法全盤修正修法委員會修法建議》，頁 1-10，http://www.law.nccu.edu.tw/zh_tw/center/Financial_law/company_law（最後瀏覽日：07/03/2022）。

³⁹⁹ 工商時報（03/20/2018），〈吸引生醫掛牌 港推同股不同權 顧立雄：不跟進〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180320000204-260202?chdtv>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁴⁰⁰ 工商時報（07/16/2020），〈證券四合一從長計議 黃天牧：推動創新板列優先〉，https://www.chinatimes.com/newspapers/20200716000271-260205?chdtv&fbclid=IwAR21Vbx5iqODoJ0CCY4Z8crIXjnF9dTIn9S5WFJDqNikUAZDYAGdi8M_Vmw（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁴⁰¹ 中央通訊社（05/07/2018），〈同股不同權有害公司治理 台股不開放〉，<https://www.cna.com.tw/news/afc/201805070134.aspx>（最後瀏覽日：07/03/2022）。



後者逐出而選擇發行雙層股權，鞏固在創業成功後的控制權。而政府在經濟政策上為了鼓勵新創和推動企業轉型，在 2018 年修法逐漸開放可以發行複數表決權股的公司種類。倘若台灣在政策上決定朝去管制化的方向鼓勵新創的方式前進而開放股份的多元化設計，而股份作為攬才之重要工具，因應知識經濟時代下市場瞬息萬變的多元需求，仰賴專業經營者為公司做決策無可厚非，若因擔心代理問題而一律禁止公司上市後採用此制度，半開放半收回的假性鬆綁手段將難以達到政策最初引進之目的。面對現代資本市場對股份設計多元化和公司權力集中的需求日漸提升，強化經營階層的忠實義務、健全關係人交易管制、賦予股東直接訴權等救濟制度，應該才是未來符合政策方向的配套措施⁴⁰²。


第三款 股東平等原則

股東平等原則，或許在此具體應指「股份」平等原則，始能更明白指出一股應當只有一表決權。在股份平等原則下投資人對其投入公司的財產權可享有相應比例的控制權、盈餘分派權以及發言權，雖多數禁止雙層股權結構之國家皆以此原則作為擋箭牌，然而一股一權原則是否為公司法堅不可摧之原則？有學者認為，就法條的解釋上，在 1946 年的公司法第 156 條，就優先股的限制僅以財產上利益為限，表決權的設計亦可能為優先股內容之一種⁴⁰³。且股份平等原則的過度貫徹，在一定程度上，也可能造成公司事務處理的重大干擾，因為只要章程條款或決議有可能違反股東或股份平等原則，就有可能會被認定為無效⁴⁰⁴。各國公司法對於是否要嚴守一股以表決權，也有不同的規範模式：第一類將一表決權股作為預設規定，但可依照章程規定發行複數表決權、無表決權或限制表決權股者（如美國、英國、香港、我國閉鎖性與非公發公司）；第二類禁止發行複數表決權股，但可發行無表決權或限制表決權股（如德國、日本、韓國；義大利、西班牙、我國公發公司）；第三類

⁴⁰² 方嘉麟(2019)，〈自 2018 年公司法修正看台灣資本制度之變革〉，《月旦會計實務研究》，13 期，頁 50。

⁴⁰³ 邵慶平，前揭註 389，頁 80。

⁴⁰⁴ 黃銘傑，前揭註 5，頁 20。



允許複數表決權股，但不可發行無表決權與限制表決權股⁴⁰⁵。換言之，從各國立法例來看，公司法是否要堅守一股一表決權，屬於立法政策之決定，將其作為強行規定而禁止公發公司不得發行複數表決權股，此依據並不充足，而且，我國以是否為公開發行作為區分能否運用複數表決權股之標準，也是國際上少見的規範方式。且隨著資本市場的發展，市場上投資人的需求日益多元，股份平等原則的堅持實際上也限制了公司籌資的選擇，甚至影響國家競爭力⁴⁰⁶，最知名的案例就是阿里巴巴公司因為香港交易所在 2014 年仍堅持一股一權，遂轉而到 NYSE 上市；或者是韓國的電商 Coupang 在 2021 年受限於韓國交易所一股一權政策亦轉而到 NYSE 上市。固然遵守股東平等原則可以作為改善和強化公司治理的手段，但過度僵化的適用，反而可能造成只有形式上的平等，而非實質上的保護每位股東⁴⁰⁷，且與現今解除管制和尊重公司自治的潮流背道而馳。

第三項 新創企業採用閉鎖性公司法制所遇之難題


我國閉鎖股份有限公司現今發展並未達最初立法者之預期，當時的立法理由指出：「就科技新創事業而言，為了因應其高風險、高報酬、知識密集之特性，創業家與投資人間，或不同階段出資之認股人間，需要有更周密、更符合企業特質之權利義務安排，爰特別股之存在及設計，經常成為閉鎖性股份有限公司（特別是科技新創事業）設立及運作過程中不可或缺之工具⁴⁰⁸。」顯見在 2015 年我國首度開放閉鎖性股份有限公司發行複數表決權特別股，係為新創及中小型企業使用此種公司型態時，在股權安排上能夠更加彈性。我國公司法當中的閉鎖性股份有限公司其實就是一個具有高度人合色彩公司，股東為何人以及股東的身分都極重要，當初雖然是為了鼓勵青年創業，創造更彈性之創業環境和放寬公司法之管制，有所謂的實驗性質，創造出公司法制大小分流的路徑，但是在 2015 年公司法修法通過後大

⁴⁰⁵ 朱德芳，前揭註 10，頁 164。

⁴⁰⁶ 方嘉麟，前揭註 402，頁 46。

⁴⁰⁷ 黃銘傑，前揭註 5，頁 10。

⁴⁰⁸ 立法院公報處，《立法院公報》，104 卷 54 期 4253 號，一冊，頁 177，立法院。



幅放寬限制給予許多之彈性，除符合新創事業之需求外，因閉鎖性股份有限公司股東間彼此關係緊密，不能公開發行及股份轉讓有所限制並提供經營權穩定設計的工具等特點，使得許多家族企業忽然發覺可以將權力高度集中在特定股東，成為家族企業用以規劃家族傳承及確保經營權之工具，進而成為家族企業的新寵⁴⁰⁹。而閉鎖性股份有限公司是否僅利於家族企業？經濟部曾於「閉鎖性公司專區」問答區中回答：「為因應產業環境，鼓勵新創事業之發展，於公司法增訂閉鎖性股份有限公司專節，以滿足其從事商業行為與股權運作之彈性需求，提供經營者從事商業活動新態樣之選擇，鬆綁現行股份有限公司相關限制，……，期藉此創造符合新創事業經營模式之公司型態，俾利我國創新與創業之發展。而所謂家族企業（例如股東多為親戚或朋友，彼此關係緊密）則可利用閉鎖性股份有限公司之不能公開募集、公開發行及股份轉讓受有限制等特點，有利其規劃家族傳承及確保經營權。此一全新制度，不論新、舊事業均可善用本制度之特點，設計出適合自身企業需求及特性之公司組織型態，正所謂戲法人人會變，巧妙各有不同，並無只有利家族企業之情事⁴¹⁰。」惟閉鎖性公司發展至今約七年，採用閉鎖性公司之新創公司仍占少數，大多成為家族企業傳承家業之工具。

另外，在我國法下閉鎖性公司股東人數超過 50 人即喪失閉鎖地位，但對於新創企業而言股東人數與企業發展、公司是否達到穩地成長階段以及對於創投對於特別股的需求並沒有邏輯上的關聯性⁴¹¹。而且因為複數表決權特別股與一般股份有限公司一股一表決權原則相互抵觸，採用閉鎖性型態之新創公司在起步穩定後有意擴大公司之規模成為上市公司時，該公司原本發行之複數表決權特別股即無法續存。再加上，閉鎖性公司股東開會時，就股東會開會之門檻未有特別規定，仍是同一般股份有限公司，依第 174 條，以代表「已發行股份總數」過半數股東出席

⁴⁰⁹ 陳彥良（2020），〈家族傳承與閉鎖性股份有限公司之股權設計〉，《月旦法學教室》，216 期，頁 24。

⁴¹⁰ 〈閉鎖性公司專區常用問答〉，前揭註 395，Q1.2，

⁴¹¹ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 60。

為準，未考量到複數表決權特別股與一般股份之不同，使得複數表決權股東雖掌握多數表決權，仍須依靠一般普通股股東之出席始能順利開會表決，此般怪異的限制，反而使得在我國法下新創公司要依靠複數表決權特別股取得控制權之不確定性提高，也因此有學者斷言新創事業使用專節強化公司控制權之特別股機率不高，反倒是家族企業更熱衷於使用此種設計達到世代傳承之目的，此等結果或許為當初立法者所未預期⁴¹²。

第四項 2018 年修法後特別股發行現況

金管會主委顧立雄曾在 2018 年公司法初修正後針對台灣是否開放雙層股群結構之議題表示：「因為新的公司法施行才有同股不同權的討論，現在實施之後才有非公發公司實施同股不同權，所以要考量，當這些非公發公司，試圖要進行上市櫃，才有必須要研議的地方，所以現在還有充分的時間討論。」⁴¹³。由此可見，金管會針對雙層股權似有階段性放鬆之意圖，我國公司法自 2018 年修法後已有數年，而在修法後我國發行特別股之情況如何？是否已可推論我國非公發公司在考慮上市時亦有此需求？


謝氏曾在其論文針對 2018 年公司法修正後之特別股發行數據進行統計和分析⁴¹⁴。謝氏之實證研究以 2019 年 1 月 29 日為調查資料時點，歸納出我國特別股發行的特別現象：台灣發行特別股之股份有限公司比例甚低，僅有 765 家（占了全部發行公司的 0.46%），其中又以非公發公司為主要發行主體：非公發公司佔了 745 家，公發公司則為 20 家（佔全數公發公司的 0.84%）。而公發公司中發行之特別股公司超過半數為金融業⁴¹⁵，特別股設計特徵傾向削弱控制權與放大現金

⁴¹² 同前註，頁 61。

⁴¹³ 蘋果日報（10/29/2018），〈顧立雄：同股不同權恐影響公司治理〉，<https://tw.appledaily.com/property/20181029/LTVDN2JL36B4RBCMZ7NM56DOZM>（最後瀏覽日：07/03/2022）

⁴¹⁴ 謝明展（2020），《建構股份設計之法制——以我國特別股實證研究為基礎》，頁 15-38，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

⁴¹⁵ 謝氏在論文中針對數據結果推論原因，第一，金融業發行特別股之目的多為滿足資本適足率、作為擴充資金的工具。第二，非金融業發行特別股之目的多為償還銀行借款、改善財務結構（有負債融資需求的時候才會發行特別股）。再者公司經營者觀念，為降低負債，故多選擇舉債融資享受



流權。在非閉鎖性公司的部分，2018 年修法之後多新增 155 家非公發公司發行特別股，此現象導致閉鎖性與非閉鎖性之非公發公司不再因特別股之發行在選擇上有顯著的區別（有發行特別股的家數比為 373：372 家）。另一方面，非公發公司中的非閉鎖型公司中特別股的主流設計為完全剝奪表決權之特別股，導致其削弱控制權與放大現金流權程度又更大於公發公司所發行之特別股。且更有趣的發現是，非閉鎖性公司相較於公發公司所發行的特別股設計有放大現金流權削弱控制權之趨向，換言之，此類公司逐漸浮現發行強化控制權特別股之樣態，而這些超過半數都是 108 年修法後允許發行之黃金股和複數表決權股。

本文在 2021 年 4 月 22 日曾致電調查在 2018 年修法之後特別股發行的數量⁴¹⁶，搜尋之條件設定為在「2018 年 7 月（含 7 月）後」，始「發行特別股」之「非公開及公發公司」數量，資料搜尋結果為 1,211 筆，也就是說 2018 年公司法修正 157 條後，多新增了 1,211 家公司發行特別股，此數據與上述在 2019 年 01 年 29 日所調查的數據相比有顯著成長。而關於非公發公司發行特別股之種類，進一步地，在 2021 年 4 月底，林氏在其論文中⁴¹⁷，透過查閱公司章程，調查出現今公司章程有記載「複數表決權特別股」或「對於特定事項具否決權特別股」或「特別股股東被選為董事、監察人之禁止或限制或當選一定名額之權利」之特別股條款總數為 268 間⁴¹⁸（其中 188 間為閉鎖性股份有限公司，80 間為非閉鎖性股份有限公司）。而「複數表決權特別股」章程條款總計共有 206 種。其中每股

稅盾利益；市場投資人對特別股此類金融產品陌生，導致交易成本較高。另外，針對主要發行無表決權股的現象。參同前註 414，頁 30-33 頁

⁴¹⁶ 在此特別感謝經濟部商業司同仁協助調取資料庫之數據。

⁴¹⁷ 林照智，前揭註 396，頁 118。

⁴¹⁸ 同前註，頁 117。在林氏之論文中，符合在經濟部商業司「商工登記公示資料查詢服務」的網站中顯示公司有「複數表決權特別股」或「對於特定事項具否決權特別股」或「特別股股東被選為董事、監察人之禁止或限制或當選一定名額之權利」為搜索條件者共 313 間，但在林氏實際查閱此 313 間公司章程後，其中 45 間公司章程已沒有相關特別股條款之記載，故真正落入研究範圍的公司總共係 268 間。

表決權數最低為一股 1.4 個表決權，最高為一股 20,000,000 個表決權，而絕大部分的公司都將表決權數設計在 100 個表決權以內⁴¹⁹。

綜上，依照現行之資料推論，在 2018 年修法放寬非公發公司可發行特別股種類後，發行特別股之公司家數有大幅度的成長，且根據上述謝氏的研究，可以看到特別股發行主體的增長大部分來自於非公發公司，就此而言，吾人可以想像，雖然 2015 年我國利用閉鎖性公司專節引進強化控制權特別股後，實務運作不如立法者預期，新創事業對此類型特別股興趣缺缺，反而是業已成熟之企業或大型財團利用此類工具達成世代傳承之目的，但實務上非公發公司對發行強化控制權之特別股的確存在一定程度的需求。

第二節 以無表決權或限制表決權特別股建構之雙層股權

公司依據我國現有複數表決權特別股之規範是否無法建立雙層股權架構？雖本文所提及雙層股權結構之典型，係利用複數表決權股達到股權與表決權不成比例之目的，惟無表決權股與限制表決權股亦為雙層股權結構架構之設計方式之一。在此架構下，公司可以發行一表決權之普通股由管理層持有，而其他股東持有限制表決權特別股（例如 100 股 1 表決權），或者無表決權之特別股，如此亦可架構雙層股權，並由管理層掌握公司之控制權。再者，依照公司法第 157 條第 3 款，我國不論公發或非公發公司皆得發行無表決權特別股與限制表決權特別股⁴²⁰。因此我們可以認為說，我國公發公司仍可利用無表決權股與限制表決權股建立雙層股權結構，並達到以少數股權控制公司經營之效果。那麼，以無表決權股或複數表決權股所架構之雙層股權有何不同？

⁴¹⁹ 林氏之論文中，若同一公司同時發行不同權利內容之同一類型特別股計為兩種。例如：A 公司有發行一股十表決權的甲特，與一股二十表決權的乙特，則甲特、乙特各算一種。同前註，頁 118，註腳 771。

⁴²⁰ 有學者質疑，在我國現行法解釋上無表決權股是否僅能以特別股發行，且美國法及日本法皆無完全禁止無表決權普通股之發行，考量到公司與投資人間常有一方欲穩定經營權，一方僅重視公司經營結果而無意參與經營，在提供足夠投資人保護措施的設計機制下，並無必要禁止無表決權普通股之發行。參蔡英欣，前揭註 8，頁 75。



第一項 特別股與普通股之差異

首先，根據現行公司法第 156 條第 3 項：「公司股份之一部分得為特別股；其種類，由章程定之。」確立了我國股份種類二分為普通股及特別股⁴²¹，而特別股之權利義務事項，則列舉在第 157 條。而在現行公司法第 157 條下，無表決權股和複數表決權股皆屬於特別股的一種。不過，在美國採用雙層股權結構之公司所發行之複數表決權股皆為普通股，因為美國有關普通股與特別股之定義與我國有所不同。我國法下只要是表決權為複數、限制或無表決權之股份，依照公司法第 157 條與第 357 條均屬特別股之範疇。而在美國法下，表決權如何安排並不影響區分普通股與特別股，公司亦可發行無表決權或限制表決權之普通股。兩者的差異主要在於盈餘分配之順位，由於特別股又可譯為優先股（preference shares），其介於股權和債權之間，故在盈餘分配上之順位會高於普通股，至於優先股的表決權則考量公司控制權的安排與投資人的接受程度而定，且不論是普通股還是特別股，皆可發行不同的種類（class），賦予不同的權利或限制⁴²²。

再者，對於一般股東而言取得特別股或普通股是否有所不同？此問題在學理上意見分歧。在法理上，基於股東平等原則，除法律或章程對於特別股股東之權利另有規定外，就股東之固有權與非固有權、單獨股東權與少數股東權、共益權與自益權而言，特別股股東所得行使者皆與普通股股東無異。在學理上，有學者認為特別股於我國公司法為股東平等原則之例外，預設只是一種暫時的存在⁴²³，所以按公司法第 158 條公司有權力收回特別股，且特別股之買回限制較少，原則上只需要董事會決議，沒有如普通股就買回有目的、股數與資金來源等限制⁴²⁴。因為公司法

⁴²¹ 現行公司法第 156 條基本上定型於 1946 年的第 155 條第 2 項規定：「前項股份之一部，得為優先股。」於 1966 年公司法修正時，針對此條文，僅將優先股改為特別股。

⁴²² 參見朱德芳，前揭註 10，頁 167，註腳 50。

⁴²³ 劉連煜（2016），〈雙層股權結構與公司治理—從阿里巴巴上市案談起〉，《當前公司與證券法制新趨勢—賴英照講座教授七秩華誕祝壽論文集》，頁 304，元照。

⁴²⁴ 公司法第 167 條之 1：「公司除法律另有規定者外，得經董事會以董事三分之二以上之出席及出席董事過半數同意之決議，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。」

對於特別股的權利範圍並不明確，往往有賴主管機關釐清普通股股東之股東權規定有適用於特別股股東⁴²⁵。既然我國目前發行特別股情況較少，法院判決也較少，特別股股東的權利範圍模糊，為免發生爭端，多需以發行契約中明白約定權力內容範圍，考量特別股於我國法規與實務運作曖昧不明的情況，由一般股東取得一表決權普通股之方式，或許是較好的雙層股權結構設計方式。其次，於特別股與普通股數量多寡上，早期公司法學者認為根據公司法第 156 條第 3 項、第 158 條規定，特別股既作為股份平等原則之例外，公司發行特別股之數量自不應超過普通股之股數⁴²⁶，公司發行之股份應以普通股為主⁴²⁷。因此，既特別股數量不宜多過於普通股，那麼在以無表決權特別股架構的雙層股權下，一表決權之普通股係少數經營階層持有，而其他多數股東持有無表決權特別股，此時特別股發行數量勢必多過於普通股之數量，顛覆了公司法制下預設普通股與特別股之存在關係。

第二項 持有無表決權股或限制表決權股與複數表決權股之差異

縱使我國公司法允許不論公開發行與否，皆可發行無表決權特別股與限制表決權特別股，惟此類雙層股權架構設計方式係以一般股東持有無表決權特別股，在複數表決權股架構之雙層股權結構下，經營階層在高低表決權股 10:1 的比例下，須持有 9.1% 的股權始能取得公司的控制權⁴²⁸；而在無表決權股之架構下，似僅須持有一般普通股股份即可在公司決策上有絕對的發聲權，雖有學者認為一般散戶股東並不重視其是否有投票權，由具充分資訊與專業的經營者經營公司會更有效率⁴²⁹。但是，如前所述在此情形下所產生的「可能凌駕或否決多數股東之意思」負

⁴²⁵ 如：經濟部(83)商 218210 號函（特別股轉讓適用本法 165 條規定）、經濟部(91)經商字第 09102249600 號函（無表決權特別股股東受召集通知權）、經濟部(97)經商字第 09702410410 號函（普通股及特別股股東均有提案權）、經濟部(97)經商字第 09702151240 號函（特別股股東於公司發行新股享有股東優先認購權）。

⁴²⁶ 參見陳顧遠（1968），《商事法：中冊》，頁 254，復興。

⁴²⁷ 參見武藝舟（1967），《公司法論》，頁 298，自刊。

⁴²⁸ 限制表決權股在此計算控制權須持有的股數與複數表決權應相同，但公司法第 157 條之修正就公開發行公司使用複數表決權股多有顧慮和限制，但卻完全未考慮到限制表決權特別股。

⁴²⁹ See generally Dorothy S Lund, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 STAN. L. REV. 687 (2019). 具體來說，有資訊和專業股東將為有投票權的股份支付更多的錢，因為這些股票不會被那些不具資訊和消極的股東的投票權所稀釋。同樣地，消極的股東的也會傾向於那些不要求

面效果將更加強烈⁴³⁰，因為於此情形下，多數股東對公司之經營根本無從置喙。另一方面，我國法關於股東會決議之規定，皆為普通股股東設計，若多數股東因持有無表決權股而成為特別股股東，將無從適用我國公司法制下一般股東會之規定。再加上，複數表決權股架構下由一般股東持有一表決權的普通股，反觀在無表決權股或限制表決權股之架構下，一般股東無法擁有任何表決權，眾多投資大眾在情感層面上是否能接受仍未可知。綜上，本文認為，由複數表決權架構之雙層股權結構相較於無表決權股為更具明確性和符合整體公司法制的設計方式。

第三節 其他強化控制權機制

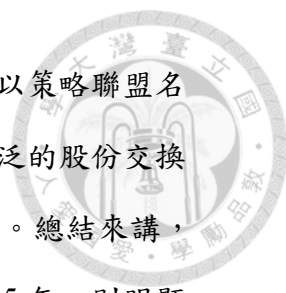
在我國現行法下，是否存在其他可以替代雙層股權機制之強化控制權機制？在本文第一章第一節第二項曾提到，當控制股東並非透過持有足額的股權來掌握公司的控制權，而是透過其他方式取得與股權不相對應的表決權數量，這種利用「現金流量權」與「控制權」的分離掌握控制權的手段就稱作強化控制權機制（Control-Enhancing Mechanisms, CEMs），而常見的方式除了雙層股權結構外，還包括金字塔型結構、交叉持股與股表決權拘束契約。

臺灣立法者對於強化控制權機制的立場並不一致，甚至可以說立法政策的改變多因特定事故而定，針對此點，學者方嘉麟及林郁馨整理出我國強化控制權機制之立法沿革：

1997年中制定關係企業專章，原則上肯認交叉持股，只是在一定條件下限制表決權，到2001年因認交叉持股是引發企業倒閉主因，遂限制子公司於修法後不得再買回母公司股份。但同次修法，又確立董事會優位原則，以及容許公司以章程排除保障小股東當選董事之「累積投票制」，

他們承擔與投票有關成本的股份，因為相對於有表決權的股票而言，低投票權的股份相對往往在股價上會有折扣。

⁴³⁰ 朱德芳，前揭註10，頁183。



使得公司權力趨向集中。不但如此，2001 年又放寬公司得以策略聯盟名義不經股東會決議，排除既有股東股份優先認購權，進行廣泛的股份交換（即交叉持股），使得既有經營階層得以之鞏固本身控制權。總結來講，2001 年的修法就 CEM 而言，立場自相矛盾。但推進到 2005 年，則明顯對 CEMs 不予認同，該次修法剝奪了子公司持有母公司股份的表決權。延續這個方向，2011 年又重新回復「累積投票制」的強制法性質，威信與國巨大毅經營權爭奪案，贏者全拿，壟斷董事會席次有關。同年修法，亦對公開公司董事設質逾半者，限制其表決權行使，此反應私募基金與既有股東爭奪經營權之案例，但私募基金大量質押股票，亦被認係代表其經濟利益與表決權顯不相當。至 2015 年，公司法修法卻又大轉彎，引入複數表決權與黃金股，使得 2005 年開始的持續對 CEMs 負面評價嘎然而止。綜言之，觀察立法沿革，專節引進複數表決權股可說祇有一個目的，就是方便新創事業透過此類安排，引入創投或天使投資人的資金，並未作整體性之政策權衡⁴³¹。


雖我國公司法奉行股份平等原則，亦不允許公發公司採用表決權拘束契約和發行複數表決權股架構雙層股權結構，但在實務上偏離於股份平等原則的金字塔型和交叉持股型強化控制權機制卻十分盛行，台灣之經營者往往藉由這兩種機制來鞏固經營權，因此可以說我國經營者以的確存在防禦敵意併購威脅的意識，從而利用上開兩種機制來防禦敵意併購，且是非常強固的防衛機制⁴³²。截至 2022 年 3 月為止，台灣上市櫃公司有 1768 家⁴³³，其中採用金字塔型結構者有 619 家，採用交叉持股結構者有 358 家，同時採取兩種結構者有 210 家⁴³⁴，因此台灣大約有 43%

⁴³¹ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 54。

⁴³² 黃銘傑（2006），〈我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來〉，《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，頁 307-308，元照。

⁴³³ 基本資料，TEJ 資料庫。

⁴³⁴ 股權結構（控制持股與董監結構），TEJ 資料庫。



的上市櫃公司存在這兩種強化控制權機制。但如同第一章第一節第二項所述，相較於金字塔型、交叉持股型涉及多家企業間的資金流動，雙層股權的控制結構是更為透明的強化控制權機制。另外，關係企業間的交叉持股行為，亦可能導致公司資本虛增危害資本充實原則、背離表決權支配公平理念、妨害證券市場正常交易秩序和可能引發企業間反競爭行為等負面影響⁴³⁵。根據相關論文計算，我國上市櫃有將近1/4公司存在強化控制權機制，僅具有金字塔型結構之公司其平均股份盈餘偏離倍數為10.54，相較於在採用1股10權的雙層股權結構下，其偏離倍數為10來得要高⁴³⁶。且國內針對台灣電子業的上市公司之研究顯示，我國電子上市公司透過非上市櫃公司或投資公司建構金字塔結構或交叉持股結構方式取得控制權，其控制權與盈餘分配權或者席次控制權與盈餘分配權偏離程度越大，公司績效與公司治理皆劣於無偏離之公司，公司價值也越低⁴³⁷。而透過企業間相互持股關係建立的強化控制權機制與雙層股權相較，因法規未有規範期間可以持續更常而更加屹立不搖，其隨著時間流逝可能產生的控制權濫用弊端，前者也較後者有過之而無不及。

第四節 引入雙層股權結構之思考

「是否引進雙層股權結構？」是國際上關於雙層股權結構討論最為熱烈的問題，但是這個問題應可再做更細緻的修正。新法制的引進與否並非僅是是非題，順應國際潮流也不該是引入新制度的唯一理由，新法制的本土化才是需要深入研究、

⁴³⁵ 參見黃銘傑（2001），〈交叉持股 vs. 公司監控〉，《臺大法學論叢》，30卷1期，頁214-218。

⁴³⁶ 參見高蘭芬、陳振遠、李焮慈（2006），〈資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響—以台灣電子業為例〉，《台灣管理學刊》，6卷2期，頁83。在該論文中，採用TEJ資料庫之數據來計算台灣採用金字塔結構之公司的平均股份盈餘偏離倍數。在TEJ資料庫中，控制持股之定義採La Porta（1999）做法，以控制鏈「最末端」持股率所計算之股份控制權（投票權）；也就是「最終控制者」所能控制之持股率（不含友好集團持股）；盈餘分配即「最終控制者」之盈餘分配權（不含經理人、及友好集團持股），又稱現金流量請求權，而股份盈餘偏離倍數=[控制持股%]/[盈餘分配%]。La porta et al.是最早提出「最終控制者」觀念的學者，此概念下亦即追蹤公司所有權結構找出擁有最大投票權的股東。當這個最大股東的投票權（即控制權）超過界線時，即認定為最終控制者（控制股東）。See generally Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around The World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

⁴³⁷ 高蘭芬、陳振遠、李焮慈，前揭註436，頁83。



反覆討論的重點，因此「應如何考慮到國內法制、市場與政策方向等不同因素來引進雙層股權結構？」或許是更具體和妥適的討論方向。


第一項 國內因素之檢視

在台灣，應如何考慮到國內法制、市場與政策方向等不同因素來引進雙層股權結構？本文將從資本市場的成熟度、促進新創、IPO 市場轉型與競爭政策、控制私益的程度、會計和審計規範、少數股東保護制度、現行公司法制、股東救濟制度等六個面向來探討這個問題。

第一款 資本市場的成熟度

資本市場的成熟度 (sophistication of capital market) 是引進新金融制度的關鍵所在，因為市場的成熟度將影響雙層股權在此市場是否能夠發揮其正面效益⁴³⁸，具體而言，雙層股權機制的運行需仰賴足夠成熟的市場，例如市場上投資人數量是否足以支撐其籌資金額、投資人是否會信賴此種公司、機構投資人和專業投資人的存在以及商務律師、投資顧問等的協助等。具備這些條件的市場往往能夠將資訊更有效率的反應在股價上，雙層股權公司也能夠在市場上反映其特殊性，如此一來公司才會有意願選擇此架構並相信會為公司帶來更多的價值。同樣的，一個成熟的市場也有能力監督雙層股權結構公司，因為經營者任何不忠誠於公司的行為將會快速的影響股價，所以成熟市場下運作的雙層股權結構所帶來的風險會較低。相反地，在較不成熟的市場，市場無法透過股價來反映公司的價值，投資人也無從區分公司之優劣，此時，將會產生誘因驅使公司的經營者和控制股東從事投機行為，畢竟市場的力量無法對他們進行懲罰。因此，成熟的市場本身就能夠透過市場力量成為保護一般投資人的利器，但是在不成熟的市場採用雙層股權結構，投資人受損的風險較高，反對制度的聲浪也會隨之提升。

⁴³⁸ Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 498.



而台灣是否屬於適合雙層股權結構機制運作的市場？根據 2019 年世界經濟論壇的全球競爭力報告⁴³⁹，全球 141 個國家中，台灣在金融系統（financial system）項目中排名第 6，公司治理項目（corporate governance）排名第 8，在市場大小項目中（market size）排名第 19，在企業活躍程度（business dynamism）排名第 20、商業化程度（commercialization）項目排名第 15，皆屬全球前段班。另依世界交易所聯合會統計數據，我國資本市場市值在國際排名第 17 名；瑞士洛桑管理學院（IMD）2020 年 6 月公布之「IMD 世界競爭力年報」中，我國股票市場市值占 GDP 比率 192.8%名列第 5，此均反映我國資本市場證券化程度及發展潛力高，資本市場表現不俗⁴⁴⁰。再加上，我國證券市場近十餘年來投資者結構之變動原以散戶自然人為主，占約 90%以上，但隨著與國際市場接軌及制度開放等措施法人投資者比重已逐漸提升。在 1990 年，我國法人在上市市場之成交值比重為 3.32%，於 2000 年時為 13.89%，於 2010 年時為 32.01%，到了 2020 年來到 37.88%，呈現逐年上升的趨勢⁴⁴¹。而上市公司之資本在 1991 年時有 56.49%來自自然人投資，到了 2020 年降至 36.4%，相反地，金融機構與投資信託基金投資的比例則由 1991 年之 5.92%上升至 2020 年之 22.62%⁴⁴²。就此，台灣市場的環境體質優良亦具競爭力，加上法人投資人比例的提升，本文認為台灣應有潛力成為適合雙層股權結構機制運作的市場。

⁴³⁹ WORLD ECON. F., THE GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT 2019, at 538-41 (2019), https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

⁴⁴⁰ 工商時報（12/30/2020），〈證交所研議放寬 IPO 條件、SPO 彈性〉，<https://ctee.com.tw/news/stocks/395044.html>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁴⁴¹ 臺灣證券交易所，〈投資人類別交易比重統計表年報〉，<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=262>（最後瀏覽日：04/18/2022）。

⁴⁴² 臺灣證券交易所，〈歷年上市公司資本來源統計表年報〉，<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=256>（最後瀏覽日：04/18/2022）。其中自然人包含本國自然人及外國自然人。非自然人則包含政府機構投資、本國金融機構投資、本國證券投資信託基金投資、本國公司法人投資、本國其他法人團體投資、僑外金融機構投資、僑外法人投資、僑外證券投資信託基金投資，而庫藏股未列入計算。



第二款 促進新創、IPO 市場轉型與競爭政策

近年台灣政府極力推動「亞洲·矽谷 2.0 推動方案」⁴⁴³，希望能夠引導資金加速新創成長，提供新創多元出場管道協助尚未獲利的新創公司進入市場；國發會亦將 107 年公司法修正允許非公發公司發行無面額股、複數表決權股、具否決權股和可轉換公司債等視為協助新創發展之措施⁴⁴⁴；2020 年金管會在研擬為中小企業有價證券的次級交易市場開設「新創板」時，也曾考慮引進同股不同權制度⁴⁴⁵，最終仍不了了之。時至今日，我國法規對於公司的股權結構安排和上市標準實過於僵化。

首先，目前能發行多元特別股類型之公司仍然有限，雖然對於規模還小的新創公司而言，複數表決權股的吸引力並不大。在創業之初，創業家與創投家以不同價格認購公司股份，透過無面額股或低面額股發行，創業家可以投入較少的資本取得極高的持股比例，而創投家則約定取得一席董事或對特定事項有否決權，因此在實務上創業家在一開始以取得複數表決權股確保控制權的需求並不顯著⁴⁴⁶。但隨著多輪募資，當創業團隊持有股份越來越低，若要進行 IPO 引入大量資金，控制權必將喪失，這也是為何雙層股權結構對於即將上市公司更具重要性⁴⁴⁷。

另外，IPO 市場的老舊化也是影響新創產業上市的因素之一。事實上全球各地都面臨了 IPO 市場萎靡的危機，且主要可歸咎於市場的過度監理⁴⁴⁸。此時科技公司將開始思考公開發行是否為必須，因為盡可能長時間保持私有化可能才最符合其利益，且公開發行已不再是公司獲得鉅額資金、高曝光度和流動性的唯一必要方

⁴⁴³ 國家發展委員會，〈亞洲·矽谷 2.0 推動方案〉，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=F5B74E2D1BE76675（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁴⁴⁴ 根據國發會報告，截至 109 年 7 月止，公司採無面額股有 1383 家、有複數表決權特別股 77 家、有對於特定事項否決權股 139 家。參見國家發展委員會，〈亞洲·矽谷 2.0 推動方案院核定本〉，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=C2B00972B2ADA711（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁴⁴⁵ 工商時報（07/13/2020），〈新創板呼之欲出 考慮開放同股不同權〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20200713000161-260202?chdtv&fbclid=IwAR16scjtRzL5eS1FrtS1yUXsP337of2UrgJF6f42lmibB7ebkCbIfSeGObs>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁴⁴⁶ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 60。

⁴⁴⁷ 朱德芳，前揭註 10，頁 181 頁。

⁴⁴⁸ E. P. M. Vermeulen，前揭註 150，頁 1113。

式，其亦可以藉由創投或私募基金籌資⁴⁴⁹。而上市及公司治法規的鬆綁，是讓成長型公司更容易進入市場的解決方式，同時也是將公司治理相關討論從重視增加股東短期價值，導向一併重視激勵公司內部長期企業家精神、創新價值的一步⁴⁵⁰。然而目前台灣的上市櫃標準仍以實收資本與淨利率兩項過時指標做為掛牌條件，但實際上以實收資本額來衡量營運規模與風險之觀念早已落伍，因為實收資本額代表股東投入的資本，充其量只能反映公司商業模式所需資金的規模，並不代表公司營業規模的大小，或是商業模式的特殊性。台灣的鄰近國家，包括香港、新加坡與日本的證券主板早以「市值」作為計算標準，也較接近一家企業商業模式規模價值的指標，更加適合作為 IPO 門檻⁴⁵¹。

根據國發會公布的台灣 9 家指標型新創企業有⁴⁵²：庫幣 (CoolBitX)、睿能創意 (Gogoro)、綠藤生機 (Greenvines)、愛卡拉 (iKala)、凱鈿 (KDAN)、酷遊天 (KKday)、果翼科技 (Pinkoi)、藝啟 (17LIVE)、九易宇軒 (91APP)。而在 2021 年 7 月金管會為了扶植新創企業籌資開設的台灣創新板和戰略新板⁴⁵³，雖於開板時宣布鎖定力求國內獨角獸公司如 Gogoro、KKBOX 在台上市⁴⁵⁴，但國內知名的新創企業中，除了 91APP 已在台掛牌上櫃外，Gogoro 在 2022 年已選擇透過 SPAC

⁴⁴⁹ 同前註，頁 1116。

⁴⁵⁰ 同前註，頁 1117。

⁴⁵¹ 林之晨、蘇怜媛，〈從近年本土網路公司 IPO，看台灣資本市場的過時〉，<https://appworks.tw/taiwan-ipo/> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵² 國家發展委員會 (04/08/2022)，精進新創發展環境推動成果，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=03C5EA68842C59E8 (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵³ 工商時報 (05/22/2020)，〈黃天牧第一把火開新創板〉，https://www.chinatimes.com/newspapers/20200522000162-260202?chdtv&fbclid=IwAR29a2G5o9JKiYPvCP7zplcYXZGYxjHZW5UYbr2a29_z7FjDcofUjdR6D3I (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵⁴ 工商時報，(12/04/2020)，〈創新板鎖定 Gogoro、KKBOX〉，https://www.chinatimes.com/newspapers/20201204000179-260202?chdtv&fbclid=IwAR3kZpg_qwdpMbd4CGI82W3hweOv0WBunndPvv97PkRmdf0YHsS84xZymBA (最後瀏覽日：07/03/2022)；工商時報 (2020/12/04)，〈創新板、戰略新板 明年 Q3 催生獨角獸〉，https://www.chinatimes.com/newspapers/20201204000179-260202?chdtv&fbclid=IwAR3kZpg_qwdpMbd4CGI82W3hweOv0WBunndPvv97PkRmdf0YHsS84xZymBA (最後瀏覽日：07/03/2022)。

方式在美國 NASDAQ 上市⁴⁵⁵，Appier(沛星互動科技)選擇在日本上市⁴⁵⁶、CoolBitX 也預計將在日本上市⁴⁵⁷，其餘仍處於觀望上市地的狀態，創新板至 2022 年 4 月始通過第一家上市案⁴⁵⁸，預計在第三季掛牌，而戰略新版目前僅有 7 家掛牌，雖然其上市標準不同於掛牌上市，採取的是市值標準，但外界仍質疑一般新創企業難以符合創新板設定上市標準⁴⁵⁹，再加上嚴格限制投資人資格，若為法人則必須是創投、基金與機構投資人，如果是自然人，則須擁有淨資產達 1 千萬元以上和最近兩年度平均所得達新臺幣一百五十萬元之條件⁴⁶⁰，創新板和戰略新版因而受到股票流動性較差的批評⁴⁶¹。在國內留不住新創公司的現況之下，主管機關應深切思考其背後之原因。

最後，若從證券交易所在全球上市地法域競爭之角度切入，進年鄰近之東亞國家如香港與新加坡之交易所，不約而同地引進雙層股權結構予新上市之公司運用，目的不外乎促進資本市場之競爭力與支持新創企業的成長⁴⁶²，而吸引更多企業願意於我國上市當然也是我國證交所的目標。進一步言之，過度嚴密之法律管制不免導致企業於該國上市之意願降低，進而使得證券市場萎縮，管制謙抑性之要求於全

⁴⁵⁵ Gogoro 新聞稿 (04/06/2022)，〈Gogoro 透過與 Poema Global 合併成為首家登上美國納斯達克交易所的台灣新創獨角獸 上市首日盤前市值達 23.3 億美元〉，<https://www.gogoro.com/tw/news/2022-04-06-gogoro-debuts-nasdaq-ggr/> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵⁶ 數位時代 (03/30/2021)，〈Appier 東京上市，盤中一度飆漲 37%！7 大關鍵數字拆解台灣獨角獸〉，<https://www.bnext.com.tw/article/62005/appier-ipo-infographic?> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵⁷ 工商時報 (10/20/2021)，〈打世界盃 日本成新創首選〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20211020000117-260202?chdtv> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵⁸ 工商時報 (04/27/2022)，〈鏖創 -KY 創新板上市案 獲證交所通過〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20220427000255-260206?chdtv&fbclid=IwAR0-PSIMb9tS0eVobZGbxEXFUxBOMzuLdI4s5E0-SANqUmdtMktzwdfLXcyI> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁵⁹ 中央社 (04/18/2022)，〈創新板乏人問津？黃天牧坦言對登板家數不滿意〉，<https://money.udn.com/money/story/5613/6248203> (最後瀏覽日：07/03/2022)；中央社 (04/16/2022)，〈獨角獸赴海外掛牌 台灣創新板持續爭取創新公司〉，<https://www.cna.com.tw/news/afe/202204160025.aspx> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁶⁰ 臺灣證券交易所，〈臺灣創新板 (TIB) 交易制度〉，<https://www.twse.com.tw/zh/page/products/tib/mechanism.html> (最後瀏覽日：06/11/2022)。

⁴⁶¹ 風傳媒 (09/27/2021)，〈台灣兩原因留不住獨角獸 Gogoro 寧赴美「借殼上市」〉，<https://www.storm.mg/lifestyle/3956760?page=2> (最後瀏覽日：06/11/2022)。

⁴⁶² 蔡昌憲，前揭註 30，頁 172。

球上市地法域競爭的重要性不言而喻⁴⁶³。我國證交法於2018年修法開放我國所有公司可發行無票面金額股，其背景亦是受到全球上市地法域競爭的改革壓力⁴⁶⁴，可以見得，漸次鬆綁管制在全球化市場下勢在必行。而台灣向來自詡為科技島嶼，而高科技公司是雙層股權結構的最大愛好者，本文認為審慎思考雙層股權之引入對於振興台灣新創IPO仍是一個重要的研究方向。

第三款 控制私益

另一個影響雙層股權結構的重要因素還有控制私益(Private Benefit of Control)在該國的程度。控制私益泛指控制股東可藉由其控制地位而獲得利益，而少數股東卻沒有得到相應的份額⁴⁶⁵，若再更進行細緻的分類，內部控制私利指的是控制股東身為公司內部人，從公司內部取得之財產、機會、資訊等有形及無形利益，而外部控制私益，指的是控制股東藉由操控股東會追求公司盈餘分派以外的利益或者自身的利益，例如員工之雇用與否與公司資金的分配，且不論是內部還是外部控制利益，只要失去控制股東之地位即無法再享有⁴⁶⁶。因此，控制私益的高低成將會與公司內部人對公司的影響、權力和資源分配相互連動⁴⁶⁷。在控制權人可享有大量私人控制私益的國家，若讓控制權人的權利更大，對一般投資人來說控制股東濫用控制權獲得私益的風險也將提升，相對地，在控制利益程度較低的國家，這樣的風險也會較低⁴⁶⁸。而在雙層股權結構下，經營者會因為掌握大部分的表決權而獲得控制權，而集中控制權的「少數控制股東結構」是否代表著會有更高的控制私益？事實上，未必全部的少數控制結構都會產生更高的代理成本，其關鍵在於控制股東是否因

⁴⁶³ 美國前SEC主委Jackson認為在美國國內證交所對於雙層股權普遍不採取任何強制性管制措施，是一種為了吸引上市而過度競爭的現象。See Gek, *supra* note 383.

⁴⁶⁴ 方嘉麟，前揭註402，頁50-52。

⁴⁶⁵ Karl Hofstetter, *One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies*, 31(3) N.C. J. INT'L L. 597, 616 (2005).

⁴⁶⁶ *Id.* at 616-19.

⁴⁶⁷ 在採用多層股權結構的國家，其控制私益的高低亦與市場上投票權之股價相關。一般而言，股票的日常交易發生在不可能獲得控制權利益的非控制股東間，所以投票權的市場價值反映了這些股東在控制權爭奪發生時的預期價格。而此也與控制權的私人利益有關。是以，若能假設控制權爭奪發生的機率，則投票權的價值就可以被用來估算控制權私人利益的大小。See Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59(2) J. FIN. 537, 542 (2004).

⁴⁶⁸ Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 499.

採取該結構而獲得鉅額的控制私益⁴⁶⁹。而公司法制的良窳對於控制私益的產生有決定性的影響力，世界上的國家有的公司治理法制較佳有的較差，而通常採取「良法」國家之企業，其控制私益較低，反之，採取「惡法」之國家其控制私益較高，企業經營的效率也較差。因為在良法國家，可以利用法律來監督控制股東之經營以防止產生過多的控制私益，且控制股份的價值超過普通股份之價值的幅度也會比起惡法國家來的低⁴⁷⁰。根據研究，目前控制私益高的國家包含奧地利、捷克、義大利、巴西和南韓等，而控制私益低的國家有澳洲、加拿大、香港、日本、新加坡、香港、英國、美國和台灣等⁴⁷¹。因此，吾人可推論，就控制私益角度切入，台灣與同樣已開放雙層股權上市之香港、新加坡等皆屬於適合採取雙層股權之國家。

第四款 完善的會計規範與雙層股權在會計上的意義

會計和審計之監管在保護大眾投資人方面也發揮了重要作用⁴⁷²。就此而言，透過提供公司和財務資訊有助於減少發行人和投資者之間的資訊不對稱，同時亦能促進投資決策。然而，由於發行人可能有不正當的動機以吸引更多的投資者而在財務文件提供不實資訊，因此需要專業的財會人員核實這些文件。再者，因為會計師和審計人員是由公司任命、支付報酬和解任，也經常為公司提供其他專業服務，因此他們與公司間也存在著明顯的利益衝突⁴⁷³。在評估對於投資人的保護程度時，會計師對公司內部的獨立性和面臨利益衝突時的可信度就有其重要性。在對會計師的獨立性和資格有更嚴格規定的國家，以及對財務報告有更全面規定的國家，投資人將享有更高的保護。在這種情況下，開放雙層股權結構的風險就會降低。而我國

⁴⁶⁹ 王文字，前揭註 21，頁 14。

⁴⁷⁰ 同前註，頁 15。

⁴⁷¹ Dyck & Zingales, *supra* note 467, at 550. 該研究指出總如果樣本數中的每個國家權重相同，平均控制權溢價為 14%，如果每個觀察值的權重相同，則為 10%。在 39 個樣本國家中，研究發現有 10 個國家的控制權溢價超過了股份價值的 25%。這些高控制私益的國家包括阿根廷、奧地利、哥倫比亞、捷克、以色列、義大利、墨西哥、土耳其和委內瑞拉（其中巴西的估計值最高，為 65%）；而有 14 個國家控制私益是股份價值得 3% 或更少，這些低控制私益的國家包括澳大利亞、加拿大、芬蘭；法國、香港、日本、荷蘭、紐西蘭、挪威、新加坡、南非、英國、美國和台灣。

⁴⁷² Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 501.

⁴⁷³ See generally Martin Gelter & Aurelio Gurrea-Martínez, *Addressing the Auditor Independence Puzzle: Regulatory Models and Proposal for Reform*, 53 VAND. J. TRANSNAT'L L. 787 (2020).

審計監理機關為金融監督管理委員會，根據 109 年之審計監理報告，金管會依照審計品質指標 (Audit Quality Indicators, AQIs)，根據專業性和獨立性來評估我國審計品質，但似乎目前國內實務之運作尚難與國際指標來配合評估國內審計品質之良窳⁴⁷⁴。

另外，在會計上，採用雙層股權結構發行特別股對於公司的意義為何？特別股在法律形式上，雖名為公司股份，但實際上可能會因其發行條件所約定之權利義務內容，而使性質可能偏向負債而非權益⁴⁷⁵，特別股和公司債兩種籌資工具的差別在於因為特別股在法律上屬於股份，故經營者在股利發放的決策上，仍有一定的轉圜餘地，可選擇在財務困難時不發放而不構成違約；而負債融資則無此轉圜餘地。但是負債融資的優點在於公司承擔的利息費用具有稅盾 (tax shield)⁴⁷⁶的效果，而特別股融資則無⁴⁷⁷，因此，公司在做出籌資決策之際，就必須衡量特別股融資和負債融資的利弊得失。相對於普通股股東，限制無表決權股和無表決權股特別股股東以犧牲對公司之控制權，換取對於報酬或清算資產較優先之請求權利，而類似於公司債，而複數表決權股則偏向股份屬於股東權益性質，就此而言或許發行複數表決權股對於經營者而言，在財報上負債會顯得比選擇發行無表決權股或限制表決權股來得低。在實務上，我國公司發行特別股的情況並不興盛，且發行特別股之公發公司以金融業為主，發行目的多以提高公司之資本適足率和擴充營利資金⁴⁷⁸。而非金融業發行特別股之目的不外乎以償還銀行借款以及改善財務結構。對於投資人而言，特別股因為較普通股冷門。特別股市場流通資訊較慢，市場成熟度也不足，流

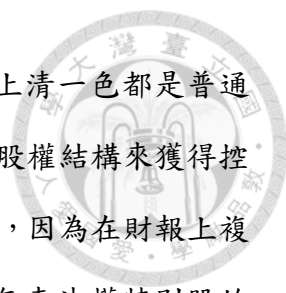
⁴⁷⁴ 金融監督管理委員會 (2021)，《109 年度審計監理報告》，[https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/109%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E5%AF%A9%E8%A8%88%E7%9B%A3%E7%90%86%E5%A0%B1%E5%91%8A\(Final\).pdf](https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/109%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E5%AF%A9%E8%A8%88%E7%9B%A3%E7%90%86%E5%A0%B1%E5%91%8A(Final).pdf) (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁴⁷⁵ 張芩瑜 (2008)，《特別股制度問題之探討-法律與會計之交錯》，頁 58，國立臺北大學法律研究所碩士論文。

⁴⁷⁶ 稅盾 (tax shield) 指的是可以避免或減少企業賦稅的工具或方法，而債務融資的利息屬於免稅支出，所以會產生稅盾的效果。參見 MBA 智庫百科，〈稅盾〉，<https://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%A8%8E%E7%9B%BE> (最後瀏覽日：04/22/2022)。

⁴⁷⁷ 謝明展，前揭註 414，頁 31。

⁴⁷⁸ 同前註，頁 28。



動性也不如普通股⁴⁷⁹。因此投資人在認購特別股時也會因市場上清一色都是普通股，對特別股不熟悉而須多加考量。就此，若經營者要採用雙層股權結構來獲得控制權，以賦予特定人複數表決權特別股的方式，或許會更為容易，因為在財報上複數表決權股將被認為權益而非負債，另外以賦予一般投資人無表決權特別股的方式來架構雙層股權，也可能會較難受到國內投資人的青睞和熱烈歡迎。

第五款 與現行公司法制的矛盾

該國的公司法制是否能與雙層股權結構相輔相成亦是判斷是否引進此機制的因素之一。然而，雙層股權結構在我國公司法制下的運作，將會碰上許多考驗，尤其在我國尚待開發的特別股法制下存在了許多不明確的灰色地帶：

第一目 現有雙層股權公司上市成本高昂

不論是 2015 年開放發行複數表決權股的閉鎖性公司或者是 2018 年解禁的非公發公司，在公司逐漸擴大之後都可能面臨是否應該轉為公發公司之兩難。立法之初，將複數表決權特別股視為閉鎖性公司之常態，與一般股份有限公司一股一表決權原則相互抵觸，而閉鎖性公司專節未有規定時，仍適用一般股份有限公司之規定。就此，採用閉鎖性型態之新創公司在起步穩定後有意擴大公司之規模，並引進外部投資人成為上市公司時，該公司原本發行之複數表決權特別股將何去何從？現行法下，公發公司並無發行複數表決權股之規定，仍應遵循一股一表決權原則，此時閉鎖性公司欲轉為公發公司，除需先經股東會特別決議通過（公司法第 356 條之 13），又因現行法不許公發公司發行複數表決權特別股，公司章程「得發行複數表決權特別股」相關記載即違反公司法第 157 條第 3 項第 1 款之強行規定，歸於無效（參照民法第 71 條）⁴⁸⁰，而原有複數表決權特別股即應回復到一股一權普通股狀態，發行複數表決權股之一般股份有限公司在上市時當然也會面臨同樣的情況。至於複數表決權股的消滅是否屬於公司法第 159 條第 1 項規定：「公司已發行特別

⁴⁷⁹ 張苓瑜，前揭註 475，頁 67。

⁴⁸⁰ 姚志明（2020），〈公司法修正後——公開發行股票股份有限公司章程記載發行複數表決權特別股之效力〉，《月旦法學教室》，218 期，頁 31。

股者，其章程之變更如有損害特別股股東之權利時，除應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議為之外，並應經特別股股東會之決議。」中基於「章程之變更」而有損「特別股股東之權利」⁴⁸¹，需經特別股股東決議之通過使得變更之適用？此爭點在解釋上仍有疑義，因為這種情況亦可解釋為此時特別股之消滅係因為「法律規定」而非「章程之變更」⁴⁸²。又或者應如何認定有無「損害」特別股股東權利？假設公司閉鎖時複數表決權特別股股東因轉為一般公司而獲分配盈餘分派優惠之特別股，如此一來是否構成「損害」⁴⁸³？另外，新創公司之經營者在考慮是否要上市時，也會陷入究竟要維持非上市以保留複數表決權股維持控制權，抑或選擇上市向外部投資人募資以擴大規模放棄控制權之困境。總而言之，我國新創公司如考慮進入公開發行階段，在現行規範下無法繼續使用複數表決權股，而需轉換回一股一權，且又須考慮高昂的訊息成本、協商成本、法規遵循成本、決策成本等（像是股東需事先約定上市後持有之特別股應轉換為多少普通股的協商成本），此與新創事業期望在國內設立公司以節省交易成本大相逕庭，將會使得複數表決權股未來在新創事業上之實用性難如立法者所預期⁴⁸⁴。

第二目 定足數計算方法架空複數表決權作用

我國定足數之計算方法，係以「已發行股份總數」為基準計算股東會出席門檻，此為國內學者詬病已久之問題⁴⁸⁵。因為無論是閉鎖性公司或者一般股份有限公司，


⁴⁸¹ 依最高法院七十二年度台上字第八〇八號判決之見解，即認為公司法第一五九條第一項規定中所謂「特別股股東之權利」，應係指優先權利而言。例如若公司修改章程，擬規定優先股股東，如自願放棄優先權利時，得隨時向公司申請辦理改為普通股，此種修正並無損害原優先股股東之權益，若別無其他損害原特別股股東權利條款時，尚非屬公司法第一五九條第一項須經特別股股東會決議之事項；反之，學者有認為為充分發揮公司法第一五九條保障特別股股東權益之功能，似不宜作如此限縮之解釋，而應解為只要特別股股東權益受到章程變更之損害（甚至在有受損害之虞），即應受到保障。參見王志誠（2009），〈股東之新股認購權〉，《月旦法學教室》，77期，頁32。

⁴⁸² 廖秀忠，前揭註34，頁84。

⁴⁸³ 方嘉麟、林郁馨，前揭註22，頁57。

⁴⁸⁴ 胡韶雯（2019），〈家族傳承之股權安排——以公司法特別股之多元化為中心〉，《財產法暨經濟法》，55期，頁54。

⁴⁸⁵ 方嘉麟、林郁馨，前揭註22，頁55-56；方嘉麟，前揭註394，頁28。



依照現行公司法第 174 條，普通決議應有代表「已發行股份總數」過半數股東出席⁴⁸⁶，而特別決議，原則上應有代表已發行股份總數三分之二以上的股東出席。此般規定誠然未考量到複數表決權特別股與一般普通股份性質上的不同，「已發行股份總數計算」的問題涉及到的面向寬廣，不論是公司法第 13 條轉投資、第 185 條的重大行為決議、第 199 條董事決議解任，第 240 條新股費派股息和紅利、第 277 條變更章程、第 316 條公司解散、分割合併等公司重要決策都會受到影響，若在這些議案之中複數表決權股股東雖掌握多數表決權，仍須依靠一般普通股股東之出席始能順利開會表決，此時複數表決權股東可能遭到普通股股東杯葛以不出席之方式導致流會，而複數表決權的效果也因無會可投票被架空，終致採用雙層股權結構鞏固控制權之用意破壞殆盡⁴⁸⁷。而我國實務及學說向來見解認為公司僅得以章程規定提高定足數之要求，不得將之降低⁴⁸⁸，故發行複數表決權股之公司，亦不得藉由修改章程來彌補這個漏洞⁴⁸⁹。就此，在計算股東會決議之定足數部分，公司法應盡速將「已發行股份總數」之基準，改為「已發行表決權總數」，始能達成允許複數表決權股發行之用意。

另外，我國公司法關係企業專章下第 369 條之 2 第 1 項規定一公司只要持有超過他公司「有表決權之股份總數」半數者，即擬制該公司為控制公司，其效果依照第 179 條，在他公司所持有之股份將變成無表決權，此規定亦未考慮到他公司可能有發行複數表決權股⁴⁹⁰，此時即使持有「有表決權之股份總數」半數，亦可能無法實質控制該公司，而所持有之表決權股份又歸於無表決權之情況。

⁴⁸⁶ 〈閉鎖性公司專區常用問答〉，前揭註 395，Q6.6：某發行具複數表決權股份之閉鎖性股份有限公司，依公司法之董事總選舉權數及公司已發行股份總數計算方式？經濟部回答：公司法第 174 條規定：「股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，……。」準此，計算股東會開會門檻「已發行股份總數」與表決門檻「表決權數」係屬二事。

⁴⁸⁷ 胡韶雯，前揭註 484，頁 57。

⁴⁸⁸ 王志誠(2014)，〈章程調高或降低公司機關決議門檻之效力〉，《台灣法學雜誌》，246 期，頁 119-124；洪秀芬(2012)，〈章程得記載事項及章程變更登記之效力：從高等法院一〇〇年度上字第七七六號民事判決思考起〉，《月旦裁判時報》，18 期，頁 58-67。

⁴⁸⁹ 同樣地，持有公司法第 157 條第 1 項第 4 款的具有否決權特別股之股東，亦會因現行法定足數之計算，面臨一般普通股股東不出席開會，而無會可行使否決權的窘境。

⁴⁹⁰ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 55-56。



第三目 董事優位主義和累積投票制

公司法第 157 條下的複數表決權股和對於特定事項的否決權股，依據主管機關解釋，在否決權股的部分，否決權行使之範圍僅限於股東可決議事項⁴⁹¹，且不得對董事選舉之結果行使否決權。但是在我國公司法逐漸傾向採取董事會優位原則的情況下⁴⁹²，股東會得決議事項寥寥可數，倘若某事項不須股東會決議通過，可逕由董事會決議行之，則否決權即無用武之地⁴⁹³。另一方面，複數表決權股在法條和主管機關解釋之下，雖不須限於特定事項具有複數表決權⁴⁹⁴，但可行使之範圍按照主觀機關見解應仍限於股東可決議事項，且依第 157 條第 2 項規定於監察人選舉時必須回歸一表決權。倘若是無須經股東會通過可逕行依董事會決議之事項，則複數表決權股則無用武之地⁴⁹⁵。

縱然我國股東可決議事項並不多的前提下複數表決權的控制權範圍有限，但是在雙層股權結構下，複數表決權股之持有者有極大可能在董事會掌握多數席次。

⁴⁹¹ 經濟部(108)經商字第 10702430970 號函（具否決權特別股行使否決權之範圍及時間）：「一、按 107 年 11 月 1 日施行之公司法第 157 條第 1 項第 4 款及第 3 項規定，非公開發行股票之公司得發行「對於特定事項具否決權特別股」，並應於章程中載明，先為敘明。對於特定事項具否決權之特別股股東，於行使否決權時，應以股東會所得決議之事項為限；依法屬於董事會決議之事項，例如：經理人之委任、解任及報酬（公司法第 29 條第 1 項第 3 款），則不得行使否決權。又特別股股東對於「董事選舉之結果」，亦不得行使否決權，以維持公司之正常運作。二、特別股股東針對特定事項行使否決權時，應於討論該事項之股東會中行使，以避免法律關係懸而未決。縱使特別股發行條件另有約定「得於股東會後行使」，亦宜限於該次股東會後合理期間內行使，以使法律關係早日確定。具體個案如有爭執，允屬司法機關認事用法範疇。」

⁴⁹² 我國最典型的董事會優位主義，可見公司法第 202 條有關董事會權限之規定。依據第 202 條，除了公司法或公司章程規定應由股東會決議之事項外，公司所有業務執行權由董事會決議之。且依經濟部(100)經商字第 10002403260 號函，公司法明定由董事會決議之事項，倘公司章程規定應由股東會決議，應認為其與公司法規定不符，此解釋亦傾向採取董事會優位主義。

⁴⁹³ 方嘉麟，前揭註 402，頁 84。

⁴⁹⁴ 經濟部(109)經商字第 10902421340 號函（非公開發行公司複數表決權特別股相關疑義）：「一、按 107 年 11 月 1 日施行之公司法第 157 條修正，增訂非公開發行股票之公司得發行多元種類之特別股，係為提供公司更多樣化之特別股及自治空間，以符企業需要。又公司法第 157 條第 1 項第 4 款規定，公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：「……複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股。」是以，立法上既許就特定事項發行具否決權之特別股，依舉重以明輕之法理，尚無限制發行就特定事項具複數表決權，或排除特定事項具複數表決權之特別股，惟事涉特別股股東之權利義務事項，自應於章程中訂明。二、另倘為閉鎖性股份有限公司，仍請參照上開說明。」按此函釋之解釋可推論特別股可以限制僅就特定事項具複數表決權，也可不限於特定事項。

⁴⁹⁵ 事實上，閉鎖公司專節最初草案有意允許閉鎖公司全面改變權力配置，採股東會優位原則，或將特定事項決定權限交由股東會為之，甚至認章程亦可廢除監察人的設置（特別是當股東會直接負責業務決策，監察人自無可能監督股東會），但最終法案並未採納。參方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 59。

因我國一般股份有限公司採強制累積投票制度，若允許複數表決權特別股之發行，特別股股東較普通股股東在董監選舉時自然享有更多的選舉權⁴⁹⁶，這也會使特別股股東在董監選舉時擁有更大的優勢⁴⁹⁷，然而這與我國採用累積投票制之立法目的在於彰顯比例代表制，以保護少數派股東的精神相互抵觸。在累積投票制下，只要持有相當比例之股份，就可以在董事會中取得相當比例的董事⁴⁹⁸，但藉由複數表決權架構的雙層股權導致高表決權股持有者持股比例不高卻能享有更多的選舉權，將可能減弱累積投票的效果⁴⁹⁹。有論者認為，累積投票制在我國原則上仍屬強行規範，但不代表特別股的發行與之相悖，甚至可以說立法者其實有意讓企業在發行特別股作為強行規定之例外⁵⁰⁰。許多學者亦質疑採取累積投票制是否能真的達到保障少數股東當選董監事之目的，或建議改為任意規定⁵⁰¹。且是否能當選董監尚牽涉董監事應選席次多寡、各股東持股比率等情況而異，不可一概認為累積投票制下有席次保障之絕對⁵⁰²。因此複數表決權之發行與累積投票制之衝突應回歸少數股東是否受壓迫而加以檢視。雖然在 2018 年修法時，為使閉鎖性公司選舉方式更加彈性，依據第 356 條之 3 第 7 項，在股東會選任董事及監察人時，累積投票制為預設的任意規定，公司可於章程中選擇不適用累積投票制，但是一般非公發公司和公發公司依舊採行強制累積投票制。因此在現行法下，目前不論是以開放發行複數表決權特別股的非公發公司，或是未來有機會開放的公發公司，採用雙層股權的同時將與公司法制中的強制累積投票制產生制度上的衝突。

⁴⁹⁶ 按照經濟部說明：倘某公司發行股數共 10 股，分為普通股 8 股及甲種特別股 2 股，章程中規定甲種特別股於普通股股東會之表決權每股 10 權。其召開股東會選舉 3 席董事時，總選舉權數為 84 權（ $8*3+2*10*3=84$ ）。此結果導致雖然普通股股東股數較多，但其選舉權僅有 24 個，相較之下，股數較少的複數表決權特別股股東將享 30 個選舉權。

⁴⁹⁷ 方嘉麟、曾宛如（2018），〈強化公司治理〉，《月旦法學雜誌》，275 期，頁 29。

⁴⁹⁸ 邵慶平，前揭註 389，頁 84。

⁴⁹⁹ 蔡昌憲（2007），〈企業自治之逆流？擺盪於強行規定與任意規定間之累積投票制〉，《月旦財經法雜誌》，8 期，頁 36。

⁵⁰⁰ 林照智，前揭註 396，頁 66。

⁵⁰¹ 林仁光（2012），〈2011 年公司法與證券交易法發展回顧：公司治理之強化〉，《臺大法學論叢》，41 卷特刊，頁 1611；邵慶平（2019），〈實力派股東本位公司法制的實踐、衝突與改革：以股東會決議爭議為中心〉，《臺大法學論叢》，48 卷 1 期，頁 367。

⁵⁰² 曾宛如（2020），〈論股東表決權拘束契約之界限——評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決及臺灣高等法院 108 年度上更一字第 77 號民事判決〉，《裁判時報》，101 期，頁 62。



第四目 新股認購權與控制權稀釋

雙層股權結構下的複數表決權股多於首次公開發行時發行，在上市之後，透過股東會決議修改章程並經過股東同意發行的複數表決權股，則屬於公司上市後的資本結構重組或者再次發行⁵⁰³，而上市後的資本重組和再次發行在多數允許雙層股權的國家都遭到禁止，因此本文在雙層股權結構下所指的複數表決權特別股，僅限於首次發行，在此應先敘明。依照我國公司法第 267 條第 3 項，公司在增資發行新股時，需保證原股東的新股認購權，以避免股東之持股比例因增資而被稀釋。在我國法下員工及股東之新股認購權，皆屬強制規定，公司不論發行普通股或特別股時⁵⁰⁴，都應踐行前開規定之程序，且股東所享有之新股認購權，性質上為股東依法享有之固有權及自益權，不得以章程或股東會決議限制或剝奪⁵⁰⁵⁵⁰⁶。但賦予優先認購權，在某程度上勢必增加新股發行的程序，而延遲增資速度⁵⁰⁷，因此在 2015 年修訂公司法閉鎖性公司專章時，為使公司在股權安排更具彈性，在第 356 條之 12 排除了股東新股認購權之規定。事實上，是否肯認股東具優先認購權為政策上的抉擇，無分對錯，美國和歐盟就採取不同的思維⁵⁰⁸：美國德拉瓦州採取完全授權資本制度，但股東沒有優先認購權，換言之該州並不認為維持持股比例為股東固有權利，

⁵⁰³ 參見本論文第二章第一節第四項。

⁵⁰⁴ 經濟部(78)商 213900 號函(公司發行特別股員工仍享有認購權)：「按公司法第 267 條第 1 項關於員工新股認購權之規定，並不以公司發行普通股為限，公司發行特別股者，亦有其適用。故發行新股中同時有普通股與特別股時，仍應各按其所占發行新股股份之比例，依前揭規定由員工承購之，公司不得以決議限制員工承購之股份種類。」

⁵⁰⁵ 經濟部(80)商 206033 號函(股東依法享有新股優先認購權不得以章程限制之)：「按公司法第 267 條第 3 項規定「公司發行新股時，除依前二項保留者外，應公告及通知原有股東，按照原有股份比例儘先分認，並聲明逾期不認購者，喪失其權利。」此乃股東依法享有之新股優先認購權，自不得以章程或股東會之決議剝奪或限制之。是以公司非依前開規定於發行新股時公告通知並聲明原股東逾期不認購者，喪失其權利，且股東未在新股認購期間內認購者，對股東不生失權效果(即不喪失新股優先認購權)。」

⁵⁰⁶ 但美國德拉瓦州一般公司法(Delaware General Corporation Law)之規定，該州公司法中，原有股東優先認股權並非屬於股東之固有權，而係於公司章程有特別規定時，原有股東始依照章程之規定有優先認股權，此與我國原有股東優先認股權之性質不同。參見林國彬(2020)，〈原有股東優先認股權與特別股權利之問題〉，《月旦法學教室》，210 期，頁 57。

⁵⁰⁷ 新股認購權之功能以及認股權憑證、附認股權特別股、附認股權公司債等手段，亦可視為另一種型態的防禦併購手段。因為公司可藉由此類股份或債券的發行，在敵意併購時，享有認購權或轉換權之人立即行使權利要求新股核發，稀釋敵意併購者之持股比例，提高併購成本。參見黃銘傑，前揭註 432，頁 339。

⁵⁰⁸ 方嘉麟，前揭註 402，頁 48。

此與我國法不同。另一方面，歐盟規定發行新股原則須股東會決議，除非章程或股東會於一定額度內授權董事會發行，期間不得逾五年；或為滿足選擇權或可轉換證券亦可授權董事會。倘現金增資發行新股，既有股東有優先認購權，優先認購之免除須由經營階層提報告陳明免除理由且經股東會特別決議⁵⁰⁹。學者認為，我國在政策上越來越傾向賦予董事會權利，若認為還有必要保留股東優先認購權設計，就不宜認為違法增資之效果仍為有效，並應檢討股東優先認購之例外規定⁵¹⁰。

由於雙層股權結構下的複數表決權特別股，僅限於首次公開發行時發行，無法在嗣後再次發行，加上優先認購權在我國公司法上有許多例外⁵¹¹，有意迴避新股認購權者，極易在現存例外中找到管道⁵¹²，且即便董事會違反強制規定，未讓股東優先認購逕行增資，學說及實務上也有認為股東新股認購權規定為取締規定，若新股已發行完畢，股東僅得就所受損害請求公司負損害賠償責任，而不能向認購新股之第三人主張權利，亦不能主張發行新股無效⁵¹³。但排除新股認購權之實施，勢必影響控制股東的勢力與持股比例，且特別股股東優先認購之股份有可能為普通股，持有複數表決權特別股的經營者其表決權比例將逐漸被稀釋，所以優先認購權對於原有複數表決權特別股股東難以發揮保障表決權比例之功用。且我國反稀釋條款並未明定於公司法⁵¹⁴，使得經營者在一開始未必能夠在章程中加入反稀釋條款，而公司法對於影響特別股權益之行動，僅限於「章程之變更」始須經特別股股東會之決議（公司法第 159 條第 1 項）。如此一來，複數表決權股持有者必須在上市時設計表決權之分配，以盡可能掌握董事會始能避免控制權遭到大量削弱的命運。順帶

⁵⁰⁹ 同前註，頁 57，註腳 15。

⁵¹⁰ 林國彬，前揭註 506，頁 60。

⁵¹¹ 像是在證券交易法第 28 條之 1，使公開發行公司於現金發行新股時，得以大幅限縮新股認購權的適用；公司法第 156 條允許董事會可以特別決議發行新股與他公司進行股份交換；證券交易法第 43 條之 6 以下之私募制度，使公開發行公司得向特定人進行股份之私募，而這兩種情形均明文排除新股認購權之適用。參見邵慶平，前揭註 501，頁 370。

⁵¹² 同前註，頁 370。

⁵¹³ 參見最高法院 103 年台上字第 1681 號判決；江朝聖（2014），〈公司法關於股東新股認購權是「取締規定」？／最高法院 103 台上 1681 判決〉，《台灣法學雜誌》，262 期，頁 192。

⁵¹⁴ 方嘉麟，前揭註 402，頁 49。

一提，即便掌握董事會，雙層股權資本重組和再次發行的完全禁止，也會限制公司融資的管道，因為持有高表決權股的經營者在透過新股發行融資對公司最為有利的情况下，面臨是否要稀釋自己的控制權，此時他很可能選擇放棄此機會或採用最佳的融資方式⁵¹⁵，除非我國的新股認購權制度，可以建立更明確的或承認保障複數表決權特別股股東的等比例配股方式，意指公司將新發行的高表決股根據所有股東現有的持股比例先進行分配，且該分配行為本身不會影響公司中股東表決權的分佈狀態。

第五目 特別股收回制度使控制權的期限存在隱憂

我國公司法第 158 條設有特別股收回制度之規定⁵¹⁶。在學理上，有學者認為特別股於我國公司法為股東平等原則之例外，預設只是一種暫時的存在，收回與否係公司之權利，而非特別股股東之權利，公司亦無收回之義務⁵¹⁷，且在公司法上特別股之買回限制較普通股少，原則上只需要董事會決議，未如公司法第 167 條之 1 普通股買回存在有目的、股數與資金來源等限制。然而，經濟部函釋曾強調：「公司發行及收回特別股，係公司與特別股股東間權利義務事項，應回歸當事人間之約定處理⁵¹⁸。」，臺灣高等法院 103 年度重上字第 1039 號民事判決亦有類似見解：「公司收回特別股事項，可於『章程中規定』或『與特別股股東約定』收回特別股之期限及條件，難認專屬公司之權利，特別股股東無請求之權利。從而。被上訴人徒以公司法第 158 條規定『得』收回為由，主張：收回特別股為公司自己選擇之權利，

⁵¹⁵ 沈駿峰，前揭註 134，頁 838。

⁵¹⁶ 公司法第 158 條：「公司發行之特別股，得收回之。但不得損害特別股股東按照章程應有之權利。」

⁵¹⁷ 劉連煜（2012），《現代公司法》，八版，頁 223，新學林。

⁵¹⁸ 經濟部(100)經商字第 10002420340 號函（公司章程如對收回特別股另有規定者，應從其規定）：「一、按 100 年 6 月 29 日總統令公布修正之公司法第 158 條，其修正理由係基於公司收回發行之特別股，僅得以盈餘或發行新股所得股款收回，尚不得以法條所列舉者以外之其他款項收回。此種限制，對企業之財務運用，欠缺彈性；又公司以何種財源收回特別股，允屬公司內部自治事項，宜由公司自行決定，毋庸以法律限制之，以利公司彈性運用，爰刪除「以盈餘或發行新股所得之股款」等文字。是以，依修正後規定，公司以何種財源收回特別股並無限制，惟公司章程如對收回特別股另有規定者，自應從其規定。二、又公司發行及收回特別股，係公司與特別股股東間權利義務事項，應回歸當事人間之約定處理。如有爭議，允屬司法機關認事用法範疇。」

非於特別股股東請求時負有收回義務云云，洵非可取。」但是，對於持有複數表決權股之經營者，倘若公司在「章程中未規定」或「未與特別股股東約定」收回特別股之期限及條件，且公司可片面收回複數表決權特別股時，勢必會衝擊原先公司內部控制權之安排，另外，應如何解釋「不損害特別股股東按照章程應有之權利」，恐易衍生爭議⁵¹⁹，若特別股持有者未掌握董事會，其控制權存在之期限亦可能產生隱憂。

而本文在第四章介紹之日落條款制度，亦可視為藉由章程讓股東與公司間得以在事前約定的「特別股收回條款」，日落條款中約定以特定期限或特定條件發生時，將高表決權股自動轉換為普通表決權股。但與公司法第 158 條特別股收回制度不同的是，該條未明文特別股收回後應如何處置，但一般認為應予銷除而不得再行出售，且屬於法定減資的一種⁵²⁰。因此日落條款的特別股收回結果與公司法第 158 條下的特別股收回制度並不相同，但日落條款「事前約定特別股權益結束的期限條件」之特性，有助於緩解現有收回制度的缺失所帶來的控制權不確定性風險。

第六款 股東救濟制度

保護一般投資大眾的法律大多來自於一個國家的公司法和證券交易法，因此雙層股權結構是否適用於該市場，或者在該市場適用後風險會有多大，可以透過分析該國的公司法和證券交易法得知其該國對於弱勢股東的保護程度⁵²¹。而控制股東可能濫用其控制權的行為態樣主要能分成三種，一種為控制股東可能做出損及公司利益但有益於自身利益的經營策略，另一種為不當擴充經營規模，選擇不分派或限制盈餘分派額度，最後一種為抵抗經營權的移轉，即便移轉對公司價值提升有利⁵²²。一般而言，在公司法上，對於股東的保護機制有股東代表訴訟、強制性資訊揭露、對弱勢股東壓迫行為的救濟（oppression remedies）、股東對重大交易的同意

⁵¹⁹ 胡韶雯，前揭註 484，頁 58。

⁵²⁰ 經濟部(100)經商字第 10002118440 號函：「按公司法第 158 條規定之特別股收回屬法定減資事由，無須依第 168 條規定經股東會決議減少資本。」

⁵²¹ Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 499.

⁵²² 黃銘傑，前揭註 5，頁 10。



權以及獨立董事制度等；在證券交易法的設計上，為了鼓勵上市，有的國家可能會透過降低資訊揭露要求來減輕公司的監督成本，但若如此，缺乏足夠資訊少數股東所受到的保護程度也會隨之降低。

第一目 普通股股東的保護

首先，資訊揭露之規定可作為控制權濫用的偵測手段。在台灣，有關資訊揭露之規定可見公司法第 206 條有關關係人交易的揭露防止控制股東藉由擔任內部人為利益輸送行為；第 103 條第三款，特別股之種類非經載明於章程不生效力；第 393 條第八款規定主管機關亦應公開公司有無複數表決權特別股。惟揭露之章程具體內容，如特別股發行之情況、種類和條件等，一般民眾仍須向主觀機關付費申請查閱或抄錄，未能於公開網站中知悉。

至於普通股股東可尋求救濟之請求基礎，在台灣可供運用者其實相當有限。在美國公司法制下基於信賴義務觀點，大股東對其他股東負有信賴義務，若有違反信賴義務之行為，少數股東除可請求禁制令、損害賠償或收買股份外，亦可聲請法院解散公司。在英國法制下，法院宣示大股東基於衡平理念須以「善意」(bona fide) 為公司整體利益。就此，相較於，美、英二國法院於法院實務運作中積極發展出各種法理以保護少數股東權利及利益，此現象鮮見於臺灣法院實務中，因此學者認為台灣法院應將股東平等原則在具體個案中適用，以保護少數股東，將之作為公司治理之利器⁵²³。目前普通股股通可能的救濟途徑，係當特別股股東藉由黃金股、複數表決權特別股及當選一定董監席次特別股濫用控制權，使得決策結果侵害普通股股東權益核心時，普通股股東得依公司法第 191 條主張決議違反法令或章程及民法 72 條提起確認股東會決議無效之訴。過去實務見解⁵²⁴亦有認為多數股東濫用資本多數決修改章程關於盈餘分派之規則，導致小股東依法得分派股息及紅利之權

⁵²³ 黃銘傑，前揭註 5，頁 18-21。

⁵²⁴ 臺灣桃園地方法院 93 年度訴字第 1081 號判決，該案高等法院亦同此見解，參見臺灣高等法院 94 年度上字第 194 號判決；林郁馨（2014），〈閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障〉，《月旦法學雜誌》，231 期，頁 150。

利受到損害者，由於股東之盈餘分派請求權係股東權之核心，不僅侵害憲法對於財產權之保障，亦將「使股份有限公司取得資金藉以進行市場經濟之交易及競爭之立法目的無法達成，而違反公司法所欲建立之市場經濟秩序。」認為與公共秩序有違，而宣告決議無效，但遺憾的是法院並未將此判斷原則明確化供後續案例依循⁵²⁵；再者，若特別股股東長期侵害普通股股東，針對每一次決議都需提起訴訟並不實際且訴訟負擔過重⁵²⁶。而公司法第 11 條第 1 項所規定之裁定解散，僅限於「公司之經營，有顯著困難或重大損害時」，並不涵蓋不公平壓迫之情況⁵²⁷。另一方面，我國亦未如美國提供少數股東得向法院請求解散公司訴權或強制其他股東或公司買回股份之救濟途徑。

雖然我國公司法第 23 條第 1 項課與董事受託義務，但僅有在控制股東同時為董事時可能成立，並不存在控制股東對少數股東的受託義務。且依同法，董監事及經理人等公司負責人，僅對「公司」負忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，也僅需對公司損害。若經營者未盡受託義務致股東受有損害，依公司法第 23 條第 1 項，負責人對受損害之股東並無損害賠償責任。另外，依同條第 2 項規定，公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對「他人」應與公司負連帶賠償之責，此處所稱「他人」是否包括「公司之股東」？最高法院 96 年度台上字第 186 號判決謂：「按公司負責人執行公司之業務，如有違反法令之行為，致他人『直接』受有損害，公司負責人應與公司負連帶損害賠償責任，該他人究係股東或係股東以外之第三人，均非所問，此觀之公司法第 23 條第 2 項規定自明。」就此而言，可以說最高法院認為若有致股東「直接」受有損害則可依該規定向負責人求償。然而究竟何謂「直接」或「間接」損害？負責人違反受託義務時，通常受直接損害者為「公司」，股東如因股價下跌受到財產上損害，至多只能屬於「間接」損害，此時股東縱依最高法院之見解，亦難依循

⁵²⁵ 林郁馨，前揭註 524，頁 150。

⁵²⁶ 林照智，前揭註 396，頁 161。

⁵²⁷ 林郁馨，前揭註 524，頁 151。


本項規定向濫用控制權之負責人求償⁵²⁸。因此，在缺乏積極解決少數普通股股東救濟途徑之情況下，我國立法者應思考在開放非公發公司發行複數表決權或未來進一步開放至公發公司時，應如何提供更有實益的救濟管道。

第二目 救濟程序與司法審查

司法能否為少數股東提供救濟，可以觀察該國的民事訴訟程序及集體訴訟法制。如果該國對起訴者設定了較高起訴門檻或較高的舉證責任，那麼內部人投機行為的風險就會更高，相比之下，如果不對原告施加高度門檻或者該國提供促進集體訴訟的法制，那麼大眾投資人將受到更多的保護，允許使用雙層股權結構的風險也會降低。在雙層股權結構之下，普通股股東應該如何監控董事（此時特別股股東通常擔任公司董事）執行業務之適法性，在手段上，有股東會決議解任不適任董事之方式（公司法第 199 條第 1 項）、股東向董事或董事會行使不法行為制止請求權之方式（公司法第 194 條）、股東向法院申請選派檢查人檢查公司業務或財普通股股東欲向公司或控制股東提起訴訟之方式（公司法第 245 條第 1 項）等。若未及事前制止董事之不當行為，股東僅能透過訴訟一途尋求賠償，現行公司法賦予股東會提訴請求權（公司法第 212 條、第 213 條）以及股東代表訴訟制度（公司法第 214 條、第 215 條），另亦可依據投保法第 10 條之 1 經由投保中心代表股東以書面請求公司之監察人或董事會為公司對董事或監察人提起訴訟，或者是訴請法院裁判解任公司之董事或監察人⁵²⁹。

⁵²⁸ 胡韶雯，前揭註 484，頁 63-64。

⁵²⁹ 證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）第 10 條之 1 第 1 項第 1 款：「保護機構辦理前條第一項業務，發現上市、上櫃或興櫃公司之董事或監察人，有證券交易法第一百五十五條、第一百五十七條之一或期貨交易法第一百零六條至第一百零八條規定之情事，或執行業務有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，得依下列規定辦理：一、以書面請求公司之監察人為公司對董事提起訴訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴訟，或請求公司對已卸任之董事或監察人提起訴訟。監察人、董事會或公司自保護機構請求之日起三十日內不提起訴訟時，保護機構得為公司提起訴訟，不受公司法第二百十四條及第二百零七條準用第二百十四條之限制。二、訴請法院裁判解任公司之董事或監察人，不受公司法第二百零七條及第二百零七條準用第二百零七條之限制，且解任事由不以起訴時任期內發生者為限。」



然而，我國股東依據公司法提起代表訴訟之案件實際上並不多見，主要原因應歸咎於現行起訴門檻仍然不易於一般股東提起訴訟，對潛在原告股東言不具有任何誘因⁵³⁰，像是訴訟須經股東會決議不通過的先行程序、原告股東持股比例門檻過高、持股期間要求過長，以及原告股東需面對高額訴訟費用及提供擔保之風險，且勝訴利益歸於公司但敗訴須由原告股東賠償，使得潛在原告股東多不願提起代表訴訟⁵³¹。再加上，投保中心不論是應訴能力或訴訟費用之負擔能力上，遠勝於一般股東，因此股東代表訴訟制度在國內之利用，幾乎依附在投保法賦予投保中心之提訴權上⁵³²。為解決起訴條件過嚴之問題，立法者雖在 2018 年公司法第 214 條規定調降原告起訴門檻，將條件改為繼續六個月以上持有已發行股份總數百分之一以上股東可提起代表訴訟，且超過 60 萬元裁判費部分可暫免徵收，但勝訴利益仍非歸屬於股東，仍受到誘因不足的批評，故有學者建議應引進不公平救濟制度賦予股東直接訴權，透過此制度法院可針對公司控制者對其他股東產生迫或不公平行為時，得採取作為或不特並行為，以積極保護股東權利，在 2018 年修法時雖有不公平救濟制度之草案，可惜最後未能克竟全功⁵³³。另一方面，在 2020 年投保法修正 10 條之 1 規定後，又擴大了投保中心代表訴訟之究責對象範圍，從上市、上櫃公司董監事擴大到興櫃公司董監事、從現任董監事到卸任董監事乃至於以合併起訴或訴之追加方式究責因同一基礎事實應負損賠責任之經理人，並就公司對董監提起訴訟之情形，賦予投保中心獨立參加訴訟之權利，但作為股東代表訴訟的公司法並未有相應的修正，故有學者敦促應盡早完成公司法上股東代表訴訟制度之相關修法，以符合法體系之架構⁵³⁴。

⁵³⁰ 蔡英欣 (2017)，〈股東代表訴訟制度之重塑——從實體法與程序法之面向〉，《台灣法學雜誌》，314 期，頁 35。

⁵³¹ 廖大穎 (2011)，〈論證券投資人保護機構之股東代表訴訟新制〉，《月旦民商法雜誌》，32 期，頁 10-11。

⁵³² 蔡英欣 (2021)，〈商業事件審理法下之股東代表訴訟——兼評公司法及投保法近年相關之修法內容〉，《月旦法學教室》，223 期，頁 52。

⁵³³ 朱德芳 (2017)，〈公司法全盤修正管制鬆綁與公開透明應並重——以籌資、分配與資訊揭露為核心〉，《月旦法學雜誌》，268 期，頁 55。

⁵³⁴ 類似見解，參蔡英欣，前揭註 532，頁 53；邵慶平，前揭註 391，頁 1753-1755。

股東代表訴訟程序往往曠日廢時，在 2021 年 7 月開始實施的商業事件審理法（下稱商審法），目的即在於透過商業法院之特殊程序，能夠更加迅速、妥適、專業處理重大商業紛爭，提高但限縮管轄事件之範圍⁵³⁵，依商審法第 2 條第 2 項第 1 款規定「公司負責人因執行業務，與公司所生民事上權利義務之爭議，其訴訟標的之金額或價額在新臺幣一億元以上者」及該條項款之立法理由，無論是股東依公司法第 214 條提起之代表訴訟，或由投保中心依投保法第 10 條之 1 提起之代表訴訟，其訴訟標的金額或價額在新臺幣 1 億元以上者，由商業法院為專屬管轄（商審法第 3 條第 1 項），而應適用商審法相關之商業訴訟程序⁵³⁶。惟商審法所採用之訴訟程序，是否完全適合於股東代表訴訟事件？依據商審法第 20 條採取調解前置之設計，目的在於利用調解程序「費用低廉、程序迅速、經濟、不必嚴守實體法、秘密不公開、切合紛爭實態及個案需求，雙方自主性合意解決紛爭，彼此間仍維持和諧關係不致於崩壞等優點……」⁵³⁷之特性，以更有效率解決商業紛爭，然而學者認為，商審法調解前置恐怕忽略了不同類型之商業糾紛未必皆應適合採行調解程序，例如股東對董事或公司之某些主張：股東提起代位訴訟、撤銷股東會決議及股東會決議不成立或無效之爭議，股東所行使者乃公司法上股東之共益權，甚至代位訴訟中，

⁵³⁵ 依商業事件審理法第 2 條之規定，商業事件分為「商業訴訟事件」及「商業非訟事件」；商業訴訟事件再以訴訟標的之金額進一步區分之。訴訟標的金額定有新臺幣（下同）1 億元下限者包括：（一）公司負責人因執行職務，與公司所生民事上權利義務之爭議；（二）因證交法、期貨交易法、證券投資信託及顧問法、不動產證券化條例及金融資產證券化條例所生之詐欺、不實陳述等所導致之民事上權利義務之爭議；（三）因特定法律所生之民事法律關係爭議，經雙方書面合意由商業法院管轄者。至於訴訟標的不受金額涵蓋：（一）公開發行公司之股東基於股東身分行使股東權利，對公司、負責所生所生民事上權利義務之爭議事件；（二）證券投資人及期貨交易人保護機構（下稱「投保中心」）依證券投資人及期貨交易人保護法規（下稱「投保法」）訴請法院裁判解任公司之董事或監察人事件；（三）公開發行公司之股東會或董事會決議效力之爭議事件，此處包括公開發行公司之非公 5 開發行控制或從屬公司，其資本額在 5 億元以上者，所謂 5 億元係以起訴時為準；（四）其他依法律規定或司法院指定由商業法院管轄之商業訴訟事件。商業非訟事件包括公開發行公司之股份收買請求權、公開發行公司依公司法規定聲請選任臨時管理人（下稱「臨管人」）、選派檢查人及其解任事件，及其他依法律規定或司法院指定由商業法院管轄之商業非訟事件。參見曾宛如（2021），〈商業事件之審理與裁判之改善——對商業事件審理法之期待〉，《月旦法學雜誌》，310 期，頁 30。

⁵³⁶ 蔡英欣，前揭註 532，頁 50。

⁵³⁷ 商審法第 20 條之立法理由，參見《商業事件審理法總說明》，<https://www.judicial.gov.tw/tw/dl-86692-2ccf09eb52614fbc32d10e81b39f53c.html>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

所行使者為公司之權利，是否適合由起訴之股東恣意與對造達成調解，不無可議⁵³⁸。另外，商審法第 6 條下的強制律師代理制度在公司法未明確規範提訴股東所支出之律師費用的最終負擔者，也有可能導致一般股東更怯於提起訴訟⁵³⁹。且商事法多以公發公司之爭議為主，關於股東會決議爭訟事件，係以大規模之公發公司為對象（商審法第 4 條第 2 項第 4 款、第 5 款），並未包含非公發公司、有限公司，此限制之目的係基於公發公司之公開性及多數股東權利保護要求⁵⁴⁰。例外在股東間之紛爭，若係雙方當事人以書面合意且其訴訟標的超過 1 億元，似可透過商審法第 2 條第 2 項第 6 款之規定而受商業法院管轄，這也是商審法中少數不以公發公司為限之情形⁵⁴¹。

另一方面，關於採用雙層股權結構衍生的訴訟，可能涉及控制權分配是否公平的爭議，而此問題透過司法審查並不容易。這樣的狀況在雙層股權發展較成熟的美國可見端倪：美國的 Goshen 教授指出，德拉瓦州法院長久以來並未有一個明確的標準來解決有關控制權分配（reallocations of control rights）的爭議，而這個問題突顯出控制權爭議交由法院審查存在著侷限⁵⁴²。因為德拉瓦州法院利用忠實義務和完全公平法則去處理自我交易和其他利益衝突的案件，而法官在使用完全公平法則時，仰賴經濟模型算出何為「完全公平」價格，經濟學家固然已經發展出數種現金流量權（cash flow rights）的估價模型，來幫助法院決定公平價格⁵⁴³，但目前並不存在有關評價「控制權（control right）分配」的模型。事實上，控制權分配

⁵³⁸ 法官須於調解程序開始後須參酌事件性質判定該案件是否不利於紛爭之迅速與妥適解決，但法官終須在調解程序開始後，才能開始判定，如此一來本質上上不适合調解的案子，也須先經過這些流程與等待，無異使商業法院所希冀之迅速無法達成。參見曾宛如，前揭註 535，頁 33。

⁵³⁹ 蔡英欣，前揭註 532，頁 50。

⁵⁴⁰ 沈冠伶（2020），〈商業事件之裁判外紛爭處理——以商業法院之調解及移付仲裁為中心〉，《月旦法學教室》，218 期，頁 34。

⁵⁴¹ 曾宛如，前揭註 535，頁 31。

⁵⁴² Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control, Dual Class, and the Limits of Judicial Review*, 120 COLUM. L. REV. 944, 966-69 (2020).

⁵⁴³ 關於現金流量權的爭議，像是涉及內部人自我交易（self-dealing）的案件，德拉瓦州法院傾向此用完全公平法則（Entire Fairness review）審查，例外才用商業判斷法則（Business Judgement Rule）。但是關於控制權的爭議，並不存在一致的審查標準，但在近期的案件中（如 Google、Facebook、CBS），法官似乎有意暗示應該用完全公平法則。*Id.* at 949-53.


本身的特性沒有經濟學上的方法可以客觀評價控制權，因為控制權的價值是非常個案性的（firm specific and individual specific）而難以建構出客觀的經濟模型。另外，在雙層股權結構之下，由控制者取得控制權，可以實現其獨有見識，但會帶來較高的代理成本；由其他股東取得公司的控制權，可以減少代理成本，但同時也可能失去企業家願景可以為公司帶來的獲利、前景。然而究竟這兩者孰高孰低，因為兩者的價值並非對等，是否適合由法院擔任第三方介入達到更好的控制權重整存在疑義。Goshen 教授認為，既然由於控制權價值無法評價，法院應捨棄完全公平法則，改用契約法則中的解釋契約方法來解讀公司章程，決定哪一方有權進行控制權的調整⁵⁴⁴。

第三目 證券事件的團體訴訟

事實上，在雙層股權結構下可能會面臨到高表決權股持有者之不法行為所侵害的究竟是「公司整體」之損害或是個別股東權利之侵害，兩者難以分辨的問題，而這也會影響到救濟途徑應如何選擇的問題。若侵害的係公司之利益可藉由股東代位訴訟，由少數股東代表或投保中心代表公司向董事或監察人求償；若侵害的係普通股股東之利益則本應依循民事訴訟法第 41 條之「選定當事人訴訟」程序，由其中之一位股東或數位股東為代表當事人，就集體共同之法律或事實問題代表集體向濫權之股東請求賠償來解決（此時實質的當事人才是股東），但因涉及股東眾多，如本文第三章第四節針對證券事件之救濟途徑之討論，此時股東難以全體參與訴訟來解決紛爭，必須藉由團體訴訟之途徑來尋求股東直接侵權行為的救濟。

台灣的證券團體訴訟制度主要規定在證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）第 28 條：「對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一原因所引起之證券、期貨事件，投保中心為保護公益，於投保法及捐助章程所定目的範圍內，得由二十人以上投資人授與訴訟或仲裁實施權後，以投保中心之名義，起訴或提付仲裁。」而證券投資人的團體訴訟與前述之股東代表訴訟二者，是截然不同的

⁵⁴⁴ *Id.* at 993.



制度設計，前者是保護機構，基於維護公益目的，在一定條件下，得以自己名義，提起證券投資人團體訴訟；而後者乃股東基於公司之權利，代位公司所提起，間接保護股東權益效果的代位訴訟⁵⁴⁵。在現行證券交易法之下，侵害投資人之民事責任大致可分為四大類，即第 20 條、第 20 條之 1 財報不實、第 32 條公開說明書不實、第 155 條操縱股價及第 157 條之 1 內線交易⁵⁴⁶。投保中心會針對檢察官起訴之案件，分析是否涉及此四類違法行為，並據以受理投資人求償登記，代位二十位以上之投資人，以投保中心之名義，非由股東所直接提起之團體訴訟。其特殊機制尚包括：投保中心不得向投資人請求報酬（投保法第 33 條）、法院得裁定投保中心免供擔保聲請假扣押或假處分（投保法第 34 條）、投保中心釋明在判決確定前不為執行，恐發生難以抵償或難以計算之損害時，法院應依其聲請免供擔保，准予假執行（投保法第 36 條）、裁判費減免之優惠（投保法第 35 條）和投保中心得請求相關單位協助或提出文件、資料，以減輕證據蒐集之困難（投保法第 17 條）。但是，在我國法下，團體訴訟之當事人之參與和退出採取明示選擇加入制，當事人得於言詞辯論終結前或詢問終結前，撤回訴訟實施權之授與，也因此團體訴訟的判決效力僅對授予訴訟實施權的股東發生，因同一證券期貨事件受損害的其他股東若未明示參與訴訟，則不受判決結果的拘束。這與美國集體訴訟下的「選擇退出」(opt-out) 原則和中國特別代表人訴訟中「明示退出、默示加入」原則截然不同。明示參與之設計雖保護了投資人參與和退出訴訟的自主決定權，在另一方面卻使得未能知悉團體訴訟存在的股東錯失參加訴訟的機會，可能減損保護投資人權益的功能。再者，因效力未及所有受損之投資人，將無法一次性解決相關證券糾紛，在日後有新訴提起的時候，可能發生新舊裁判相互矛盾的情形，不符合訴訟經濟之原則⁵⁴⁷。

⁵⁴⁵ 廖大穎，前揭註 531，頁 12。

⁵⁴⁶ 證券投資人及期貨交易人保護中心，〈團體訴訟及仲裁受理案件類型〉，<https://www.sfipc.org.tw/mainweb/Article.aspx?L=1&SNO=iRgcTPafbAZLJi6U+J9yw==>（最後瀏覽日：07/03/2022）。

⁵⁴⁷ 湯欣，前揭註 300，頁 74-75。



第二項 我國應如何引進雙層股權結構


雙層股權結構之用意在於提供經營者在上市初期保有控制權，使其能不受外界干涉，實現其經營計畫及願景，其最大之目標用戶就是新上市之公司，而我國公司法下，僅允許非公發公司（包含閉鎖型和非閉鎖型）採用此結構，或許可以說有點「牛頭不對馬嘴」。非公發公司是否確有發行強化控制權特別股之強烈需求？或者其選擇發行之目的與立法者引進雙層股權結構之目的是否相符？⁵⁴⁸新創企業在新創階段對於強化控制機制的的需求並不高，因創辦人即為公司之靈魂，也沒有人會介入或取代之，而創投和天使投資人對於經營權也沒有需求，反而更期待經營團隊盡早成功商業化取得獲利。新創企業最想要採用強化控制權機制穩固控制權的階段，是在成功上市後仍能繼續維持對公司的控制權。而台灣的立法者對於雙層股權結構或許抱持著漸進式開放、先求有再求好的心態，先開放非公發公司試水溫，再來討論是否能夠適用到公發公司。但這樣的實驗是否有其實益，或者說是否是一個有效的實驗，畢竟非公發公司自始至初並非雙層股權的最大需求者，有國內學者亦直言，台灣法制下引進強化控制權特別股予非公發公司，最後的主要使用者，應屬為達世代傳承之家族企業，而非出於創業階段的夢想追求者⁵⁴⁹。以上，本文提出了現行法制下所開放的雙層股權結構（僅允許非公發公司發行複數表決權股），並不切合實務上公司之需求之論點，在接下來的段落，本文將逐步討論我國應如何引進雙層股權結構。

第一款 監管制度之模式

如第三章所整理之分類，全球針對雙層股權結構之管制模式可分為完全禁止公司採用雙層股權結構上市的「禁止模式」、不設任何強制設定限制的「開放模式」以及在一條件下允許雙層股權上市的「限制模式」。相較於前兩者，折衷的限制模式近年來受到最多新開放雙層股權市場的青睞，不論是 2018 年的香港和新加坡、

⁵⁴⁸ 關於我國非公開發行公司特別股條款的设计内容及目的分析，可參考謝明展，前揭註 414，頁 48-80。

⁵⁴⁹ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 22，頁 61。



2019 年的上海、深圳和 2021 年的倫敦都選擇採用限制模式來引進雙層股權結構。而管制模式的選擇非受制於市場的大小或現代化程度，像是擁有龐大市場的美國就採取了開放模式但中國採取了限制模式，而屬於現代化資本市場的德國採取禁止模式。允許、限制或禁止模式的選擇主要仍取決於該市場的特質（產業分布、投資人組成等）和法規環境等因素，在適合的環境搭配相應的管制手段才能讓雙層股權架構發揮最大效用。學者 Aurelio Gurrea-Martínez 將各國市場的特性分成三個群組⁵⁵⁰，不同的群組有最適合採取的管制模式，第一群組的國家特性為：成熟的資本市場、完善的投資人保護制度和公司證交法制、低控制私益程度、完善的審計和會計規範和成熟且獨立的司法和監管機關，在此分類下的國家有美國、英國、香港和新加坡，適合的監管模式為完全開放或者低密度的監管措施；第二群組之特性為：缺乏成熟的資本市場、缺乏完善的投資人保護制度和公司證交法制、缺乏完善的審計和會計規範和成熟且獨立的司法和監管機關，落於此群組的都是發展中的國家，多數分布在拉丁美洲、東歐、非洲、中東和亞洲，適合的監管模式為禁止模式和高度監管；第三群組則為混合特性，像是有成熟的資本市場但缺乏完善的投資人保護和公司證交法制，或是有成熟的組織但不發達的資本市場，落於此群組的國家像是澳洲和多數的歐洲國家，適合的監管模式為必須採取或多或少監管措施的限制模式。

而台灣若考慮引入雙層股權結構上市，依循上一節針對國內多項因素之檢視，並參考前述之分類，台灣應與香港、新加坡等國家相似而落於第一群組內，並因市場之成熟度和股東救濟制度之建立與美國程度不同，屬於仍須採取一定程度的強制性監管的國家。但是殷鑒不遠，考慮到近年陸續採取限制模式引入雙層股權上市的香港、新加坡和上海都面臨到促進 IPO 效果不顯著的現況，進而推論過嚴強制性監管可能減損雙層股權正面效力導致採用此架構之誘因降低之問題（參第三章

⁵⁵⁰ Gurrea-Martínez, *supra* note 106, at 503-04.



第四節)，本文認為，降低事前監管與事中監管之密度，並強化事後救濟制度，應是立法者與主管機關在未來引入雙層股權時，在監管制度之設計上應思考之方向。

第二款 法制設計之建議

對於新創事業而言，公司歷經種子期 (seed stage)、創建期 (startup stage)、擴充期 (expansion stage) 後到了成熟期 (mezzanine stage) 就會開始籌備上市之規劃⁵⁵¹。研究報告指出，2021 年台灣目前大多數的新創企業仍處於創建期 (40%) 和擴充期 (38.3%)⁵⁵²。而這些新創企業家，對於未來 3-5 年的規劃，有約 20.9% 規劃公開募資 (包含國內或者國外 IPO)⁵⁵³。而雙層股權的最大需求者，如上所言，並非處於種子期到擴充期間的新創企業，而是處於成熟期且有意公開募資，和公開募資後的公司，因為當公司資本擴大之後，經營團隊將開始擔憂是否會受外部投資人反對其決策或遭到撤換。這個困擾也被認為是 Gogoro 在 2021 年出走美國上市的因素之一⁵⁵⁴。且前金管會主委顧立雄曾稱：「因為新的公司法施行才有同股不同權的討論，現在實施之後才有非公發公司實施同股不同權，所以要考量，當這些非公發公司，試圖要進行上市櫃，才有必須要研議的地方，所以現在還有充分的時間討論⁵⁵⁵。」可見台灣主管機關亦能了解到，非公發公司在上市櫃時有維持雙層股權之需求，但礙於現行法制和主管機關對於公司治理的疑慮，使用雙層股權的權利仍專屬於非公發公司，因此我國若要將雙層股權作為公開募資的股權規劃選項之一，在法制上仍需重新思考應如何設計。

⁵⁵¹ 參中華民國創業投資商同業公會，〈創業投資所投資的事業階段區分〉，<http://www.tvca.org.tw/regulation/view/10> (最後瀏覽日：06/11/2022)

⁵⁵² 資誠 (PwC Taiwan)、台灣經濟研究院，〈2021 台灣新創生態圈大調查〉，<https://www.pwc.tw/zh/publications/topic-report/2021-taiwan-startup-ecosystem-survey.html> (最後瀏覽日：07/03/2022)。

⁵⁵³ 該報告表示，因為該次調查的多數受訪新創為第一次創業且年限短，都先以穩固利基市場與託展業務為主要規畫，同時也不熟悉如何進入市場，故未將公開募資納入近期的規畫重點。同前註 552。

⁵⁵⁴ 風傳媒，前揭註 461。

⁵⁵⁵ 蘋果日報，前揭註 413。



第一目 雙層股權公開募資之管道

如我國欲開放雙層股權上市之渠道，那麼須開放到哪種層級？在香港、新加坡和倫敦，都開放到了最高層級，也就是上市主板的新上市公司能夠使用雙層股權，但是在上海和深圳，則是開放到屬於創新型企業的科創版和成長型企業的創業板，並未開放到主板，而台灣在設立創新板之初亦有針對是否引進「同股不同權」之討論⁵⁵⁶。對於台灣的新創公司來說，目前的上市管道，包含了「台灣證券交易所（下稱證交所）掛牌上市」、「證交所上市-創新板」、「中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）掛牌上櫃」、「櫃買中心上櫃-創櫃板」、「櫃買中心登錄興櫃」以及「櫃買中心的興櫃-戰略新板」六種。根據調查，2021年「興櫃-戰略新板」為新創企業上市之首選（23.1%），接續為「上櫃」（19.2%）、「上市-創新板」（18.3%）和「上櫃-創櫃板」（17.3%）⁵⁵⁷。既然作戰略新板和創新板作為台灣新創企業公開募資的首要考量，且證交所的上市創新板和櫃買中心的戰略新板，前者以「擁有關鍵核心技術，及創新能力或創新經營模式」之公司為目標掛牌企業，後者則以「六大核心戰略產業或其他創新性產業⁵⁵⁸」為目標掛牌企業，這些企業也會因其事業之創新性而成為雙層股權之潛在愛好者，那麼吾人是否可以推論，雙層股權結構於此兩板開放更能切合有意公開募資之新創公司之需求，而非選擇規模更大的證交所的掛牌上市開放？香港證交所曾在2015年的諮詢文件中討論過類似的問題，因為香港在主板之外亦有創業板、專業板等小型的板塊，而大多數的回應者都不支持開放其他板塊而非主板，原因在於引進雙層股權原是要吸引優質公司捨棄其他上市地來香港上市，而要求這些在其他板塊上市意味著認為這些公司比不上主板公司，反將弄巧成拙，且其他板塊的股份流通量較低，不滿的投資者將難以離場⁵⁵⁹。同地，台

⁵⁵⁶ 工商時報，前揭註 445。

⁵⁵⁷ 〈2021 台灣新創生態圈大調查〉，前揭註 552。

⁵⁵⁸ 包含資訊及數位相關產業（物聯網及 AI 等）、軍民整合之國防及戰略產業（航太及太空等）、綠電及再生能源產業、關鍵物資供應及民生戰備產業、接軌全球之生物醫療課技產業、結合 5G、數位轉型及國家安全的資安產業及其他創新型產業。參證券櫃檯買賣中心，〈新興戰略新板制度介紹〉，<https://www.tpex.org.tw/web/psb/rwd/system/listing.php?l=zh-tw>（最後瀏覽日：06/23/2022）。

⁵⁵⁹ 〈不同投票權架構概念文件的諮詢總結〉，前揭註 195，頁 30。

灣的創新板和戰略新板也僅限專業投資人投資⁵⁶⁰，而受到流通率較差的批評。本文認為，我國若開放較小的板塊使用雙層股權，其效果恐因流通量較小而降低了誘因，再加上若這些企業成長茁壯有意轉列上市（櫃）股票吸引更多投資人時，同樣會面臨到雙層股權消滅的問題。雙層股權公開募資之管道為何與立法者預期的適用公司類型和規模有密切關聯，對於立法者而言是一個最先需釐清的問題。

第二目 立法模式


台灣現行法下，特別股之發行主要規定在公司法第 157 條，其中第 3 項即明確禁止公發公司適用複數表決權特別股、對特定事項具否決權特別股和得轉換成複數普通股之特別股。若要開放我國之公司得以雙層股權上市，則公司法第 157 條勢必得做出修正。就立法技術層面，有修正香港、新加坡及中國都是透過修正規則允許雙層股權上市，而韓國則是透過另訂專法來允許少部分種類的公司可以採用雙層股權上市。兩者的差別是，前者透過公司法（母法）允許發行超過一表決權的股份，並將監管措施等細節規定在子法下（上市規則），而後者則在特別法層面進行開放雙層股權，以作為基本上禁止這種結構的公司法之例外，雖然透過修正比上市標準更高階層的法律規範雙層股權，相較於修訂子法可以減少法律上不確定性。然而，這同時也可能會破壞操作的靈活性，香港、新加坡、中國使用了更為靈活的上市規則，在未來即可透過滾動式調整的方式逐步修正對雙層股權的監管密度。因此本文支持以刪除公司法第 157 條第 3 條，而非以另立專法或在公司法中另訂專節，並將監管措施等細項規範在較低階層的規則（如上市規則或上櫃規則）當中，以保持主管機關調整監管強度的靈活性。

⁵⁶⁰ 開放雙層股權上市的上海科创板同樣也限制自然人投資者之資格，根據《上海證券交易所科创板股票交易特別規定》第 4 條，個人投資者有明確的入場門檻，規定必須滿足兩項條件，一是申請許可權開通前 20 個交易日證券帳戶及資金帳戶內的資產日均不低於人民幣 50 萬元，二是必須參與證券交易 24 個月以上。參見《上海證券交易所科创板股票交易特別規定》，<http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawrules/stock/trading/star/a/20210128/e6c8f31adbb8a964d9408953982a2293.pdf>（最後瀏覽日：07/03/2022）。



第三目 監管制度之設計

關於監管制度之設計，為符合引進雙層股權鼓勵新創企業進入公開市場和保護原始經營團隊自主性之初衷，能採用雙層股權之公司仍應限於首次進入公開市場之公司為佳，此舉能使原有股東之對於雙層股權之公司架構有預見可能性，保護其利益不被剝奪外，已經成熟且穩定成長之公司若藉由雙層股權來鞏固控制權，將更有可能有代理風險（例如：萬年董監之弊病）的疑慮。而關於是否僅限「創新型企業」或其他公司業務之限制？香港和新加坡都採取交由證交所裁量作為事前監管的一環，來限制採用雙層股權的公司種類。關於此點，因台灣創新板和戰略新板都有限制公司種類，且由推薦證券承銷商負評估意見之責，或許可先行觀察兩板事前審核的運作結果是否有標準不一致或不公平裁量之問題發生再做決定。另外，因為我國法目前針對複數表決權股並沒有表決權上限的規定，所以實務上存在發行一股高達數百萬表決權的非公發公司。若上市公司同樣要發行高表決權股，仍應有表決權上限之規定為宜，始能將高表決權股持有者掌握的控制權維持在一定限度內，並且必須持有公司一定比例的股份，不致讓普通股股東完全被剝奪發聲權。並且，再搭配股份權益資訊揭露、關係人交易揭露資訊揭露義務和獨立董事制度對持續監督控制權人。再者，由於台灣對於公司的控制股東並沒有忠實義務之規範，所以高表決權股持有者必須擔任公司之董事或者經理人始需對公司負公司法第 23 條上的忠實義務，在面臨董事或經理人濫用特別股所帶來的控制權謀取私人利益時，公司或其餘股東也能以此為請求權基礎提出賠償。所以連帶地，立法者也應考慮如同香港、新加坡、倫敦、上海和深圳對高表決權持股人（受益人）的資格設定一定的條件，像是持股人必須為公司之董事或經理人，並搭配公司內部人關係人交易之揭露等規定，偵測公司董監之利益輸送行為。針對公司經營之重大事項，如公司法第 185 條第 1 項羅列之公司行為，是否應引入強化表決權程序，使所有股東都以一股一表決權為基礎進行表決。本文認為，公司法第 185 條之事項不應採強化表決程序，毋寧說這些事項對於經營者而言，更是重大經營決策之一環，更希望能夠取得




絕對的優勢表決權，反而是章程之變更、獨立董事之任免、會計師之任免等事項才需限制其控制權，恢復一股一表決權計算，否則採用雙層股權之目的在於使經營團隊有更大的彈性空間進行決策，如法規過於限制高表決權之使用，將減損其效用。總而言之，監管措施之設計仍須考量到雙層股權引進之初衷，而非如臨大敵設下嚴格的門檻，否則將致「水清無魚」的窘境，意即幾乎無人觸法的原因是「沒有公司能夠用」或者「沒有公司想用」的狀況。

最後在日落條款的部分，如同第四章之結論，本文支持應以強制性事件型日落條款為主，任意性的期間型日落條款為輔，使個別公司能夠在章程中設計符適合自身特性之日落條款，對於經營團隊而言擔心雙層股權驟然消滅的壓力也會較小。日落條款的設置和啟動，關乎於雙層股權的結束與否，也關乎於公司控制權的轉移，為降低公司經營者自衛、自肥和掏空公司之風險，日落條款的設計與展延有必要交由股東會決議，甚而應重視獨立董事、審計委員會等公司治理機關等較一般股東更居專業性之人在此可以發揮的監督和制衡功能，而要求這類監督措施之啟動應先經由獨立董事等人的同意。

另一方面，公司於章程制定的期間型日落條款，其存續期間是否應有合理上限？否則可能不具合法性？針對此議題，在國際實務上，英國倫敦和印度證交所規定的日落條款上限為五年。而美國 CII 根據學者研究⁵⁶¹，認為雙層股權為公司帶來的估值溢價平均將在六至九年間逐漸消失，因此認為日落條款設定為七年或更短的時間是比較合理的。就此，可以認為各國所支持之日落條款的期限長短是浮動的，屬於政策上的選擇。那麼在台灣，是否存在所謂強化控制權結構的合理期限？本文試從近年討論相對熱烈的「表決權拘束契約」觀察此問題。股東間的表決權拘束契約，因具有偏離「一股一權」和「所有權與表決權分離」的特質而與雙層股權相似，為強化控制權機制之一種。在知名的台新彰銀案判決中，最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決曾針對表決權拘束契約的存續期間表示意見，該判決主文謂：

⁵⁶¹ See generally Martijn Cremers et al., *supra* note 105.



「『股東表決權拘束契約』……該契約之拘束，不以一次性為限，倘約定為繼續性拘束者，其拘束期間應以合理範圍為度。」該案中，法院雖然認為表決權拘束契約得為繼續性契約，但因該契約將長時間造成股份與表決權長期分離，對公司治理不利，而認為其仍應受其拘束，因此一個無期限永久存續的表決權拘束契約，特別是有關鞏固經營權的表決權約束契約，有可能會因違背公司治理原則及公序良俗而無效⁵⁶²。但在該判決中，並沒有說明合理期限為何。另外在外國立法例上，對於表決權拘束契約是否需有存續期間之限制也存在不同見解。瑞士則與德國相同，表決權拘束契約適用民法上合夥之規定，在未訂存續期限下，一方任何一方當事人得隨時終止契約，義大利則規定存續期間最長為 3 年，約定超過 3 年者縮短為 3 年，惟當事人可以自由決定是否續約，而美國則是將存續期限列為司法審查的標準之一⁵⁶³。國內學者也有認為表決權拘束契約應設期限，尤其是鞏固經營權類型的表決權拘束契約，將隨著時間延長會產生龐大的代理成本、壟斷經營權、萬年董事會、內外部公司治理機制失靈、對公眾、其他股東及債權人所形成不利益等負面成本將遠超過其正面效益等問題。因此，一個無限期鞏固經營權之表決權拘束契約，特別在公發公司之金融機構，應該被解釋為違反公司治理原則、公共政策或公序良俗而無效⁵⁶⁴。而我國在 2018 年公司法修正時，增訂了公司法第 175 條，仿照第 356 條之 9 將表決權拘束契約從閉鎖性股份有限公司擴展至所有非公發公司，並明文排除公發公司之股東得以締結表決權拘束契約，此項修法脈絡與公司法第 157 條開放非公發公司發行複數表決權股相似，著重於滿足新創事業之需求，使新創事業創始團隊使用這些機制，如複數表決權股、黃金股、表決權信託契約或表決權拘束契

⁵⁶² 本案發回更審後，臺灣高等法院 108 年度上更一字第 77 號民事判決認為：「除符合公司法第 175 條之 1、第 356 條之 9，或企業併購法第 10 條規定，依法為有效外，倘締約目的與上開各規定之立法意旨無悖，非以意圖操控公司之不正當手段為之，且不違背公司治理原則及公序良俗者，尚不得遽認其契約為無效。」而認定台新金與財政部間存有表決權拘束契約，且經其審查後，認定並未違反公序良俗，並因設有解除條件為有效之表決權拘束契約。

⁵⁶³ 曾宛如，前揭註 502，頁 68。

⁵⁶⁴ 參見張心悌（2020），〈表決權拘束契約、公司治理與公序良俗——兼評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決〉，《裁判時報》，95 期，頁 33-35；陳彥良（2020），〈表決權拘束契約的本質與限制——評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決〉，《裁判時報》，97 期，頁 50-51。

約強化團隊在公司之主導權。綜上所述，可以認為我國不論是法院、立法者和學者，都認為長時間的使「表決權與股權分離」並非公司法預設之常態，此類型的強化控制權機制應有期限。故而，若引進雙層股權上市，本文預期雙層股權的日落條款因與強化控制權機制的合理存續期間有高度相關，將會成為一個較重要的議題。

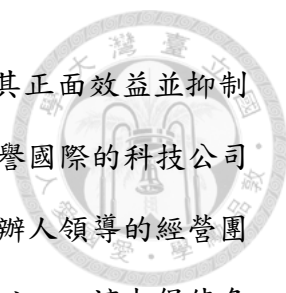
第六章 結論



在這個時代，使用提供結合高科技產品與服務的公司在全球產業的重要性逐漸提升，另外在 COVID-19 疫情的肆虐下，遠距醫療、工作、學習、娛樂等產品蔚為潮流，也彰顯了與雲端、資訊安全相關的高科技或將成為未來重要產業的趨勢，這同時也與台灣政府近年宣示要推動的重要產業政策相互吻合⁵⁶⁵。但是台灣的產業結構向來以半導體、電子、石化等硬體製造業撐起一片天，現有的產業結構重心並非與高科技產業代表的軟體、服務與品牌類型的公司。由於高科技產業的商業型態與傳統產業不同，在公司初始期間因無法快速產生現金流，需要透過不斷的增資，才能研發出新產品並逐漸提升公司價值。如何在這段過程當中，透過防止創辦人的對公司股權被稀釋，保護其對公司的經營權和控制權，是雙層股權的最大功用。而這也是在台灣準備下個十年的產業升級與轉型背景下，本文欲深入探討引進雙層股權結構的初衷。


雙層股權的爭議，首要來自於針對股東平等原則的爭執。但是本文認為「平等對待股東」與「不同股東享有不同權利義務」間並不能畫上等號，滿足異質性股東的不同需求亦能達到實質的股東平等，因此一股一表決權原則並非必須遵循的鐵律。本文透過契約理論來解釋雙層股權制度運作的合理性，讓市場上的發行人和投資人自由協商為公司選擇出符合需求的公司治理結構，在市場條下達到符合此制度可運作的條件下，金融主管機關不應強制介入扼殺讓雙方創造雙贏的機會。另一個重要爭議來自代理成本論者的挑戰，這說明了雙層股權存在著潛藏的負面風險。但是世上並不存在完美的公司治理結構，在雙層股權結構下，集中控制同時為公司帶來的價值提升以及可能的代理成本，這兩股力量根據經營者的經營能力、公司特

⁵⁶⁵ 109年5月20日總統就職演說時宣示推動六大核心戰略產業推動方案，包含資訊及數位、資安卓越、臺灣精準健康、綠電及再生能源、國防及戰略、民生及戰備等六大產業，皆屬新經濟產業。參見國家發展委員會，〈六大核心戰略產業推動方案〉，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=9614A7C859796FFA&upn=AD03F23C4218A87C（最後瀏覽日：07/03/2022）。



性和生命週期對公司產生動態的影響，如何善用此制度極大化其正面效益並抑制負面風險，是各金融主管機關應費心思量的問題。隨著近年來享譽國際的科技公司如 Facebook、Google 在美國都採用了雙層股權結構上市，由創辦人領導的經營團隊為公司創造巨大的價值，讓這些公司成為全球市值最高的公司之一，這也促使各大金融市場逐漸重視這些高科技公司上市的議題。本文在第三章說明倫敦、香港、新加坡、上海、深圳等市場主管機關透過不同的監管制度設計引進雙層股權結構，這些市場的主管機關都希望能在吸引更多科技公司上市的同時也緩和各界對新制度的疑慮。而這些市場政策的轉變也證實了他們相信雙層股權所帶來的代理成本風險是可透過法律監督控制的。另外，監管措施設計的排列組合並非一律，監管密度或嚴或寬，基於不同的市場環境各有特色。其中，香港、新加坡、上海和深圳等對於雙層股權有著濃厚的強制性監管色彩，然而實證數據卻顯示在這樣的監管手段下，吸引高科技公司 IPO 的成效略顯黯淡。因此，過度事前監管對於雙層股權結構優勢所造成的破壞開啟了應弱化事前監管並強化事後救濟制度的討論，這也是本文在思考台灣引入雙層股權結構的同時，認為監管制度的設計無法盲目依循他國法制、直接移植其他市場規範的原因。

台灣資本市場表現優良，機構投資人比例也逐年增加，新創企業也在近年蓬勃發展，政府亦有意推動產業轉型及提升 IPO 市場的競爭力，因此可以認為台灣存在適合雙層股權制度運作的環境。但國內法制和政策上的障礙和矛盾，也使得雙層股權制度的引進裹足不前。在法制上，特別股制度一直是公司法中的邊緣區域，限於傳統股份平等原則的窠臼或許是國內特別股制度停滯不前的肇因，再加上公司法關於特別股股東的權利義務規範稀少且模糊，彷彿成為了公司法制的邊緣地帶。特別股法法制的不明確性也致使有意使用特別股的公司須承擔較高的法律風險，連帶地導致特別股在實務上乏人問津。另外現行公司法制下也有諸多規範也可能與雙層股權的運作產生摩擦，因此若要引進新法制，立法者必然要適度修正這些原有規定，或者應審慎區分雙層股權公司與一般股份有限公司所適用之規定。在政策



上，台灣金融主管機關對於雙層股權的排斥來自於對新制度的陌生與以及對公司治理保守的想像。雖然近年台灣公司法已逐漸朝著賦予公司更多自治空間的方向邁進，但邁進的步伐仍舊太小，跟不上市場的變化，可以說現行的法律制度已無法回應現行實務上新創企業對股權多元設計的需求。

職是之故，本文支持台灣公開市場應引進雙層股權結構，為新創公司提供一個進入市場的新選項。就此，立法者應重視我國特別股法制這塊待開發地帶，明確化特別股的權利義務，並在引進新制度的同時思考新舊法制間應如何設計以相互配合、減少矛盾與衝突。在監管制度的設計上，防患於未然的思維固然值得鼓勵，但限制並非越多越好，反而應朝向降低事前監管的方向思考，避免落入門檻過高、假性鬆綁的境地，像是雙層股權公開募資的管道是否僅限於較小的板塊、事前限制規範是否破壞雙層股權的用意，其中日落條款作為雙層股權落幕的機制更應該謹慎規劃。另外，因為公發公司採用雙層股權後可能涉及眾多一般股東的權利，在司法制度的層面上，股東救濟制度是否能夠提供這些股東對於經營者不法行為尋求有效救濟的管道，也是影響投資人對雙層股權信心的因素之一。另外，法院對於「表決權」或「控制權」的審查和評價或將成為將來面臨到的新興法律議題。最後，本文期待雙層股權制度的引進不僅能帶動高科技新創企業在台灣蓬勃發展，更能使台灣的投資人勇於擁抱新興類型的投資選項，創造下一個「護國神山」的誕生。

參考文獻




一、中文部分

(一) 書籍

- 王文宇 (2019),《探索商業智慧：契約與組織》，元照。
- 武藝舟 (1967),《公司法論》，自刊。
- 邵慶平 (2008),《公司法:組織與契約之間》，翰蘆圖書。
- 高菲 (2019),《新經濟公司雙層股權結構法律制度研究》，法律出版社。
- 陳願遠 (1968),《商事法：中冊》，復興。
- 劉連煜 (2012),《現代公司法》，八版，新學林。

(二) 期刊論文

- Vermeulen, E. P. M. (著), 吳奐廷 (譯) (2021),〈公司治理新指標：老舊化 IPO 市場之轉型策略〉,《公司法與公司治理 (下冊)》,頁 1113-1154,新學林。
- 方嘉麟 (2019),〈自 2018 年公司法修正看台灣資本制度之變革〉,《月旦會計實務研究》,13 期,頁 44-60。
- 方嘉麟 (2020),〈公司法修正對會計實務之影響〉,方嘉麟 (等著),《公司法修法與新創公司》,頁 14-30,元照。
- 方嘉麟、林郁馨 (2016),〈複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例〉,《月旦民商法雜誌》,52 期,頁 42-61。
- 方嘉麟、曾宛如 (2018),〈強化公司治理〉,《月旦法學雜誌》,275 期,頁 22-35。
- 王文宇 (2003),〈論我國大小公司法制之設計及改革〉,《全國律師》,7 卷 6 期,頁 6-15。
- 王文宇 (2005),〈從股權結構論公司治理法制〉,《月旦民商法雜誌》,10 期,頁 5-24。
- 王志誠 (2009),〈股東之新股認購權〉,《月旦法學教室》,77 期,頁 32-33。
- 王志誠 (2014),〈章程調高或降低公司機關決議門檻之效力〉,《台灣法學雜誌》,246 期,頁 119-124。
- 朱德芳 (2017),〈公司法全盤修正管制鬆綁與公開透明應並重——以籌資、分配與資訊揭露為核心〉,《月旦法學雜誌》,268 期,頁 45-57。
- 朱德芳 (2018),〈雙層股權結構之分析——以上市櫃公司為核心〉,《月旦法學雜誌》,274 期,頁 158-194。
- 江朝聖 (2014),〈公司法關於股東新股認購權是「取締規定」? / 最高院 103 台上 1681 判決〉,《台灣法學雜誌》,262 期,頁 189-194。
- 张舫 (2012),〈美国一股一权制度的兴衰及其启示〉,《现代法学》,2012 年 2 期,頁 152-163。

- 
- 李诗鸿 (2014),〈公司契约理论新发展及其缺陷的反思〉,《华东政法大学学报》, 5期, 頁 83-99。
- 沈冠伶 (2020),〈商業事件之裁判外紛爭處理——以商業法院之調解及移付仲裁為中心〉,《月旦法學教室》, 218期, 頁 32-58。
- 沈骏峰 (2021),〈论双重股权结构监管制度的构建 以控制权利益的内涵为视角〉,《中外法学》, 33卷3期, 頁 819-839。
- 林仁光 (2012),〈2011年公司法與證券交易法發展回顧: 公司治理之強化〉,《臺大法學論叢》, 41卷特刊, 頁 1601-1637。
- 林郁馨 (2014),〈閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障〉,《月旦法學雜誌》, 231期, 頁 131-155。
- 林國彬 (2020),〈原有股東優先認股權與特別股權利之問題〉,《月旦法學教室》, 210期, 頁 56-62。
- 邱明困 (2018),〈新創獨角獸以雙層股權架構首次上市之國際觀察〉,《證券暨期貨月刊》, 37卷2期, 頁 37-55。
- 邵慶平 (2015),〈章程自治的界限: 特別股類型限定的反省〉,《月旦法學雜誌》, 247期, 頁 78-87。
- 邵慶平 (2019),〈2018年公司法與證券交易法發展回顧〉,《臺大法學論叢》, 48期特刊, 頁 1733-1760。
- 邵慶平 (2019),〈實力派股東本位公司法制的實踐、衝突與改革: 以股東會決議爭議為中心〉,《臺大法學論叢》, 48卷1期, 頁 329-390。
- 姚志明 (2020),〈公司法修正後——公開發行股票股份有限公司章程記載發行複數表決權特別股之效力〉,《月旦法學教室》, 218期, 頁 29-31。
- 洪秀芬 (2012),〈章程得記載事項及章程變更登記之效力: 從高等法院一〇〇年度上字第七七六號民事判決思考起〉,《月旦裁判時報》, 18期, 頁 58-67。
- 胡韶雯 (2019),〈家族傳承之股權安排——以公司法特別股之多元化為中心〉,《財產法暨經濟法》, 55期, 頁 43-69。
- 高蘭芬、陳振遠、李焮慈 (2006),〈資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響——以台灣電子業為例〉,《台灣管理學刊》, 6卷2期, 頁 81-104。
- 張心悌 (2016),〈股份表決權之彈性設計——從閉鎖性股份有限公司之立法談起〉,《當前公司與證券法制新趨勢: 賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》, 頁 533-564, 元照。
- 張心悌 (2020),〈表決權拘束契約、公司治理與公序良俗——兼評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決〉,《裁判時報》, 95期, 頁 27-36。
- 許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙 (2003),〈控制權與盈餘分配權偏離之衡量(上)〉,《貨幣觀測與信用評等》, 43期, 頁 15-31。
- 郭大維 (2009),〈我國證券投資人保護機制之省思(上)〉,《台灣法學雜誌》, 124期, 頁 1-12。

- 陳彥良 (2020),〈表決權拘束契約的本質與限制——評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決〉,《裁判時報》,97 期,頁 43-51。
- 陳彥良 (2020),〈家族傳承與閉鎖性股份有限公司之股權設計〉,《月旦法學教室》,216 期,頁 24-27。
- 曾宛如 (2016),〈章程自治與少數股東保護間之平衡設計〉,《當前公司與證券法制新趨勢:賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》,頁 415-434,元照。
- 曾宛如 (2020),〈論股東表決權拘束契約之界限——評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決及臺灣高等法院 108 年度上更一字第 77 號民事判決〉,《裁判時報》,101 期,頁 59-70。
- 曾宛如 (2021),〈商業事件之審理與裁判之改善——對商業事件審理法之期待〉,《月旦法學雜誌》,310 期,頁 28-49。
- 湯欣 (2009),〈證券集團訴訟的替代性機制——比較法角度的初步考察〉,《月旦民商法雜誌》,26 期,頁 67-86。
- 黃朝琮 (2015),〈阿里巴巴上市案之若干觀察〉,《法令月刊》,66 卷 10 期,頁 62-94。
- 黃銘傑 (2001),〈交叉持股 vs. 公司監控〉,《臺大法學論叢》,30 卷 1 期,頁 201-247。
- 黃銘傑 (2006),〈我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來〉,收於:《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》,頁 305-349,元照。
- 黃銘傑 (2011),〈「股東」平等原則 vs. 「股份」平等原則初探股東平等原則復權之必要性及可行性〉,《月旦民商法雜誌》,31 期,頁 5-22。
- 廖大穎 (2011),〈論證券投資人保護機構之股東代表訴訟新制〉,《月旦民商法雜誌》,32 期,頁 5-20。
- 廖秀芯 (2020),〈初探雙層股權結構於我國之運用——以複數表決權特別股為中心〉,《中正財經法學》,20 期,頁 71-122。
- 劉連煜 (2015),〈阿里巴巴上市與公司治理〉,《月旦法學教室》,151 期,頁 25-27。
- 劉連煜 (2016),〈雙層股權結構與公司治理——從阿里巴巴上市案談起〉,《當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝壽論文集》,頁 297-322,元照。
- 蔡昌憲 (2007),〈企業自治之逆流?擺盪於強行規定與任意規定間之累積投票制〉,《月旦財經法雜誌》,8 期,頁 29-58。
- 蔡昌憲 (2017),〈自阿里巴巴跨國上市案談我國複數表決權股之規範方向——一個法域競爭的觀點〉,《財經法制論文輯(卷一)》,頁 165-180。
- 蔡英欣 (2009),〈股東表決權分配之規範模式〉,《國立臺灣大學法學論叢》,38 卷 2 期,頁 71-129。
- 蔡英欣 (2017),〈股東代表訴訟制度之重塑——從實體法與程序法之面向〉,《台灣法學雜誌》,314 期,頁 19-39。

蔡英欣 (2021),〈商業事件審理法下之股東代表訴訟——兼評公司法及投保法近年相關之修法內容〉,《月旦法學教室》,223期,頁49-65。



(三) 學位論文

林照智 (2021),《由股東平等原則論特別股之界限》,國立中正大學法律系研究所碩士論文。

徐鈺婷 (2021),《雙層股權結構相關法律問題之研究》,國立政治大學法律研究所碩士論文。

張芩瑜 (2008),《特別股制度問題之探討-法律與會計之交錯》,國立臺北大學法律研究所碩士論文。

曹廷豪 (2019),《雙層股權結構之應用——以控制權角度出發》,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

謝明展 (2020),《建構股份設計之法制——以我國特別股實證研究為基礎》,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

(四) 網路資料

《2018年公司法修正--公司法全盤修正修法委員會修法建議》, http://www.law.nccu.edu.tw/zh_tw/center/Financial_law/company_law。

《上海證券交易所科創板股票上市規則(2020年12月修訂)》, http://big5.sse.com.cn/site/cht/www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/stock/star/listing/c/c_20210128_5311913.shtml。

《上海證券交易所科創板股票交易特別規定》, <http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/stock/trading/star/a/20210128/e6c8f31adbb8a964d9408953982a2293.pdf>。

《商業事件審理法總說明》, <https://www.judicial.gov.tw/tw/dl-86692-2ccf09eb52614fbc32d10e81b39f53c.html>。

《深圳證券交易所創業板股票上市規則》, <http://docs.static.szse.cn/www/lawrules/rule/allrules/business/W020200612828559825181.pdf>。

Gogoro新聞稿(04/06/2022),〈Gogoro透過與Poema Global合併成為首家登上美國納斯達克交易所的台灣新創獨角獸 上市首日盤前市值達23.3億美元〉, <https://www.gogoro.com/tw/news/2022-04-06-gogoro-debuts-nasdaq-ggr/>。

MBA智庫百科,〈稅盾〉, <https://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%A8%8E%E7%9B%BE>。

上海證券交易所,〈股票列表〉, <http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/share/>。

工商時報(03/20/2018),〈吸引生醫掛牌 港推同股不同權 顧立雄:不跟進〉, <https://www.chinatimes.com/newspapers/20180320000204-260202?chdtv>。

工商時報(04/27/2022),〈鏘創-KY 創新版上市案 獲證交所通過〉, <https://www.chinatimes.com/newspapers/20220427000255-260206?chdtv&fbclid>

=IwAR0-PSIMb9tS0eVobZGbExFUxBOMzuLdI4s5E0-SANqUmDmktzwdfLXcyI。

工商時報 (05/22/2020),〈黃天牧第一把火開新創板〉, https://www.chinatimes.com/newspapers/20200522000162-260202?chdtv&fbclid=IwAR29a2G5o9JKiYPvCP7zplcYXZGYxjHZW5UYbr2a29_z7FjDcofUjdR6D3I。

工商時報 (07/13/2020),〈新創板呼之欲出 考慮開放同股不同權〉, <https://www.chinatimes.com/newspapers/20200713000161-260202?chdtv&fbclid=IwAR16scjtRzL5eS1FrtS1yUXsP337of2UrgJF6f42lmibB7ebkCbIfSeGObs>。

工商時報 (07/16/2020),〈證券四合一從長計議 黃天牧:推動創新板列優先〉, https://www.chinatimes.com/newspapers/20200716000271-260205?chdtv&fbclid=IwAR21Vbx5iqODoJ0CCY4Z8cr1XjnF9dTIn9S5WFJDqNikUAZDYAGdI8M_Vmw。

工商時報 (10/20/2021),〈打世界盃 日本成新創首選〉, <https://www.chinatimes.com/newspapers/20211020000117-260202?chdtv>。

工商時報 (12/30/2020),〈證交所研議放寬 IPO 條件、SPO 彈性〉, <https://ctee.com.tw/news/stocks/395044.html>。

工商時報 (2020/12/04),〈創新板、戰略新板 明年 Q3 催生獨角獸〉, https://www.chinatimes.com/newspapers/20201204000179-260202?chdtv&fbclid=IwAR3kZpg_qwdpMbd4CGI82W3hweOv0WBunndPvv97PkRmdf0YHsS84xZymBA。

工商時報, (12/04/2020),〈創新板鎖定 Gogoro、KKBOX〉, https://www.chinatimes.com/newspapers/20201204000179-260202?chdtv&fbclid=IwAR3kZpg_qwdpMbd4CGI82W3hweOv0WBunndPvv97PkRmdf0YHsS84xZymBA。

中央社 (04/16/2022),〈獨角獸赴海外掛牌 台灣創新板持續爭取創新公司〉, <https://www.cna.com.tw/news/afe/202204160025.aspx>。

中央社 (04/18/2022),〈創新板乏人問津?黃天牧坦言對登板家數不滿意〉, <https://money.udn.com/money/story/5613/6248203>。

中央通訊社 (05/07/2018),〈同股不同權有害公司治理 台股不開放〉, <https://www.cna.com.tw/news/afe/201805070134.aspx>。

中華人民共和國最高人民法院,〈最高人民法院關於證券糾紛代表人訴訟若干問題的規定〉, <https://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-245501.html>。


中華民國創業投資商同業公會,〈創業投資所投資的事業階段區分〉, <http://www.tvca.org.tw/regulation/view/10>。

中證中小投資者服務中心,〈康美藥業案〉, <http://www.isc.com.cn/html/kmya/index.html>。

中證中小投資者服務中心,〈維權服務〉, <http://www.isc.com.cn/html/wqfw/>。

台灣證券交易所 (2021),《英國證券市場相關制度》, <https://www.twse.com.tw/staticFiles/product/publication/0003000204.pdf>。

- 林之晨、蘇怜媛，〈從近年本土網路公司 IPO，看台灣資本市場的過時〉，
<https://appworks.tw/taiwan-ipo/>。
- 金融監督管理委員會（2021），〈109 年度審計監理報告〉，[https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/109%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E5%AF%A9%E8%A8%88%E7%9B%A3%E7%90%86%E5%A0%B1%E5%91%8A\(Final\).pdf](https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/109%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E5%AF%A9%E8%A8%88%E7%9B%A3%E7%90%86%E5%A0%B1%E5%91%8A(Final).pdf)。
- 風傳媒（09/27/2021），〈台灣兩原因留不住獨角獸 Gogoro 寧赴美「借殼上市」〉，
<https://www.storm.mg/lifestyle/3956760?page=2>。
- 香港交易所指引信 HKEX-GL93-18，<https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO-/media/B6C47F78B2D44B798FC7280D7482D89D.ashx>。
- 香港交易所與結算所有限公司（2014），〈不同投票權架構的概念文件〉，
https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights?sc_lang=zh-HK。
- 香港法律改革委員會報告書（2012），〈集體訴訟〉，https://www.hkreform.gov.hk/tc/docs/reclassactions_c.pdf。
- 香港聯合交易所（2015），〈不同投票權架構概念文件的諮詢總結〉，https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2015/150619news?sc_lang=zh-HK。
- 香港證券交易所，〈年度市場數據 2018-2021 年〉，https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics?sc_lang=zh-HK。
- 香港證券交易所，〈證券名單〉，https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Equities?sc_lang=zh-HK。
- 袁培皓（08/27/2020），〈“特别代表人诉讼”制度在中国证券纠纷解决中的应用与研读〉，《君泽君律师事务所》，<http://www.junzejun.com/Publications/141855718dcf02-7.html>。
- 國家發展委員會（04/08/2022），〈精進新創發展環境推動成果〉，
https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=03C5EA68842C59E8。
- 國家發展委員會（04/08/2022），精進新創發產推動成果，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=03C5EA68842C59E8。
- 國家發展委員會，〈六大核心戰略產業推動方案〉，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=9614A7C859796FFA&upn=AD03F23C4218A87C。
- 國家發展委員會，〈亞洲·矽谷 2.0 推動方案〉，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=F5B74E2D1BE76675。
- 國家發展委員會，《亞洲·矽谷 2.0 推動方案院核定本》，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=C2B00972B2ADA711。
- 深圳證券交易所，〈股票列表〉，<http://www.szse.cn/www/market/product/stock/list/>。
- 新浪財經（09/12/2020），〈科创板 vs 创业板，二者有何差異？〉，<https://finance.sina.com.cn/money/fund/jjxylc/2020-09-12/doc-iivhvpwy6339411.shtml>。



經濟日報 (11/25/2021),〈沈榮津：台灣科技島優勢在人才 政府拚育才攬才留才〉，
<https://money.udn.com/money/story/5613/5916533>。

經濟部商業司，〈閉鎖性公司專區常用問答〉，<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/subclassNAction.do?method=getFile&pk=607>。

資誠 (PwC Taiwan)、台灣經濟研究院，〈2021 台灣新創生態圈大調查〉，
<https://www.pwc.tw/zh/publications/topic-report/2021-taiwan-startup-ecosystem-survey.html>。

臺灣證券交易所，〈投資人類別交易比重統計表年報〉，<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=262>。

臺灣證券交易所，〈臺灣創新板 (TIB) 交易制度〉，<https://www.twse.com.tw/zh/page/products/tib/mechanism.html>。

臺灣證券交易所，〈歷年上市公司資本來源統計表年報〉，<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=256>。

數位時代 (03/30/2021)，〈Appier 東京上市，盤中一度飆漲 37%！7 大關鍵數字拆解台灣獨角獸〉，<https://www.bnext.com.tw/article/62005/appier-ipo-infographic>。

證券投資人及期貨交易人保護中心，〈團體訴訟及仲裁受理案件類型〉，
<https://www.sfipc.org.tw/mainweb/Article.aspx?L=1&SNO=iRgcTPafbAZLJiI6U+J9yw==>。

證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究 (2012)，《各國證券集體訴訟制度之研究—以各國對於第一、第二上市公司 (外國公司) 之證券事件訴訟追償機制為中心》，
<https://www.sfipc.org.tw/mainweb/Article.aspx?L=1&SNO=7gwW8nJ55GPuJhrNcgYhXw==>。

證券櫃檯買賣中心，〈新興戰略新板制度介紹〉，<https://www.tpex.org.tw/web/psb/rwd/system/listing.php?l=zh-tw>。

蘋果日報 (10/29/2018)，〈顧立雄：同股不同權恐影響公司治理〉，
<https://tw.appledaily.com/property/20181029/LTVVDN2JL36B4RBCMZ7NM56DOZM>。

二、英文部分

(一) 書籍

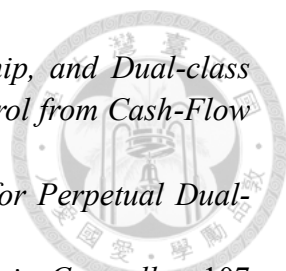
RIPLEY, WILLIAM Z. (1927), MAIN STREET AND WALL STREET.

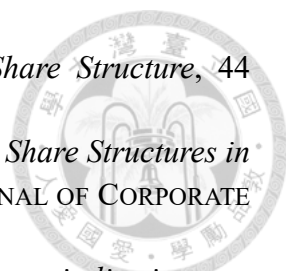
(二) 期刊論文

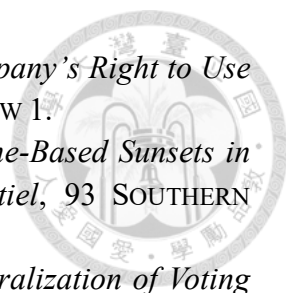
Ashton, Douglas C. (1994), *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 ST. JOHN'S LAW REVIEW 863.

Bainbridge, Stephen M (2007), *The Scope of the SEC's Authority Over Shareholder Voting Rights* (UCLA School of Law, Research Paper No. 07-16).

Bainbridge, Stephen M. (1991), *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4*, 69 WASHINGTON UNIVERSITY LAW QUARTERLY 565.

- 
- Bebchuk, Lucian A et al. (2000), *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295.
- Bebchuk, Lucian A. & Kobi Kastiel (2017), *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VIRGINIA LAW REVIEW 585.
- Bebchuk, Lucian A. & Kobi Kastiel (2019), *The Perils of Small-Minority Controllers* 107 GEORGETOWN LAW JOURNAL 1453.
- Berle, A. A., Jr. (1926), *Non-Voting Stock and “Bankers’ Control”*, 39 HARVARD LAW REVIEW 673.
- Cremers, Martijn et al. (2018), *The Life-Cycle of Dual-class Firms* (European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 550).
- Dimitrov, Valentin & Prem C. Jain (2006), *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns*, 12(2) JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 342.
- Dyck, Alexander & Luigi Zingales (2004), *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59(2) THE JOURNAL OF FINANCE 537.
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel (1983), *Voting in Corporate Law Corporations and Private Property*, 26 THE JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 395.
- Fisch, Jill & Steven Davidoff Solomon (2019), *The Problem of Sunsets*, 99 BOSTON UNIVERSITY LAW REVIEW 1057.
- Gelter, Martin & Gurrea-Martínez, Aurelio (2020), *Addressing the Auditor Independence Puzzle: Regulatory Models and Proposal for Reform*, 53 VANDERBILT JOURNAL OF TRANSNATIONAL LAW 787.
- Gompers, Paul A. et al. (2010), *Extreme governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 1051.
- Gordon, Jeffrey N, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CALIFORNIA LAW REVIEW 1 (1988).
- Goshen, Zohar & Assaf Hamdani (2016), *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125(3) YALE LAW JOURNAL 560.
- Goshen, Zohar & Assaf Hamdani (2020), *Corporate Control, Dual-class, and the Limits of Judicial Review*, 120 COLUMBIA LAW REVIEW 944.
- Goshen, Zohar & Richard Squire (2017), *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance Essay*, 117 COLUMBIA LAW REVIEW 767.
- Gurrea-Martínez, Aurelio (2021), *Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, 22(3) EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 475.
- Hirst, Scott & Kobi Kastiel, *Corporate Governance by Index Exclusion*, 99 BOSTON UNIVERSITY LAW REVIEW 1229 (2019).
- Hofstetter, Karl (2005), *One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies*, 31(3) NORTH CAROLINA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 597.
- Hoi, Chun-Keung & Ashok Robin (2010), *Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 18 CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 124.

- 
- Howell, Jason W. (2017), *The Survival of the U.S. Dual-class Share Structure*, 44 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 440.
- Huang, Robin Hui, et al. (2020), *The (Re)Introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong: A Historical and Comparative Analysis*, 20 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 121.
- Jarrell, Gregg A. & Annette B. Poulsen (1988), *Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 129.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3(4) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305.
- Jordan, Bradford D. et al. (2016), *Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure*, 41 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 304.
- Karmel, Roberta S. (2001), *The Future of Corporate Governance Listing Requirements*, 54 SMU LAW REVIEW 325.
- Kim, Hyunseob & Roni Michaely (2019), *Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-class Structures* (European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 590).
- La Porta, Rafael et al. (1999), *Corporate Ownership Around The World*, 54 THE JOURNAL OF FINANCE 471.
- Li, Kai et al. (2008), *Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms*, 37(4) FINANCIAL MANAGEMENT 713.
- Lin, Yu-Hsin & Thomas Mehaffy (2016), *Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control*, 10 BROOKLYN JOURNAL OF CORPORATE, FINANCIAL & COMMERCIAL LAW 437.
- Lowenstein, Louis (1989), *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 COLUMBIA LAW REVIEW 979.
- Lund, Dorothy S (2019), *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 STANFORD LAW REVIEW 687.
- Meece, Gregory S. (1987), *Class Actions, Typicality, and Rule 10b-5: Will the Typical Representative Please Stand Up?*, 36 EMORY LAW JOURNAL 649.
- Moore, Marc T. (2020), *Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach*, 12 WILLIAM AND MARY BUSINESS LAW REVIEW 93.
- Paces, Alessio Maria (2009), *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control* (European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 131/2009).
- Partch, M. Megan (1987), *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 313.
- Reddy, Bobby V. *Finding the British Google: Relaxing the Prohibition of Dual-Class Stock from the Premium-Tier of the London Stock Exchange*, 79 CAMBRIDGE LAW JOURNAL 315 (2020).
- Seligman, Joel (1985), *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 GEORGE WASHINGTON LAW REVIEW 687.

- 
- Sharfman, Bernard S. (2018), *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual-class Share Structures in IPOs*, 63 VILLANOVA LAW REVIEW 1.
- Sharfman, Bernard S. (2019), *The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual-class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel*, 93 SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW POSTSCRIPT 1.
- Stevens, W. H. S. (1926), *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 353.
- Winden, Andrew & Andrew Baker (2019), *Dual-Class Index Exclusion*, 13 VIRGINIA LAW & BUSINESS REVIEW 101.
- Winden, Andrew William (2018), *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, 2018(1) COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW 852.
- Yan, Min (2020), *Differentiated Voting Rights Arrangement Under Dual-Class Share Structures in China: Expectation, Reality, and Future*, 28 ASIA PACIFIC LAW REVIEW 337.
- Yan, Min (2021), *The Myth of Dual-class Shares: Lessons From Asia's Financial Centres*, 21 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 397.

(三) 網路資料

- Allaire, Yvan, *Dual-class Companies Should Adopt a Coattail Provision*, THE CLS BLUE SKY BLOG (January 18, 2019), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/18/dual-class-companies-should-adopt-a-coattail-provision/>.
- Aycock, Jason, *Yelp Caught in M&A Chatter; Up 2.6%; Ends Dual-Class Shares*, SEEKING ALPHA (September 23, 2016, 3:11 PM), https://seekingalpha.com/news/3210618-yelp-caught-m-chatter-2_6-percent-endsdual-class-shares.
- Barreto, Elzio & Sumeet Chatterjee, *Blackrock Pitches for Shareholder Protection as Asia Bourses Weigh Dual-Class Listings*, REUTERS (Sept. 26, 2017), <https://www.reuters.com/article/us-summit-regulation-blackrock-idINKCN1C10KD>.
- Berger, David J. & Laurie Simon Hodrick, *Are Dual-Class Companies Harmful to Stockholders? A Preliminary Review of the Evidence*, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (April 15, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/15/are-dual-class-companies-harmful-to-stockholders-a-preliminary-review-of-the-evidence/>.
- Bertsch, Ken, *CII Comment Letter to MSCI On Unequal Voting Structures*, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (May 16, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/16/cii-comment-letter-to-msci-on-unequal-voting-structures/>.
- Bradford, Hazel, *Snap IPO Igniting Furor; Institutions Not Pleased*, PENSION & INVESTORS (March 20, 2017), <https://www.pionline.com/article/20170320/PRINT/303209977/snapipo-igniting-furor-institutions-not-pleased>.

- CFA INSTITUTE, *DUAL-CLASS SHARES: THE GOOD, THE BAD, AND THE UGLY 4* (2018), <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf>.
- China's A-share Market Sees First Dual-Class IPO*, CHINADAILY (January 21, 2020), <https://www.chinadaily.com.cn/a/202001/21/WS5e2695fda310128217272898.html?fbclid=IwAR1v1xb6ULRRTtGVtzE1CKXUJ3xpB7da2UPk8mpAgtZZr12TvbGpy8L1HzQ>.
- Chiu, Ning, *BlackRock Wants Equal Voting Rights but Opposes Exclusion from Indexes*, DAVIS POLK BRIEFING (October 23, 2017), <https://www.briefinggovernance.com/2017/10/blackrock-wants-equal-voting-rights-but-opposes-exclusion-from-indexes/>.
- CII Advocacy on Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, <https://www.cii.org/dual-class-stock-advocacy>.
- Coffee, John C., Jr., *Dual-class Stock: The Shades of Sunset*, THE CLS BLUE SKY BLOG (November 19, 2018), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-theshades-of-sunset/>.
- Companies with Time-Based Sunsets on Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (January 19, 2022), https://www.cii.org//Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/22_1_19%20Time-based%20Sunsets.pdf.
- Consultation Paper: Possible Listing Framework for Dual-class Share Structures*, SGX (February 16, 2017), <https://www.sgx.com/regulation/public-consultations/20170216-consultation-paper-possible-listing-framework-dual-class>.
- Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual-class Share Structures*, SGX 9 (March 28, 2018), https://governanceforstakeholders.com/wp-content/uploads/2017/04/Response-to-DCS-consultation-paper_050417.pdf.
- Corruption Perceptions Index*, TRANSPARENCY INTERNATIONAL, <https://www.transparency.org/en/cpi/2021>.
- Davies, Paul, *UK Listing Review (March 3, 2021)*, OXFORD BUSINESS LAW BLOG ARTICLE (March 16, 2021), <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/03/uk-listing-review-march-3-2021>.
- Descovich, Kaitlin et al., *Voting Rights Gone in a Snap – Unequal Voting Rights Back in the Spotlight*, WEIL (April 3, 2017), <https://governance.weil.com/whats-new/voting-rights-gone-in-a-snap-unequal-shareholder-voting-rights-back-in-the-spotlight/>.
- Dual-class Companies List*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (March 2020), [https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%203-16-20\(1\).pdf](https://www.cii.org/files/FINAL%20format%20Dual%20Class%20List%203-16-20(1).pdf).
- Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2020 Statistics*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, <https://www.cii.org/files/2020%20IPO%20Update%20Graphs%20.pdf>.
- Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, http://www.cii.org/dualclass_stock.
- FCA, *PRIMARY MARKET EFFECTIVENESS REVIEW: FEEDBACK AND FINAL CHANGES TO THE LISTING RULES* (2021), <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>.

- Framework for Issuance of Differential Voting Rights Shares*, SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA (2019), https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/aug-2019/1565346231044_1.pdf
- FTSE Russell, *Voting Rights Consultation* (July 2017), http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf.
- Gek, Tay Peck, *US Bourses Can Take a Leaf from Singapore DCS Framework: SEC Commissioner*, THE BUSINESS TIMES (September 25, 2018), <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/us-bourses-can-take-a-leaf-from-singapore-dcs-framework-sec-commissioner>.
- Gladman, Kimberly, *The Dangers of Dual Share Classes*, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (May 21, 2012), <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/05/21/the-dangers-of-dual-share-classes/>.
- Goshen, Zohar, *Against Mandatory Sunset for Dual-class Firms*, THE CLS BLUE SKY BLOG (January 2, 2019), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms>.
- HKEX, CONSULTATION CONCLUSIONS: A LISTING REGIME FOR COMPANIES FROM EMERGING AND INNOVATIVE SECTORS (2018), https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2016-to-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors?sc_lang=en.
- Hufford, Austen, *Zynga Moves to Single-Class Share Structure*, THE WALL STREET JOURNAL (May 2, 2018, 4:39 PM), <https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-sharestructure-1525293576>.
- Index Providers and Dual-Class Stock*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, <https://www.cii.org/index-providers-dual-class-stock>.
- Jo, Mi-hyun & Geong-jin Min, *S.Korean Govt Pushes Dual-Class Share Structure amid Coupang US listing*, KOREA ECONOMIC DAILY (February 19, 2021), https://www.kedglobal.com/dual-class_share_structures/newsView/ked202102190001.
- Karyadi, Freddy, *Indonesia – IDX Recognizes Dual-Class Shares In Move To Boost Tech Listings*, CONVENTUS LAW (January 7, 2022), <https://conventuslaw.com/report/indonesia-idx-recognizes-dual-class-shares-in-move/>.
- Khaitan & Co, *Framework for Issuance of Differential Voting Rights Shares* (July 5, 2019), <https://www.khaitanco.com/thought-leadership/framework-for-issuance-of-differential-voting-rights-shares>.
- Letter from Jeffrey P. Mahoney General Counsel, Council of Institutional Investors et al., to Madam Chairwoman & Ranking Member McHenry, Committee on Financial Services United States House of Representatives (Oct. 1, 2021), [https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2021/October%201,%202021%20letter%20to%20Committee%20on%20Financial%20Services%20\(final\).pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2021/October%201,%202021%20letter%20to%20Committee%20on%20Financial%20Services%20(final).pdf).
- Mainboard*, SGX, <https://www.sgx.com/securities/mainboard>.
- Marriage, Madison, *State Street Asks SEC to Block Non-Voting Shares*, FINANCIAL TIMES (June 18, 2017), <https://www.ft.com/content/9595e5c4-51db-11e7-bfb8-997009366969>.

- Melas, Dmitris, *Putting the Spotlight on Spotify: Why have Stocks with Unequal Voting Right Outperformed?*, MSCI RESEARCH (April 3, 2018), <https://www.msci.com/www/blog-posts/putting-the-spotlight-on/0898078592>.
- MSCI, *Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Indexes* (June 2018), <https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Consultation+Voting+Rights.pdf/15d99336-9346-4e42-9cd3-a4a03ecff339>.
- Nam, Gilnam, *A Thought on the Proposed Amendment to Korea's Venture Firm Law for Introducing Dual-class Shares*, KOREA MARKET CAPITAL INSTITUTE (December 08, 2020), https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?syear=2020&zcd=002001017&zno=1569&cno=5606.
- Nam, Gilnam, *Tech Companies Changing Global Stock Exchanges and Issues in Dual-class Share Structures*, KOREA MARKET CAPITAL INSTITUTE (May 04, 2021), https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?syear=2021&zcd=002001017&zno=1595&cno=5693.
- Nam, Hyun-woo, *Debate Over Dual-Class Shares Reignites on Coupang IPO*, KOREA TIMES (February 15, 2021), https://www.koreatimes.co.kr/www/nation/2021/02/694_304060.html?fl.
- Newly Public Operating Companies Snapshot: 2021*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, https://www.cii.org//Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual-Class%20IPO%20Snapshot%202021_.pdf.
- Page, Larry & Sergey Brin, *2004 Founders' IPO Letter*, ALPHABET (2004), <https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html>.
- Papadopoulos, Thomas, *Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive*, SSRN (2008), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114671.
- Park, Dong-Hui, *Coupang applies for IPO on New York Stock Exchange*, KED GLOBAL (February 15, 2021), <https://www.kedglobal.com/ipos/newsView/ked202102140001>.
- Policies on Corporate Governance*, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (March 7, 2022), https://www.cii.org/corp_gov_policies#shareowner_rights.
- Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual-class Share Structures*, SGX (June 26, 2018), <https://api2.sgx.com/sites/default/files/Responses%2Bto%2BFeedback%2Bon%2BDACS%2BConsultation%2BPaper%2B%2528260618%2529.pdf>.
- Ritter, Jay R., *Initial Public Offerings: Updated Statistics* (December 23, 2021), <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf>.
- Robert J. Jackson, Jr., *Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (February 15, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>.
- S&P Dow Jones Indices, S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules*, CISION (July 31, 2017), <https://www.prnewswire>

e.com/news-releases/sp-dow-jones-indices-announces-decision-on-multi-class-shares-and-voting-rules-300496954.html.

SEBI Board Meeting PR No.16/2019, *Framework for Issuance of Differential Voting Rights (DVR) Shares*, SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA, https://www.sebi.gov.in/media/press-releases/jun-2019/sebi-board-meeting_43417.html.

Securities and Futures Commission, *SFC Statement on the SEHK's Draft Proposal On Weighted Voting Rights*, SFC NEWS & ANNOUNCEMENTS (June 25, 2015), <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR69>.

Sharfman, Bernard S. & Vincent Deluard, *Discretionary Decision-Making and the S&P 500 Index*, THE CLS BLUE SKY BLOG (March 30, 2021), https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/03/30/discretionary-decision-making-and-the-sp-500-index/?fbclid=IwAR2b6YPfj9pPcEEaCOUFXO9JVob55mO6zBR0C7Dwz7rJ_GjYWNE5kUx1bM.

Singapore Exchange Listing of AMTD International Corporation Ltd., SGX (April 8, 2020), <https://www.sgx.com/listing-ceremony/AMTD>.

Solomon, Steven Davidoff, *Hearing Shows Little Is Known on Who Controls Viacom*, THE NEW YORK TIMES (June 24, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/06/25/business/dealbook/hearing-shows-little-is-known-on-who-controls-viacom.html?searchResultPosition=1>.

Solomon, Steven Davidoff, *New Share Class Gives Google Founders Tighter Control*, THE NEW YORK TIMES (April 13, 2012), <https://dealbook.nytimes.com/2012/04/13/new-share-class-gives-google-founders-tighter-control/>.

Solomon, Steven Davidoff, *Snap's Plan Is Most Unfriendly to Outsiders*, THE NEW YORK TIMES (Feb. 3, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/02/03/business/dealbook/snap-ipo-plan-evan-spiegel.html?searchResultPosition=1>.

Solomon, Steven Davidoff, *The Game of Thrones at Viacom*, THE NEW YORK TIMES (May 23, 2016) <https://www.nytimes.com/2016/05/24/business/dealbook/the-game-of-thrones-at-viacom.html>.

Sterngold, James, *Big Board Ends Equal Vote Rule*, THE NEW YORK TIMES (July 4, 1986), <https://www.nytimes.com/1986/07/04/business/big-board-ends-equal-vote-rule.html>.

Stewart, Emily, *SEC Chair Highlights Need for More Public Companies in First Public Speech*, THE STREET (July 13, 2017, 12:20 AM), <https://www.thestreet.com/story/14224963/1/sec-chair-highlights-need-for-more-public-companies-in-first-public-speech.html>.

Tani, Shotaro, *Indonesia Allows Multiple Voting Shares to Boost Tech IPOs*, NIKKEI ASIA (December 7, 2021), <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/IPO/Indonesia-allows-multiple-voting-shares-to-boost-tech-IPOs>.

The Proposed Class Action Regime for Hong Kong, DEACONS, (October 6, 2014), <https://www.deacons.com/tc/2014/10/06/the-proposed-class-action-regime-for-hong-kong/>.

The Tragedy of the Dual-class Commons, ISS (February 13, 2012),
<http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>.

What Is the New Economy?, INVESTOPEDIA (March 04, 2021), <https://www.investopedia.com/terms/n/neweconomy.asp>.

WORLD ECONOMIC FORUM, THE GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT 2019 (2019),
https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf.

(四) 其他

Facebook, Inc., Current Report (Form 8-K) (June 5, 2018).

Facebook, Inc., Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, at 56 (June 2, 2016).

Google Inc., Registration Statement (Amend. No. 9 to Form S-1) (August 18, 2004).

Magna Int'l Inc., Notice of Special meeting of Holders of Class A Subordinate Voting Shares and Class B Shares of Magna International Inc (Exhibit 22.1) (May 31, 2010).

Snap Inc., Bylaws of Snap Inc. 22 (amended June 30, 2013).