

## 科创板上市公司双层股权结构中的日落条款

樊 健 朱 锐\*

**内容提要：**在双层股权结构下，上市公司创始人所拥有的特别表决权股的表决权数要远多于普通股。因此，创始人即使拥有少量的股份，依旧能够控制公司。该结构有助于创始人抵御敌意并购，实现公司的长期价值，达成创始人的愿景。与此同时，该结构也可能增加公司的治理成本，损害普通股股东的利益。日落条款的制定，有助于平衡创始人与普通股股东之间的利益冲突。我国规定了多种类型的日落条款，包括董事不能履职、创始人失去对特别表决权股的控制、公司控制权发生变更以及创始人持股比例低于10%等，但是还有完善空间。从实际情况来看，目前规定时间型日落条款的时机尚不成熟。创始人只有同时担任董事职务才能拥有特别表决权股的规定并不合理。当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时，该股份不应当转换为普通股。公司章程可以规定，当创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属（或子女等近亲属继承）或者转让给家族信托时，该股份不转换为普通股。对于因创始人委托他人行使表决权而发生股份转换的事由要做限缩解释，只有当委托人将特别表决权永久性地、不可撤销地委托给他人（非其他创始人）行使时，委托人所拥有的特别表决权股才转化为普通股。

**关键词：**双层股权结构 创始人 愿景 日落条款

### 一、问题之提出

在我国，关于是否应当允许上市公司设置双层股权结构（dual class share structure，也有翻

\* 樊健，上海财经大学法学院助理教授；朱锐，北京国枫（上海）律师事务所管理合伙人。

译为双重股权结构)<sup>〔1〕</sup>的争论,由来已久。<sup>〔2〕</sup>尤其是当大量科技创新企业的创始人为了保持对上市公司的控制力,不得不远赴美国或者我国香港地区上市,以获得双层股权结构的时候,要求我国允许上市公司设置双层股权结构的呼声也就越发强烈。

关于双层股权结构的利弊得失,境外学者也存在针锋相对的观点,<sup>〔3〕</sup>众多实证研究的结论也是不尽相同。<sup>〔4〕</sup>在全球范围内,证券交易所(或国家/地区)之间为了应对日益激烈的竞争压力,吸引尽可能多的公司来到本交易所(或本国/本地区)上市交易,越来越多的证券交易所(或国家/地区)改变了原来“一股一权”(one share one vote)的上市规则,允许上市公司设置双层股权结构。最近的例子就是香港联交所重新修订上市交易规则,允许高科技上市公司设置双层股权结构。

在此背景下,证监会和上海证券交易所分别出台了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(以下简称《实施意见》)和《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《上市规则》),明确允许在上海证券交易所科创板(以下简称“科创板”)上市交易的公司设置双层股权结构。<sup>〔5〕</sup>实践中,在科创板上市的优刻得科技股份有限公司成为我国证券市场上首个设置双层股权结构的上市公司。<sup>〔6〕</sup>基于科创板的示范效应,如果科创板上市公司的双层股权结构实施效果良好,则极有可能所有上市公司,甚至包括“新三板”在内的所有公众公司等都将允许采用这种股权结构。<sup>〔7〕</sup>

那么双层股权结构究竟有何魅力,使得如此众多科技创新企业的创始人“竞折腰”?双层股权结构又会产生何种问题,损害到普通股股东的利益?作为解决这些问题方法之一的日落条款(sunset provisions),即基于一定的事由,特别表决权股转化为普通股,甚至双层股权结构终止的条款,在我国的规定和实际运作又是怎样的?其又存在何种问题?如何解决这些问题?国内对此进行专门研究的文献尚不多见,<sup>〔8〕</sup>本文将结合《上市规则》和《优刻得招股说明书》,在借鉴

〔1〕 按照《实施意见》第5条的规定,双层股权结构是指,上市公司依照《公司法》第一百三十一条的规定发行具有特别表决权的类别股份,每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量,其他股东权利与普通股份相同。本条所指的其他股东权利主要是指财产性权利,例如分配股利和分配剩余财产的权利等。

〔2〕 有学者从尊重公司自治、解决股东异质化等角度出发,认为我国应当引入双层股权结构,例如蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,载《证券法苑》2014年第4期;金晓文:《论双层股权结构的可行性和法律边界》,载《法律适用》2015年第7期;冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期;刘胜军:《新经济下的双层股权结构:理论证成、实践经验与中国有效治理路径》,载《法学杂志》2020年第1期。也有学者从我国证券市场的投资者结构、公司治理的实际情况等角度出发,认为我国目前尚不宜引入双层股权结构,例如李尚桦:《双层股权结构之法律评析——兼论其在我国之适用性》,载《金陵法律评论》2014年第2期;刘彦泮:《双重股权结构目前不适合中国》,载《董事会》2017年第4期。

〔3〕 支持双层股权结构的学者,例如 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 (2018); 反对双层股权结构的学者,例如 Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 Va. L. Rev., 585 (2017)。

〔4〕 关于国外实证研究的总结,参见 Yvan Allaire, The Case for Dual-Class of Shares, 载 <https://ssrn.com/abstract=3318447>, 最后访问时间:2021年4月11日; Anita Anand, Governance in Dual Class Share Firms, 载 <https://ssrn.com/abstract=3104712>, 最后访问时间:2021年4月11日。

〔5〕 参见《实施意见》第5条;《上市规则》第四章第五节。

〔6〕 参见《优刻得科技股份有限公司招股说明书》(申报稿)(以下简称《优刻得招股说明书》)。

〔7〕 目前,深圳证券交易所创业板已经允许上市公司设置双层股权结构。此外,2020年11月1日起施行的《深圳经济特区科技创新条例》第99条规定:“在本市依照《中华人民共和国公司法》登记的科技企业可以设置特殊股权结构,在公司章程中约定表决权差异安排,在普通股份之外,设置拥有大于普通股份表决权数量的特别表决权股份。……”该条款允许非上市公司设置双层股权结构。

〔8〕 参见沈朝晖:《双层股权结构的“日落条款”》,载《环球法律评论》2020年第3期。

境外经验的基础上回答这些问题。

## 二、双层股权结构的功能与弊端

双层股权结构对于公司的创始人具有非常重要的价值，其能够保证创始人在公司上市之后依旧享有对公司的控制权，从而抵御敌意收购行为，实现公司的长期价值，最终达成其对公司的愿景（idiosyncratic vision）。按照戈申（Goshen）和哈姆达尼（Hamdani）教授的理论，创始人的愿景是指创始人确信如果其商业计划等能够得到恰当的执行，其能够（为普通股股东）创造出高于市场的回报。<sup>〔9〕</sup> 创始人愿景能够成功的主要原因在于，创始人拥有更多关于公司的内部信息，可能是由于该信息的保密性，或者投资者无法准确地对该信息进行估价，只有当创始人获得公司的控制权时，其才能有效地利用该信息，从而为普通股股东创造出更大的价值。如前所述，普通股与特别表决权股在财产性权利方面，并无差别。

同时，由于该种股权结构也会增加公司治理成本，其可能会损害普通股股东的利益。由于相关文献对于双层股权结构的利弊分析已经很多，<sup>〔10〕</sup> 本部分仅就与本文主题紧密相关的内容进行分析。

### （一）双层股权结构的功能

#### 1. 公开发行股票并上市后，公司创始人所面临的挑战

科技创新企业的创始人在公司股票公开发行之后的持股比例一般都会被稀释，包括私募基金在内的机构投资者和公众投资者将持有公司绝大多数股票。公司的创始人由于无法再确保其对公司的控制权，将会面临两大挑战：

第一，公司一旦成为上市公司，理论上所有的投资者都能购买公司的股份。投资者所拥有的股份数量越大，其对于公司的控制权也就越大。这样当外部投资者获得公司 50%，甚至 30% 以上股份的时候，公司的控制权就会发生变更，由公司的创始人转移至外部投资者。<sup>〔11〕</sup> 迫于新控制人的压力，不少创始人会离开公司。由于我国上市公司抵御敌意收购的反收购措施极为有限（例如无法实施“毒丸计划”），如何抵御敌意收购是创始人在公开发行时首先要想办法解决的问题之一。例如，“宝能系”收购完南玻集团之后，在新控制人的压力下，南玻集团的管理层集体辞职。<sup>〔12〕</sup> 这样，创始人关于公司的愿景，因控制权的变化而无法达成。

第二，在资本市场无情的压力下，公司创始人将被迫放弃对于公司的长期（long-term）价值创造和愿景，更加注重公司短期（short-term）（如每个季度）内的股价变化。<sup>〔13〕</sup> 有实证研究

〔9〕 See Zohar Goshen, Assaf Hamdani, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale L.J.*, 560, 577 (2016).

〔10〕 例如陈若英：《论双层股权结构的公司实践及制度配套：兼论我国的监管应对》，载《证券市场导报》2014年第3期；Shen Junzheng, The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective, 46 *Hong Kong L.J.*, 477 (2016)；Zoe Condon, A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy, 68 *Emory L.J.*, 335 (2018).

〔11〕 《上市公司收购管理办法》第84条规定：“有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；……”

〔12〕 详情参见林金冰：《“宝能系”入主南玻调查》，载《财新周刊》2016年第46期。

〔13〕 See Leo E. Jr. Strine, One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term, 66 *Bus. Law.*, 1 (2010)；Lucian A. Bebchuk, The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value, 113 *Colum. L. Rev.*, 1637 (2013).

表明, 股东短期利益压力引起的管理者短视偏差会显著影响企业投资行为。<sup>[14]</sup> 这是因为, 如果公司创始人忽视证券市场对于公司股价短期内的期待, 则公司的股价会下跌。此时, 敌意收购方可能会出现并获得公司控制权。

## 2. 双层股权结构的价值

面对这两大挑战, 如果没有适当的保护措施, 科技创新企业很可能不公开发行股票, 转而通过私募基金或者银行贷款来获得资金, 这对于公司创始人和普通股投资者来说, 可能都是损失。因为, 公司的创始人将以比较高的成本来获得资金, 而普通股投资者则失去了宝贵的投资机会。

为了解决这一问题, 双层股权结构便应运而生。这种股权结构能够使科技创新企业的创始人在拥有公司少量股份的情况下, 依旧保持对于公司的控制权。根据《优刻得招股说明书》, 其三位共同创始人所拥有的设置特别表决权的股份合计为 97688245 股 A 类股份, 扣除 A 类股份后, 公司剩余 266343919 股为 B 类股份。因此, 三位共同创始人的实际持股比例为 26.84%。由于 A 类股份的表决权数是 B 类股份的 5 倍,<sup>[15]</sup> 经折算后三位共同创始人合计拥有的表决权比例为 64.71%。很显然, 即使在公司上市之后, 三位共同创始人依然能够控制公司, 实现所谓的“上市公司治理有限责任公司化”<sup>[16]</sup>。

通过双层股权结构, 公司的创始人能够牢牢地掌握公司的控制权, 不用担心敌意收购行为的存在, 也不用在意股价在短期内的波动情况, 能够集中精力关注于公司的长期价值创造,<sup>[17]</sup> 从而达成其对公司的愿景。事实上, 有学者认为, 该种股权结构减少了股东(委托人)的治理成本(例如股东之间的合作成本),<sup>[18]</sup> 是一种有效率的公司治理结构<sup>[19]</sup>。最终, 创始人将“蛋糕”做大之后, 相比于未设置双层股权结构, 普通股股东将获得更大的回报。正如优刻得公司在招股说明书上所说的那样, “特别表决权的引入系为了保证公司的共同控股股东及实际控制人对公司整体的控制权, 从而确保公司在上市后不会因实际控制权在增发股份后减弱对公司的生产经营产生重大不利影响, 从而保护发行人全体股东的利益。公司 A 类普通股股东作为公司的创始人及核心管理团队能够集中公司表决权, 从而能够使公司治理效率提升”<sup>[20]</sup>。不少实证研究也表明了双层股权结构公司的优异业绩表现。例如, 有实证研究表明双层股权结构公司比单层股权结构公司运营得更久, 规模更大以及效益更好。<sup>[21]</sup> 也有实证研究表明, 实施双层股权结构的公司与其申请专利的数量正相关。创新性的加强抵消了创始人控制权对公司的消极影响。<sup>[22]</sup>

[14] 参见王海明、曾德明:《管理者短视偏差对企业投资行为影响研究——一个基于股东短期利益压力视角的实证》, 载《财经理论与实践》2013年第1期。

[15] 根据《上市规则》, 特别表决权股的表决权数不能超过普通股的十倍。

[16] 前引[3], Sharfman文, 第31页。

[17] See Bradford Jordan et al., Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual Class Share Structure, 41 *J. of Corp. Fin.*, 304 (2016).

[18] See Zohar Goshen, Richard Squire, Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, 117 *Colum. L. Rev.*, 767 (2017).

[19] See Dorothy S. Lund, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, 71 *Stan. L. Rev.*, 687 (2019).

[20] 《优刻得招股说明书》。

[21] See Ronald Anderson et al., The Dual Class Premium: A Family Affair, available at <https://ssrn.com/abstract=3006669>, last visited on Apr. 11, 2021; Martijn Cremers et al., The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, available at <https://ssrn.com/abstract=3062895>, last visited on Apr. 11, 2021.

[22] See Lindsay Baran et al., Dual Class Share Structure and Innovation, available at <https://ssrn.com/abstract=3183517>, last visited on Apr. 11, 2021.

## （二）双层股权结构的弊端

双层股权结构一方面能够使创始人掌握公司的控制权，另一方面也可能会损害普通股股东的利益。<sup>〔23〕</sup>主要表现在三方面：<sup>〔24〕</sup>

第一，双层股权结构具有强大的反收购功能，将使得公司的创始人不受资本市场力量的约束。当创始人损害普通股股东利益的时候，资本市场的约束将不会有任何效果（例如即使公司业绩再差，也不会被敌意收购方收购）。<sup>〔25〕</sup>普通股股东只能通过诉讼等手段维护权利，这样的维权成本将极高，对于普通股股东很难有实质性的保护。<sup>〔26〕</sup>

第二，双层股权结构使得创始人在公司的经济利益（持股比例）与其对公司的控制力（表决权比例）极不相称。创始人完全可能通过其对公司的控制权来获得私人利益（更多的薪酬或者没有效率的合并等），从而损害普通股股东的利益。<sup>〔27〕</sup>例如 Sun-Times Media Group 的前 CEO 康瑞得·布莱克（Conrad Black）虽然仅拥有 30% 的股份，但是通过双层股权结构，却拥有公司 73% 的表决权。据此，他将好友选为公司董事，通过各种名目的费用和奖金等来掏空公司，普通股股东对此却鲜有能力保护自己的利益。最后，经过了三年多的纠纷，康瑞得·布莱克才承认自己从事了欺诈行为。<sup>〔28〕</sup>

第三，经过一段时间后，创始人的愿景可能无法达成，又或者，在 IPO 阶段，创始人确实能够为普通股股东带来巨大的回报，但是随着时间的流逝，创始人的身体状态、创新精神和判断力等都会改变，甚至下降，难以保证其还会为普通股股东创造价值。<sup>〔29〕</sup>在这种情况下，如果还允许创始人拥有控制权，显然与当初赋予其特别表决权股的目标不符。更有甚者，当创始人不能适当行使表决权，而成为所谓的“价值减损领导者”（value decreasing leaders）时，对普通股股东

〔23〕 在 IPO 阶段，虽然普通股投资者可以将双层股权结构对普通股价值的影响考虑在内，从而给出一个合理的对价，这样双层股权结构的治理成本可以通过市场机制而内在化（参见前引〔3〕，Sharfman 文，第 25-31 页），但是，双层股权结构的企业存在着非常显著的信息不对称性，所以投资者是否可以准确估价是个问题。即使在 IPO 阶段可以准确估价，但是之后创始人还有可能损害普通股股东利益，即存在道德风险（See Jeffrey N. Gordon, Dual Class Common Stock: An Issue of Public and Private Law, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/dual-class-common-stock-an-issue-of-public-and-private-law/>, last visited on Apr. 11, 2021）。

〔24〕 有学者还认为，双层股权结构违反一股一权的证券市场基本原则，违反股东民主精神（shareholders democracy），因为创始人拥有的表决权数要远远多于普通股股东。然而，这种说法并不太具有说服力。股东民主的真意并非像选举民主那样一人一票，而是根据持股比例来行使表决权。因此，持股比例多的股东其表决权也就越多。这样，既然公司表决权并非按照最公平的人头原则来分配，则偏离一股一权的表决权结构很难说是不民主的，只要普通股投资者同意该种表决权安排。（See David J. Berger, Why Dual Class Stock? A Response to CII's Petition to Nasdaq For Mandatory Sunset Provisions, available at <https://ssrn.com/abstract=3365154>, last visited on Apr. 11, 2021；前引〔4〕，Allaire 文，第 2 页。）

〔25〕 See Daniel R. Fischel, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, 54 U. Chi. L. Rev., 119, 141 (1987).

〔26〕 在我国，就上市公司而言，股东为了维护公司利益而提出派生诉讼的案例只有一起。（参见黄辉：《中国股东派生诉讼制度：实证研究及完善建议》，载《人大法律评论》2014 年第 1 辑。）

〔27〕 这已被诸多研究所证实。（See Ronald W. Masulis et al., Agency Problems at Dual-Class Companies, available at <https://ssrn.com/abstract=1080361>, last visited on Apr. 11, 2021；Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Perils of Small-Minority Controllers, available at <https://ssrn.com/abstract=3128375>, last visited on Apr. 11, 2021；Henrik Cronqvist, Mattias Nilsson, Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, available at <https://ssrn.com/abstract=418461>, last visited on Apr. 11, 2021.）

〔28〕 See Blair Nicholas, Brandon Marsh, Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔29〕 参见前引〔3〕，Bebchuk、Kastiel 文，第 602-606 页。

而言,更是灾难性后果。在美国,经常被学者提到的例子就是“雷冬石现象”。雷冬石(Summer Redstone)通过双层股权结构,虽然仅仅持有Viacom和CBS两家公司8%的股份,但是掌握了近70%的表决权。他现在已经94岁了,法庭的诉讼显示,其已经不能站立、走路、书写或者完整地说话。<sup>[30]</sup>像他这样的情况,显然已经无法有效地行使其控制权来为普通股股东创造价值。

### (三) 创始人愿景与普通股股东利益之间的平衡

一方面,双层股权结构有助于公司的创始人抵御证券市场敌意并购的威胁和短期压力,达成其愿景,为普通股股东带来巨大回报。另一方面,双层股权结构也会极大地增加上市公司中的治理成本,可能会损害普通股股东的利益。对此,良好的制度安排应该是,既能实现公司创始人采用双层股权结构的目标,但又要适度;同时,能妥善地保护好普通股股东的利益,给予其一定的话语权,但又不至于直接干涉公司的经营管理。<sup>[31]</sup>对此,《实施意见》和《上市规则》制定了不少条款,以实现法律制度除弊兴利的功能,例如详细的信息披露、<sup>[32]</sup>保证普通股股东的表决权不会减少<sup>[33]</sup>以及涉及公司重大决策时的平等投票权<sup>[34]</sup>等。除此之外,《实施意见》和《上市规则》也制定了多种类型的日落条款来解决或缓解双层股权结构所产生的问题。正如有学者正确地指出,日落条款“对防止超级表决权的固有性是非常有意义的”<sup>[35]</sup>。

## 三、我国日落条款的规定与分析

如前所述,所谓日落条款是指规定当法律或者公司章程规定的事由出现时,特别表决权股股东所拥有的股份自动转换为普通股,或者双层股权结构终止的条款。在美国等境外发达证券市场,设置双层股权结构的公司IPO时,同时制定日落条款是比较常见的,例如在2000年之后在美国上市的公司中,有64%的公司制定了日落条款。<sup>[36]</sup>本文认为,制定日落条款的主要理由有二:

第一,当双层股权结构的目标不能实现(例如公司控制权发生变更)时,就没有必要再赋予创始人特别表决权股。

第二,当双层股权结构的弊端显著增加(例如创始人的持股比例极低)时,如果依旧允许其拥有特别表决权股,则极有可能会损害普通股股东的利益,此时就应当考虑终止双层股权结构。

本部分,结合《上市规则》和《优刻得招股说明书》,来分析我国日落条款的法律规定(参见表1)和实践情况。

[30] See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, The Lifecycle Theory of Dual-Class Structures, available at <https://ssrn.com/abstract=3300841>, last visited on Apr. 11, 2021.

[31] See Andrew William Winden, Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures, 2018 Colum. Bus. L. Rev., 852, 906 (2018).

[32] 参见《实施意见》第5条。

[33] 参见《上市规则》第4.5.6条。

[34] 参见《上市规则》第4.5.10条。

[35] 朱慈蕴、[日]神作裕之:《差异化表决制度的引入与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角》,载《清华法学》2019年第2期,第23页。

[36] 参见前引[31], Winden文,第870页。

表 1 我国关于日落条款规定

事由	相应条款	效果
创始人不能履行董事职责	《上市规则》第 4.5.9 条（一）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人丧失对持股主体的控制权	《上市规则》第 4.5.9 条（二）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人将特别表决权股转让给他人	《上市规则》第 4.5.9 条（三）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
创始人委托他人投票	《上市规则》第 4.5.9 条（三）	该股东所持特别表决权股转换为普通股
公司控制权发生变更	《上市规则》第 4.5.9 条（四）	双层股权结构终止
全体创始人持股比例低于 10%	《上市规则》第 4.5.9 条（一）	双层股权结构终止

### （一）双层股权结构的目标不能实现

双层股权结构的目标是让公司创始人通过控制权来为普通股股东创造价值，实现创始人的愿景。因此，如果创始人无法行使控制权或者失去控制权，则让其继续拥有特别表决权股即无必要。具体而言，这种日落条款在我国的规定是：

#### 1. 创始人不能履行董事职责

由于上市公司的日常经营权掌握在董事会手中，<sup>〔37〕</sup> 创始人只有担任公司董事时，才能具体地去规划和实施其对公司的愿景。所以，如果其不能履行董事职责，赋予其特别表决权股的目标也就不能实现了。据此，《上市规则》第 4.5.9 条（一）规定，持有特别表决权股份的股东不再符合该规则第 4.5.3 条规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡时，其所持有的特别表决权股转换为普通股。《上市规则》第 4.5.3 条规定的资格（有学者称之为日升条款，sunrise provisions）<sup>〔38〕</sup> 是，对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。

如果董事死亡或者离任，显然其不能履行董事职责，此时按照《上市规则》其所持有的特别表决权股应当转换为普通股。但是，所谓丧失相应履职能力应如何理解，即成为问题。本文认为，首先，如果创始人符合《公司法》第 146 条的禁止性规定，其当然失去了相应的履职能力。由于年纪等原因，当董事从具备完全民事行为能力变成限制行为能力甚至无民事行为能力时，按照《民法典》第 24 条第 1 款的规定，公司作为利害关系人可以向人民法院提出申请。其次，如果公司所处的行业规定对董事有专门的任职要求，创始人不能满足该任职要求时，其即不能担任董事职务。<sup>〔39〕</sup> 再次，如果创始人被证监会实施市场禁入的行政监管措施，则其在禁入期内不能担任董事职务。最后，如果创始人被上海证券交易所认定为不适当人选，则其也不能担任董事职务。<sup>〔40〕</sup>

#### 2. 创始人失去对特别表决权股的控制

当创始人将特别表决权股转让给他人或者丧失对该股份的实际控制时，理论上其就不能通过行使表决权来决定或影响公司的经营决策，因此赋予其特别表决权股的目标也就无法达成。理由

〔37〕 虽然，学界普遍认为，我国《公司法》体现的是股东会优位主义，公司的重大决策应由股东会作出。但是，由于上市公司股权相对比较分散，股东大会不可能频繁召开，因此相比于有限责任公司，上市公司的董事会权力更大。（参见许可：《股东会与董事会分权制度研究》，载《中国法学》2017 年第 2 期。）

〔38〕 参见前引〔31〕，Windén 文，第 863-869 页。

〔39〕 例如《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》第 9 条。

〔40〕 参见《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》（2019 年修订）第 8 条第 3 项。

在于,公司之所以赋予创始人特别表决权股,正是看中了该创始人个人(或者全体创始人)的能力、性格和品行等,以及未来其对公司可能做出的贡献。从公司的角度来说,赋予创始人特别表决权股也是一种将创始人牢牢地绑定在公司的方式。据此,特别表决权股与创始人之间具有较为紧密的人身依附关系。新的股权所有人或者实际控制人显然无法满足该要求,所以这些主体无法与创始人一样拥有特别表决权股。按照《上市规则》,具体而言分为三种情况:

(1) 创始人丧失对持股主体的控制权

根据《上市规则》4.5.3条的规定,享有特别表决权股的股东,除了创始人兼董事之外,还可以是该创始人兼董事实际控制的持股主体,包括公司、合伙企业以及信托计划等。《上市规则》4.5.9条(二)规定,创始人失去对相关持股主体的实际控制时,该持股主体所拥有的特别表决权股转换为普通股。实践中,如果持股主体是公司或者合伙企业等企业形式,通常以实质重于形式的要求,通过层层穿透来确定最终的实际控制人。如果是通过信托计划等非企业形式来实现控制,如何界定实际控制将会成为问题。在通常情况下,信托是由受托人来管理,因此,除非创始人兼董事担任信托受托人,否则其难以控制该信托计划。当然,创始人兼董事可以在信托合同中保留对于受托人的指示权。但是,如果这种指示权范围过大,以至于剥夺了受托人对于信托财产(股权)的管理权,则可能被认为是名义或者消极信托而无效。<sup>[41]</sup>

(2) 创始人将特别表决权股转让给他人

《上市规则》4.5.9条(三)规定,持有特别表决权股的股东向他人转让所持有的特别表决权股,则该股份即丧失特别表决权。如前所述,由于特别表决权股与创始人之间存在紧密的人身依附关系,一旦创始人将特别表决权股转让给他人,该他人就不能继续享有特别表决权。在股份让与担保的情况下,通常认为担保权人仅仅是股份名义上的所有人,其表决权的行使会受到一定的限制。<sup>[42]</sup>因此,股份让与担保并不属于本条规定的“转让”。此外,对于本条规定的“转让”应做广义的解释,除了自愿性地卖出之外,应该还包括因司法强制执行程序以及继承等特别表决权股归属发生变更的情况。但是,如何理解“他人”,则存在较多的问题,待后文详述。

(3) 创始人委托他人投票

《上市规则》4.5.9条(三)规定,持有特别表决权股的股东将表决权委托他人行使的,该股份应当转换为普通股。本规定的理由在于,如果创始人将表决权委托给他人行使,则该表决权体现的是他人意志而非创始人意志。如前所述,赋予创始人特别表决权股的理由就是普通股股东信赖创始人的个人能力(对产品、公司未来发展的判断等),因此当特别表决权表达的非创始人意志时,该受托人就不能像委托人那样继续享有特别表决权。由本事由导致创始人的特别表决权股转换为普通股所存在的问题较多,待后文详述。

3. 公司控制权发生变更

《上市规则》4.5.9条(四)规定,当公司的控制权发生变更时,上市公司已发行的全部特别表决权股均应当转换为普通股。由于公司发行了足够多的普通股,稀释了创始人的表决权等原

[41] 参见〔日〕新井诚:《信托法》,刘华译,中国政法大学出版社2017年版,第105页。

[42] 例如“王绍维与赵丙恒等股东资格确认纠纷再审申请案”[最高人民法院(2015)民申字第3620号民事裁定书]。另可参见蔡立东:《股权转让与担保纠纷裁判逻辑的实证研究》,载《中国法学》2018年第6期。

因，其他投资者可以通过购买普通股而获得公司控制权。此时，由于公司的重大决策等事项已经由其他投资者来决定，公司创始人已经不能再控制公司，通过赋予其特别表决权股而实现抵御敌意并购、达成创始人愿景的目标也就不能完成，因此所有创始人所拥有的特别表决权股都将转换成普通股。换句话说，在此情形下，双层股权结构将终止。

## （二）双层股权结构的弊端显著增加

不少学者认为，如果特别表决权股的所有人拥有的股权比例过低，则其极有可能利用其表决权来谋取私利，公司治理成本将大大增加。<sup>〔43〕</sup> 为了在一定程度上防止此类损害普通股股东利益的情况发生，<sup>〔44〕</sup>《上市规则》第4.5.9条（一）规定，持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第4.5.3条规定的资格和最低持股要求时，特别表决权股应该转换为普通股。《上市规则》第4.5.3条第2款规定，持有特别表决权股的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上。需要注意的是，此处的持股比例是全体创始人共同的持股比例，而非个别创始人的持股比例。这样，如果是全体创始人共同的持股比例低于10%，则该公司的双层股权结构将终止。

由于创始人必须至少拥有10%的股份，如果其作出有损于普通股股东利益的行为，至少也会承担10%的损失，通过这种“共担风险”的规定，可能会在一定程度上防止创始人做出侵害普通股股东利益的行为。但是，如果创始人从关联交易等行为中获得的收益大于该损失，其还是有经济上的动力去从事损害普通股股东利益的行为。所以，本条规定对于防止创始人从事损害普通股股东利益行为的作用有限。<sup>〔45〕</sup>“实践中，稀释型日落条款的触发率低，很少有上市公司是因为触发该类日落条款而从双层股权结构恢复到一股一权结构，而是否触发该条款，则依赖于高投票权股东是否主动放弃上市公司控制权。如果高投票权股东不放弃上市公司控制权，则此类条款缺少被触发的可能性。”<sup>〔46〕</sup>

本文认为，为了增加此类日落条款的有效性，《上市规则》应当采用所谓的“稀释条款”（dilution provisions），即当创始人的表决权比例低于30%时，双层股权结构终止。因为，此时公司的创始人已经无法确保其对公司的控制权，公司随时有可能发生控制权变更。此时终止双层股权结构的考虑基本上与控制权发生变更相同，只不过此时创始人可以通过购买普通股等方式来维持自己的表决权，从而防止触发本条款。通过这种方式能够较为动态地缓解因持股比例降低而产生的双层股权结构的问题，不至于像现在所规定的10%的最低持股比例那样，较为机械，无法适应每个公司不同的情况。<sup>〔47〕</sup>

## 四、我国日落条款存在的问题及完善建议

根据第三部分的分析，我们可以看出，相对而言，《上市规则》考虑到了公司创始人与普通

〔43〕 参见前引〔27〕，Bebchuk、Kastiel文，第4-17页。

〔44〕 参见前引〔27〕，Bebchuk、Kastiel文，第46-47页。

〔45〕 参见前引〔3〕，Bebchuk、Kastiel文，第620-621页。

〔46〕 前引〔8〕，沈朝晖文，第76页。

〔47〕 相同主张，参见前引〔4〕，Allaire文，第20-21页。

股股东利益平衡的问题,设置了多种类型的特别表决权股转化为普通股或者双层股权结构终止的日落条款,以达到兴双层股权结构之利(加强创始人的控制力、实现其愿景)、除双层股权结构之弊(经济利益与持股比例不匹配、创始人丧失创造愿景的能力等)的立法目标。

然而,由于日落条款所涉及的情形和利益考虑较为复杂,我国之前对此尚无法律规定和实践经验可供参考,制定《上市规则》的时间也较为紧迫,《上市规则》关于日落条款的规定还存在不少问题,有相当大的完善空间。

本部分将分析以下四个问题,即是否应当增加时间型日落条款、特别表决权股控制人必须担任董事职务的合理性、转让给他人是否应当有例外规定以及对于创始人委托投票的限缩解释,并提出完善建议,以供上市公司、保荐人、律师或者上海证券交易所等参考。

#### (一) 是否应当增加时间型日落条款

如前所述,双层股权结构能够使公司创始人专注于公司的长期价值(例如新产品的研发与商业化),实现其愿景,因此,创始人所拥有的特别表决权股的存续时间应当足够长,才能实现该目标。例如优刻得公司就设置了永久性的双层股权结构(perpetual dual class share structure),“除非经发行人股东大会决议终止特别表决权安排,发行人特别表决权设置将持续、长期运行”。

但是,这种永久性的双层股权结构安排,可能会产生两个负面效果:第一,如果新产品的研发或者商业化失败,公司创始人无法实现其既定目标,那么再让其拥有特别表决权股就与当初授予其该股份的目标相违背。第二,即使公司在一开始的表现良好,但是随着创始人年纪的增加,其创新精神、判断力等也会下降,此时让其继续拥有特别表决权股可能会反而损害普通股股东的利益。<sup>[48]</sup>有实证研究表明,实行双层股权结构的公司,其运营的前期表现会好于单层股权结构的公司,但是当公司成熟时,其表现会弱于单层股权结构公司,公司的代理成本会增加。但是,内部人不愿意在公司成熟之后取消双层股权结构,因此作者建议应当在事前就制定日落条款来解决该问题。<sup>[49]</sup>对此,美国的机构投资者顾问(Council of Institutional Investors)<sup>[50]</sup>建议纽交所和纳斯达克应当在上市规则中规定,双层股权结构的存续期最长不得超过七年。七年之后,可以再延长七年,但是应当由普通股股东来决定是否继续设置双层股权结构,否则即不允许此类公司上市交易。<sup>[51]</sup>在美国,也有越来越多的公司采用这种时间型日落条款,例如,在2017年的美国IPO市场上,有23家上市公司设置了双层股权结构,其中有六家公司采用了时间型日落条款。<sup>[52]</sup>

但是,这种“一刀切”(one-size fits all)的建议,也会产生以下三个问题:第一,具体存续时间的设定比较专断,无法保证七年的规定适合于所有公司。例如,有些新产品的研发与商业化开发

[48] 对此问题,参见 Robert J. Jackson, Jr., Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty, 载 <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>, 最后访问时间:2021年4月11日。

[49] See Hypotenuse Kim, Roni Michaely, Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures, available at <https://ssrn.com/abstract=3145209>, last visited on Apr. 11, 2021.

[50] 该组织由超过140家公共或私人养老金机构组成。(参见前引[3], Bebchuk、Kastiel文,第597页。)

[51] See Bernard S. Sharfman, The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel, available at <https://ssrn.com/abstract=3368476>, last visited on Apr. 11, 2021.

[52] See Council of Institutional Investors, Dual-Class IPO Snapshot: 2017—2018 Statistics, available at <https://www.cii.org/files/Board%20Accountability/2018Q1%20IPO%20Stats%20for%20Website.pdf>, last visited on Apr. 11, 2021.

需要十年，甚至更长的时间，因此创始人应当拥有至少十年以上的控制权来保证该产品的成功。<sup>〔53〕</sup>第二，具体存续时间的规定，可能产生负面激励，例如创始人在时间到来前，就将公司控制权以高溢价卖给他方。当然，相关法律可以规定，发生这种情况时，他人应当以相同的价格来购买普通股股东的股份，以保护其利益。但是，公司创始人可能以其他更隐蔽的方式来获得私人利益。<sup>〔54〕</sup>第三，公司的普通股股东显然并不愿意双层股权结构的存在，因此当其拥有机会否决双层股权机构时，其是否会继续支持设置双层股权结构，诚有疑问。<sup>〔55〕</sup>

正反双方的观点都有一定的道理。双层股权结构，尤其是科技创新企业的双层股权结构，对公司业绩究竟有何影响，实证研究尚缺乏一致的结论，因此，很难讲到底是哪方观点占优。因此，本文认为，从我国的实践情况来看，由于双层股权结构刚刚起步，其具体会对公司产生什么样的影响，尚未可知，而且，每个公司的情况并不相同，一刀切地设定双层股权结构的存续时间，显得较为专断，也并无充分的合理性。<sup>〔56〕</sup>因此，本文建议，交易所等暂且无需对双层股权结构的存续时间进行规范，等取得一定实践经验之后，再对此进行规定（或不规定）。<sup>〔57〕</sup>当然，公司可以根据自己的情况来决定是否采用时间型日落条款。<sup>〔58〕</sup>

## （二）特别表决权股控制人必须担任董事职务的合理性存疑

从理论上讲，一般情况下公司的创始人都会担任董事职务。通过担任董事职务，创始人能对公司的日常经营活动产生影响力。如果创始人不能影响公司的日常经营活动，则公司授予其特别表决权股的目标也就不能实现，其所拥有的特别表决权股应当转换为普通股，这可能也是《上市规则》规定创始人只有在担任董事职务的情况下才能拥有特别表决权股的理由。

然而，本文认为，除了担任董事职务对公司产生影响力之外，创始人还可以通过在股东会上行使特别表决权来实现其影响力，尤其是重大性、战略性的影响力，例如选举认同其经营理念的董事，表决公司的重大决策等。通过在股东会上行使特别表决权对公司的影响程度显然要远大于创始人在董事会上对公司的影响。因此，《上市规则》强制要求创始人只有在同时担任董事职务的条件下才能够拥有特别表决权股，显然有失偏颇。有时，这样的规定反而会损害普通股股东的利益。例如，创始人身体欠佳，不适合担任董事职务，此时如果强行规定其所拥有的特别表决权股转化为普通股，则只能迫使其“带病上阵”。此时，该董事是否还能完成公司法 and 公司章程所规定的义务，实在值得怀疑。另外，公司创始人可能会被选为政府官员<sup>〔59〕</sup>或出任其他社会职

〔53〕 See Jill E. Fisch, Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, at 16 - 17, available at <https://ssrn.com/abstract=3305319>, last visited on Apr. 11, 2021; Zohar Goshen, Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔54〕 See John C. Coffee, Jr., Dual Class Stock: The Shades of Sunset, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔55〕 参见前引〔53〕，Fish、Solomon文，第19-20页；前引〔4〕，Allaire文，第18页。

〔56〕 参见前引〔4〕，Allaire文，第17-18页。

〔57〕 反对意见认为，《上市规则》“没有引入期限型日落条款也是比较遗憾的”。（前引〔35〕，朱慈蕴、神作裕之文，第23页。）

〔58〕 参见前引〔8〕，沈朝晖文。

〔59〕 我国公务员法〔《公务员法》第五十九条（十六）〕规定政府官员不能从事经营活动，因此，根据下文建议，应当允许创始人委托其他创始人投票或者在创始人委托他人投票的情况下，仅仅是在委托期内，特别表决权股转化为普通股。

务,如果强行规定其所拥有的特别表决权股转化为普通股,绝大多数创始人可能就拒绝从事这类职务,结果是剥夺了创始人更好地服务于国家和社会的机会。

因此,本文建议,《上市规则》等不应当强行规定创始人只有同时担任董事职务时才能拥有特别表决权股。在美国等境外市场,也罕见类似的日落条款。<sup>[60]</sup>当然,如果上市公司确实有这方面的需求,可以自行在公司章程中作出规定。

### (三) 转让给他人是否应当有例外规定

由于特别表决权股与创始人之间具有极强的人身依附关系,一旦创始人转让其股权,受让人所拥有的股份即不能再享有特别表决权。但是,当该受让人具有特殊身份时,该理由是否还能成立值得讨论。

#### 1. 受让人是其他创始人

《上市规则》以全体创始人的持股比例来计算双层股权结构的存续条件,因此创始人之间是以团队身份来共同控制公司的,《优刻得招股说明书》也明确规定创始人共同行使表决权。对于普通股投资者来讲,创始人团队因素也是其决定是否投资该公司的重要考虑之一。例如,投资者正是信赖 Snap 公司的创始人埃文·斯皮格尔(Evan Spiegel)和罗伯·特墨菲(Robert Murphy),才去投资 Snap 公司的。<sup>[61]</sup>如果是创始人之间互相转让股权,由其他创始人继续享有转让创始人所拥有的特别表决权股,除了能够继续使创始人保持对公司的控制权之外,也与公司在 IPO 时设置双层股权结构的目标不相违背,同时也没有损害普通股投资者的合理信赖。

因此,本文认为,当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时,其他创始人所拥有的该股份依旧能够享有出让创始人的特别表决权。该例外规定,也是美国实施双层股权结构公司的普遍做法。<sup>[62]</sup>

#### 2. 受让人是创始人的子女等近亲属或者家族信托

创始人希望能把企业做成一家百年老店,但是实现该愿景并非一代人所能完成,考虑到我国“子承父业”的传统,创始人希望子女能够掌管公司实现其愿景的需求是非常迫切的。有学者指出,在加拿大,实施双层股权结构公司的主要目的之一就是使家族来控制该公司。<sup>[63]</sup>加拿大的实证研究显示,在 43 家家族控制的上市公司中,有 63% 的公司(27 家)设置了双层股权结构。<sup>[64]</sup>或者创始人希望公司保持其独立的特色或者传统(尤其当该公司属于出版或者娱乐行业时),只有其后人或者由遵从其指令的家族信托来继续拥有特别表决权股,方能实现创始人的这一愿望。

基于上述考虑,如果创始人将其特别表决权股转让给子女等近亲属(或者由子女等近亲属继承),或者将该股份转让给家族信托,由专业的受托机构遵循创始人的指示来行使表决权,则其原来所拥有的特别表决权股不应当转换为普通股。在美国,虽然不少上市公司在章程中限制了创始人对外转让特别表决权股,但是一般都不禁止将该股份转让给子女等近亲属(或者由子女等近

[60] 参见前引 [31], Winden 文,第 863-869 页。

[61] 参见前引 [3], Bebchuk、Kastiel 文,第 589 页。

[62] 参见前引 [31], Winden 文,第 863-869 页。

[63] See Anita Anand, Offloading the Burden of Being Public: An Analysis of Multiple Voting Share Structures, 10 Va. L. & Bus. Rev., 395, 400 (2016).

[64] 参见前引 [4], Allaire 文,第 5 页。

亲属继承)。<sup>〔65〕</sup> 境外的实证研究表明,由家族控制的双层股权结构公司能够为普通股股东带来更多的回报(高出平均回报率 35 个基点)。<sup>〔66〕</sup> 也有实证研究表明,家族控制的双层股权结构公司不仅业绩表现优良,而且经营得更久,表现出更多元的公司目标,能够抵御投机性股东的压力和短期社会经济形势对公司的影响。<sup>〔67〕</sup>

需要注意的是,当创始人通过双层股权结构将公司的控制权不断地在家族系统中继承时,不少上市公司可能会一直由某个或若干个家族控制,成为现代社会中的“门阀世家”,这样可能会对社会的平等性和公平性造成一定的冲击。<sup>〔68〕</sup> 本文认为,此点涉及较为宏大的社会问题,对此的详细分析和建议超出了本文的范围。但是,从双层股权结构中日落条款的设计角度而言,可以规定特别表决权股经过三代继承后转换为普通股或者信托存续时间超过一定年数后,特别表决权股转化为普通股。<sup>〔69〕</sup> 当然,如果我国将来引入时间型日落条款,对此无需过于担忧。

综上,本文建议,《上市规则》应当允许公司章程规定,创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属(或由子女等近亲属继承)或者家族信托时,受让人或该家族信托继续享有特别表决权股。如果公司在章程中对此进行了明确规定,投资者会有合理预期。并且,基于我国重视家族传承的传统文化,投资者对于此类章程条款也不会感到意外。

#### (四) 对于创始人委托投票的限缩解释

本文认为,对于委托情形下的特别表决权股转化为普通股,须做限缩解释。<sup>〔70〕</sup> 首先,如果创始人对受托人如何行使表决权给出了明确的指示,受托人行使表决权体现了委托人意志,此时特别表决权股不应当转化为普通股。其次,如果创始人之间互相委托行使表决权,如前所述,此时并未改变特别表决权股与创始人之间的人身依附关系,特别表决权股也不应当转化为普通股。最后,如果创始人将特别表决权在一定时间内(例如一年)全权委托给他人(非其他创始人)行使,该特别表决权股也仅仅是在该特定时间内转换为普通股。期限届满,创始人所拥有的股份还依旧享有特别表决权。

综上,只有创始人将特别表决权永久性地、不可撤销地委托给他人(非其他创始人)行使,此时创始人所有的特别表决权股才转化为普通股。

## 五、结 论

双层股权结构有助于创始人牢牢掌握对于公司的控制权,抵御敌意并购,实现公司的长期价值,达成其愿景。与此同时,该股权结构也可能增加公司治理成本,损害普通股股东的利益。日

〔65〕 参见前引〔31〕, Winden 文, 第 863-869 页。

〔66〕 See Ronald Anderson et al., The Dual Class Premium: A Family Affair, available at <https://ssrn.com/abstract=3006669>, last visited on Apr. 11, 2021.

〔67〕 参见前引〔4〕, Allaire 文, 第 11-13 页。

〔68〕 参见前引〔48〕, Jackson 文。

〔69〕 就信托领域的该争议,参见 Scot Andrew Shepard, Which the Deader Hand: A Counter to the American Law Institute's Proposed Revival of Dying Perpetuities Rules, 86 *Tul. L. Rev.*, 559 (2012)。

〔70〕 在美国等境外市场,很少有此种类型的日落条款。(参见前引〔31〕, Winden 文, 第 863-869 页。)

落条款的规定，有助于平衡创始人与普通股股东之间的利益冲突。

我国《上市规则》规定日落条款的主要理由是双层股权结构不能实现授予创始人特别表决权的目标与公司治理成本显著增加。具体而言，包括董事不能履职、创始人失去对股权的控制、公司控制权变更以及创始人持股比例低于 10% 等，但是也存在相当大的完善空间。

从实际情况来看，由于我国刚刚实施双层股权结构，相关经验尚不充分，规定时间型日落条款的时机尚不成熟。《上市规则》强制要求创始人担任董事职务才能拥有特别表决权股，并不合理。只要创始人拥有特别表决权股，其就能行使特别表决权，与其是否在公司担任董事（或者其他）职务无关。当创始人将特别表决权股转让给其他创始人时，特别表决权股不应当转换为普通股。公司章程可以规定，创始人将特别表决权股转让给子女等近亲属（或由子女等近亲属继承）或者转让给家族信托时，该股份不转换为普通股。对于创始人委托他人行使表决权，特别表决权股就转化为普通股的事由要做限制解释。如果创始人对如何投票作出明确指示、将投票权委托给其他创始人行使，特别表决权股不转换为普通股。创始人将特别表决权在一定时间内全权委托给他人（非其他创始人）行使，该特别表决权股只是在该特定时间内转化为普通股。期限届满，委托人所拥有的股份依旧享有特别表决权。只有创始人将特别表决权永久性地，不可撤销地委托给他人（非其他创始人）行使时，创始人所拥有的特别表决权股才转化为普通股。

---

**Abstract:** In dual classes share structure, the voting rights vest on founders through special shares are more than those of ordinary shares, thus even founders hold a few shares, they can control the corporations. Such structure helps founders to resist hostile takeovers, realize the long-term value of corporations and fulfill their idiosyncratic visions. At the same time, such structure may add the agency costs of corporate governance, and hurt the interests of ordinary shareholders. The sunset provisions are useful to balance the interests of founders and ordinary shareholders. In China, we have several types of sunset provision, such as directors losing their capability to manage corporations, founders not controlling the special shares, the shift of corporate control and the ratio of founders' shares less than 10%, but there is room to improve. From a practical standpoint, it is not good time to enact time-type sunset. It is unreasonable to allow founders to enjoy super voting rights only when they act as directors. When founder transfer the special shares to other founders, special shares shall not be changed to ordinary shares. Charts can allow the founders to transfer the special shares to their heirs or family trusts. Only founders permanently and irrevocably authorize others (not other founders) to vote, their special shares shall be changed to ordinary shares.

**Key Words:** dual classes share structure, founder, idiosyncratic vision, sunset provisions

---

(责任编辑：朱晓峰 赵建蕊)