

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master's Thesis



論雙層股權結構——以複數表決權股為中心

Research on Dual Class Structure: Centered on Multiple

Voting Shares

林郁淇

Yu-Chi Lin

指導教授：曾宛如 博士

Advisor: Wang-Ruu Tseng, Ph.D.

中華民國 114 年 6 月

June 2025

謝辭



2024 年 3 月，還須穿毛衣戴毛帽的初春，這本沒沒無聞的小書無聲動工。裡面匯聚著國內外、橫跨幾十年的學者研究、生硬冰冷的條文、在現實世界中實踐這些研究與條文的法人與自然人，以及本作者試圖開展的一些主觀想法。一年多後，洋洋灑灑的文字要用謝辭封裝，發現謝辭也如同論文內容般難以下筆。腦中閃過許多周遭珍貴的人們，想仔細描繪你們的存在，卻發現你們已完全融入我的生活，實難以用一個片段概括一切。

首先，感謝指導教授曾宛如老師。入曾門前，聽聞同門师兄說，老師的指導方式是一章一章批改論文，遇到問題時要盡可能自己想辦法解決，老師不會一天到晚約咪挺。撰寫之初，感受不出這樣的方式有何用意，至中後段才體悟到，唯有自己突破瓶頸才能思考透徹，才能在嘗試與碰撞中找到自己的路。若每踏出一步就要回頭確認是否偏離指定路線，路途雖穩但心總會沒那麼安穩。除此之外，老師充分地尊重學生意見，即使老師對我的本文見解提出很多質疑，但也僅是「質疑」。法學論述本來就有正有反，有甲說有乙說，見解本來就需要經過多方質疑的試煉，才能盡可能達到八面玲瓏。老師在批改時指出我許多未考慮之處，讓我一次比一次更全面地思考問題，除了使我的論文在次次修改中越來越充實，也讓我再次近距離感受到老師敏捷的思維。

四月底，因為有重要文件需請老師簽名，順便問了修改論文時遇到的問題。「老師，你之前在我第三章那邊寫說某制度有用嗎，應該用不到吧，我後來研究一下發現，真的沒有用欸……哈哈哈。」老師一臉無奈又小得意地回我，「我就說吧。」「那我把那邊全部刪掉可以嗎？」「當然可以！寫論文在精不在多！」

其次，感謝另外兩位口試委員：邵慶平老師與林國彬老師。邵老師在口試時提出許多直指本文核心的重要問題，令人感受到老師扎實的學術涵養；在論文寫

作的細節上也給予許多指教。另外林老師雖與本文意見不完全相同，但仍充分尊重本文見解，同時，老師也指出我論文撰寫上的小瑕疵，在比較法上給予我諸多意見。感謝兩位老師用心閱讀我的論文，在口試中提出非常多寶貴的建議。



再來，我想感謝楊岳平老師及陳肇鴻老師，作為兩位老師存保計畫的研究助理是我研究所生活最痛苦也最難忘的回憶之一。在存保計畫之前，我完全沒有擔任研究助理的經驗，學術研究能力趨近於零，以至於在計劃期間常常跟不上大家的思路，查找或整理資料的能力也不如其他助理。謝謝兩位老師在我交出奇形怪狀的研究內容時沒有氣急攻心，也沒責怪我，還是很用心地批改內容。這段痛苦的時光，成為奠定我日後撰寫論文時的重要基礎。同時感謝當時一起共事的承翰、燕容及建廷，你們是研究計畫的真正助理，我大概只是助理秘書吧。

感謝我的父母及乾媽乾爸。讀研究所其實是計畫之外，原本以為大學畢業、國考通過後就要成為獨立自主的小律師，沒想到又讓我多躺了三年。25 歲的媽寶爸寶，除了擔心論文寫不出來，只需要煩惱晚餐要吃什麼，或是鹹酥雞要點一份還兩份。「我回台南想吃午魚。」「沒問題，我現在租漁船去釣。」有兩位爸爸及兩位媽媽關照的我，豐衣足食，自在幸福。如果可以的話，希望還是可以繼續當媽寶爸寶呦。

感謝同門師兄品聿及太詮。沒有你們我應該也畢得了業，只是會非常坎坷。感謝你們與我一起焦慮論文進度，各種行政事項上互相提醒互相幫忙。與你們在群組裡散播焦慮、分享八卦是研究所生活的重要部分。

感謝我的大學及研究所朋友，曹寶、詹大寧、Weien、彤姐、Kilo、Polin、muwes、家伶、jinwei。2018 年以前，我們的人生軌跡各自進行，偶然地在 2018 年夏季無聲交會。記憶會褪色泛黃，少男少女會成為熟男熟女，初版三刷的教科書可能也變成三版五刷，聊天話題從期末考、國考，變成這個月寫了幾份狀、去

了幾次高院。願那些帶不走的成為飯桌酒桌相聚的嘻笑打鬧，那些帶得走的變成在書桌、在包裡、在指縫間的碎片，零散地滯留在快速變遷的生活。



感謝我一路上的摯友，許 Ally、艾德林、Angela、Alex（四個人都是 A 開頭耶）。謝謝我們在各處各自安好，每年平淡地、溫柔地見幾次面，出國時也惦記著彼此，以明信片跨越大洋捎來簡單的問候。

感謝 Louis。Kiki Land 裡有不定期舉辦的商法研討會、有遍及南北的餐廳及咖啡廳、有水池或單槓的公園、有一隻牧羊犬，以及一隻橘貓。Kiki Land 平凡無奇，沒有霓虹閃爍，也沒有五光十色，但小橘貓因為溫柔可靠的牧羊犬，得以舒服自在地安歇。

2025 的夏季猝不及防地開始，令人暈眩的烈日與時不時的大雷雨作為下半年的開場。這本論文在這轟轟烈烈之中也安靜平淡地畫下句點。時間會繼續流逝，所有人也會被推著向前。雖然往者已矣、未來不可知，但我們都在這本論文謝辭的畫面中定格成永恆。

中文摘要



一股一表決權為我國公司法長期以來的原則規範。1980 年，公司法允許發行無表決權股；2015 年及 2018 年分別開放閉鎖性股份有限公司及非公開發行公司發行複數表決權股，逐步敞開雙層股權結構的大門。然而，目前僅閉鎖性股份有限公司及非公開發行公司得發行複數表決權股，公開發行公司仍不得為之。根據立法理由，立法者擔心若公開發行公司得發行複數表決權股，將產生萬年董監的問題，有害公司治理。然而，透過無表決權股及普通股亦可達到雙層股權之效果，立法者唯獨禁止複數表決權股，似有再思考的空間。

反對雙層股權結構的論者指出，雙層股權結構將使代理成本問題加劇；經營階層若表現不彰，其他股東也難以透過股東會將其汰換，公司經營效率也會產生問題。再者，有許多學者以實證研究指出，採取雙層股權結構將使公司價值降低。最後，機構投資人也大力反對雙層股權結構，認為一股一表決權是長期以來的公司治理原則，應賦予所有股東相同的表決權。支持雙層股權結構的論者則指出，控制者之所以欲獲得控制權，並不再於追求私益，而在於追求獨特的遠見，能不畏追求短期利益的股東，規劃公司長遠發展。同時，相較交叉持股、股東協議等機制，雙層股權結構是較透明度較高的鞏固控制權方式，代理成本問題較易被偵測。最後，也有不少實證研究指出，雙層股權結構公司的表現較一般公司來得更好。

在比較法上，美國、英國、香港及新加坡的公司法皆允許發行複數表決權股，得在章程上訂立各類股份的權利義務，至於其他詳細的規範皆由證券交易所之上市規則處理。本文接著比較了紐約、那斯達克、倫敦、香港及新加坡五間證交所的上市規則，先回顧這五家交易所如何從禁止雙層股權結構走向開放，再整理雙層股權結構的相關配套措施。本文將配套措施分為三部分，分別為事前設計、事

中運作及事後救濟。首先在事前設計上，有些交易所對公司規模或公司類型有更高要求或特別規定，並且訂有強制日落條款規定，有些則訂有表決權比率限制，使複數表決權的表決權數不得超過普通股表決權的一定倍數。其次，在事中運作上，少數證交所對公司的委員會成員選任有較高要求；多數的證交所對雙層股權結構公司的資訊揭露都訂有許多規範，確保股東清楚知悉該雙層股權結構的意涵與風險。最後，在事後救濟上，股東可透過代位訴訟或集體訴訟追溯董事責任，然案例數量並不多。

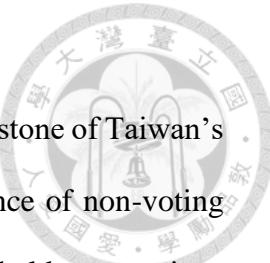
整理完抽象規範後，本文以 Facebook (Meta)、福特汽車及阿里巴巴三家公司作為代表，觀察雙層股權結構的實務運作。整體而言，這些公司的複數表決權股除了表決權數較高，通常還附有其他權利，譬如公司重大事項須經複數表決權股股東決議，或者在公司清算上有優先分派權。另外，這些公司還運用其他方式鞏固控制權，包含簽訂表決權拘束契約、或者在章程訂立反併購款等。這些控制者以雙層股權結構長期安穩地握有控制權，雖然每年都有股東提案回復單層股權結構，但因控制者的複數表決權股，目前仍皆維持雙層股權結構。

綜覽比較法上的抽象規範與實務運作案例後，我國法制的訂立仍須注意我國實務與外國實務的不同，建立「因地制宜」的法制，不應全盤接收外國法。首先，本文認為，部分證交所訂立的公司規模或公司類型限制，並無助於監管雙層股權結構公司，且比較法上的規範標準也十分抽象模糊，因此我國不必訂立相關規定。其次，IPO 時有公開說明書清楚的資訊揭露，資本重組時也經過股東會特別決議，本文認為上市公司可在 IPO 時或透過資本重組發行複數表決權股，若上市前公司已有複數表決權股的存在，亦屬合法。第三，雖然許多證交所對複數表決權股持有人設有身分限制，但本文認為設有過多限制不利於公司長期發展，蓋創始人可能經營多年從外部尋找接班人選，也將公司轉變為家族企業，若在上市規則就限制持有人身分，可能過度缺乏彈性，公司便不願利用雙層股權結構。

第四，本文認為在發行價格及決策程序上，應要求公司須經股東會特別決議始得發行，並說明發行複數表決權股的理由、價格及合理性，以及選擇特定人作為持有人的理由，藉此拘束經營階層恣意發行複數表決權股，鞏固控制權。第五，為避免一般股東在公司重大事項上無置喙餘地，本文認為香港及新加坡證交所的加強表決程序值得作為我國法的參考：在某些特定情況下，複數表決權股將回歸一股一表決權。最後，資訊揭露當然是基本且必要的配套措施—公司應在各種揭露文件中清楚載明雙層股權結構的各項資訊，包含解釋何謂雙層股權結構、為何公司採取雙層股權結構，並說明此制度所帶來的風險，確保所有投資人與股東皆在充足的資訊揭露下作出決定。

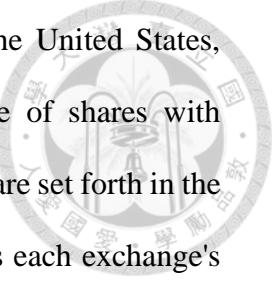
關鍵詞：雙層股權結構、複數表決權股、一股一表決權、日落條款、上市公司、上市規則

ABSTRACT



The principle of "one share one vote" has long served as a cornerstone of Taiwan's Company Act. However, in 1980, amendments permitted the issuance of non-voting shares. In 2015 and 2018, Taiwan's Company Act allowed closely held corporations and non-public companies, respectively, to issue multiple voting shares. These developments have incrementally opened the door to dual-class structures (DCS). Nevertheless, the issuance of multiple voting shares remains prohibited for public companies. Legislative concerns underpinning this restriction primarily centered on the potential entrenchment of directors and supervisors. Yet, the policy inconsistency is notable: dual-class effects can also be achieved through combinations of non-voting shares and common shares, while only multiple voting shares are expressly proscribed. This asymmetry warrants further reflection and reconsideration.

Critics argue that DCS intensify agency costs by decoupling voting power from economic ownership. Moreover, poor managerial performance becomes more difficult to rectify through shareholder action. Numerous empirical studies further indicate that DCS may result in diminished firm value. Institutional investors have consistently opposed DCS, advocating for the preservation of the "one share, one vote" principle as a normative standard of corporate governance. On the other hand, proponents of DCS argue that the pursuit of control is often motivated not by private interests but by idiosyncratic vision. Dual-class structures can insulate management from short-term market pressures, allowing for consistent and forward-looking corporate planning. Compared to mechanisms such as cross-shareholding or shareholder agreements, DCS offer greater transparency, which facilitates the detection of agency problems. Moreover, some empirical studies suggest that companies employing DCS may, in fact, outperform their single-class counterparts.



From a comparative legal perspective, jurisdictions such as the United States, United Kingdom, Hong Kong, and Singapore permit the issuance of shares with multiple voting rights, while more detailed governance requirements are set forth in the listing rules of securities exchanges. Subsequently, this article traces each exchange's evolution from prohibiting to permitting DCS and then categorizes the accompanying regulatory safeguards into three stages. First, *ex ante* design measures include heightened listing requirements based on company size or type, mandatory sunset provisions, and limitations on voting ratios—typically capping the voting power of multiple-vote shares at a fixed multiple of common shares. Second, operational safeguards during the company's lifecycle often involve stricter requirements for board and committee composition (in select exchanges), and robust disclosure obligations. Last, *ex post* remedies provide shareholders with the ability to initiate derivative or class action lawsuits to hold directors accountable, although such litigations remain relatively infrequent in practice.

In Chapter 4, this article examines the practical implementation of DCS through three prominent cases: Meta Platforms (Facebook), Ford Motor Company, and Alibaba Group. These companies illustrate the operational nuances of DCS: their multiple-vote shares not only confer enhanced voting rights but often carry additional privileges, such as veto powers over critical corporate decisions or priority in liquidation proceedings. Moreover, these companies utilize supplementary mechanisms to entrench control, including voting agreements and anti-takeover provisions embedded in their corporate charters. Despite recurring shareholder proposals advocating a transition to single-class structures, the sustained dominance of controlling shareholders through multiple voting shares has enabled the persistence of DCS in each case.

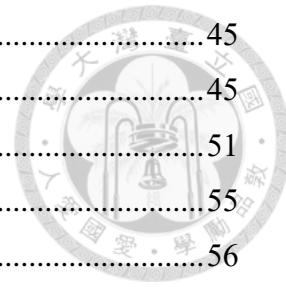
This study contends that a legal system tailored to local conditions should be established, rather than indiscriminately adopting foreign models. First, this article argues that certain restrictions imposed by stock exchanges—such as limitations based on company size or type—do not effectively contribute to the regulation of dual-class share structures. Second, the issuance of multiple voting shares (MVS) should be permissible at the time of the IPO or through recapitalization. If MVS exist prior to the IPO, such a structure should also be deemed legitimate. Third, although many stock exchanges impose identity-based restrictions on holders of MVS, this article argues that excessive limitations may hinder a company's long-term development. If the listing rules rigidly restrict the identities of MVS holders, such inflexibility may deter firms from adopting a dual-class share structure.

Fourth, this study maintains that the issuance of MVS should be subject to a special resolution of the shareholders' meeting. The company should be required to disclose the rationale for the issuance, the proposed pricing, and the justification for selecting specific individuals as MVS holders. Fifth, to prevent ordinary shareholders from being excluded from decisions on significant corporate matters, in some specific circumstances, the "one share, one vote" principle should be reinstated. Finally, disclosure of information constitutes a fundamental and indispensable safeguard. Companies should clearly specify all aspects of the dual-class share structure in relevant disclosure documents, including explanations of what a dual-class structure entails, the rationale for its adoption, and the risks it may pose. This ensures that all investors and shareholders are able to make informed decisions based on adequate and transparent information.

KEYWORDS: Dual Class Structure, multiple voting shares, one share one vote rule, sunset provision, public companies, listing rules

目次

謝辭	i
中文摘要	iv
ABSTRACT	vii
目次	x
圖次	xiii
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究方法及研究範圍	2
第三節 研究架構	3
第二章 雙層股權結構之發展	4
第一節 問題提出—我國雙層股權結構法規發展之歷程	4
第二節 理論基礎	10
第一項 一股一表決權原則 (One share one vote rule)	11
第二項 一股一表決權原則所受之挑戰	15
第三項 小結	18
第三節 雙層股權結構之批評	19
第一項 代理人問題	19
第二項 經營效率問題	20
第三項 公司價值降低	21
第四項 機構投資人的反對	22
第四節 雙層股權之優勢	24
第一項 創新智識之保留與傳承	24
第二項 有助於公司表現	28
第三項 透明度較高的鞏固控制權方式	29
第五節 小結	32
第三章 雙層股權結構之發行方式與相關配套措施	34
第一節 雙層股權結構之發行方式	34
第一項 首次公開發行 (Initial Public Offerings, IPO)	34
第二項 資本重組 (recapitalization)	34
第二節 雙層股權結構之開放門檻	36
第一項 美國	36
第二項 英國	40
第三項 香港與新加坡	42



第三節 雙層股權結構之設計	45
第一項 基本條件	45
第二項 日落條款 (sunset provision)	51
第三項 表決權比率限制	55
第四節 雙層股權結構之運作	56
第一項 委員會的獨立性及法規遵循	56
第二項 可行使表決權之比例	58
第三項 資訊揭露	58
第四項 加強表決程序	63
第五節 雙層股權結構之事後救濟	65
第一項 代位訴訟	65
第二項 集體訴訟 (Class Action)	69
第六節 綜合比較與各國實務現況	74
第四章 外國公司案例與分析	78
第一節 案例一：Meta (Facebook)	78
第一項 公司簡介	78
第二項 雙層股權結構建立過程	78
第三項 發行無表決權股	87
第四項 股東提案回復單層股權結構	90
第二節 案例二：福特汽車 (Ford Motor)	91
第一項 公司簡介	91
第二項 雙層股權結構建立過程	93
第三項 福特公司雙層股權結構所受之批評	99
第三節 案例三：阿里巴巴 (Alibaba Group Holding Ltd., Alibaba)	101
第一項 公司簡介	101
第二項 合夥人制度的提出與發展	103
第三項 首次公開發行	109
第四項 合夥人制度所受之批評	111
第五項 近年發展	113
第四節 小結	115
第五章 我國法制現況與立法建議	117
第一節 我國法制與實務現況	117
第二節 雙層股權結構之利弊分析	120

第一項	回應代理成本問題.....	120
第二項	立法政策不一致.....	123
第三節	本文建議之立法架構.....	128
第一項	公司類型與公司規模.....	128
第二項	發行時點與發行決策程序.....	130
第三項	複數表決權股持有人限制與強制日落條款.....	134
第四項	加強表決程序.....	140
第五項	資訊揭露.....	141
第六項	小結.....	142
第六章	結論.....	143
參考文獻.....		146

圖次

圖表 1：表決權光譜	8
圖表 2：證交所上市規則比較表	75
圖表 3：螞蟻集團股份持有關係	105
圖表 4：委託人成本與代理人成本	122
圖表 5：本文立法建議	142





第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

股東在股東會上享有投票權為股東的基本權利。過往，各國長時間遵守一股一表決權原則（one share one vote rule），蓋是基於投票權應與股東所承擔之投資風險相應—意即按照股東作為剩餘所有權人（residual owner）所承擔的投資風險來分配投票權¹。然而，一股一表決權原則其實也很早就受到挑戰—1898 年美國即出現第一個發行一股複數表決權的公司：The International Silver Company。1920 年代後以降，美國採取雙層股權結構的公司日益增多，包含 Dodge Brothers、Google、Nike、Snap 等，使得雙層股權結構受到業界及學術界的關注。

若將視角轉回我國，從法條可知我國將一股一表決權定為原則，蓋公司法第 179 條第 1 項規定，公司各股東除本法另有規定外，每股有一表決權。同時，公司法在設立之初也有類似特別股的相關規定²，至 1980 年之公司法始明文規定公司得發行無表決權股，然直至 2015 年才有複數表決權股之規定。如此緩慢之進展，使本文對我國複數表決權股之規定甚感興趣，也是本文第一個研究動機：我國長期不允許發行複數表決權股，直至今日，公開發行公司仍被排除在許可之外，究竟禁止之目的為何？有鑑於比較法及國內學說，對於開放雙層股權結構之討論文獻汗牛充棟，本文便不再贅述本議題的重要性，研究目的將著重於公開發行公司若開放發行雙層股權結構，將採取哪些合適的配套措施，使公司股權結構的安排更有彈性，也能保障投資人及股東之利益。

¹ See Milton M. Bergerman, *Voting Trusts and Non-Voting Stock*, 37 YALE L.J. 445, 448 (1928).

² 1919 年公司法之用詞為「優先股」，並非「特別股」。



第二節 研究方法及研究範圍

本文於研究方法上採取文獻回顧研究法、比較法研究法、以及指標案例研究法。首先，於文獻回顧研究法，由於 2015 年公司法新增閉鎖性股份有限公司專章、2018 年又進行大幅度修正，兩次皆有涉及複數表決權股之開放，故國內學說相關討論甚多；阿里巴巴於 2013 年因未遵守一股一表決權，採取特殊合夥人制度，遭香港證券交易所拒絕上市，近期也掀起外國學說討論雙層股權結構之風潮。因此本文欲梳理國內外學者對本議題之正反意見，並提出本文之淺見。其次，於比較法研究法方面，雖然多數國家法制允許雙層股權結構，然鑑於外國證券交易所對雙層股權開放程度差距極大—光譜兩端之其中一端對雙層股權結構採取完全開放之態度；另一端則採取嚴格禁止之態度，僅有在特殊情況下允許雙層股權結構之存在，因此整理比較不同開放程度之上市規則有助於理解不同國家的市場狀況及其選擇之公司治理方針，藉此可釐清我國於光譜中之位置，並建構出相應之配套措施。最後之指標案例研究法方面，本文欲介紹三家外國上市公司之雙層股權結構，包含 Meta (Facebook)、福特汽車 (Ford Motor Company) 及阿里巴巴 (Alibaba)，分析三家公司因建立雙層股權結構對公司內外造成之影響。

本文之研究範圍將聚焦於「公開發行公司」得否發行「複數表決權股」，藉以建立雙層股權結構，鞏固經營權。雖然雙層股權結構之設立並不以複數表決權股為限，亦包含無表決權股、限制表決權股及其他方式，但從現行公司法第 157 條第 1 項及第 356 條之 7 觀之，我國已允許所有類型之公司發行無表決權股及限制表決權股，故此二種特別股之爭議並不大，本文亦不著墨過多。另外，所謂之配套措施，主要著重於建議我國公司法第 157 條之修正，以及證券交易所之上市審查準則應如何規範雙層股權結構之公司，至於非公開發行公司的配套措施、其餘特別股類型的交錯適用，以及監察人選舉是否應回歸一股一表決權等問題，礙於篇幅，本文並不討論。



第三節 研究架構

本文共分為六章。第一章為緒論，內容包含研究動機、研究目的、研究方法與研究架構，簡略說明本文之發想與研究方向。第二章為雙層股權結構之發展。首先將說明我國雙層股權結構之法制史，如何從原先之一股一表決權，逐步開放至閉鎖性股份有限公司及非公開發行公司得發行複數表決權股或無表決權股。此法制發展導向本文之核心問題：我國是否應允許公開發行公司發行複數表決權股？其次，本文將撰寫雙層股權結構之優缺點，說明支持者與反對者的立場。第三章為雙層股權結構之類型與相關配套措施。本章將先概略描述美國、英國、香港及新加坡對於雙層股權結構的法制發展及現行法制，接著說明那斯達克（NASDAQ）、紐約（NYSE）、倫敦（LSE）、香港（HKEX）、新加坡（SGX）五間證券交易所對雙層股權結構的開放程度，再整理雙層股權結構最初之設立、建立後之運作及事後股東救濟的相關監管配套措施。第四章為外國公司案例與分析。本章將介紹 Facebook (Meta)、福特汽車及阿里巴巴三間公司之雙層股權結構，從三個具體案例中探討雙層股權結構的實際運作，以及對公司治理是否有可取及可議之處。第五章為我國法制現況與立法建議。在梳理各國法制、實務運作的實際狀況後，本章將簡略說明我國現況，並試圖建構出適合我國現況的監管配套措施，使公司能採取更有彈性的股權結構，股東也能受到完善的保障。第六章為結論。



第二章 雙層股權結構之發展

第一節 問題提出—我國雙層股權結構法規發展之歷程

1966 年以前，公司法並無「特別股」之規定，僅有類似於特別股之「優先股」制度。1929 年公司法第 188 條規定，「公司增加資本或整理債務時，得發行優先股。但應於公司章程中，訂明優先股應有權利之種類。」由上述條文文字可知，優先股之發行條件限於「增加資本」及「整理債務」兩種情形，公司似不得在設立之初即發行優先股。至於何謂「優先股」，條文並未規定，參照司法院院字第 2286 號解釋，「公司各股東，每股有一表決權，公司法第一百二十九條定有明文，此為股東應有之權利。……公司發行優先股者依公司法第一百八十八條但書之規定，雖應於公司章程中訂明優先股應有權利之種類，但所謂優先股應有權利之種類，係指優先股所享優先權之種類而言，非謂優先股東出席股東會而為表決之權，得以公司章程剝奪之。」綜上所述，立法者認為優先股並不包含無表決權股及限制表決權股。雖複數表決權股並非剝奪股東表決權之型態，但似難從文義解釋認為複數表決權股屬於「優先權」，故本文認為當時公司法堅守一股一表決權原則，並不容許無表決權、限制表決權及複數表決權之存在。

1946 年公司法大幅修正，優先股之發行條件改為「增加資本時¹」，優先股之類型則第一次明文於公司法，包含：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²。修正後的條文推翻院字第 2286 號解釋，允許得為表決權之限制，可見此時一股一表決權原則有些微鬆動。

¹ 1946 年公司法第 248 條：「公司增加資本時，得發行優先股。」

² 1946 年公司法第 156 條。

1966 年公司法刪除了優先股之發行條件，條文之「優先股」全部改為「特別股³」，其餘內容則不變。應注意者為，所謂行使表決權之限制，並不包含完全加以限制。依司法行政部（63）台函參字第 03329 號，「依公司法第 157 條第 3 款之規定，雖應於公司章程中訂明特別股股東行使表決權之順序或限制，但所謂特別股股東行使表決權之限制係指公司法第 179 條所之限制而言⁴，非謂特別股股東出席股東會而為表決之權，得以章程剝奪之。」

1980 年公司法將第 157 條第 3 款修正為「特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。修法理由表示，「……蓋股東有所謂企業股東、投資股東、投機股東三者之分。投資股東取得股票，目的祇在投入資本，賺取股息紅利等，故其所關心者，唯股息紅利之多寡，對於股東表決權之有無，並不介意，……，而毋庸給以表決權，以使公司經營可趨簡易，此乃股份有限公司特色之一，即『企業所有與企業經營分離』之典型表現。……爰於第三款增訂特別股之股東『無表決權』之規定。」此外，雖法條未明文規定，但經濟部解釋認為「表決權行使之限制」並不包含每股享有複數表決權，「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，而與表決權之多寡應無關連⁵。由上述文字可知，立法者認為表決權是股東可捨棄之權利，使僅想要獲得金錢利益的股東得自願放棄表決權，且立法者知悉且認同實務發展已有企業所有與經營分離的趨勢，則經營階層是否得藉由設計股權結構鞏固經營權？若公司發行無表決權之特別股予一般投資大眾，經營階層持有一股一表決權之普通股，似乎不違反法條規定，也不背離修法理由及主管機關之解釋，則是否可如此設計股權結構？是否有利於公司治理？惟當時並無公司設立此種雙層股

³ 修法理由表示，「修正案以將來公司發行之特別股不限於優先股一種，故將優先股改為特別股以期概括。」參照：立法院公報第 55 卷第 37 會期第 13 期，頁 124，<https://ppg.ly.gov.tw/ppg/PublicationBulletinDetail/download/communique1/final/pdf/lib/55371300.pdf>。

⁴ 1966 年公司法第 179 條第 1 項：「公司各股東，每股有一表決權；但一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。」

⁵ 經濟部（72）年 3 月 23 日商 11159 號函。

權結構，主管機關之意見不得而知，也無法明確判斷公司治理問題。



2015 年公司法新增閉鎖性股份有限公司專章，其中第 356 條之 7 允許閉鎖性股份有限公司發行複數表決權股，是我國法第一次明文複數表決權股之條文。從立法理由得知，除了允許企業自治，也強調「科技新創事業」具有高風險、高報酬、知識密集之特性，故創業家與投資人間，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，因而允許更多樣化的特別股類型。此次修法就條文本身而言實屬重大新變革，然本文認為，立法者之想像與實務運作結果是否相同，實有疑問。2025 年 3 月全台共有 795,265 家已登記之公司⁶，閉鎖性公司共有 6,851 家⁷，所占比例不到 1%，這 6,000 多家公司中有發行複數表決權股之公司比例肯定更低。有學者針對閉鎖性公司進行實證研究，取得 82 份閉鎖性公司的章程，僅有 5 家公司採複數表決權股，僅佔全部的 6.1%⁸。採用複數表決權股比例低落的理由可能僅是前述研究的樣本數不多，實際比例可能略有增減，也可能是設立閉鎖性公司之人對於股權安排無如此細緻的規劃，因此並未使用。

1980 年公司法第 157 條維持至 2018 年公司法全盤修正時才有所變動。2018 年特別股之規定從原先四款變為八款，新增之類型包括：複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股（第 4 款）、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（第 5 款）、特別股轉換成普通股之轉換股數、方法或轉換公式（第 6 款）、以及特別股轉讓之限制（第 7 款）。除此之外，同條第 2 項規定監察人選舉時，複數表決權股回歸一股一表決權；同條第 3 項規定，第 1 項第 4、5、7 款不適用於公開發行公司。從修法理由可知，本次修法乃

⁶ 經濟部，現有公司登記家數-按組織別分，<https://service.moea.gov.tw/EE521/common/Common.aspx?code=F&no=1>（最後瀏覽日期：5/15/2025）。

⁷ 全國商工行政服務入口網，閉鎖性公司名錄，<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/closeCmpyAction.do?method=list>（最後瀏覽日期：6/27/2025）。

⁸ 蕭富庭，閉鎖性股份有限公司運用概況之實證研究，全國律師，25 卷 5 期，頁 51，2021 年 5 月。

參酌 2015 年閉鎖性股份有限公司專章設立，允許非公開發行公司之特別股多樣化，使企業有充足之自治空間。然而，公開發行公司之企業自治仍受限制。修法理由第 3 點表示，「考量放寬特別股限制，少數持有複數表決權或否決權之股東，可能凌駕或否決多數股東之意思，公開發行股票之公司股東眾多，為保障所有股東權益，並避免濫用特別股衍生萬年董事或監察人之情形，導致不良之公司治理及代理問題，且亞洲大多數國家對於發行複數表決權或否決權之特別股仍採較嚴謹之規範。」

2018 年之修法除了新增特別股種類，也是我國公司法第一次將特別股之發行區分為公開發行公司及非公開發行公司，監察人選舉又特別受到一股一表決權的限制，蓋無論公開發行公司或非公開發行公司在監察人選舉上回歸一股一表決權。同時，上述修法可見我國政策認為股份平等應落實於公開發行公司，且不支持公開發行公司之股東得藉由各種安排強化自己的經營地位或「權力分派」⁹。

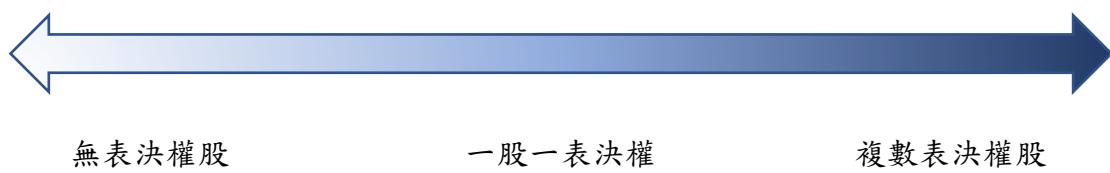
修法開創性地增設多種特別股，惟對於複數表決權股仍持保留態度。本文認為，修法理由可見立法者擔心持有複數表決權股之股東獨大，公司經營階層難以汰換，影響公司治理及代理成本。立法者的擔憂不無道理，蓋董事及監察人由股東會選出，掌握表決權者可掌握公司經營階層人選。然禁止公開發行公司發行複數表決權股即可避免萬年董事或監察人，避免公司治理遭受破壞嗎？假設一公開發行公司之經營階層持有一股一表決權之普通股，一般投資大眾全部持有無表決權股，亦可達到類似效果，使經營階層在股東會表決權行使上十分有利。前述的作法完全符合現行法之規定，但同樣會產生公司治理的問題。此外，允許非公開發行公司發行複數表決權股，雖然較不影響一般投資大眾，但非公開發行公司之經營階層若長期把持公司亦非最佳解，亦有害公司治理，且將使整體經濟效率不

⁹ 曾宛如，公司法制之重塑與挑戰，月旦法學雜誌，300 期，頁 135，2020 年 5 月。



彰。況且，非公開發行公司免於許多資訊公開之要求¹⁰，投資人可能並不清楚公司股權結構；相對於此，投資人投資有充足資訊的公開發行公司，似乎更有保障。若此，我國公司法以是否為公開發行公司作為是否得發行複數表決權股之界線是否合理，值得吾人探討。

觀諸法規發展歷程，表決權如同一光譜，最中間為一股一表決權，最左側為無表決權，最右側為一股複數表決權，經由時間遞嬗從中間向左右兩側發展。最初一股一表決權為立法者所訂立之「原則」，原則亦不容許有任何例外，故此時表決權非一光譜，僅有一個點；發展中期，立法者允許表決權之限制及無表決權，光譜左側開始發展起來；近期有限度開放複數表決權股，使整個光譜完整成形。令人驚訝的是，雖然法規發展永遠晚於實務變遷，但光譜中心至左側花了 51 年（1929-1980）；中心至右側花了 86 年（1929-2015），光譜完整成形耗時竟將近 90 年！



相較我國，美國法上的無表決權股與複數表決權股發展較我國法早一個世紀以上。美國州法雖明文規定一股一表決權原則，但並非強行法規，例如德拉瓦州公司法第 213 條第 a 項規定，除章程另有規定且受本法第 213 條限制，每位股東

¹⁰ 根據 2023 年 11 月 10 日新修正之公開發行公司年報應行記載事項準則第 7 條第 4 款，公開發行公司年報應記載公司募資情形，包含資本及股份、公司債、特別股、海外存託憑證、員工認股權憑證、限制員工權利新股及併購（包括合併、收購及分割）之辦理情形暨資金運用計畫執行情形；第 11 條規定公司股本來源應敘明公司最近年度及截至年報刊印日止，已發行之股份種類；第 13 條規定特別股辦理情形應包括流通在外及辦理中之特別股，並揭露相關發行條件、對股東權益影響及公司法第一百五十七條所規定之事項。屬私募特別股者，應以顯著方式標示。

一股有一表決權¹¹。在證券交易所上市規則部分，身為自律組織之一的紐約交易所 (New York Stock Exchange, NYSE) 在 1920 年代以前堅守一股一表決權原則，這項原則因 NYSE 許可 Dodge Brothers 公司發行無表決權股後受到挑戰。1925 年 Dodge Brothers 公司發行無表決權股，使得經營階層 Dillan, Read and Company 僅出資 225 萬美元即獲得所有的表決權，其他股東共投資 1 億 3,000 萬美元，卻未獲得任何表決權¹²。NYSE 的「放行」受到以學者 William Ripley 為代表的嚴厲批評，故 NYSE 於 1926 年 1 月公開表示反對無表決權股之發行，但並未有任何具體政策的施行¹³。探究 NYSE 之許可，其實是受到兩項挑戰。首先，NYSE 受到 AMEX 及 NASDAQ 兩個交易所的快速崛起，NYSE 擔心繼續採行嚴格的上市規則將不再吸引或留住即將上市或上市公司。其次，1920 年代許多公司發行無表決權，究其目的乃是經營階層藉由無表決權股之發行作為被併購的防禦手段¹⁴。一股一表決權原則終究抵不過市場的反對力量，NYSE 於 1984 年向證管會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 提案終止一股一表決權，1986 年 NYSE 上市規則正式廢除之¹⁵。

1988 年，證管會公布 Rule 19c-4，規定僅有全部發行一股一表決權的公司始得上市，但兩年後即被哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院宣告該規定無效¹⁶。自此之後，證管會從未回復 Rule 19c-4，但一股一表決權原則已成為公司治理的試金

¹¹ Del Gen. Cor. Law §212(a).

¹² Manning Gilbert Warren II., *One Share, One Vote: A Perception of Legitimacy*, 14 J. CORP. L. 89, 92 (1988).

¹³ Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 GEO. WASH. L. REV. 687, 693-699 (1985).

¹⁴ Warren II, *supra* note 12, at 92-93.

¹⁵ Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change by New York Stock Exchange, Inc., Relating to Amendments to the Exchange's Voting Rights Listing Standards for Domestic Companies, 51 Fed. Reg. 37,529 (1986); Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change; New York Stock Exchange, Inc., 51 Fed. Reg. 41,715 (1986).

¹⁶ Bus. Roundtable v. SEC, 905 F.2d 406 (D.C.C. 1990).

石（touchstone）¹⁷。



相較於歐美，亞洲國家對複數表決權股多持保守態度，但近期似有鬆動。例如新加坡於 2014 年開放公開發行公司得發行複數表決權股¹⁸，新加坡交易所（Singapore Exchange Limited，SGX）則於 2017 年 7 月 28 日發布新聞稿，聲明允許在已開發市場第一上市的雙層股權結構公司，可於新加坡申請第二上市。香港交易所（下稱港交所）於 2017 年 6 月發布有關增設新板（New Board）的徵詢公眾意見，並建議新板可允許雙層股權結構之公司上市。港交所指出，目前主板與創業板的上市規則已無法滿足「新經濟（New Economy）」下公司籌資與投資人投資之需求¹⁹。對於亞洲其他市場的發展，我國政府的態度仍趨向保守。2018 年立法委員質詢金融監督管理委員會（下稱金管會）對於同股不同權之看法，時任金管會主委顧立雄表示：「『同股不同權』有害公司治理，因此金管會目前不會跟進，但是港股推動『同股不同權』制度的後續效益還要持續觀察²⁰。」

綜上所述，本文認為我國現行法對於複數表決權股的態度尚有討論空間，且對於立法理由所述之「若開放公開發行公司發行複數表決權股將有害公司治理」抱有疑問。本文後續將分析學說及實務對複數表決權股的態度，並參酌比較法與外國實務案例，探究我國法是否應全面開放複數表決權股。

第二節 理論基礎

¹⁷ Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, 30 CARDOZO L. REV. 445, 471 (2008).

¹⁸ Singapore Companies Act (Cap 50), s 64(1); Ministry of Finance, Report of the Steering Committee for Review of the Companies Act (Consultation Paper, June 2011).

¹⁹ HKEx, *Concept Paper, New Board 6* (June 2017), <https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2017061.pdf>.

²⁰ 工商時報(6/12/2018),〈「同股不同權」的潘朵拉盒子〉, <https://m.ctee.com.tw/album/content/901346?category=e4614da7-8c24-438f-8533-c4420d0d0f8e>。(最後瀏覽日期：6/27/2025)

第一項 一 股 一 表 決 權 原 則 (One share one vote rule)

第一款 股 東 平 等 原 則 與 股 份 平 等 原 則



依通說見解，股東平等原則係指股份有限公司就各股東基於股東地位對公司享有之權利及負擔之義務概予平等待遇而言²¹。我國公司法第 179 條第 1 項規定，「公司各股東，除本法另有規定外，每股有一表決權。」按股份有限公司屬於資合公司，其係以區分為均等單位之股份所構成之資本結合體，不但股東依其出資比例而享受利益，甚且股東對公司之支配大小亦係以所擁有之股份比例決定²²。相對於此，有限公司之人合性色彩濃厚，故股東不問出資多寡，均有一表決權，例外得以章程訂定按出資多寡比例分配表決權²³。從上述兩個條文可知，有限公司之股東乃「一人」享有一表決權，才屬於真正的「股東平等原則」，股份有限公司則因其公司型態，股東平等原則實為「股份平等原則」²⁴。然吾人可想而知，股份有限公司的大股東在經濟合理性的思維模式下，將高舉股份平等原則的大旗，追求自身利益，做出損害少數股東甚或公司利益之舉²⁵。若更極端地貫徹股份平等原則股份平等原則，所有公司內部事務處理皆應嚴格按照持股比例決定，所有事務都需經過多數決投票，譬召開股東會之權（公司法第 173 條參照）、股東得訴請撤銷股東會決議（公司法第 189 條參照）、請求董事會停止違法行為（公司法第 194 條參照）等都應依資本多數決原理為之²⁶，然而顯然地前述事項並未完全遵循股份平等，仍舊賦予這些請求權予個別或少數股東。

當股東在股東會以一股一表決權之方式投票，固然符合股份平等原則，但若

²¹ 王文字，公司法論，頁 395，2022 年 9 月，7 版。柯芳枝，公司法論（上），頁 233，2003 年，增訂 5 版。劉連煜，現代公司法，頁 389，2022 年 9 月，增訂 17 版。

²² 王文字，同前註，頁 395。

²³ 公司法第 102 條第 1 項。

²⁴ 王文字，同註 21，頁 265。

²⁵ 黃銘傑，「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 10，2011 年 3 月。

²⁶ 同前註，頁 11。

大股東藉此增加自己的利益，剝奪或侵害少數股東之利益，甚或是公司整體的利益，即不符合前述「股東對公司享有之權利及負擔之義務概予平等待遇」之意旨。

實務見解²⁷有認為，「本於股東平等原則，股份有限公司就各股東基於股東地位對公司享有權利及負擔義務，應予平等待遇。此原則係基於衡平理念而建立，藉以保護一般股東，使其免受股東會多數決濫用之害，為股份有限公司重要原則之一。倘因股東會多數決之結果，致少數股東之自益權遭實質剝奪，大股東因而享有不符比例之利益，而可認為有恣意之差別對待時，即屬有違立基於誠信原則之股東平等原則。」學說亦有認為，因股份平等原則下之資本多數決的結果，實質上剝奪少數股東之自益權，大股東卻因此受有不符比例的利益時，即可認定落入自義差別對待範疇，違反股東平等原則²⁸。

本文認為，之所以強調「股份」平等原則，目的在於確保出資者投注的資金與其承擔的風險成比例，若僅追求「形式」平等，導致小股東權利實質上遭受侵害，並非良好的處理方式，此時應回歸追求「實質」平等，避免大股東濫權。雖然有限公司與股份有限公司在股東表決權行使的原則採取不同立場，但股份有限公司僅在「表決權」上堅守「股份平等原則」，若股東會決議內容將實質侵害少數股東之權利，亦有必要以「股東平等原則」作衡平的調整，檢視差別對待是否合理。換言之，股份有限公司不僅適用股東平等原則，且股份平等原則應包含於股東平等原則之中，如此才能真正落實各股東間實質上的平等。

第二款 股東剩餘請求權

無論表決權比例之分配為何，握有表決權的人僅有股東，並不包含員工、顧客或債權人等利害關係人，故討論表決權是否合乎出資比例之前，先決問題是：

²⁷ 最高法院 108 年度台上字第 1836 號民事判決。相同意旨，參最高法院 108 年度台上字第 1234 號民事判決、最高法院 108 年度台上字第 2622 號民事判決。

²⁸ 黃銘傑，同前註 25，頁 13。

為何僅有股東擁有投票權？為何股東的表決權（franchise）僅考慮股東的偏好？支持股東擁有投票權的論點之一為股東會優位主義（shareholder primacy），因為其意義在於：公司即是為了股東的利益而存在²⁹。然而此種論點並沒辦法說明為何「公司為股東利益而存在」可以導出「股東擁有投票權」一事。亦有學者認為股東為公司的擁有者（owner），故股東享有投票權³⁰，但股東其實只買了股權，並非購買一間公司，換言之，股東與公司之間並非所有權人與所有物的關係，因此此說亦無法說明到底是誰賦予股東表決權。

學者 Easterbrook 及 Fischel 另闢蹊徑，從契約連鎖理論與經濟理論說明上述問題。首先，傳統經濟理論認為，在追求最佳效率及社會效用最大化的前提下，追求股東最大財富將會產生最大的剩餘價值（surplus），從而達到社會效用最大化³¹。其次，契約連鎖理論（Nexus of Contracts）將公司定義為：一個由利害關係人（包含股東、顧客、經營者、供應商等）之間相互構成契約所創造的實體—換句話說，股東並非公司的擁有者。應注意者為，此處的契約並非單指形式上的契約關係（explicit contracts），應擴展至潛在性的契約關係（implicit contracts），例如當投資人決定成為股東時，就等於其默示同意公司章程所定之權利義務關係，此處投資人與公司並未成立法律上之契約，但可視為成立潛在性的契約關係³²。然而，股東是唯一的剩餘請求權人（residual claimants）—意即在完全滿足其他契約當事人（包含債權人、員工、顧客、供應商等）之前，股東並無法獲得任何收入。其他契約當事人受有契約權利（contractual entitlement）的保護，股東僅獲得剩餘利益，故股東有正當誘因行使決策權（discretion）³³。誠然，並非所有股東會親

²⁹ See D. Gordon Smith, *The Shareholder Primacy Norm*, 23 J. CORP. L. 277, 277 (1998).

³⁰ Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N.Y. TIMES MAG., Sept. 13, 1970, at 32-33, 122-26.

³¹ FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 73, 35-39 (1991).

³² 王文字，進出公司法—幾點跨領域的觀察，月旦民商法雜誌，1期，頁10，2003年9月。

³³ EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 31, at 68; Hayden & Bodie, *supra* note 17, at 474.

自行使決策權，通常會將此權力交由其代理人—也就是董事行使。由於任免董事的權力仍在股東手上，因此董事也會盡全力為股東產生最大價值避免被汰換。



雖然單一股東所握有的投票權可能對公司微不足道，股東會缺乏誘因行使投票權，但若許多股東集結起來，可選出他們認為最佳的董事，董事會因擔心自己被逐出董事會而努力經營公司；反之，若股東對董事的表現不滿，市場派便因奪權成本較低，更有誘因入主公司而收購大於 50% 之股份，此時原股東出售股權出走，新股東獲得控制權，公司控制權易主，原來的經營階層也可能因新股東的到來而產生變化。換言之，集體的股東力量對整體市場而言是有效率的，蓋董事勤勉地經營公司將使公司利益最大化，股東也因此獲得較高股價及股利等收益；若董事表現不佳遭市場派發動公開收購，原股東出售股票可獲得溢價，新的經營階層入主後公司也會表現更佳，對於股東及公司而言皆能獲得最佳利益。

綜上所述，一股一表決權支持者認為，股東作為剩餘請求權 (residual power) 人，應分配表決權使其與股東的投資風險相稱。理論上，所有股東都是自利的，為了使自己獲得利益，股東會追求使公司利益最大化的結果。然而，若股東所擁有的表決權與自己的股權不相稱，他們將無法獲得剩餘所得 (gain) 或損失 (loss)，即可能使股東有誘因僅追求私人利益，投票時不再將公司利益視為優先考慮的事項³⁴。

然應注意者為，上述理論乃以股東同質論 (shareholder homogeneity) 為基礎，認為所有的股東利益皆相同，且所有股東皆追求相同的剩餘利益，然而這點顯然與實務運作不符，本文將在第二項論述。

³⁴ Earl Sneed, *The Stockholder May Vote as He Pleases: Theory and Fact*, 22 U. Pitt. L. REV. 23,31 (1960); Hayden & Bodie, *supra* note 33, at 475.

第二項 一 股一表決權原則所受之挑戰

第一款 股東財富最大化 (wealth maximization)



一股一表決權原則背後的假設前提為所有股東一致地追求財富最大化。然而，何謂股東財富最大化？有學者認為，近代公司法的意識形態乃以股東為中心（shareholder-centered ideology），各國立法設計上應努力追求增加長期的股東價值（long-term shareholder value）³⁵。此處引發疑問的是，「長期」究竟為多長？每個股東對於「長期」的定義十分迥異，肯定也有股東僅追求短期利益。追求短期利益者，譬如共同基金、避險基金或主動型基金，傾向於在短時間買賣股票，藉此賺取股價差價，對於公司長期發展並不關心；相對於此，追求長期利益者，譬如保險公司或退休基金（pension funds），不在意公司短期的股價波動，追求公司穩定成長，也可能更願意犧牲短期利益，同意投資有助於公司長期發展的研發等事項。簡而言之，兩者的區別在於是否藉由短期股價波動獲取利益³⁶。

另一項更為顯著的差異發生在併購時。假設某 A 公司目前股價為 35 元，收購方出價 45 元，A 公司的董事會認為，若拒絕此次收購要約（tender offer），兩個月後股東可以拿到的收購價為 50 元；另一方面，若併購案未成功，目前的經營團隊繼續經營且技術開發成功，兩年後股價將躍升至 100 元，但若技術開發失敗，股價將跌至 20 元。究竟選擇哪個價值才是財富最大化？追求短期利益的股東可能認為再等 2 個月可獲得最高價，故 50 元是財富最大化，追求長期利益的股東可能認為拒絕併購案較佳，因為兩年後公司價值將高於現在的兩倍以上³⁷。綜上所述，吾人難以認定何時為股東財富最大化的判斷時點，當然也無法判定何

³⁵ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439, 439 (2001).

³⁶ Iman Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. REV. 561, 579-580 (2006).

³⁷ Hayden & Bodie, *supra* note 17, at 493.

謂股東財富最大化。



第二款 股東利益分歧

如前項所述，支持股東剩餘請求權的論者是以股東同質論為前提，然股東所追求的經濟利益極有可能不同，對表決權的態度亦可能不同。散戶股東（retail shareholders）通常較不在乎表決權，且甚少行使表決權。根據國際最大的電子投票平台 Broadridge 所公布的數據，2023 年散戶股東僅行使 29.6% 的表決權，機構投資人則行使高達 80.1% 的表決權³⁸；避險基金則較在乎表決權，因為藉由表決權的行使，可使公司作出有利於他們投資的決策³⁹。從上述兩種股東的偏好可見不是所有股東都視表決權為珍寶，就算在意表決權，所追求的利益也南轔北轍。以最基礎的例子而言，擁有控制權的股東與沒有控制權的股東所追求的利益即不相同，蓋握有控制權的股東可以將利益全部分配給自己，但成本卻與少數股東一同分擔⁴⁰。例如：假設有一間 B 公司，其股東分別為甲、乙、丙、丁，甲持有 52% 之股份，乙、丙、丁分別持有 16% 之股份。若甲任命自己為公司執行長，甲可獲得所有的薪水，但支付薪水的成本仍由甲、乙、丙、丁四人一起分擔⁴¹。這樣的多數決困境實難以解決，尤其多數國家的法制採取全額連記法，握有控制權的股東可在董事席次中贏者全拿；我國法雖然採取累積投票制，少數股東可將選票集中於特定候選人，但控制股東仍掌握多數席次，亦即掌握整個董事會。

除此之外，衍生性金融商品的出現使股東在股東會投票時支持有損公司利益的選擇，最典型的例子即為：一方面購買公司的股票，一方面又放空該公司的股票。在上述情況下，若公司股票下跌，股東會因為其股東剩餘請求權人的地位損

³⁸ Broadridge ProxyPulse, 2023 PROXY SEASON REVIEW 7 (10/13/2023), <https://www.broadridge.com/assets/pdf/broadridge-proxypulse-2023-proxy-season-review.pdf>.

³⁹ See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1069 (2007).

⁴⁰ Hayden & Bodie, *supra* note 17, at 478.

⁴¹ *Id.* at 477-478.

失利益，但又因為放空而填補回來，且若股東大量放空該公司股票，股東更有誘因做出違反公司利益的決定⁴²。再以被動型基金（passive funds）為例，被動型基金並非追求高於整體市場的報酬，僅追求與市場相同的報酬表現，並不會因公司投資於監督或提升公司表現中獲益，且被動型基金的投資人通常對於費用較為敏感（fee sensitive），因此他們較不願意承擔投票所需的相關費用，在投票上更傾向於當搭便車的人⁴³。

若員工同時作為股東，也可能與非員工的股東產生利益不一致的問題。員工同時作為股東者，又稱為內部股東（inside shareholders）。內部股東直接暴露在公司特有風險（firm-specific risk）中而動輒得咎，因此面臨到決定公司承擔風險的上限、員工報酬、盈餘分配等問題時，兩者意見可能產生分歧。例如直接暴露在公司特有風險的員工可能傾向於使公司承擔較低風險，選擇較為保守，避免公司突然垮台；然而一般股東僅從外部投資公司，投資組合多樣化也較高，可能更願意接受公司承受較高風險而獲取更高的利潤⁴⁴。此外，發生敵意併購時，更凸顯雙方利益的衝突，蓋員工可能會因為併購成功而遭裁員或職位調動，故身兼員工的股東可能考慮的利益面向又更加複雜⁴⁵，例如員工持股計畫（Employee stock ownership plans，ESOPs）在敵意併購中與經營階層的合作⁴⁶，Shamrock 公司與 Polaroid 公司的併購案即為一例。當時 Polaroid 公司的股價約為 30 至 40 美元，當 Shamrock 表達對 Polaroid 的興趣後，Polaroid 的經營階層發動一連串的敵意併購防禦措施，其中一項即包含由 ESOP 購買公司 14% 的股份。最終，Shamrock 因併購成本過高，與 Polaroid 達成協議，終止敵意併購。

⁴² *Id.* at 485.

⁴³ See Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. CORP. L. 493, 495-496 (2018).

⁴⁴ Anabtawi, *supra* note 36, at 586.

⁴⁵ Hayden & Bodie, *supra* note 17, at 486.

⁴⁶ See, e.g., Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp., 559 A.2d 278 (Del. Ch. 1989); Moran v. Household Int'l, Inc., 490 A.2d 1059 (Del. Ch. 1985), affd, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

第三項 小結



過往見解認為股東表決權為股東基本權利之一，學說即有認為股票的價值在於有權獲得股息、對公司資產有一定比例、以及有權投票⁴⁷。晚近學說及實務已捨棄前述看法，2023 年經濟合作暨發展組織（Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD）所發布的公司治理原則（Principles of Corporate Governance）亦不認為一股一表決權為公司治理的原則之一，更著重其他面向的保障。OECD 強調，公司可為了追求最大利益及財務上的效率，自由設計不同的股權結構，優先股、限制表決權股、複數表決權股都是可行的特別股種類，只要投資人在購買股票之前有被告知關於該種股票的表決權資訊，使「持有同種類股票」的股東應受到平等對待⁴⁸，即屬良好的公司治理。然而，開放自由設計股權結構不意味著股東權利被忽視。在資訊揭露方面，OECD 認為，由於公司可能採行交叉持股、金字塔結構、限制表決權及複數表決權等控制權安排（control arrangement），此安排將會重新分配股東對公司的影響力，實有必要進行資訊揭露⁴⁹。

本文認為，一股一表決權可為選項之一，但不須如同鐵律一般設為強行規定，理由如下：首先，良好的公司治理應非訂立許多強行規定，要求所有公司應為某些特定事項。公司契約理論的核心，乃是使各契約當事人得自由締約、自行安排最理想的法律及公司治理機制，用以抑制代理成本⁵⁰，若所有法條文皆為強行規定，將使公司治理缺乏彈性，無法因應不同的狀況。既然我國法已允許發行不同表決權之股份，意味著表決權屬於契約自由的範疇，公司與投資人都可以自由選擇適合的「契約」內容。其次，強行規定通常乃為保障具有公益性質的內容，表

⁴⁷ Warren III, *supra* note 12, at 98.

⁴⁸ OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, at 19, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

⁴⁹ *Id.* at 28.

⁵⁰ 蔡昌憲，企業自治之逆流？—擺盪於強行規定與任意規定之間之累積投票制，月旦財經法雜誌，8 期，頁 31，2007 年 3 月。

決權是否具有強大公益性而有必要將其層次拉高至強行規定，本文抱持強烈疑問。



第三節 雙層股權結構之批評

第一項 代理人問題

學說將代理關係定義為由委託人 (principal) 及代理人 (agent) 構成的契約關係，由代理人以委託人的名義執行某些事項，委託人並將決策權授權代理人為之。如果代理關係的雙方皆為效用最大化者，可合理推測代理人並不會永遠按委託人的最大利益行事。為了避免此情況發生，委託人可以提出一些激勵措施並承擔監控成本 (monitoring cost)，用以抑制代理人的偏離行為；代理人需要耗費保證成本 (bonding cost) 保證自己不會傷害委託人，或者若代理人為某些特定行為，委託人可得到賠償。吾人可合理推測，代理關係中監控成本與保證成本並不會為零，且代理人為委託人所做的決策與委託人福祉最大化可能不同，兩者產生的歧異差距又稱為剩餘損失 (residual loss)⁵¹。綜上所述，代理成本包含：監控成本、保證成本與剩餘損失⁵²。

將代理關係套至公司時，股東為委託人，經營階層為代理人，由股東將經營權授與經營階層，此時，上述的代理成本問題即會產生，蓋經營階層可能不以股東利益為依歸反而追求私益。所謂私益，並不僅限於金錢上的利益，亦包含追求名聲或社會認可，以經營公司作為政治生涯的跳板等皆屬之⁵³。股東即須花費成本監督經營階層；經營階層亦須證明自己盡心盡力為股東創造最大利益。此外，由於雙層股權結構屬於強化控制權機制（Controlling-Enhancing Mechanisms，

⁵¹ Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976).

⁵² *Id.* at 308.

⁵³ Emilie Aguirre, *The Social Benefits of Control*, 74 DUKE LAW J. 681, 699 (2023).

CEMs) 之一，控制者僅握有少數股權卻掌控多數表決權，相較於由單一或一群股東掌握多數股權的控制結構公司 (Controlled Structures, CS) 而言，雙層股權結構的經營階層（同時為控制者）不須完全承擔所作決策帶來的風險⁵⁴，故即使與大眾投資人的利益不一致，經營階層也較有誘因追求私人利益⁵⁵，代理成本可能更為高昂。同時，經營階層受有 CEMs 的保障，較不易被併購，公司難以易主，欠缺外部制衡而使代理成本問題更加嚴重⁵⁶。

除此之外，創始人在公司上市後通常會逐漸降低持股比例，卻又有特殊條款使一定的表決權永遠在創始人手上，不因持股比例下降而喪失表決權⁵⁷。例如，有研究統計 2015 年美國前十大雙層股權結構的公司其 IPO 時控制者的持股比例及 2015 年的持股比例，發現 IPO 時控制者持股比例平均約為 30%，2015 年僅為 11.6%⁵⁸。創始人大幅降低持股比例的行為也是導致代理成本提高的原因之一⁵⁹。

第二項 經營效率問題

控制表決權的經營階層若表現不彰，其他股東實難以透過股東會將其汰換。以 Viacom 前董事長兼大股東 Sumner Redstone 為例，1987 年 Redstone 以敵意併購的方式入主 Viacom，並成為公司的董事長，1990 年 Viacom 成為雙層股權結構公司，確保 Redstone 能長期掌握控制權。經由 Redstone 的經營，Viacom 價值高達 400 億美元⁶⁰。然而 2016 年，前公司董事指控高齡 93 歲的 Redstone 早已患

⁵⁴ Kishore Eechambadi, *The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward*, 13 N.Y.U.J.L. & BUS. 503, 508-509 (2017).

⁵⁵ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585,602 (2017).

⁵⁶ 方嘉麟、林郁馨，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 47，2016 年 6 月。

⁵⁷ 例如福特汽車公司的 40% 表決權永遠在控制家族手上，不因他們的持股比例降低而改變。See FORD MOTOR CO., PROXY STATEMENT FOR THE 2023 ANNUAL MEETING 88 (May 11, 2023).

⁵⁸ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 55, at 607-608.

⁵⁹ See Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999), at 301-305.

⁶⁰ Bebchuk and Kastiel, *supra* note 55, at 587-588.

有許多身心理疾病，且已經長達一年未公開露面，連基本的聽說讀寫都有困難⁶¹，卻仍擔任公司董事長。在基本生活能力都有困難的狀況下，可合理推測 Redstone 亦無法為公司做決策。其他一般股東雖持有高達 90%，卻因為 Redstone 握有多數表決權，無法透過股東會將其逐出董事會。直至同年 8 月，Viacom 公司才宣布 Redstone 將卸任董事長職位⁶²。從上述案例可知，雙層股權結構可為成功的墊腳石，也可為失敗的絆腳石。在 Viacom 公司案例中雙層股權結構使 Redstone 無後顧之憂地握有控制權，使公司茁壯成長，幾十年後根深蒂固的權力也因此無法被拔除。

此外，學者 Bebchuk 及 Kastiel 認為允許創始人藉由雙層股權結構握有控制權，使他們的創新與智識得以延續，然而這是否能正當化長期的雙層股權結構實有很大疑問。首先，在科技發展迅速的世代裡，創始人可能是目前公司最佳的經營者，但或許五年、十年後他已跟不上快速發展的產業。其次，創始人可能將股份留給後代繼承，使後代接手公司經營，若剛好遇到扶不起的阿斗，公司狀況可能急轉直下。實證研究即有指出，家族企業的後代通常表現較原先創始人來得不佳⁶³。綜上所述，這個論點似乎只能支撐公司在「IPO 階段時」使創始人保有控制權⁶⁴，若創始人長期握有控制權只會使公司效率越來越低落。

第三項 公司價值降低

多項研究指出，公司內部人掌握表決權，卻持有較低的現金流量權 (cash flow

⁶¹ Peter Elkind, *Did Sumner Redstone's Testimony Help Him?*, Fortune (May 6, 2016, 4:09 PM), <http://fortune.com/2016/05/06/did-sumner-redstones-testimony-help-him/>. (last visited: 6/20/2025)

⁶² See Viacom Inc., Current Report (Form 8-K) 2-5 (Aug. 18, 2016). See also Berkeley Lovelace Jr., *Sumner Redstone will step down from Viacom's board*, CNBC (12/16/2016), <https://www.cnbc.com/2016/12/16/viacom-chairman-emeritus-sumner-redstone-will-step-down-from-board-in-february.html>.

⁶³ See Ronald C. Anderson & David M. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 58 J. FIN. 1301, 1316-1317, 1321 (2003); Morten Bennedsen et al., *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance*, 122 Q.J. ECON. 647, 669-670 (2007); Nicholas Bloom & John Van Reenen, *Why Do Management Practices Differ Across Firms and Countries?*, 24 J. ECON. PERSP. 203, 205, 217-218 (2010).

⁶⁴ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 55, at 604.

rights)，將使公司價值降低。例如學者 Morck 的研究指出，當董事持股比例從 0% 上升至 5% 時，公司 Tobin's Q⁶⁵ 值亦上升；董事持股比例從 5% 上升至 25% 時，Tobin's Q 值則逐漸下降；董事持比例 25% 以上時，Tobin's Q 值再度緩慢上升⁶⁶。學者 Porta 的研究則統計了 27 個已開發國家、539 間公司的數據，發現若控制股東持有的股權比例越高，公司價值也會隨之提高⁶⁷。學者 Gompers、Ishii 及 Metrick 的研究統計 1995 至 2002 年的美國雙層股權結構上市公司，發現平均而言公司內部人握有約 60% 的表決權，但僅有 40% 的現金流量權⁶⁸。除此之外，該研究亦發現公司價值與公司內部人之現金流量呈正相關，但與內部人之表決權呈負相關⁶⁹。

第四項 機構投資人的反對

機構投資人背後的資金龐大，故其意見受到重視與矚目。在雙層股權結構之問題上，由於機構投資人長期以來堅守一股一表決權原則，因此對於雙層股權結構採反對意見⁷⁰。美國機構投資人公會（The Council of Institutional Investors，CII）為機構投資人代表之一。CII 是一個非營利、非政黨的組織，會員人數眾多，其管理的資產金額高達 5 兆美元⁷¹，經常針對公司治理等議題發表意見，影響力極大。CII 認為一股一表決權原則是公司治理的基礎，應使股東享有表決權，確保公司董事會向所有股東負責⁷²，並呼籲雙層股權結構公司應強制訂立七年的時間

⁶⁵ 托賓 Q 比率（Tobin's Q）指公司的市場價值相對其資產重置成本的比率。

⁶⁶ Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Management ownership and market valuation: An empirical analysis*, 20 REV. FINANC. ECON. 293, 311 (1988).

⁶⁷ Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57(3) J. FIN., 1147,1168-1169 (2002).

⁶⁸ Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 REV. FIN. STUD. 1051, 1053,1084 (2010).

⁶⁹ *Id.* at 1084.

⁷⁰ Andrew Winden & Andrew Baker, *Dual-Class Index Exclusion*, 13 VA. L. & BUS. REV. 101, 109 (2019).

⁷¹ Council of Institutional Investors, *About CII*, <https://www.cii.org/about> (last visited:6/27/2025).

⁷² Council of Institutional Investors, *Dual-Class Stock*, https://www.cii.org/dualclass_stock (last visited:6/27/2024)

型日落條款，避免雙層股權結構永不日落⁷³。當標普道瓊指數（S&P Dow Jones Indices LLC）禁止雙層股權結構公司列入指數時，CII 也大力表示支持⁷⁴。美國基金管理公司 Vanguard 亦曾表示，Vanguard 基金支持一股一表決權原則，應賦予股東與其股權同等比例的表決權，且認為雙層股權結構公司應設立落日條款（sunset provision），儘快回復一股一表決權⁷⁵。

雖然機構投資人地位舉足輕重，卻仍陷入囚徒困境，蓋若所有投資人一同抵制雙層股權結構公司，公司與投資人皆未獲得利益，公司可能會受市場威脅而收回一股一表決權。然而這種抵制現實上無法施行，總有人願意犧牲表決權賺取報酬，投資人會擔心若不投資某間前景看好的雙層股權結構公司，可能損失大筆利益⁷⁶，因此機構投資人多次表達對雙層股權結構的不滿，卻無法完全捨棄這些高報酬的公司。

如前所述，機構投資人對外通常以「維護一股一表決權」作為官方說法，但事實上機構投資人想握有對公司經營的影響力。相較於股權分散的一般投資人，機構投資人克服了集體行動的問題，是英美公司中監督公司經營的重要角色之一⁷⁷。他們可以藉由表決權、直接與經營階層溝通討論、或藉由以替換獨立董事為名對公司經營階層施加壓力⁷⁸，但雙層股權結構的出現削弱了機構投資人對公司監督的力量。

綜上，機構投資人大力支持回歸一股一表決權，在 Facebook IPO 之後，開

⁷³ *Id.*

⁷⁴ Council of Institutional Investors, *CII Welcomes S&P Dow Jones' Decision to Ban New Multi-Class Companies from Key Stock Indexes* (Aug. 1, 2017), <https://www.cii.org/spdjmulticlassban>.

⁷⁵ Vanguard, *Global Proxy Voting Policy for Vanguard-advised funds* (02/2024), https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/global_proxy_voting_policy_2024.pdf. (last visited: 5/28/2024)

⁷⁶ Winden & Baker, *supra* note 70, at 112.

⁷⁷ Tian Wen, *You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges*, 162 U. PA. L. REV. 1495, 1504 (2014).

⁷⁸ *Id.* at 1503.

始極力遊說政府機關改變政策。然而，證管會表示，雙層股權結構並非 SEC 近期的優先目標，迂迴地以「希望能對此議題做更多更深入的研究」回絕了機構投資人的倡議⁷⁹。那斯達克（NASDAQ）則表示，公開發行公司應可彈性決定公司的股權結構設計，選擇最適合公司的架構。在不違反公開透明及相關揭露義務下，應允許雙層股權結構的存在，投資人也可因公司的成功獲得金錢上的利益⁸⁰。NYSE 近期未表示意見，然其 1986 年為因應與其他交易所的競爭而捨棄一股一表決權，NYSE 也確實因此獲得利益，因此可預期 NYSE 短期內並不會改變政策⁸¹。2017 年 Snap 發行無表決權股後，機構投資人再度發動新的一波遊說，希望指數供應商將發行無表決權股的公司排除於指數之外⁸²，使這些公司無法從指數效應（index inclusion effect）中獲益⁸³，藉此制裁他們未實施一股一表決權。指數供應商經歷一番猶豫後，部分轉向支持機構投資人，譬如 2017 年 7 月標普道瓊指數宣布多層股權結構的公司將不列入道瓊指數的計算⁸⁴；富時羅素指數（FTSE Russell）則規定上市公司的大眾投資人應持有至少 5% 的表決權⁸⁵。

第四節 雙層股權之優勢

第一項 創新智識之保留與傳承

⁷⁹ Jay Clayton, Chairman, SEC, *Public Statement Remarks at Meeting of the Investor Advisory Committee* (Mar. 8, 2018), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/statement-clayton-2018-3-8>. (last visited: 6/27/2025)

⁸⁰ NASDAQ, *The Promise of Market Reform: Reigniting America's Economic Engine* (2018), https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq_Blueprint_to_Revitalize_Capital_Markets_April_2018_tcm504-4-43175.pdf.

⁸¹ Winden & Baker, *supra* note 70, at 114.

⁸² Ronald Orol, *Activists Urge Exchanges to End No-Vote IPOs Like Snap*, THESTREET (Feb. 28, 2017, 3:07 PM), <https://www.thestreet.com/story/14019899/1/activists-urge-exchanges-to-end-no-vote-ipos-like-snap.html>. (last visited: 6/27/2025)

⁸³ Winden & Baker, *supra* note 70, at 106.

⁸⁴ S&P Dow Jones Indices, *S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules*, PR NEWSWIRE (July 31, 2017, 6:46 PM), <https://www.prmnewswire.com/news-releases/sp-dow-jones-indices-announces-decision-on-multi-class-shares-and-voting-rules-300496954.html>. (last visited: 6/27/2025)

⁸⁵ Index Announcement, FTSE Russell, *FTSE Russell Voting Rights Consultation – Next Steps* (July 26, 2017), <https://www.ftse.com/products/index-notices/home/getmethodology/?id=2336290>. (last visited: 6/27/2025)

傳統學說認為，控制股東之所以要握有控制權乃是為了獲得私人利益，憑藉其控制地位剝削少數股東的權利⁸⁶。亦有學說認為，控制股東通常將大筆資產投入公司，更有誘因監督（monitor）公司，且能監控得比不完美市場（imperfect market）來得更有效，因此少數股東應允許控制股東得到某程度的私人利益，作為其監督公司的對價⁸⁷。然而上述兩種理論都有些缺失：前者將控制股東都假設為機會主義者，利用不完美市場及法律對少數股東保障的缺失獲得私人利益；後者將監控公司的責任放置在控制股東上，然而增加董事監督公司的誘因（譬如增加報酬）亦可達到相同目的。因此，晚近有學說提出企業家欲獲得控制權的原因並不在於追求私人利益，而是追求其獨特的遠見（idiosyncratic vision），進而獲得高於市場的收益（above-market returns）⁸⁸，當企業家獲得成功後，股東也可因此獲有利益⁸⁹。

學者 Goshen 及 Hamdani 認為，由於企業家的經驗、才能、知識、性格及直覺難以量化、無法被明確看見，同時也無法透過監督或調查的力量發覺，此將導致資訊不對稱，進而導致經營階層與股東意見分歧，使企業家的遠見無法被貫徹⁹⁰。Goshen 及 Hamdani 亦強調，所謂「獨特的遠見」並非一定是發明一項全新的商品，也可以是新的銷售方式或任何更佳的資本結構方式，甚至即使企業家的想法最終失敗告吹，亦符合此處所稱之「獨特的遠見」⁹¹。換句話說，任何具有創新性質的發明皆屬之。當企業家認為自己有獨特的遠見後，若想不受阻礙地實施他的計劃，可能需要一定的時間才能達成，此時就需要雙層股權結構的幫助。蓋資本市場上的投資人大多短視近利，追求短期利益，此種傾向可能使經營階層備

⁸⁶ See Lucian A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, NAT'L BUREAU OF ECON. RESEARCH, Working Paper No. 7203, 8 (1999).

⁸⁷ See Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 785 (2003); Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1663-1664 (2006).

⁸⁸ See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L. J. 560, 575-579 (2016).

⁸⁹ *Id.* at 567.

⁹⁰ *Id.* at 579.

⁹¹ *Id.* at 577.

感壓力，僅努力追求每年財報上的營利避免股東失望；在避險基金蓬勃發展的時代，更可能以代理人戰爭（proxy contest）或威脅替換董事成員的方式，使公司無法顧及公司長遠的發展規劃⁹²。



眾多產業當中，科技業尤其受到衝擊。首先，科技公司的價值並無法完全地表現在資本市場上，因為長期投資所帶來的價值無法顯示⁹³。其次，科技業的產品週期較短，需要不斷地投入資金獲得發明創新，然而收回成本的時間可能較久，也有很高機率失敗，因此投資新技術案可能被股東否決，或經營階層因短時間內未有獲利被股東汰換。沒有雙層股權結構的保護，經營階層便傾向於選擇風險較小且可預測的收益方式⁹⁴。Google 創辦人 Larry Page 及 Sergey Brin 亦曾表示，「開發 Android 手機就需要花費三年，接著還需要再花費三年才能使操作系統達到一定的發展規模（critical mass），因此這類的投資並不適合膽小的投資者⁹⁵。」

另外一個著名案例為 Facebook 及其董事長 Mark Zuckerberg。2012 年 5 月 Facebook 首次公開發行（Initial Public Offerings，IPO）並採取雙層股權結構，在 IPO 前一個月，Zuckerburg 遷自購買了一家應用軟體公司，該公司有 13 名員工卻 0 收入⁹⁶。公開發行之後，Facebook 股價大跌 54%，直至 2015 年仍有分析師質疑此舉是否能為 Facebook 帶來收益。這家被收購公司即為 Instagram，2023 年之收入約為 603 億美元⁹⁷，目前約有 20 億用戶。若沒有雙層股權結構的保護，

⁹² Bernard S. Sharfman, *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs*, 63 VILL. L. REV. 1,13 (2018).

⁹³ Adi Grinapell, *Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation*, 25 STAN. J.L. BUS. & FIN. 40, 60 (2020).

⁹⁴ *Id.* at 61.

⁹⁵ Connie Guglielmo, *Google's Page, Brin Making Long-Term Bets That Aren't For the "Faint-Hearted"*, <https://www.forbes.com/sites/connieguglielmo/2012/04/12/googles-page-brin-making-long-term-bets-that-arent-for-the-faint-hearted/?sh=d9350d351b4b>. (last visited: 6/27/2025)

⁹⁶ See Alexei Oreskovic, *Everyone Thought Mark Zuckerberg Was Crazy to Buy a 13-Person App for \$1 billion-Now Instagram Looks Like One of the Most Brilliant Tech Acquisitions Ever Made*, BUS. INSIDER (Jan. 30, 2016, 08:54 AM), <https://www.businessinsider.com/instagram-zuckerbergs-biggest-win-so-far-2016-1>. (last visited: 6/27/2025)

⁹⁷ Mansoor Iqbal, *Instagram Revenue and Usage Statistics (2024)*, BUSINESS OF APPS (Apr. 18, 2024), <https://www.businessofapps.com/data/instagram-statistics/>. (last visited: 6/27/2025)

Zuckerburg 可能每年都需要努力證明自己做出正確的決策以免被汰換，其信譽及領導方式可能也會受到質疑⁹⁸。



如前所述，由於創新產業對未來發展不確定性極高，追求保守的股東與極力研發新產品的經營階層常產生嚴重衝突，探究背後原因應在於雙方資訊不對等⁹⁹。創新公司的經營階層和外部股東之間擁有極大程度的資訊不對等，蓋前者通常擁有後者所缺乏的專業知識，且也難以在股東會上詳細說明公司研發內容；若經營階層欲將公司專業知識解釋予股東，又需要耗費大量成本¹⁰⁰。然而，一般情形下並非經營階層不願意向股東說明，而是保持機密有助於公司價值，因此公司本身僅能有限度地揭露未來的創新。尤其當產品進入市場時會無可避免地揭露重要資訊，進而降低進行創新的邊際效益(marginal benefits)，若再揭露更多創新的內容可能降低創新產品的投資價值¹⁰¹。

綜上所述，建立雙層股權結構使創始人或經營階層得不畏市場上短期投資者的壓力進行長期投資，卻又可在證券市場中藉由股權融資獲得資金¹⁰²，實現其願景。正在成長階段的科技公司因尚未營利難以向銀行借款，採取雙層股權結構籌資也一直是常見的方式¹⁰³。

當創始人受雙層股權結構的保護維持其控制權，使公司壯大之後，可能面臨繼承問題，此時，雙層股權結構也可作為輔助方式。家族企業可利用雙層股權結構做傳承規劃，使得家族名稱與企業品牌持續維持密切關係，對經營權形成穩定

⁹⁸ Sharfman, *supra* note 92, at 15.

⁹⁹ See Vijay Govindarajan & Anup Srivastava, *Reexamining Dual-Class Stock*, 61 BUSINESS HORIZONS 461, 463 (2018).

¹⁰⁰ Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. CHI. L. REV. 119, 138 (1987).

¹⁰¹ Grinapell, *supra* note 93, at 62.

¹⁰² Bobby V. Reddy, *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S. Dual-Class Stock*, 23 U. PA. J. BUS. L. 955, 971 (2021).

¹⁰³ *Id.* at 971-972.

力量¹⁰⁴。舉例而言，若一家族企業選擇第二代的長子掌握經營權，其他人可共享所獲利益但不干涉經營，可分配由長子持有複數表決權股，其他人持有普通股，如此一來可確保長子在股東會時能順利通過議案，避免與其他兄弟姊妹發生紛爭¹⁰⁵。



第二項 有助於公司表現

首先，若公司內部人享有控制權，經理人可能更有誘因投資公司特有人力資本（firm-specific human capital）。假設公司的控制權在經營階層手中，他們會因為將長期待在公司，花費額外的時間與精力習得有關公司的知識、投資機會、組織結構的優劣等問題，此時公司也會因為有更佳的人力資本而更有價值，股東也能間接受有利益¹⁰⁶。此外，反對論經常提出：維持一股一表決權使公司有被併購的可能，將使經營階層更有效率，因此雙層股權結構會減少經營階層的誘因滿足大眾投資人，對大眾投資人而言是無效率的¹⁰⁷。有學說指出上述說法可能存在一些疑義，例如，學者 Lowenstein 發現取而代之的併購方經營能力可能比不上原來的經營者¹⁰⁸，稅務問題才是收購的主要動機¹⁰⁹，因此與其以被併購的可能性威脅經營階層，依績效給予報酬可能是更有效率的做法¹¹⁰。

其次，有學者從交易所規則的面向出發，發現在採取一股一表決權的交易所上市的公司表現不一定較佳。向底競賽（Race to the Bottom）論者認為，由於交易所要吸引公司至該交易所上市，交易所上市規則的制定必定有利於經營階層，

¹⁰⁴ 方嘉麟，公司法修正評釋，月旦法學雜誌，280 期，頁 221，2018 年 9 月。

¹⁰⁵ 蔡英欣，股東表決權分配之規範，台大法學論叢，38 卷 2 期，頁 75-76，2009 年 6 月。

¹⁰⁶ Fischel, *supra* note 100, at 137-138.

¹⁰⁷ Seligman, *supra* note 13, at 721, 724.

¹⁰⁸ See Louis Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 COLUM. L. REV. 249, 289-294, 305-306 (1983).

¹⁰⁹ See Louis Lowenstein, *Management Buyouts*, 85 COLUM. L. REV. 730, 759-764 (1985).

¹¹⁰ George W. Dent Jr., *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 GEO. WASH. L. REV. 725, 740 (1985).

進而有損於投資人，且所有交易所的上市規則將漸趨一致¹¹¹。若將前述理論套至雙層股權結構，向底競賽論者也會認為，若有一交易所開放雙層股權結構，其必然對經營階層有利，對投資人有害。然而從實證研究的結果而言，上述說法可能有誤。研究指出，在 NYSE 上市的公司¹¹²在宣布上市前幾個月的表現往往異常良好(abnormally favorable)，宣布上市時表現正常，宣布和最終上市之間表現異常積極(positive)，但上市後的表現則是異常不佳的¹¹³。

除了上述學者的論點，其他支持雙層股權結構論者提出許多實證研究作為佐證。例如，學者 Bohmer、Sanger 及 Varshney 的研究發現，相較單層股權結構公司，雙層股權結構公司 IPO 之後的買賣方報價價差 (quoted bid-ask spreads) 較小，這意味著雙層股權結構公司的股票流動性及公司價值皆較高¹¹⁴。學者 Dimitrov 及 Jain 研究 1979 至 1998 年從單層股權轉變為雙層股權結構的 178 家公司，發現這些公司的股東在資本重組後四年獲得 23.11% 的異常顯著回報，公司在銷售、公司資產及經營表現也優於其他公司¹¹⁵。

第三項 透明度較高的鞏固控制權方式

傳統典型的雙層股權結構為：一公司發行兩類股份，A 類股為一股一表決權，通常由一般投資大眾持有；B 類股則為一股複數表決權(通常 1 股為 10 表決權)，通常由經營階層持有。此種方式為經營階層鞏固控制權的方式之一，然除此之外仍有交叉持股、股東協議、表決權拘束契約等方式可達到相同效果。有學者指出，許多公司雖採取一股一表決權制，但以各種特殊的契約形式同樣能掌握控制權。

¹¹¹ Fischel, *supra* note 100, at 127.

¹¹² 該篇研究時間為 1986 年以前，故當時紐約證券交易所仍採一股一表決權制。

¹¹³ See Gary C. Sanger and John J. McConnell, *Stock Exchange Listings, Firm Value and Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ*, 21 J. FIN. QUANT. ANAL. 1 (1986); John J. McConnell & Gary C. Sanger, *A Trading Strategy for New Listings on the NYSE*, Jan.-Feb. FIN. ANAL. J. 34 (1984).

¹¹⁴ Ekkehart Boehmer, Gary C. Sanger & Sanjay B. Varshney, *Managerial Bonding and Stock Liquidity: An Analysis of Dual-Class Firms*, 28 J. ECON. & FIN. 117, 117-118 (2004).

¹¹⁵ Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns*, 12 J. CORP. FIN. 342, 363-364 (2006).

例如，內部股東握有董事提名權、委員會提名權（committee-designation rights）、特別否決權（special veto rights）或特別資訊權（special information rights）等。若內部股東有這些權利，代表他們不僅在股東會中掌握表決權，更可以干預公司日常營運事項—也就是原先董事會或經理人的權限範圍。換言之，這些公司形式上為單層股權結構，卻為事實上（*de facto*）雙層股權結構之公司¹¹⁶。雖然效果相同，但非以複數表決權為設計的雙層股權結構公司（Non-High-Vote Dual Class）卻被學者及立法者忽略¹¹⁷。

亦有學者指出，由於雙層股權結構可呈現較為透明的公司控制權結構，代理問題較容易被偵測；若禁止雙層股權結構，可能使經營階層採用其他更不透明的方式掌握控制權¹¹⁸，並非良好的公司治理方式。

第四項 有利於整體經濟社會發展

過往，許多科技業企業家拒絕使公司上市，即是擔心若公司上市，公司股票在證券市場上流通，投資人取得表決權後進而會稀釋創始人的股權，使其控制權大幅減弱，這種機制使得創新事業的創始人為避免失去控制權而不願上市。藉由雙層股權結構的設計，新創事業能獲得一般投資大眾的資金，創始人又能保有控制權，對於仍在起步發展的公司及整體經濟而言皆有益處¹¹⁹。此外，由於科技業本身的特性需要大量的金錢資本與人力資本，且若開發成功所帶來的報酬極

¹¹⁶ Gladriel Shobe & Jarrod Shobe, *The Dual-Class Spectrum*, 39 YALE J. ON REG. 1343,1346 (2022).

¹¹⁷ *Id.* at 1375.

¹¹⁸ 朱德芳，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172，2018年3月。

¹¹⁹ Mira Ganor, *Why Do Dual-Class Firms Have Staggered Boards*, 10 OHIO ST. BUS. L.J. 147,155 (2016); Gregory H. Shill, *The Social Costs (and Benefits) of Dual-Class Stock*, 75 ALA. L. REV. 221,250 (2023).

¹²⁰ 關於哪些領域可被稱為科技業有許多歧異，礙於篇幅本文無法詳細探討，但此處所指的「科技業」包含藥學、軟體等銷售科學知識之領域。See, e.g., Marli Guzzetta, *Why Even a Salad Chain Wants to Call Itself a Tech Company*, INC. MAGAZINE, May 2016, <https://www.inc.com/magazine/201605/marli-guzzetta/tech-company-definition.html>. (last visited: 6/27/2025).

大，產生的規模經濟除了有利投資人亦有利整個社會，藥廠成功製造新的疫苗或發明新的疾病治療方式即屬一例¹²¹。



若採取一股一表決權，經營階層須持有 51%之股權始得獲得控制權，然而，要取得 51%之股權所需要之資金龐大，內部人可能沒有這麼多個人資金購買這麼多股權，就算內部人資產雄厚，將全部身家押注在一家公司上亦不是良好的投資選擇。相對於此，外部投資人在資本市場上可分散風險，投資組合可更加多樣化，因此更願意在單一一家公司中承受較高的投資風險，公司也更可以追求更多利益¹²²。換言之，此種多人合資的形式實為一種風險分擔協議（risk sharing agreement），因為若一方投注過量的資金在一家公司上，無論是經營階層或外部投資人，其投資決策肯定趨向保守；但若雙方僅各出一部份，一起承擔損益的風險，就可以追求更高的獲利，也對整體社會經濟有利。

另有學者指出，在特定產業中若增加股東控制權，可能有損利害關係人的利益，其中一個產業即為媒體業。媒體獨立與追求公司利益最大化可能有所衝突，若股東握有控制權，其立場或價值觀可能間接影響公司發布的新聞，進而使新聞並非傳遞客觀事實，夾雜股東的個人色彩。紐約時報（New York Times）為了避免上述問題發生，採取雙層股權結構，由 Sulzberger 家族信託控制董事會席 70% 之席次¹²³，用以維持媒體獨立性及紐約時報的誠實性（integrity），並無私地奉獻於公眾福祉¹²⁴。

¹²¹ Shill, *supra* note 119, at 252.

¹²² Sanger & McConnell, *supra* note 113, at 139.

¹²³ See THE NEW YORK TIMES COMPANY (Mar. 7, 2017), *Notice of 2017 Annual Meeting and Proxy Statement*, <https://nytco-assets.nytimes.com/2020/05/Final-Web-Ready-Bookmarked-Proxy-Statement.pdf>.

¹²⁴ Ganor, *supra* note 119, at 154-155. See Landon Thomas Jr., *Morgan Stanley Criticizes Stock Structure of Times Co.* (Nov. 4, 2006), <https://www.nytimes.com/2006/11/04/business/04times.html>. (last visited: 6/27/2025) See generally Joe Nocera, *How Punch Protected The Times*, N. Y. TIMES (Oct. 1, 2012), <http://www.nytimes.com/2012/10/02/opinion/nocera-howpunch-protected-the-times.html>. (last visited: 6/27/2025)



第五節 小結

雙層股權結構的支持者及反對論者針對不同面向提出不同的觀點，在學術界與實務界激起一波漣漪。從前述第三節及第四節可見，雙方皆針對公司價值提出實證研究，然而雙方因為對「公司價值」的定義不同而得出極為迥異的結果，因此許多學說認為雙層股權對「公司價值」的影響仍是模糊不確定的¹²⁵，換句話說無論這些研究的數據蒐集或計算方式為何，仍有一定的偏見存在¹²⁶。本文認為，由於學者們對於公司價值所著重的面向不同，無法全盤否定任何一方的研究結果，相對應地也無法單以公司價值作為衡量雙層股權結構優劣的判準。

此外，從文獻中可發現，多數反對雙層股權結構的論者以「代理人問題」為討論主軸，也是雙層股權結構最被抨擊的一點。不可否認地，雙層股權結構會使代理成本提升，但會使代理成本提升的機制就應全面禁止嗎？本文認為，許多論者遇到代理成本就如臨大敵，認為所有會產生代理成本的機制皆不可取，但這樣的想法是否可有所修正值得吾人思考。代理成本是現代公司經營必然會產生的一種成本，當股東選擇將公司營運交予經營階層時，就意味著股東容忍某程度的代理成本產生，且認為花費這些成本可產生最大的效益。如果股東認為代理成本過高，擔心經營階層胡作非為或能力不足，可以選擇不再投資這間公司，或者親自接手經營。觀察目前熱門的雙層股權公司，可發現這些公司的股東—甚至是機構投資人，面對更高的代理成本時，似乎未避之唯恐不及，反而趨之若鶩地購買公司股票，難道他們對代理成本問題毫不知情或毫不在意？身為握有大量資金的機構投資人似不可能對此毫無意識就隨意地投資¹²⁷。因此，「代理成本過高」的問題似有重新全盤思考的必要，本文將在第五章詳細論述。

¹²⁵ Sharfman, *supra* note 92, at 15.

¹²⁶ *Id.* at 16.

¹²⁷ *Id.* at 26.

最後，本文發現反對論者的視角著重於探討雙層股權結構對公司「本身」所造成的負面影響，支持論者則多以整體經濟角度觀察，認為雙層股權結構使人類才智發揚光大，且對整體社會經濟有所助益，則應張開雙臂接受之。本文認為，由於法規難以顧及所有情況，立法政策應以整體經濟利益考量，並賦予其彈性。換言之，政策應使社會整體獲得最大的利益，然並非意味著這項政策沒有界線，蓋若政策施行將使少數股東利益受到侵害，應有相關配套措施作為平衡，此部分本文亦將在第五章一起說明。



第三章 雙層股權結構之發行方式與相關配套措施

關於雙層股權結構，各國開放的標準不一，本章第一節先說明建立雙層股權結構之方式，第二節概略瀏覽美國、英國、香港、新加坡對於雙層股權結構的開放程度，探究各國允許及禁止背後的歷史脈絡及原因。接著，第三節至第五節將比較紐約證券交易所（New York Stock Exchange，NYSE）、那斯達克證券交易所（NASDAQ）、倫敦證券交易所（London Stock Exchange，LSE）、香港證券交易所（Hong Kong Stock Exchange，HKEX）以及新加坡交易所（Singapore Exchange，SGX）的上市規則，觀察在事前設計、事中運作及事後的救濟上有哪些相同及相異的監管措施，藉以作為我國立法上的參考。

第一節 雙層股權結構之發行方式

第一項 首次公開發行（Initial Public Offerings，IPO）

首次公開發行，意指公司第一次藉由證券市場公開發行股份，藉由投資大眾的資金挹注獲得企業發展的資金。在雙層股權結構議題上，首次公開發行通常為較無爭議的方式，因為公司在首次公開發行時，會在公開發行說明書上記載所發行股票之各項資訊，許多國家也強制要求雙層股權結構公司應特別註明其公司結構及股份權利義務的特殊性。若投資人認為握有表決權至關重要，可以選擇不投資該公司；若投資人認為低表決權股並不影響，選擇投資該公司，則屬契約自由，不應限制禁止之。簡言之，在充足的資訊揭露又不影響現存股東利益的情況下，大多數證券交易所允許公司在 IPO 時以雙層股權結構發行。

第二項 資本重組（recapitalization）

資本重組為較有爭議的類型。雖然資本重組也需要經過股東會決議，但由於

股東集體行動（collective action）及經營階層的策略性選擇（strategic choice），仍可能使其正當性受到質疑¹。學者 Gordon 整理出三項最常使用的資本重組方式，包含交換要約（exchange offers）、特別分配（special distributions）、及表決權轉換（voting rights alterations）²。



第一款 交換要約

首先，股東應先通過章程修正案，同意公司得發行新類別的股份。通常此新類別為複數表決權股，但會減少得分配到之股息（通常減少 10%），且會附加轉讓限制。接著，公司會提出交換要約，通常以 1:1 之方式由一表決權之普通股轉換為複數表決權股。由於股息降低，轉讓又受到限制，一般投資大眾通常不願意轉換，僅經營階層會接受交換要約。完成交換要約後，經營階層便能順理成章地持有複數表決權股。

第二款 特別分配

特別分配的第一步驟也須經股東會決議修改章程，使公司發行新類型的股份。新類型的股份同樣是複數表決權股，但股息分派與原類型股份相同。同時，新類型股份亦有轉讓限制，若違反轉讓限制，複數表決權將自動轉換為一表決權。與交換要約不同的是，公司直接將複數表決權股以 1:1 之比例分配給現有股東，而非僅給經營階層。因此，一開始一般股東與經營階層所持有的表決權並無變動，待一般股東處分其持有的股份時，複數表決權便轉換為一表決權，經營階層握有之表決權比例也隨之逐漸提升。

第三款 表決權轉換

¹ Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CALIF. L. REV. 1, 39 (1988).

² See *Id.* at 40-42.

表決權轉換則是透過修改章程將所有已發行股份分為長期股份（long-term shares）及短期股份（short-term shares）。長期股份有複數表決權，為股東在修章以前持有且修章後持續持有的股份，以及在修章之後才取得且持續持有超過一定時間的股份。短期股份則為一表決權，非長期股份者皆為短期股份。無論長期股份或短期股份皆可自由轉讓，分派之股息亦相同，但一經轉讓，複數表決權將回歸一表決權。因此，只要一般股東處分其股份，表決權數就會降低；若市場派要握有多數表決權，必須大量收購低表決權股，或等待一定時間經過，因此表決權轉換也可抑制敵意併購的發生³。

以資本重組建構雙層股權結構之所以受到質疑，主要原因在於其影響了現存股東的利益。首先，股東通常對經營階層的提案「理性冷漠（rationally apathetic）」。要理解議案背後的利弊得失，再做出正確的投票，成本通常高於股東的預期效益⁴。因此，股東通常會同意經營階層的提案，或者將委託書交由經營階層代為行使表決權。無論何種方式，經營階層都能達到目的。另一方面，經營階層也會採取一些手段使修章能順利通過。例如，他們可能將資本重組議案與一些「甜頭（sweeteners）」綑綁在一起，並威脅股東若不通過資本重組議案，將減少股東能獲得的利益⁵。因此，多數國家的證券交易所禁止以資本重組建立雙層股權。

第二節 雙層股權結構之開放門檻

第一項 美國

十九世紀中以前，美國公司章程需經過州議會同意，在股東表決權上，一股一表決權、一股東一表決權或限制表決權（尤其是針對大股東）皆是被允許的形

³ Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 ST. JOHN'S LAW REVIEW 863, 881-882 (1994).

⁴ Gordon, *supra* note 1 at 43.

⁵ *Id.* at 47-49.

式。之後，州法逐漸取消表決權的限制，將一股一表決權定為預設規定，但公司仍得發行其他非一股一表決權的股份⁶。例如，德拉瓦州公司法第 151 條第 a 項規定，公司得發行一種或多種類別之股份，任一種類之股份得享有完全、受限制或無表決權，且各類股份及其權利義務應於章程中載明，或董事會依章程明確授權後以決議為之⁷。同法第 212 條第 a 項規定，除章程另有規定，每位股東一股有一表決權⁸；紐約州公司法第 612 條亦有相同規定，同法第 613 條也明文表示，章程得規定某一類別或某一系列（series）的股份無表決權或限制表決權⁹；美國模範商業公司法第 6.01 條第 c 項則規定，公司章程得授權設立單層或多層股權結構，例如擁有特別（special）、有條件、限制表決權或無表決權股¹⁰。若與第 6.02 條一同觀之，可知除透過章程設立，亦可由章程授權董事會發行一種或多種類型之股份，此與德拉瓦州公司法之規範相同。

美國的證券交易所（下稱證交所）的上市規則呈現從開放—禁止—到有限度開放的發展趨勢。以 NYSE 及 AMEX 為例，20 世紀以前，雙層股權結構並未受到管制，然 1920 年代以降風起雲湧的雙層股權結構熱潮，引發實務與學術界的大力反彈。1926 年，NYSE 禁止 Fox Theaters Corporation 發行無表決權股，以行動暗示各界 NYSE 不支持無表決權股¹¹。然而，NYSE 並未嚴格禁止雙層股權結構，譬如在此期間內，NYSE 允許福特汽車公司發行限制表決權股，使福特家族持有 5.1% 股權，卻握有 40% 的表決權¹²。直至 1940 年，NYSE 發布「關於特別股表決權的上市要求聲明（Statement of Listing Requirements as to Preferred Stock

⁶ Stephen M. Bainbridge (Sep. 9, 2017), *Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective*, <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>, at 4-5. (last visited: 6/27/2025)

⁷ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151.

⁸ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 212.

⁹ N.Y. BUS. CORP. L. § 612.

¹⁰ M.B.C.A. § 6.01(c)(1).

¹¹ Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 GEO. WASH. L. REV. 697, 704 (1986).

¹² Jason W. Howell, *The survival of the U.S. dual class share structure*, 44 J. CORP. FIN. 440, 444 (2014).

Voting Rights)」才明文表示 NYSE 禁止發行無表決權股¹³。

另一方面，較為開放的 AMEX 直至 1972 年才明文禁止無表決權股的發行，但 1976 年 AMEX 允許採雙層股權結構的 Wang Laboratories 公司有條件上市，為雙層股權開了後門。AMEX 規定，若公司採取雙層股權結構，則：1. 持有限制表決權股的股東至少能選出 25% 的董事。2. 複數表決權股的比率不得高於 10:1。3. 不得稀釋限制表決權股的股份。4. 優先表決權股之股東持股若低於一定比例，將失去優先表決權。5. 強烈建議限制表決權股應搭配優先分派股息。上述規則又被稱為王氏公式（Wang Formula）¹⁴。

1985 年，為增加其競爭力，避免 AMEX 及 NASDAQ 獨占鰲頭，NYSE 再度宣布開放雙層股權結構。對此，SEC 於 1988 年制定 Rule19c-4 作為回應。Rule 19c-4 規定，不得使已發行的普通股表決權失效（nullify）、受限（restrict）或減少（disparately reduce）¹⁵。應注意者為，本條規範主體限於美國公司，且所限制的股份種類為已發行的普通股，並不包含首次公開發行的股份。Rule19c-4 禁止公司透過資本重組集中投票權，仍舊禁止了大多數形式的雙層股權結構。不久後，Rule 19c-4 被哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院推翻，因為法院認為這項限制直接干預股東可制定的內容，控制各類股東間實質權利的分配。這種干預通常屬州公司法的範疇，並非證券交易法（Securities and Exchanges Act of 1934）所賦予 SEC 的權限¹⁶。儘管法院已作出判決宣告無效，NYSE 和 NASDAQ 仍採用類似 Rule 19c-4 的標準，允許公司在 IPO 時採用雙重股權結構，但限制後續削弱現有外部股東的權利¹⁷；AMEX 則決定維持其王氏公式來規範之。1993 年底，SEC 宣布統

¹³ Seligman, *supra* note 11, at 699.

¹⁴ Seligman, *supra* note 11, at 704.

¹⁵ 17 C.F.R. § 240.19c-4 (1990).

¹⁶ *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

¹⁷ See NYSE Listed Company Manual, Rule 313.00(A)&(B), <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c8503fcb5>; Nasdaq Stock Market Listing Rules, Rule 5640, <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series>. (last visited: 6/27/2025)

一的表決權政策，三家交易所皆允許公司採取雙層股權結構首次公開發行，但禁止透過資本重組減少一般股東的表決權。



儘管 20 世紀尾聲開啟了美國證券交易所雙層股權結構的大門，但在 2004 年 Google 發行複數表決權股之前，僅有少數領域的公司敢採用雙層股權結構¹⁸。2004 年後，雙層股權結構的設立如雨後春筍般出現，不少大型科技公司採之。然而，這些公司並非有了雙層股權結構後就毫無阻礙，亦有不少公司的股東因此向法院提起訴訟。例如 2012 年，Google 發行無表決權股後，股東向公司提起訴訟，認為此舉乃是為了將控制權保留在創始人手上，公司董事違反了忠實義務。本案最終以和解作收，Google 總共賠償股東 5 億多美金，且若 Google 董事會認為發行無表決權股對公司不符合公司利益，且創辦人 Page 及 Grin 持有股份之表決權數少於 15%，無表決權股（Class C）將全部轉為普通股（Class A）¹⁹。

另一個案例為 NRG Yield 公司（下稱 Yield）。Yield 為一家經營傳統發電與再生能源的公司，一般股東持有 A 類股，總表決權比例約為 35%；母公司 NRG Energy Inc.持有全部的 B 類股，總表決權比例約為 65%，兩類股份皆為一股一表決權。由於母公司的股權在多次增資後遭稀釋，因此 Yield 董事會提出資本重組，新增 C、D 類股，原本一股 A 類股將配得一股 C 類股，一股 B 類股將配得一股 D 類股，C、D 類股皆為一股 1/100 表決權。少數股東認為董事會此舉違反忠實義務，向法院提起訴訟。但德拉瓦州衡平法院認為，資本重組確實給予控制股東特別的利益，但有經過完全獨立的特別委員會審查，少數股東亦完全知情且不受脅迫地同意本案，因此法院適用商業判斷法則並駁回本案²⁰。

¹⁸ Dorothy S. Lund, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 STAN. L. REV. 687, 704 (2019).

¹⁹ See *Stipulation of Compromise and Settlement, In Re Google, Inc. Class C Shareholder Litigation*, Consol. C.A. No. 7469-CS, (Nov. 6, 2013), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/128876/000119312514116482/d699828dex404.htm>.

²⁰ See IRA Trust FBO Bobbie Ahmed v. Crane, C.A. No. 12742-CB, 2017 Del. Ch. LEXIS 869 (Del. Ch. Dec. 11, 2017).

第二項 英國



英國公司法第 284 條規定，若為有發行股份（share capital）之公司，原則上一股享有一表決權，若章程另有規定則從其規定²¹。私人公司（private company）模範章程及公眾公司（public company）模範章程也都允許公司發行附有特定權利或限制權利的股份²²。雖然法律對雙層股權結構似無太多限制，但倫敦交易所（London Stock Exchange，LSE）直至近年才轉變態度允許公司以雙層股權結構上市。

二十世紀初期至中期，強大的家族主導英國企業，但主要並非透過大量持股，而是藉由擔任董事會成員來保有控制權²³。由於當時公司擴張的主要方式為併購，家族持股比例在併購案中逐漸被稀釋，然而併購案皆是收購公司與被收購公司的合意行為，身為經營階層的家族並不需要積極尋找保護自身經營權的方式²⁴。1953 年，英國出現第一個敵意併購案²⁵，迫使家族企業開始尋求防禦措施，雙層股權結構開始受到歡迎。眼見雙層股權結構蓬勃發展，機構投資人以行動表達強烈反對²⁶，使採取雙層股權結構的公司在 1970 年代後逐漸消失。雖然英國屬於股權極為分散的國家，但多數股份仍掌握在機構投資人手中²⁷，因此機構投資人在英國市場上持續地佔有舉足輕重的地位，這也導致英國公司在 1970 年代後仍大多不採雙層股權結構²⁸。

²¹ Companies Act 2006, c. 46, § 284 (UK).

²² Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1, pt 3, ¶22; Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3, pt 4, ¶43.

²³ J. Franks, C. Mayer & S. Rossi, *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*, A HISTORY OF CORPORATE GOVERNANCE AROUND THE WORLD: FAMILY BUSINESS GROUPS TO PROFESSIONAL MANAGERS (University of Chicago Press), 581, 583 (2005).

²⁴ *Id.* at 583.

²⁵ *Id.* at 584.

²⁶ F. Braggion & M. Giannetti, *Changing Corporate Governance Norms: Evidence from the Dual Class Shares in the UK*, 37 JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 15, 17 (2019).

²⁷ See B. Black & J. Coffee, *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation* 92 MICH. L. REV. 1997, 2002-2009 (1994).

²⁸ Min Yan, *Permitting Dual Class Shares in the UK Premium Listing Regime — A Path to Enhance rather than Compromise Investor Protection*, QUEEN MARY LAW RESEARCH PAPER NO. 367 1, 6 (2021).

2010 年開始，LSE 主板 (Main Market) 底下劃分為高級板 (Premium Segment) 及標準版 (Standard Segment)，高級板上市規則明文規定禁止發行無表決權股²⁹。

2014 年，為了提升對於少數股東的保障，防止控制股東握有控制權，英國金融行為監理總署 (Financial Conduct Authority, FCA) 新增高級版上市規則第 7.2.1A 條，其中 Principle 3 規定，同一類股的股份所享有的表決權需均等。Principle 4 則規定，若公司發行不只一類股份，每種類別的股份表決權需大致 (broadly proportionate) 與其股權比例相同³⁰。從上述內容可知，由於高級板是最具聲望的交易板，且具有最高標準的公司治理規範，採取雙層股權結構的公司不得在高級板上市，但仍得在標準板上市。

2021 年 12 月，為了挽救 LSE 日漸薄弱的地位，吸引更多高科技公司至 LSE 上市，FCA 宣布修改 LSE 主板上市規則，允許雙層股權結構公司在高級板上市³¹，但仍有強制日落條款及表決權比率等其他限制。然而兩年多後，上市規則再度變動。2024 年 7 月，FCA 宣布將對 LSE 上市規則進行大幅修正，修正規則將於同年 7 月 29 日生效，其中最主要的變動在於：不再區分高級板及標準版，統一稱作為商業公司 (Commercial companies)，採行雙層股權結構之規定亦大幅鬆綁³²。雖然諮詢意見對 FCA 的鬆綁管制有非常兩極的看法——買方 (buy-side) 大力表示反對，賣方 (sell-side) 表示贊成³³，LCA 仍決定採取寬鬆政策，將雙層股權結構之規則初步劃分為自然人或法人：若持有複數表決權股的股東為自然人，則無強制的時間型日落款的限制；若持有者為法人，則有強制的十年日落條

²⁹ FCA, *Listing Regime Review: Feedback on CP09/24 and CP09/28 with Final Rules 4* (Feb. 2010), https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps10_02.pdf.

³⁰ FCA, *Listing Rules (Listing Regime Enhancements) Instrument 2014*, 17-18, https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2014/FCA_2014_33.pdf.

³¹ See FCA, *Primary Market Effectiveness Review - Feedback and Final Changes to the Listing Rules: Policy Statement PS21/22*, 1, 9-15 (December 2021). 。

³² FCA, *Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to CP23/31 and final UK Listing Rules* (Jul. 2024) 1, 50-56, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps24-6.pdf>.

³³ Id. at 51-52. 買方係指購買公司股份的機構投資人、共同基金或避險基金等；賣方係指出售公司股份的投資銀行等。

款限制³⁴。



第三項 香港與新加坡

同為亞洲國家，香港與新加坡近年來大幅鬆綁對雙層股權結構的限制。香港公司法第 588 條規定，原則上一股有一表決權，若章程另有規定則從其規定³⁵。過往 HKEX 主板（Main Board）上市規則第 8.11 條規定，原則上禁止首次公開發行的公司採取雙層股權結構，若經 HKEX 同意或上市前已採雙層股權結構時，可例外允許之。2014 年阿里巴巴公司（Alibaba）欲在香港上市，卻因 HKEX 不接受阿里巴巴採取雙層股權結構—也就是特殊合夥人制度，使阿里巴巴只能轉至 NYSE 上市³⁶。失去阿里巴巴上市的 HKEX 擔心日後會再度失去其他大型公司的上市，不得不重新思考上市規則³⁷。2014 年 8 月，HKEX 發布諮詢意見書（Concept Paper）討論上市規則是否應開放同股不同權（weighted voting rights，WVR），隔年諮詢意見結果初步認為可有條件的開放，但香港證券及期貨事務監察委員會（Securities and Futures Commission，SFC）表示不支持³⁸，使議題討論不了了之。

2017 年 6 月，HKEX 再度發布諮詢意見書，討論關於「新板（New Board）」的設立³⁹。根據諮詢意見書所載，HKEX 認為原先的主板已無法滿足新經濟（New Economy）的需求，新板之設立可吸引更多樣類型的公司至 HKEX 上市，其中一

³⁴ 其他規定，詳見本文第三章第三至五節。

³⁵ Companies Ordinance, (2014) Cap. 622, § 588(3)(4) (H.K.).

³⁶ See Suzy Waite, *Alibaba chooses US over HK for IPO*, FINANCE ASIA (Mar. 16, 2014), <https://www.financeasia.com/article/alibaba-chooses-us-over-hk-for-ipo/375266>. (last visited: 6/27/2025).

³⁷ See Emma Dunkley, *HKEx Admits Alibaba Forced It to Rethink Dual-Class Shares*, FIN. TIMES (Jan. 17, 2018), <http://www.ft.com/content/6f0e9914-fa96-11e7-a492-2c9be7f3120a>. See also HKEx, *Concept Paper: Weighted Voting Rights* (Aug. 2014), <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082.pdf>.

³⁸ SFC, *SFC statement on SEHK's draft proposal on weighted voting rights* (Jun. 25, 2015), <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR69>.

³⁹ See HKEX, *Concept Paper: New Board* (Jun. 2017), <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/Concept-Paper-on-New-Board/cp2017061.pdf>.

種類型即為同股不同權的公司⁴⁰。同年底，諮詢意見結果公布，多數意見贊成同股不同權的公司在 HKEX 上市，但若增設新板可能使上市規則增加不必要的複雜性，在有採取一定的配套措施下，直接修訂主板的上市規則，使更多公司得在主板上市即可⁴¹。

除了能避免再度錯過下一個新創科技公司上市，HKEX 也希望透過同股不同權制度吸引中國製藥公司赴港上市。根據 HKEX 的研究報告，生物科技業具有高額投資 (substantial investment)、產出價值高 (high-value outputs)、風險高、技術密集等特點，且藥物研發週期長，臨床試驗成功率低，導致生物科技公司在上市前和上市後很長時間都沒有利潤或收入，因此難以獲得銀行債務融資，必須依賴股權融資⁴²，此時同股不同權制度便可幫助生物科技公司吸引更多資金流入這個高風險高回報的領域。由於中國生物科技發展正處黃金期，吸引大陸公司將可達到雙贏：一方面使較熟悉中國法律的香港投資人有管道投資生物科技業，另一方面也有助於提升大陸藥品標準的國際認可度⁴³。

2018 年 4 月，HKEX 上市規則新增第 8A 章，宣布開放雙層股權結構公司於主板上市，但僅限於「創新公司 (innovative company)」始得為之⁴⁴，至於何謂「創新公司」，HKEX 有發布指引說明，本文將在下一節說明。除了新增第 8A 章之外，HKEX 同時放寬了上市規則第 19C 章關於外國公司第二上市的規定，允許同股不同權的外國公司至香港第二上市⁴⁵。2019 年 11 月，阿里巴巴以第二

⁴⁰ *Id.* at 6, 27.

⁴¹ See HKEX, *Consultation Conclusions: New Board Concept Paper* 24 (Dec. 2017), [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2017-Concept-Paper-on-New-Board/Conclusions-\(December-2017\)/cp2017061cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2017-Concept-Paper-on-New-Board/Conclusions-(December-2017)/cp2017061cc.pdf).

⁴² HKEX, *RESEARCH REPORT LISTING REGIME REFORMS FOR DUAL-CLASS SHARE STRUCTURE AND BIOTECH INDUSTRY* 1, 15 (Nov. 15, 2018), https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201811_e.pdf.

⁴³ *Id.* at 18.

⁴⁴ HKEX, *HKEX Guidance Letter HKEX-GL93-18* (Apr. 2018), https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/gl9318.pdf. 詳參本章第三節第一項。

⁴⁵ HKEX Listing Rule 19C.04-05.

上市的方式重新回到香港⁴⁶，為當時社會震盪不安、市場低迷的香港注入一股活力⁴⁷。



在新加坡法制方面，舊新加坡公司法第 64 條規定一股「僅能」享有一表決權。2007 年新加坡財政部（Singapore's Ministry of Finance，MOF）為確保效率及透明的公司治理架構，設立指導委員會（Steering Committee）全面檢視新加坡公司法⁴⁸。2011 年 6 月，指導委員會發布諮詢意見書（consultation paper），在是否開放雙層股權結構的問題上，多數諮詢意見表示在搭配一定保護措施（safeguard）的前提下，應允許公開發行公司發行無表決權股及複數表決權股，這將使公司在資本管理上更有彈性⁴⁹。少數諮詢意見表示，部分諮詢意見所借鑑的英國法、紐西蘭法及澳洲法不符新加坡的國情，蓋新加坡公司大多由一群股東控制，發行無表決權股或複數表決權股會嚴重損害少數股東的利益⁵⁰。最終，指導委員會認為搭配一定保護措施應屬可行，建議刪除新加坡公司法第 64 條。2014 年 9 月，新加坡公司法第 64 條修正並新增第 64A 條，廢除強制一股一表決權制，將一股一表決權定為預設規定，若公司章程另有規定則從其規定⁵¹。

雖然新加坡公司法於 2016 年初即開放雙層股權結構⁵²，但新加坡交易所並未立即修改上市規則，至 2016 年底才將此議題交由上市諮詢委員會（Listing Advisory Committee，LAC）進行討論，並於 2017 年 2 月發布諮詢意見書徵詢對於雙層股權結構的意見⁵³。從諮詢意見書可知，新加坡交易所認為在有一定保護

⁴⁶ HKEX (Apr. 20, 2019), <香港交易所將於阿里巴巴上市日向投資者提供多項產品選擇>, https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2019/191120news?sc_lang=zh-HK。(最後瀏覽日期：6/27/2025)

⁴⁷ BBC NEWS 中文 (Nov. 14, 2019), <香港動蕩之際阿里巴巴再次赴港上市>, <https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-50416216>。(最後瀏覽日期：6/27/2025)

⁴⁸ Singapore's Ministry of Finance, *Report of the Steering Committee for Review of the Companies Act 1, Consultation Paper*, June 2011, <https://www.mof.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news-and-publications/press-releases/annex-a-sc-report-complete-2.pdf>.

⁴⁹ *Id.* at 3-3.

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ Companies Act 1967 (Cap 81, 2020 Rev Ed), pt 3, s. 64&64A.

⁵² 新加坡公司法第 64、64A 條於 2014 年 9 月修正，2016 年 1 月施行。

⁵³ See SGX, *Consultation Paper—Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures* (Feb.

措施的前提下開放雙層股權結構⁵⁴。同年7月，新加坡交易所首先開放中發展市場（developed markets）上市的雙層股權結構公司得於新加坡交易所二次上市⁵⁵。至2018年6月，新加坡交易所宣布，雙層股權結構公司得於新加坡交易所主板申請上市⁵⁶。

第三節 雙層股權結構之設計

證券交易所對雙層股權結構之規範通常較一般公司來得嚴格。本節就美國、英國、香港及新加坡證券交易所之上市規則，整理各交易所針對公司類型、公司規模、持有人身分限制、強制日落條款、表決權比率上限、加強表決程序等規定。

第一項 基本條件

第一款 美國

如前節所述，NYSE 及 NASDAQ 皆允許首次公開發行公司採行雙層股權結構。NYSE 上市規則第3章第313條第A項乃基於 SEC Rule 19c-4 所訂立，但仍較 Rule 19c-4 更有彈性，因此若公司符合 Rule 19c-4，並不會抵觸上市規則，即使不符 Rule 19c-4，交易所仍會審查具體個案，判斷是否應允許其上市。該項規定，上市公司禁止透過任何行動或發行行為不均等地減少或限制（disparately reduced or restricted）現存股東的表決權。本條的補充說明（supplementary material）也明文表示，NYSE 僅禁止公司在已上市的狀態下再發行新類型之複數表決權股，若公司尚未 IPO 或維持現行雙層股權結構之公司，並不違反 NYSE 之

16, 2017), https://www.rajahtannasia.com/media/2716/sgx_dcs_consultation_paper_-sgx_20170216-final.pdf.

⁵⁴ 詳見本文第三章第二至四節。

⁵⁵ SGX, *General Announcement: SGX clarifies that existing secondary listing framework allows dual class share companies* (Jul. 28, 2017), https://links.sgx.com/1.0.0/corporate-announcements/794JA6LZ35VFIZTJ/20170728_SGX_clarifies_that_existing_secondary_listing_frameworkAllows_DCS_companies.pdf.

⁵⁶ See SGX Main Board Rules Ch2.

表決權政策。NYSE 也在本項中解釋，所謂「行動或發行行為」包含但不限於：分階段投票計劃 (time phased voting plans)、限額投票權計劃 (capped voting rights plans)、發行複數表決權股，或透過換股要約發行表決權低於現有普通股表決權的股份⁵⁷。

同條第 C 項對發行無表決權股設有特別規定。該項規定，NYSE 允許公司發行無表決權股，但應確保公司滿足其他上市標準，且除了表決權外，無表決權股股東之權利應與公司其他股東之權利大致相同 (substantially the same)。儘管無表決權股股東通常無權對股東會決議事項投票，但上市公司仍應將所有訊息 (communications)，包括委託書資料 (proxy material)，發送予無表決權股股東⁵⁸。

除了上述規定，在判斷是否應允許一家雙層股權結構公司 IPO 時，NYSE 也會考量發行人過去的行為，例如發行人是否在其他交易所中違反或規避其表決權政策，或者發行人在其他交易所尋求上市時，是否請求該交易所對表決權政策作出裁決或解釋⁵⁹。NYSE 上市規則也花很大篇幅強調公司發行各類股份之前，應盡早與 NYSE 溝通其合法性與可行性⁶⁰，並強調 NYSE 將彈性處理各公司提出的方案，可見其一方面賦予公司股權安排之彈性，另一方面也賦予證交所很大的審查權限。

在程序上，若發行普通股予公司董事、高階主管、控制股東、或大股東 (substantial security holder)，且新發行股數超過已發行總股數之 1% 或表決權之 1%，須經股東會決議始可為之⁶¹。若新發行股數超過已發行股份總數之 20% 或表決權之 20%，無論發行予何人，皆須經股東會決議通過，然若以現金對價公開發

⁵⁷ NYSE Listed Company Manual Rule 313(A).

⁵⁸ NYSE Listed Company Manual Rule 313(B).

⁵⁹ NYSE Listed Company Manual Rule 313 (A) Supplementary Material.

⁶⁰ *Id.*

⁶¹ NYSE Listed Company Manual Rule 312.03(b).

行，或以不低於最低價格⁶² (Minimum Price) 出售的不公開發行，則不須經股東會決議⁶³。

NASDAQ 上市規則第 5640 條亦有類似於 NYSE 上市規則第 313 條之規定，本文不再贅述。綜合 NYSE 及 NASDAQ 之規定可知，美國證券交易所對雙層股權結構的態度極為開放，在基本條件上，未針對公司規模、公司類型、持有人身分等做過多的限制，但證交所仍對於個案有很大的裁量空間。

第二款 英國

2024 年 7 月，FCA 公布新的 LSE 上市規則，為 LSE 近幾三十年來的最大變革。在雙層股權結構的規範上，FCA 認為，若投資人不喜歡某公司的股權結構，選擇不投資即可；若投資人知悉某公司採雙層股權結構，又願意投資，便是雙方合意的結果。簡言之，上市規則實難以制定一體適用的股權結構⁶⁴。因此，FCA 並未對雙層股權結構訂立過多要件，而是著重於資訊揭露，使雙層股權結構的使用更加有彈性。關於同股不同權的持有人身分，限於公司董事、公司投資者或股東、公司員工、為前述三款唯一受有利益或由其完全擁有和控制之人、或主權控制公司（sovereign controlled commercial company）的主權控制股東（sovereign controlling shareholder）⁶⁵。若持有人為公司投資者或股東，且為法人，其擁有的同股不同權股份最多只能維持十年⁶⁶。雖然第 6.2.31R 條規定，公司應持續遵守持有人身分限制及轉讓限制，但第 6.2.33G 條規定，FCA 得在特別情況下調整之，包含：為保護國家利益之特別股權安排、或雙層股權結構公司的上市安排⁶⁷。

⁶² 所謂最低價格，係指以下兩者中較低者：1. 簽署具約束力協議（Binding Agreement）前的官方收盤價（Official Closing Price）；或 2. 簽署該協議前五個交易日的平均官方收盤價。

⁶³ NYSE Listed Company Manual Rule 312.03(c).

⁶⁴ FCA, *supra* note 32, at 53.

⁶⁵ UKLR 5.4.5R(1). 所謂股東，係指持有公司股份（equity）之人；所謂投資者，則泛指投入資金至一間公司之人，除了股東之外，也包含投資公司債券或基金之人。

⁶⁶ UKLR 5.4.5R(2).

⁶⁷ UKLR 6.2.33G.

第三款 香港與新加坡



HKEX 上市規則規定，所謂同股不同權，意指某一類股份之表決權大於或優於普通股，或受益人之經濟利益與股權比例不相稱的治理權或安排（governance rights or arrangement）⁶⁸。從上述文字可知，HKEX 允許的股權架構不限於複數表決權股，無表決權股或限制表決權股亦屬可發行的範圍，但特別的是，HKEX 允許公司股權結構有 WVR 股份，但 WVR 持有人限於上市時的董事會成員⁶⁹，且其 IPO 時持有公司經濟利益至少 10% (underlying economic interest in the applicant's total issued share capital)⁷⁰，並且禁止在公開市場流通⁷¹，因此一般大眾並無機會持有任何同股不同權的股份。在公司類型限制上，僅首次公開發行的公司得採行同股不同權⁷²，換言之，已在香港上市的公司並不適用。

除此之外，採雙層股權結構之公司在規模上有較高門檻。首先，公司市值至少需 400 億港幣，或市值至少為 100 億港幣且最近一個會計年度的收益至少為 10 億港幣⁷³。此外，公司須得到至少一名資深投資者⁷⁴ (sophisticated investor) 所提供相當數額的第三方投資（不得為象徵式投資），且至 IPO 時仍未撤回投資。IPO 後六個月內，資深投資者的總投資額至少需保留 50%⁷⁵。

除了公司規模的形式要求，HKEX 上市規則第 8A.04 條規定，欲申請 WVR 架構上市的公司，須證明其符合資格並適合（suitable）以 WVR 上市⁷⁶。HKEX

⁶⁸ HKEX Listing Rule 8A.02.

⁶⁹ HKEX Listing Rule 8A.11.

⁷⁰ HKEX Listing Rule 8A.12.

⁷¹ HKEX Listing Rule 8A.08.

⁷² HKEX Listing Rule 8A.05.

⁷³ HKEX Listing Rule 8A.06.

⁷⁴ 所謂資深投資者，意指考量其淨資產、管理資產、相關投資經驗，以及於相關範疇的知識及專業技能等方面的因素後，經 HKEX 認定為具備豐富經驗的投資者。一般認為資深投資者包含管理資產總價值達 150 億港幣的資產管理公司、基金規模至少達 150 億港幣之基金、擁有多元化投資組合且規模達 150 億港幣之公司。

⁷⁵ HKEX, *supra* note 44, at 4-5.

⁷⁶ HKEX Listing Rule 8A.04.

規定僅限「創新公司」始得採同股不同權，然「創新」一詞之涵義並不明確，為此，HKEX 發布指引（guidance）說明之⁷⁷。所謂創新公司，應包含多於一項之下列特徵：1. 能證明公司的成功營運，有賴其核心業務應用了新科技、創新理念或新業務模式，藉以使公司有別於現有同業競爭者。2. 研究及開發為公司貢獻極大部分（significant contributor）的預期價值，亦屬公司的主要活動且佔大部分支出。3. 能證明公司成功營運有賴其獨有的業務或知識，或相對於有形資產價值，公司的市值或無形資產總值極高⁷⁸。然而可想而知，「創新」的認定標準難以明確劃分，將隨科技、市場及行業發展有所變化，當前「創新」的新發明或經營方式若長時間被其他同業採用，將不再新穎特殊。因此，HKEX 表示，在審查是否適合採用同股不同權時，會視該公司的具體狀況綜合判斷是否符合上述所稱之創新⁷⁹。

雖然第 8A.05 條規定，HKEX 僅允許公司在 IPO 時以 WVR 架構申請上市，然公司得經 HKEX 允許，藉由以下途徑發行 WVR 之股份，包含：向全體股東依其持股比例發售、向全體股東依其持股比例以股代息、股份分割或資本重組⁸⁰。應注意者為，公司不得將 WVR 之股份比例增加至超過上市時該等股份所佔比例⁸¹，若公司減少已發行股份總數，使 WVR 股份之比例上升，WVR 受益人應按比例減少其表決權⁸²。

若將視角轉至新加坡，SGX 上市規則允許首次公開發行公司建立雙層股權結構。除了 IPO 時，SGX 亦允許公司以股東優先認股（rights issue）、紅利配股（bonus issue）、盈餘轉增資（scrip dividend scheme）、股份合併或分割（consolidation or subdivision of shares）的方式發行複數表決權股，然須經股東會特別決議通過，且應確保複數表決權股的總表決權比例未因上述股權變動行為而

⁷⁷ HKEX, *supra* note 44, at 3-5.

⁷⁸ *Id.* at 3.

⁷⁹ *Id.*

⁸⁰ HKEX Listing Rule 8A.14.

⁸¹ HKEX Listing Rule 8A.13.

⁸² HKEX Listing Rule 8A.15.

有所提升⁸³。根據 SGX 上市規則的定義，雙層股權結構乃「給予股東與其股權比例不相等的表決權，其中一類股東享有一股一表決權，另一類股東享有一股複數表決權⁸⁴。」換言之，SGX 僅允許發行複數表決權股，不得發行限制表決權股或無表決權股。除此之外，複數表決權股除了表決權數較多，其他權利義務應與一般普通股相同，且不得於公開市場流通（neither listed nor traded）⁸⁵。

在公司規模上，在諮詢意見階段時曾有討論過是否應增加限制，但多數意見認為，增加最低市值的規定並無法強化對股東的保障，甚至可能成為潛在上市公司的阻礙⁸⁶，故最終上市規則並無對此做特別限制。

另一方面，SGX 複數表決權股持有人身分可分為兩類，一為董事，另一類為「允許持有人團體」（permitted holder group）。第一類之董事可為自然人或法人，又稱為負責董事（responsible director）；第二類之允許持有人團體為非董事，但在 IPO 時已經 SGX 同意得持有複數表決權股的自然人或法人⁸⁷。

如同 HKEX，SGX 亦對於合適性（suitability）有規範。SGX 上市規則第 210 條第 10 項第 b 款規定，公司應證明其適合以雙層股權結構上市⁸⁸。本款在諮詢階段時，SGX 曾表示考量因素包含⁸⁹：1. 公司的商業模式，例如公司是否有長期計畫以快速提升成長速度。2. 公司或業務的經營軌跡記錄。3. 預期複數表決權股股東對公司或業務成功的角色和貢獻。3. 預期複數表決權股股東參與公司或業務的活躍程度。4. 資深投資者的參與。5. 公司或業務需要雙層股權結構的其

⁸³ SGX Mainboard Rules 803A (1)(2)(3).

⁸⁴ SGX Mainboard Rules Definition and Interpretation.

⁸⁵ *Id.*

⁸⁶ Mak Yuen Teen, *RESPONSE TO CONSULTATION PAPER “POSSIBLE LISTING FRAMEWORK FOR DUAL CLASS SHARE STRUCTURES* 9, https://governanceforstakeholders.com/wp-content/uploads/2017/04/Response-to-DCS-consultation-paper_050417.pdf.

⁸⁷ SGX Mainboard Rules 210(10)(a)(e).

⁸⁸ SGX Mainboard Rules 210(10)(b).

⁸⁹ SGX, *Consultation Paper—Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structure* (Mar. 28, 2018), <https://api2.sgx.com/sites/default/files/public-consultations/migration/Consultation%2BPaper%2Bon%2BProposed%2BListing%2BFramework%2Bfor%2BDual%2BClass%2BShare%2BStructures.pdf>.



他特徵。多數回覆者贊同上述合適性標準，但也有回覆者表示擔心指標流於主觀判斷。對於不同意見的聲音，SGX 最終表示，訂立明確的合適性標準似乎不切實際且限制過多，但 SGX 仍會在公司申請上市時全面評估各種因素⁹⁰。因此本款仍舊訂立於上市規則，但以抽象方式敘述，並未設立具體標準。

第二項 日落條款（sunset provision）

第一款 日落條款之類型

日落條款，意指高表決權股在特定事件發生後將自動轉換為一股一表決權⁹¹。學者 Winden 將日落條款分為以下六種類型：

1. 時間型日落條款（time-based sunsets）

創始人或控制者在經過一定時間後，高表決權股將轉變為一股一表決權，即稱作時間型落日條款。2017 年以前，公司大多將日落條款時間設定為 7 年，近年來則延長至 10 年⁹²。雖然年限延長，但設有時間型落日條款的公司數量也逐年增加⁹³。

2. 稀釋型日落條款（dilution sunsets）

當創始人或控制者持有的高表決權股低於已發行股份總數之一定比例時，將自動轉換為一股一表決權。設有此類型日落條款的公司將門檻

⁹⁰ SGX, *Responses to Comments on Consultation Paper—Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures* (Jun. 26, 2018), <https://api2.sgx.com/sites/default/files/Responses%2Bto%2BFeedback%2Bon%2BDCTS%2BConsultation%2BPaper%2B%2528260618%2529.pdf>.

⁹¹ Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, 2018 COLUM. BUS. L. REV. 852, 869 (2018).

⁹² *Id.* at 870.

⁹³ *Id.* at 871.

設定在 5% 至 25% 之間，多數公司將門檻設為 10%⁹⁴。



3. 撤資型日落條款 (divestment sunsets)

當創始人或控制者持有的高表決權股數低於一定數量，或低於最初持有股數時，高表決權股將自動轉換為一股一表決權。相較於稀釋型，撤資型不會受公司增資後發行更多低表決權股的影響，因此對創始人或控制者而言，撤資型更能穩固地保有控制地位⁹⁵。

4. 死亡或無能力型日落條款 (death and incapacity sunsets)

若創始人或高表決權股持有人死亡或無能力時，高表決權股將轉變為一股一表決權，有些公司甚至規定，若創始人過世，公司的雙層股權結構將直接終止⁹⁶。21 世紀以前，此種類型的日落條款較為少見，但 21 世紀之後大幅增加，且主要為科技公司採用。然而，若創始人或高表決權股持有人死亡前將股份轉讓他人，便可規避此類型日落條款⁹⁷，因此死亡型日落條款的設計需更加詳盡，才能達到效果。

5. 分離型日落條款 (separation sunsets)

當創始人不再經營公司後，其所持有的高表決權股將轉變為一股一表決權。

6. 轉讓型日落條款 (transfer sunsets)

轉讓型日落條款，意指當創始人或控制者將高表決權股轉讓予他人

⁹⁴ *Id.* at 872-873.

⁹⁵ *Id.* at 874.

⁹⁶ *Id.* at 876.

⁹⁷ *Id.* at 877.

後，高表決權股將自動轉變為一股一表決權。20世紀以前的公司，通常並未限制高表決權股的自由轉讓，然而2004年Google發行複數表決權股，並限制創始人將該高表決權股轉讓予家人，大幅改變往後公司雙層股權結構的設計⁹⁸。儘管轉讓限制已成主流，但限制又再設有例外，譬如允許創始人或控制者轉讓予家人、特定股東、其他高表決權股股東等⁹⁹。

第二款 各國規定

NYSE與NASDAQ的上市規則並未對日落條款設有任何特別要求。然而，許多學者認為雙層股權結構將因時間經過而大幅降低公司效率，因此大力反對雙層股權結構永不日落¹⁰⁰；機構投資人同樣也呼籲應訂立合理的時間型日落條款，不斷向政府與證交所提出請願。面對外部的多重壓力，也有不少美國公司自願採納日落條款¹⁰¹，譬如Yelp公司在2012年IPO時，設有七年日落條款及稀釋型日落條款，2016年時因經營階層持有之股數低於規定比例，故回歸一股一表決權；德州鮮切牛排（Texas Roadhouse）公司在2004年上市，設有五年日落條款，於2009年結束雙層股權結構。

LSE採取強制轉讓型日落條款。LSE上市規則規定，複數表決權股僅能轉讓予為原持有者（董事、投資者、股東、員工）唯一利益而設立，或由原持有者完全擁有和控制之人¹⁰²。雖然形式上沒有其他日落條款，但這樣的設計實質上使自然人持有者至多持有至其死亡，並不能將其讓與其繼承人。

⁹⁸ *Id.* at 881.

⁹⁹ *Id.* at 882.

¹⁰⁰ See e.g. Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 585 (2017); Adi Grinapell, *Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation*, 25 STAN. J.L. BUS. & FIN. 40, 74 (2020).

¹⁰¹ CII, *Companies with Time-Based Sunsets on Dual-Class Stock* (Jun. 22, 2021), https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/DualClassStock/7-22-21%20Time-based%20Sunsets.pdf.

¹⁰² UKLR 5.4.5R(3).

HKEX 反對時間型日落條款。根據其 2018 年 4 月公布的「諮詢總結——新興及創新產業公司上市制度」，HKEX 認為時間型日落條款將導致公司之控制權在未來某一時點（即 WVR 日落之日）出現變動，該變動可能不符合公司或其股東的最佳利益¹⁰³。若要求 WVR 架構在某日期後須經准許才可繼續進行，當該日期臨近時，該規定會為股東及準投資者帶來極多不確定因素¹⁰⁴。除此之外，時間型日落條款可能使香港的競爭力遜於不設日落條款的美國及英國¹⁰⁵。因此最終，HKEX 上市規則僅訂立轉讓型以及死亡及無能力型日落條款：第 8A.17 條規定，當高表決權股持有人死亡、不再是董事、交易所認為其已無能力（incapacitated）履行董事職責，或交易所認為其不再滿足上市規則關於董事之規定時¹⁰⁶，高表決權股應中止（cease）。除此之外，第 8A.18 條規定，若高表決權股持有人將股份轉讓予他人，高表決權股亦應中止。此處所稱之轉讓，除了指所有權移轉，也包含經濟利益的轉讓。若透過股東間私下訂立的安排（arrangement）¹⁰⁷，或利用代理投票（proxy voting）等方式使表決權移轉予他人，亦屬本條禁止之範圍。

SGX 上市規則之日落條款規定在第 210 條第 10 項第 f 款。該款本文規定，若負責董事將複數表決權股出售或轉讓予任何人、允許持有人團體將之出售或轉讓予團體以外之人，或負責董事不再擔任董事（包含死亡、無能力、退休、辭職或其他情形），複數表決權股將轉換為一表決權股。然而，本款但書規定，公司得經股東會加強表決程序（enhanced voting process）免除此強制轉換，但原複數表決權股持有人、被讓與人、買受人、負責董事及有關聯之人，皆不得在加強表

¹⁰³ 香港交易所（Apr. 2018），諮詢總結——新興及創新產業公司上市制度，頁 34，[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc_c.pdf)。

¹⁰⁴ 同前註。

¹⁰⁵ 同前註。

¹⁰⁶ 所謂不再滿足關於董事之規定，係指：1. 因詐欺或不誠實行為遭法院判決有罪。2. 收到有管轄權之法院所發布之取消資格令（disqualification order）。3. 未遵守上市規則第 8A.15、8A.18、8A.24 條之規定。

¹⁰⁷ HKEX Listing Rule 8A.18, Note 2.



決程序中行使表決權¹⁰⁸。

除了轉讓對象有所限制，轉讓時間亦有規定。SGX 上市規則第 229A 條規定，複數表決權股持有人應以契約方式向公司保證，至少十二個月內不會轉讓或處分其全部的複數表決權股及一般普通股¹⁰⁹。

第三項 表決權比率限制

若複數表決權股之表決權數越高，持有人取得控制權所需要之股數越低。因此，為避免表決權比率過高，進而使現金流量權與表決權過度分離，許多國家設有表決權比率限制，用以作為監控雙層股權結構公司的手段之一，通常限制的比率為 10:1。

美國 NYSE 及 NASDAQ 均未對表決權比率作任何限制，因此在美國上市的公司雖多數仍採 10:1，但亦有不少公司採取大於 10:1 的雙層股權結構¹¹⁰，例如 Airbnb 之股權結構為：A 類股為一股 1 表決權，B 類股為一股 20 表決權；Coupang 的 A 類股為一股 1 表決權，B 類股為一股 29 表決權；醫療公司 Hims & Hers Health 的 V 類股一股甚至高達 175 表決權¹¹¹。

其他證券交易所則多設有限制，譬如 LSE 上市規則第 5.4.3R 及 6.2.29R 條規定，若公司有多於一種類別之股份，每種類別的股份表決權需大致與其股權比例相同¹¹²；HKEX 上市規則第 8A.10 條規定，高表決權股所享有的表決權，不得超過普通股表決權的 10 倍；SGX 則規定，公司須在發行複數表決權時決定其表

¹⁰⁸ SGX Main Board Rule 210(10)(f).

¹⁰⁹ SGX Main Board Rule 229A.

¹¹⁰ CII, *Companies with dual-class share structures*, https://councilofinstitutionalinvestment.sharepoint.com/:x/g/personal/onedrive_cii_org/EZhCaASpEnJHmdnotaJvGQMBB9Q71bQ_sBPCBz-YBX_2ng?rtime=gJuWFDnI3Eg (last updated: 6/20/2025).

¹¹¹ Id.

¹¹² UKLR 5.4.3R & 6.2.29R. 判斷比例是否大致相同的因素包含：各類股份之權利差異程度、各類股份之分散程度及流動性、以及權利差異的商業合理性。See UKLR 5.4.4G & 6.2.30G.

決權數，不得事後更改，且複數表決權股之表決權不得超過一股 10 表決權¹¹³。



第四節 雙層股權結構之運作

第一項 委員會的獨立性及法規遵循

相較於非上市公司，上市公司的公司體質、財務狀況等對投資人影響較大，因此各國都有針對公司的審計委員會、提名委員會、薪酬委員會及獨董的成員選任及職權範圍等作詳細規範，期待能藉由公司內部各委員會的把關，穩定公司經營，並維護整體金融秩序。由於雙層股權結構公司的經營階層握有較大控制權，一般股東較難影響公司經營，故部分國家的上市規則或治理守則對雙層股權結構公司的內稽內控有更高要求。

NYSE 及 NASDAQ 並未對雙層股權結構公司的各委員會獨立性有更高的要求，標準與一般公司相同。LSE 上市規則也未對各委員會獨立性有較高要求，但英國財務匯報局（Financial Reporting Council，FRC）於 2024 年 1 月發布新版英國公司治理守則（UK Corporate Governance Code，UKCGC）（下稱新守則），於 2025 年 1 月 1 日生效。新守則中關於審計與風險控管的相關規定較前一版本更加嚴格與細緻。首先，在內控制度上，現行 UKCGC 要求董事應至少每年在年報上報告風險管理及內控系統的有效性；新版本則細緻地條列出董事應報告事項，包含：董事會如何審查及監控有效性、董事會作出哪些監控措施、以及過往失敗經驗的檢討措施¹¹⁴。其次，審計委員會的職責從原先的九項減少為六項¹¹⁵。雖然乍看之下內容變少，但實際規範更多。蓋其中一項修改為「應遵守審計委員會及外部審計的最低標準」，此處所稱之「審計委員會及外部審計的最低標準」，乃 FRC

¹¹³ SGX Main Board Rule 210(10)(d).

¹¹⁴ UK Corporate Governance Code 2018, Provision 29; UK Corporate Governance Code 2024, Provision 29.

¹¹⁵ UK Corporate Governance Code 2018, Provision 25; UK Corporate Governance Code 2024, Provision 25.

於 2023 年 5 月發布的新文件，內容除了更具體化審計委員會之職責，也說明公司應盡力營造好的公司文化，鼓勵審計人員提出質疑¹¹⁶。



HKEX 上市規則對 WVR 架構之公司之委員會及獨立非執行董事的特別規定。第 8A.29 條規定，WVR 架構之公司的獨立非執行董事須至少每三年輪流 (by rotation) 退任，三年過後可重新被選任¹¹⁷。第 8A.27 條規定，公司應確保其提名委員會符合上市規則附錄 C1 第 B.3 節之規定¹¹⁸，然第 B.3 節之規定並非僅針對 WVR 架構之公司，乃對於所有上市公司的企業管制守則，因此第 8A.27 條似乎僅為宣示性規定。除此之外，第 8A.33 及 8A.34 條規定，公司應設立法遵顧問 (Compliance Advisor)，即時且持續地向其諮詢 WVR 架構的相關事項。最後，第 8A.30 條規定，雙層股權結構公司應設立公司治理委員會 (Corporate Governance Committee)，該委員會由全體獨立非執行董事組成¹¹⁹，其職權包含以下事項：1. 確保經營階層為全體股東利益經營管理。2. 確保 WVR 持有人皆為公司董事，且公司持續符合上市規則對於 WVR 架構的要求。3. 審查與監控 WVR 架構所衍生的利益衝突問題及相關風險，並向董事會提出建議。4. 就選任或解任公司法遵顧問向董事會提出建議。5. 確保公司與股東之間的溝通順暢進行。6. 至少每半年提出一次施行報告，並揭露其向董事會建議之內容¹²⁰。

SGX 規定，採雙層股權結構之公司應確保審計委員會、提名委員會和薪酬委員會的多數成員，包括各自的主席的獨立性¹²¹。雖然該條強調各委員會成員的獨立性，但委員會成員的選任標準及職權與一般公司相同。

¹¹⁶ See Financial Reporting Council, *Audit Committees and the External Audit: Minimum Standard* (May. 2023), https://media.frc.org.uk/documents/Audit_Committees_and_the_External_Audit_Minimum_Standard.pdf.

¹¹⁷ HKEX Listing Rule 8A.29.

¹¹⁸ HKEX Listing Rule 8A.27.

¹¹⁹ HKEX Listing Rule, 8A.31.

¹²⁰ HKEX Listing Rule, 8A.30& 32.

¹²¹ SGX Main Board Rule 210(10)(i).



第二項 可行使表決權之比例

HKEX 及 SGX 皆規定，持股比例超過 10%的一般表決權股股東（ordinary voting shares）得召開股東會，並在股東會上提案¹²²。除此之外，持有一般表決權股且不持有複數表決權股的股東，得在股東會行使的表決權須至少佔全部表決權的 10%¹²³。

第三項 資訊揭露

充足的資訊揭露確保公司內部事項有一定的透明度，使股東得以在資訊充分的前提下決定是否要投資，以及如何行使表決權。換言之，資訊揭露得以減少公司內外部的資訊落差，也能進而使整體市場更穩定。因此，各國公司法、上市規則及相關法規對公司的資訊揭露多有規定。

第一款 美國

以德拉瓦州公司法為例，德拉瓦州公司法第 151 條規定，若公司發行無表決權、限制表決權或複數表決權股，章程應載明不同類股份的權利、資格及限制¹²⁴。若為實體發行，應在股票的正面或背面載明該發行股份之權利、資格及限制；若為非實體發行，股份持有人應在合理期間內收到該發行股份資訊之通知¹²⁵。

在上市規則方面，NYSE 規定，無表決權股股東雖然在股東會上並無表決權，但仍需收到所有通知信件，包含委託書資料（proxy material）¹²⁶。NASDAQ 上市規則亦有類似規定，應使所有股東至少每年一次參加股東會，且在股東會上有機

¹²² HKEX Listing Rule 8A.23; SGX Main Board Rule 210(10)(g).

¹²³ SGX Main Board Rule 210(10)(h); HKEX Listing Rule 8A.09.

¹²⁴ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151(a).

¹²⁵ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151(f).

¹²⁶ NYSE Listed Company Manual Rule 313.00(B)(2).

會討論公司事務¹²⁷。



雖然美國三大交易所在上市規則中並未明確規定雙層股權結構公司所應揭露之事項，SEC 對此有提出相關的建議。SEC 指示其底下的公司金融部門（Division of Corporation Finance）應為下列事項，包含¹²⁸：

1. 要求公司明確揭露以下兩者的數值關係：任何有權控制或指導董事投票 5%以上之人所持有的股權或所有權經濟利益（economic beneficial ownership），以及該個人握有之表決權。
2. 要求公司明確揭露，擁有高表決權股之股東可能利用表決權改變公司治理，進而產生的相關風險，譬如高表決權股股東表決權與股權之比例可能提升。此外，在不需其他股東同意的情況下，這些人可以持有最低的所有權利益（ownership interest）數量，但仍可控制大多數表決權。
3. 要求公司明確揭露，公司股份被主要指數排除或有限度納入的潛在風險和影響，以及被排除對股份流動性和價值的潛在影響。
4. 要求公司明確揭露，如果控制者利用州法或其他組織法（organizational law）增加其相對表決權，或減少其他股東的相對表決權，交易所可能會將該公司的股份退市。
5. 監測由非傳統治理結構引發的股東糾紛，藉以識別中長期趨勢、共通點，以及此類結構引發的利益衝突所產生之風險。

¹²⁷ NADAQ Listing Rule 5620(a).

¹²⁸ SEC, *Recommendation of the Investor Advisory Committee Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies*, <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/recommendation-on-dual-class-shares.pdf>.

6. 僅允許採一股一表決權的公司得在各類文件的封面使用「普通股」一詞，藉以更加明確區分股東之表決權是否受有限制。換句話說，若公司採取非傳統架構，不得將「普通股」寫在文件上，且應在明顯處標記「無表決權」一詞，公司亦不得在其所發行證券使用任何可能具有誤導性的用語。合適的用語例如：無表決權股（non-voting equity）、變動利益股權（variable interests in equity）或其他類似用詞。

7. 若公司發行無表決權股，應考慮在 Form 10-K 中增加資訊揭露要求。

第二款 英國

FCA 表示 LSE 上市規則將著重於資訊揭露。根據其政策報告書，由於英國公司法與英國公司治理守則已有詳細規範，因此在上市規則中，暫不新增其他規定。本文將資訊揭露分為投資前(向一般投資大眾揭露)及投資後(向股東揭露)，整理英國上市公司資訊揭露及透明度的規範要求。

首先，在向一般投資大眾資訊揭露的規範上，LSE 規定，為使投資人有獲取公司資訊的管道，上市公司應向 FCA 提交關於上市股份的權利、限制及行使權利程序的文件，並將之上傳至國家儲存系統（national storage mechanism），當資訊因時間經過導致不正確時，應及時向 FCA 更正¹²⁹。資訊揭露與透明度規則（Disclosure Rules and Transparency Rules，DTR）第 5.6.1 條規定，若公司某類股份之資本額及表決權有變動，公司應於變動發生當月向公眾揭露¹³⁰。

其次，對公司股東方面，英國公司法第 341 條至第 354 條訂有關於股東會資訊、獨立報告（independent report）及獨立評估員（independent assessor）之規定。

¹²⁹ UKLR 6.2.15R, 6.2.16R & 6.2.17G.

¹³⁰ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, DISCLOSURE GUIDANCE AND TRANSPARENCY RULES SOURCEBOOK, sec 5.6.1 (2024), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>.

英國公司法第 341 條規定，上市公司應在股東會決議後 16 天內，將開會時間、決議內容、有效投票數、有效投票數佔公司已發行股份總數之比例、同意票數、反對票數及棄權（abstention）票數公告於公司網站¹³¹，特別股股東會亦適用此規定¹³²。持有一定人數或表決權數之股東得請求董事對公司股東會上已進行或將要進行的表決提出獨立報告¹³³。董事收到股東之請求後，應任命一名適合的獨立評估員做獨立報告¹³⁴，報告內容應包含：投票程序是否適當、是否公平合理地紀錄及計算表決權、表決權代理的合法性（validity）是否被合理評估、是否有違反公司法第 325 及 326 條之規定¹³⁵。為避免獨立評估員受阻礙，其有權參與相關會議或程序，且得向公司董事、公司秘書或員工等人請求獨立報告所需之資訊¹³⁶。若未能及時提供資訊，或提供的資訊錯誤、有誤導性，此舉將構成犯罪，該資訊提供者可能被處以罰款或有期徒刑¹³⁷。前述關於獨立評估員及獨立報告之規定，也適用於特別股股東會¹³⁸。

另一方面，英國公司治理守則第 4 條規定，若有 20% 以上的投票反對董事會在股東會上某項決議的建議，公司應在公佈投票結果時解釋，將採取哪些行動與股東溝通，以了解反對的原因¹³⁹。公司應在股東會後六個月內，發布從股東收到的意見及已採取的行動。此外，董事會應在年度報告中提供最終摘要，並在下一次股東會決議的附註中說明這些意見對董事會決策的影響，以及董事會基於此所提出的任何行動或決議¹⁴⁰。

¹³¹ Companies Act 2006, c. 46, § 341 (UK).

¹³² Companies Act 2006, c. 46, § 352 (UK).

¹³³ Companies Act 2006, c. 46, § 342 (UK).

¹³⁴ Companies Act 2006, c. 46, § 343 (UK).

¹³⁵ Companies Act 2006, c. 46, § 347 (UK).

¹³⁶ Companies Act 2006, c. 46, § 348-349 (UK).

¹³⁷ Companies Act 2006, c. 46, § 350 (UK).

¹³⁸ Companies Act 2006, c. 46, § 352 (UK).

¹³⁹ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE 7 (2024), https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_ofM100g.pdf. FRC 於 2024 年 1 月公布最新版英國公司治理守則，於 2025 年 1 月 1 日適用，新舊版第 4 條內容完全相同。

¹⁴⁰ *Id.*

第三款 香港及新加坡



HKEX 規定，採取 WVR 架構之公司，需在其發行的有價證券之顯眼位置，加上「本公司採取 WVR 結構」之警語，股份名稱結尾須以「W」作為標記¹⁴¹。所有上市文件、定期財務報告、通知(circular & notification)、公告(announcement)之首頁需標明為 WVR 架構之公司，並在上市文件和定期財務報告中說明公司採行 WVR 架構、採取之理由，以及對股東可能產生的風險¹⁴²。此警告亦須向潛在投資者說明其潛在風險，應在投資之前審慎考慮¹⁴³。此外，在上市文件、期中報告及年報中，應清楚載明持有 WVR 股份之受益人，以及觸發日落條款之事由，並說明 WVR 股份若轉換為普通股可能產生的影響¹⁴⁴。

以小米集團(Xiaomi)為例，小米集團為一家在開曼群島註冊，2018 年於香港上市的公司，採取雙層層股權結構。在其上市公開說明書封面，即印有「以不同投票股權控制的有限公司」字樣，第二頁下方亦加註粗體字警語，請投資者「留意不同投票權架構公司的潛在風險，特別是不同投票權受益人的利益未必總與股東整體利益一致，而不論其他股東如何投票，不同投票權受益人會對股東決議案的結果有重大影響¹⁴⁵。」

除了上述的強制規定，HKEX 上市規則附錄中亦建議公司應每年發行企業管制報告(Corporate Governance Report)，內容包含各類股東的詳細資料及持股總數、未來一個年度的股東重要事項、大眾持股總數及每位高階管理人員(senior management)的持股數¹⁴⁶。

¹⁴¹ HKEX Listing Rule 8A.42.

¹⁴² HKEX Listing Rule 8A.37-38.

¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ HKEX Listing Rule 8A.39-41.

¹⁴⁵ 小米集團，小米集團全球發售招股書(Jun. 25, 2018)，https://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2018/0625/ltn20180625034_c.pdf.

¹⁴⁶ HKEX Listing Rule, Appendix C1, F1.2.

SGX 規定，公司應在公開說明書（prospectus）、發行備忘錄（offering memorandum）、上市文件（introductory document）、年報及各類股東通知文件（circular）上明確載明公司採取雙層股權結構，以及持有複數表決權股股東的姓名及持有股數，此外，應詳細說明採用雙層股權結構的理由、重要訊息及相關風險，並敘明對於普通股股東所造成的影响¹⁴⁷。

第四項 加強表決程序

所謂加強表決程序，意指在特定事項上，複數表決權股將回歸一股一表決權。為確保在公司重大事項上，持有複數表決權股股東之意見不會凌駕於未持有複數表決權股之股東，HKEX 上市規則第 8A.24 條及 SGX 上市規則第 730B 條規定，以下事由應經加強表決程序，包含：變更章程、變更各類股份所附帶之權利、任命或解任獨立非執行董事或審計員（auditor）及公司清算。除了上述四點，SGX 規定，反向收購上市及公司下市亦須經加強表決程序。

雖然 HKEX 上市規則第 8A.24 條規定「變更各類股份所附帶之權利」回歸一股一表決權，但本條附註表示，「本第 8A.24 條旨在保障同股同權股東不致於未經其同意就被 WVR 受益人通過議案，並非使同股同權股東除去或進一步限制 WVR。若欲更改某類別已發行股份所附帶的不同表決權，發行人只需按其所須遵守的法律規定，在該類股份的持有人同意後方可更改。」香港公司法第 180 條第 1 項規定，除公司章程另有規定外，變更某一類股份之權利，須經該類股東之同意¹⁴⁸。所謂股東之同意，應經持有該類股份 75%以上表決權之股東的書面同意，或經該類股東之股東會特別決議通過¹⁴⁹。綜合香港公司法與上市規則觀之，普通股股東並無法藉由上市規則第 8A.24 條消滅複數表決權股股份，此規定亦與

¹⁴⁷ HKEX Listing Rule 8A.37-41 ; SGX Main Board Rule 610(10)& 1207(9)(i).

¹⁴⁸ Companies Ordinance, (2014) Cap. 622, § 180(1) (H.K.).

¹⁴⁹ Companies Ordinance, (2014) Cap. 622, § 180(3) (H.K.).

我國公司法第 159 條關於特別股股東會決議類似。



LSE 的規範方式則採取反面排除法，規定 WVR 持有人在某些事項上不得行使表決權。LSE 上市規則第 5.4.5R 條第 4 項、6.2.27R 條第 1 項及 6.2.32G 條規定，WVR 持有人在上市規則第 9 章、第 21.1 條及第 21.5 條有需經股東會決議之事項上無表決權¹⁵⁰。

雙層股權結構給予經營者強烈的防護罩，可作為敵意併購的防禦手段，然而歐盟法的收購指令（takeover bids）反其道而行，在面臨併購時對表決權有特殊規定。根據歐盟收購指令第 11 條第 3 項，當目標公司在股東會上投票決定防禦措施時，公司章程所訂立之表決權限制均無效¹⁵¹。目標公司與其證券持有人之間的契約協議，或在本指令施行後，目標公司證券持有人之間的契約協議中所訂之表決權限制亦同¹⁵²。目標公司之複數表決權股股東，在股東會上決定防禦措施時，亦回歸一股一表決權¹⁵³。

同條第 4 項規定，在收購要約之後，若收購公司持有目標公司 75% 以上之表決權，目標公司章程所訂立之任命或解任董事的特別權利將失去效力。在收購要約完成後的第一次股東會上，複數表決權股股東每股僅享有一表決權，以便進行修改章程及選任或解任董事¹⁵⁴。

從上述內容可知，各國證券交易所一方面打開了高表決權股的大門，一方面在背後關上幾道窗，限制高表決權股在某些事項的發揮空間，可見證券交易所對雙層股權結構仍抱有一定的防範之心。

¹⁵⁰ UKLR 6.2.32G.

¹⁵¹ 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].

¹⁵² *Id.*

¹⁵³ *Id.*

¹⁵⁴ *Id.* art. 11(4).



第五節 雙層股權結構之事後救濟

第一項 代位訴訟

第一款 美國法

美國成文法關於代位訴訟之規定，主要規範於聯邦民事訴訟規則(Federal Rules Of Civil Procedure)及州法，州法部分本文將以德拉瓦州公司法作為代表說明。

聯邦民事訴訟規則第 23.1 條乃針對代位訴訟之規定，主要要件包含原告適格性、同時持有要件及預為請求。首先，在原告適格上，原告必須為股東，除了毫無疑問的記名股東(shareholder of record)，股份實質持有人及受益人(equitable and beneficial owner) 亦屬之¹⁵⁵。若原告無法公平且充分地(fairly and adequately represent) 代表其他股東，亦無法開啟代位訴訟¹⁵⁶。其次，股東必須在所訴交易發生時持有公司之股份¹⁵⁷。然而，若僵化嚴格解釋同時持有要件，將使董事容易逍遙法外。因此，聯邦巡迴上訴法院發展出持續不法理論(continuing harm doctrine)擴張同時持有要件之範圍。根據該理論，若所訴交易所造成的損害具持續性，且在原告持有股份之期間內，即可滿足同時持有要件¹⁵⁸。最後，股東需先向董事會或股東會提出起訴請求，遭拒絕後始可提出代位訴訟，此項規定又稱為預為請求要件¹⁵⁹。

州法部分，德拉瓦州公司法第 327 條及德拉瓦州衡平法院規則(Rules of the Court of Chancery of the State of Delaware，下稱德拉瓦州衡平規則)第 23.1 條第

¹⁵⁵ Drachman v. Harvey, 453 F.2d 722,730 (2d Cir. 1971).

¹⁵⁶ Federal Rules of Civil Procedure Rule §23.1(a).

¹⁵⁷ Federal Rules of Civil Procedure Rule §23.1(b)(1).

¹⁵⁸ Bateson v. Magna Oil Corp., 414 F.2d 128,130 (5th Cir. 1969).

¹⁵⁹ Federal Rules of Civil Procedure Rule §23.1(b)(3).

a 項前段對於同時持有要件設有規定，德拉瓦州法院也有採納持續不法理論¹⁶⁰，因此與上述聯邦民事訴訟規則相同，其餘規定則皆在德拉瓦州衡平規則。德拉瓦州衡平規則第 23.1 條第 a 項後段規定，股東在起訴時須說明，為獲得其所希望的作為而向董事所作的努力 (efforts)，以及未能獲得該作為的原因或未作出努力的原因¹⁶¹。條文本身並未具體說明預為請求的「努力」應達到何種程度，因此德拉瓦州法院區分為「請求遭拒絕」或「請求無益」，前者法院會以商業判斷法則審查，後者則須經過 Aronson 測試或 Rales 測試¹⁶²。

第二款 英國法

英國公司法第 260 條規定，若董事或第三人有過失(negligence)、失職(default)、或違反忠實義務，股東得提起代位訴訟。雖然我國法亦有代位訴訟的規定，然英國法的代位訴訟與我國有許多相異之處。首先，股東並無持股比例及持股時間的限制，且股東取得股分之時點在請求權發生之前或後，不影響股東提起代位訴訟¹⁶³。另一方面，所謂「董事」，除了現任董事之外，也包含卸任董事及影子董事¹⁶⁴。其次，法條所稱之第三人，並非指任意第三人皆屬代位訴訟所欲究責的對象，有幫助或參與董事不法行為之人，始屬本條之範圍¹⁶⁵。最後，英國代位訴訟採取許可制，換言之，在開啟代位訴訟之前需經法院許可¹⁶⁶。

關於法院許可的規範，除了英國公司法外，英國民事訴訟規則 (Civil Procedure Rules, CPR) 第 19 部分也有相關規定。首先，申請人須依民事訴訟規則第 23 部分向法院提出申請通知，且需以書面向法院提出證據，並儘快將通知

¹⁶⁰ Brambles USA, Inc. v. Blocker, 731 F. Supp. 643, 649, (D. Del. 1990).

¹⁶¹ Rules of the Court of Chancery of the State of Delaware Rule 23.1(a).

¹⁶² 礙於篇幅，本文不詳細介紹德拉瓦州法院審查方式。請參照：李昱霆，股東代位訴訟的研究——兼論多重代位訴訟，國立臺灣大學法律學系碩士論文，頁 18-20，2019 年 6 月。

¹⁶³ Companies Act 2006, c.46, §260(4) (UK).

¹⁶⁴ Companies Act 2006, c.46, §260(5) (UK).

¹⁶⁵ See Iesini v. Westrip Holdings Ltd. [2011] B.C.L.C. 498 at 75.

¹⁶⁶ Companies Act 2006, c.46, §262 (UK).

一併送至公司¹⁶⁷。證據之提出不用使法院得到確信，僅須達到能釋明案件的程度 (disclose a *prima facie* case) 即可¹⁶⁸。若通知公司將會影響申請人之救濟程序，法院可裁定申請人不須通知公司¹⁶⁹。若法院未經聽審 (hearing) 程序即駁回申請人的代位訴訟申請，法院應通知申請人及公司，同時，申請人得請求法院開啟口頭聽審程序 (oral hearing)，重新考慮申請案¹⁷⁰。

第三款 香港及新加坡法

香港法關於代位訴訟之規定，位在香港公司法第 731 至 738 條。依香港公司法第 732 條，若有人對公司為不當行為 (misconduct)，公司股東或與公司有聯繫之公司 (associated company of the company) 得請求法院許可，使其得代表公司對行為人提起訴訟¹⁷¹。所謂不當行為，包含詐欺 (fraud)、疏忽 (negligence)、違反責任 (breach of duty)、或違反任何條例或法律。若法院認為請求有理由，得作出合適的命令及指示，包含：1. 在有關法律程序或申請待裁定時作出臨時命令 (interim order)。2. 有關法律程序或申請應如何申請的指示。3. 命公司或公司職員提供資料、為一定行為或不作為。4. 任命獨立人士 (independent person) 就公司財務狀況、有關法律程序及法律程序之訴訟費用，向法院提出報告。

新加坡公司法於 1993 年在公司法第 216A 及 216B 條新增關於代位訴訟之規定。關於原告適格，第 216A 條第 1 項規定，得開啟代位訴訟之原告除了股東以外，若所涉公司為公司法第九部分之宣告公司 (declared company)，新加坡財政部長得為之。除此之外，同項第 c 款規定，法院認為適合之人亦可提起代位訴訟¹⁷²。在程序上，如同英美法，原告應先請求法院許可始得提出代位訴訟，且新加

¹⁶⁷ Civil Procedure Rules (UK) [hereinafter CPR], Rule 19.15(2)(3).

¹⁶⁸ Companies Act 2006, c.46, §261(2) (UK).

¹⁶⁹ CPR, Rule 19.15(7).

¹⁷⁰ CPR, Rule 19.15(9)(10).

¹⁷¹ Companies Ordinance Cap. 622, §732(1) & 733 (H.K.).

¹⁷² Companies Act 1967 (Cap 81, 2020 Rev Ed), pt 7, s. 216A(1).

坡法也有預為請求要件。依第 216A 條第 3 項，原告應先滿足以下要件，始得向法院請求代位訴訟之許可：1. 於 14 日以前通知公司若不提起訴訟或仲裁，或不勤勉地（diligently）進行訴訟或仲裁，原告將向法院請求提起代位訴訟。2. 原告乃出於善意為之。3. 原告所提起之訴訟初步（prima facie）看來符合公司利益¹⁷³。若法院許可原告開啟代位訴訟，並認為原告請求有理由，可作出包括但不限於以下之命令，例如授權原告或其他人控制訴訟或仲裁程序、就如何進行訴訟或仲裁程序提出指示，以及要求公司支付原告因訴訟或仲裁程序所需之律師費及其他費用（disbursement）¹⁷⁴。

第四款 代位訴訟案例

相較於集體訴訟，代位訴訟要件較為嚴苛，因此股東大多藉由集體訴訟提起救濟，涉及雙層股權結構的代位訴訟案例非常稀少。近年最具代表性的案例為 2016 年 Facebook 發行無表決權股所引發的股東代位訴訟¹⁷⁵。2016 年，Facebook 宣布將發行 C 類股。C 類股為無表決權股，經濟利益則與 A、B 類股完全相同。此舉引發了一件股東集體訴訟，最終 Facebook 撤回發行無表決權股的提案，並賠償了集體訴訟股東的高額訴訟費及律師費¹⁷⁶。在此之後，有其他股東提起代位訴訟，主張 Facebook 原本所提的無表決權股發行案使創使人間董事長 Mark Zuckerberg 在失去股份所有權的狀態下，仍維持其控制權，因此，包含 Zuckerberg 在內的幾名董事違反忠實義務，使公司受有損害¹⁷⁷。然而，法院認為原告股東並未滿足代位訴訟的先決程序規定，因此駁回原告之訴，並未實質審理資本重組案

¹⁷³ Companies Act 1967 (Cap 81, 2020 Rev Ed), pt 7, s. 216A(3).

¹⁷⁴ Companies Act 1967 (Cap 81, 2020 Rev Ed), pt 7, s. 216A(5).

¹⁷⁵ 本文第四章第一節將說明 Facebook (Meta) 公司的雙層股權結構，也會提及本案，故在此簡略敘述之，詳參本文第四章第一節第二項。

¹⁷⁶ Michelle Castillo, *Facebook settles investor lawsuit over Zuckerberg's control of the company*, CNBC (Sep. 22, 2017), <https://www.cnbc.com/2017/09/22/facebook-settles-class-action-lawsuit.html>.

¹⁷⁷ United Food And Commercial Workers Union And Participating Food Industry Employers Tri-State Pension Fund v. Mark Zuckerberg Marc Andreessen, Peter Thiel, Reed Hastings, Erskine B. Bowles, and Susan D. Desmond-Hellmann, C.A. No. 2018-0671-JTL.

的合法性¹⁷⁸。



第二項 集體訴訟 (Class Action)

第一款 集體訴訟簡介

由於美國採取訴訟酬金（Contingency fees）制度，集體訴訟十分盛行。所謂集體訴訟，意指一群相同利害關係之人，因人數眾多，全部利害關係人實際上難以進行同一訴訟，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表集體向對造當事人為請求之民事訴訟程序¹⁷⁹。聯邦民事訴訟規則第 23 條第 c 項規定，當法院確認本案構成集體訴訟時，應定義此集體訴訟之範圍，並依同條第 g 項任命律師（counsel）¹⁸⁰。同時，法院應以合理方式通知所有成員，通知書當中應以淺白易懂的文字向成員說明。為促進紛爭解決一次性，集體訴訟的判決效力，不論有利或不利，均及於集體訴訟之成員¹⁸¹。

由於集體訴訟數量過多，律師為了賺取更多律師費導致濫訴問題，因此美國國會於 1995 年公布私人證券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)，分別在 1933 年證券法 (Securities Act of 1933) 增訂第 21D 條第 a 項，以及在 1934 年證券交易法 (Securities Act of 1934) 增訂第 27 條第 a 項，提高證券集體訴訟原告之起訴標準，並緩和詐欺市場理論之適用，以限制濫訴與職業原告¹⁸²。然而 PSLRA 訂立後，當事人為規避聯邦法的規範，證券訴訟皆從聯邦法院跑到州法院，濫訴問題仍未解決。1998 年，為彌補漏洞，美國再次通過新法

¹⁷⁸ *Id.* at 46-54.

¹⁷⁹ 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，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，證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，2012 年 8 月，頁 42。

¹⁸⁰ Federal Rules of Civil Procedure Rule §23(c)(1).

¹⁸¹ Federal Rules of Civil Procedure Rule §23(c)(3). 例外：若為第 23 條第 b 項第 3 款之集體訴訟，成員可向法院請求排除於訴訟之外。

¹⁸² 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，同註 179，頁 48。

案：證券訴訟統一標準法（Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998，SLUSA），作為全國性集體訴訟的標準¹⁸³。

根據 SLUSA，所謂「證券」，包含在國家證券交易所上市的證券¹⁸⁴。其次，須有超過 50 人（包含潛在集體訴訟成員）有共通的法律或事實問題，且共通問題之影響須佔據主導地位（predominate），始可依集體訴訟請求損害賠償¹⁸⁵。本條在草案時將門檻定為 25 人，但 SEC 認為 25 人門檻過低，可能使過多小案件全部湧入聯邦法院，因此將門檻上修至 50 人。此外，所謂「共通問題之影響須佔據主導地位」，是為了防止涉及單一共同法律或事實問題的個別訴訟任意合併，避免讓僅有些微關聯性的個案合併成為集體訴訟¹⁸⁶。

儘管如此，美國證券集體訴訟數量仍舊節節攀升。觀察近十年的數據，2014 年聯邦證券集體訴訟案件共有 168 件，逐年攀升至 2017 年的 411 件。2017 年後雖有降低，但每年也有 200 至 400 件左右¹⁸⁷。

第二款 集體訴訟案例

一、Williams v. Geier (下稱 Geier 案)

Milacron 為一家製造工業機械設備的公司，共有十名董事，其中三名為內部董事，三人共持有約 12.6% 的股份¹⁸⁸。此外，Geier 家族（包含家族信託、員工福利計畫）為 Milacron 公司的大股東，持有超過 50% 之股份。1985 年底，董事 Meyer 認公司應進行資本重組，使股東長期價值最大化，因此董事會尋求波士頓第一銀

¹⁸³ Pub. L. No., 105-353, 112 Stat. 3227 (1998) (to be codified in scattered sections of 15 U.S.C.)

¹⁸⁴ Pub. L. No., 105-353, 112 Stat. 3227 sec. 101.

¹⁸⁵ Pub. L. No., 105-353, 112 Stat. 3227 sec. 101.

¹⁸⁶ Adam C. Pritchard & David M. Levine, *The Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998: The Sun Sets on California's Blue Sky Laws*, 54 BUS. LAW 1, 20 (1998).

¹⁸⁷ STANFORD LAW SCHOOL SECURITIES CLASS ACTION CLEARINGHOUSE, FEDERAL SECURITIES CLASS ACTION LITIGATION 1996 – YTD, <https://securities.stanford.edu/charts.html>. (last visited: 6/20/2025)

¹⁸⁸ See Williams v. Geier, 671 A.2d 1368 (Del. 1996).

行（First Boston Corporation，下稱波士頓銀行）的協助。波士頓銀行建議可採取任期投票制（tenure voting plan），意即每股將轉變為 10 表決權，若股東轉讓持股，將會恢復為每股 1 表決權，直到新持有人持有三年後才回到 10 表決權¹⁸⁹。

1986 年 3 月，董事會通過此項資本重組案，並在股東會提案修改章程使股份表決權得以變動。董事會主張，同意此案可以賦予現有及長期股東更大的發言權，使其在公司治理中擁有更大影響力，也可以抑制惡意收購，降低公司因敵意併購而遭受的不利影響¹⁹⁰。

1986 年 4 月，Milacron 公司召開股東會，72%之股東對資本重組案投下贊成票。然而，若扣除 Geier 家族的持股，非家族成員股東有一半以上投下反對票。因此，以 Josephine L. Williams（下稱 Williams）為首的少數股東向法院提起集體訴訟，向法院請求宣告修改章程案及資本重組案無效¹⁹¹。Williams 主張，資本重組的唯一目的是使經營階層的地位更加穩固，同時使 Geier 家族能夠變現部分股份，仍保有公司控制權。德拉瓦州衡平法院（Delaware Court of Chancery）採用 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* 案（下稱 *Unocal* 案）的合理防禦措施（reasonable defensive measure）標準審查本案¹⁹²，認定資本重組是董事會針對公司長期需求及潛在風險所制定的合理防禦措施，即使產生了穩固經營階層的效果（entrenchment effect），但不能因此推定管理層的動機不當。除此之外，法院認為 Milacron 公司的董事會乃基於「善意信念」（good faith belief），認為資本重組有助於公司長期規劃，因此判決原告敗訴¹⁹³。

本案上訴至德拉瓦州最高法院（Delaware Supreme Court）。Williams 主張董事違反忠實義務提案修改章程並推動資本重組，應不適用商業判斷法則，應採取

¹⁸⁹ *Id.* at 1372.

¹⁹⁰ *Id.* at 1373.

¹⁹¹ *Id.* at 1374.

¹⁹² See *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*, Del. Supr., 493 A.2d 946 (1985).

¹⁹³ Williams v. Geier, *supra* note 188, at 1375.

完全公平法則。然法院認為 Williams 的說法沒有事實支持，且董事會的行為乃依據德拉瓦州公司法第 242 條第 b 項第 1 款的合法程序，因此受到商業判斷原則的保護。此外，法院認為資本重組並未為 Geier 家族帶來任何不成比例的利益。雖然資本重組實際的運作方式確實加強了 Geier 家族的控制力，但僅為副作用，並非資本重組的直接目的¹⁹⁴。最終，最高法院判決上訴無理由，駁回本案。

二、Google (Alphabet) 公司發行無表決權股案

Google 自 2004 年 IPO 起即採行雙層股權結構，發行 A、B 兩類股份，A 類股為一股 1 表決權，由一般大眾持有，B 類股為一股 10 表決權，主要由創辦人 Page 及 Brin 持有¹⁹⁵。2012 年，Google 宣布將再發行 C 類股作為股東的股利¹⁹⁶。C 類股為無表決權股，除了無表決權以外，經濟利益與 A 類股完全相同。發行 C 類股後，將使 Google 已發行股份總數增加一倍，原先股價將折半¹⁹⁷。為了避免產生爭議，Google 發行 C 類股前，董事會設立特別委員會審查此次的資本重組。最終，特別委員會與創始人達成兩項協議，第一為轉讓限制協議（Transfer Restriction Agreement，TRA），要求創始人若出售 C 類股時，應一併出售等量的 B 類股。第二為新增平等待遇修正案（Equal Treatment Amendment，ETA）至章程中，確保當控制權移轉時，三類股份皆受到相同的收購對價¹⁹⁸。

然而，TRA 及 ETA 對於一般股東的保護似乎仍嫌薄弱，因為 TRA 還規定，若創始人的表決權低於 34% 時，TRA 效力將中止，且獨立董事得經多數決投票通過，豁免（waiver）或修改 TRA；ETA 立意良好，但 Google 因採行雙層股權

¹⁹⁴ *Id.* at 1378.

¹⁹⁵ Google Inc. (Apr. 24, 2013), *2013 Proxy Statement* 22-23, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000130817913000248/google_def14a.htm#_N114EB.

¹⁹⁶ Adam Brown, *Google moves ahead with third class of shares*, IR MAGAZINE (Feb. 3, 2014), <https://www.irmagazine.com/esg/google-moves-ahead-third-class-shares>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁹⁷ *Id.*

¹⁹⁸ *In re Google Inc. Class C S'holder Litig.*, No. 7469-CS, 2013 WL 2728583 (Del. Ch. June 10, 2013) [hereinafter *In re Google*] Plaintiff's Opening Pre-Trial Brief.

結構，被併購的可能性極低，因此被評價僅為「理論上」的利益，而非真實的利益¹⁹⁹。

Google 宣布即將發行 C 類股後，引發股東集體訴訟，其中的代表為一退休基金 Brockton Pension Fund。該退休基金主張 Google 發行 C 類股的目的在於穩固創始人 Page 及 Brin 的控制權，對股東並無利益，因此指控董事違反忠實義務²⁰⁰。Google 對此回應，雙層股權結構保留創始人的控制權，進而使經營階層不用受到短期業績壓力的影響。為了使雙層股權結構持續為公司帶來顯著的價值，Google 需要尋找方法來保護雙重股權結構的運作²⁰¹。

最終，本案並未進入實質審理，雙方在法院達成協議²⁰²。協議內容分為兩部分，一部份是 TRA、ETA 及其他協議的修正與增訂，另一部分為律師費與訴訟費。首先，TRA 須在以下條件全部滿足時，始得豁免或修改：1. 經由獨立董事委員會建議。2. 經董事會全體一致通過。3. 公佈後的 30 天內允許股東提起司法審查，且在此期間，Google 及其董事會將受到完全公平法則（entire fairness standard）的審查²⁰³。其次，若 Google 欲在發行 C 類股後三年內收購其他公司，且欲以發行超過 1,000 萬股 C 類股作為對價時，獨立董事應考慮此交易對 A 類股東的影響²⁰⁴。第三，Google 訂立了補償協議（true-up agreement），依 C 類股相較於 A 類股的折價支付 C 類股股東一定比例的金額，作為 C 類股可能產生的折價之補償²⁰⁵。在律師費與訴訟費部分，Google 將支付 850 萬美元作為股東的律師費，以及 79 萬多美元的訴訟費用。

¹⁹⁹ *Id.* at 28, 51.

²⁰⁰ Douglas Appell, *Brockton pension plan sues Google over new share class*, PENSIONS& INVESTMENTS (Apr. 30, 2012), <https://www.pionline.com/article/20120430/ONLINE/120439982/brockton-pension-plan-sues-google-over-new-share-class/>. (last visited: 6/28/2025)

²⁰¹ In re Google, *supra* note 198, Opening Pretrial Brief, at 14, 16.

²⁰² See In Re: Google Inc. Class C Shareholder Litigation Consol. C.A. No. 7469-CS, Revised Stipulation of Compromise and Settlement (Nov. 6, 2013).

²⁰³ *Id.* at §3.1(b).

²⁰⁴ *Id.* at §3.1(c).

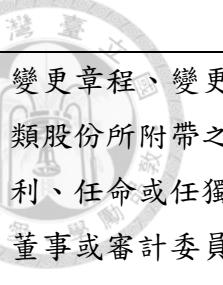
²⁰⁵ *Id.* at §3.1(a).

第六節 綜合比較與各國實務現況



本文以表格彙整美國、英國、香及新加坡的開放程度及其配套措施，結果如下：

	美國 (NYSE、 NASDAQ)	英國 (LSE)	香港 (HKEX)	新加坡 (SGX)
開放 程度	IPO (V) 資本重組 (X)	IPO (V) 資本重組 (X)	IPO (V) 資本重組 (△)	IPO (V) 資本重組 (△)
可發行 股份	無表決權股 (V) 複數表決權股 (V)	無表決權股 (V) 複數表決權股 (V)	無表決權股 (V) 複數表決權股 (V) 不得公開流通。	無表決權股 (X) 複數表決權股 (V) 不得公開流通。
公司 類型	無限制	無限制	限於創新公司+適合 性要求	通過合適性要求
公司 規模	無限制	無限制	市值至少 400 億港 幣，或市值至少為 100 億港幣且最近一 個會計年度的收益 至少為 10 億港幣。	無限制
複數表 決權股 持有人 身分限 制	無限制	限於公司董事、投資 者或股東、員工、為 前述三款唯一受有 利益或由其完全擁 有和控制之人、或主 權控制公司的主權 控制股東。	限於公司董事 且擁有已發行股本 相關經濟利益之比 例不得少於 10%。	董事或持有人團體
強制 日落 條款	無此規定	轉讓型日落條款	轉讓型日落條款 死亡或無能力型日 落條款	轉讓型日落條款 死亡或無能力型日 落條款
表決權 比率 限制	無限制	無限制，但每種類別 的股份表決權需大 致與其股權比例相	最多為 10:1	最多為 10:1



		同。		
加強 表決程 序	無此規定	反面排除法：WVR 持有人在上市規則 第 9 章、第 21.1 條及 第 21.5 條有需經股 東會決議之事項上 無表決權。	變更章程、變更各 類股份所附帶之權 利、選任或解任獨 立董事或審計員及 公司清算。	變更章程、變更各 類股份所附帶之權 利、任命或任獨立 董事或審計委員、 公司清算、反向收 購上市及公司下 市。

圖表 2：證交所上市規則比較表

資料來源：本文自製

從上述表格可知，美國法制最為開放，限制最少，英國為其次，亞洲國家雖然近年來開放雙層股權結構，但仍處處限制可使用空間。法規的嚴格程度似乎也影響了公司決定在哪裡以雙層股權結構上市。根據機構投資人協會（Council of Institutional Investors，CII）的統計，2020 年有 110 家公司在美國 IPO，其中 17 家（約佔 15%）採取雙層股權結構²⁰⁶；2022 年以前，市值超過兩億美元的美國公司當中，有 600 多家採取雙層股權結構²⁰⁷。羅素 3000 指數在 2015 年時，雙層股權結構公司約佔 11.2%，至 2022 年時已提升至 15.7%²⁰⁸。

回顧 2021 年 LSE 高級板上市的狀況，可發現雙層股權結構公司在倫敦的發展也不甚理想。過往，LSE 規定 WVR 公司僅得在高級板上市，且僅董事得持有 WVR 股份，WVR 股份所持有的表決權數不得高於普通股的 20 倍，WVR 架構僅能存在至多 5 年²⁰⁹。除此之外，除非控制權發生變化（change of control），否則同股不同權僅能在解任董事時行使。LSE 從架構建立到行使權利處處設限，許

²⁰⁶ Council of Institutional Investors, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2020 Statistics*, <https://www.cii.org/files/2020%20IPO%20Update%20Graphs%20.pdf>.

²⁰⁷ Council of Institutional Investors, *Dual Class Company List* (Jan. 2022), [https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual%20Class%20Companies%20Webpage.pdf](https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual%20Class%20Companies%20Webpage.pdf).

²⁰⁸ Subodh Mishra, *Dual Class Share Structures: Is the Sun Setting Too Slowly?* (Dec. 19, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/19/dual-class-share-structures-is-the-sun-setting-too-slowly/#more-153402>. (last visited: 6/28/2025)

²⁰⁹ *Id.* at 2.

多規範僵化而無彈性，除了令公司不願意使用，投資大眾也可能因管制過多，對 WVR 架構產生畏懼²¹⁰。因此，高級板開放 WVR 結構上市兩年多，仍沒有 WVR 公司藉由高級板上市，被學者評為「清淡版雙層股權 (dual-class shares lite)」²¹¹。最新版的 LSE 上市規則於 2024 年 7 月底開始施行，至今未滿一年，從 2024 年 7 月底至目前為止暫時還未有公司以雙層股權結構上市。雖然實務發展尚待觀察，但英國學者對 LSE 的新上市規則多持正面態度。學者 Reddy 認為，這次變革象徵 FCA 從要求強制性監管保護的「監管模式」(regulatory paradigm) 轉向依賴市場「私人定制」(private ordering)，來實現最佳資本結構的「契約模式」(contracting paradigm)，有助於吸引創新公司至 LSE 上市²¹²。

HKEX 於 2018 年開放雙層股權結構公司上市，吸引小米集團 (Xiaomi)、美團、快手科技等公司赴港上市，但皆為中國公司，並未有外國公司。整體而言，HKEX 開放的雙層股權結構似乎不太獲得市場青睞：截至 2024 年 10 月，在香港上市的公司共有 2300 家，採取雙層結構的公司僅有 28 家，所佔比例只有約 1%。SGX 同樣於 2018 年開放，同樣也未吸引公司以雙層股權結構上市。2020 年 4 月，SGX 宣布第一家雙層股權結構公司 AMTD International 至新加坡上市，然而上市形式並非 IPO，因為 AMTD International 已在紐約上市，僅在新加坡申請第二上市²¹³。在此之後，並未有其他家公司在新加坡以雙層股權結構上市的消息。簡言之，香港與新加坡開放雙層股權結構的政策雷聲大，雨點小，不斷強調擁抱創新、擁抱新制度卻難以吸引公司上市。本文認為，香港與新加坡除了在公司規

²¹⁰ See Bobby V. Reddy, *The UK and Dual-Class Stock-Lite— Is It Really Even Better Than the Real Thing?*, Theoretical Inquiries in Law Forthcoming, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 18/2023 (2023).

²¹¹ Reddy, *supra* note 209, at 4.

²¹² Bobby V. Reddy, *The UK and Dual-Class Shares: From Dual-Class Shares Lite to Full Fat*, EUROPEAN COMPANY LAW, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 2/2025 1, 7 (2025 Forthcoming). See also Dongjie Jin, *Shattering the Fetter of Main Markets on the London Stock Exchange: Is It a Benign Start for the Dual-Class Share Structure in the UK?*, 45(5) BUSINESS LAW REVIEW, 124, 125 (2024).

²¹³ SGX, *Listing of AMTD International Inc.* (Apr. 8, 2020), <https://www.sgx.com/listing-ceremony/AMTD>. (last visited: 6/28/2025)

模、持有人限制等層面限制較多，「合適性」要求使上市標準模糊不清。雖然 HKEX 為「創新公司」與「合適性」做了許多文字說明，但只是用抽象的描述解釋抽象的定義，並未使抽象定義更加具體。此外，HKEX 及 SGX 皆規定證交所會視具體個案審查，不禁令人懷疑是否會流於主觀—如果遇到快速成長的科技公司，證交所極力希望該公司上市掛牌，便恣意地以證交所立場解釋合適性。這樣的規範方式將令公司在準備上市時對證交所的准否無可預測性，進而影響公司選擇上市的位置。

以全球視角而言，雙層股權結構公司數量大幅增長，但可發現爆炸性成長僅發生在美國，亞洲地區的交易所的雙層股權結構公司發展仍然平淡。美國市場的優勢除了管制較少，雙層股權結構已發展成熟也可能是原因之一。相較於此，因為亞洲國家才剛開放不久，監管措施又較多較繁雜，許多公司不願意身先士卒，做為這些新開放交易所的白老鼠；在當地投資人眼裡，「雙層股權結構」是一種新的公司類型，若對雙層股權結構不熟悉，也可能使投資人望之卻步。然而，也不能全然責怪亞洲國家的監管政策，蓋國情不同、證交所考量的因素也不相同。本文第四章將檢視幾間實際採行雙層股權結構之公司，觀察各公司如何在法規範要求及公司本身需求間取得平衡。



第四章 外國公司案例與分析

第一節 案例一：Meta (Facebook)

第一項 公司簡介

Meta 的前身為 Facebook，2004 年 2 月 4 日由 Mark Zuckerberg（下稱 Zuckerberg）及其哈佛大學室友共同創立，使人們可以在平台上面傳送文字、照片、影片等訊息與他人交流，同年 12 月即有 100 萬活躍使用者，至 2010 年 7 月已有 5 億活躍使用者¹。2012 年 4 月，Facebook 收購了 Instagram，並於一個月後在 NASDAQ 上市。上市之後，Facebook 再度收購了 WhatsApp 及 Oculus 等公司，接著於 2021 年 10 月底將公司改名為 Meta。根據 2024 年財報，2024 年年營收為 1,645.01 億美元，較前年約成長 20%²，2024 年的股價約在 400 至 600 美元之間。

根據 Meta 提交給 SEC 的資料顯示，截至 2024 年，Meta 共發行 22 億多 A 類股及 3 億多 B 類股，其中 65.82%的股份由機構投資人持有，22.73%由一般投資大眾持有，剩餘的 11.45%則由公司內部人持有。近年來，Zuckerberg 陸續捐贈自身持有的股份予 Chan Zuckerberg Initiative (CZI) 基金會，由於 CZI 是由 Zuckerberg 及其妻子成立的有限責任公司，因此 Zuckerberg 仍間接控制 CZI 持有之股份，進而控制 Meta 約 61%之表決權³。

第二項 雙層股權結構建立過程

¹ META, *Our History*, <https://about.meta.com/company-info/>. (last visited: 6/28/2025)

² META (Jan. 29, 2025), *Meta Reports Fourth Quarter and Full Year 2024 Results*, <https://investor.atmeta.com/investor-news/press-release-details/2025/Meta-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2024-Results/>. (last visited: 6/28/2025)

³ Nicole Willing, *Largest Meta Platforms Shareholders: Who Owns the Most META Stock in 2024?*, TECHOPEDIA (Oct. 7, 2024), <https://www.techopedia.com/who-owns-the-most-meta-stock>. (last visited: 6/28/2025)

第一款 私人公司之優勢



自 2004 年至 2012 年，Facebook 一直是私人公司，並未公開上市。據報導，Zuckerberg 極力想使 Facebook 維持私人公司體制，因為經營者的權力不會受大眾股東左右⁴，然而除了掌握權力還有其他優點。

首先，雖然私人公司籌資較公開發行公司不易，然美國 1933 年證券法的規定放寬私人公司私募標準，使私人公司與公開發行公司的募資難度差距大幅降低。證交法第 501 條至 508 條乃針對私人公司私募的規定，又合稱為 Regulation D。第 501 條規定，下列之人為「合格投資者（accredited investor）」，可投資私人公司，且公司不用在私募前提供任何公司資訊⁵，包含：銀行、投資公司、資產超過 500 萬美元的組織、該私人公司之董事、執行長或合夥人、個人或與其配偶之淨資產超過 100 萬美元的自然人、年收入超過 20 萬美元，或與其配偶之年收入達 30 萬美元之自然人等。吾人可觀察到，前述的「合格投資者」中，有些本身即為內部人，對公司事務有一定程度的了解，或者有巨額資產，且本身有能力做風險評估，較不會因缺乏資訊揭露而盲目投資⁶。然而法規也將資產雄厚的自然人納入合格投資者的範圍，卻難以保證他們有專業知識得在沒有資訊的狀態下挹注資金，因此以淨資產或年收入作為門檻是否妥適，不無疑問。另一項值得注意的是，由於公司沒有義務為資訊揭露，合格投資者可能在資訊不足或錯誤資訊下投資。因此相較於資訊揭露要求較高的公開發行公司，私人公司投資者的保障較為不足。

其次，為了抑制二級市場的發展，避免投資泡沫（investment bubble）蔓延，

⁴ Paul Sloan, *Three reasons Facebook has to go public*, CNET (Jan. 31, 2012), <https://www.cnet.com/tech/services-and-software/three-reasons-facebook-has-to-go-public/>. (last visited: 6/28/2025)

⁵ 17 C.F.R. § 230.501(a)&502(b)(1) (2011).

⁶ Marina Petrova, *Capital Formation for Internet Companies: Why Facebook Stayed Private for So Long and What That Means for Investors*, 12 J. BUS. & SEC. L. 305, 315 (2012).

私人公司股份轉讓也受到 Regulation D 的限制⁷：根據第 502 條第 d 項，未經本法註冊或豁免的有價證券不得轉售（resold）。然而，證交法第 144 條為轉售提供了安全港，使部分證券持有人仍得在二級市場上轉售其證券。安全港的判斷標準有二，第一為證券持有人是否為發行公司的關聯者（affiliate），第二為公司是否負有證交法上的報告義務（reporting requirement）。

所謂關聯者，係指直接或間接控制公司、受公司控制、或與公司同處共同控制（common control）之下之人。若持有人為關聯者，且公司依證交法對 SEC 負有報告義務，持有人須持有六個月以上始得轉售股份；若公司不負有報告義務，則持有人需持有一年以上。除此之外，三個月內最多可轉售之股份數量為該類股份的 1%；若在三個月內轉售超過 5,000 股或總金額超過 5 萬美元，必須向 SEC 提交 Form 144⁸。若持有人為非關聯者，且持有股份超過一年，可自由轉售股份，並沒有數量、金額上的限制，也不須向 SEC 提出報告；若持有六個月以上一年以下，滿足一定條件下亦可轉售⁹。簡言之，證交法使私人公司不用充足揭露資訊即可籌資，投入資金的股東也可輕易地出脫持股，對於公司或投資人皆有利。

再者，上市公司雖然籌資較為容易，但私人公司籌資也並未如此艱難，其中一項方式即為特殊目的公司（special purpose vehicle，SPV）的設立。SPV 為獨立實體，通常由投資銀行設立，向客戶募集資金後，藉由此 SPV 購買投資標的之股份。SPV 的優勢在於它得以匯集許多投資者的資金，使投資者能投資原本可能無法負擔的高額投資標的；投資銀行也可作為私人公司的橋樑，讓無管道接觸私人公司股份的投資者有機會購買私人公司股份。設立 SPV 的投資銀行也可以作為眾多投資人的代表，與私人公司談判協商，處理相關程序，進而簡化投資流

⁷ *Id.* at 317.

⁸ SEC (Jan. 15, 2013), *Rule 144: Selling Restricted and Control Securities*, <https://www.sec.gov/about/reports-publications/investorpubsrule144>. (last visited: 6/28/2025)

⁹ *Id.*



程¹⁰。然而，私人公司的資訊仍舊較少，投資銀行雖有專業知識，也較難評估公司價值與風險。更為關鍵的是，投資銀行藉由客戶的投資賺取服務費，肯定希望盡快促成 SPV，因此也更有可能會隱藏投資風險去促成交易¹¹。

私人公司的另一個籌資管道為私人交易市場，其中最具代表性的市場即為 SecondMarket。SecondMarket 於 2004 年創立，是美國最大的私人公司股票線上交易平台，2015 年被 NASDAQ 收購。從 2004 至 2011 年為止，此交易平台完成超過 7 億美金的交易¹²。在眾多私人公司中，Facebook 為 SecondMarket 上交易最熱絡的公司，2010 年時佔 SecondMarket 第一季交易量的 40%¹³。SecondMarket 為當時許多尚未上市的新創企業提供股票交易平台，使發展中的中小型公司得以募集資金；由於有管道得以轉售股份，也使投資人較願意投資私人公司。

然而，SecondMarket 同樣有公司資訊揭露不足的問題。SecondMarket 設立之初，私人公司幾乎不須為任何資訊揭露，投資人並無管道獲得財報或其他資訊¹⁴。2010 年，SecondMarket 改變平台政策，要求公司向潛在投資者提供兩年經審計財務報告及其他相關資訊，但 Facebook 却成為唯一的例外—Facebook 仍然不需要資訊揭露，股東只能從旁門左道獲得零散資訊，無法直接從公司本身得到準確的資訊¹⁵。在這樣的背景下，Facebook 在 SecondMarket 上不用資訊揭露，又可獲得大量資金，對 Facebook 實為一大優勢。

綜上，Facebook 自 2004 年至 2012 年持續維持私人公司體制，Zuckerberg

¹⁰ Petrova, *supra* note 6, at 310.

¹¹ *Id.* at 316.

¹² *The Future of Capital Formation: Hearing Before the H. Comm. on Oversight and Government Reform*, 112th Cong. 53 (May 10, 2011) (written testimony of Barry E. Silbert, Founder and CEO, Second Market)

¹³ Jacob Brody, *SecondMarket says trade of private company stock*, VENTUREBEAT (Apr. 22, 2010), <https://venturebeat.com/business/secondmarket-handles-124-million-in-trades-as-buyers-snatch-up-facebook-stock/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁴ Steven Davidoff Solomon, *Private Markets Offer Valuable Service but Little Disclosure*, THE NEW YORK TIMES (Nov. 22, 2011), <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/11/22/private-markets-offer-valuable-service-but-little-disclosure/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁵ *Id.*

也藉此穩定地掌握其控制權。然而隨著 Facebook 規模日漸壯大，使 Zuckerberg 開始不得不考慮公開上市。

第二款 上市原因

首先，根據美國證券交易法，為了使公開市場以外的投資者也能獲得與上市公司投資者同等的保護，非上市公司有一定的申報義務。在適用範圍上，修法前規定資產超過 100 萬美元，且有 750 名以上股東的公司始負有義務，1964 年修法後將股東人數 750 名改為 500 名¹⁶。在申報內容上，非上市公司需公開一定程度的公司資訊，例如若公司發生 Form 8-K 所列之重大事項（包含控制權變更、重大資產收購或處分、重大訴訟等），公司應在十日內向 SEC 報告；公司在每會計年度結束後 120 天需提交 Form 10-K 年度財務報告，以及在每會計年度上半年結束後 45 天內提交 Form 9-K 半年財務報告。

為了將股東人數控管在 500 人以內，Facebook 在籌措資金時採取一些方式規避證交法的申報義務。2011 年，Facebook 從高盛（Golden Sachs）的客戶籌得 4 億 5 千萬美元的資金，然而若將每一名客戶算作一名股東，Facebook 股東人數將超過 500 人。因此高盛將投資客戶的資金全部移至 SPV，再由此媒介投資 Facebook，使這一大筆投資案的形式上股東僅有一人¹⁷。

然而，當 Facebook 規模越來越大，股東人數勢必會超過 500 人，屆時就需負申報義務，增加公司的法遵成本。若負有申報義務，又維持私人公司體制，將使公司既得不到私人公司較不受監管的好處，在籌措資金上又不如上市公司來得便利，使 Zuckerberg 不得不重新思考是否應上市¹⁸。

¹⁶ Securities Acts Amendments of 1964 §3(c), 78 Stat. 565 (U.S. CODE CONG. & AD. NEWS 2800 (1964).

¹⁷ Steven Davidoff Solomon, *The Legal Issues in the Goldman-Facebook Deal*, THE NEW YORK TIMES (Jan. 10, 2011), <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/01/10/the-legal-issues-in-the-goldman-facebook-deal/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁸ Halah Touryalai, *Goldman Sachs Invests \$450 Million In Facebook*, FORBES (Aug. 11, 2011),

除了上述證交法的規定以外，上市帶來顯而易見的優勢在於獲得大眾的資金，使募資更為容易。另一方面，員工持股問題也得以獲得解決。Facebook 早期的員工多握有股票選擇（stock option），股票選擇經過一段時間後將轉換為公司股份，員工可在任何他們想要的時間出售股份。然而 2010 年，Facebook 規定禁止員工出售公司股份，因此員工想套現持股的唯一方式竟只有辭職一途。此外，2007 年 Facebook 發行了限制型股票單位（Restricted Stock Unit，RSU）給員工，對 Facebook 而言，RSU 持有人並不計入「500 名股東」的限制，又可以作為鼓勵員工的方式；但對員工而言，RSU 需等到公司上市始得轉換為股份，因此員工持有 RSU 就如同被套牢¹⁹。公司上市便可以解決員工股票期權與 RSU 的問題。股票對於員工來說不再是燙手山芋，公司也可藉此避免人才流失²⁰。

綜上所述，Facebook 上市有部分乃被法規所迫，但若配套措施得當仍有許多益處，唯一要解決的問題便是上市後 Zuckerberg 股權被稀釋、控制權削弱的問題。此時，Facebook 找到了可以使 Zuckerberg 握有少數股權卻握有控制權，不會被股東意見左右的方式—雙層股權結構。

第三款 準備首次公開發行

2012 年 3 月底，Facebook 宣布停止在第二市場交易，準備於同年 5 月首次公開發行²¹。在股權安排上，Facebook 上市公開說明書有詳細說明。根據公開說明書，IPO 時公司將發行兩類股份，分別為 A 類股及 B 類股，除了表決權及轉讓限制以外，兩類股份的權利皆相同。A 類股為一股 1 表決權，在 NASDAQ 公開發行，B 類股為一股 10 表決權，並不公開發行，且可隨時轉換為 A 類股。除

<https://www.forbes.com/sites/halahtouryalai/2011/01/03/goldman-sachs-invests-450-million-in-facebook/>. (last visited: 6/20/2025)

¹⁹ Sloan, *supra* note 4, at 16.

²⁰ *Id.*

²¹ Alexei Oreskovic & Sarah McBride, *Facebook halts secondary market trading, plans for May IPO*, REUTERS (Mar. 29, 2012, 5:20 A.M.), <https://www.reuters.com/article/technology/facebook-halts-secondary-market-trading-plans-for-may-ipo-idUSBRE82R189/>. (last visited: 6/20/2025)

此之外，為保留未來的收益以用於業務經營，公司在可預見的未來（in the foreseeable future）不會支付任何現金股利²²。首次公開發行後，B 類股持有人將掌握約 96%之表決權，其中 Zuckerberg 將可掌握 55.9%之表決權²³。

B 類股的轉讓限制及其他特別的權利也有清楚載明於公司章程。根據 Facebook 章程第 4 條第 4.5 項，IPO 之前已被登記為 B 類股持有人（registered holder）、以及從 RSU 轉換為 B 類股之持有人為「合格股東（Qualified Stockholder）」²⁴。合格股東或已故合格股東之 B 類股得轉讓予該合格股東的一名或多名家庭成員、允許實體²⁵（permitted entity）、或可撤銷生前信託²⁶（revocable living trust）。換言之，B 類股股東可在生前先將股份轉讓，也可以在生前規劃好過世後股份的分配，若都未規劃，也會因繼承而落入家庭成員手上。由於 Facebook 的章程未定有時間型日落條款，似乎也無機制收回 B 類股，因此原則上 Zuckerberg 將可永遠握有多數表決權。此外，若欲修改公司章程第 4 條第 3、4 項（涉及 A、B 類股股東的權利義務），須經 B 類股股東會多數決²⁷。

Facebook 章程的另一項特色在於修改章程的權限。根據 Facebook 章程第 5 條，若經股東會普通決議，股東會有權採納（adopt）、修訂或廢止（repeal）公司章程；另一方面，若經全體董事多數決決議通過，董事會亦有權採納、修訂或廢

²² FACEBOOK, *Prospectus 421,233,615 shares Class A Common Stock 37*, Registration No. 333-179287, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512240111/d287954d424b4.htm>.

²³ *Id.* at 1.

²⁴ Facebook, Inc., Amended & Restated Certificate of Incorporation, art. 4 sec. 4.5.

²⁵ 所謂允許實體，係指與合格股東有關連的下列任何實體：(a) 允許信託（Permitted Trust）：其受益人僅限於：(i) 該合格股東；(ii) 該合格股東的一名或多名家庭成員；(iii) 該合格股東的其他允許實體；及/或(iv) 1986 年美國國內稅收法（United States Internal Revenue Code of 1986）第 501(c)(3)、170(b)(1)(A)、170(c)、2055(a) 或 2522(a) 條所描述的任何實體。(b) 由第 a 項第 i 至 iv 款之人或實體專屬持有的普通合夥、有限合夥、有限責任公司、公司或其他實體。(c) 合格股東設立的慈善信託（Charitable Trust）。(d) 合格股東去世後，其遺產的個人代表（personal representative）。(e) 可撤銷生前信託（revocable living trust），該信託本身同時為允許信託及合格股東，且在自然人設立人（grantor）在世期間適用。(f) 可撤銷生前信託，該信託本身同時為允許信託及合格股東，且在自然人設立人去世後，僅在該信託持有股份待分配給信託指定受益人期間適用。See *Id.* art. 4 sec. 4.7.

²⁶ See Facebook, Inc. *supra* note 24, art. 4 sec. 4.8.

²⁷ *Id.* sec. 4.8.

止公司章程。



上市公開說明書內容也清楚說明投資人應考慮的「風險因素」。除了公司經營、收入來源及相關法遵問題外，「Zuckerberg 的控制權」也列於風險之一²⁸。詳言之，Zuckerberg 除了握有 B 類股，還與部分股東簽訂表決權拘束契約，因此可控制一半以上的表決權。這樣的股權結構將使 Zuckerberg 可控制董事選舉、合併、重組或出售全部或大部分資產的結果。Zuckerberg 的集中控制還可能會延遲、推遲或阻止其他股東支持的公司重大事項變更，或者通過其他股東不支持的交易。同時，由於 A 類股表決權較 B 類股來得少，可能使潛在投資者不願意購買 A 類股，進而使 A 類股股價降低。雖然 Zuckerberg 身為公司董事長，但他同時為公司股東，當他依自己的利益行使表決權時，他的利益與其他股東的利益可能不一致²⁹。

Zuckerberg 與部分股東簽訂表決權拘束契約，涵蓋 700 多萬 A 類股及 4 億多 B 類股，大致可分為四種類型³⁰：

1. 類型一：股東同意依照 Zuckerberg 的指示行使表決權，且授予 Zuckerberg 不可撤銷的代理權。
2. 類型二：除了公司將新發行超過已發行股份總數的 20%，或所為行為將不成比例地對股東造成重大不利影響，股東皆同意依照 Zuckerberg 的指示行使表決權。此外，此類型的股東禁止為特定行為，包含：取得公司資產、徵求股東委託書，或提名非現任董事提名的董事候選人等。
3. 類型三：類型三與類型二的權利義務相同，但股東持有的部分股份不受股

²⁸ FACEBOOK, *supra* note 22 at 12-34.

²⁹ *Id.* at 22.

³⁰ *Id.* at 132.

東協議拘束。



4. 類型四：類型四與類型二的權利義務關係類似，但股東並未禁止為上述第 2 點之特定行為。

契約存續期間也有詳細規定。除非 Zuckerberg 過世，否則其中 2 億多 B 類股無論是否被出售、轉讓、抵押或以其他方式處分，將持續受契約約束。此外，若 Zuckerberg 不再擔任董事、不再將其精力投注於 Facebook、且其持有股數少於 2 億 1 千多萬股，所有表決權拘束契約將終止³¹。

除了股權安排，Facebook 公司章程訂有一些反併購條款，避免公司受到敵意併購³²。首先，只要 B 類股表決權比例高於 35%，任何會導致控制權移轉的交易需經過 B 類股多數人同意始可為之³³。其次，當 B 類股的表決權小於 50%，將觸發許多機制：1. 若欲修改章程（certificate of incorporation or bylaws）第 5 至 10 條，須經股東會特別決議。2. 董事會將採分類制（Classified Board）—所有董事將分成三類，每類董事的任期為三年，且董事僅在有正當理由（for cause）並經股東會普通決議，始可解任之。3. 董事會因任何原因產生空缺，或因董事總人數增加而新增董事職位，原則上不由股東會選舉產生，而是由董事會普通決議填補（即使人數未達法定人數亦屬合法）³⁴。最後，董事會還握有發行未指定優先股（Undesignated Preferred Stock）的權力。董事會有權在不經股東會同意的情況下發行 1 億股未指定優先股，董事會可決定未指定優先股的權利義務內容（包括表決權）³⁵。未指定優先股的存在使得董事會能夠阻止透過合併、收購要約、委託書爭奪或其他方式取得公司的控制權。簡言之，上述種種機制使 Zuckerberg 得以

³¹ *Id.* at 150-151.

³² See *Id.* at 153-154.

³³ Facebook, Inc. *supra* note 24, art. 4 para. 3.7.

³⁴ *Id.* art. 5 para. 4(b).

³⁵ Facebook, Inc. *supra* note 24, art. 4 para. 2.1.

在表決權掌握絕對優勢。



2012 年 5 月 18 日，Facebook 於 NASDAQ 掛牌上市，當天發行 4 億多股，每股 38 美元，共籌得 160 多億美元³⁶。然而，掛牌當日 NASDAQ 系統出現問題，不只使交易延後半小時開始，交易過程中大量訂單滯留，使投資人買不進也賣不出，之後被 SEC 處以 1,000 萬美元的罰款³⁷。在 IPO 後的幾個月，Facebook 股價也未節節升高，反而跌至 26 美元，被時代雜誌評為美國證券史上最令人失望的企業上市之一³⁸。

IPO 之後，Facebook 立刻面臨了股東代位訴訟。部分股東主張 Facebook 在其上市公開說明書中，並未明確揭露行動設備的使用對於公司季度中期（mid-quarter）成長的影響，使股東受有損失，而認為董事違反忠實義務³⁹。然而，本案並未進入實質審理，因為原告股東並未滿足「同時存在原則」，違反民事程序規則第 23.1 條，在程序面上即遭法院駁回⁴⁰。

第三項 發行無表決權股

2015 年，Zuckerberg 在捐贈誓言 (Giving Pledge) 宣布將捐出 99% 的 Facebook 股份，然此舉勢必會影響他對公司的控制權，因此公司法務向 Zuckerberg 建議，可效仿 Google 的作法發行無表決權股，便可解決此問題。為了避免為人詬病，Facebook 董事會成立特別委員會審查資本重組案。經歷一番協商與讓步後，董事

³⁶ Ari Levy, *Facebook's IPO 10 years later — new name, same CEO and a familiar problem*, CNBC (May 18, 2022, 8:00 AM), <https://www.cnbc.com/2022/05/18/facebook-ipo-10-years-later-new-name-same-ceo-familiar-problem.html>. (last visited: 6/28/2025)

³⁷ SEC (Sep. 5, 2013), *SEC Charges NASDAQ for Failures During Facebook IPO*, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2013-2013-95.htm>.

³⁸ 鉅亨 Anue (5/18/2013)，〈臉書 IPO 惡夢！上市一周年 訴訟纏身股價低迷〉，<https://news.cnyes.com/news/id/1606966>。(最後瀏覽日期：6/28/2025)

³⁹ In re Facebook, Inc., 986 F. Supp. 2d 487, 2013 U.S. Dist.

⁴⁰ Jonathan Stempel, *Facebook defeats shareholder litigation over IPO*, REUTERS (Jul. 25, 2015), <https://www.reuters.com/article/technology/facebook-defeats-shareholder-litigation-over-ipoidUSKCN0PY1MQ/>. (last visited: 6/28/2025)

會通過資本重組案，僅新增一些公司治理條款及日落條款，以及與 Zuckerberg 簽訂創辦人協議（Founder Agreement），但整體而言並不影響 Zuckerberg 捐贈股份後對公司的控制權⁴¹。



2016 年，當時的 Zuckerberg 持有約 14.8% 的股權，握有 53.8% 的表決權。同年 4 月，Facebook 法務長發布公開信表示，為確保公司的長期發展，公司過去的成功很大一部份有賴於 Zuckerberg 的領導及創意的願景，未來的成長也將仰賴 Zuckerberg，因此 Facebook 預計將發行無表決權股給現存股東，使 Zuckerberg 能繼續做為公司的領導角色，避免股權稀釋，進而使公司及股東受有利益⁴²。新發行的無表決權股為 C 類股，除了表決權以外，經濟利益與原先的 A、B 類股相同。

此舉引發了股東集體訴訟，其中的代表為瑞典的退休基金 AP7。AP7 為 Facebook 股東，持有價值約 3.4 億美元的股份。AP7 認為，資本重組案的程序有許多瑕疵，例如有高達 80% 的公眾股東反對本案，但 Zuckerberg 仍強行通過，也未使公眾股東在資本重組案討論時發表意見。其次，AP7 持有的股份將因資本重組貶值，投資損失將高達 100 億美元。最後，從公司治理的角度而言，使一人握有少數股權又同時握有多數表決權，將使股東無法保護自己的利益⁴³。基於上述理由，AP7 與其他股東提出股東集體訴訟，向法院請求禁令（injunction），禁止 Facebook 資本重組。

⁴¹ United Food And Commercial Workers Union And Participating Food Industry Employers Tri-State Pension Fund v. Mark Zuckerberg Marc Andreessen, Peter Thiel, Reed Hastings, Erskine B. Bowles, and Susan D. Desmond-Hellmann, C.A. No. 2018-0671-JTL.

⁴² Colin Stretch, *Preserving Founder-Led Structure to Focus on the Long Term: Proposal to create new class of publicly listed, non-voting Class C capital stock, META* (Apr. 29, 2016), <https://about.fb.com/news/2016/04/q1-earnings-note/>. (last visited: 6/28/2025)

⁴³ Richard Gröttheim, *Swedish pension fund takes on Mark Zuckerberg and wins*, FINANCIAL TIMES (Oct. 18, 2017), <https://www.ft.com/content/6602b980-b285-11e7-aa26-bb002965bce8>. (last visited: 6/27/2025)

2017 年 9 月 21 日，在訴訟開庭的前五日，Facebook 宣布撤回資本重組案⁴⁴。

由於 Facebook 在訴訟前已達成原告股東的請求，因此訴訟未開始即結束。然而，Facebook 仍花了 2,180 萬美元在準備資本重組及股東訴訟，且還花費 6,870 萬美元，作為賠償原告股東的訴訟律師費⁴⁵。

不久之後，資本重組案再度引發第二件訴訟。第二件為股東代位訴訟，原告為 Facebook 的股東—某一美國食品商業退休基金，他們指控 Facebook 的資本重組案使公司三分之二的經濟價值落在無表決權股股東上，Zuckerberg 可以移轉大量股份所有權，仍不失去公司控制權。因此，被告 Zuckerberg 及部分董事的資本重組計畫違反董事忠實義務，使公司受有損害，因此被告應給付 Facebook 進行資本重組計劃的律師費 2,180 萬美元、前述 2017 年訴訟原告的律師費 6,870 萬美元、以及 Facebook 受到名譽損害的賠償（未列出金額）⁴⁶。

德拉瓦州法院民事訴訟規則 Rule 23.1 條規範股東代位訴訟的先決程序要件，其中一項要件為「應先向公司請求對董事提起訴訟」。本案中，法院用 Rales 測試法判斷董事是否能以獨立且客觀公正的商業判斷來決定是否接受股東的訴訟請求。最終，法院認為雖然 Zuckerberg 及部分董事缺乏客觀公正性，但其他董事不存在影響其判斷的利益關係，得公平公正地考慮訴訟請求。原告股東未先向公司請求提起訴訟，自行斷定整個董事會皆無客觀公正性便自行起訴，並未滿足代位訴訟的先決程序規定，因此判決被告勝訴⁴⁷。

由於法院以程序不合法駁回原告之訴，因此法院並未審理 Facebook 資本重

⁴⁴ Michelle Castillo, *Facebook settles investor lawsuit over Zuckerberg's control of the company*, CNBC (Sep. 22, 2017), <https://www.cnbc.com/2017/09/22/facebook-settles-class-action-lawsuit.html>. (last visited: 6/28/2025)

⁴⁵ United Food And Commercial Workers Union And Participating Food Industry Employers Tri-State Pension Fund v. Mark Zuckerberg Marc Andreessen, Peter Thiel, Reed Hastings, Erskine B. Bowles, and Susan D. Desmond-Hellmann [hereinafter Tri-State Pension Fund], C.A. No. 2018-0671-JTL.

⁴⁶ Tri-State Pension Fund, *supra* note 45, at 14.

⁴⁷ *Id.* at 46-54.

組的適法性。



第四項 股東提案回復單層股權結構

自 2014 年以來，Facebook 股東每年皆在股東會上提案回復一股一表決權。2014 年，持有 100 股的股東 James McRitchie 及 Myra K. Young 向公司提案請求回復一股一表決權⁴⁸。兩位股東表示，Facebook 藉由上市向公眾募集資金，卻未賦予股東在公司事務管理上享有平等話語權，沒有話語權的股東難以向經營階層究責。此外，Facebook 的董事會由兩名內部董事、兩名大股東，以及另外四名與公司有關係人交易或由 Zuckerberg 提名的董事組成，因此董事們難以將公司獨立股東的長期利益作為優先考量⁴⁹。

Facebook 董事會則表示，雙層股權結構有助於公司穩定，避免董事會和經營階層受到短期壓力的影響，進而能專注於使命和長期的表現，在 Zuckerberg 長期的領導下，公司發展非常成功，也為股東創造價值。在董事會獨立性方面，每位非員工董事均符合 SEC 及 NASDAQ 所訂之獨立董事之要件，董事會的各委員會也全部由獨立董事組成，因此公司經營絕非僅由 Zuckerberg 或其關係人把持。最後，Facebook 自 IPO 起即採取雙層股權結構，所有購買 A 類股的投資者都在了解此背景下始選擇投資，公司並未隱匿採行雙層股權結構的事實。綜上，董事會建議股東反對本案提案⁵⁰。最終，本案並未通過，但股東們仍鍥而不捨地年年提案回復一股一表決權，遺憾的是每年皆失敗收場⁵¹。

⁴⁸ Facebook Inc. (Mar. 31, 2014), *Facebook 2014 Proxy Statement* 47, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000132680114000016/facebook2014proxystatement.htm#s912bdb29d2f461c824c08307bfc0d3c>.

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ *Id.* at 47-48.

⁵¹ See REUTERS (Jun. 12, 2015), *Facebook shareholders shoot down 'one share, one vote' proposal*, <https://www.reuters.com/article/technology/facebook-shareholders-shoot-down-one-share-one-vote-proposal-idUSKBN0OR2KD/>. See also Alyssa Newcomb, *Frustration boils over at Facebook's annual shareholder meeting*, NBC NEWS (Jun. 1, 2018), <https://www.nbcnews.com/tech/tech-news/frustration-boils-over-facebook-s-annual-shareholder-meeting-n879046>. (last visited:6/28/2025)

總結而言，Zuckerberg 藉由雙層股權結構及相關配套措施，建構穩固的控制權，因此即使近年來 Facebook 涉及洩露用戶個資、干涉美國選舉、未經授權進行臉部辨識等醜聞⁵²，Zuckerberg 仍坐穩公司董事長兼執行長之位。



第二節 案例二：福特汽車（Ford Motor）

第一項 公司簡介

福特汽車公司 (Ford Motor Company, 下稱福特公司) 的創始人為 Henry Ford (下稱亨利)，1903 年與其他 12 位投資人共同成立福特公司，發行 1,000 股，共投入 28,000 美元的資金，該年的利潤已達到 37,000 美元⁵³。之後，福特公司開發出著名的 T 型車 (Model T)，大幅提升汽車性能，至 1918 年，T 型車在美國的市占率已高達 50%，奠定福特公司在汽車界的地位⁵⁴。龐大的市場需求使亨利開始思考大量生產方式。1913 年 10 月，福特公司採用流動式的生產線，迅速提升組裝的速度，每台製造時間從 12 小時多銳減至 1 個半小時。大量生產使汽車售價大幅下降，原先一台福特汽車要價 850 美金，但 1924 年時的價格已可壓低至 260 美金⁵⁵，使得汽車成為一般大眾皆能負擔得起的商品。

1924 年，福特公司已生產 1,000 萬輛汽車，1947 年已生產超過 3,000 萬輛⁵⁶。1960 年代，福特公司、通用汽車 (General Motors, GM) 及克萊斯勒 (Chrysler,

⁵² See generally Carole Cadwalladr & Emma Graham-Harrison, *Revealed: 50 million Facebook profiles harvested for Cambridge Analytica in major data breach*, THE GUARDIAN (Mar. 17, 2018), <https://www.theguardian.com/news/2018/mar/17/cambridge-analytica-facebook-influence-us-election>.
另參照：洪琴宣、張詩芸，〈臉書稱霸全球的經營黑幕：當對世界有益，可能不見得對臉書有益〉，報導者 (01/19/2022)，<https://www.twreporter.org/a/bookreview-an-ugly-truth-inside-facebooks-battle-for-domination>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

⁵³ Ford Motor Company, *Company Timeline*, <https://corporate.ford.com/about/history/company-timeline.html>. (last visited: 6/28/2025)

⁵⁴ STOCKFEEL (11/28/2020)，〈福特：歷史悠久的汽車大王〉，<https://www.stockfeel.com.tw/%E7%A6%8F%E7%89%B9-%E6%B1%BD%E8%BB%8A%E5%A4%A7%E7%8E%8B/>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

⁵⁵ 福特六和汽車，〈認識 FORD〉，<https://www.ford.com.tw/about-ford/>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

⁵⁶ Wayne Ferens, *Ford Motor Company's many 'Million Car Milestones'*, MOTORCITIES (Mar. 9, 2017), <https://www.motorcities.org/story-of-the-week/2017/ford-motor-company-s-many-million-car-91>

現為 Stellantis) 為美國三大汽車公司。21 世紀之後，福特公司面對來自日本、中國等亞洲國家車廠的威脅，2003 年被日本豐田汽車 (Toyota) 超越，但仍為全球第三大車廠⁵⁷。根據福特公司 2024 年年報，公司該年營收為 1,582 億美元，較 2023 年成長約 7%⁵⁸。2024 年福特共銷售約 208 萬輛汽車，目前 2024 年為全球第七大車廠⁵⁹。

在股權結構方面，截至 2023 年底，福特公司在外流通的股份有約 39 億股普通股，以及 7 千多萬股 B 類股。普通股佔已發行股份總數的 98%，每股享有一表決權，總共掌握約 60% 表決權，一半以上由機構投資人持有⁶⁰。B 類股則佔已發行股份總數的 2%，總共握有約 40% 表決權，皆由福特家族成員持有，每股市決權將因 B 類股股份總數變動而有變化，目前一股享有 36.722 表決權。股息分配上，兩者並無順序與金額上的差別⁶¹。近年來，福特公司的股價表現並不出色，2020 年 1 月時僅有 4.6 美元，2021 年 10 月時為近五年高峰，增長至 19.7 美元，2025 年 1 月時約為 10 美元⁶²。

自 1999 年 1 月起，William Clay Ford Jr. (下稱小威廉福特) 成為董事長，2006 年 9 月後擔任執行主席 (executive chairman) 直至今日。2006 年後執行長

milestones. (last visited: 6/20/2025)

⁵⁷ 經貿透視 (8/17/2004)，〈美國企業系列報導 - 汽車和汽車零件篇 〈一〉產業發展概況 〉，<https://www.trademag.org.tw/page/newsid1/?id=399393&iz=6>。(最後瀏覽日期：6/28/2025)

⁵⁸ Ford Motor Company, 2023 Annual Report, https://s205.q4cdn.com/882619693/files/doc_financials/2024/ar/Ford-2024-Annual-Report.pdf.

⁵⁹ 陳宥菘，〈比亞迪躍全球第七大車廠 可與日美歐大廠匹敵 〉，經濟日報 (8/25/2024)，<https://money.udn.com/money/story/12926/8183728>；MoneyDJ 理財網 (1/6/2025)，〈美汽車買氣升溫 通用、福特 2024 銷量穩步增 〉，<https://www.moneydj.com/kmdj/news/newsviewer.aspx?a=f2a0099e-1alf-4cf8-8fda-3d8aa529326b>。(最後瀏覽日期：6/28/2025)

⁶⁰ Michael Wayland, Bill Ford is doubling down on Ford shares, and quietly amassing more control of his great-grandfather's company in the process, CNBC (Jan. 14, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/01/14/bill-ford-is-doubling-down-on-ford-shares-and-amassing-more-control-of-the-company.html>. (last visited: 6/28/2025)

⁶¹ Ford Motor Company (Feb. 6, 2024), 2023 Annual Report 185, https://s201.q4cdn.com/693218008/files/doc_financials/2023/ar/2023-Ford-Annual-Report.pdf.

⁶² CNBC, F: Ford Motor Co - Stock Price, Quote and News, <https://www.cnbc.com/quotes/F> (last visited: 1/16/2025).

則更迭過四名，現任執行長為 2020 年任命的 Jim Farley⁶³。



第二項 雙層股權結構建立過程

第一款 非公開發行公司時期（1903-1956）

如前所述，福特公司乃亨利與其他 12 位投資者於 1903 年設立，12 位投資者皆非福特家族的成員⁶⁴。當時亨利持有 255 股，為第一大股東，佔已發行股份總數 25.5%。經過十幾年的發展，公司經歷多次增資及股東更迭，亨利仍一直維持最大股東的地位。1919 年，亨利決定買下其他股東的所有股份，使公司股份全部由家族成員持有：自己持有 9 萬多股、其子 Edsel 持有 7 萬多股、其妻 Clara 持有 5 千多股，使公司股東僅有三人⁶⁵。

除了把股份全部買回，亨利也不願將公司上市。雖然公司得以上市通常象徵公司具一定規模，可藉由大眾獲得資金，然而，亨利認為將股份發行予社會大眾是一種「有害的債務形式」，他寧願「將公司工廠的一磚一瓦全部拆掉」也不願公開上市⁶⁶。因此，雖然福特公司在 1920 年代就已具規模，也符合上市資格，但福特公司一直維持非公開發行的體制。

由於 1935 年美國遺產稅法規定，若被繼承人的遺產值 5,000 萬美元以上，將課予 70% 的遺產稅（estate tax）⁶⁷。為了避免日後被課予高額遺產稅，福特公司於該年將原本的股份分為 A、B 兩類普通股，A 類股佔所有已發行股份總數

⁶³ Neal E. Boudette, *Ford, Struggling in a Changing Industry, Replaces Its C.E.O.*, THE NEW YORK TIMES (Aug. 4, 2020), <https://www.nytimes.com/2020/08/04/business/ford-jim-hackett-james-farley.html>. (last visited: 6/28/2025)

⁶⁴ Benson Ford Research Center, *Research Guide: Ford Motor Company Stockholders and Stock, 1903-1956*, <https://askus.thehenryford.org/researchguides/faq/414680> (last visited: 6/28/2025).

⁶⁵ *Id.*

⁶⁶ John Rosevear, *63 Years Later, What Can Investors Learn From Ford's 1956 IPO?*, THE MOTLEY FOOL (Jan. 16, 2019), <https://www.fool.com/investing/2019/01/16/63-years-later-what-can-investors-learn-from-fords.aspx>. (last visited: 6/28/2025)

⁶⁷ Darien B. Jacobson, Brian G. Raub & Barry W. Johnson, *The Estate Tax: Ninety Years and Counting*, 27 STATISTICS OF INCOME. SOI BULLETIN 1 (2007), <https://www.irs.gov/pub/irs-soi/ninetyestate.pdf>.

95%，總共約 300 多萬股，但無表決權；B 類股僅佔已發行股份總數 5%，約有 17 多萬股，有表決權，兩類股份皆會分配股息。福特家族持有全部的 B 類股，多數的 A 類股則捐贈予 1936 年設立的福特基金會（Ford Foundation），使福特家族握有多數表決權，降低可能的稅務負擔，福特基金會也可藉由每年分派的股息從事慈善事業⁶⁸。

雖然公司在汽車業扶搖直上，但亨利試圖多角化經營，又不信任兒子 Edsel 的能力，不願意釋出經營權，使公司財務陷入危機。1945 年，年長的亨利生病，其妻子及媳婦藉機逼退亨利辭任並提名孫子亨利·福特二世（Henry Ford II，下稱福特二世）作為公司董事長⁶⁹。亨利終於在同年辭職，由孫子接任。福特二世接手後改革公司制度，福特公司終於逐漸轉虧為盈，也奠定品牌基礎⁷⁰。在股權結構上，由於 1940 至 1950 年，亨利及其妻子、兒子相繼過世，因此 1950 年時，福特公司的股權由福特基金會、亨利的媳婦 Eleanor 以及四位孫子持有，其中福特基金會持有 300 多萬 A 類股，Eleanor 及四位孫子共持有 17 萬多股 B 類股⁷¹。

由於上述 A、B 類股的股權安排，以及福特二世的革新，福特公司及基金會初期運作順利。然而，時任福特基金會董事長 Gaither 發現了長期問題：雖然基金會所獲得的捐款甚多，但其自主收入卻限於福特公司的股息分派⁷²。換言之，基金會收入依賴一個特定產業中的一家公司—也就是福特公司的財務狀況，將使基金會的運作不穩定。因此，基金會開始探討公開出售福特公司股份的可能性。1954 年，福特基金會決定先出售福特公司三分之一的股份，並研擬計劃如何使

⁶⁸ Rosevear, *supra* note 66 at 10.

⁶⁹ 蔡鴻青（Allen Tsai） & Heinz-Peter Elstrodt，〈福特啟示錄：對映台灣家族企業三困境〉，哈佛商業評論全球繁體中文版，2022 年 5 月，<https://www.hbrtaiwan.com/article/21103/ford-reflects-three-dilemmas-of-family-business-in-taiwan>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

⁷⁰ *Id.*

⁷¹ Benson Ford Research Center, *supra* note 64.

⁷² Susie J. Pak, *The Syndicate of the Ford Motor Company Initial Public Offering of 1956* 13, Museum of American Finance (Fall 2017), https://www.moaf.org/publications-collections/financial-history-magazine/123/_res/id=Attachments/index=0/Where%20Are%20They%20Now%20interactive.pdf.

福特公司公開上市，又不會使福特家族失去對公司的控制權⁷³。

經過多次討論與協商，福特基金會與福特家族達成協議，使福特公司資本重組，共發行 5 千多萬股，分為三類股份，分別為普通股（Common Stock）、A 類股及 B 類股（下稱新 A 股、新 B 股），所有普通股共享有 60% 的表決權，所有新 B 股共享有 40% 表決權，新 A 股則無表決權。轉換方式則為⁷⁴：原先的 A 類股若持續由福特基金會持有，將轉變為新 A 股；然若福特基金會公開出售 A 類股，出售後將轉變為普通股。若原本的 A 類股持有人為福特家族成員，則將自動轉變成新 B 股。在原本的 B 類股方面，轉換後為新 B 股，仍全由福特家族成員持有。此外，持有原本 B 類股的福特家族將額外享有 1.74% 的公司股權，然須放棄對於管理公司事務投票的專屬權利（exclusive right）⁷⁵。

新 B 股除了總共享有 40% 表決權之外，還訂有轉讓限制。福特公司公開上市後，福特家族將持有 6 百多萬股新 B 股，若福特家族將新 B 股出售或轉讓予非家族成員，新 B 股將轉換為普通股，恢復成一股一表決權。若新 B 股總數低於 270 萬股，新 B 股總共享有的表決權將降為 30%；若總數低於 150 萬股，將全部變成一股一表決權⁷⁶。在清算方面，新 B 股也享有一些優勢。公司清算時，普通股每股可最先獲得 0.5 美元，接著新 B 股可獲得 1 美元，若仍有餘，普通股可再獲得 0.5 美元，在此之後普通股及新 B 股可平均分配剩餘資金⁷⁷。簡言之，大眾持有的股份皆為普通股，一股一表決權；福特基金會持有的股份為新 A 股，無表決權；福特家族持有的股份則為新 B 股，每股有複數表決權。

除了發行複數表決權股，針對下列公司重大事項，需經新 B 股股東多數決

⁷³ *Id.*

⁷⁴ Ford Foundation (Sep. 30, 1955), *1955 annual report* 167, <https://www.fordfoundation.org/wp-content/uploads/2015/05/1955-annual-report.pdf>.

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ *Id.*

⁷⁷ Ford Motor Company (Feb. 6, 2024), *Ford Motor Company Annual Report on Form 10-K* 129, https://s201.q4cdn.com/693218008/files/doc_financials/2023/q4/Ford-2023-10-K-Report.pdf.

同意，始可為之，包含：發行新的新 B 股、減少新 B 股、修改公司章程中關於資本的條款（capital stock provisions）、公司合併（merger or consolidate）、處分公司全部或重大部分資產、自願清算或解散⁷⁸。



第二款 公開發行公司時期（1956-）

最初福特基金會在 1955 年基金會年報中表示，預計隔年將公開出售 15% 福特公司股份，然最終比例提升至 22%。1956 年 1 月 17 日，福特公司 22% 的股份於 NYSE 公開上市，為當時最大的 IPO 案。IPO 共發行 1,020 萬張普通股，首日開盤價為 64.5 美元，收盤價為 69.5 美元，為福特公司帶來 32 億美元的市值⁷⁹。公司上市後，福特基金會持有 3 千多萬股新 A 股，福特家族則持有 6 百多萬股新 B 股，使家族保有 40% 表決權。

除了掌握 40% 表決權，福特家族成員也積極介入公司經營。20 世紀末期，小威廉福特及 Edsel Ford II 就已進入公司董事會，兩位皆為福特家族第四代成員，後者於 2021 年退休⁸⁰。Edsel Ford II 退休後，福特家族第五代 Alexandra Ford English 及 Henry Ford III 入主董事會，延續家族控制力⁸¹，目前兩位已連續四年作為公司董事。2023 年，家族第五代的 Elena Ford 及 Will Ford III 也成為福特公司高階經理人之一，前者為經銷部門的最高主管，後者為績效部門總經理⁸²。

福特公司所建立之雙層股權結構還有一項特徵：公司董事長與執行長為兩個分離的職位，分屬不同人，且其中一人通常為非福特家族成員，1980 至 1990 年

⁷⁸ *Id.* at 185.

⁷⁹ Rosevear, *supra* note 66, at 72.

⁸⁰ Jordyn Grzelewski, *Great-grandson of Henry Ford to retire from Ford's board, making way for next generation*, THE DETROIT NEWS (Mar. 12, 2021), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/for/d/2021/03/12/alexandra-ford-english-henry-ford-iii-nominated-fords-board-directors/4663706001/>. (last visited: 6/28/2025)

⁸¹ *Id.*

⁸² Jordyn Grzelewski, *Ford makes personnel moves, including addition of new Ford family member*, THE DETROIT NEWS (Sep. 12, 2023), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2023/09/12/ford-makes-personnel-moves-including-addition-of-bill-fords-son/70830752007/>. (last visited: 6/28/2025)

代，董事長與執行長甚至兩者皆非福特家族成員。雖然非家族成員擔任董事長或執行長似乎淡化了公司的家族色彩，但福特公司已發生多次非家族成員領導者與家族成員意見不合，非家族成員遭逐出的案例，以下舉衝突較為激烈的兩個例子說明。



一、1985-1990：Donald Petersen 身兼董事長及執行長

1980 年代，受到石油危機的影響，美國經濟狀況不佳，福特公司股價低迷，此時公司宣布任命 Donald Petersen 擔任公司董事長兼執行長。Petersen 非福特家族成員，有機械工程背景，1949 年開始進入福特公司工作，1977 年成為公司董事，最終成為公司最高領導人，是當時福特公司唯二非福特家族成員的執行長⁸³。Petersen 任職期間，大幅改善福特汽車的品質，也開發福特汽車的代表車型 Taurus 及 Mercury Sable，使公司銷量創新高，股價也大幅提升⁸⁴。

雖然董事長及執行長之位非福特家族成員，然福特家族仍為董事會成員，家族企業色彩仍難以掩蓋。因此，任命 Petersen 肯定受到福特家族的支持，但 Petersen 與福特家族並不如想像中契合。Petersen 曾公開批評福特公司的企業文化腐敗 (corrosive)，在他的領導下公司會努力作出改變⁸⁵。福特家族也對 Petersen 後期的領導作風頗有微詞。1988 年 Edsel Ford II 及小威廉福特在財富 (Fortune) 雜誌上公開批評 Petersen，因為他們認為 Petersen 限制他們在董事會上的實質權限，且在許多議題上持不同意見，包含繼任計畫及未來的收購案⁸⁶。對此，Petersen 引用 Edsel Ford 的名言「福特藍色橢圓中沒有王儲 (There were no crown princes

⁸³ Keith Naughton, *Donald Petersen, CEO who pulled Ford out of 1980s crisis, dies at 97*, BUSINESS STANDARD (Apr. 24, 2024), https://www.business-standard.com/world-news/donald-petersen-ceo-who-pulled-ford-out-of-1980s-crisis-dies-at-97-124042600178_1.html. (last visited: 6/28/2025)

⁸⁴ Automotive Hall of Fame, *Inductee Donald E. Peterson*, <https://www.automotivehalloffame.org/honoree/donald-e-petersen/>. (last visited: 6/28/2025)

⁸⁵ Bill Koenig, *Donald Petersen, Ford Chief During Period Of Revival, Dies At 97*, FORBES (Apr. 25, 2024), <https://www.forbes.com/sites/billkoenig/2024/04/25/donald-petersen-ford-chief-during-period-of-revival-dies-at-97/>. (last visited: 6/28/2025)

⁸⁶ *Id.*



at the Blue Oval.)」，表示福特家族的成員不應享有優勢，進入管理階層應全部依靠實力⁸⁷。為確保家族控制力，福特家族將兩名家族成員納入執行委員會（executive committee）及財務委員會（financial committee），最終藉由董事會將 Petersen 逐出董事長之位⁸⁸。

二、1993-1998：Alexander Trotman 身兼董事長及執行長

Trotman 為英國人，與福特家族並無任何關聯，1955 年在福特的英國分公司當實習生，之後成為英國分公司的正職員工，1969 年始到美國⁸⁹，接著如同 Petersen 一樣逐年往上晉升，1993 年成為公司董事長兼執行長。Trotman 任職時期被認為是福特公司財務最成功的時期，他幫助福特重新回到美國汽車三巨頭的主導地位，使福特汽車邁向全球市場⁹⁰。

Trotman 作為董事長及執行長期間，與福特家族並無傳出不合情事，福特家族甚至允許 Trotman 打破公司「65 歲即須退休」的慣例，使他能有多一些時間找尋繼任者，然最終 Trotman 仍於 1998 年卸任—比預期還早了一年，原因在於 Trotman 與福特家族屬意的繼任者並不相同，福特家族不願意讓 Trotman 決定他想要的人選；此外，Trotman 也不滿福特家族安插家族成員進入高層的做法⁹¹。最終，由福特家族控制的董事會任命小威廉福特作為董事長，Jacques Nasser 作為執行長。對此，Trotman 出言諷刺董事會，「威廉王子，現在你擁有你的君主制了（Prince William, now you have your monarchy.）⁹²。」小威廉福特接任職位後，

⁸⁷ Ian Thibodeau, *Hot seat has scorched many top Ford execs*, THE DETROIT NEWS (May 29, 2017), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2017/05/29/ford-ceos-power-struggle/102301632/>. (last visited: 6/28/2025)

⁸⁸ Koenig, *supra* note 85.

⁸⁹ MOTORTREND (Oct. 5, 2005), *Obituary: Alex Trotman, Chairman and Chief Executive officer of Ford Motor Co.*, <https://www.motortrend.com/features/obituary/>. (last visited: 6/28/2025)

⁹⁰ Jeremy W. Peters & Micheline Maynard, *Alexander J. Trotman, 71, Former Chief of Ford Motor, Dies*, THE NEW YORK TIMES (Apr. 26, 2005), <https://www.nytimes.com/2005/04/26/obituaries/alexander-j-trotman-71-former-chief-of-ford-motor-dies.html>. (last visited: 6/28/2025)

⁹¹ *Id.*

⁹² *Id.*

持續擔任公司董事長至今日。



總結而言，雖然福特家族未握有過半數表決權，董事長或執行長由他人當家，但家族成員作為董事會成員或高階經理人，對於董事長或執行長的選任也有極大話語權，可見其對於福特公司仍有極大影響力。

第三項 福特公司雙層股權結構所受之批評

雖然福特公司從上市前就採雙層股權結構直至今日，但仍受到不少挑戰。

2008 年，股東 Jack Leeds 提案公司應成立一個獨立委員會，以預防福特家族股東與非福特家族股東之間的利益衝突。獨立委員會應由非福特家族的獨立董事組成，且委員會有權聘請獨立專家，調查、評估並對潛在利益衝突提出相關建議⁹³。對此，福特公司認為根據 1934 年證交法 Rule 14a-8 第 i 項第 7 款，本案屬於公司日常營運事項，不應納入股東會提案；退步言之，已有其他股東提出相同議案⁹⁴，應認為屬於重複提案，構成 Rule 14a-8 第 i 項第 11 款之規定，應不予納入提案⁹⁵。

為了確保排除提案的適法性，福特公司函詢 SEC。SEC 企業金融部門 (Division of Corporate Finance) 回覆，由於本提案實質上與另一先提交的提案重複 (substantively duplicative)，該當 Rule 14a-8 第 i 項第 11 款之規定，因此福特公司排除本提案合法⁹⁶。

前述之「其他股東提出相同議案」，則為股東 John Chevedden 所提出。

⁹³ The Ford Motor Company, *Re: Omission of Shareholder Proposal Submitted by Mr. Jack E. Leeds*, <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2008/fordmotor030308-14a8.pdf>.

⁹⁴ 此重複提案即為下面所述股東 John Chevedden 之提案，故在此先不說明。

⁹⁵ *Id.*

⁹⁶ *Id.*

Chevedden 自 2007 年起，每年皆提案應賦予所有股份相等的表決權⁹⁷。Chevedden 表示，福特家族持有的 B 類股一股有 16 表決權，相對於一般大眾一股僅有一表決權，福特家族能以遠低於其實際經濟風險的比例控制公司。此外，2010 年也有相同提案，當時已有超過 50% 的非福特家族股東支持改為單層股權結構，顯見改變股權結構的呼聲極高⁹⁸。對於股東的此項提案，福特公司董事會表達反對⁹⁹。首先，福特公司自 1956 年首次公開發行以來一直採取雙層股權結構，所有投資者都對此知情才購買公司股份。其次，有別於其他公司的雙層股權結構，福特公司的普通股股東享有多數表決權，B 類股股東並未有壓倒性的表決權，因此在選任董事上，B 類股股東也無法憑自身力量選任董事，仍需普通股股東的支持。此外，15 位董事中有 12 位為獨立董事，董事會亦設有主持獨立董事（Presiding Independent Director），公司執行長與董事長職位又分屬不同人，可認為公司治理上並無問題。總結而言，董事會認為股東的提案試圖改變幾十年來的資本結構，但未能證明現有結構損害股東利益，因此建議對本案投反對票。

最終，有 31.5% 表決權之股東支持本案，因此本議案遭否決¹⁰⁰。雖然失敗，Chevedden 仍每年鍥而不捨地提出相同議案，2015 年時創下歷史新高—36.3% 表決權表示支持¹⁰¹，可惜至今仍未通過。

2014 年 7 月，Mark Fields 成為公司新任執行長，然而他接手後公司股價下跌 36%，汽車銷量下滑，被認為公司在電動車和自動駕駛車領域落後競爭對手，

⁹⁷ Ford Motor Company, *Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement* 73-74, https://s201.q4cdn.com/693218008/files/doc_financials/2010/ar/2011-ford-proxy-final.pdf.

⁹⁸ *Id.* at 73-74.

⁹⁹ 福特公司自 2008 年起，每年都收到這位股東的提案，每年公司董事會的回覆也都大同小異。由於 2015 年股東會議事手冊之內容最為清楚詳盡，因此本文擷取該年度的文字說明福特公司的立場。See Ford Motor Company, *Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement* 73-74, https://s201.q4cdn.com/693218008/files/doc_financials/2014/ar/2015-ford-proxy-statement.pdf.

¹⁰⁰ PR NEWSWIRE, *2011 Annual Meeting Voting Results* (May 12, 2011), <https://www.prnewswire.com/news-releases/2011-annual-meeting-voting-results-121704553.html>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁰¹ Michael Martinez, *Ford shareholders praise Fields, fret about stock price*, THE DETROIT NEWS (May 14, 2015), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2015/05/14/ford-shareholders-annual-meeting/27316679/>. (last visited: 6/28/2025)

使許多股東非常不滿¹⁰²。因此當股東 Chevedden 再度在 2017 年股東會提起廢除雙層股權結構的提案時，有 58.5% 非家族成員的股東同意本提案，但由於福特家族持有 40% 表決權，本提案仍失敗。直至 2024 年，本議案仍未通過。



第三節 案例三：阿里巴巴 (Alibaba Group Holding Ltd., Alibaba)

第一項 公司簡介

1999 年，馬雲及其他 17 位投資人出資 50 萬人民幣，於中國杭州共同創立阿里巴巴集團，公司註冊地位於開曼群島，總部位於中國杭州。起初著重經營中國國內 B2B 業務，2003 年成立著名購物網站「淘寶網」、2004 年推出電子支付「支付寶」¹⁰³。淘寶網等網購平台有別於美國亞馬遜 (Amazon) 公司，並不製造、銷售或運送商品，僅作為銷售平台，使商家得以在這個平台上出售商品¹⁰⁴。淘寶網則藉由向商家收取傭金、廣告費，以及向消費者銷售會員資格、數據分析等服務賺取利潤¹⁰⁵。

2007 年 11 月，阿里巴巴集團旗下的網路公司 Alibaba.com Limited (現已改名為 1688.com) 於香港上市，開盤價為 13.5 元港幣，當日即衝到 39.95 元，以驚人高價席捲香港，成為當時的香港股王¹⁰⁶。經過多年發展，阿里巴巴為全球最大的電子商務集團，其業務包含廣告、行銷服務、電子支付、雲端運算、網路服務

¹⁰² Rob Cox, *Ford Was Unprepared for Investor Revolt and C.E.O. Change*, THE NEW YORK TIMES (May 22, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/05/22/business/dealbook/ford-was-unprepared-for-investor-revolt-and-ceo-change.html>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁰³ 阿里巴巴集團，〈文化和價值觀〉，<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/about-alibaba#culture-and-values>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁰⁴ Victor Luckerson, *Everything You Need to Know About Alibaba and its Mega-IPO*, TIME (Sep. 18, 2014), <https://time.com/3398957/alibaba-ipo-china/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁰⁵ *Id.*

¹⁰⁶ David Barboza, *Alibaba Shares Nearly Triple in Debut*, THE NEW YORK TIMES (Nov. 6, 2007), <https://www.nytimes.com/2007/11/06/technology/06cnd-alibaba.html>. 然而因市場反應不如預期，2012 年阿里巴巴集團宣布 Alibaba.com 下市。See ALIZILA (Jun. 20, 2012), *Gone Baby Gone: Alibaba.com is a Public Company No Longer*, <https://www.alizila.com/gone-baby-gone-alibaba-com-is-a-public-company-no-longer/>. (last visited: 6/28/2025)

等。



2010 年 7 月，為確保可延續阿里巴巴的使命、願景及價值觀的發展，公司的 18 位創始人創立合夥人制度（Lakeside Partners）¹⁰⁷。由於當時阿里巴巴仍為非上市公司，外界對於合夥人制度的具體運作資訊並不充分，直到 2014 年 9 月阿里巴巴於 NYSE 首次公開發行，大眾始得藉由其上市公開說明書得知合夥人的運作方式，本文將在下一節詳細說明之。

2018 年 9 月，馬雲宣布隔年將退休，董事長之位交棒給時任執行長張勇，但 2019 年仍繼續作為董事會成員，直至 2020 年完全離開董事會¹⁰⁸。馬雲的公開信表示，過去十年來，合夥人們一直在討論如何保證阿里巴巴在馬雲離開後仍能「健康發展」，並表示公司不可能只靠創始人，任何人都不可能永遠擔任公司的 CEO 和董事長職位¹⁰⁹。然而，即使馬雲不再擔任董事長或 CEO，他仍是合夥人，並不影響他對於阿里巴巴的控制力。

2019 年，接受 WVR 結構的 HKEX 再度迎回阿里巴巴。同年 11 月 20 日，阿里巴巴於香港第二上市，共發行 5 億股普通股，以及 7,500 萬綠鞋期權（greenshoe options）¹¹⁰。2024 年 8 月，阿里巴巴更宣布將公司於 HKEX 第二上市地變更為主要上市地，使阿里巴巴成為在 HKEX 及 NYSE 雙重主要上市的公司¹¹¹。

¹⁰⁷ ALIZILA (Sep. 10, 2013), *Alibaba Group's Ma Explains His Company's Unusual Partnership System*, <https://www.alizila.com/alibaba-groups-ma-explains-his-companys-unusual-partnership-system/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁰⁸ BBC NEWS 中文 (9/10/2018)，〈馬雲宣佈傳承計劃：一年後卸任阿里巴巴董事局主席〉，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-45468659>。(最後瀏覽日期：6/28/2025)

¹⁰⁹ 同前註。

¹¹⁰ Eustance Huang, *Alibaba shares surge in Hong Kong debut, world's largest listing so far in 2019*, CNBC (Nov. 25, 2019), <https://www.cnbc.com/2019/11/26/alibaba-shares-jump-more-than-6percent-in-hong-kong-debut.html>. (last visited: 6/28/2025)

¹¹¹ 阿里巴巴集團 (8/28/2024)，〈阿里巴巴於香港聯交所主板雙重主要上市〉，<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/document-1765436812471304192>。(last visited: 6/28/2025)

2023 年以前，阿里巴巴集團 100% 持有旗下子公司的股權，換言之，僅阿里巴巴集團的股份公開上市，其餘子公司仍維持私人公司的地位。2023 年 9 月，阿里巴巴宣布將集團將分拆為六個業務集團，分別為雲端整合、淘寶天貓電商事業、本地服務、菜鳥智慧物流、全球數位商務及數位媒體和娛樂事業，除淘寶天貓電商事業集團仍由阿里巴巴集團 100% 持有，其餘五個集團均可獨立融資上市，但阿里巴巴仍作為這些集團的控制股東¹¹²。

第二項 合夥人制度的提出與發展

如前所述，阿里巴巴一開始由 18 位投資人共同設立，創立之初尚未有合夥人制度。公司營運的前十年，包含馬雲在內的 18 人為阿里巴巴打下重要的基礎，但隨著公司持續發展，需要有其他有才華之人加入經營團隊，因此馬雲決定正式建立合夥人制度，使新成員得以加入，同時保留創始人們欲保留的價值理念¹¹³。2009 年 9 月，這 18 位創始人遞交了「創始人的辭職信」，象徵阿里巴巴邁入合夥人制度¹¹⁴。同年，創始人們組成 Lakeside Partners，乃依開曼法所設立之有限責任合夥，其中除合夥人外，並設有合夥人委員會，掌理主要事務之執行，以下將詳細介紹之。

第一款 螞蟻集團（Ant Group）

由於螞蟻集團在阿里巴巴合夥人制度之中扮演重要角色，因此在說明合夥人制度之前，本文將先介紹螞蟻集團。

¹¹² Daisuke Wakabayashi, 阿里巴巴將分拆為六個業務集團，均可獨立融資上市，紐約時報中文網（3/29/2023），<https://cn.nytimes.com/technology/20230329/alibaba-china-e-commerce/zh-hant/>；Jihye Lee, *Alibaba tells investors its overhaul will make the business more ‘agile’ with market changes*, CNBC (Mar. 30, 2023), <https://www.cnbc.com/2023/03/30/alibaba-executives-conference-call.html>. (last visited: 6/28/2025)

¹¹³ 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, 451 (Spring 2016).

¹¹⁴ *Id.* at 451.

螞蟻集團為一間中國私人公司，2010 年成立時名為浙江阿里巴巴商務公司（下稱浙江阿里），2014 年改名為浙江小微金融服務集團，2020 年才改為現在的名稱，旗下最重要的子公司為支付寶（Alipay）¹¹⁵。支付寶原本隸屬於阿里巴巴，2011 年時從阿里巴巴切割出來，成為獨立一家公司，並由浙江阿里收購 100% 支付寶的股權，成為支付寶唯一的股東。2014 年螞蟻集團出售其中 33% 之股權予阿里巴巴¹¹⁶，另外 53.46% 之股權給予杭州君瀚（下稱君瀚）及杭州君澳（下稱君澳）持有，君瀚及君澳由杭州雲鉑（Hangzhou Yunbo）100% 持有；杭州雲鉑的股權則由馬雲與其他三位自然人股東共同持有。由於馬雲與另外三位股東簽訂「一致行動協議」（Concert Party Agreement），使另外三人皆依馬雲的決定行使表決權，因此馬雲得藉由對杭州雲鉑的控制權，進而控制螞蟻集團¹¹⁷，螞蟻集團的董事任免也必然受馬雲的影響。

支付寶是阿里巴巴集團旗下最重要的公司之一。原先支付寶的創立僅作為天貓或淘寶網的支付方式，然 2011 年時支付寶推出手機應用程式，使使用者在手機下載支付寶、綁定銀行帳戶或信用卡之後便能消費，大幅擴展其市場¹¹⁸，目前已有超過 10 億用戶，每日交易金額達兩億元¹¹⁹。除了極佳的交易量，支付寶更大的價值在於掌握用戶金流，上至銀行帳戶及信用卡，下至消費的商家或人民私人間的金錢往來，所有資訊都在支付寶公司。因此，支付寶的地位不只是金雞母，

¹¹⁵ 香港經濟日報 (10/21/2020),〈螞蟻上市：支付寶母企螞蟻集團進化史 從「金服」到「科技」〉, [¹¹⁶ Yahoo! 財經 \(9/24/2019\) ,〈阿里巴巴收到螞蟻金服 33% 股權〉, <https://hk.finance.yahoo.com/news/%E9%98%BF%E9%87%8C%E5%B7%B4%E5%B7%8D33-%E8%82%A1%E6%AC%8A-070756905.html>。 \(最後瀏覽日期：6/28/2025\)](https://inews.hket.com/article/2700966/%E3%80%90%E8%9E%9E%E8%9F%BB%E4%B8%8A%E5%B8%82%E3%80%91%E6%94%AF%E4%BB%98%E5%AF%B6%E6%AF%8D%E4%BC%81%E8%9E%9E%E8%9F%BB%E9%9B%86%E5%9C%98%E9%80%B2%E5%8C%96%E5%8F%B2%E3%80%80%E5%BE%9E%E3%80%8C%E9%87%91%E6%9C%8D%E3%80%8D%E5%88%B0%E3%80%8C%E7%A7%91%E6%8A%80%E3%80%8D。 (最後瀏覽日期：6/28/2025)</p></div><div data-bbox=)

¹¹⁷ Ant Group Co., Ltd, *Prospectus* 292 (Oct. 27, 2020), <https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2020/1026/2020102600165.pdf>.

¹¹⁸ LinkedIn (Jun. 1, 2023) , *What's AliPay? And Why You Need One of China's Top Payment Methods*, <https://www.linkedin.com/pulse/whats-alipay-why-you-need-one-chinas-top-payment-methods-eromnet/>. (last visited: 6/28/2025)

¹¹⁹ *Id.*

還是中國政府強力監控的重要對象之一，同時也是馬雲加強其控制權的方式。

以 2019 年為例，阿里巴巴合夥人共有 36 人，其中 7 人為螞蟻集團的董事或高階主管。董事的選任及解任繫於螞蟻集團的大股東—也就是實質受益人馬雲，且若這 7 人遭解雇，也將因違反合夥人協議，被迫退出合夥¹²⁰，因此螞蟻集團高層不可能不聽命於馬雲。換言之，馬雲藉由層層控制，支配影響約五分之一合夥人的決策。



圖表 3：螞蟻集團股份持有關係

資料來源：螞蟻集團〈關於持續完善公司治理的公告〉

圖片來源：本文自製

第二款 合夥人制度

合夥人制度嚴格來說非屬雙層股權結構，蓋阿里巴巴所有股份皆為一股一表決權，但阿里巴巴合夥人擁有專屬權利可提名或任命董事會成員，即使持有股份不多，仍掌控經營權，因此根據 HKEX 上市規則，阿里巴巴仍屬 WVR 結構之公司。

第一目 合夥人的提名及選任

¹²⁰ 根據合夥人協議，合夥人必須為阿里巴巴集團或其子公司的員工。詳參本節第二款。

合夥人每年會向合夥人委員會提名新合夥人，合夥人委員會有權審核提名，決定是否將該候選人的提名提交全體合夥人進行選舉，新合夥人需獲得 75%以上全體合夥人的同意，始得進入合夥。合夥人須符合一定資格：首先，合夥人必須為阿里巴巴（包含其子公司）的員工，在公司持續服務至少五年，對公司業務有卓越貢獻，並且有高尚的品格與誠信，作為「文化傳承者（culture carrier）」，展現對使命、願景和價值觀的持續奉獻¹²¹。除此之外，為了使合夥人的利益與股東的利益保持一致，合夥人在其任職期間須持有一定比例之股權。由於被提名者至少已在公司服務五年，通常已藉由股權激勵（equity incentive）、股份購買或投資計劃持有公司股權¹²²。

為確保合夥人持續持有一定比例的股權，阿里巴巴與合夥人分別簽訂股份持有協議（share retention agreements）。協議中載明合夥人自成為合夥人之日（下稱任職日）起三年內，須至少持有任職日時 60%的股權；三年後若持續為合夥人，須至少持有任職日時 40%的股權¹²³。根據阿里巴巴上市公開說明書，截至 2014 年 9 月，所有合夥人共持有約 3 億 5 千萬股普通股，約佔已發行股份總數 15.5%¹²⁴。

第二目 合夥人委員會

合夥人委員會由至少五名、最多七名合夥人組成，負責合夥人選舉以及相關的延遲現金獎金池（deferred cash bonus pool）事務¹²⁵。合夥人委員會可指定一至兩名成員為常任委員，無需參加選舉，任期可持續至其不再是合夥人、從合夥人委員會退休、因病或永久喪失能力而無法履行職責為止，其接替者由退休或現有

¹²¹ 阿里巴巴集團，阿里巴巴合夥人制度（英文版），<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/ir-corporate-governance-partnership> (last visited: 6/28/2025)。

¹²² *Id.*

¹²³ Alibaba Group Holding Limited, *Final Prospectus* 234 (Sep. 22, 2014), https://www.sec.gov/Archive/s/edgar/data/1577552/000119312514347620/d709111d424b4.htm#toc709111_16. (last visited: 6/28/2025)

¹²⁴ *Id.*

¹²⁵ 詳參本節第四目。

的常任委員指定。除常任委員外，其餘合夥人委員會委員的任期為五年，且可以連任¹²⁶。

合夥人委員會成員選舉每五年舉行一次。合夥人委員會將提名與下一屆委員會成員數量相等的合夥人，另加上三名額外提名者。舉例而言，若下一屆委員會成員為五人，則將提名八名。每位合夥人擁有與下一屆合夥人委員會人數扣除常任委員人數相等的選票，除去得票最少的三名候選人，其餘候選人將當選為合夥人委員會成員¹²⁷。

第三目 合夥人的董事提名權及指派權

根據阿里巴巴集團章程第 85 條，阿里巴巴合夥人擁有提名多數（simple majority）董事的專屬權利，在特定情況下，甚至可以指派董事，且合夥人提名董事的專屬權利不可轉讓、透過其他方式授予或委託給任何第三方¹²⁸。因此，合夥人原則上僅有提名權，提名的董事候選人仍須經股東會同意始可當選。合夥人委員會內部將先提出被提名董事名單，被提名者可以為合夥人內部成員，也可以為符合資格的非合夥人。接著，所有合夥人將投票表決，通過簡單多數決之人將成為被提名董事。

此外，章程第 91 條規定，若合夥人提名的董事候選人未能當選，或當選後因任何原因離職，合夥人有權任命另一人選擔任臨時董事，直至下一次股東會¹²⁹。若因任何原因導致由合夥人提名或任命的董事總數少於一半（例如原董事不再擔任董事，或合夥人未行使其提名或任命董事的權利），合夥人有權提名或任命新董事，直至由合夥人提名或任命的董事超過董事人數的二分之一，不須經股東會

¹²⁶ 阿里巴巴集團，同前註 121。

¹²⁷ 同前註。

¹²⁸ Amended and Restated Articles of Association of Alibaba Group Holding Limited, art. 93.

¹²⁹ *Id.* art. 91.



或董事會決議¹³⁰。

章程除了賦予合夥人董事提名權及任命權，還禁止股東提案任免董事。章程第 57 條第 f 項規定，股東不得提起對於董事選舉、任命或解任相關的議案，也不得提起對於董事會規模（size）相關的議案¹³¹。

第四目 合夥人之獎金池（bonus pool）分配權

阿里巴巴董事會設有公司管理階層年度現金獎金池，該獎金池的金額等於調整稅前營業利潤（adjusted pre-tax operating profits）的一定百分比。每年計算完年度現金獎金池後，薪酬委員會將先決定分配給非合夥人管理階層的比例，剩餘部分則分配給合夥人。合夥委員會將依據合夥人在公司業務的貢獻程度、推展公司願景與價值的表現，決定合夥人的具體分配比例。若合夥人同時為高階經理人（executive officer）或董事，其獎金支付需經薪酬委員會批准¹³²。

若合夥人繼續受僱於公司、子公司或與公司有重要業務關係之公司，得經合夥委員會建議及薪酬委員會的批准，使部分分配獎金延遲支付¹³³。

第五目 合夥人之退休及退出

合夥人之退休可分為自願退休及到達規定年齡退休。關於退休年齡限制，除了常任合夥人外，非常任合夥人年滿 60 歲或僱傭關係終止時，必須強制退休；常任合夥人則可以繼續擔任合夥人直至年滿 70 歲，且 70 歲之年齡限制可經全體合夥人多數投票同意延長。除此之外，若合夥人死亡、無能力（incapacitated）履

¹³⁰ *Id.* art. 85.

¹³¹ *Id.* art. 57(f).

¹³² Alibaba Group Holding Limited, *supra* note 123, at 233.

¹³³ *Id.*

行職責，將被移除於合夥人名單之外¹³⁴。



包括常任合夥人在內的任何合夥人，如違反合夥協議中的某些標準（例如未能積極推動使命、願景和價值觀，或涉及詐欺、重大不當行為或重大過失），可在經正式召集的合夥人會議上經簡單多數決表決通過後被剔除。

第三項 首次公開發行

第一款 從香港到紐約

原先阿里巴巴預計在香港上市，然而由於過往 HKEX 上市規則不接受雙層股權結構，HKEX 又認定阿里巴巴所採的合夥人制度屬於 WVR 結構，因此否准其上市要求，阿里巴巴只能轉而到美國上市¹³⁵。

選擇進軍美國後，NYSE 及 NASDAQ 成為阿里巴巴的兩個重要選項。在 NYSE 上市的公司通常為傳統老牌企業，公司成長穩定，可口可樂、高盛即是在 NYSE 上市。在 NASDAQ 上市的企業則多為新興產業，以科技、網路相關行業為主，微軟、蘋果公司為其代表。若依上述分類法選擇，阿里巴巴應會至 NASDAQ 上市，然最終阿里巴巴選擇 NYSE，理由有二。首先，2012 年 Facebook 上市當日，NASDAQ 的交易系統出現問題，故障時間長達半小時，使人對 NASDAQ 印象不佳，再加上 Facebook 上市後一兩年，股價持續下跌，更使阿里巴巴對 NASDAQ 却步¹³⁶。第二，阿里巴巴希望營造為成熟的公司，並非尚待發展的新創企業，因此選擇成熟穩健公司較多的 NYSE 較有利於建立成熟的形象¹³⁷。

¹³⁴ 阿里巴巴集團，同前註 121。

¹³⁵ Suzy Waite, *Alibaba chooses US over HK for IPO*, FINANCE ASIA (Mar. 16, 2014), <https://www.financeasia.com/article/alibaba-chooses-us-over-hk-for-ipo/375266>. (last visited: 6/28/2025) 其餘 HKEX 上市規則修正，請見本文第二章。

¹³⁶ Francis Bea, *Alibaba to be listed on New York Stock Exchange*, CNET (Jun. 26, 2014), <https://www.cnet.com/tech/tech-industry/alibaba-to-go-public-on-the-new-york-stock-exchange-under-baba-ticker/.y> (last visited: 6/28/2025)

¹³⁷ He Wei & Zhang Yuwei, *Alibaba chooses NYSE for IPO*, CHINA DAILY (Jun. 28, 2014), 109

第二款 紐約上市



2014年9月19日，阿里巴巴於NYSE公開上市，每股價格為68美元，發行3億多股，共籌得約218億美元的資金¹³⁸。根據其上市公開說明書，IPO時公司有30名合夥人，其中馬雲及蔡崇信為常任合夥人，合夥人委員會共有5名成員¹³⁹；董事會成員則共有9名，其中4名為獨立董事¹⁴⁰。另一方面，公司第一大股東為軟銀(Softbank)，持有約32.4%之股份，第二大股東為雅虎(Yahoo)，持有約16.3%之股份，第三大股東為馬雲，持有約7.8%。除了馬雲與蔡崇信，阿里巴巴的合夥人及董事皆持有小於1%之股份。

除了合夥人制度，阿里巴巴在IPO後還與其他股東訂有表決權拘束契約，藉以鞏固控制權。根據其上市公開說明書，表決權拘束契約簽訂者包含軟銀、雅虎、馬雲及蔡崇信，涉及的股份約佔已發行股份總數59.8%¹⁴¹。契約約定，若軟銀持有至少15%的普通股，軟銀與雅虎將對合夥人提名的董事候選人投贊成票；相應地，軟銀獲得提名一名董事的權利，雅虎、馬雲及蔡崇信將在每次股東會中對軟銀提名的董事候選人投贊成票¹⁴²。若軟銀持有的股份低於15%，本契約將終止。另外，軟銀與雅虎將在某些情況下，將部分股份的表決權授權予馬雲及蔡崇信。具體而言，軟銀將授權其所持股份中超過30%的部分，雅虎則將授權其所持股份至多1.215億股普通股的表決權。前述約定將持續有效，直到馬雲持有的普通股比例低於1%¹⁴³。

阿里巴巴公司章程還訂有反收購條款。根據上市公開說明書，公司章程訂有

¹³⁸ https://www.chinadaily.com.cn/business/2014-06/28/content_17621321.htm. (last visited: 6/28/2025)

¹³⁹ Victor Luckerson, *Everything You Need to Know About Alibaba and its Mega-IPO*, TIME (Sep. 18, 2014), <https://time.com/3398957/alibaba-ipo-china/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁴⁰ *Alibaba Group Holding Limited, supra* note 123, at 232.

¹⁴¹ *Id.* at 235.

¹⁴² *Id.* at 47, 255-256.

¹⁴³ *Id.* at 47, 255-256.

三種反收購條款，包含¹⁴⁴：1. 董事分期改選制度（staggered board）：阿里巴巴的董事共分成三組，每組人數應大致相等，合夥人可決定每組的具體人數。每組董事任期交錯，防止一次性更換多數董事¹⁴⁵。2. 董事會發行特別股的權利：董事會得隨時發行特別股，並且得決定每種特別股的條款和權利，不須經股東會決議¹⁴⁶。

3. 合併案特別決議：若合併（merger or consolidation）案會使合夥人提名或任命合併後存續公司董事的權利發生變更或有不利影響，將被視為「特別合夥事項」，需經已發行股份總數 95%以上之股東同意，始可通過¹⁴⁷。

綜上所述，透過合夥人制度，再加上表決權拘束契約及反收購條款，合夥人能安穩堅固地控制阿里巴巴集團。

第四項 合夥人制度所受之批評

截至 2025 年 1 月為止，本文未找到阿里巴巴股東因合夥人制度向公司或董事提起訴訟的案例。本文認為，其中一項可能的原因在於章程訂有股東訴訟費用承擔條款。根據阿里巴巴章程第 173 條，除非經董事會決議，若股東向公司提起訴訟或反訴，或就該等訴訟、反訴有重大經濟利益，且股東未獲得有利判決，應就公司因此所生之費用（包含但不限於合理的律師費用及訴訟費用）負連帶責任¹⁴⁸。換言之，若股東得到敗訴判決，除了未獲得所欲請求的事項或賠償金，還要支付公司的訴訟費，訴訟成本極高，將使股東打退堂鼓，不願意提起訴訟。

章程訂立股東訴訟費用承擔條款引起極大爭議，美國德拉瓦州最高法院作出指標性案例 *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund*（下稱 ATP 案）回應此問題。德拉瓦州法院認為，因費用承擔條款涉及公司事務，且德拉瓦州法並未禁止訂定

¹⁴⁴ *Id.* at 48.

¹⁴⁵ Amended and Restated Articles of Association of Alibaba Group Holding Limited, art. 85, 88.

¹⁴⁶ *Id.* art. 9.

¹⁴⁷ *Id.* art. 1, 168.

¹⁴⁸ *Id.* art. 173.

此類條款，美國法亦允許當事人以契約約定訴訟費用的分擔方式，因此章程細則訂定費用承擔條款自然表面上有效 (facially valid)¹⁴⁹。然而費用承擔條款是否能被執行，須視個別情況而定，若係基於不當的目的被使用，表面上有效的費用承擔條款也不會被法院執行¹⁵⁰。然須注意者為，ATP 案的案例事實為「非股份公司 (non-stock corporation)」，是否能類推適用至股份有限公司，仍待下一次爭議發生時的法院判決。因此，本文認為，阿里巴巴章程所訂的股東訴訟費用承擔條款的效力暫時不會因 ATP 案而有太大影響，仍對股東訴訟帶來寒蟬效應。

阿里巴巴上市之前，Bebchuk 教授也特別撰文警告合夥人制度對阿里巴巴投資人所帶來的風險¹⁵¹。首先，由於合夥人制度的存在，合夥人所持有的股份比例不高，但董事提名權又握在合夥人手中，且合夥人地位難以撼動，故董事之位將永久地由合夥人控制¹⁵²，一般股東若對公司經營不滿，出脫持股似乎是唯一解方。其次，合夥人可能有較大動機將阿里巴巴的價值 (value) 移轉至他們持有大量股權的其他實體，或與這些實體進行對阿里巴巴不利的交易，著名的例子便是切割支付寶¹⁵³。2010 年，阿里巴巴未經股東會或董事會同意，將其 100% 控股的支付寶公司股權移轉予馬雲控制的浙江阿里巴巴電子商務有限公司，引發大股東軟銀及雅虎的不滿。馬雲表示，由於中國法規內資控股比例的相關要求，以及為了維護國家金融信息安全，必須轉為內資公司，因此才將支付寶從被軟銀與雅虎控制 70% 的阿里巴巴轉由馬雲控制的新公司所屬¹⁵⁴。

遵守法規固然屬當然之理，但董事經營公司應以股東之利益為依歸，倘若理

¹⁴⁹ 91 A.3d 554 (Del. 2014) at 558.

¹⁵⁰ *Id.* at 560.

¹⁵¹ See Lucian Bebchuk, *Alibaba's Governance Leaves Investors at a Disadvantage*, THE NEW YORK TIMES (Sep. 16, 2014), <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2014/09/16/alibabas-governance-leaves-investors-at-a-disadvantage/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁵² *Id.* at 19.

¹⁵³ *Id.* at 43.

¹⁵⁴ 今周刊 (6/2/2011)，〈雅虎與阿里巴巴盟友關係瀕臨破裂〉，<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80396/post/201106020028/>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

由為「維護國家金融信息安全」，似難以正當化擅自轉讓公司重大資產的行為。退步言之，就算認為理由正當，轉讓予「馬雲」控制的公司是否適當也有疑義。支付寶為阿里巴巴集團旗下各公司所使用的第三方支付平台，年營收大於PayPal，出售支付寶勢必影響公司價值，影響股東利益，故馬雲此舉不禁令人質疑是為了滿足馬雲的私人利益，而未顧及阿里巴巴的利益。

第五項 近年發展

第一款 與螞蟻集團分道揚鑣

2020 年，螞蟻集團宣布將在上海及香港上市。然而，由於中國當局不滿馬雲對中國政策的批評，也忌憚螞蟻集團的壯大，在預計上市的前幾日，上海證券交易所（下稱上交所）宣布，「因近日螞蟻集團實際控制人及董事長、總經理被有關部門聯合進行監管約談，且螞蟻方面也報告所處的金融科技監管環境發生變化等重大事項，該重大事項可能導致螞蟻不符合發行上市條件或者信息披露要求」，因此上交所決定暫緩螞蟻集團科創板上市¹⁵⁵，港交所也隨即公佈暫緩螞蟻 H 股上市¹⁵⁶。戛然而止的上市計畫使阿里巴巴隔日股價大跌 8.1%，螞蟻集團後續依照中國政府要求進行一系列「重點業務領域整改」，至今仍未上市¹⁵⁷。

2023 年 1 月初，螞蟻集團發布「關於持續完善公司治理的公告」，宣布前述股權結構大幅改變¹⁵⁸。首先，杭州雲鉑的股東馬雲及其他三名股東宣布終止原先的一致行動協議。其次，前述四人將股權全部移轉予另外五人，這五人分別持有

¹⁵⁵ 上海證券交易所 (11/3/2020)，〈關於暫緩蚂蚁科技集团股份有限公司科創板上市的決定〉，https://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20201103_5253315.shtml。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

¹⁵⁶ HKEX (11/4/2020)，〈螞蟻科技集團股份有限公司暫緩 H 股上市及退回香港公開發售的申請股款〉，https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2020/1104/2020110400028_c.pdf。

¹⁵⁷ 沈朋達，〈螞蟻集團再被中國官方約談 整改 5 重點出爐〉，中央通訊社 (4/12/2021)，<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202104120286.aspx>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

¹⁵⁸ 螞蟻集團 (1/7/2023)，〈關於持續完善公司治理的公告〉，<https://www.antgroup.com/hk/notices/1>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

20%的股權。再者，杭州雲鉑從君瀚退夥，杭州星滔企業管理諮詢有限公司（下稱星滔）入伙君瀚，並擔任君瀚的普通合伙人暨執行事務合伙人。星滔由馬雲及其他四位股東分別持有 20%的股權。最後，所有杭州雲鉑及星滔的股東承諾獨立行使包括表決權在內的各項股東權利，不與任何一方達成任何形式的一致行動協議，也不單獨或與任何一方共同尋求對於螞蟻集團的控制權¹⁵⁹。上述變動意味著馬雲所持有的表決權將從 53.46%大幅降低為 6.208%，等於宣告放棄對於螞蟻集團的控制權¹⁶⁰。由於中國當局斷開了螞蟻集團與馬雲的「連結」，馬雲不再控制螞蟻集團，對支付寶的控制力大幅下降；但由於馬雲仍為阿里巴巴常任合夥人，他仍可藉由合夥人制度控制阿里巴巴。

第二款 集團組織架構重組

2023 年 3 月，阿里巴巴宣布重組集團組織架構，走向「1+6+N」的多個業務集團和業務公司獨立經營的全新治理結構¹⁶¹。「1」代表阿里巴巴，從一個超大型業務經營集團變更為投資控股集團；「6」象徵分割為 6 大業務集團，即雲智能集團、淘天集團、本地生活集團、阿里國際數字商業集團、菜鳥集團和大文娛集團；「N」則代表旗下的子公司¹⁶²。六個業務集團及其子公司將分別成立各自的董事會，阿里巴巴僅作為控股公司，履行投資管理的職能。除淘天集團之外，業務集團和子公司都可以向市場融資，甚至走向上市。其中，阿里巴巴已計畫讓雲智能集團從阿里巴巴完全分拆並完成獨立上市，國際數字商業集團也將尋求獨立對外融資¹⁶³。

¹⁵⁹ 同前註。

¹⁶⁰ BBC NEWS 中文 (1/8/2024)，〈螞蟻控制權大變 支付寶不再「姓馬」 背後有何深意〉，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-67891451>。(最後瀏覽日期：6/28/2025)

¹⁶¹ 阿里巴巴集團 (7/21/2023)，〈董事會主席兼首席執行官致股東的信〉，<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/document-1619120413269295104>。(最後瀏覽日期：6/28/2025)

¹⁶² 同前註。

¹⁶³ 同前註。

然而，2023 年底，阿里巴巴宣布由於美國限制中國晶片出口帶來極大的不確定性，決定暫緩雲智能集團上市¹⁶⁴；2024 年初，原本計畫於香港 IPO 的菜鳥集團也宣布撤回上市申請¹⁶⁵。簡言之，除了阿里巴巴集團已完成結構重組以外，六大集團及旗下子公司目前皆未上市。



第四節 小結

從上述三個案例可觀察到，公司創始人們皆強調雙層股權結構是為了維護並傳承他們的理念與價值觀，若要確保能延續其理念與價值觀，讓自己成為董事長或執行長，或選出自己中意的人選，藉以長期掌握控制權，是最有效的方式。然而雙層股權結構並非他們唯一採用的手段，通常還搭配表決權拘束契約、重大事項需經特別股股東會決議、董事分期改選制度、反收購條款等作為配套措施。

上述三例也同時呼應本文第二章所述之雙層股權結構優缺點。以 Meta 為例，雙層股權結構給 Zuckerberg 自由發展 Meta 的空間，Facebook、Instagram 及最新開發的 Threads 使用者人數也不斷增加¹⁶⁶，這或許歸功於 Zuckerberg 掌握到大眾的喜好從撰寫貼文與照片，僅與認識的親友互動，變化成與所有人分享以照片為主、簡短文字為輔的圖文，近年又再度變成以簡短文字為主的即時意見交流。Zuckerberg 對於社群媒體演進的洞察力是 Meta 成功的因素之一，但敏銳察覺時代趨勢與潮流的能力難以被量化，透過雙層股權結構能使他不受追求短期利益之股東的影響，專注於發展符合當代人需求的社群軟體。

¹⁶⁴ Reuters (Nov. 17, 2023), *Reaction to Alibaba's scrapping of cloud unit spin-off*, <https://www.reuters.com/technology/reaction-alibabas-scrapping-cloud-unit-spin-off-2023-11-17/>. (last visited: 6/28/2025)

¹⁶⁵ 林宸誼，〈撤回菜鳥香港 IPO 申請 阿里擱置規模超 322 億上市計畫〉，經濟日報 (3/27/2024)，<https://money.udn.com/money/story/5603/7858801>。（最後瀏覽日期：6/28/2025）

¹⁶⁶ See CJ Haddad, *Meta's Threads micro-blogging app now has 275 million monthly users, Zuckerberg says*, CNBC (Oct. 31, 2024), <https://www.cnbc.com/2024/10/31/metash-threads-app-now-has-275-million-users-zuckerberg-says.html>. (last visited: 6/28/2025)

相應地，Meta、福特公司及阿里巴巴皆不可避免地遇到代理成本的問題。無論是 Zuckerberg、福特家族或馬雲，他們所持有的公司股份比例皆非常低，因此較有誘因作出單純利己的決策，或為與股東利益不一致的決定。即使追求私益，也因雙層股權結構的保護而不會遭解任，外人也較難透過併購逐出創始人。馬雲於 2011 年擅自將公司的搖錢樹支付寶出售，引發軟銀及雅虎的不滿，便是一種與股東利益不一致的決策，即使軟銀與雅虎再怎麼不悅，隔年馬雲仍然是公司董事，經營權仍由合夥人們把持。福特家族與非家族成員的董事長或執行長產生嫌隙，便動用自己的表決權力量逐出與其不合之人。雖然董事長或執行長的經營表現優良，也獲得多數非家族成員股東的支持，仍不敵福特家族的高表決權。

本文認為，雖然設立雙層股權結構得以控制公司經營，但雙層股權結構僅是強化控制權機制之一，仍存在其他種方式得以達到相同效果，若僅看到創始人或創始家族持有較高表決權就強力反對，似嫌過苛。然而本文並非認為可毫無限制地開放雙層股權結構，透過增加資訊揭露要求及強制設立落日條款等層面規範，能使公司更靈活地規劃其股權結構，卻不危害公司治理，詳細內容本文將在第五章詳細說明。

第五章 我國法制現況與立法建議



第一節 我國法制與實務現況

我國公司法對於雙層股權結構之規定，依公司性質不同，針對公開發行公司（下稱公發公司）、非公開發行公司（下稱非公發公司），以及閉鎖性股份有限公司（下稱閉鎖性公司），訂有不同規定。首先，由於公發公司之股東涉及一般大眾，其須保護性較高，因此公發公司所受之限制最為嚴格。公司法第 157 條規定，公發公司得發行無表決權股或限制表決權股，但不得發行複數表決權股，也不得在章程上訂有特別股轉讓限制。除了在章程上限制雙層股權結構，公司法第 175 條之 1 也禁止公發公司之股東訂立表決權拘束契約，私底下約定表決權行使方式。其次，非公發公司與閉鎖性公司皆允許發行無表決權股、限制表決權股及複數表決權股（公司法第 157 條、第 356 條之 7 參照），也允許股東訂立表決權拘束契約（公司法第 175 條之 1、第 356 條之 9 參照）。從前述立法架構可知，目前我國對於公發公司發行複數表決權股的態度仍趨保守，不願放行。

在證交所層面，從我國證券交易所所訂之「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則（下稱上市審查準則）」可知，我國證交所允許上市公司單就特別股申請上市，各種特別股申請上市股份發行總額分別應達 3 億元以上且發行股數達 3,000 萬股以上¹。各種特別股之股權分散條件，應符合記名股東人數在 500 人以上，且公司內部人及該等內部人持股逾 50% 之法人以外之記名股東，其所持股份合計占各種特別股之發行股份總額 20% 以上或滿 1,000 萬股²。除了前述發行總額、發行股數與股權分散的規定外，我國證交所上市審查準則並未對發

¹ 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則（下稱上市審查準則）第 8 條第 1、2 項。

² 上市審查準則第 8 條第 3 項。

行特別股之公司規模或類型有額外的限制。



在市場方面，美國及英國的公司多屬股權分散公司，其公司治理模式以外部監控機制為主，重視資本市場、人力資源市場及產品市場等外部治理機制，強調藉由市場競爭與價格機制對內部人員的壓力，形成綿密的監督機制³。此外，機構投資人通常是公司大股東，會積極參與公司之決策，確保其獲利，也是公司經營的強大監督者⁴。近年股東行動主義的浪潮四起，機構投資人更加大對公司經營策略或董事會決策的影響力，甚至會爭取取得少數董事會席次⁵。

將視角回到我國，可發現我國市場發展與英美市場截然不同。首先，我國少數控制股東的比例較高，且我國允許法人董事的存在，有極高比例的控制者透過法人股東當選董事，公司法第 27 條第 2 項的董事改派權，使董事能時時替換，但背後大股東的控制權永不變動。近年有學者研究指出，如以控制股東控制權是否超過 10%區分股權分散或股權集中的公司，台灣上市公司中有 61%為股權集中的公司。這些公司中，控制股東的控制權為 32%，現金流量權為 26%，表示台灣上市公司普遍存有股權偏離的情況⁶。

其次，相較於英美國家上市公司的主要投資者為機構投資人⁷，我國上市公司的機構投資人占比較低。以 2024 年的數據為例，我國整體上市公司的資本來源以自然人為大宗：本國或僑外自然人占 38.99%，其次為本國公司法人，占比 24.16%，但無法辨別其中機構投資人及控制股東用來持股的私人公司之比例。機構投資人部分，僅有本國金融機構(5.39%)以及僑外證券投資信託基金(12.01%)

³ 王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，10 期，頁 7，2005 年 12 月。

⁴ 同前註。

⁵ Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 19 J. APPL. CORP. FINANC. 55, 61 (2007).

⁶ 曹壽民、金成隆、呂學典，股權結構與多角化，臺大管理論叢，22 卷 1 期，頁 169，2011 年 12 月。

⁷ Alejandra Medina, Adriana de la Cruz & Yun Tang , Corporate Ownership and Concentration, OECD Corporate Governance Working Papers No. 27 1,8 (2022).

有較顯著的持股，其餘的比例都極低⁸。雖然近 20 年來機構投資人的投資占比有顯著的提升，但近五年來，本國及僑外的金融機構及證券投資信託基金占比仍持續維持在兩成左右⁹。由此可見，機構投資人對我國上市公司的影響力仍舊有限，近年來我國股東行動主義案例中也都是由本國法人股東作為發起人，並非由避險基金等機構投資人發起¹⁰，顯見我國與英美公司機構投資人的角色十分迥異。

再者，我國市場的還有一項特點：家族企業比例高。根據調查，2023 年家族企業在台灣經濟扮演重要角色，企業家數中有 69% 是家族企業，占台灣企業總市值 45%¹¹。然而，五分之一的家族企業掌權者已超過 65 歲，比例高於全球的 13%。到了 2030 年，70 歲以上的掌權者將達 45%，屆時將進入接班高峰期¹²，由此可見，家族企業傳承的問題已是當務之急，進行傳承規劃有急迫的必要性。為了家族企業的長遠規劃，我國政府在高雄成立高雄資產管理專區，其中又以家族辦公室為核心推動業務，期待打造適合台灣發展的家族辦公室方案，協助本土銀行業務升級，也讓中小企業接班傳承更穩健¹³，目前共有 16 家銀行及保險業者進駐開辦業務¹⁴。家族企業所面臨的問題極為複雜，可能涉及跨境資產、跨國稅務、二代股權與經營權分配等問題。在股權與經營權上，若開放雙層股權結構，便可成為家族企業的規畫選項之一。

⁸ 臺灣證券交易所，證券統計年報：民國 113 年 歷年上市公司資本來源統計表，<https://wwwc.twse.com.tw/zh/trading/statistics/index07.html>。（最後瀏覽日期：6/21/2025）

⁹ 同前註。另參照：林其叡，論機構投資人與公司治理—以表決權行使為中心，國立臺灣大學法律學院法律研究所碩士論文，頁 48-49，2023 年 2 月。

¹⁰ 楊岳平，公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，頁 405，2020 年 1 月。

¹¹ 王毓茹，〈台灣企業近 7 成是家族治理，且多數未經歷過接班！何時該啟動交接計畫？〉，經理人 (7/18/2024)，https://www.managertoday.com.tw/articles/view/68899?utm_source=copyshare（最後瀏覽日期：6/27/2025）。

¹² 同前註。

¹³ 數位時代 Business Next (5/28/2025)，〈搶攻超富！中信銀「家族辦公室」服務上線：資產達 5 億元才夠格獲邀，跟私人銀行差在哪？〉，<https://www.bnnext.com.tw/article/83402/ctbc-private-banking-family-office>。（最後瀏覽日期：7/3/2025）

¹⁴ 中央通訊社 (7/1/2025)，〈高雄專區 7 月啟動 金管會：已核准 16 家業者進駐〉，<https://www.cna.com.tw/news/afe/202507010334.aspx>（最後瀏覽日期：7/3/2025）。

除了前述幾項特色以外，新創公司也是我國公司發展的重要角色之一。以上市公司而言，我國市場最具代表性的半導體業受惠於 AI 科技而蓬勃發展；此外，上市公司中，生技醫療、綠能環保、數位雲端、運動休閒及居家休閒等新創產業家數也有一定比例¹⁵，這些產業知識密度高，需要與時俱進求新求變，對經營者而言，握有經營權至關重要，才能確保經營者能發揮其才能智識，為公司長期發展佈局。此外，臺灣證交所於 2021 年設立創新版，公司規模、市值、財務及股權分散標準皆較主板來得寬鬆，鼓勵擁有關鍵核心技術及創新能力或創新經營模式之企業進入資本市場籌資¹⁶。截至 2025 年 6 月為止，共有 20 家企業在創新板上市，涉及產業包含精密工業、電腦軟體、生技業、能源業等，這些產業的發展有極大潛力，無論是目前的發展初期，或者日後逐漸發展成熟，都需要妥適的股權結構安排，使公司能長遠穩健的發展。

綜上所述，相較於英美國家，我國上市公司主要為股權集中公司，少數控制股東比例較高，機構投資人的地位較薄弱，因此外國立法例或證交所之上市規則固然值得借鏡，仍應考慮我國少數控制股東所帶來的公司治理問題，也應重視我國家族企業佔比高的特殊性，並考量新創公司的未來發展需求。

第二節 雙層股權結構之利弊分析

第一項 回應代理成本問題

雙層股權結構所受的最大批評為代理成本問題。傳統學說不斷強調降低代理成本是公司法的核心目標，然而雙層股權結構使經營階層有誘因追求私益，不須完全承擔所作決策帶來的風險，又難以被逐出公司，大幅提升代理成本，實與傳

¹⁵ 臺灣證券交易所，114 年 06 月 20 日 外資及陸資投資類股彙總持股比率表，<https://www.twse.com.tw/zh/trading/foreign/mi-qfiiis-cat.html>。(最後瀏覽日期：6/21/2025)

¹⁶ 臺灣證券交易所，〈資本市場發展重要里程碑 臺灣創新板打造嶄新上市新聚落〉，<https://www.twse.com.tw/TIB/zh/preface.html>。(最後瀏覽日期：6/21/2025)

統理論的想法背道而馳。



然而，本文認為前述的批評仍有值得探討的空間。首先，股東之所以將經營權授權予經營階層，已意味著股東認為其所承受的代理成本小於親自經營的成本。因此若一味追求降低代理成本，把經營權盡可能地給予股東，是否真的有利於股東？投資人選擇僅投入資金，卻不參與公司經營，原因在於投資人認為自己親自從事經營的成本，遠大於將工作交予他人所產生的成本。親自從事經營的成本，除了包含投入的時間，也包含專業知識，但大多數投資人缺乏專業能力。若要自己習得專業知識，需花費大量的時間、金錢與勞力，這些成本非大多數投資人所負擔得起，況且許多專業知識非一蹴可幾，即使有時間與金錢，也難以迅速掌握。退步言之，即使投資人有專業知識，也難以經營一家企業。由於現代社會的產業通常分工精細，一個產業裡需要多種領域的人共同合作，若僅有少數幾項領域的智識，似難以獨自一人撐起整間公司。若有專精於某領域之經營者貢獻其智識，投資人只需要投入金錢，即可獲得利益。除此之外，現今企業大多是由多位投資者共同投資，若人人皆要習得相同的能力才能一起營業，整體成本更是大幅提升¹⁷。因此，投資者們將決策權授予某個集體代理人（例如董事會或經營階層）可能是更有效率的選擇¹⁸。

其次，若投資人們全部參與公司經營，雖然可將代理成本歸零，但可能因各自利益不同產生衝突，進而產生代理成本以外的其他成本，此時將經營權交由經營階層，可能是較有效率、較節省成本的做法。舉例而言，若一家公司欲投入資金至一項新的計畫，但要五年之後才能獲利，追求長期利益的股東可能樂見其成，追求短期利益的股東可能不願接受此計畫，進而拒絕出資。追求短期利益的股東若退出投資，公司整體資金減少，可獲得的利益也將減少；若公司希望追求短期

¹⁷ Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 788 (2017).

¹⁸ *Id.* at 788.

利益的股東繼續投資，公司也要付出時間與勞力說服這些股東接受此計畫。若投資人們將公司經營權交由經營階層行使，能節省彼此溝通、達成一致決的成本。

學者 Goshen 及 Squire 提出的委託人成本理論（Principal-Cost Theory）亦可呼應本文的意見。兩位學者所提出的委託人成本理論認為，公司最佳的治理結構並非代理成本最小者，而應該是委託人成本（principal cost）及代理人成本（agent cost）之總和最小者¹⁹。詳言之，委託人成本及代理成本底下皆可再進一步劃分為能力成本（competence cost）及衝突成本（conflict cost），前者係指缺乏專業知識、資訊或才能導致的錯誤，後者係指自利行為及防止這類行為所產生的成本。由於投資人缺乏知識，將產生委託人能力成本（principal competence cost），因此投資人通常將控制權授權予擁有較多專業的董事會或經營階層。此外，各投資人所追求的利益分歧，長期投資與短期投資、不同現金分紅（cash payout）需求、以及集體行動問題等都會產生衝突成本（principal conflict cost）。在代理人方面，經營階層當然也可能有專業不足，做出錯誤決策的問題，進而產生代理人能力成本（agent competence cost）。另由於經營與所有分離，經營階層可能做出自利行為，因而產生代理人衝突成本（agent conflict cost）。

	委託人成本	代理人成本
能力成本 (專業不足)	委託人能力成本 (Principal Competence Cost)	代理人能力成本 (Agent Competence Cost)
衝突成本 (自利行為)	委託人衝突成本 (Principal Conflict Cost)	代理人衝突成本 (Agent Conflict Cost)

圖表 4：委託人成本與代理人成本

資料來源：Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 829 (2017).

圖片來源：本文自製

¹⁹ See *Id.* at 767.

若投資人的智識並不如經營團隊，委託人能力成本會大於代理人能力成本，反之亦然；若投資人人數過多、或者利益過於分歧，委託人衝突成本也可能大於代理人衝突成本。因此，控制權分配應考量投資人及經營階層雙方的專業能力及自利行為的可能性，找出最小化委託人成本及代理人成本總和的方式。傳統學說所關注的代理成本問題僅是委託人成本理論中的「代理人衝突成本」，並未考量控制權分配後的其他成本。總結而言，代理人衝突成本並非考量股權結構優劣的唯一標準，股權結構是否適當，應視各家公司所屬的產業、體質及規模等，找出合適的股權結構，若認定某種股權結構必定較不好，似過於以偏概全。

綜上所述，雙層股權結構並非沒有代理成本的問題，但投資人仍選擇雙層股權結構公司，已代表他們認為在此架構下，委託人成本仍大於代理人成本，因此多給予經營階層一些控制權是較有效率的方式。

第二項 立法政策不一致

反對雙層股權結構論者經常揮舞著一股一表決權的大旗，遊說政府部門、立法者或指數供應商支持一股一表決權，反對雙層股權結構。若股東「表決權及其投資風險相稱」如此重要、股東擁有話語權是不可割捨的權利，那麼所有類似於雙層股權結構的強化控制權機制皆應受到強烈反對。然而其他強化控制權機制包含交叉持股（Cross-Shareholding）、金字塔結構、或者以契約方式為之的股東協議等，表面上為單層股權結構，其效果卻等同於雙層股權結構，但又未如雙層股權結構般受到打壓，許多國家之法制也允許這些機制的存在。

首先，以交叉持股為例，交叉持股係指企業間基於特定目的之考量，透過公司間相互持有對方所發行之股份，實質取得相對多數之股份表決權，具有維持公司經營權之作用²⁰。我國公司法並未完全禁止交叉持股，但仍有些許限制。公司

²⁰ 方嘉麟、林郁馨，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，123

法第 167 條第 3、4 項規定，被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，不得將控制公司之股份收買或收為質物；控制公司及其從屬公司直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額合計超過半數者，他公司亦不得將控制公司及其從屬公司之股份收買或收為質物。然第 167 條第 3 項乃於 2002 年時增訂，因此 2002 年以前從屬公司已收買控制公司之股份仍屬合法²¹，這也是為何我國企業仍廣泛存在交叉持股現象的原因²²。此外，若在成為從屬公司前，從屬公司已持有控制公司之股份，在變為控制從屬關係後，仍會產生交叉持股，控制公司及從屬公司便可藉此鞏固經營權。同法第 179 條第 2 項第 2 款規定，被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，所持有控制公司之股份無表決權，但很顯然地，只要持有表決權之股份不過半，就不構成控制從屬公司，便可輕易規避本條之適用²³，抑制交叉持股的力道仍嫌不足。

從上述條文可知，我國現行法僅禁止「控制從屬公司間」的交叉持股，相互投資公司之間，或僅屬轉投資關係公司之間之交叉持股仍屬合法，且表決權行使限制也不如控制從屬公司來得嚴格。公司法第 369 條之 10 規定，相互投資公司知有相互投資之事實者，其得行使之表決權，不得超過被投資公司已發行有表決權股份總數或資本總額之三分之一。但以盈餘或公積增資配股所得之股份，仍得行使表決權。換言之，公司法對表決權行使之限制，須當雙方交叉持股均各達對方有表決權之股份總數或資本總額三分之一以上時方受規範，低於該比例之交叉持股者並不受規範，表決權仍無限制。

雖然第 369 條之 10 之立法理由乃為避免相互投資公司可能發生之弊端及相

頁 45，2016 年 6 月。

²¹ 參照：經濟部 93 年 9 月 2 日經商字第 09302146650 號函釋。

²² 參照：高妮瑋，台灣上市（櫃）公司交叉持股現況之檢視，貨幣觀測與信用評等，164 期，頁 101，2023 年 11 月。

²³ 黃銘傑，管窺力霸風暴中所暴露之公司治理與金融監理問題，月旦財經法雜誌，8 期，頁 7，2007 年 3 月。

互投資現象之擴大，然因台灣實務上僅須持有三分之一左右的表決權即可有效控制公司，因此，現行規範並無法有效防止公司經營者利用交叉持股來操縱股東會，並以此永保其經營權²⁴。交叉持股使內部股東使用股東投注於公司的錢，購買他公司的股份，除了鞏固經營權，還虛增資本，有違資本充實原則²⁵，若過度運用財務槓桿之操作，當股市下跌時，也可能影響公司之財務調度²⁶，許多大型財團崩解，主要就是利用交叉持股炒作股價潰敗所致²⁷。總結而言，交叉持股所產生的股權極為複雜，股權結構更加不透明，引發的弊端層出不窮，但仍是我國公司常用的鞏固控制權方式。

其次，金字塔結構亦屬強化控制權機制之一，為台灣公開公司最常使用的強化控制權機制²⁸，臺灣也有 49%之公開公司採之²⁹。所謂金字塔結構，係指公司實際控制人藉由間接持股的方式形成金字塔式的控制鏈以實現對該公司的控制。在這種結構下，公司控制權人控制第一層公司，第一層公司再控制第二層公司，以此類推，透過多層的公司控制鏈，達到表面上持有目標公司少量之股份，實際上卻能控制該目標公司之目的³⁰。舉例而言，在一個三層金字塔的股權結構中，實質控制人只要持有大於 50%第一層公司之股份就能獲得控制權，第一層公司也需要持有大於 50%之第二層公司之股份，第三層公司也是同樣道理，因此實質控制人只要持有 12.5%之現金流量權即可控制第三層公司³¹。換句話說，只要建構夠多層的金字塔持股結構，也會產生現金流量權與控制權偏離的結果，且偏離的情形可能比雙層股權結構來得更嚴重。我國法制下，公司只需揭露上一層的

²⁴ 洪秀芬、陳貴瑞，交叉持股對公司治理之影響，財金論文叢刊，1期，頁 77，2004 年 6 月。

²⁵ 同前註，頁 74。

²⁶ 陳峰富，金融機構對關係企業違法融資之案例研究，臺灣本土法學雜誌，61 期，頁 104，2004 年 8 月。

²⁷ 方嘉麟、曾宛如，強化公司治理，月旦法學雜誌，275 期，頁 28-29，2018 年 4 月。

²⁸ James Juichia Lin & Yin-Hua Yeh, Internal Capital Markets, *Ownership Structure, and Investment Efficiency: Evidence from Taiwanese Business Groups*, 60 PAC.-BASIN FINANCE J. 1, 6 (2020).

²⁹ 方嘉麟、林郁馨，同前註 20，頁 49。

³⁰ 方嘉麟、林郁馨，同前註 20，頁 45。

³¹ Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, 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, 298-299 (Randall K. Morck, ed., 2000).

控制者，無法追溯到更上層的實質控制人，使金字塔結構也產生結構複雜、難以追本溯源的問題。



最後，股東之間或股東與公司之間以各種契約私底下約定控制權分配也是許多企業所採之方式，本文第四章所述之三家公司除了採雙層股權結構，也都有搭配股東協議等方式加強鞏固控制權。這些契約的名稱可能為股東協議，也可能為董事提名協議³²（director nomination agreement）或董事指派協議³³（director-designation agreement）等，泛稱為表決權拘束契約³⁴（voting agreement）或投資協議³⁵（investment agreement）者亦有之³⁶。此外，這些契約通常直接載明於公司章程及上市公開說明書，一般投資大眾雖然在投資前得以知悉，但卻也僅有知悉的權利，無從改變股東與股東或股東與公司所訂立之契約內容。

學者 Shobe 觀察並統計 2000 年至 2020 年在美國上市的 1,870 間單層股權結構公司，發現有許多公司以契約形式使內部股東得至少提名或任命一名董事，其中 2016 年上市的公司中，有 40% 之公司採契約方式約定董事之提名或任命³⁷。同時，這些董事提名（任命）協議中，也會約定類似於雙層股權結構的稀釋型及撤資型日落條款，要求內部股東所持有的股份大於一定比例時，始得提名（任命）一定人數之董事，若持有之股份下降至一定比例，得提名（任命）之董事人數也將減少。以 Dynatrace Inc.（下稱 Dynatrace）為例，這間公司為 2019 年 8 月於 NYSE 上市的軟體技術公司，根據其上市公開說明書，公司採單層股權結構，大股東為 Thoma Bravo, LLC（下稱 Thoma），其持有的股份比例約為 70.9%³⁸。同時，Dynatrace 與 Thoma 約定，只要 Thoma 持有已發行股份總數 30% 以上，其將

³² See e.g., Oak Street Health, Inc., *Form S-1 Registration Statement*, at 161 (Jul. 10, 2020).

³³ See, e.g., Leslie's, Inc., *Prospectus*, at 124 (Oct. 28, 2020).

³⁴ See, e.g., BJ's Wholesale Club Holdings, Inc., *Prospectus*, at 34-35 & 94. (Feb. 8, 2019).

³⁵ See, e.g., Coastal Fin. Corp., *Prospectus*, at 133-134 (July 19, 2018).

³⁶ 為了敘述方便，本文將上述各種契約以「股東協議」概括之。

³⁷ Gladriel Shobe & Jarrod Shobe, *The Dual-Class Spectrum*, 39 YALE J. ON REG. 1343, 1361-1362 (2022).

³⁸ Dynatrace, Inc., *Prospectus*, at 2 (Jul. 31, 2019).

有權指派董事會多數席次，且由 Thoma 指派的董事將佔董事會底下每個委員會的多數席次（審計委員會除外），每個委員會的主席也將由 Thoma 指派的董事擔任³⁹。換句話說，雖然 IPO 時，Thoma 作為控制股東，持有七成的股份，因而理所當然地掌握公司董事之任免，但即使其持股下降至 30%，也仍得控制公司董事，其經濟利益與其所承擔之風險顯然不符比例。

將視角轉回我國法，雖然我國公司法第 175 條之 1 明文禁止公發公司之股東簽訂表決權拘束契約，但表決權拘束契約僅是股東協議的一種，我國公司法對「股東協議」並無明文規定。因此股東協議嚴格意義而言僅係一商業實務用語而非法律用語，凡公司股東間就公司相關事項有所合意，均可落入股東協議的範疇⁴⁰，分配公司內部經營者人選（董事、監察人、董事長、總經理及經理人等）之協議即屬一例，也是實務上常見的經營權分配方式。我國實務上最知名的案例即為台新彰銀案中，我國財政部與台新簽訂表決權拘束契約，由財政部支持台新的人選作為董事及監察人，2014 年，因財政部違反契約，使台新的董事席次未過半，引發後續一連串訴訟⁴¹。

綜上所述，交叉持股、金字塔結構及股東協議都是內部股東強化自身控制權的方式，產生的效果與雙層股權結構相同，且股權結構都比雙層股權結構來得複雜，尤其股東協議非資訊揭露事項，其他股東甚至難以知悉協議的存在。既然雙層股權結構與其他強化控制權機制的目的都是為了使經營階層鞏固自身地位，為何前者不被接受，後者則可被允許？若我國法接受其他 CEMs 作為強化控制權

³⁹ *Id.* at 52.

⁴⁰ 楊岳平，論股東協議自由與其限制 —— 以美國模範商業公司法為比較研究對象，台灣法學雜誌，392 期，頁 68，2020 年 5 月。

⁴¹ 歷審判決：臺灣台北地方法院 103 年度金字第 104 號民事判決、臺灣高等法院 105 年度重上字第 621 號、最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決、臺灣高等法院 108 年度上更一字第 77 號民事判決。相關評析，參照：王文字，台新彰銀案之解決—評臺灣高等法院 108 年度上更一字第 77 號民事判決，裁判時報，104 期，頁 33-39，2021 年 2 月；莊永丞，臺灣高等法院 105 年度重上字第 621 號民事判決之評釋，月旦裁判時報，66 期，頁 53-68，2017 年 12 月；王志誠，股東間經營主導權契約之效力—評臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 104 號民事判決，月旦裁判時報，51 期，頁 37-49，2016 年 9 月。

機制，理應以同樣態度面對雙層股權結構。因此本文認為，既然雙層股權利大於弊，只要搭配良好的配套措施得最小化弊端，自無不許之理。



第三節 本文建議之立法架構

承前所述，本文認為我國應允許公發公司發行複數表決權股，因此本文建議現行公司法第 157 條第 3 項可全部刪除⁴²。相應的監管措施亦是必須，但本文認為公司法只須先把允許的大門打開，使上市公司股權規劃更有彈性，其餘規範可訂立在上市審查準則即可。

目前上市審查準則將上市公司區分為四類，分別為一般事業、科技事業或文化創意事業、國家經濟建設之重大事業、以及政府獎勵民間參與之國家重大公共建設事業，不同事業類型有不同的上市要求，證券業、金融業、保險業及專營期貨商又有特定之上市要求⁴³。由於本文認為各類上市公司均可設立雙層股權結構，因此可直接訂立雙層股權結構公司專章單獨規範，以下將提出本文認為可行的配套措施。

第一項 公司類型與公司規模

NYSE、NASDAQ 及 LSE 對公司類型與規模並無特別限制，HKEX 限於「創新公司」；SGX 則訂有「合適性要求」。觀察各國生態，可推測各證交所著重的面向不同。NYSE 及 NASDAQ 貴為全球前兩大證交所，又位在市場成熟又熱絡的美國，廣納百川、不設過多限制的政策對其較佳。亞洲市場較為保守，因為少數控制股東較多，開放雙層股權結構就如同給控制股東更多元的工具鞏固控制權。

⁴² 若依本文建議開放公發公司得發行複數表決權股，複數表決權股股東自願訂有限制或禁止被選舉或當選董事或監察人之條款，自無不許之理。此外，本文建議公開發行公司仍得對特別股為轉讓限制，故公發公司亦得訂立公司法第 157 條第 1 項第 7 款之內容，詳見下述。

⁴³ 詳參：上市審查準則第 15-24 條。

然而 HKEX 因錯失阿里巴巴上市，擔心再度失去下一個科技巨頭的上市，因此採取折衷方式一開放，但僅限於「創新公司」始得為之。



我國上市公司中，除了 AI 及半導體產業發展亮眼，證交所也極力推動數位、綠能、生技三大新經濟產業的發展⁴⁴。雖然看似不斷往新產業靠攏，但我國傳統產業的角色仍不容忽視。以 2023 年台灣前百大集團的數據為例，若以資產規模排名，傳產集團佔 34 家⁴⁵；若以營收排名，傳產集團也佔百大集團總營收 20% 左右⁴⁶，顯見傳統產業仍佔一定比例。另一方面，我國上市櫃公司中有 70% 為家族企業⁴⁷，家族企業傳承與轉型的需求也不可忽視。因此，若僅允許創新公司發行複數表決權股，範圍可能過窄。此外，如本文第三章所述，HKEX 為「創新公司」四字發布一則指引，列出三點說明創新公司的定義，但仔細觀之，可發現標準仍非常不明確。以第一點為例，公司營運需有賴「新科技、創新理念或新業務模式」，則怎樣的科技、理念與業務模式可被歸類為「新」而非舊？舉例而言，AI 的應用屬於新的科技嗎？AI 確實屬於高科技，但 AI 已發展好幾十年，若稱 AI 已不屬於新科技，可能不符合一般大眾之想像。再以第三點為例，公司除了要有獨有的業務與知識，其市值或無形資產總值要極高，始符合規定。市值的判斷極為容易，但無形資產如何估計？創始人的才能智識與遠見無法被量化，品牌本身的價值也難以估算，市值達到「極高」的標準也很模糊。

綜上所述，本文認為，雙層股權結構者除了得以扶植新創產業，也可作為家族企業傳承的工具之一，再加上「創新」一詞並不明確，證交所並無必要訂立抽

⁴⁴ 臺灣證券交易所 (2/15/2024)，證交所 2024 龍年展望：厚植資本市場實力，彰顯韌性，強化臺灣關鍵地位，https://www.twse.com.tw/market_insights/zh/detail/ff8080818d397607018daae69c6e00fc (最後瀏覽日期：6/27/2025)。

⁴⁵ TEJ 臺灣經濟新報 (11/28/2024)，2024 年最新台灣百大集團績效評比，<https://www.tejwin.com/insight/2024%E5%B9%B4%E5%8F%B0%E7%81%A3%E7%99%BE%E5%A4%A7%E9%9B%86%E5%9C%98/> (最後瀏覽日期：6/27/2025)。

⁴⁶ 同前註。

⁴⁷ PWC (2023/4)，資誠通訊第 374 期 家族企業轉型配方－信任，<https://www.pwc.tw/zh/publications/events-and-trends/c374.html> (最後瀏覽日期：6/27/2025)。

象的詞彙作繭自縛。同時，本文也認為並無須訂立合適性要求，蓋若證交所真的認為申請上市公司有何不妥之處，得直接利用現有的上市準則第 9 條第 1 項第 12 款，不同意該公司上市即可⁴⁸。



在公司規模上，僅有 HKEX 對雙層股權結構公司有較高之公司規模要求。本文認為，公司市值或收益能力較高，與其經營階層是否能盡心盡力地經營公司係兩回事，蓋一間公司的規模與其公司治理能力不一定成正比。因此，只要符合我國證交所上市準則之基本要件即可，不需訂立更高的標準。

第二項 發行時點與發行決策程序

本文認為，無論是上市前已採雙層股權結構、IPO 時或資本重組皆可發行複數表決權股。公司發展初期，規模較小，在股份尚未進入流通市場時，經營者較容易掌握控制權，也比較不用擔心公司易主，因此在非公發公司階段，發行複數表決權股的可能性確實較低。然而，吾人也不能排除經營者早已高瞻遠矚，在成立之初即有未來上市的遠見，或者早已預測未來市場派發動併購的危險，因而極早進行股權規劃，確保自己能長久地在公司實現理想與願景，或使接班人能順利繼位。既然在由於 IPO 時，上市公開說明書應記載各類股份的權利義務，投資人可在資訊揭露充分的前提下選擇是否投資，若投資人知悉後仍選擇投資雙層股權結構公司，代表投資人認為其本人成本大於代理成本，才選擇將控制權給予經營階層行使，此時投資人即無立場再以公司採取雙層股權結構一事，主張股東權受到侵害。然而，若經營階層仗勢自己持有的多數表決權，做出侵害其他股東之股東會決議，股東仍能主張權利受到侵害。

⁴⁸ 上市準則第 9 條第 1 項第 12 款：「申請股票上市之發行公司雖符合本準則規定之上市條件，但除有第八、九、十款之任一款情事，本公司應不同意其股票上市外，有下列各款情事之一，經本公司認為不宜上市者，得不同意其股票上市：十二、其他因事業範圍、性質或特殊狀況，本公司認為不宜上市者。」

若在資本重組發行複數表決權股，勢必會影響現存股東的利益，因此 NYSE 及 NASDAQ 皆禁止公司在 IPO 後發行複數表決權股。然而本文認為，此似有可議之處。首先，如同本文在本章第二節第二項所述，許多形式上為單層股權結構的公司，透過交叉持股、金字塔結構或股東協議等方式，達到實質上雙層股權結構，我國法制也允許公發公司在 IPO 後得採取這些強化控制權機制。既然如此，應對所有強化控制權機制一視同仁，允許公發公司的經營階層透過複數表決權股取得控制權。況且，雙層股權結構透明簡單，必須以股東會決議「光明正大」地發行，監管上也較容易。其次，若允許資本重組時發行複數表決權股，將給予公司更多股權規劃的彈性。經營初期，公司股東少，可能都是內部人，也可能尚未思考到二代接班的問題，此時依出資比例賦予一股一表決權實屬正常。然公司可能在經營一段時間後，始有家族傳承需求，或者找到志同道合的夥伴接任，此時雙層股權結構便可作為股權規劃的選項之一。若股東不看好公司變成雙層股權後的發展，也可出脫持股走人。最後，本節第四項所建議訂定之「加強表決程序」，使所有股東在變更章程時回歸一股一表決權。如此一來，資本重組時也需經過一股一表決權下的股東會特別決議始得為之，在程序上也足以保障所有股東。若僅因影響現存股東之利益，排除資本重組時發行複數表決權股，可能不利公司長期發展。

然而，本文並非認為現存股東的保障之道僅有出脫持股，可藉由規範「發行決策程序」與「強制日落條款」，使股東受有更多保障，股權架構也更有彈性。詳言之，根據公司法規定，公發公司發行新股票需先經董事會特別決議（公司法第 266 條第 2 項參照），接著，由於發行特別股時，須在章程中載明該特別股的權利義務，需要經股東會特別決議修改章程。然而，發行條件皆由董事會決定，一般股東皆無從知曉特別股價格如何訂定。以富邦金 2021 年發行新股為例，該年度股東會議事手冊的「討論及選舉事項」中，提案說明僅表示「本次長期資金募集計畫之主要內容包括實際發行價格、股數、發行條件……等相關事項，……，

擬提請股東會授權董事會全權調整、訂定、變更及辦理，並授權董事長或其指定之人核可並代表本公司簽署一切與本資金募集案有關之文件及辦理相關事宜⁴⁹。」本案的附件，僅對發行價格表示：「特別股發行價格之訂定，依據『中華民國證券商同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則』第十二條之規定，特別股理論價格應以適當計價模型涵蓋發行條件中所包含之各項權利計算，發行價格與理論價格差異應低於百分之十。實際發行價格，擬請授權董事長於前述規定範圍內與主辦承銷商參酌圈購彙總情形議定之。」本案通過後，現金增資公開說明書中也只說明「本公司預計現金增資計畫發行丙種特別股 333,330 千股，每股面額 10 元，以每股 60.00 元溢價發行，其發行條件係參酌市場率水準及公司未來營運狀況等因素訂定⁵⁰。」在發行條件等事項已由股東會授權董事會決定的情況下，股東連獲得資訊的權利都被剝奪。外國實務上，以 Meta 為例，由於其複數表決權股並不在公開市場上流通，皆為內部人持有，因此在 IPO 公開說明書上無法得知複數表決權股之價格。福特汽車的 B 類股為複數表決權股，由福特家族成員持有，並不在公開市場上流通，因此也無法從公開資訊上得知其 B 類股之股價。

相較於這種不透明的發行決策程序，私募的要求嚴格許多⁵¹。我國證交法第 43 條之 6 第 6 項規定，公司應在股東會上說明私募的「價格訂定之依據及合理性」、「特定人選擇之方式」、以及「辦理私募之必要理由」。詳言之，公司應在股東會上充分說明私募特別股之條件，且發行價格不得低於理論價格之成數，並綜合說明其私募條件訂定之合理性⁵²。私募特別股者，應募人擬以非現金方式出資，

⁴⁹ 富邦金融控股股份有限公司，富邦金融控股股份有限公司 一〇九年股東常會 議事手冊，頁 11，https://doc.twse.com.tw/pdf/2020_2881_20200612F02_20250623_010013.pdf。

⁵⁰ 富邦金融控股股份有限公司（8/30/2021），公開說明書 一一〇年度現金增資發行普通股暨丙種特別股，頁 173，https://doc.twse.com.tw/pdf/202108_2881_B04_20250623_010532.pdf。

⁵¹ 有論者謂私募之價格訂定程序仍嫌寬鬆，但相較發行複數表決權股，私募股份之條件及資訊揭露等要求仍較高。詳參：陳南呈，公司治理下私募制度之研析—以私募價格訂定程序為中心，國立臺北大學法律學系碩士論文，頁 103-114，2015 年 7 月。

⁵² 公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 4 條第 1 項。

亦應載明出資方式、抵充數額及合理性，併將獨立專家就抵充數額之合理性意見載明於開會通知，以作為股東是否同意之參考⁵³。以 2023 年麗臺科技股份有限公司的私募案為例，該公司在股東會上提出可能的擬私募股數、可能應募人名單，並提供由台新綜合證券股份有限公司出具的私募必要性與合理性評估意見書⁵⁴，供股東參考；在公開資訊觀測站上，亦有公告由外部會計師出具的價格合理性意見書，說明合理價格的區間。

本文認為，私募與複數表決權股之發行有一定的相似性。蓋兩者皆發行新股予特定人認購，且股份轉讓有特別規定—前者通常定有三年的轉讓限制，後者也通常設有限制轉讓對象，股份流通性較為受限。此外，兩者皆會稀釋股東之股權比例，表決權比例也會因此降低。同時，雖然多數股東確實缺乏能力處理私募或發行複數表權股的具體內容，主要由董事會決定發行條件，但在股東會上向股東說明決策背後的理由，使資訊揭露更加完善，善盡與股東溝通的責任，也能使程序更加有正當性。既然私募須經股東會特別決議，並且需說明私募之理由、價格合理性及特定人選擇方式，價格若低於參考價格八成，還需有獨立專家出具意見書，則發行複數表決權股時，公司也應比照辦理，在股東會上說明發行複數表決權股之理由、複數表決權股之價格及其合理性、以及為何選擇特定人作為複數表決權股持有人。

由於複數表決權股持有人將會是經營階層，若由董事會自行決定程序及價格等事項，必然會有利害衝突的問題，因此除了上述在股東會上應盡詳盡說明義務，在決定複數表決權股之價格時，公司應設立獨立委員會，獨立委員會中須有財務專家審慎評估股價，在合理的價格區間內決定最終價格，並在股東會上公告獨立委員會的評估意見書。複數表決權股本身帶有較多的表決權數，因此會產生類似

⁵³ 同前註。

⁵⁴ 麗臺科技股份有限公司，麗臺科技股份有限公司 112 年股東常會議事手冊，頁 28-34，https://doc.twse.com.tw/pdf/2023_2465_20230609F02_20250624_225422.pdf。



控制權溢價的效果，理論上其股價應高於一般普通股。若控制人以不合理的低價取得複數表決權股，公司既無法獲得相應的股款，控制權也將拱手讓人。若能確保股價的合理性，也能一定程度地抑制經營階層恣意發行複數表決權股的意圖，避免複數表決權股遭到濫用。

關於「表決權」的價值，美國學者 Cox 及 Roden 觀察 1984 至 1999 年共 98 家美國上市公司的雙層股權結構，發現若普通股及複數表決權股分派同等股息，複數表決權股的表決權溢價約為 11.1%；若普通股股東得優先分派股息，表決權的溢價僅有 3.8%⁵⁵。英國學者 Megginson 研究 1955 至 1982 年共 152 家英國的雙層股權結構公司，發現優勢表決權（superior voting）之股份價格比限制表決權（restricted voting）之股份價格高出 13.3%⁵⁶。此外，學者 Bruslerie 研究 2012 至 2022 年共 33 家美國或加拿大的雙層股權結構公司，發現平均而言，複數表決權股之溢價約為 9.2%⁵⁷。綜上所述，本文認為複數表決權股之溢價可以 10%作為基準，再根據股息發放、流動性、控制權佔比等作調整。

第三項 複數表決權股持有人限制與強制日落條款

既然發行複數表決權股的目的在於使經營階層鞏固控制權，則初始持有複數表決權股之人必然為公司董事，然初始持有人不可能千秋萬世，接班人應如何順利「接手」複數表決權股，實為重要的議題。以「新創公司」以及「家族企業」兩個最有需求採取雙層股權結構的兩類公司而言，前者的接班人與初始持有人理應有相同的理想與願景，可能同為公司董事，也可能為公司員工、股東，當然也可能是初始持有人的家族成員；後者的接班人理論上為家族成員，包含但不限於

⁵⁵ Steven R. Cox & Dianne M. Roden, *The Source of Value of Voting Rights and Related Dividend Promises*, 8(4) J. CORP. FIN., 337, 344-345, (2002).

⁵⁶ William L Megginson, *Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums, and the Market Value of Corporate Control*, 25(2) THE FINANCIAL REVIEW, 175, 175 (1990).

⁵⁷ Hubert de La Bruslerie, *New determinants in the voting premium of dual class shares: Leverage effect and unstable news flow components* (2023), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4659276> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4659276>.

子女，實務上也有許多接班人是創始人的女婿或媳婦。須注意者為，企業可能同時為新創公司及家族企業，新創公司經營者也可能因時間遞嬗或公司發展變化，從單純新創公司轉型為家族企業，培養家族成員成為接班人。換言之，這兩類公司之間具有流動性，並非「非 A 即 B」的關係。因此，立法政策應在複數表決權股持有人限制上賦予足夠的彈性，使新創公司創始人的理念能持續貫徹，家族企業也能順利傳承。

我國法制與實務運作的另一個特殊之處在於公司法第 27 條第 2、3 項之法人代表董事制度及隨時改派制度。公司法第 27 條第 2 條規定，政府或法人為股東時，得由其代表人當選為董事或監察人。代表人有數人時，得分別當選，但不得同時當選或擔任董事及監察人。同條第 3 項更規定，前項代表人得依其職務關係，隨時改派補足原任期。本條引發諸多學者大力批評，蓋法人得依自己喜好隨時改派自然人代表，則自然人代表便無意積極任事，越是消極做事、聽命於法人之自然人代表，越可坐穩董事之位⁵⁸。學界大力呼籲刪除本條規定，但政府以「避免再召集股東會之繁複程序」為由，大量使用公司法第 27 條第 2 及 3 項。為避免只有「州官」得以放火，便讓州官與百姓一同放火，使法人董事躲在背後操縱自然人代表⁵⁹。由於已行之有年，我國實務對於法人董事已產生過度依賴，企業界與政府機關大力反對廢除，本條已為我國公司實務的必要之惡⁶⁰。雖然本文的研究範圍並不涉及法人代表董事制度的爭議，然本文認為由於公司法第 27 條短時間內難以被廢除，在思考雙層股權結構問題時，仍應把此制度納入考慮。

⁵⁸ 黃銘傑，同前註 23，頁 9-10。

⁵⁹ 同前註，頁 10。

⁶⁰ 洪令家，必要之惡？論我國法人董監事制度與實務，法學的實踐與創新－陳猷龍教授六秩華誕祝壽論文集（上冊），頁 568，2013 年 7 月。其他學者意見，參照：廖大穎，評公司法第二十七條法人董事制度－從臺灣高等法院九十一年度第八七〇號與板橋地方法院九十一年度訴字第 218 號判決的啟發，月旦法學雜誌，112 期，頁 197-213，2004 年 9 月。邵慶平，再論公司法第 27 條－公司治理強化下的另一種思考，財產法暨經濟法，2 期，頁 106-109，2005 年 6 月；林仁光，公司法第 27 條法人董監事制度存廢之研究，臺大法學論叢，40 卷 1 期，頁 304-305，2011 年 3 月。

實務運作上，法人或政府股東經常作為董事人選的操盤手，因應時局變化隨時改派新董事進入公司董事會。有學者研究 2013 年我國證交所前 150 大上市公司，發現共有 132 家存在法人董監事⁶¹，顯見我國實務上大型公司確實普遍利用法人董監事制度。雖然被指派的自然人才是經營公司之人，但他們可能不在意是否握有多數表決權，反倒是法人代表董事背後的法人或政府股東更渴望長期握有控制權，才能持續握有改派董事之權。在這樣的結構下，相較於董事，法人或政府股東更有持有複數表決權股的需求。

綜上，雖然許多證交所對複數表決權股持有人設有限制，但從上述分析可見，企業所需的接班人可能為任何人，若持有人限於公司董事，將不利於家族企業的傳承；若持有人限於創始人的家族成員，但家族成員無意接掌公司、或無能力經營公司，也將使企業陷入無人接手的窘境因此本文認為，立法政策上不需對複數表決權股持有人設有過多限制，避免企業無誘因採取雙層股權結構，空有制度而無實益；當企業轉型時，也會因制度缺乏彈性，無法長久採用雙層股權結構。

若不對複數表決權股持有人之身分訂有限制，可能引發複數表決權股持有人追求私益、恣意轉讓複數表決權股的擔憂，2018 年公司法第 157 條修法時，立法者也擔心會產生萬年董監的弊病，因而不允許公發公司發行複數表決權股。本文認為，我國實務上經營權爭奪手段層出不窮，確實有防範的必要，此問題可透過訂立強制日落條款的方式拘束複數表決權股持有人。

回顧本文第三章所整理的證交所上市規則，可發現 HKEX 與 SGX 對複數表決權股持有人為「董事」時，設有較多日落條款。以 HKEX 為例，上市規則第 8A.17 條規定，若持有人不再是董事（即分離型日落條款）、交易所認為其無行為能力履行董事職責或不再符合上市規則所載關於董事的規定，WVR 股份應中止

⁶¹ 同前註，頁 557-558。

⁶²。至於何謂「不符合上市規則所載關於董事之規定」，本條附註列出三項事由，包含：1. 受益人曾犯涉及詐欺或不誠實 (fraudulently or dishonestly) 行為之罪。2. 有管轄權的法院對受益人發出取消資格令 (disqualification order)。3. 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⁶³。這三項事由中的第一項，概念類似於我國公司法第 30 條第 1 至 3 款之事由；第二項則類似於我國公司法第 200 條以及證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）第 10 條之 1 之法院裁判解任董事。換言之，除了分離型日落條款以外，HKEX 將部分當然解任事由與裁判解任作為日落條款的觸發要件之一：當董事作為複數表決權股持有人，但做出嚴重侵害公司治理之行為，除了剝奪董事資格，也將一併失去複數表決權股。

SGX 之上市規則亦有類似規定，無論複數表決權股持有人因死亡、無能力、退休、辭職或以其他方式 (otherwise)，不再擔任董事，高表決權股將轉換為一股一表決權。此處之「其他方式」，理論上也應包含遭法院裁判解任，本文便不再贅述。

由於我國實務現況與亞洲國家較為類似，且 HKEX 與 SGX 所訂立之日落條款，確實能有效防止被解任董事繼續挾複數表決權股作出危害公司治理之行為，因此本文認為可參考上述兩間證交所之規定，強制訂立以下的日落條款，當複數表決權股持有人為董事，且因下列事由遭解任，高表決權股將自動轉換為一股一表決權：1. 依公司法第 192 條準用第 30 條遭當然解任。2. 依公司法第 200 條經法院裁判解任。3. 依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 2 款遭法院裁判解任。4. 證券交易所認為該複數表決權股持有人已無能力履行董事職責。

⁶² HKEX Listing Rule 8A.17.

⁶³ Id. Note 1. 第 8A.15、8A.18、8A.24 條涉及維持 WVR 股份比例、轉讓限制，以及加強表決程序。

首先，公司法第 30 條列舉七項當然解任之事由，大多涉及特定犯罪或無完全行為能力等事由，屬於不得充任董事的最低標準，在董事提名階段，許多公司都會要求被提名人附上聲明書，內容即為聲明被提名人無公司法第 30 條所列之情事。若董事有第 30 條之情事，應可合理推測該人無能力行使董事職權，或有危害公司經營之虞。退步言之，即使仍有能力，公司法第 30 條已禁止該人當選董事，無法實現創新智識的延續與傳承，持有複數表決權股也無實益。

再者，公司法第 200 條及投保法第 10 條之 1 皆為裁判解任董事，前者為股東提起，後者則由財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）提起，兩者之要件皆有「董事執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項」。由於裁判解任為補充股東會失靈的例外，涉及公司經營權變動，法院審酌時之標準不宜過低⁶⁴。實務上並未對此提出具體標準，有判決認為董事於討論董事酬勞事項時未依公司法第 178 條規定迴避，並不必然有害於公司利益，違反法令之情節亦屬輕微，不得請求裁判解任該董事⁶⁵；亦有董事阻撓股東公司法第 229 條規定查閱公司表冊，並違抗法院選派之檢查人檢查公司業務帳目及財產情形，最終遭法院裁判解任⁶⁶。雖然目前實務尚未建構出具體的審查標準，但裁判解任董事為法院判決，比主管機關決定是否有「重大損害公司之行為」更公平公正。另一方面，公司法第 30 條之列舉事項並無法涵蓋所有不當行為，實務經驗上，董事的不法行為也大多也非公司法第 30 條之事由，裁判解任可彌補公司法第 30 條以外的缺漏，拘束董事行為。因此，當持有複數表決權股的董事做出重大損害公司之行為，且遭法院裁判解任，其複數表決權股應回歸一股一表決權，避免董事以其表決權優勢做出有損公司治理之行為。

⁶⁴ 方嘉麟，從台灣大案例論裁判解任及假處分在公司治理中之定位，政大法學評論，83 期，頁 162，2005 年 2 月。

⁶⁵ 臺灣臺南地方法院 98 年度訴字第 1282 號民事判決。

⁶⁶ 臺灣臺中地方法院 92 年度訴字第 644 號民事判決。

最後，雖然本文認為由法院裁判較監管機關或證交所之決定來得更公正公平，但為免掛一漏萬，也為使證交所監管上更有彈性，若「證交所」認為該複數表決權股持有人已無能力履行董事職責，也可透過證交所出手剝奪複數表決權，然證交所應謹慎使用本條，應達到與裁判解任相同程度的事由時，始可利用本項，避免過度侵害股東之表決權。

至於其他類型之日落條款，本文認為各公司可依據各自的公司體質與發展目標，訂立適合的日落條款，不須強制為之。應補充說明者為，雖然目前許多機構投資人呼籲應強制訂立時間型日落條款，使雙層股權結構在一定年限後回復為單層股權結構，然本文認為時間型日落條款並無必要性。以實務上最常見的 7 年或 10 年年限為例，家族企業若想接班傳承，需要的時間肯定不止 7 年或 10 年，蓋接班人可能會持續經營公司好幾十年，若有時間型日落條款的存在，雙層股權結構就難以作為家族傳承規劃的工具。若是非家族企業，經營者也難以充分自在地發揮自己的創新智識，因為七年大限或十年大限將迫使他們無法規劃公司長期發展，也無法追求長期利益，必須顧及雙層股權結構結束前一兩年的短期利益，避免到時被股東逐出經營階層⁶⁷。簡而言之，強制訂立時間型日落條款並無助於公司發展，建立雙層股權結構的本意也大打折扣。

依本文見解，除了董事之外，創始人的家族成員或股東等皆可為複數表決權股的持有人，然由於上述無能力型日落條款的規範主體為公司董事，董事以外的複數表決權股持有人即不受規制。誠然，其他複數表決權股持有人也有干預公司經營的可能性，然而，股東終究不是董事，並未經營公司，對公司不負忠實義務，且各股東所追求的利益不同，本來就會依各自追求的利益行使表決權，因此「股東」的行為本無「危害公司治理」的可能性，因此，本文認為若複數表決權股持有人為非董事之人，無須訂有強制日落條款，公司發行複數表決權股時，依其需

⁶⁷ See generally Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, COLUM. BUS. L. REV. 852, 916-922 (2018).

求自行決定是否訂定日落條款及日落條款的內容即可。



第四項 加強表決程序

所謂加強表決程序，意指在特定事項上，複數表決權股回歸一股一表決權。從本文第三章比較的五個交易所上市規則可見，這項制度僅有 HKEX 及 SGX 採用，NASDAQ、NYSE 及 LSE 並未有如此規定。如前所述，美國對證券市場一向抱持彈性開放的態度，崇尚自由競爭，因此除了資訊揭露要求外，對雙層股權結構幾乎未訂有任何限制，完全符合其一直以來的政策。此外，英美屬於股權分散的國家，機構投資人通常為公司的最大股東⁶⁸，較不存在少數控制股東的情形，就不用太擔心少數控制股東掌握多數表決權恣意妄為的狀況發生。以本文第四章討論的 Facebook (Meta) 及福特汽車為例，公司章程甚至規定公司重大事項須經複數表決權股股東會決議，實與加強表決程序的概念完全相反。然而，亞洲國家代表香港及新加坡是股權集中型國家，機構投資人鮮少成為大股東，家族企業的比例又高⁶⁹，HKEX 及 SGX 當然對少數控制股東的監管更為嚴格。

檢視 HKEX 及 SGX 所列舉之應進行加強表決程序之事項，兩間證交所訂立的加強表決程序事項包含：變更章程、變更各類股份所附帶之權利、委任或解任獨立董事及審計員 (auditor)、以及公司清算。這些事項大多涉及公司重大事項，或者涉及公司財務。在香港及新加坡法制下，除了選任或解任審計員僅需要通過股東會普通決議之外⁷⁰，其他事項都須經過股東會特別決議。本文認為，由於我國上市公司仍多為股權集中之公司，少數控制股東從事利益輸送的行為確實較英美國家嚴重，因此仍有限制之必要，HKEX 及 SGX 的制度確實可作為我國法制

⁶⁸ OECD (2019), Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed7ca2f3-en>.

⁶⁹ 參照：何順文，家族企業管治的特徵與挑戰，亞洲公司治理（Corporate Governance Asia），頁1，2010年4月。

⁷⁰ Companies Ordinance, (2014) Cap. 622, § 396 (H.K.); Companies Act 1967 (Cap 81, 2020 Rev Ed), pt 6, s. 205.

的參考。其次，我國獨立董事之「獨立性」不斷受到批評，對議案持反對或保留意見，背後原因很多都是董事兩派人馬的角力結果⁷¹。若獨立董事選舉採加強表決程序，雖然無法增加獨立董事之獨立性，但仍可避免握有複數表決權股之董事隨意尋找與自己相同派系之人擔任獨立董事，並且在審計委員會上毫無顧忌地支持董事的決策。簡言之，讓所有股東平等參與獨立董事選舉可避免現行法下獨立董事的各項問題更加惡化。最後，由於我國法下，審計員之選任與解任不必經由股東會決議，這點則不必納入我國規範。

第五項 資訊揭露

資訊揭露是使投資人或股東了解公司狀況最容易最清楚的方式，OECD 公司治理原則第四章也強調公司應及時、準確地揭露有關公司的重大事項，包含公司財務狀況、表現、永續性、及公司治理，公司之資本結構、集團結構及其控制安排（control arrangement）即屬重大事項之一⁷²。雙層股權結構所造成的股權與表決權比例不一致的情形，是投資人或股東決定是否投資的重要指標之一，經過評估後投資人若認為本人成本仍大於代理成本，便會選擇投資，因此公司應在各種定期及不定期揭露文件中清楚載明雙層股權結構的各項資訊。首先，公司應在所有交付予投資人或股東的通知文件封面上，註明公司採雙層股權結構，並在明顯可見之處以較為淺顯易懂的方式說明何謂雙層股權結構。

其次，公司應在重要文件上，解釋公司為何採取雙層股權結構，以及此結構所帶來的風險。以定期揭露而言，較為重要的揭露文件包含：我國證交法第 36 條第 1、3 項規定公發公司應每年公布財務報告，並在股東會上向股東發送年報；同法第 25 條第 2 項規定，若董事、監察人及經理人為大股東，應每月向主管機

⁷¹ 賴曉君、陳韻淇、高銘淞，台灣獨立董事制度之探討，輔仁管理評論，第 29 卷第 3 期，頁 40，2022 年 9 月。

⁷² See OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris (2023), <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

關申報股數變動。不定期揭露的事項中，較為重要者為：若公司欲發行新股，根據公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則，股份種類、股東結構、主要股東名單等皆為公開說明書的應記載事項。透過在各種重要文件的資訊揭露，投資人或股東得以在有清楚認知的前提下進行投資。



第六項 小結

本文最後以以下表格統整本文提出的立法建議，期望藉此能完善開放公開發行公司發行複數表決權股後的配套措施。

	本文建議內容
公司規模與類型	無限制
發行時點	公司設立之初、IPO 或資本重組時
持有人身分限制	無限制
強制日落條款	若持有人為董事，訂立強制日落條款
發行決策程序	經股東會特別決議，並說明發行複數表決權股之理由、價格及其合理性、以及選擇特定人作為持有人之理由
加強表決程序	修改章程、修改各類股份所附帶之權利、選任或解任獨立董事、公司清算、收回複數表決權股
資訊揭露	在各種揭露文件中清楚載明雙層股權結構的各項資訊

圖表 5：本文立法建議

資料來源：本文自製

第六章 結論



雙層股權結構之議題早已在國內外實務界及學術界被廣泛討論，近年來，原本態度較為保守的亞洲國家也開始鬆綁對雙層股權結構的嚴厲管制，因此對於公發公司採取雙層股權結構的「開放」態度已是大多數國家法制的共識，至於監管方式大多交由證交所之上市規則處理。然而，開放的大門後設有各種不同障礙—各證交所的監管密度十分迥異。整體而言，美國的證交所之管制較少，英國次之，亞洲國家的證交所則設有許多限制條件。我國法的各類表決權股發展緩慢，在法制上長期關閉複數表決權股的大門，近十年內，逐步開放閉鎖性股份有限公司及非公發公司發行複數表決權股，但公發公司目前仍不被允許。

雙層股權結構受到最大的批評是代理成本問題，蓋創始人或經營階層的經濟利益與表決權不成比例，使他們更有可能追求私益，不為公司的利益著想，也不用完全為自己的決策負責，進而引發經營效率的問題。也有部分實證研究指出，雙層股權結構公司的公司價值較一般公司來得低。晚近學說提出，創始人或經營階層追求控制權的原因不在於追求私益，而在於追求創新智識的保留，使他們的理念得以延續；對家族企業而言，雙層股權結構得以作為家族傳承工具，使接班人順利接班，其他家族成員也間接受益。另外，由於對於「公司價值」的定義不盡相同，也有另一部份的實證研究認為，雙層股權結構公司的公司價值較一般公司來得高。

本文整理了美國、英國、香港及新加坡的法制，並觀察 NYSE、NASDAQ、LSE、HKEX、SGX 五間證交所的規定，發現四個國家的公司法皆允許發行複數表決權股，證交所方面，NYSE、NASDAQ 未訂有特別的限制，僅要求資訊揭露，使公司能自由彈性地訂立合適的股權結構。LSE、HKEX、SGX 則皆定有持有人限制及強制日落條款、表決權比率有上限，且在特定事項上，高表決權股無表決

權，或者全部回歸一股一表決權。HKEX 及 SGX 對於公司類型及公司規模還設有較高標準，大幅拉高採行雙層股權結構的門檻。



本文第四章也檢視了 Meta、福特汽車及阿里巴巴三間雙層股權結構公司的發展。Meta 及阿里巴巴為網路科技公司，為了使創始人的理念得以延續，確保相同理念之經營者接班，而採取雙層股權結構。Zuckerberg 持有 Meta 的股份比例大約為 13%、馬雲持有的股份比例更僅有 4.5%，但前者藉由複數表決權股、成為擁有多數表決權之股東；後者藉由合夥人制度，控制公司董事人選。福特汽車為家族企業，透過複數表決權股，使福特家族長期掌握多數表決權。同時，除了雙層股權結構，這三家公司都採取股東協議、表決權拘束契約及反併購條款等方式，加強控制權的鞏固，因此即使公司表現受到外界批評、少數股東在股東會上提案回復一股一表決權，仍無法動搖這些經營者。

比較法與其他證交所的上市規則固然值得借鏡，但參考時仍須注意我國實務現況。雖然我國並不允許公發公司發行複數表決權股，但他們仍藉由其他機制獲得控制權，因此我國上市公司大多為股權集中型公司。此外，台灣證券交易所的上市公司目前多為國內公司，外國公司占比不高，且外國公司中科技業與非科技業公司數量相近，可見我國產業發展均衡，無偏重於特定產業，不需像香港或新加坡偏重吸引高科技公司，因此本文認為配套措施關鍵在於複數表決權股持有人身分限制、強制日落條款的設計、發行程序。

首先，雖然亞洲的證交所對於複數表決權股持有人訂有身分限制，但本文認為，公司可能經過多年發展有不同的經營階層人選需求，過多限制將缺乏彈性，因此不必對持有人身分訂有過多限制，才不會使雙層股權結構空有制度，但無人利用。接著，為避免董事挾複數表決權股恣意行事，應訂立強制日落條款，當董事因公司法第 30 條及第 200 條及投保法第 10 條之 1 被解任時，複數表決權股將自動轉換為一股一表決權。其次，若能確保一般股東能握有開啟複數表決權股

鑰匙，使一般股東有能力制衡複數表決權股股東，複數表決權股股東也能較無壓力地實現其願景與理念。在發行程序上，本文認為應參考私募的規範，在股東會上說明發行複數表決權股之理由、複數表決權股之價格及其合理性、以及為何選擇特定人作為複數表決權股持有人。由於複數表決權股之價格也是制衡經營階層的重要方法之一，在決定股價時，應設獨立委員會做出合理的價格估值。接著，由於我國上市公司股權集中，防範少數控制股東從事利益輸送行為有其必要，故本文建議在變更章程、變更各類股份所附帶之權利、選任或解任獨立董事、以及公司清算時，採加強表決程序。最後，資訊揭露當然為必要措施，因此公司應在各類通知投資人或股東的重要文件註明公司為雙層股權結構公司、說明雙層股權結構的內涵、以及其帶來的風險。

雖然雙層股權結構已是爭論許久的議題，然各國上市規則的規範內容仍有極大差異。由於我國法仍開放程度有限，對於監管配套措施的討論仍較少。本文期許若有朝一日，公發公司得發行複數表決權股，證交所欲訂立監管措施時，本文能有拋轉引玉之效，為我國法制作出些微貢獻。



一、中文參考文獻

(一) 專書

王文字，公司法論，7版，2022年9月。

柯芳枝，公司法論（上），增訂5版，2003年。

劉連煜，現代公司法，增訂17版，2022年9月。

(二) 書之篇章

洪令家，必要之惡？論我國法人董監事制度與實務，法學的實踐與創新—陳猷龍教授六秩華誕祝壽論文集（上冊），頁552-569，2013年7月。

(三) 期刊論文

方嘉麟，公司法修正評釋，月旦法學雜誌，280期，頁219-227，2018年9月。

方嘉麟，從台灣大案例論裁判解任及假處分在公司治理中之定位，政大法學評論，83期，頁103-196，2005年2月。

方嘉麟、林郁馨，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42-61，2016年6月。

王文字，台新彰銀案之解決—評臺灣高等法院108年度上更一字第77號民事判決，裁判時報，104期，頁33-39，2021年2月

王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，10期，頁5-24，2005年12月。

王文字，進出公司法—幾點跨領域的觀察，月旦民商法雜誌，1期，頁7-26，2003年9月。

王志誠，股東間經營主導權契約之效力—評臺灣臺北地方法院103年度金字第104號民事判決，月旦裁判時報，51期，頁37-49，2016年9月。



朱德芳，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158-194，2018年3月。

周振鋒，論裁判解任董事之規範——以實務見解為討論中心，華岡法粹，57期，頁101-125，2014年12月。

林仁光，公司法第27條法人董監事制度存廢之研究，臺大法學論叢，40卷1期，頁253-350，2011年3月。

邵慶平，再論公司法第27條—公司治理強化下的另一種思考，財產法暨經濟法，2期，頁97-135，2005年6月。

洪秀芬、陳貴瑞，交叉持股對公司治理之影響，財金論文叢刊，1期，頁211-249，2004年6月。

高妃瑋，台灣上市（櫃）公司交叉持股現況之檢視，貨幣觀測與信用評等，164期，頁100-112，2023年11月。

曹壽民、金成隆、呂學典，股權結構與多角化，臺大管理論叢，22卷1期，頁165-198，2011年12月。

莊永丞，臺灣高等法院105年度重上字第621號民事判決之評釋，月旦裁判時報，66期，頁53-68，2017年12月

曾宛如，公司法制之重塑與挑戰，月旦法學雜誌，300期，頁132-141，2020年5月。

黃銘傑，「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5-22，2011年3月。

楊岳平，公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義，臺灣財經法學論叢，第2卷第1期，頁385-430，2020年1月。

楊岳平，論股東協議自由與其限制 ——以美國模範商業公司法為比較研究對象，臺灣法學雜誌，392期，頁67-78，2020年5月。

楊岳平，論股東協議自由與其限制 ——以美國模範商業公司法為比較研究對象，臺灣法學雜誌，392期，頁67-78，2020年5月。

廖大穎，評公司法第二十七條法人董事制度—從臺灣高等法院九十一年度第八七〇號與板橋地方法院九十一年度訴字第二一八號判決的啟發，月旦法學雜誌，112期，頁197-213，2004年9月。

蔡昌憲，企業自治之逆流？—擺盪於強行規定與任意規定之間之累積投票制，月旦財經法雜誌，8期，頁29-57，2007年3月。

蔡英欣，股東表決權分配之規範，台大法學論叢，38卷2期，頁71-129，2009年6月。

蕭富庭，閉鎖性股份有限公司運用概況之實證研究，全國律師，25卷5期，頁44-53，2021年5月。

賴曉君、陳韻淇、高銘淞，台灣獨立董事制度之探討，輔仁管理評論，第29卷第3期，頁28-62，2022年9月。

(四) 學位論文

李昱霆，股東代位訴訟的研究—兼論多重代位訴訟，國立臺灣大學法律學系碩士論文，2019年6月。

林其叡，論機構投資人與公司治理—以表決權行使為中心，國立臺灣大學法律學院法律研究所碩士論文，2023年2月。

侯承希，雙層股權結構與複數表決權股之研究—兼論公司法第157條修正，國立臺北大學法律學系碩士論文，2019年7月。

徐鈺婷，雙層股權結構相關法律問題之研究，國立政治大學法律學系碩士班碩士論文，2021年7月。

陳一鳴，中國大陸雙層股權結構之法律問題研究—以上市公司為核心，國立政治大學法律學系碩士班碩士論文，2022年6月。

陳南呈，公司治理下私募制度之研析—以私募價格訂定程序為中心，國立臺北大學法律學系碩士論文，2015年7月。

陳曾揚，開放雙層股權結構公司IPO之研究，私立東吳大學法律學系碩士班碩士論文，2014年1月。

黃筠雅，股東平等原則之再檢討—以日本導入毒藥丸制度為啟示，國立臺灣大學法律學系碩士論文，2010年6月。

黃鯨洋，特別股的現在與未來：超越股東平等原則之限制與迷思，國立臺灣大學法律學系碩士論文，2018年3月。

(五) 其他資料



BBC NEWS 中文 (1/8/2024),〈螞蟻控制權大變 支付寶不再「姓馬」背後有何深意〉, <https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-67891451>。

BBC NEWS 中文 (9/10/2018),〈馬雲宣佈傳承計劃：一年後卸任阿里巴巴董事局主席〉, <https://www.bbc.com/zhongwen/trad/chinese-news-45468659>。

Daisuke Wakabayashi, 〈阿里巴巴將分拆為六個業務集團，均可獨立融資上市〉，紐約時報中文網(3/29/2023), <https://cn.nytimes.com/technology/20230329/alibhogy/20230329/alibaba-china-e-commerce/zh-hant/>。

HKEX (11/4/2020),〈螞蟻科技集團股份有限公司暫緩H股上市及退回香港公開發售的申請股款〉, https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2020/1104/2020110400028_c.pdf。

MoneyDJ 理財網 (1/6/2025),〈美汽車買氣升溫 通用、福特 2024 銷量穩步增〉, <https://www.moneydj.com/kmdj/news/newsviewer.aspx?a=f2a0099e-1a1f-4cf8-8fda-3d8aa529326b>。

PWC(2023/4),〈家族企業轉型配方—信任〉, <https://www.pwc.tw/zh/publications/events-and-trends/c374.html>。

STOCKFEEL (11/28/2020),〈福特：歷史悠久的汽車大王〉, <https://www.stockfeel.com.tw/%E7%A6%8F%E7%89%B9-%E6%B1%BD%E8%9C%9A>。

TEJ 臺灣經濟新報 (11/28/2024),〈2024 年最新台灣百大集團績效評比〉, <https://www.tejwin.com/insight/2024%E5%B9%B4%E5%8F%B0%E7%81%A3%E7%99%BE%E5%A4%A7%E9%9B%86%E5%9C%98/>。

Yahoo! 財經 (9/24/2019),〈阿里巴巴收到螞蟻金服 33% 股權〉, <https://hk.finance.yahoo.com/news/%E9%98%BF%E9%87%8C%E5%B7%B4%E5%B7%B4%E6%94%8B6%E5%88%80%E8%9E%9E%E8%9F%BB%E9%87%91%E6%9C%8D33-%E8%82%A1%E6%AC%8A-070756905.html>。

上海證券交易所 (11/3/2020),〈关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定〉, https://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20201103_5253315.shtml。

工商時報 (6/12/2018),〈「同股不同權」的潘朵拉盒子〉,

<https://m.ctee.com.tw/album/content/9013>。

中央通訊社 (7/1/2025),〈高雄專區 7 月啟動 金管會：已核准 16 家業者進駐〉,

<https://www.cna.com.tw/news/afe/202507010334.aspx>。

今周刊 (6/2/2011),〈雅虎與阿里巴巴盟友關係瀕臨破裂〉,

<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80396/post/201106020028/>。

王毓茹,〈台灣企業近 7 成是家族治理,且多數未經歷過接班!何時該啟動交接

計畫?〉,經理人(7/18/2024),https://www.managertoday.com.tw/articles/view/68899?utm_source=copyshare。

立法院公報第 55 卷第 37 會期第 13 期 (7/5/1966),

<https://lis.ly.gov.tw/lcgi/lgimg?@xdd!cec8cec8cbc7c9cec8ca81cacaccc8cecccfcfc4cfccfc4cfbcfccc>。

全國商工行政服務入口網,〈閉鎖性公司名錄〉,<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/closeCmpyAction.do?method=list>。

何順文 (4/2010),〈家族企業管治的特徵與挑戰〉,亞洲公司治理 (Corporate Governance Asia)。

沈朋達,〈螞蟻集團再被中國官方約談 整改 5 重點出爐〉,中央通訊社(4/12/2021),
<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202104120286.aspx>。

林宸誼,〈撤回菜鳥香港 IPO 申請 阿里擱置規模超 322 億上市計畫〉,經濟日報
(3/27/2024),<https://money.udn.com/money/story/5603/7858801>。

阿里巴巴集團 (7/21/2023),董事會主席兼首席執行官致股東的信,
<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/document-1619120413269295104>。

阿里巴巴集團 (8/28/2024),〈阿里巴巴於香港聯交所主板雙重主要上市〉,
<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/document-1765436812471304192>。

阿里巴巴集團,文化和價值觀,<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/about-alibaba#culture-and-values>。

阿里巴巴集團,阿里巴巴合夥人制度(英文版),<https://www.alibabagroup.com/zh-HK/ir-corporate-governance-partnership> (last visited: 12/28/2024)。

洪琴宣、張詩芸,〈臉書稱霸全球的經營黑幕：當對世界有益，可能不見得對臉

書有益》，報導者（01/19/2022），<https://www.twreporter.org/a/bookreview-an-ugly-truth-inside-facebooks-battle-for-domination>。

香港經濟日報（10/21/2020），〈螞蟻上市：支付寶母企螞蟻集團進化史 從「金服」到「科技」〉，<https://inews.hket.com/article/2700966/%E3%80%90%E8%9E%9E%9E%80%9F%BB%E4%B8%8A%E5%B8%82%E3%80%91%E6%94%AF%E4%BB%98%E5%AF%B6%E6%AF%8D%E4%BC%81%E8%9E%9E%80%9F%BB%E9%9B%86%E5%9C%98%E9%80%B2%E5%8C%96%E5%8F%B2%E3%80%80%E5%BE%9E%E3%80%8C%E9%87%91%E6%9C%8D%E3%80%8D%E5%88%B0%E3%80%8C%E7%A7%91%E6%8A%80%E3%80%8D>。

陳宥菘，〈比亞迪躍全球第七大車廠 可與日美歐大廠匹敵〉，經濟日報（8/25/2024），<https://money.udn.com/money/story/12926/8183728>。

經貿透視（8/17/2004），〈美國企業系列報導-汽車和汽車零件篇〈一〉產業發展概況〉，<https://www.trademag.org.tw/page/newsid1/?id=399393&iz=6>。

經濟部，〈現有公司登記家數 - 按組織別分〉，<https://service.moea.gov.tw/EE521/common/Common.aspx?code=F&no=1>。

鉅亨 Anue（5/18/2013），〈臉書 IPO 惡夢！上市一周年 訴訟纏身股價低迷〉，<https://news.cnnes.com/news/id/1606966>。

福特六和汽車，〈認識 FORD〉，<https://www.ford.com.tw/about-ford/>。

臺灣證券交易所（2/15/2024），〈證交所 2024 龍年展望：厚植資本市場實力，彰顯韌性，強化臺灣關鍵地位〉，https://www.twse.com.tw/market_insights/zh/detail/ff8080818d397607018daae69c6e00fc。

臺灣證券交易所，〈114 年 06 月 20 日 外資及陸資投資類股彙總持股比率表〉，<https://www.twse.com.tw/zh/trading/foreign/mi-qfiis-cat.html>。

臺灣證券交易所，〈資本市場發展重要里程碑 臺灣創新板打造嶄新上市新聚落〉，<https://www.twse.com.tw/TIB/zh/preface.html>。

臺灣證券交易所，〈證券統計年報：民國 113 年 歷年上市公司資本來源統計表〉，<https://wwwc.twse.com.tw/zh/trading/statistics/index07.html>。

臺灣證券交易所，〈證券統計年報：民國 113 年 歷年上市公司資本來源統計表〉，



<https://wwwc.twse.com.tw/zh/trading/statistics/index07.html>。

數位時代 Business Next (5/28/2025),〈搶攻超富！中信銀「家族辦公室」服務上

線：資產達 5 億元才夠格獲邀，跟私人銀行差在哪？〉，

<https://www.bnnext.com.tw/article/83402/ctbc-private-banking-family-office>。

蔡鴻青 (Allen Tsai) & Heinz-Peter Elstrodt (5/2022),〈福特啟示錄：對映台灣

家族企業三困境〉,哈佛商業評論全球繁體中文版,<https://www.hbrtaiwan.com/article/21103/ford-reflects-three-dilemmas-of-family-business-in-taiwan>。

螞蟻集團(1/7/2023),〈關於持續完善公司治理的公告〉,<https://www.antgroup.com/hk/notices/1>。

二、英文參考文獻

(一) 專書

FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 73 (1991).

(二) 書之篇章

Bebchuk Lucian A., Kraakman, Reinier, and others (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights, Pp. 295-318 in *Concentrated Corporate Ownership* edited by Randall K. Morck, Chicago: University of Chicago Press.

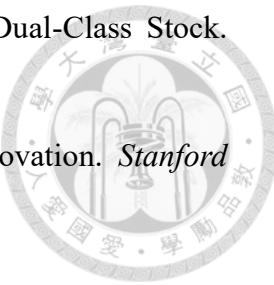
Mayer , J. Franks, C. & Rossi, S. (2005). Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom, Pp. 581-611 in *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers* (University of Chicago Press).

(三) 期刊論文



- Aguirre, Emilie. (2023). The Social Benefits of Control. *Duke Law Journal*, 74, 681-740.
- Anabtawi, Iman. (2006). Some Skepticism About Increasing Shareholder Power. *UCLA Law Review*, 53(3), 561-600.
- Anderson, Ronald C. & Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Bebchuk, L. A., & Kastiel, Kobi. (2017). The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock. *Virginia Law Review*, 103(4), 585-630.
- Bebchuk, Lucian A. (1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, *Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7203*, 1-37.
- Bennedsen, Morten et al. (2007). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance, *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Bergerman, M. M. (1928). Voting Trusts and Non-Voting Stock. *Yale Law Journal*, 37(4), 445-467.
- Black, Bernard S. & Coffee, John C. Jr. (1994). Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation. *Michigan Law Review*, 92(1997), 1997-2087.
- Bloom, Nicholas & Reenen, John Van. (2010). Why Do Management Practices Differ Across Firms and Countries?. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), 203-224.
- Boehmer, Ekkehart, Sanger, Gary C., & Varshney, Sanjay B. (2004). Managerial Bonding and Stock Liquidity: An Analysis of Dual-Class Firms. *Journal of Economics and Finance* 28, 117-131.
- Braggion, F. & Giannetti, M. (2019). Changing Corporate Governance Norms: Evidence from the Dual Class Shares in the UK. *Journal of Financial Intermediation*, 37, 15-27.
- Bruslerie, Hubert de La. (2023). New Determinants in the Voting Premium of Dual Class Shares: Leverage Effect and Unstable News Flow Components. *2023 Global Finance Conference*, 1-38.
- Cox, Steven R. & Roden, Dianne M. (2002). The Source of Value of Voting Rights and

- Related Dividend Promises. *Journal of Corporate Finance*, 8(4), 337-351.
- Dent, George W. Jr. (1985). Dual Class Capitalization: Reply to Professor Seligman. *George Washington Law Review* 54(5), 725-756.
- Dimitrov, Valentin & Jain, Prem C. (2006). Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns. *Journal of Corporate Finance* 12(2), 342-366.
- Douglas, C. Ashton. (1994). Revisiting Dual-Class Stock. *St. John's Law Review*, 68(4), 863-960.
- Eechambadi, Kishore. (2017). The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and Path Forward. *New York University Journal of Law and Business*, 13(2), 503-534.
- Fischel, D. R. (1987). Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. *University of Chicago Law Review*, 54(1), 119-152.
- Ganor, Mira. (2016). Why Do Dual-Class Firms Have Staggered Boards. *Ohio State Business Law Journal*, 10(2), 147-192.
- Gillan, Stuart L. & Starks, Laura T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.
- Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffrey N. (2003). Controlling Controlling Shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, 152(2) 785-843.
- Gilson, Ronald J. (2006). Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *Harvard Law Review*, 119(6), 1641-1679.
- Gompers, Paul A., Ishii, Joy & Metrick, Andrew. (2010). Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1051-1088.
- Gordon, Jeffrey N. (1988). Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice. *California Law Review* 76(1), 1-85.
- Goshen, Zohar, & Hamdani, Assaf. (2016). Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Journal*, 125(3), 560-617.
- Goshen, Zohar, & Squire, Richard. (2017). Principal Costs: New Theory for Corporate Law and Governance. *Columbia Law Review*, 117(3), 767-830.



- Govindarajan , Vijay & Srivastava, Anup. (2018). Reexamining Dual-Class Stock. *Business Horizons*, 61(3), 461-466.
- Grinapell, Adi. (2020). Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 25(1), 40-85.
- Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier. (2001). The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, 89(2), 439-468.
- Hayden, G. M., & Bodie, M. T. (2008). One share, One vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity. *Cardozo Law Review*, 30(2), 445-506.
- Howell, Jason W. (2014). The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure. *Journal of Corporate Finance*, 44, 440-450.
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jin, Dongjie. (2024). Shattering the Fetter of Main Markets on the London Stock Exchange: Is It a Benign Start for the Dual-Class Share Structure in the UK?, 45(5) *Business Law Review*, 45(5), 124-138.
- Kahan, Marcel, & Rock, E. B. (2007). Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. *Corporate Governance Law Review*, 3(2), 134-205.
- LaPorta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Lin, James Juichia & Yeh, Yin-Hua. (2020). Internal Capital Markets, Ownership Structure, and Investment Efficiency: Evidence from Taiwanese Business Groups. *Pacific-Basin Finance Journal* 60, 1-14.
- Lin, Yu-Hsin & Mehaffy, Thomas. (2016). Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 10(2), 437-471.
- Lowenstein , Louis. (1983). Management Buyouts. *Columbia Law Review*, 85(4), 730-784.
- Lowenstein, Louis. (1983). Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation. *Columbia Law Review*, 83(2), 249-334.
- Lund , Dorothy S. (2019). Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance.

Stanford Law Review, 71, 687-745.

- Lund, Dorothy. S. (2018). The Case Against Passive Shareholder Voting. *Journal of Corporation Law*, 43(3), 493-536.
- McConnell, John J. & Sanger, Gary C. (1984). A Trading Strategy for New Listings on the NYSE. *Financial Analysis Journal*, 40(1), 34-39.
- Medina, Adriana, Cruz, de la & Tang, Yun. (2022). Corporate Ownership and Concentration. *OECD Corporate Governance Working Papers No. 27*, 3-50.
- Meggison, William L. (1990). Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums, and the Market Value of Corporate Control. *The Financial Review*, 25(2), 175-198.
- Morck, Randall, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (1988). Management ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Petrova, Marina. (2012). Capital Formation for Internet Companies: Why Facebook Stayed Private for so long and What that Means for Investors. *Journal of Business & Securities Law*, 12(2), 305-336.
- Pritchard, Adam C. & Levine, David M. (1998). The Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998: The Sun Sets on California's Blue Sky Laws. *The Business Lawyer* 54(1), 1-54.
- Reddy, Bobby V. (2023). The UK and Dual-Class Stock-Lite— Is It Really Even Better Than the Real Thing?. *Theoretical Inquiries in Law Forthcoming, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, 18, 1-30.
- Reddy, Bobby V. (2025 Forthcoming). The UK and Dual-Class Shares: From Dual-Class Shares Lite to Full Fat. *European Company Law, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, 22(2), 1-8.
- Reddy, Bobby. V. (2021). More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S. Dual-Class Stock. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 23(4), 955-1017.
- Sanger, Gary C. & McConnell, John J. (1986). Stock Exchange Listings, Firm Value and Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(1), 1-25.
- Seligman, Joel (1985). Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One



Common Share, One Vote Controversy. *George Washington Law Review* 54(5), 687-724.

Sharfman, Bernard S. (2018). Private Ordering Defense of Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, 63(1), 1-34.

Shill, G. H. (2023). The Social Costs (and benefits) of Dual-Class Stock. *Alabama Law Review*, 75(1), 221-274.

Shobe, Gladriel, & Shobe, Jarrod. (2022). The Dual-Class Spectrum. *Yale Journal on Regulation*, 39(3), 1343-1390.

Smith, D. Gordon. (1998). The Shareholder Primacy Norm. *Journal of Corporation Law*, 23(2), 277-324.

Sneed, Earl. (1960). The Stockholder may Vote as He Pleases: Theory and Fact. *University of Pittsburgh Law Review*, 22(1), 23-54.

Solomon, Dov. (2019). The Importance of Inferior Voting Rights in Dual-Class Firms. *Brigham Young University Law Review*, 2019(2), 533-572.

Warren, Manning Gilbert III. (1988). One Share, One Vote: Perception of Legitimacy. *Journal of Corporation Law*, 14(1), 89-110.

Wen, Tian. (2014). You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges. *University of Pennsylvania Law Review*, 162(6), 1495-1516.

Winden, Andrew William. (2018). Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures. *Columbia Business Law Review*, 2018(3), 852-951.

Winden, Andrew, & Baker, Andrew. (2019). Dual-class Index Exclusion. *Virginia Law and Business Review*, 13(2), 101-154.

Yan, Min. (2021). Permitting Dual Class Shares in the UK Premium Listing Regime — A Path to Enhance rather than Compromise Investor Protection. *Queen Mary Law Research Paper No. 367*, 1-24.

(四) 其他資料

Adam Brown, *Google moves ahead with third class of shares*, IR MAGAZINE (Feb. 3,

2014), <https://www.irmagazine.com/esg/google-moves-ahead-third-class-shares>.

Alexei Oreskovic & Sarah McBride, *Facebook halts secondary market trading, plans for May IPO*, REUTERS (Mar. 29, 2012, 5:20 A.M.),
<https://www.reuters.com/article/technology/facebook-halts-secondary-market-trading-plans-for-may-ipo-idUSBRE82R189/>.

Alexei Oreskovic, *Everyone Thought Mark Zuckerberg Was Crazy to Buy a 13-Person App for \$1 billion-Now Instagram Looks Like One of the Most Brilliant Tech Acquisitions Ever Made*, BUS. INSIDER (Jan. 30, 2016, 08:54 AM), <http://www.businessinsider.com/instagram-zuckerbergs-biggest-win-so-far-2016-1>.

ALIZILA (Jun. 20,2012), *Gone Baby Gone: Alibaba.com is a Public Company No Longer*, <https://www.alizila.com/gone-baby-gone-alibaba-com-is-a-public-company-no-longer/>.

ALIZILA (Sep. 10, 2013), *Alibaba Group's Ma Explains His Company's Unusual Partnership System*, <https://www.alizila.com/alibaba-groups-ma-explains-his-companys-unusual-partnership-system/>.

Alyssa Newcomb, *Frustration boils over at Facebook's annual shareholder meeting*, NBC NEWS (Jun. 1, 2018), <https://www.nbcnews.com/tech/tech-news/frustration-boils-over-facebook-s-annual-shareholder-meeting-n879046>.

Ari Levy, *Facebook's IPO 10 years later — new name, same CEO and a familiar problem*, CNBC (May 18, 2022, 8:00 AM),
<https://www.cnbc.com/2022/05/18/facebook-ipo-10-years-later-new-name-same-ceo-familiar-problem.html>.

Automotive Hall of Fame, *Inductee Donald E. Peterson*,
<https://www.automotivehalloffame.org/honoree/donald-e-petersen/>.

Benson Ford Research Center, *Research Guide: Ford Motor Company Stockholders and Stock, 1903-1956*, <https://askus.thehenryford.org/researchguides/faq/414680>.

Berkeley Lovelace Jr., *Sumner Redstone will step down from Viacom's board*, CNBC (12/16/2016), <https://www.cnbc.com/2016/12/16/viacom-chairman-emeritus-sumner-redstone-will-step-down-from-board-in-february.html>.

Bill Koenig, *Donald Petersen, Ford Chief During Period Of Revival, Dies At 97*, FORBES (Apr. 25, 2024), <https://www.forbes.com/sites/billkoenig/2024/04/25/donald-petersen-ford-chief-during-period-of-revival-dies-at-97/>.

Broadridge ProxyPulse, 2023 PROXY SEASON REVIEW 7 (10/13/2023),

https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-proxypulse-2023-proxy-season-review.pdf.

Carole Cadwalladr& Emma Graham-Harrison, *Revealed: 50 million Facebook profiles harvested for Cambridge Analytica in major data breach*, THE GUARDIAN (Mar. 17, 2018), <https://www.theguardian.com/news/2018/mar/17/cambridge-analytica-facebook-influence-us-election>.

Council of Institutional Investors, *Companies with dual-class share structures*, https://councilofinstitutionalinvestment.sharepoint.com/:x/g/personal/onedrive_cii_org/EZhCaASpEnJHmdnotaJvGQMBB9Q71bQ_sBPCBz-YBX_2ng?rtime=gJuWFDnI3Eg (last updated: Jan. 22, 2024).

Council of Institutional Investors, *Companies with Time-Based Sunsets on Dual-Class Stock* (Jun. 22, 2021), https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/DualClassStock/7-22-21%20Timebased%20Sunsets.pdf

CJ Haddad, *Meta's Threads micro-blogging app now has 275 million monthly users, Zuckerberg says*, CNBC (Oct. 31, 2024), <https://www.cnbc.com/2024/10/31/metashouldnowhave275millionusers-zuckerberg-says.html>.

CNBC, *F: Ford Motor Co - Stock Price, Quote and News*, <https://www.cnbc.com/quotes/F>.

Colin Stretch, *Preserving Founder-Led Structure to Focus on the Long Term: Proposal to create new class of publicly listed, non-voting Class C capital stock* (Apr. 29, 2016), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000132680116000060/fb-3312016xex992.htm>.

Connie Guglielmo, *Google's Page, Brin Making Long-Term Bets That Aren't For the Faint-Hearted*, <https://www.forbes.com/sites/connieguglielmo/2012/04/12/googles-page-brin-making-long-term-bets-that-arent-for-the-faint-hearted/>.

Council of Institutional Investors, *About CII*, <https://www.cii.org/about>.

Council of Institutional Investors, *CII Welcomes S&P Dow Jones' Decision to Ban New Multi-Class Companies from Key Stock Indexes* (Aug. 1, 2017), <https://www.cii.org/spdjmulticlassban>.

Council of Institutional Investors, *Dual Class Company List* (Jan. 2022),
https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual%20Class%20Companies%20Webpage.pdf.

Council of Institutional Investors, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2020 Statistics*,
<https://www.cii.org/files/2020%20IPO%20Update%20Graphs%20.pdf>.

Council of Institutional Investors, *Dual-Class Stock*,
https://www.cii.org/dualclass_stock.

Darien B. Jacobson, Brian G. Raub & Barry W. Johnson, *The Estate Tax: Ninety Years and Counting*, 27 STATISTICS OF INCOME. SOI BULLETIN 1 (2007),
<https://www.irs.gov/pub/irs-soi/ninetyestate.pdf>.

David Barboza, *Alibaba Shares Nearly Triple in Debut*, THE NEW YORK TIMES (Nov. 6, 2007), <https://www.nytimes.com/2007/11/06/technology/06cnd-alibaba.html>.

De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang, *Owners of the World's Listed Companies* 19, OECD Capital Market Series, Paris (2019), www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm.

Douglas Appell, *Brockton pension plan sues Google over new share class*, PENSIONS & INVESTMENTS (Apr. 30, 2012), <https://www.pionline.com/article/20120430/ONLINE/120439982/brockton-pension-plan-sues-google-over-new-share-class>.

Emma Dunkley, *HKEx Admits Alibaba Forced It to Rethink Dual-Class Shares*, FIN. TIMES (Jan. 17, 2018), <http://www.ft.com/content/6f0e9914-fa96-11e7-a492-2c9be7f3120a>.

Eustance Huang, *Alibaba shares surge in Hong Kong debut, world's largest listing so far in 2019*, CNBC (Nov. 25, 2019), <https://www.cnbc.com/2019/11/26/alibaba-shares-jump-more-than-6percent-in-hong-kong-debut.html>.

FCA, *Listing Regime Review: Feedback on CP09/24 and CP09/28 with Final Rules 4* (Feb. 2010), https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps10_02.pdf.

FCA, *Listing Rules (Listing Regime Enhancements) Instrument 2014*, 17-18, https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2014/FCA_2014_33.pdf.

FCA, *Primary Market Effectiveness Review - Feedback and Final Changes to the Listing Rules: Policy Statement PS21/22*, 1, 9-15 (December 2021). ◇

FCA, *Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to CP23/31 and final UK Listing Rules* (Jul. 2024) 1, 50-56,

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps24-6.pdf>.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, DISCLOSURE GUIDANCE AND TRANSPARENCY RULES

SOURCEBOOK, sec 5.6.1 (2024),
<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>.



FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Audit Committees and the External Audit: Minimum Standard* (May. 2023), https://media.frc.org.uk/documents/Audit_Committees_and_the_External_Audit_Minimum_Standard.pdf.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE 7 (2024),
https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_of_M100g.pdf.

Ford Foundation (Sep. 30, 1955), 1955 annual report 167,
<https://www.fordfoundation.org/wp-content/uploads/2015/05/1955-annual-report.pdf>.

Ford Motor Company, PROXY STATEMENT FOR THE 2023 ANNUAL MEETING 88 (May 11, 2023).

Ford Motor Company (Feb. 6, 2024), *Ford Motor Company Annual Report on Form 10-K* 129, https://s201.q4cdn.com/693218008/files/doc_financials/2023/q4/Ford-2023-10-K-Report.pdf.

Ford Motor Company, Company Timeline,
<https://corporate.ford.com/about/history/company-timeline.html>.

Ford Motor Company (Feb. 6, 2024), Ford 2023 Earnings 1, chrome-
<https://media.ford.com/content/dam/fordmedia/North%20America/US/2024/02/06/Ford%202023%20Earnings.pdf>.

Francis Bea, *Alibaba to be listed on New York Stock Exchange*, CNET (Jun. 26, 2014),
<https://www.cnet.com/tech/tech-industry/alibaba-to-go-public-on-the-new-york-stock-exchange-under-baba-ticker/>.

Halah Touryalai, *Goldman Sachs Invests \$450 Million In Facebook*, FORBES (Aug. 11, 2011), <https://www.forbes.com/sites/halahtouryalai/2011/01/03/goldman-sachs-invests-450-million-in-facebook/>.

He Wei & Zhang Yuwei, *Alibaba chooses NYSE for IPO*, CHINA DAILY (Jun. 28, 2014),
https://www.chinadaily.com.cn/business/2014-06/28/content_17621321.htm.

HKEx, Concept Paper, New Board 6 (June 2017),
<https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mk>

tconsul/Documents/cp2017061.pdf.

HKEX, *Concept Paper: New Board* (Jun. 2017), <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/Concept-Paper-on-New-Board/cp2017061.pdf>.

HKEx, *Concept Paper: Weighted Voting Rights* (Aug. 2014),
<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082.pdf>.

HKEX, *Consultation Conclusions: New Board Concept Paper 24* (Dec. 2017),
[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2017-Concept-Paper-on-New-Board/Conclusions-\(December-2017\)/cp2017061cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2017-Concept-Paper-on-New-Board/Conclusions-(December-2017)/cp2017061cc.pdf).

HKEX, *HKEX Guidance Letter HKEX-GL93-18* (Apr. 2018), https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/gl9318.pdf.

HKEX, *RESEARCH REPORT LISTING REGIME REFORMS FOR DUAL-CLASS SHARE STRUCTURE AND BIOTECH INDUSTRY 1, 15* (Nov. 15, 2018),
https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201811_e.pdf.

Hubert de La Bruslerie, *New determinants in the voting premium of dual class shares: Leverage effect and unstable news flow components* (2023), Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=4659276> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4659276>.

Ian Thibodeau, *Hot seat has scorched many top Ford execs*, THE DETROIT NEWS (May 29, 2017), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2017/05/29/for-d-ceos-power-struggle/102301632/>.

Index Announcement, FTSE Russell, *FTSE Russell Voting Rights Consultation – Next Steps* (July 26, 2017), <https://www.ftse.com/products/index-notices/home/getmethodology/?id=2336290>.

Jacob Brody, *SecondMarket says trade of private company stock*, VENTUREBEAT (Apr. 22, 2010), <https://venturebeat.com/business/secondmarket-handles-124-million-in-trades-as-buyers-snatch-up-facebook-stock/>.

Jeremy W. Peters & Micheline Maynard, *Alexander J. Trotman, 71, Former Chief of Ford Motor, Dies*, THE NEW YORK TIMES (Apr. 26, 2005),
<https://www.nytimes.com/2005/04/26/obituaries/alexander-j-trotman-71-former->

chief-of-ford-motor-dies.html.

Jihye Lee, *Alibaba tells investors its overhaul will make the business more ‘agile’ with market changes*, CNBC (Mar. 30, 2023), <https://www.cnbc.com/2023/03/30/alibaba-executives-conference-call.html>.

Joe Nocera, *How Punch Protected The Times*, N. Y. TIMES (Oct. 1, 2012), <https://www.nytimes.com/2012/10/02/opinion/nocera-how-punch-protected-the-times.html>.

John Rosevear, *63 Years Later, What Can Investors Learn From Ford’s 1956 IPO?*, THE MOTLEY FOOL (Jan. 16, 2019), <https://www.fool.com/investing/2019/01/16/63-years-later-what-can-investors-learn-from-fords.aspx>.

Jonathan Stempel, *Facebook defeats shareholder litigation over IPO*, REUTERS (Jul. 25, 2015), <https://www.reuters.com/article/technology/facebook-defeats-shareholder-litigation-over-ipo-idUSKCN0PY1MQ/>.

Jordyn Grzelewski, *Ford makes personnel moves, including addition of new Ford family member*, THE DETROIT NEWS (Sep. 12, 2023), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2023/09/12/ford-makes-personnel-moves-including-addition-of-bill-fords-son/70830752007/>.

Jordyn Grzelewski, *Great-grandson of Henry Ford to retire from Ford’s board, making way for next generation*, THE DETROIT NEWS (Mar. 12, 2021), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2021/03/12/alexandra-ford-english-henry-ford-iii-nominated-fords-board-directors/4663706001/>.

Keith Naughton, *Donald Petersen, CEO who pulled Ford out of 1980s crisis, dies at 97*, BUSINESS STANDARD (Apr. 24, 2024), https://www.business-standard.com/world-news/donald-petersen-ceo-who-pulled-ford-out-of-1980s-crisis-dies-at-97-124042600178_1.html.

Landon Thomas Jr., *Morgan Stanley Criticizes Stock Structure of Times Co.* (Nov. 4, 2006), <https://www.nytimes.com/2006/11/04/business/04times.html>.

LinkedIn (Jun. 1, 2023), *What’s AliPay? And Why You Need One of China’s Top Payment Methods*, <https://www.linkedin.com/pulse/whats-alipay-why-you-need-one-chinas-top-payment-methods-eromnet/>.

Mak Yuen Teen, *RESPONSE TO CONSULTATION PAPER “POSSIBLE LISTING FRAMEWORK FOR DUAL CLASS SHARE STRUCTURES* 9, <https://governanceforstakeholders.com/wp-content/uploads/2017/04/Response->

to-DCS-consultation-paper_050417.pdf.

Mansoor Iqbal, *Instagram Revenue and Usage Statistics (2024)*, BUSINESS OF APPS (Apr. 18, 2024), <https://www.businessofapps.com/data/instagram-statistics/>.

Marli Guzzetta, *Why Even a Salad Chain Wants to Call Itself a Tech Company*, INC. MAGAZINE, May 2016, <https://www.inc.com/magazine/201605/marli-guzzetta/tech-company-definition.html>.

META, *Our History*, <https://about.meta.com/company-info/>.

Michael Martinez, *Ford shareholders praise Fields, fret about stock price*, THE DETROIT NEWS (May. 14, 2015), <https://www.detroitnews.com/story/business/autos/ford/2015/05/14/ford-shareholders-annual-meeting/27316679/>.

Michael Wayland, *Bill Ford is doubling down on Ford shares, and quietly amassing more control of his great-grandfather's company in the process*, CNBC (Jan. 14, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/01/14/bill-ford-is-doubling-down-on-ford-shares-and-amassing-more-control-of-the-company.html>.

Michelle Castillo, *Facebook settles investor lawsuit over Zuckerberg's control of the company*, CNBC (Sep. 22, 2017), <https://www.cnbc.com/2017/09/22/facebook-settles-class-action-lawsuit.html>.

Michelle Castillo, *Facebook settles investor lawsuit over Zuckerberg's control of the company*, CNBC (Sep. 22, 2017), <https://www.cnbc.com/2017/09/22/facebook-settles-class-action-lawsuit.html>.

Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N.Y. TIMES MAG., Sept. 13, 1970, at 32-33, 122-26.

MOTORTREND (Oct. 5, 2005), *Obituary: Alex Trotman, Chairman and Chief Executive officer of Ford Motor Co.*, <https://www.motortrend.com/features/obituary/>.

Nasdaq Stock Market Listing Rules, Rule 5640, <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series>.

NASDAQ, *The Promise of Market Reform: Reigniting America's Economic Engine* (2018), https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq_Blueprint_to_Revitalize_Capital_Markets_April_2018_tcm5044-43175.pdf.

Neal E. Boudette, *Ford, Struggling in a Changing Industry, Replaces Its C.E.O.*, THE NEW YORK TIMES (Aug. 4, 2020),

<https://www.nytimes.com/2020/08/04/business/ford-jim-hackett-james-farley.html>.

Nicole Willing, *Largest Meta Platforms Shareholders: Who Owns the Most META Stock in 2024?*, TECHOPEDIA (Oct. 7, 2024), <https://www.techopedia.com/who-owns-the-most-meta-stock>.

NYSE Listed Company Manual, Rule 313.00(A)&(B),
<https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c8503fcb5o?method=list>.

OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, at 19, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris (2023), <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

Paul Sloan, *Three reasons Facebook has to go public*, CNET (Jan. 31, 2012), <https://www.cnet.com/tech/services-and-software/three-reasons-facebook-has-to-go-public/>.

Peter Elkind, *Did Sumner Redstone's Testimony Help Him?*, Fortune (May 6, 2016, 4:09 PM), <http://fortune.com/2016/05/06/did-sumner-redstones-testimony-help-him/>.

PR NEWSWIRE, *2011 Annual Meeting Voting Results* (May 12, 2011), <https://www.prnewswire.com/news-releases/2011-annual-meeting-voting-results-121704553.html>.

Public Statement, Jay Clayton, Chairman, SEC, *Remarks at Meeting of the Investor Advisory Committee* (Mar. 8, 2018), <https://www.sec.gov/news/public-statement/statementclayton-2018-3-8>.

REUTERS (Jun. 12, 2015), *Facebook shareholders shoot down 'one share, one vote' proposal*, <https://www.reuters.com/article/technology/facebook-shareholders-shoot-down-one-share-one-vote-proposal-idUSKBN0OR2KD/>.

REUTERS (Nov. 17, 2023), *Reaction to Alibaba's scrapping of cloud unit spin-off*, <https://www.reuters.com/technology/reaction-alibabas-scrapping-cloud-unit-spin-off-2023-11-17/>. (last visited: 1/13/2025)

Richard Gröttheim, *Swedish pension fund takes on Mark Zuckerberg and wins*, FINANCIAL TIMES (Oct. 18, 2017), <https://www.ft.com/content/6602b980-b285-11e7-aa26-bb002965bce8>.

Rob Cox, *Ford Was Unprepared for Investor Revolt and C.E.O. Change*, THE NEW

YORK TIMES (May 22, 2017),
<https://www.nytimes.com/2017/05/22/business/dealbook/ford-was-unprepared-for-investor-revolt-and-ceo-change.html>.

Ronald Orol, *Activists Urge Exchanges to End No-Vote IPOs Like Snap*, THESTREET (Feb. 28, 2017, 3:07 PM), <https://www.thestreet.com/story/14019899/1/activists-urge-exchanges-to-end-no-vote-ipos-like-snap.html>.

S&P Dow Jones Indices, *S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules*, PR NEWSWIRE (July 31, 2017, 6:46 PM), <https://www.prnewswire.com/news-releases/sp-dow-jones-indices-announces-decision-on-multi-class-shares-and-voting-rules-300496954.html>.

SEC (Jan. 15, 2013), *Rule 144: Selling Restricted and Control Securities*, <https://www.sec.gov/about/reports-publications/investorpubsrule144>.

SEC (Sep. 5, 2013), *SEC Charges NASDAQ for Failures During Facebook IPO*, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2013-2013-95.htm>.

SEC, *Recommendation of the Investor Advisory Committee Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies*, <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/recommendation-on-dual-class-shares.pdf>.

SFC, *SFC statement on SEHK's draft proposal on weighted voting rights* (Jun. 25, 2015), <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR69>.

SGX, *Consultation Paper—Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structure* (Mar. 28, 2018), <https://api2.sgx.com/sites/default/files/public-consultations/migration/Consultation%2BPaper%2Bon%2BProposed%2BListing%2BFramework%2Bfor%2BDual%2BClass%2BShare%2BStructures.pdf>.

SGX, *Consultation Paper—Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures* (Feb. 16, 2017), https://www.rajahtannasia.com/media/2716/sgx_dcs_consultation_paper_-sgx_20170216-final.pdf.

SGX, *General Announcement: SGX clarifies that existing secondary listing framework allows dual class share companies* (Jul. 28, 2017), <https://links.sgx.com/1.0.0/corporate->

- announcements/794JA6LZ35VFIZTJ/20170728_SGX_clarifies_that_existing_secondary_listing_frameworkAllows_DCS_companies.pdf. www.SGX, *Listing of AMTD International Inc.* (Apr. 8, 2020), <https://www.sgx.com/listing-ceremony/AMTD>.
- SGX, *Responses to Comments on Consultation Paper—Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures* (Jun. 26, 2018), <https://api2.sgx.com/sites/default/files/Responses%2Bto%2BFeedback%2Bon%2BDCTS%2BConsultation%2BPaper%2B%2528260618%2529.pdf>.
- Singapore’s Ministry of Finance, *Report of the Steering Committee for Review of the Companies Act* 1, Consultation Paper, June 2011, <https://www.mof.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news-and-publications/press-releases/annex-a-sc-report-complete-2.pdf>.
- STANFORD LAW SCHOOL SECURITIES CLASS ACTION CLEARINGHOUSE, FEDERAL SECURITIES CLASS ACTION LITIGATION 1996 – YTD, <https://securities.stanford.edu/charts.html>.
- Stephen M. Bainbridge (Sep. 9, 2017), *Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective*, <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dua-l-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>, at 4-5.
- Steven Davidoff Solomon, *Private Markets Offer Valuable Service but Little Disclosure*, THE NEW YORK TIMES (Nov. 22, 2011), <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/11/22/private-markets-offer-valuable-service-but-little-disclosure/>.
- Steven Davidoff Solomon, *The Legal Issues in the Goldman-Facebook Deal*, THE NEW YORK TIMES (Jan. 10, 2011), <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/01/10/the-legal-issues-in-the-goldman-facebook-deal/>.
- Subodh Mishra, *Dual Class Share Structures: Is the Sun Setting Too Slowly?* (Dec. 19, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/19/dual-class-share-structures-is-the-sun-setting-too-slowly/#more-153402>.
- Susie J. Pak, *The Syndicate of the Ford Motor Company Initial Public Offering of 1956* 13, Museum of American Finance (Fall 2017), <https://www.moaf.org/publications-collections/financial-history>

magazine/123/_res/id=Attachments/index=0/Where%20Are%20They%20Now%20interactive.pdf.

Suzy Waite, *Alibaba chooses US over HK for IPO*, FINANCE ASIA (Mar. 16, 2014),
<https://www.financeasia.com/article/alibaba-chooses-us-over-hk-for-ipo/375266>.

Suzy Waite, *Alibaba chooses US over HK for IPO*, FINANCE ASIA (Mar. 16, 2014),
<https://www.financeasia.com/article/alibaba-chooses-us-over-hk-for-ipo/375266>.

The Ford Motor Company, *Re: Omission of Shareholder Proposal Submitted by Mr. Jack E. Leeds*, <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2008/fordmotor030308-14a8.pdf>.

THE NEW YORK TIMES COMPANY (Mar. 7, 2017), *Notice of 2017 Annual Meeting and Proxy Statement*, <https://nytco-assets.nytimes.com/2020/05/Final-Web-Ready-Bookmarked-Proxy-Statement.pdf>.

Vanguard, Global Proxy Voting Policy for Vanguard-advised funds (02/2024),
https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/global_proxy_voting_policy_2024.pdf.

Victor Luckerson, *Everything You Need to Know About Alibaba and its Mega-IPO*, TIME (Sep. 18, 2014), <https://time.com/3398957/alibaba-ipo-china/>.

Wayne Ferens, *Ford Motor Company's many 'Million Car Milestones'*, MOTORCITIES (Mar. 9, 2017), <https://www.motorcities.org/story-of-the-week/2017/ford-motor-company-s-many-million-car-milestones>.