对外经济贸易大学法学院
博士申请学位科研成果考核折算科研文献

文献形式（文献综述/读书报告）：文献综述

文献题目：双层股权结构法律治理研究文献综述

博士论文题目：股东平等原则视角下双层股权结构法律治理研究

培养学院：法学院

指导教师：徐海燕 教授

作者姓名：王一天

专业名称：民商法学

学　　号：202100510100

双层股权结构法律治理研究文献综述

摘要：本文立足于现有双层股权结构的理论研究，寻求双层股权结构法律治理的体系化构建。本文梳理双层股权结构的基础理论，分析其法律属性、法律本质、法律特征，讨论双层股权结构产生的理论支撑与实践外因，探寻其目的性价值与工具性价值。本文总结双层股权结构法律治理的理论，归纳双层股权结构治理契约自治及公平正义理念的合理性与本土适配度，着重于股东平等原则为治理逻辑起点的研究。同时，归纳我国早期理论研究集中于双股结构的引入否，现期研究聚焦于双股结构的监管走向。虽奠定了双股结构的研究基础，但呈碎片化、表面化研究较多，不够系统深入，法律实证研究几乎没有。并且，局限于监管规制的单一视角，而非对双股结构的体系化治理。

关键词：双层股权结构 股东平等原则 高表决权 低表决权 救济机制

双层股权结构又被称为双重股权结构或差异化表决权结构，常规表现为公司存在两类股份，一类为一股份一表决权的普通股份，另一类为每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份，由此形成表决权差异化的股份安排模式，含有高表决权股和低表决权股，通常持有高表决股份的股东是公司的创始股东。

一、双层股权结构的理论基础

（一）双层股权结构的法律内涵

1. 双层股权结构法律属性的厘清

以赵旭东教授、刘俊海教授、朱慈蕴教授为代表的大多学者观点认为双层股权结构属于类别股的一种。[1]我国公司法修订也将其纳入类别股项下规定，与域外中国香港、新加坡、美国等基本立法观点一致。但学界偶有观点认为双层股权结构不符合类别股的定义且二者制度的功能与价值相佐，认为其系表决权信托，属于“股”与“信托”之结合。此观点具体理由如下：首先类别股依其股份性质可以转让，而双层股权结构中的高表决权股份因与创始人身份的绑定而无法转让，即使转让也将转换为一般表决权股份，与类别股概念不符；其次，以类别股制度为基础去解释双层股权结构无法解释其对股东平等原则的偏离，且与控制股东股权滥用规制路径相佐。因存在适格的信托当事人、默示的信托意思与信托财产的转移，可认定双层股权结构是以非创始股东为委托人、受益人，创始股东为受托人所成立的表决权信托。[2]此种双层股权结构不属于类别股的观点是以偏概全的，双股结构确实有悖于一股一权的股份平等原则，但却不能断言其有违股东平等原则，以“信托”解释不仅偏离其基本的法律属性，也会过分加重高表决权控股股东的义务，这才是真正的违背股东平等原则理念。但该观点中观察到了双层股权结构中外部投资者（低表决权股东）出于对公司内部控制者（高表决权股东）的信任予以投资，值得肯定。

类别股是指股东权利在某些方面有所扩张或限制的股份类型，双层股权结构确属类别股，其实质是在股权内容切割基础上的股权与债权的混合。一方面，高低表决权股东同样也要承担公司的经营风险和破产风险，如不能申请公司破产，则不享有债权人的权利。另一方面，相互对比，高低表决权股东的股东权利在某些方面会有所扩张或减损。[3]需要注意的是，即使是类别股中最具典型债权性特征的优先股，依然不能因其股权融合的特征掩盖其股权性特征。[4]故双层股权结构具有债权与股权双重属性，但仍更强调其主要的股权属性。

2. 双层股权结构法律本质的剖析

---

[1] 参见朱慈蕴、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 10 页；刘俊海：《论上市公司双层股权架构的兴利除弊》，载《比较法研究》2022 年第 5 期，第 169 页；赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》2020 年第 4 期，第 101 页。

[2] 参见王博琨：《双重股权结构的本质反思与规制路径重构》，载《南方金融》2021 年第 8 期，第 78 页。

[3] 参见朱慈蕴、沈朝晖：《类别股与中国公司法的演进》，载《中国社会科学》2013 年第 9 期，第 150 页。

[4] 参见李安安，《股债融合论：公司法贯通式改革的一个解释框架》，载《环球法律评论》2019 年第 4 期，第 37-52 页。

对于双层股权结构法律本质的解读，学界主要从公司契约论和控制权利益角度分析。早在 1987 年，美国学者 Daniel R. Fischel 从公司契约论角度分析，提出“双层股权结构是公司与其各类投资者之间的私人合同问题。”[5]国内学者也大多与此观点类似，认为双层股权结构是当事人以契约或习惯创设的自治性安排，[6]属于股东契约，[7]是一种契约式的股权结构。[8]而另一方面，从控制权利益角度，双股结构实质是一种非常规的分配公司控制权的机制。[9]创始股东通过表决权差异化的方式，既满足融资需求又掌握公司的控制权，由此双层股权结构为创始股东的控制权强化机制。[10]相对而言，低表决权股东自愿承担表决权的限制，将决策权力交予高表决权股东支配，双层股权结构又是低表决权股东权利的稀释机制。[11]实际上，公司契约论角度与控制权利益角度并不矛盾，无非是侧重不同，前者强调双层股权之开头即“创设”，而后者强调其之结尾即“效用”。

总结双层股权结构的法律本质可将其创设蕴藏的契约主义与其实现的公司权力配置效用予以结合考量。此种特殊的表决权结构赋予创始股东等公司内部人以公司控制权，在公司创始股东和资本股东之间就公司控制权按照出资和股份进行非等比例配置的一种股份权能结构，体现了公司权力配置的契约主义趋向。将传统同股同权的“资本多数决”议事规则实质转变为同股不同权的“合意少数决”。其中“合意原则”的具体表现分为不同层次：首先，创始股东和公司设立时进入的资本股东可以对公司权力配置模式进行磋商，达成合意并固定在公司章程中。其次，在公司已经设立的情形下，招股说明书作为要约邀请，资本股东认可该种公司权力配置模式，则以投资入股协议或者认购股份实现与创始股东的合意。再次，“买者谨慎”在投资领域即为“投资自负”，资本股东在决定是否投资双层股权结构公司前，应当清楚并理解该种公司的权力配置，一旦投资，就意味着认可将其股权中的部分表决权让渡给创始股东，认可创始股东对公司经营的控制，即通过购买股票这一实际履行行为，与创始股东就公司权力配置达成合意，双层股权结构是意思自治下的结果，是契约主义在公司治理中的充分体现。[12]并且，外部股东实际为契约支付了对价，通过让渡表决权换取低价购入股票的机会与获得高资产

---

[5] See Daniel R. Fischel,“Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock”,University of Chicago Law Review,1987,54(1) ,p.120“*The voting rules are considered to be a matter of private contract between the firm and its various types of investors.*”

[6] 同注 3。

[7] 参见郭雳、彭雨晨：《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》，载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2019 年第 2 期，第 140 页。

[8] 参见李安安、侯子璇：《契约式股权结构的公司法调整：回应型法的一个解释框架》，载《理论月刊》2022 年第 5 期，第 128-142 页。

[9] 参见沈骏峥：《论双重股权结构监管制度的构建——以控制权利益的内涵为视角》，载《中外法学》2021 年第 3 期，第 820 页。

[10] 参见汪青松：《公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护——以美国制度环境与中概股样本为例》，载《环球法律评论》2019 年第 5 期，第 143-159 页。

[11] 参照勝部伸夫「種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス-議決権種類株式を中心にして-」関西学院大学商学研究会「商学論究」64 巻 2017 年 1 月 101-129,“*議決権種類株式の本質はすでに指摘した通り、一般株主の「所有の希釈化」*”

[12] 参见于莹、梁德东：《我国双层股权结构的制度构造》，载《吉林大学社会科学学报》2021 年第 2 期，第 67-68 页。

收益的权利。[13]所以，双层股权结构是平等股东之间根据自由意志对公司权力进行自治性配置的结果，本质是组织性契约，也可将其称为“私法中的公共性契约”或“私法中的团体性契约”。[14]

3.双层股权结构法律特征的明晰

正如双层股权结构的法律本质所揭示，自治性是其具体特征，体现了股东自治的理念，由股东自治性配置股东权利进而实现公司权力配置的变化，是契约法入侵组织法的产物。认识且尊重双层股权结构自治性的同时，大部分学者皆支持需与法定性相结合。朱慈蕴教授等从双层股权结构的股权属性出发予以论证，认为股权的保护具有绝对性，双层股权结构中的股权同样作为一种对世权、绝对权，将会涉及不确定的第三人利益，甚至涉及到资本市场的稳定。因此，包括双层股权结构在内的类别股必须法定化，明确其统一的内容与基本规则，确保其正当性，且便于公示股权关系与投资者了解双层股权结构的效力使然。[15]蒋大兴教授则从双层股权结构组织性契约的法律本质出发，考虑其组织性契约的外部性与商法语境的特殊性，提出商法语境下的组织性契约与“一对一”的一般民事合同有所区别，其“多对多”的特点决定其外溢的损害会波及更多人。而仅靠不稳定的股东群体内生秩序并不足以解决其外溢影响，需要外部规范的制约，尤其是法律规范的调整。[16]此次公司法的修订也正回应了法定化这一特点，第 144 条设兜底性条款:“国务院规定的其他类别股”给行政法规留下拓展空间，但是并未规定经章程可自治设计不同类型股。立法者对于股份有限公司发行的类别股种类采法定模式，而不采章程自治模式。[17]实际上，公司法的私法特性决定了其制度设计必须尽可能减少强制性规范的比重，但双层股权结构在内的类别股必须法定化，由法律提供“标准化契约”予以回应的主要原因在于其所调整的关系已涉及关系主体之外的第三人利益甚至公共利益。自治性与法定性相结合成为了双层股权结构不可抹去的法律特征。

（二）双层股权结构产生的主要动因

1．双层股权结构产生的理论支撑

股权利益分离理论指基于股权的不同利益之间可以根据意定和法定的方式予以重新组合和安排。[18]传统的“股权与股东地位禁止分离原则”是指内含于概括性股权的各具体股东权利，不得与股东地位相分离，即股东不得单独地将某项股东权利转让给他人，第三人亦不得单独对某项具体股东权利予以扣押。但张双根教授认为对“禁止分离原则”不可予以僵化理解，该原则所禁止的主要是导致具体股东权利与股东地位永久性分离的行为，不产生永久性分离或违法性规避的行为

---

[13] 参见盛学军、唐军:《论双层股权结构的法律构造》，载《经济法论坛》2018 年第 2 期。

[14] 参见蒋大兴：《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》，载《法学》2017 年第 4 期，第 146 页。

[15] 同注 3。

[16] 同注 14。

[17] 参见陈景善：《类别股之组织法规范与资本制度衔接》，载《北京理工大学学报(社会科学版)》2022 年第 6 期，第 69 页。

[18] 参见周游：《股权的利益结构及其分离实现机理》，载《北方法学》2018 年第 3 期，第 30-43 页。

不予以禁止。[19]汪青松教授也曾提出“禁止分离原则”绝非是一种“亘古永恒”的股权构造法则，在研究一股一权制度历史兴衰的基础上得出股份有限公司股东权利呈现分离的结论。[20]叶林教授认为，股东资格与股东权利并非总是合一的。[21]梁上上教授具体针对表决权作为公司所有与公司控制的连接点予以论证，认为表决权与股份可分离，表决权差异化的安排具有正当性，且顺应了表决权工具主义的趋势。表决权被合理利用的同时，也存在被滥用的可能，故应从抽象层面和制度层面共同限制。[22]依据蔡元庆教授提出“股权二分论”观点，股权内容可分为人身权利与财产权利，[23]但分离不只是实现人身利益与财产利益的区隔。股权中的参与公司管理和控制的权利、获得经营盈余和利润的权利、取得分配资产的权利，三者也可以分离。股权的学理划分可能有所不同，但并不影响不同利益之间重新组合，它们在一个股份中不必然是完整和对称的。[24]为改变股权利益原本合为一体、且由股东单独享有的模式，特定主体可通过意定或法定两种形式重新安排同一股权当中不同利益归属，以此股权利益呈现分离的不同样态，尤其以股份表决权与收益权的分离为典型。[25]股权利益分离理论为双层股权结构提供理论支撑的同时，双层股权结构也成为了股权利益分离理论的典型例证。

2．双层股权结构产生的实践外因

（1）股东异质化现实催生公司内部权力配置结构变革

在长期的传统公司法制度发展历程中，一直将股东利益同一和股东同质化作为基本的假定前提。Frank H. Easterbrook 和 Daniel R. Fischel 在对公司投票制度的分析中强调：一个特定公司的股东在特定的时间就他们对公司的希望而言是一个相当同质的群体。[26]但建构股东同质化前提之上的股份公司内部权力配置以资本作为唯一标准，形成了权力定位中的股东会中心主义、权力分配中的股份平等原则和权力运行中的资本多数决原则。但这些权力配置原则所产生的诸多流弊已然昭示出其逻辑基础存在先天缺陷。[27]再随着股东利益与目的异质化现实衍生的利益冲突[28]与股东能力异质化现实产生的不公平现象不断涌现，[29]反对观点也越来越多。Roberta Romano 教授指出由于股东间在信息成本上的差异，在许多

---

[19] 参见张双根：《论股权的法律性质——以成员权之法教义学构造为中心》，载《中外法学》2023 年第 3 期，第 704 页。

[20] 参见汪青松:《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》，载《清华法学》2014 年第 2 期，第 101-114 页。

[21] 参见叶林:《公司股东出资义务研究》，载《河南社会科学》2008 年第 4 期，第 118-122 页。

[22] 参见梁上上：《股东表决权：公司所有与公司控制的连接点》，载《中国法学》2005 年第 3 期，第 108-119 页。

[23] 参见蔡元庆：《股权二分论下的有限责任公司股权转让》，载《北方法学》2014 年第 1 期，第 50-59 页。

[24] 参见邓峰：《普通公司法》，北京：中国人民大学出版社 2009 年版，第 364-365 页。

[25] 参见李安安：《股份投票权与收益权的分离及其法律规制》，载《比较法研究》2016 年第 4 期，第 18-35 页。

[26] See Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel. Voting in Corporate Law[J]. The Journal of Law & Economics, Vol. 26, 1983: 405.

[27] 参见汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构性变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》2011 年第 3 期，第 33 页。

[28] 参见薛前强：《论股东利益异质化的私法衡平——以美国优先股司法实践为视角》，载《西南政法大学学报》2019 年第 6 期，第 35 页。

[29] 参见王倩：《论股东异质化背景下股东权利差异化配置及其利益平衡——兼评科创板“表决权差异安排”章节》，载《证券法苑》2019 年第 2 期，第 143-169 页。

情境下关于公司股东利益同一的一般假定是不适当的。[30]Jill E. Fisch 教授也明确强调，公司价值和股东价值这两个概念并不是同一的。[31]Iwan Anabtawi 教授则从另一个角度对股东间利益根本一致的观点进行了批判。他认为与股东共同利益相竞争的实际上是“那些不为股东普遍分享的个别股东的利益。”[32]尤其上市公司参与主体的多样化也进一步增强股东异质化甚至股东利益的竞争，因为每个投资者的投资目的、治理能力、风险承担力以及各自的智力资本、社会关系和对企业经营的关切度都不同，投资后能为企业产生的效益或者说带来的风险也显著不同。[33]为回应股东异质化这一客观事实，以其为基础进行股东表决权制度创新，构建出更符合法律的实质平等和经济效率原则的投票权机制，实现股东权利配置和公司权力配置的革新已愈显必要。[34]综上，传统的股东“同质化”假定已无力为一股一权配置模式提供坚实的逻辑基础，股份公司内部权力配置的结构性变革反被股东“异质化”现实催生，而双层股权通过灵活的股权配置与股东异质化需求实现了某种程度的契合。[35]

（2）证券交易所制度竞争推动双层股权结构演进

双层股权结构产生的重要原因在于证券交易所之间的竞争，是一种实践需求推动理论革新的结果。[36]为在全球市场内保有竞争力，包括双层股权结构在内的类别股成为了各国或地区证券交易所争夺独角兽资源的重要制度支撑。[37]以亚洲资本市场为例，日本早在 2005 年开始放弃对股份类型的严格限制，在立法技术层面以单元股体系包容双层股权结构，2008 年东京证券交易所修改了其上市规则，允许在首次公开募股中使用某些类型的双层股权结构。实践层面，2014 年日本第一家双层股权结构公司 Cyberdyne 申请上市。[38]2017 年，香港证券交易所的融资总额由曾经的全球第一骤降为全球第四，傅穹教授等认为互联网企业与科创企业的缺席，成为拖累港股估值，是削弱港交所地位的重要原因，也是港交所引入双层股权结构的动因。[39]2018 年，中国香港和新加坡分别以痛失阿里巴巴公司和曼联上市为契机，开启了拥抱双层股权制度的变革之路，并相继在同年 4 月和 6 月实施了最新的上市规则，允许采用了双层股权结构的公司上市，以顺应新经济公司在公司治理上的特殊性。[40]双层股权结构是一种非传统的公司治理方式，

---

[30] See Roberta Romano. The Political Economy of Takeover Statutes[J]. Virginia Law Review, Vol.73, 1987: 113.

[31] See Jill E. Fisch. Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy[J]. The Journal of Corporation Law, Vol.31, 2006:637-674.

[32] See Iman Anabtawi. Some Skepticism about Increasing Shareholder Power[J]. UCLA Law Review, Vol. 53, 2006: 564.

[33] 参见张燕、邓峰：《创始人控制权保持、双重股权结构与投资者利益保护——基于股东异质性视角的多案例研究》，载《财会通讯》2019 年 27 期，第 97 页。

[34] 参见李海英、李双海、毕晓方：《双重股权结构下的中小投资者利益保护——基于 Facebook 收购 WhatsApp 的案例研究》，载《中国工业经济》2017 年第 1 期，第 174-192 页。

[35] 参见冯果：《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，第 126-137 页。

[36] 参见李东方、李耕坤：《公司上市中的差异表决权规则及法律完善——以证券交易所竞争为视角》，载《山东大学学报(哲学社会科学版)》2023 年第 3 期，第 168-181 页。

[37] 参见傅穹、肖华杰：《我国股份有限公司类别股制度构建的立法路径》，载《西南民族大学学报(人文社科版》2019 年第 8 期，第 115 页。

[38] See Koji Toshima,Cyberdyne's Dual-class IPO,International Financial Law Review,Jan.2015

[39] 参见傅穹、杨金慧：《不同投票权制度：争议中的胜出者》，载《证券法苑》2018 年第 2 期。

[40] 参见汪青松、肖宇：《差异化股权制度东渐背景下的中小股东保护》，载《投资者》2018 年第 3 期，第 43-58

允许这种股权结构公司上市在一定程度上迎合了上市公司需求的放松监管行为。[41]但学者同时也担心全球范围内的证券交易所纷纷调整上市规则，可能引发允许双层股权结构公司上市的"逐底竞争"趋势。[42]此种趋势可能在一定程度上会放任经营者的机会主义行为。[43]源于此，虽然多名学者以增强我国证券交易所竞争力为理由支持我国引入双层股权结构，[44]但刘俊海教授也明确提出部分法域对双层股权结构的产生既源于经济效率考量，也迫于逐底竞争压力，我国不应东施效颦，而应审慎权衡利弊。[45]

（三）双层股权结构利弊分析

1. 双层股权结构的价值功能分析

（1）双层股权结构的目的性价值

双层股权结构具有弘扬企业家精神之目的性价值。党的二十大报告强调，“完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业”。刘俊海教授定义“企业家”一词，称其并非严格而正统的公司法特定概念，而是泛指商人（商主体）的经济学与社会学概念，涵盖了发起人股东、创始控制股东、实际控制人等主体。[46]企业家理论证明了作为企业家的创始者对公司投入的精力和心血相比他人对公司的经营管理更值得其他股东信赖。[47]对于企业家于公司治理的作用，赵旭东和蒋大兴教授皆持一致观点，认为实践中公司治理往往是一种“精英式决策”，[48]治理效果和水准并未主要依靠治理结构或治理规则，多数是仰赖于企业家的商业诚信、宽和自律、责任担当和管理能力。[49]多元的董事会构成、民主的议事方式都增加了企业运行成本，但却未必能形成真正的民主决策。而“智识多数决”更为契合现代公司的创新性基因[50]以及新经济时代公司治理对人力资本、智力资本要素的依赖特性。[51]双层股权结构恰恰顺应现实发展，认同人力资本与智力资本的价值，发挥企业家的技术优势和管理优势。[52]并且，企业家与只想赚钱的普通商人或投机者不同，个人致富充其量仅是他部分目的，而最突出的动机来于“个人实现”的心理，即“企业家精神”。[53]高表决权和控制权对企业家精神具

页。

[41] 参见朱翔宇：《双层股权结构上市的潜在风险及其规制》，载《南方金融》2022 年第 3 期，第 77-90 页。

[42] 参见朱翔宇、柴瑞娟：《双层股权结构时间型"日落条款"研究 ——以证券交易所竞争为视角》，载《上海金融》2021 年第 7 期，第 62-71 页。

[43] 参见邢会强：《注册制下交易所发行上市审核的逐底竞争及其预防》，载《证券法律评论》2020 年。

[44] 参见郭雳、彭雨晨：《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》，载《北京大学学报(哲学社会科学版)》，2019 年第 2 期，第 140 页；傅穹、杨金慧：《不同投票权制度: 争议中的胜出者》，载《证券法苑》2018 年第 2 期。

[45] 参见刘俊海：《论上市公司双层股权架构的兴利除弊》，载《比较法研究》2022 年第 5 期，第 169-184 页。

[46] 参见刘俊海：《董事责任制度重构：精准问责、合理容错、宽容失败——以弘扬企业家精神为视角》，载《交大法学》2023 年第 3 期。

[47] 同注 36。

[48] 参见蒋大兴：《公司法改革的文化拘束》，载《中国法学》2021 年第 2 期，第 90 页。

[49] 参见赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》2020 年第 4 期，第 92-108 页。

[50] 参见吴飞飞：《现代公司控制权分配中“智识多数决”现象探究》，载《证券市场导报》2019 年第 8 期，第 4 页。

[51] 同注 27，第 38 页。

[52] 参见朱慈蕴、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 10 页。

[53] 参见（美）约瑟夫·熊彼特：《经济发展理论》，贾拥民译，中国人民大学出版社 2019 年版，第 69-88 页。

有强大激励功能，有利于鼓励企业家谋划和推动公司的长远发展，造福公众股东，为股东谋求长期价值，而非短期的投机价值，有多赢共享之效。[54]

（2）双层股权结构的工具性价值

双层股权结构回应股东异质化现实，[55]满足创始股东的特定融资偏好[56]，与外部股东的多元化投资需求。重点在于有法可依地保障投资者的合法权益，尤其在一些初始的风险投资中，由于信息不对称和经营风险的存在，投资者普遍会设置一些对赌条款对表决权和财产分配进行特殊规定，但这种特殊结构设计的有效性往往受到司法的质疑，无形中增加了投资风险，而双层股权结构由法律提供"标准化契约"，更加稳妥可靠。[57]而对于公司来说，双股结构软化僵硬的股权结构，提高决策效率，克服股东的搭便车行为，[58]且具有防范敌意收购的工具性价值，[59]实现公司的长期发展愿景。[60]双层股权结构制度的引入，不仅提高域内交易所竞争力，亦利于增强本国资本市场的吸引力。[61]若双层股权结构运用得法，可将其与国企二次改革相结合，在实现国有资本淡出的同时，保有国家对特殊领域内的企业实施必要的控制；[62]还可将其嵌入农村土地流转之中，消除土地的权能冲突与满足对企业家智识的尊重，实现农民公平与企业家效率的平衡。[63]更深层的是，双层股权结构具有重要的公司制度价值，其不仅利于商事组织法层面的制度创新及其相关制度完善，[64]还为以控股股东为中心的公司治理提供了制度参照。[65]

2．双层股权结构的法律风险识别

① 内外部监督失灵

双层股权结构致使内部监督失灵，主要在于传统公司治理结构内部平衡机制被打破和中小股东与机构投资者监督作用甚微。传统模式下，股东会、董事会与监事会相互独立，董事会领导并监督管理层，形成权力的制约与平衡机制。而在双股结构下，高表决权股东基本掌握公司执行董事与监事的任命权，董事会、监事会与大多数股东之间的联系已被切断，他们实际直接对高表决权股东负责，董事会与监事会丧失独立性，公司内部制约机制被打破。[66]管理层的核心管理人和创始股东身份通常是重合的，公司管理层更倾向于认同其公司所有人之身份，而

---

[54] 同注 45。
[55] 同注 35。
[56] 参见蒋学跃：《公司双重股权结构问题研究》，载《证券法苑》2014 年第 4 期，第 27-44 页。
[57] 同注 37，第 115 页。
[58] See Henry Hu and Bernard Black,The New Vote Buying:Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,"p.852.
[59] 参见冯果、诸培宁：《差异化表决权的公司法回应：制度检讨与规范设计》，载《江汉论坛》2020 年第 5 期，第 105-112 页。
[60] 参见高菲：《新经济公司双层股权结构法律制度研究》，北京：法律出版社 2019 年版，第 63 页。
[61] 参见叶林：《双层股权架构的法律适用研究》，载《多层次资本市场研究》2019 年第 1 期。
[62] 参见冯果、杨梦：《国企二次改革与双层股权结构的运用》，载《法律科学(西北政法大学学报)》2014 年第 6 期，第 150-157 页。
[63] 参见曹兴权、杨士民：《"区块链+类别股权"嵌入乡村振兴农地流转的思考》，载《社会科学家》2021 年第 11 期，第 78 页。
[64] 同注 3，153 页。
[65] 同注 49，101 页。
[66] 参见李俪：《双层股权结构本土化的潜在风险与防范制度研究——兼评科创板特别表决权规则》，载《金融监管研究》2019 年第 12 期，第 30 页。

使得管理层具有更大的独立性，董事会与管理层之间监督与被监督的关系也因为二者界限的模糊而进一步弱化。[67]加之，我国独立董事制度与监事会制度实践效用本身已存在逻辑障碍和争议。独立董事处于弱势地位，面临严重的责任焦虑问题，导致其监督、限制作用难以发挥；[68]监事会存在有名无实的形式主义乱象。[69]双股结构甚至加重了独立董事与监事会监督无方且乏力的趋势。公司内部机构的监督系统趋于失灵。另外，从股东层面来说，大部分中小股东秉持理性冷漠一般不关心公司事务，同时美国调查显示，机构投资者对双层股权结构公司态度冷淡，持股比例远小于同股同权公司。这意味着中小股东和机构投资者对双层股权结构公司管理层的监督作用亦有限。[70]

双层股权结构下，外部监督主要来自于外部控制权市场。双层股权结构公司的控制权高度集中于创始股东手中，在抵御外部敌意收购的同时，阻却了大量对公司的并购可能，造成了控制权封闭，外部监督机制的制约效能亦大为削弱。[71] 控股股东保持公司控制权，外部控制权市场丧失公司控制权争夺之机会，诸如敌意收购等可能导致控制权转移的行为，其对于表决权呈差异化安排公司的威慑力降低。此种状态下，即使公司控股股东或管理层未能合理履行信义义务，中小股东也只能通过“用脚投票”的方式维护自己的利益。[72]

② “内部人控制”风险

双层股权结构面临最主要的困境是“内部人控制”风险。双层股权结构情境下，高度集中的控制权不可避免地会引发内部人控制，拥有高表决权并实际参与公司管理的创始股东及其所控制的管理层即为所指的“内部人”，[73]其通过仅持有少量股权而持续并强有力地掌握整个公司，达到“控制”状态。[74]“控制人”、”“控制”在公司治理语境中，一般是具有法律正当性的中性主体与事实状态。[75]双层股权结构“人治”基因与现金流控制权分离的特性滋生道德风险，同时，公司权力分配的特殊配制导致传统的公司内外部监督机制失灵，“内部人”自利行为缺乏规制，引发控制权滥用问题，增加代理成本，进一步加剧“内部人控制”风险。[76]主要分为两大层次，道德风险和法律风险，道德风险可能进一步演变为法律风险。

首先，“内部人控制”滋生的道德风险，主要源生于双层股权结构的“人治”基因和现金流与控制权的分离。一方面，“人治”基因内涵道德风险。儒家传统所宣扬的集权文化、家长制、等级制等无不暗示着适合我国的有效率的公司治理不是“集体会议、决议制”，而是“精英决定制”。[77]域外学者有观点批判，双层股权结构

---

[67] 同注 59，第 106 页。
[68] 参见曾洋：《重构上市公司独董制度》，载《清华法学》2021 年第 4 期，第 156-175 页。
[69] 参见刘俊海：《监事会制度改革的盲区与方向》，载《董事会》2023 年 Z1 期，第 18-21 页。
[70] 同注 7，第 135 页。
[71] 同注 45，第 173 页。
[72] 参见李尚桦: 《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。
[73] 同注 59 页，第 106 页。
[74] 参见郭青青: 《规范视域下的中国上市公司控制权强化机制》，载《西南政法大学学报》2016 年第 1 期。
[75] 参见甘培忠：《公司控制权的正当行使》，北京:法律出版社 2006 年版，第 34 页。
[76] 同注 62。
[77] 同注 48，第 84 页。

实则为公司的“人治”而非“法治”[78]，域内学者揭露双层股权架构背后的底层逻辑是崇尚精英治理的人治主义、权威主义与父爱主义。“人治”的主观性决定了精英治理难以摆脱人存企举、人亡业息的周期率，容易导致控制权人贪婪或懈怠、损害公众股东利益的道德风险。[79]并且，经域外实证研究，双层股权结构为公司发展初期带来不可替代的制度红利。[80]而创始人甚至管理层随着时间流逝、知识更迭，才能与时代的匹配度降低，决策失误能行变大，积极影响可能难以持续。[81]另一方面，现金流与控制权分离增强道德风险。双层股权结构让持有高表决权之股东所享有的现金流权远远低于其相应的控制权，其控制整个公司决策与经营走向，却仅在经济利益上承担较低比例的经营责任与风险，由此，不可避免地增加了创始股东牺牲公司和其他股东利益为代价以自利的倾向。[82]而且，分离度越高，创始股东的控制权越强，道德风险越高，失信收益越高，失信成本越低，自愿弃权概率越小，公司估值优势就越低，合规风险较高，退市可能性亦随之提高。[83]

再则，“内部人控制”产生的法律风险，主要体现在：高表决股东表决权滥用和代理成本增加。其一，高表决权股东表决权滥用。双层股权结构公司中，股东投票权与收益权相分离，享有高表决权的股东占据公司股权结构中的绝大部分投票权，公司控制权相对集中于控股股东手中。[84]控股股东集中其投票权优势，利用公司意思形成机制的法定程序来使其利益诉求上升为合法的公司决议。表决权的差异化安排虽然具有控制权强化功能，但若控制权强化不加以严格限制，则可能使得公司沦为控股股东利益输送的工具。[85]由于控股股东或管理层控制权优势地位，其与中小股东双方的力量对比过于悬殊，中小股东的利益诉求往往被忽视。[86] 中小股东表面享有权利，却无法真正通过行使权利以维护自身利益，无法对损害公司及自身利益的决策产生实质影响，无法在公司内部有效制衡高表决权股东的肆意行为，导致最终仍由公司和中小股东承担利益损失风险。[87]实际掌握公司控制权的控股股东借其权力便利进行关联交易和损害公司利益的现象层出不穷。[88]已有对双层股权结构公司中高表决权股东滥用表决权现象予以归纳总结：滥用股东会决议权、治理危机下滥用公司高管层的选任权、不公平关联交易、永续控制权。[89]创始股东或控股股东可以凭借其高表决权将资本杠杆之作用发挥尽致，

---

[78] Geoff Colvin, Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 39.转引自：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，第 6 页。

[79] 同注 45，第 175 页。

[80] 参见白芸：《差异化表决权结构下的“创始人—投资者天平”——兼评科创板中的差异化表决权结构》，载《金融法苑》2020 年第 2 期，第 111-128 页。

[81] 同注 7。

[82] 同注 62。

[83] 同注 45。

[84] 参见张欣楚：《双层股权结构：演进、价值、风险及其应对进路》，载《西南金融》2019 年第 6 期。

[85] 同注 35。

[86] 同注 59，106 页。

[87] 参加杜佳佳、吴英霞：《双层股权结构的价值、风险与规范进路》，载《南方金融》2018 年第 8 期。

[88] 参见邹平、付莹：《我国上市公司控制权与现金流权分离——理论研究与实证检验》，载《财经研究》 2007 年第 9 期。

[89] 参见杨士民：《特别表决权股约束制度研究》， 西南政法大学 2022 年博士学位论文，第 3-8 页。

而公众中小股东则不得不随时面临前者滥用控制权的巨大风险。[90]其二，代理成本增加。代理成本，严格来说是经济学中的概念，通常情况下代理人是一个具有独立利益和行为目标的经济人，其行为目标与委托人的目标并非是完全一致的。委托人与代理人之间存在信息不对称和契约不完全的现象。在这样的前提下，委托人和代理人的目标冲突导致效率的损失，代理的成本由此产生。[91]双层股权结构对代理成本的影响存在理论分歧。多数学者认为控制权的集中，产生壕沟效应，带来更大的代理成本，从而降低公司价值。[92]控制权集中的双股公司中基本的代理成本问题在于高表决权控制性股东与低表决权资本性股东之间的利益冲突。[93]并且，双股结构的代理成本更难以遏制，因其与控制权及现金流权的分离程度呈同向变动趋势，[94]决策成本与股份经济收益不成比例，易致决策轻率，损公私肥，滋生控制权滥用风险，从而加重代理成本问题。[95]并且，有学者将其具体化为横向代理成本，并分类为代理冲突成本、代理能力成本、契约成本、监督成本与约束成本。[96]但少数学者持否认代理成本增加的观点。具体来说，双层股权结构表面上看存在增加代理成本的可能，但是从高表决权股东特质分析，此种可能性极低，原因在于：企业的兴衰成败对其不仅具有巨大的经济利益，还有个人成就感等非经济利益，且因对企业投入具有专用性资产特点的人力资本而降低了其剥夺公司利益的危险。[97]此种观点实际上是受域外企业家特质愿景理论影响，该理论支持企业家追求特质愿景的动机，做大公司利润的蛋糕，避免了公司控制人的机会主义行为，因此该观点的结论认为法律保护控股股东比保护投资者而言更重要。[98]企业家的特质愿景确实能消除信息不对称和意见分歧所产生的治理成本，提升治理效能，但却无法证成双股结构代理成本增加的否认观点。

③ 股利分配困境

因为公司“内部人”与外部股东之间、经营性或控制性股东与资本性股东之间、高表决权股东与低表决权股东之间利益存在冲突情形，股利分配困境亦有所加剧。双层股权结构公司出于特殊的发展需求以及控制公司的创始股东出于其个人需求往往会选择较低的股利分配率，以赴美上市的中概股为对象进行的实证研究也表明双层股权结构公司的现金股利支付意愿和支付水平平均显著低于单一股权结构公司。[99]双股公司上市初期仍处于快速成长期，资金需求大，实施较低股利分配律可缓解资金压力。[100]实证证据也显示，双股公司将资金用于研发活动

---

[90] 参见刘海东：《双层股权结构下的股东利益保护与董事的忠诚义务》，载《东岳论丛》2018 年第 8 期。
[91] 参见卢现祥、朱巧玲:《新制度经济学》，北京:北京大学出版社 2012 年版，第 165-179 页。
[92] 参见蒋小敏：《美国双层股权结构：发展与争论》，载《证券市场导报》2015 年第 9 期。
[93] 参见郑志刚：《投资者之间的利益冲突和公司治理机制的整合》，载《经济研究》2004 年第 2 期。
[94] 参见叶勇、徐秋子：《“一股一权”的法经济学反思》，载《中国外资》2014 年第 1 期。
[95] 同注 7。
[96] 参见王怀勇、李子贡：《特别表决权横向代理成本的法律控制》，载《金融法苑》2021 年第 2 期，第 133-153 页。
[97] 参见姚瑶：《双层股权结构下股东的利益冲突与解决机制》，载《老区建设》2018 年第 6 期，第 45 页。
[98] See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, Corporate control and Idiosyncratic vision, Yale law Journal, 2016, p.560-601.
[99] 参见杨菁菁、程俊威、朱密：《双重股权结构对股利政策的影响——基于在美上市的中概股的经验证据》，载《金融经济学研究》2019 年第 6 期。
[100] 参见肖圣军：《双层股权结构下股利分配困境的成因及其破解方案》，中国政法大学，2020:第 166 页。

进而减少对现金股利的发放，研发投资在双股结构与现金股利之间起中介效应，缓解公司的短期市场压力，更有利于长期项目的开展。[101]控制权与现金流权的分离一定程度上影响双股结构公司现金股利支付意愿和规模，因为掌握内外部信息与决策权的高表决权股东所持股份利益较低，且发放现金股利会减少公司的自由现金流，高表决权股东所控资金将缩水，其自然倾向选择低股利分配率。[102]但中小股东则希望获得更多现金股利以补偿代理成本的上升与表决权利的让渡。股东之间需求的不同引发了股利分配上的现实困境。

二、双层股权制度建构的主要观点

（一）双层股权制度的不同切入点

1. 契约自治原则

（1）契约自治原则与双层股权结构之关系

契约自治意味着法律承认股东之间关系自治，股东可以在不违反法律强制性规定的前提下通过公司章程自由安排彼此之间的权利义务，可以在一定范围内自由设计公司的治理结构。事实上，公司治理遵循契约自治原则正是双股结构得以在美国起源和流行的原因。契约自治为双股结构提供理论基础的同时，有学者主张为了应对双股结构引入带来的挑战，保证双股公司持续健康发展，有必要由证券监管部门或交易所出台攸关双股公司契约自治的指导原则，指引双股公司提升契约自治水平。[103]叶林教授也提出双层股权结构之治理可以强化磋商和协议原则。[104]但碍于我国当今投资者博弈能力弱及治理制度不足等现实，过分强调自治理念，可能造成无序局面。

（2）契约自治原则视角下双层股权结构治理

美国倾向于以契约自治为原则治理双层股权结构，对双股结构的法律限制偏少，几乎回归市场调节。我国提出契约自治理念的学者并非反对双股结构的法律约束，而是强调自律与他律的结合。如果双层股权结构公司的章程片面强调保障内部股东的权力，忽视投资者的利益，那么公司的契约自治就存在巨大的漏洞，内部股东可能会利用这种漏洞来谋取私利。有学者在坚持契约自治原则治理的基础上，建议公司章程规定在特定情况出现时高投票权失效，比如在公司不能达到一定业绩时高投票权失效。[105]

契约自治原则确实可以成为双层股权结构正当性之基础，契约自治角度存在合理性，但是否可以以其为指导原则治理双股结构尚存疑虑。同时，我国对信息披露、自律监管、集团诉讼等配套措施层面与成熟资本市场仍存在较大差距，投资者自助维权能力与途径皆受限，以契约自治为指导原则恐怕并不足够。

2. 公平正义原则

---

[101] 参见王晓靖：《双重股权结构对现金股利政策的影响研究》，河北经贸大学 2022 年硕士论文。
[102] 参见肖成硕：《双重股权结构对公司现金股利分配的影响研究》，四川大学 2022 年硕士论文。
[103] 参见程即正：《我国引入双层股权结构的挑战与对策研究——以公司治理为视角》，载南方金融 2020 年第 10 期，第 60 页。
[104] 参见叶林：《公司治理制度理念、规则与实践》，中国人民大学出版社 2021 年 5 月第 1 版，第 235 页。
[105] 同 103，第 61 页。

（1）公平正义原则与双层股权结构之关系

双层股权结构赞同者认为双股结构促进创始人及其团队对公司的集中控制，由此带来高效率；而反对者则认为双股增加代理成本，必然会带来低效。[106]两种观点之间看似矛盾，实则是观察角度的不同，并无是非对错之分。双股的高效率源于表决权与经济权的分离，表决权集中于创始股东或团队，缩小了经营权与表决权之间的距离，降低了所有者与经营者之间的纵向代理成本，提高了决策效率。而双股的低效也正来自于表决权与经济权的分离，创始股东或团队掌握超越资本对价的超级表决权，控制股东滥用权利的道德风险和法律风险也随之增加，控制股东与中小股东之间的横向代理成本相应提高，制度效率亦减。[107]学者认为双层股权结构制度的公司法设计应在效率与公平之间进行价值选择。[108]类似观点强调双层股权结构本身的效率特性使其对众多证券投资主体之间的公平性考量不足，尤其对中小投资者的利益保护不足，故双股制度的构建应以公平正义为立足点。[109]

（2）公平正义原则视角下双层股权结构治理

双层股权结构是市场博弈的选择，公平正义原则为证券市场各主体提供竞争环境，消除不公平因素产生的低效率。[110]有观点认为应基于公平原则贯彻实施分配正义与矫正正义的基本路径，聚焦于不同权利主体之间的利益冲突，既要强化对创始人或控制股东信义义务规制，又要加强中小股东权利的倾斜保护。[111]还有观点强调，中小投资者利益的保护并非强调于权利倾斜性配置，易陷入错位的公平，为追求实质的正义应向责任倾斜性配置，[112]具体应结合市场激励与约束比如声誉机制，加之法律外部规范之保护。[113]

实际上公平原则并非否定自治原则，而是更强调在尊重契约自治与市场效率的同时需注意公平与正义理念的贯彻。此种切入点倾向于双股主体之间公平的观察，尝试对不公平与非正义的消除和矫正。但公平正义理念于公司法中的具体指导或于双股的具体应用实则由于理念的抽象性和无共识性，无法恰当将其描述，具体可行性会随之降低，宽泛理解容易抑制双股的制度优势，狭义理解容易扩大双股的制度劣势。当然，寻此理念而探索的信义义务机制、声誉机制等仍有借鉴意义。

3. 股东平等原则

---

[106] 参见刘道远：《效率与公平:公司法制度设计的价值选择——以阿里巴巴合伙人结构风波为例》，载《中国工商管理研究》，2013 年第 12 期，第 38 页。

[107] 参见王怀勇、李子贡：《特别表决权横向代理成本的法律控制》，载《金融法苑》，2021 年第 2 期。

[108] 同 106，第 35-38 页.

[109] 参见张占锋：《我国移植双层股权结构制度法律问题研究》，对外经济贸易大学 2018 年博士学位论文。

[110] 参见钟付和：《证券法的公平与效率及其均衡与整合——兼论我国证券法之立法连续性不足》，载《法律科学.西北政法学院学报》，2000 年第 6 期，第 113-114 页。

[111] 参见张占锋：《我国移植双层股权结构制度法律问题研究》，对外经济贸易大学 2018 年博士学位论文，87 页。

[112] 参见吴飞飞：《从权利倾斜到责任倾斜的弱者保护路径转换——基于法经济学视角的解读》，载《广东商学院学报》，2013 年第 6 期，第 89-96 页。

[113] 参见吴飞飞：《公司法中的权利倾斜性配置——实质的正义还是错位的公平》，载《安徽大学学报(哲学社会科学版)》，2013 年第 3 期，第 94-99 页。

（1）股东平等原则的基础理论

① 股东平等原则之基本内涵

股东平等原则最初是在18世纪受政治上、法律上平等思想的影响，而被引入公司法。[114]1904 年清政府颁布的《公司律》第 44 条规定“附股人不论职官大小”，“与无职之附股人均只认为股东一律看待，其应得余利暨议决之权以及各项利益，与他股东一体均沾，无稍立异”;“附股人应照所认股数任其责成”，是我国法制史上首次对股东平等原则理念予以体现。理论界对股东平等虽有不同的理解，但对平等观念应作为公司法调整的基本理念几乎没有质疑之声。一般认为股东平等原则的最初理念来源于自然衡平理论，但从正义、衡平的一般原则去理解，可能会造成其范围、内容的无限，最后股东平等原则成为了论者公司法制观的傀儡，而无法探其真意。

在政治学的语境中，股东平等是指股东都应有权（资格）参与公司内部经营管理事务的决策是一种资格上的平等。[115]铃木基于法律关系说，认为股东基于股东资格的法律关系原则上应根据其持股数量平等对待，[116]股东平等原则是制约资本多数决适用范围的至高原则。[117]类似观点，还有股东平等原则是指股东在与公司的法律关系中平等地享有权利；[118]公司应根据股东基于其股东资格所具有的权利义务给予平等对待的原则。[119]以上观点皆倾向于强调股东平等中资格平等之内涵。但李燕教授认为，股东平等不仅包括股东资格平等，还有股东行权平等的内涵。[120]而森本滋从股东平等原则的宗旨和适用范围入手，认为其是“从作为资本团体的股份公司的经济功能中保护股东的财产权和经济利益的原则”，如此阐释亦为了强化保护股东的功能。[121]神田秀树认为股东平等原则的本质在于将股份作为衡量股东地位的比例单位，如此可合理处理股东与公司之间的法律关系和股份转让等问题，且助于鼓励投资。具体理解为所持股份类型、内容相同的股东获得同一性的对待。[122]此种观点为同类股份同等股权的新型股东平等理念提供了理论支撑。总结上述观点皆在强调“同等待遇”，而刘俊海教授观察到股东平等的另一侧面，强调股东平等并不意味着对所有股东都要给予同等的待遇而只是要求把差别待遇建立在社会可以接受的相关差异上。[123]

② 股东平等原则之理论分类

根据不同情况平等态度不同，区分为严格平等与宽松平等。否定看法认为，股东平等原则不应区分严格平等与宽松平等，二者实际上连续存在，恐造成歧视

---

[114] 参见钱玉林：《公司法规范的解释学论纲》，载《公司法评论》2011 年版，第 35 页。
[115] 参见石纪虎：《股东平等原则的政治学分析》，载《广西社会科学》2008 年第 10 期，第 179-182 页。
[116] 参照鈴木竹雄，竹内昭夫著：《会社法》，有斐閣，1994 年第 3 版，第 106 頁。
[117] 参照鈴木竹雄「株主平等の原則」『法学協会雑誌』四八巻三号，昭和５年，後に鈴木竹雄『商法研究 II 会社法(１)』有斐閣，昭和 46 年，233 頁以下所収。
[118] 参见(韩)李哲松:《韩国公司法》，吴日焕译，中国政法大学出版社 2000 年版，第 222 页。
[119] 参照大隅健一郎，今井宏著：《会社法論上巻》，有斐閣，1991 年第 3 版，第 44 頁。
[120] 参见李燕：《双层股权结构公司特别表决权滥用的司法认定》，载《现代法学》2020 年第 5 期，第 111 页。
[121] 参照森本滋『会社法〔第二版〕』有信堂，1995 年，118-123 頁。森本滋「新株の発行と株主の 地位」『法学論叢』第 104 巻第 2 号，昭和 53 年 11 月，8-9 頁。
[122] 参照神田秀樹『会社法』弘文堂，平成 13 年，53-55 頁。
[123] 参见刘俊海:《股东权法律保护概论》，人民法院出版社 1999 年版，第 55 页。

对待。[124]林晓镍学者提出，股东平等实际上是股东权利的平等。基于此理念其提出种类平等与程度平等的理论分类。不同股份的持有人之间承担不同种类的风险，享有不同种类的权利；同一种股份持有人之间承担不同程度的风险，享有不同程度的权利。因此，不同股份享有的权利在类别上应有所差异。虽然此种观点仅从权利侧面看待股东平等，但已是理论的进步。[125]

股东平等还可分类为一股一权为基础的股份平等原则与狭义的股东平等即公平待遇原则。日本学者森田滋认为股东平等原则应区分严格的股份平等原则和股东公平待遇原则，前者特别针对的是公司法规定的具体个别规定，而后者则是调整一般情况。而这其中的判断标准应根据具体情况所涉及的法律关系性质及相关规定的立法目的等综合确定。[126]叶林教授以分层化的方式解析股东平等原则，将其分为狭义的股东平等与股份平等。公司法中平等原则包含两层含义，第一层指股东平等，第二层指股份平等。股东平等是指所有股东皆是公司的投资者，即主体资格平等。换句话说，无论持有股份数量，所有股东的主体资格皆应受到公司或其他股东的平等对待。相应地，由其主体资格所享有的基本权利与所负有的基本义务理应平等，比如，知情权、优先购买权与遵守公司章程等基本权利义务不因持股数量而予以区别对待。股份平等指每个股份包含同等的表决权、参与权与剩余财产分配权等。[127]以此分析，双层股权结构对平等原则的冲击在于第二层即一股一权为基础的股份平等。还有学者将股东平等是正义价值在公司法中的具体体现，分为形式平等和实质平等两个层面。实际上与前述两位学者只是表达不同，形式平等即以一股一权为基础的股份平等，强调以客体而非主体作为衡量平等的标准，更关注“资”；而实质平等即狭义的股东平等，强调主体之平等，更关注“人”，正视股东之实质差异。[128]而本文中“股东平等原则”为广义的股东平等原则，包括形式平等原则和实质平等原则。

需要特别厘清的是，双层股权结构是否因为突破传统的资本多数决原则，而进一步违背股东实质平等理念。资本多数决作为一项决议规则，确是股份平等的基石。但若将股东平等原则之内涵完全等同于股份平等，实为管中窥豹。绝对化地强调资本多数决这一纯粹计量化的决议规则反而易造成股东间地位的实质不平等，有悖于股东平等原则。[129]股东平等原则实现的基本路径是股东民主。而股东民主的内涵包括多数决规则和少数派权利保护两方面的内容将股东平等原则简单地理解为多数决规则甚至是资本多数决的观点是不科学的。[130]

---

[124] 参照杉謙一：“新会社法における株主平等の原則”，載新堂幸司，山下友信編：《会社法と商事法務》，商事法務出版社，2008 年版，第 9 頁。

[125] 参见林晓镍：《股东利益的冲突与衡平——探寻股东关系的基本原则》，载《法学评论》2001 年第 1 期，第 50-51 页。

[126] 参照森本滋：“株主平等原則の理念的意義と現実的機能株主の平等取扱いと公正取扱い”，載《民商法雑志》第 141 卷第 3 号，第 307 頁。

[127] 参见叶林：《公司治理制度理念、规则与实践》，中国人民大学出版社 2021 年 5 月第 1 版，第 235 页。

[128] 参见黄铭杰：《“股东”平等原则 vs.“股份”平等原则——初探股东平等原则复权之必要性及可行性》，《月旦民商法杂志》2011 年总第 31 期。

[129] 参见张龙文：《股份有限公司实务研究》，台湾:汉林出版社 197·61·

[130] 同注 138。

（2）股东平等原则作为双股结构基本治理理念的正当性

股东平等原则作为双股结构基本治理理念居于合理性。首先，民法中的平等原则普适于股权关系，[131]股东平等原则实为民法平等原则的延伸。但仍需注意具体领域的特殊性，民法原则所提及的“平等”主要强调民事当事人在法律地位上无差异性，而由于“股东”的特殊性，股东平等的理解与民法平等原则虽理念一致但不可完全相同，并且，公司内部权力分配已超越民法上的契约交易。其次，股东在行使表决权时应当遵循权利不得滥用原则以及履行信义义务，不得滥用表决权或者控制权损害公司及其他股东的利益。权利不得滥用原则为传统民法确立的一项基本原则，主要针对内涵外延精确且封闭的传统民事权利，比如所有权等而设置的。 然而对于不属于典型民事权利的股东权利而言，由于内涵与外延的开放性，其权利内容、权利行使等方面会随着商事实践的变化而发生改变。是故，从权利不得滥用原则来解读双层股权结构，存在天然的局限。[132]再次，有学者主张双层股权结构之治理可以强化磋商和协议原则，平等作为磋商之基础，与此观点并不冲突矛盾。但碍于我国当今投资者博弈能力弱及治理制度不足等现实，过分强调自治理念，可能造成无序局面。双层股权结构的契约自治并不是漫无边界的，仍需基于股东平等原则等具体内容含义而设计条款，至少不能撼动股东之间的实质平等。公司法始终是应以自治为主的调整方式，无论是规制高表决权或是向中小股东或者社会投资者的倾斜保护等法律的介入理由，根本源头皆是基于维护股东之间的实质平等。此时契约自治与股东平等是互相制衡的，避免因过分强调自治而丧失实质平等，损害公司正义，也避免因以公平与正义为理由的大刀阔斧式介入，仍保持谦抑性。最后，实际上股东平等原则作为治理基本理念，是基于双层股权结构治理焦点的选择。其焦点在于代理成本问题，即拥有高表决权股东与低表决权股东之间利益冲突的平衡问题。

（3）股东平等原则视角下双层股权结构解析

① 股东形式平等原则与双层股权结构之关系

传统观点一般认为股东平等作为股权客体股份的“资”的平等，被简单理解为股份平等，实为误读。股份平等原则遵循的是绝对客体标准，而股权的配置及其行使仍不可忽略主体标准。股份平等原则仅从股东资本层面角度出发，遵循绝对客体标准，表现为资本层面的抽象平等和形式平等，而不包含作为股权主体的股东在法律地位和权利行使上的主体平等。此种形式平等在实际运行中不断异化，甚至造成了大股东和小股东之间实质上不平等的现象。内涵资本拜物教特质的股份原则扼杀了股东平等所应有的人文关怀和实质内涵，一味推崇易致形式平等与实质平等之间发生严重背离。传统的政治经济学理论过分强调公司的“资合”性质，而忽略公司实际也是“人”的集合。[133]

---

[131] 参见刘俊海：《论股权平等原则》，载《法学杂志》2008 年第 3 期，第 32-36 页。

[132] 同注 143。

[133] 参见托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》，高旭军等译，北京：法律出版社 2004 年版，第 103-104 页，转引自汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构性变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》2011 年第 3 期，第 35 页。

股份平等内涵三个层次：其一是抽象层面的资本平等；其二是投票权能与收益权能比例对等；其三是股权是整体性权利，不能部分分离转让。[134]如此定义，突破投票权与收益权比例配置，分离股权利益且非资本平等的双层股权结构确实有悖于股份平等。但在公司法中严格贯彻"一股一权"原则会造成公司股权结构僵化,缺乏弹性的股权结构并不利于公司发展。[135]借由以财产权为基础的股份平等规则对股东提供无差别保护之设想，与股东角色分化而催生股东对多样化需求及公司对多层次治理之切实希冀产生极大冲突。[136]并且，汪青松教授以否定股份平等之假设前提股东同质化而分析股份平等之漏洞，又对一股一权之兴衰予以梳理总结。[137]本次公司法修改对传统的同股同权理念予以革新，强调同种类股份同权利，为双层股权结构提供法律基础。基于股份平等的单层股权结构与双股权结构只是两种不同形式的股权架构形态，各有利弊，并不是非此即彼，水火不容的关系。通常情况下，双层股权结构并非公司权力配置之多数，实为满足不同股东需求而生。公司采一股一票为中心的股份平等实为常态。剩余索取权必须与投票权相配比，“一股一票”原则具有效益性。[138]股份平等仍是公司治理民主化的典型。在香港法规语境下，一股一票原则通常被解释为股东投票权与股权比例相对称，是投资者保障的重要基础。香港证券交易所允许不同投票的股本证券运行于香港资本市场，但依然认为一股一票原则是赋予股东权力及保障股东权益一致的最理想选择。因此，其虽然允许偏离一股一票原则的双层股权结构公司提出上市申请，但唯有满足特殊限制条件与具备特别保障措施的公司才会被交易所加以考虑。[139]综而，同股同权的股份平等为一般原则，而同股不同权为例外。

② 股东实质平等原则与双层股权结构之关系

实践中，股东平等从强式意义上的平等对待向弱式意义上的平等对待转变[141]，从资本层面向股东层面转向[142]，从形式平等向实质平等演进。与仅强调资本平等性的股东形式平等原则不同，股东实质平等原则同时强调股东的人身平等性，要求尊重股东意志，强调对股东的无差别或无歧视性对待，体现资本权和人身权的综合性平等。[143]对实质平等原则的强调，并非是对形式平等原则的否定，而是特定情形下基于弱势股东保护之需要对一股一权等原则的有限突破，毕竟股东异质化的日益显现需要针对平等治理、共同管理构建裁判逻辑。尤其是基于驱动创新的需要，在控制股权条款审查中，应当秉持打造以风险管理和利益收回为

---

[134] 同注 27，第 34-35 页。

[135] 参见张舫：《一股一票原则与不同投票权股的发行》，载《重庆大学学报(社会科学版)》2013 年第 1 期，第 50-56 页。

[136] 同注 18，第 41 页。

[137] 同注 20。

[138] 参见罗培新：《公司法学研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》，载《法学研究》2006 年第 5 期。

[139] 《香港联合交易所有限公司证券上市规则》8A-1。

[141] 参见王轶:《“民法价值判断问题的实体性论证规则———以中国民法学的学术实践为背景”》，载《中国社会科学》2004 年第 6 期，第 108 页。

[142] 参见汪青松：《股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构》，载《比较法研究》第 2015 年第 1 期，第 49-50 页。

[143] 参见冯果、段丙华：《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》，载《中国社会科学》第 2017 年第 3 期，第 129 页。

限度的共同治理平台，允许公司针对不同的投资需求和控制权偏好设计差异化的股权结构，允许公司对股东的表决权作出自我约束和限制，以顺应现代商事实践发展的需要。[144]股东实质平等原则接纳包容双层股权结构，而双层股权结构事实上丰富了股东实质平等原则的内涵。同时，实质平等理念对双层股权结构的核心焦点即高表决权股东与低表决权股东利益冲突寻求平衡点，也为倾斜保护低表决股东提供理论基础。理论上，部分学者主张非控股股东的弱势地位是其理性选择的结果，法律并无理由对其进行倾斜保护。[145]徐海燕教授提出，就消息不对称的商事主体与民事主体之间的契约关系，以消费者为例，应充分尊重契约正义，经由对消费的适度倾斜，实现消费者与商家的实质平等主体地位。[146]

综合实质平等与形式平等，在认可事实上双层股权结构中股东之间地位不对等的前提下，通过完善立法矫正弊端保障中小股权的行权需要，从而在某种程度上实现实质平等。高表决权股东与普通股股东之间的权力配置仍应考虑实质平等与形式平等平衡的问题。在坚持形式平等的基础上，如何将实质不平等限制在一定程度之内，保障普通股股东具有通过行使表决权表达自身诉求的能力。[147]在保护低表决权股东的同时，仍需注意对高表决权规制的适度，双层股权结构法律治理应当遏制高表决权股东滥用该类结构损害公司和其他股东的利益，但不应对其通过该类结构掌握控制权造成重大损害或限制，毕竟高表决权股东的控制权具有法律正当性。[148]

（4）股东平等原则视角下双层股权结构治理

首先，股东平等原则可成为高表决权股东控制权力正当性之法理基础，双层股权结构为其赋权。在理性的商业社会中，不能指望控制人控制公司的行为只有义务而没有权利，相应也不能允许控制人只享受控制权力而不承担相应的责任。[149]股东平等原则下，法律治理可正视与接受股东之间的差异。股东作为平等的法律主体，在公司中平等享受因出资带来的权益。股东形式平等则纯粹从股东出资角度出发，不考虑股东之间在经济实力、控制地位、信息收集等方面存在的差异，而股东实质平等原则本身不排斥前述差异。[150]最后，股东平等原则原则可规避建构论唯理主义立法路径。此路径可能因“家长式”的立法态度摒弃了各参与方特别是股东在公司当中自主能动的行为之可能性，当前我国针对双层股权结构的单一规制思维正源于此。建构论唯理主义可能导致的危险是，无视受制于制度的各当事方之间的能动关系以及对于制度的能动效应，很大程度上制度所解决的问题源于理性上的认识、假定和建构，而非关切并发现当事方在行为互动中对于法律制度确立的一般规则之需求。[151]具体到双层股权结构之中，本文亦为避免研究分析

---

144 同注 35。
145 参见贾翱:《中小股东法律保护正当性辨析》，载《当代法学》2009 年第 2 期。
146 参见徐海燕:《表见代理构成要件的再思考：兼顾交易安全和意思自治的平衡视角》，载《法学论坛》，2022 年第 3 期，48 页。
147 同注 143。
148 同注 9，第 825 页。
149 同注 75，第 35 页。
150 同注 143，第 111 页。
151 参见田尧：《股东平等原则：本体及其实现》，2013 年吉林大学博士论文。

走向理性建构之路，而未保有公司法规范对私法秩序强制介入的谦抑性，故以公司内生之股东平等理念探析双层股权结构法律治理之体系完善。

（二）双层股权制度的具体展开

学界对双层股权制度的具体展开存在不同的建构思路。刘胜军学者从事前主体资格治理到事中日落条款完善到事后救济的思路予以建构；[152]亦有学者从内外部思路着手，双层股权结构可以从公司内部治理、以信息披露为中心的外部治理以及异议股东股份评估权为主的救济机制等方面具体实施。[153]总的来说，主要从事前约束和事后救济两大方面展开。

1．事前约束机制

（1）高表决权主体身份限定

我国大部分学术观点皆支持高表决权身份主体的严格限定，但本次公司法修订并未对此予以回应。大多国家或地区针对高表决权股东身份的规定，皆严格限定为董事。我国上交所上市规则“4.5.3 持有特别表决权股份的股东应当为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。”该规定看似明智的兜底限制即“该等人员实际控制的持股主体”变相鼓励隐名股东，且未将持有人资格限定为自然人。如果持股主体是公司，“公司董事”与现行公司法规定出现矛盾，抑或出现金字塔结构与双层股权结构叠加，进一步加大高表决权股东与低表决权股东的经济利益分歧。[154]另外，“重大贡献”实为极其主观的标准，令上市申请公司对交易所的审查标准缺乏预判。高表决权身份之严格限定的另一侧面强调高表决权之人身依附性。[155]投资者信任创始股东的经营能力及其对于公司的热爱、忠实、勤勉并稀释自身表决权，让渡公司控制权，使得创始股东拥有对于公司重大事项强大的决策力与执行力，可以引领公司在激烈的市场竞争中迅速调整方向、把握机会与规避风险。[156]此种高度信任是双层股权结构设计之初蕴藏契约于目的中，因此“人身性”的高表决权股份具有不可转让性。不可转让性还有一个积极的“锁定”效应，它将创始人长期利益和公司长期利益联系在一起。[157]但“人身性”或不可转让性并不代表股份公司资合性特征发生改变。实际上高表决权股份仍可以转让，以上交所规则为例，要求高表决权股份不得在二级市场进行交易，但可依交易所有关规定进行转让。一般情形下，如果高表决权股份转让因高表决权股东身份之严格限定，转让后所涉股份应转换为普通股份。

（2）高表决权分离度限制

---

[152] 参见刘胜军：《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，第 83-98 页。

[153] 参见李燕、李理：《公司治理之下的双层股权结构：正当性基础与本土化实施路径》，载《河北法学》2021 年第 4 期，第 82-99 页。

[154] 同注 3。

[155] 参见汪青松、李仙梅：《差异化股权结构的控制权强化及约束机制——以科创板相关制度设计为视角》，载《南方金融》2020 年第 8 期，第 39-50 页。

[156] 同注 59，第 106 页。

[157] 参见克拉拉·霍赫艾特纳：《超级表决权的不可转让性：双重股权结构技术公司中“转换特性”分析》，赵金龙、武瑕译，载《经贸法律评论》2020 年第 5 期，第 133-158 页。

双层股权结构下，创始股东的表决权与出资成非等比例配置，其中的分离度越高，道德风险越高，滥用可能性越高。受美国制度影响，包括我国在内的大部分地区或国家规定创始股东每股表决权一般不超过 10 倍。当然，亦又域外学者质疑“10 倍”之科学基础。刘俊海教授也质疑该项规则，认为 10 倍的限定显著过高，因为创始股东只要持股 10%便可独占表决权。[158]实际上，限制高表决权分离度并非易事，适度至关重要，天花板过低怕压垮双层股权结构的制度优势，天花板过高怕“内部人控制”风险肆意疯长。而中国香港则为此项规则提供了新的治理模式，其规定：采取对此项于申请上市发行的公司首次上市时，不同投票权架构受益人实际拥有该公司已发行股本相关经济利益合计占比不得少于 10%。[159]对高表决权持有人于公司首次上市时的经济利益设置了下限，目的在于保障公司内部控制人经济利益与公司关联度，避免出现内部控制人融得大量外部股东资金的同时，自身对公司高控制权和低经济利益兼得。如此通过利益趋同的关联度考量，反向适度限制高表决权之分离度。

（3）禁止双层股权资本重组

禁止双层股权资本重组规则最初来自于美国证券交易委员会（SEC）于 1988 年 7 月颁布的 Rule19c-4。该规则禁止已经上市的公司通过资本重组的方式引入双层股权结构。[160]后续该规则被名为商业圆桌会议的商界组织以股东对表决权和股票类别安排属于公司治理范畴为理由起诉，终而被华盛顿巡回法庭判决 Rule19c-4 无效。[161]但美国三大交易所在接受双层股权结构之初皆接受了 Rule19c-4。当前美国的双层股权结构监管规则采取限制但不全面禁止的态度，强调不得区别性地减损或限制现有股东的表决权，允许公司维持现有股东之原有权益的基础上向公众发行新类别的低表决权股。但包括我国、香港、新加坡、英国在内的许多国家或地区的设立规则皆支持全面禁止双层股权资本重组，规定已上市公司不可采用双层股权结构，公开发行前引入双层股权结构的公司除外。众多学者论证如此规定实则是顾虑股东被潜在胁迫的问题，寻求股东真实意愿和正当利益之保障。首次公开募股时公开股权结构的安排，外部股东可知悉双层股权结构的存在及限制条款以及相关风险，有更大的自主性选择是否加入公司，且此时股票价格在反映公司实际价值方面更具客观性。而相应地如果上市后允许双层股权资本重组势必限制现有股东的权益，而股东所持有股票的相对价值和投票权随之影响。[162]亦有学者认为全面禁止双层股权资本重组不可取,主要理由有三：首先，以美国式监管方式足以保护公众股东的原有权益和地位，全面禁止不具有必要性；再则，理性的投资者应知晓商业环境的无常性，公司经营现状的改变较为常见，双层股权资本重组不应被特殊以待；最后，全面禁止双层股权资本重组或可

---

158 同注 45，第 180 页。

159 《香港联合交易所有限公司证券上市规则》8A.12。

160 Louis Lowenstein, “Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson,” 89 Columbia Law Review (1989) 979.

161 The Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission, Judgment of 21 November 1989, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

162 Peter L. Simmons, “Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights”, Columbia Law Review, 1987, 87 (1), p.118-120.

能导致上市公司放弃有益的重组而不得以采取其他次优的融资方式。[163]

（4）高表决权股东权利滥用限制

关于公司中的信义义务，通常情况下股东之间并不负有信义义务，董事仅对公司负有信义义务，而非直接对股东或者其他人负有信义义务。[164]双层股权结构中，高表决权股东身份可能出现重合，其既是董事又是股东。双层股权相关规则试图通过董事信义义务对其加以约束。但是我国股东会中心主义赋予了股东相对广泛的权利，仅通过董事信义义务难以完全约束高表决权持有人的行为。一方面，高表决权股东的双重身份可能致使董事会独立性丧失，公司内部治理的民主受到挑战。另一方面，高表决权股东享有的多数表决权缺乏相应的资本对价，这意味着高表决权股东滥用表决权的道德风险会被放大，加剧我国控股股东与其他股东之间的矛盾。[165]从高表决权股东身份出发，限制其权利滥用确有必要。同时，高表决权股东的信义义务规则有助于实现其双重身份之下的权责统一，防止高表决权股东滥用权利致使双层股权结构制度价值难以实现。

一般情况下，股东除对公司承担出资义务外，股东之间是平等的，相互之间没有义务。[166]但当前学术界比较一致的观点认为，至少公司的控股股东应当承担信义义务。虽然亦有观点提出，非控股股东的弱势地位是其理性选择的结果，大多数非控股股东的地位是基于自愿而非强迫取得，法律并无理由对其提供额外保护，一味偏向非控股股东对控股股东来说也是不公平的，甚至会造成非控股股东挟持控股股东的局面。[167]我国大多中小股东确实处于信息、能力、资本等多重的弱式地位，向其倾斜保护实则出于实质股东平等的理念，笔者并不否认存在非控股股东侵害控股股东的情形，故坚持广义的股东平等理念即形式平等与实质平等相结合。另外，双层股权结构中并非高表决权股份持有者或受益人便一定为控股股东，虽大多数情况如此，但仅从控股股东理论出发并不足以全覆盖的解释高表决权控股股东信义义务之缘由。基于双层股权结构的契约本质出发，信义义务是为不完备合同之补充。[168]有学者主张以“代理说”解释，在双层股权结构的公司中，管理者拥有普通公司法控制股东的权力，管理者具有与普通法系管理层相近的完整商业决策权，其认为“代理说”有一定的合理性。[169]笔者认为可基于高表决权股份之特性出发，高表决权具有极强的人身依附型，其与创始股东相绑定，资本股东接受双股结构及表决权稀释的前提实则是出于对高表决权股东能力的信任。基于高表决权股东对公司控制权的渴望，以及公司发展对高表决权股东的高度依

---

[163] 参见沈骏峥：《论双重股权结构监管制度的构建——以控制权利益的内涵为视角》，载《中外法学》2021 年第 3 期，第 820 页。

[164] 参见朱大明：《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》，载《比较法研究》2017 年第 5 期，第 47 页。

[165] 同注 24，第 442 页。

[166] 参见蒋大兴：《反对少数股东保护——寻求股东权利构造的基本面》，载王保树主编：《转型中的公司法的现代化》，中国科学文献出版社 2006 年版，第 553-555 页。

[167] 参见贾翱：《中小股东法律保护正当性辨析》，载《当代法学》2009 年第 2 期。

[168] 参见许德风：《道德与合同之间的信义义务——基于法教义学与社科法学的观察》，载《中国法律评论》2021 年第 5 期，第 140 页。

[169] 参见翁小川、胡晶晶：《上市公司双层股权的法定落日条款研究》，载《南大法学》2021 年第 5 期。

赖，这意味着双层股权结构公司的良性发展要求高表决权股东的利益应当始终与公司利益保持一致，高表决权股东必须忠诚于公司利益。以此角度观察，正是因为公司与低表决权股东对高表决权股东存在着高度信任，高表决权股东应当对公司与其他股东承担信义义务。[170]

（5）低表决权复苏机制

通常情况下，双层股权结构公司的控制权股东掌握公司决策权，资本股东不享有或者仅享有很小比例的表决权，无权干涉控制权股东的经营行为，即表决权放弃或者表决权休眠，但是从制度协调的角度出发，应保证资本股东在特定情况下享有表决权，即特定情况下的表决权复苏。表决权复苏是指在特定事件驱动下，表决权临时性恢复为一股一票。它不同于双层股权结构的转换，双层股权结构转换是自此公司转为单层股权结构，无表决权和低表决权股自转换后，与高表决权股享有同等表决权，公司不再存在超级表决权。而表决权复苏则只在公司法或者公司章程规定的特定事件发生时，低表决权股东的表决权才被激活复苏，该事件结束后，公司又恢复双层股权结构，依然按照双层股权结构的安排行使差异表决权。一旦低表决权股东的表决权复苏，就以其所持有的股份数额决定表决权数额，即按照一股一权的计票方式计算表决权。高表决权股东也不再享有超额表决权，而按照其所持有的股份数额，一个股份享有 1 个表决权。 为保证低表决权股东的合法权益，激活表决权的特定情形应该由法律明确规定。当然，双层股权公司股东之间在法律规定之上添加其他表决权复苏情形，在不构成对现有法律制度规避和对股东或公司合法权益侵害的情形下，经过公司合法决议机制做出的相关表决权复苏决议具有内部效力。

有观点对低表决权复苏之事由，除与立法一致之外，还包括：涉及公司重大交易和投资计划、兼并重组等重大经营决策。[171]实际上如此观点确实虽可以规制高表决权股东滥用其控制权，但重大经营决策如若需恢复一股一票表决机制，双层股权结构之初衷便已完全背离，也体现出我国许多学者并未明白表决权复苏背后的准则即股东平等原则。最贴切的立法表达在香港上市规则中体现，“特殊事项回归一股一票规则的目的在于维持股东之间实质平等，保障不致于议案未经低表决权股东同意就被高表决权股东投票通过，而非给任一类别股东除去或增加限制。”根据此，中国香港关于表决权复苏的具体事由：上市发行人组织章程文件的实质变动；任何类别股份所附带权利的变动；委任或罢免非执行董事；委聘或辞退核数师；上市发行人自愿清盘。[172]我国大陆上交所关于低表决权复苏的具体事由基本一致，但其中“改变高表决权股份享有的表决权数量”复苏低表决权实际已经给高表决权股东增加过当限制，与中国香港的股东平等立法理念大相径庭。

2. 事后救济机制

（1）司法救济机制

---

[170] 参见王建文：《论我国构建控制股东信义义务的依据与路径》，载《比较法研究》2020 年第 1 期，第 93-105 页。

[171] 同注 12，第 71 页。

[172] 《香港联合交易所有限公司证券上市规则》8A.24；8A.25。

当前双层股权结构司法救济机制相关观点，具体包括：首先，证券代表人诉讼制度。此种投资者保护制度虽与美国集团诉讼的模式相似，可以有效制约公司控制人的损害公司利益行为。但如前所述以相关部门或被告已经对相关证券侵权行为进行处理为前置程序，于双层股权结构中实践效用与可行性较低。虽有学者表示我国已对证券代表人诉讼适用中普通代表人前置程序予以实质松绑，[173]但仍有观点主张降低投资者起诉门槛，前置程序应予以取消。[174]其次，股东代表诉讼制度。有学者提出，借鉴美国的股东派生诉讼制度经验，针对双层股权结构上市公司限制其股东代表人诉讼的原告范围，使其仅限于普通股东。这样既可以节省股东代表人诉讼制度的成本，也可以进一步强化了普通股东权益保护机制。[175]此种观点对处相对弱式地位对双股结构普通股东倾斜性保护，但笔者并不支持此观点。原告范围限制的倾斜保护效用与股东平等待遇的背离不具有相当性，故不必要以此限定。再次，李燕学者主张以异议股东股份评估权保障股东退出通道畅通作为双层股权结构的救济机制之核心设计，具体指当公司股东大会做出对股东利益有重大影响之决议时，对该决议表明异议之股东，享有要求对其所持股份价值进行评估并由公司以公平价格予以购买或补偿的权利。[176]法律赋予反对决议的少数股东以评价补偿权，使得不愿接受公司重大变化的反对股东，能够在取得合理的金钱补偿后退出公司，以有效保护中小股东利益。但实际上在双股结构上市公司中中小股东可通过市场自由转让的形式退出，此救济机制更倾向于保障大股东的退出。最后，偶有观点支持律师的风险代理费机制运用与双股结构，即胜诉再按照一定比例支付给律师，败诉则不需要支付费用。[177]但此类建议于我国的诉讼文化可能存在冲突，难以运行。

(2) 非司法救济机制

陈若英学者主张寻找具有本国特色的非司法救济机制。其提出由证券监管部门牵头设立专门机构，处理股东与公司、与管理团队之间的纠纷。或者，甚至可以考虑专设一个解决双层股权结构纠纷的机构，用专业化、高效和公平的纠纷解决服务为公众投资者提供救济，同时对管理团队形成有效的威慑。首先，当事人关于仲裁机构和仲裁员选任的合意是裁决中立性的基础和裁决强制执行力的来源。再则，为确保裁决质量、机构运作效率、裁决人员中立性，将设立在证券监管部门的这一裁决机构定位于专业仲裁结构而非类似法院的司法机构，采用仲裁模式而非司法裁决模式，监管部门置于服务提供者而非裁决者，且采裁决人员回避制度。[178]监管机构提供的准专业仲裁作为双层股权结构中非司法性股东救济机

---

[173] 参见陈洁：《证券纠纷代表人诉讼制度的立法理念与制度创新》，载《人民司法》2020 年第 28 期，第 48-53 页。

[174] 参见唐豪、朱琳：《我国证券纠纷代表人诉讼的程序解构及其重塑》，载《南方金融》2021 年第 3 期，第 87-98 页。

[175] 同注 108。

[176] 参见李燕、李理：《公司治理之下的双层股权结构：正当性基础与本土化实施路径》，载《河北法学》2021 年第 4 期，第 98 页。

[177] 参见魏磊杰:《论美国公司法中的异议股东股份评估权制度》，载《研究生法学》2006 年第 3 期。

[178] 参见陈若英：《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，第 4-9 页。

制，确实具有理论创新型。但从目前双层股权结构于我国的采用率，专设纠纷解决机构不太现实，证券监管部门或许也无动力设立更具普遍性的准仲裁机构。因此，双层股权结构非司法救济路径仍需探索。

三、国内研究状况

（一）国内研究状况总体梳理

1.国内早期研究：双股结构移植与否

公司股权结构的变革是一个历久弥新的问题，国内早期并未明确对双层股权结构予以法律规范的回应，理论研究主要集中于双股结构引入与否，探讨双股结构移植的正当性。理论争议聚焦于双股结构对一股一票原则的冲击，对股东权利禁止分离的突破。

支持双层股权结构移植的学者主要利用股东异质化、股东权利分离、适应性效率等理论，论述双股结构的法理正当性。梁上上教授提出表决权工具主义的倾向，深入系统研究超级表决权、无表决权股份、限制表决权股份等公司控制权争夺的工具，[179]将不同股权结构的安排视为公司内部控制权配置的主要手段，开启表决权研究新阶段。[180]股东异质化现实下，一股一票原则已经无法满足不同投资者对表决权的异质化需求，股东的利益、目的以及能力的差异使一股一票原则于商业实践中愈显“捉襟见肘”。[181]有学者自历史演进观察一股一票原则，[182]亦有自法经济学的论证角度，[183]皆发现僵化固守一股一票原则的单一公司制度不利于公司发展。[184]一股一票导致股东偏好满足成本高、治理低效、股东与公司利益偏离等问题，双股结构的引入能够有效软化僵硬的股权结构，股东权利的分离满足股东异质化的偏好，为公司提供更多制度选择，有利于公司治理的长效发展。[185]另外，还有以股东权利利益分离角度理解双层股权结构是为契约法侵入组织法的结果。[186]而针对“股权与股东地位禁止分离原则”亦不可予以僵化理解，该原则所禁止的主要是导致具体股东权利与股东地位永久性分离的行为，不产生永久性分离或违法性规避的行为不予以禁止。换言之，在特定情况下，股权的不同利益之间可以根据意定和法定的方式予以重新组合和安排。[187]分离有学者利用适应性效率理论相较于传统的代理成本理论，能够更好的解释高成长性公司尝试冒险的需求，进一步促成资本与创新的衔接，容纳企业发展中的潜在风险。[188]

---

[179] 参见梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社 2005 年版。
[180] 参见梁上上：《表决权拘束协议：在双重结构中生成与展开》，《法商研究》2004 年第 6 期，第 94-106 页。
[181] 参见汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构性变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》，2011 年第 3 期。
[182] 参见汪青松：《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》，载《清华法学》，2014 年第 2 期。
[183] 参见叶勇、徐秋子：《“一股一权”的法经济学反思》，载《中国外资》 2014 年第 1 期。
[184] 参见张舫：《一股一票原则与不同投票权股的发行》，载《重庆大学学报(社会科学版)》，2013 年第 1 期。
[185] 参见冯果：《股东异质化视角下的双层股权结构》，载《政法论坛》，载 2016 年第 4 期。
[186] 参见周游：《股权的利益结构及其分离实现机理》，载《北方法学》，2018 年第 3 期。
[187] 参见李安安：《股份投票权与收益权的分离及其法律规制》，载《比较法研究》，2016 年第 4 期。
[188] 参见于莹、潘琳：《适应性效率理论与公司法的适应性》，《吉林大学社会科学学报》2013 年第 6 期，第 88-89 页。

我国双股结构反对观点极少，或许出于理论不得不对市场需求予以回应，但不乏有观点对双股结构移植表达“忧虑”。2014 年，有学者认为我国的法律环境尚不成熟，当前阶段不宜引入双层股权结构。[189]罗培新教授从法经济学角度出发，认为双层股权结构不符合剩余索取者和表决权配比原则，必然会带来代理成本，进而必然带来低效率。[190]还有观点虽肯定双股是解决创新型公司融资需求难题与创始人团队控制权稀释困境的有效手段，但却提出双股容易产生公司内部人控制以及公众投资者利益侵害等问题，建议我国对双股结构的法律移植应采取谨慎推进态度，待交易所地位、市场成熟度、公众投资者司法救济模式等基础配置满足一定水平后再行考虑。[191]

2019 年上海证券交易所正式于上市规则中允许双层股权结构的引入之前，我国双层股权结构的研究集中于是否移植的讨论，虽偶有观点提供政策建议，但多数文献主体部分皆在论证双股的优势和法理正当性，对双股之弊认识不足够深入全面。

2. 国内现期研究：双股结构监管走向

我国自 2019 年上海证券交易所允许公司采用“同股不同权”的表决权差异化安排在科创板申请上市起，正式拉开双层股权结构本土化序幕。学术研究集中于双股监管走向，具体法律规制措施的讨论。

朱慈蕴教授认为双股制度的核心应在于如何防范双股结构引发的公司控制权与经济利益或现金流的分离，以及有此种分离产生的代理成本和控制权滥用的问题。[192]郭雳教授根据匹配监管理念认为我国仍应坚持双股结构的约束限制。[193]由此，双股结构的具体约束机制主要观点有：其一，公司应该设计系统完备的公司治理规章制度，通过优化双层股权结构和建立权力有效制衡的公司治理机制来确保控制权的稳定性配置，进而防止内部人控制等问题的出现。[194]其二，当公司的决议涉及到差异化表决权股的权利变动时，须单独召开类别股股东大会进行投票表决。[195]其三，构建特别表决权股东的信义义务体系，促使特别表决权股东规范、合理的行使合法权利与控制权力，最大限度的遏制差异化表决权结构所带来的负面影响。[196]其四，信息披露应当成为监督者对上市双股公司监督的重点，应在招

---

189 参见李尚桦：《双层股权结构之法律评析——兼论在我国之适用性》，载《金融法律评论》2014 年秋季卷。

190 参见罗培新：《公司法学研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》，《法学研究》2006 年第 5 期，第 44 页。

191 参见危钊强:《双层股权结构在香港地区的最新实践及对内地的启示》，载《西南金融》2018 年第 8 期。

192 参见朱慈蕴、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。

193 参见郭雳、彭雨晨：《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》，载《北京大学学报(哲学社会科学版)》，2019 年第 2 期。

194 参见李燕、李理：《公司治理之下的双层股权结构:正当性基础与本土化实施路径》，载《河北法学》，2021 年第 4 期。

195 参见韩秀华：《论优先股股东类别表决权之表决事项确定》，载《法律科学(西北政法大学学报)》，2020 年第 4 期，第 173-180 页。

196 参见张赫曦：《特别表决权股东信义义务构建》，载《中国政法大学学报》，2021 年第 3 期，第 153-164 页。

股说明书等相关文件对双股公司予以特殊标记并详细陈述、解释风险，[197]而还有观点在此基础上提出强制信息披露制度、在重大事项上对高表决权加以限制、对高表决权分离比例加以限制、对高表决权比重加以限制、确保独立董事的独立性与监督作用、引入定期日落条款和燕尾条款、完善股东救济制度、确立完备的信义义务审查标准等具体方案。[198]可见，我国对双股结构约束机制的理论研究覆盖面极广，部分意见虽不够深入可行，但已累积了坚实的研究基础。

2020 年 1 月 20 日，我国首家双层股权结构上市公司（优刻得公司）于科创板成功上市，标志着我国资本市场开始接纳这一特殊的股权结构。但内陆交易所对双股公司上市持严格监管态度，双股本土采用率较低。虽嫌少有实证研究，但已有理论观点质疑双股本土制度是否发挥控制权的光明面，而又是否抑制其阴暗面，认为虽然中国大陆在双股监管方面总体值得肯定，但未达到利弊之平衡，应当废除突破规则，在现行事件型日落规则的基础上，允许高表决权股在创始团队之间自由转让以及获得外部股东同意时被转让至非创始团队成员。[199]亦有观点意识到双股结构实践与理论预期存在差距，提出我国证券交易所对双股制度限制过于严格，为满足实践需要以及应对竞争，应当严格与放松之间做出良好平衡，放宽事前准入标准，完善细化披露制度及相关规则，完善普通股东的事后保护机制[200]但令人遗憾的是，我国理论研究对双股救济机制重视度并不足够，主要观点有：其一，以异议股东股份评估权保障股东退出通道畅通作为双层股权结构的救济机制之核心设计，且允许对公司再融资、重大资产重组或拆分上市、大笔变更募集资金投向、盈余分配等重大事项决议持反对意见的普通股东，在上述股东大会决议对于股东利益造成重大损害的情况下，要求公司回购其所持的股份。[201]其二，陈若英学者主张寻找具有本国特色的非司法救济机制，其提出由证券监管部门牵头设立专门机构，处理股东与公司、与管理团队之间的纠纷。或者，甚至可以考虑专设一个解决双层股权结构纠纷的机构，用专业化、高效和公平的纠纷解决服务为公众投资者提供救济，同时对管理团队形成有效的威慑。[202]

当前我国对双股制度的研究主要集中于监管规制视角，而缺乏组织法治理视角，法学的实证研究几乎没有，大量理论研究聚焦双股的监管走向。学术观点与建议聚集于事前约束机制的讨论，但双股结构的本土实践已证明严格的事前规则

---

[197] 参见刘俊海：《论上市公司双层股权架构的兴利除弊》，载《比较法研究》，2022 年第 5 期。
[198] 参见张欣楚:《双层股权结构:演进、价值、风险及其应对进路》，载《西南金融》2019 年第 6 期。
[199] 参见沈骏峥：《论双重股权结构监管制度的构建 以控制权利益的内涵为视角》，载《中外法学》，2021 年第 3 期。
[200] 参见李东方、李耕坤：《公司上市中的差异表决权规则及法律完善——以证券交易所竞争为视角》，载《山东大学学报(哲学社会科学版)》，2023 年第 3 期。
[201] 参见李俪：《双层股权结构本土化的潜在风险与防范制度研究——兼评科创板特别表决权规则》，载《金融监管研究》，2019 年第 12 期。
[202] 参见陈若英：《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。

并不利于双股制度优势的发挥，已有研究开始探索事后的救济机制，但尚不够系统深入。

（二）国内博士论文研究

目前知网或国家图书馆可查的关于双层股权结构专项研究的法学博士学位论文仅有四篇，分别是 2019 年卫恒志博士的学位论文《双层股权法律制度研究》，2018 年张占锋博士的学位论文《我国移植双层股权结构法律问题研究》，2015 年黄臻博士的学位论文《双层股权结构公司的投资者保护问题研究》，2015 年谭婧博士的学位论文《双层股权结构下的利益冲突与平衡》。这四篇博士论文均明确以双层股权结构为研究主体，但主体概念的界定与论述的侧重点各有不同。《双层股权法律制度研究》以优先股与差异化表决为核心规则的双层股权结构制度为研究对象，对各法域法律机制予以总结，但内容庞杂，且未考虑优先股与差异化表决之各自特征，法律机制建议只讨论事前约束机制。《我国移植双层股权结构法律问题研究》以双层股权结构移植为背景，详细梳理域外监管经验，但因当时我国双层股权制度属缺位状态，许多实践情况已然发生变化。《双层股权结构公司的投资者保护问题研究》以双层股权结构为研究对象，考察了许多双层股权结构公司，但其写作之时香港、新加坡未采用双层股权结构，但当前域外资本市场已有了新发展。《双层股权结构下的利益冲突与平衡》以双层股权结构为对象，梳理不同国家或地区的监管态度，对美国双层股权历史演进予以了详细总结，但尚停留在制度设想阶段，我国资本市场已变化。上述四篇博士论文均具有一定的创新性和实践价值，但研究的切入点尚不够准确，系统化不足。

综上所述，我国学界已经认识到了股权结构变革的必要性，为双股结构引入的正当性提供大量理论基础，对双股结构的监管措施也进行了丰富的讨论，为双股法律治理研究奠定了基础，但仍存在以下问题：(1) 对双层股权结构的现有研究呈碎片化的特征，缺乏对双层股权结构的系统化研究。(2) 研究视野较为有限。首先，主要集中于对域外双层股权结构监管及配套制度的研究，对双层股权结构引入后造成的特别表决权滥用案例并未系统化的总结，并未对我国公司法认可双股后，双股司法案例的审判标准提供理论支撑。再则，我国当前研究皆偏于证券法角度的监管规制思维，而缺乏组织法治理视野的分析。对双股的研究集中于上市公司，而对于非上市公司却几乎没有涉及，对于不同公司类型的区分化治理更寥寥无几。(3) 缺乏实证研究。我国双层股权结构本土化实践已进入第一个五年，对已有本土双股公司的实证研究少之又少，对当前双股本土实践缺乏整体和系统的研究和讨论。现有研究成果偏重于文本研究、理论演绎，鲜有立足于我国市场环境，对双股具体适用情况进行追踪调研。

四、国外研究状况

（一）双层股权结构利弊之争

双层股权结构原发地美国对双股的商业实践属于自下而上式的市场自然演进，故其理论研究集中于双层股权结构的利弊之争，而非国内移植与否的争论。

1.双层股权结构支持观点

Zohar Goshen 等学者提出企业家特质愿景角度，具体来说，为了应对企业家追求特质愿景和外部投资者利益保护之间可能因信息不对称、利益倾向不同而产生的冲突，需要采用不同的所有权治理架构以实现相对平衡。企业家对控制权的重视，并非是一种“罪恶”；相反，对控制权的合理运用将同时为控制股东和中小股东创造价值。双层股权结构优势在于保障创始人实现企业家愿景，使其免受制于激进投资者及其他追求短期收益的投资者的有效工具。[203]Emily Stewart 也有类似观点，认为双层股权结构有助于提升公司创始人上市意愿，从而可能缓解上市公司总数下降的趋势，引导格外青睐双层股权结构可得性的公司进入资本市场。[204]

Dorothy Shaprio Lund 教授认为无表决权或低表决权股份能通过减少低效，实现代理成本和交易成本的降低。此外，允许“理性冷漠股东”转让表决权，减少消极投资者的表决权，赋予积极股东更多表决权，优化表决权配置能够提高公司决策效率。[205]Benjamin Robertson 也认为，对作为临时股东的公众投资者进行表决权限制，可能有助于提升生产率。[206]境外上市的场景下，双股公司可更好地融入进东道国的社会结构之中而不易受到临时股东的影响，且激励特定人力资本的投入进而降低企业的代理成本。[207]双层股权结构赋予了管理层对该公司的控制权，能够避免公司管理层过度关注股价的短期变化而忽视公司长期发展目标。[208]

双层股权结构之优势主要集中在允许内部人士追求独特的愿景和代理成本之间的权衡上，多集中在公司内部的动态上。而 Bernard Sharfman 教授则从私法秩序入手，认为双层股权通过私法性合意磋商提升公司价值。[209]并且，双股公司可以帮助缓解共同所有制的反竞争效应。[210]

2.双层股权结构反对观点

双层股权结构结构反对者提出，该结构违背了股权平等原则，表决权平等的重要性不仅体现在公平公正的分配利润，更重要的是能够通过表决权的行使对公司管理层形成有效约束，因此表决权所涉及的公共利益是不容放弃和出卖的，而差异化表决权的安排直接损害了公司的合法性。[211]并且，双股公司的代理成本要

---

[203] See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 YALE L.J. 560, 590 (2016).

[204] See Emily Stewart, SEC Chair Highlights Need for More Public Companies in First Public Speech, THESTREET.

[205] See Dorothy Shapiro Lund, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, 71 Stanford Law Review (2019) 687.

[206] See Benjamin Robertson, Hong Kong Adds Dual-Class Shares, Paving Way for Tech Titans, BLOOMBERG; Angela Tan, SGX Enters New Era as It Starts Dual Class Shares for Qualifying IPOs, BUS. TIMES; See Steven M. Davidoff, Regulating Listings in a Global Market, 86 N.C. L. REV. 89, 102-14 (2007).

[207] See Douglas C. Ashton, “Revisiting Dual-Class Stock,” 68 St. John's Law Review (1994) 863.

[208] See Thomas J. Chemmanur and Yawen Jiao, “Dual class IPOs: A theoretical analysis,”36 Journal of Banking & Finance (2012) 305.

[209] See Bernard S. Sharfman, A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs, 63 VILL. L. REV. 1, 7 (2018).

[210] See Battocletti V , Enriques L , Romano A .Dual Class Shares in the Age of Common Ownership[J].Social Science Electronic Publishing[2023-11-30].

[211] See Louis Lowenstein, “Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson,” 89 Columbia Law Review (1989) 979.

高于“一股一票”公司的代理成本，也就是说，由于差异化表决权结构导致股票所附带的表决权与现金流收益权不成比例，因此当持有高权重表决权的股东利益与公司整体利益相悖时，公司控制人会利用这种权利谋取私利。[212]Gompers 等主张双层股权为公司创始人追求私人利益及加剧经营层代理成本创造了机会。[213]内部控制人利用差异化表决权和经济地位可攫取私利，[214]形成管理层堑壕，致使管理层在实际经营中采取更为激进的策略，做出不利于投资者的决定。[215]双层股权结构增加了敌意收购的难度，外部监督机制失效，[216]几乎难以通过公司控制权市 场这一外部公司治理机制实现更换不良管理层的目的。[217]控制权固化终将造就“公司王朝”。[218]

3.双层股权结构利弊之述评

梳理域外对双层股权结构的不同角度，对丰富我国理论极有必要，尤其在我国几乎无双股结构反对者的情形下。在域外，对待双层股权结构的基本立场大多持中立态度。一方面，肯定双层股权结构之价值；另一方面，主张保护少数股东适当措施之必要[219]或反对双股结构之永久存续。[220]

（二）双层股权结构实证研究

1.双层股权结构对公司价值相关性分析

围绕双层股权结构是否提升或减损了公司价值的争论，至今悬而未决。

Bohmer E 等学者采集了纳斯达克上市公司的数据，并就双股结构和同股同权结构形成对比研究。分析发现，在公司经营业绩和股权回报方面，采用双股结构的公司更具优势。[221]Thomas Chemmanur 和 Yawen Jiao 详细研究了上市公司对不同股权架构的选择，发现采用双股结构上市的公司往往更注重追求远期公司目标，或者为家族企业、团队经营企业。[222]双股公司在 IPO 五年内的专利申请数量远超单股公司。[223]Jordan Bradford D.等学者论证了双股结构能够帮助公司经营

---

[212] See Michael C. Jensen and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” 3 Journal of Financial Economics (1976) 305.

[213] See Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, 23 REV. FIN. STUD. 1051, 1051-54 (2010).

[214] See Alexander Dyck & Luigi Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 59 J. FIN. 537, 540 (2004).

[215] See Tian Wen,“You Can ' t Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange”University of Pennsylvania Law Review, Vol.162(6) ,2014.

[216] See Daniel P.Cipollone,“Risky Business: A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform”, Dalhousie Journal of Legal Studies,2012(21).

[217] See Seligman, J., “Equal protection in shareholder voting rights: The one common share, one vote controversy,” 54 George Washington Law Review (1986)687; Grossman and Hart, “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control,”20 Journal of Financial Economics (1988) 175.

[218] See Robert J. Jackson, Jr., Comm’r, U.S. Sec. & Exch. Comm’n, Address at Univ. Cal. Berkeley Sch. of Law: Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty (Feb. 15, 2018).

[219] See Professor Bainbridge,“Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective”, last modified September 9, 2017, https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html.

[220] See Lucian A. Bebchuck and Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock,” 103 Virginia Law Review (2017) 585.

[221] See Ekkehart Boehmer, Gary Sanger, Sanjay Varshney, The Effect of Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-Class IPOs, Gun Merchants, Vol.22, 1995, pp. 105.

[222] See Thomas Chemmanur, Yawen Jiao, Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis, Journal of Banking&Finance, Vol.36, 2012, pp. 45.

[223] See L. Baran, A.Forst&M.T.Via,Dual Class Share Structure and Innovation, available at

者避免短期市场压力，同时也有利于公司长期项目的实施。实证研究也证明了差异化表决权安排能够有效减少短期市场压力并使公司获得更多的成长机会。[224]还有部分研究发现双层股权结构有助于公司巩固与其他相关方的长期关系，也有益于实现长期投资。[225]尤其在股东间的信息不对称[226]以及聚焦短期收益的投资者[227]出现的特定情境下，双层股权结构可提升公司价值。

Gomper 等学者采集了 1995 年至 2002 年间美国双股结构公司的数据，并对投票权与现金流权分别进行分析梳理。在一系列回归分析中，他们发现公司价值与内部经营者的现金流权呈正相关，与投票权呈负相关，且两权分离程度越大，公司价值则越低。[228]2009 年，Masulis 等学者以美国双股结构公司为样本，研究投票权与现金流权的分离程度对经营者私利攫取的影响。经研究发现，伴随着分离程度的扩大，企业的现金持有对外部股东的价值降低，经营者获得更高的报酬且实施破坏性收购的倾向更为明显，公司价值也会随之下降。[229]总之，随着表决权与现金流权利差异的扩大，相应的公司价值和市场回报随之下降。[230]

2.企业生命周期理论

企业生命周期理论提出，在完成 IPO 的初期数年内，双层股权公司表现优于单层股权企业。例如，Martijn Cremers, Beni Lauterbach, Anete Pajuste 三位教授研究发现，在完成 IPO 后的最初 7-8 年内，双股公司的表现优于单股公司。[232]Lindsay Baran、Arno Forst、Tony Via 三位教授发现，至少在完成 IPO 后的最初数年内，双层股权公司的内部人控制与创新呈正相关性。[233] 对于年轻企业而言，其创始人兼管理者往往具有更多的动力来提升企业的价值，这不仅符合他们自身的经济利益，也可以满足其自我实现等非经济利益。于是，这些企业管理者创造股东共同利益的意愿往往超过谋求自身私人利益的意愿，换言之，代理人成本问题在年轻企业中不那么突出。[234]

SSRN:https://ssrn.com/abstract=3183517.

[224] See Jordan Bradford D. , Kim Soohyung, Mark H. Liu, Growth Opportunities, Short-term Market Pressure, and Dual-class Share Structure, Journal of Corporate Finance, Vol.41, 2016.

[225] See Jean-Jacques Laffont & Jean Tirole, Repeated Auctions of Incentive Contracts, Investment and Bidding Parity, with an Application to Takeovers, 19 RAND J. ECON. 516, 530-31 (1988); Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, Breach of Trust in Hostile Takeovers, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 33, 40-41.

[226] See Armen A. Alchian & Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 AM. ECON. REV. 777, 783 (1972).

[227] See Jeremy C. Stein, Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, 104 Q.J. ECON. 655, 661-65 (1989); Jeremy C. Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 J. POL. ECON. 61, 61-64 (1988).

[228] See Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, Extreme Govemance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, The Review of Financial Studies, Vol.23, 2010, pp.3.

[229] See Ronald W. Masulis, Cong Wang, Feu Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, Journal of Finance, Vol.64, 2009, pp1697-1727.

[230] See Gompers, Ishii & Metrick, supra note 7, at 1084; Michael L. Lemmon & Karl V. Lins, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, 53 J. FIN. 1445, 1447 (2003); Karl V. Lins, Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, 38 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 159, 181 (2003).

[232] See Martijn Cremers, Beni Lauterbach & Anete Pajuste, The Life-Cycle of Dual Class Firms 1, 27 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 550, 2018).

[233] See Lindsay Baran, Arno Forst & M. Tony Via, Dual Class Share Structure and Innovation 4 (Dec. 21, 2018) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_id=3183517.

[234] See Peter DeMarzo, Michael Fishman, Optimal Long-Term Financial Contracting, 20 Review of Financial Studies, 2079 (2007).

但随着企业的不断成长，情况也发生了变化。Cremers、Lauterbach 和 Pajuste 依照 1980-2005 年间匹配有单股企业对照的双股公司抽样，处于 IPO 阶段的双股权公司市值普遍高于单股企业，但相应溢价随时间渐趋消失。尽管双股公司在 IPO 阶段通常市值较高，但在完成 IPO 的 6-9 年后其市值溢价趋于损耗殆尽。随着时间的经过，内部控制股东的表决权利与经济权益的差异显著增加。[235]上述发现与 Kim 和 Michaely 两位教授的研究结果契合，双层股权公司早期通常具有更高市值，但后期往往欠缺活力，IPO 后 11 年出现双层股权结构的价值拐点。随着双层股权公司趋于成熟，其营业利润率和劳动生产率下降幅度高于单层股权公司，其创新步伐减缓速度也显著快于单层股权公司。[236]Lucian Bebchuk 和 Kobi Kastiel 两位教授评估了双层架构后 IPO 阶段的绩效表现，揭示企业生命周期理论的核心观点：随着时间经过，双层股权结构的潜在代理成本趋于上升，而潜在效益趋于减损。[237]

3.双层股权结构实证研究之述评

公司治理是个复杂的命题。实证研究固然重要，但偏移地迷信某些实证研究结论也是不明智的。就上述经验研究而言，不仅存在研究结论上的冲突，且在许多情境中受制于计量经济学的局限性。有关双层股权的实证研究的主要问题在于选择效应，研究对象的选择直接影响结果。配对的质量和范围往往催生不确定性。并且，当前绝大多数双层股权科技公司的上市时间尚不够长，大多未达 11 年，所谓双层股权结构 11 年的价值拐点仍有待深入考察。

（三）固定期限日落条款之辩

域外对双层股权结构的约束机制中最大的争议焦点在于固定期限日落条款。“日落条款”具体指在公司章程中预先设定的情形发生时，将部分或全部高表决权的股份转换为一般表决权股份的机制设计，公司的双层股权结构转换为一股一权结构，双层股权结构随之解除。固定期限日落条款，[238]可谓双层股权结构治理中最具争议的制度。基于企业生命周期理论，大量研究开始质疑双层股权结构可否永续存在，是否需要强制设置固定期限将其解除，成为学界辩论之焦点。

支持者认为：强制性的日落条款与股东投票有关的披露和收购保护措施将至少部分解决双股公司固有的治理缺陷。[239]永续存在的表决权差异化安排对普通投资者而言，将导致的后果:上市公司被公司内部的一小部分精英集团永远的控制——他们甚至可能将这些权力传递给不具有远见的后代，得以永存。[240]Jackson 教授也认为，除非高表决权股份配备日落条款，否则该实践将背离美国价值观。研究发现，完成 IPO 的两年内，包含日落条款的双层股权公司的估值高于采用永

---

[235] See Martijn Cremers, Beni Lauterbach & Anete Pajuste, The Life-Cycle of Dual Class Firms 1, 27 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 550, 2018).

[236] See Hyunseob Kim & Roni Michaely, Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual Class Structures 19 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 590, 2019).

[237] 同注 219。

[238] 时间型日落条款，预设特定日期，该日期过后，双层股权结构解除，恢复单股结构，创始人将对公司丧失控制。

[239] See Anand, Anita . "Governance in Dual Class Share Firms." Social Science Electronic Publishing (2018).

[240] See “ Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty,”SEC, last modified February 15, 2018, https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty?from=groupmessage.

久性双股企业的相应估值。[241]双层股权结构的潜在优势随时间而慢慢消退，潜在成本却会上升，应强制在双层股权结构中嵌入固定期限日落条款。[242]Anita Anand 认为，设置强制性固定期限日落条款，可以防止在双层股权结构最初的合理性消失后，该结构能否继续存在具有各种可能性。而完全依靠私人秩序并不能确保低投票权股东的利益得到持续保护，并且存在高投票权股东为获取私人控制利益而损害低投票权股东利益的风险。[243]同时，双层股权结构对企业创新具有强烈的负面影响。双股结构与企业创新之间的关系取决于公司的生命周期：对于初成立的公司，二者体现轻微的正相关；而随着公司发展愈发成熟后，二者则愈发负相关。从实证角度分析发现，基于时间的日落规定政策可能有利于创新。[244]

而反对者则认为：反对强制推行固定期限日落条款的主张侧重于市场自由选择和私人秩序，认为固定期限日落条款过于武断。Bernard Sharfman 认为，双层股权结构是私人秩序的最优结果，法律不应予以强制介入，自然亦反对强制性时间日落条款。[245]支持特定公司达成愿景目标的时间框架或因公司特征而十分多样，可能受到 IPO 阶段公司成熟度、商业模式持续时长乃至产品开发与市场推广时间等因素影响。[246] Coffee 教授将固定日期称为“陡峭山崖”，认为即使相应行为有损少数股东利益，其使创始人在保有控制权期间，也要追求最大化个人经济地位。 [247]上述逐利动机将随双层股权结构失效日期临近而显著增强。例如，对特定创始人的控制行将终结的认知，可能致使创始人涉及过度冒险、过度保守、自我交易或其他风险性机会主义行为等一系列短期逐利操作。同时，创始人可能将珍贵机会转移至其他公司，抑或减少在行将丧失控制权的公司中减少投入精力和创新理念。此外，一项特定风险在于，创始人可能从事特定交易，此类交易使创始人通过出售控制权而获取溢价或其他私利。 [248] Jill E. Fisch 等也认为，强制性固定期限日落条款不能解决双层股权结构的问题，且存在期限选择任意性、道德风险和公众股东倾向于终结双层股权结构等不足之处。[249]

述评：双层股权结构是为股份平等原则之例外，当具有必要性和相当性约束机制的基础上予以实施。若其失去设计之初的必要性，应当予以解除，并非永续性的选择。固定期限型日落条款尚缺少坚实的理论根据，但可鼓励双股公司股东

---

[241] 同注 217。

[242] See Liang, Hao and Park, Junho and Zhang, Wei, Riding off into the Sunset: Dual-Class Structure in the Age of Unicorns Going Public (October 2022). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 851/2022, Singapore Management University School of Law Research Paper , Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4242984

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

[244] See Atanassov J, Hong H, Kalcheva I, et al. Dual-Class Structure and Corporate Innovation: International Evidence[J]. Available at SSRN 4342029.

[245] See Bernard S. Sharfman，A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structure in IPOs，Vil- lanova Law Review，Vol. 63，No. 1 (2018) ，p. 6.

[246] See Vinay Prasad & Sham Mailankody, Research and Development Spending to Bring a Single Cancer Drug to Market and Revenues After Approval, 177 JAMA INTERNAL MED. 1569, 1573 (2017).

[247] See John C. Coffee, Jr., Dual Class Stock: The Shades of Sunset, CLS BLUE SKY BLOG (Nov. 19, 2018).

[248] See TORONTO STOCK EXCHANGE, TSX COMPANY MANUAL § 624(l); See Phil Wainewright, How MuleSoft Will Change the Way Salesforce Connects Its Clouds, DIGINOMICA.

[249] See Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, The Problem of Sunsets, Boston University Law Review, Vol. 99, No. 3 (2019).

间自治性制度相关条款且明确延展机制以增加灵活性。

五、总结

双层股权结构属于股债相融合的类别股，主要强调其债权属性。双层股权结构的法律本质是组织性契约，也可称为“私法中的公共性契约”或“私法中的团体性契约”，其具有自治性和法定性相结合的特征。股权分离理论为双层股权结构提供理论支撑的同时，双层股权结构也成为了股权利益分离理论的典型例证。股东异质化现实催生公司内部权力配置变革，由此催生双层股权结构，而证券交易所竞争推动双层股结构演进。双层股权结构具有弘扬企业家精神的目的性价值且具有丰富的制度性价值。双层股权内生缺陷引发的一般性问题包括内外部监督失灵；“内部人控制”风险；股利分配困境。

我国理论研究中双层股权结构治理存在以契约自治及公平正义为切入点的不同观点，虽皆有合理性，但契约自治为指导并不适配我国本土市场环境，而公平正义理念的高度抽象性亦将可行性降低。双层股权结构之法律治理需以股东平等原则为逻辑起点，分层探索高表决权规制与低表决权保护。股东平等原则对双股治理予以理念纠偏，正视高表决权股东控制权之正当性，接受股东之间的经济实力、信息收集、控制地位等差异，且可规避建构论唯理主义。高表决权规制以高表决权设立到运行再到解除的基本逻辑进行层层分析。高表决权设立的前置条件要求高表决权满足基本的程序要求，再则高表决权股东身份应严格限定为董事，而不可包括董事实际控制的持股主体，且高表决权具有较强的人身依附性，相应的具有不可转让性。高表决权适度之限制可通过利益趋同的关联度考量，反向适度限制高表决权之分离度。以信义义务为限制高表决权滥用的基本理论范式，基于一般民事权利滥用构成要件理论推演高表决权股东权利滥用的构成要件，滥用行为所需面临的法律后果包括滥用高表决权的决议无效和高表决权股东承担民事赔偿责任。高表决权解除情形以条件型和固定期限型两大基本分类予以细化讨论。低表决权之保护，则从低表决权的底线再行至表决复苏，而最终研究股东救济路径。

六、参考文献

（一）中文著作

【1】邓峰：《普通公司法》，北京：中国人民大学出版社 2009 年版。

【2】（美）约瑟夫·熊彼特：《经济发展理论》，贾拥民译，中国人民大学出版社 2019 年版。

【3】高菲：《新经济公司双层股权结构法律制度研究》，北京：法律出版社 2019 年版。

【4】托马斯·莱塞尔，吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》，高旭军，等，译. 北京：法律出版社 2004 年版。

【5】高菲：《新经济公司双层股权结构法律制度研究》，北京：法律出版社 2019 年版。

【6】甘培忠：《公司控制权的正当行使》，北京：法律出版社 2006 年版。

【7】邢会强:《科创版政策解读与法律规范集成》，北京：中国法制出版社 2019 年版。

【8】（英）保罗·戴维斯，莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》，罗培新等译，法律出版社 2016 年版。

【9】（韩）李哲松:《韩国公司法》，吴日焕译，北京：中国政法大学出版社 2000 年版。

【10】刘俊海：《股东权法律保护概论》，北京：人民法院出版社 1999 年版。

【11】叶林：《公司治理制度理念、规则与实践》，北京：中国人民大学出版社 2021 年版。

【12】张龙文：《股份有限公司实务研究》，台湾：汉林出版社 197·61·版。

【13】卢现祥、朱巧玲:《新制度经济学》，北京：北京大学出版社 2012 年版。

【14】布莱恩 R. 柴芬斯. 所有权与控制权：英国公司法演变史，林少伟译，北京：法律出版社 2019 年版。

【15】黄辉：《现代公司法比较研究——国际经验及对中国的启示》，北京：清华大学出版社 2017 年版。

（二）中文论文

【16】徐海燕：《表见代理构成要件的再思考：兼顾交易安全和意思自治的平衡视角》，载《法学论坛》，2022 年第 3 期。

【17】刘俊海：《论上市公司双层股权架构的兴利除弊》，载《比较法研究》，2022 年第 5 期。

【18】朱慈蕴、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。

【19】赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》，2020 年第 4 期。

【20】朱慈蕴、沈朝晖：《类别股与中国公司法的演进》，载《中国社会科学》，2013 年第 9 期。

【21】汪青松：《公司控制权强化机制下的外部投资者利益保护——以美国制度环境与中概股样本为例》，载《环球法律评论》，2019 年第 5 期。

【22】于莹、梁德东：《我国双层股权结构的制度构造》，载《吉林大学社会科学学报》，2021 年第 2 期。

【23】盛学军、唐军:《论双层股权结构的法律构造》，载《经济法论坛》，2018 年第 2 期。

【24】蒋大兴：《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》，载《法学》，2017 年第 4 期。

【25】陈景善：《类别股之组织法规范与资本制度衔接》，载《北京理工大学

学报(社会科学版)》，2022 年第 6 期。

【26】周游：《股权的利益结构及其分离实现机理》，载《北方法学》，2018 年第 3 期。

【27】张双根：《论股权的法律性质：以成员权之法教义学构造为中心》，载《中外法学》，2023 年第 3 期。

【28】汪青松：《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》，载《清华法学》，2014 年第 2 期。

【29】叶林：《公司股东出资义务研究》，载《河南社会科学》，2008 年第 4 期。

【30】梁上上：《股东表决权：公司所有与公司控制的连接点》，载《中国法学》，2005 年第 3 期。

【31】蔡元庆:《股权二分论下的有限责任公司股权转让》，载《北方法学》，2014 年第 1 期。

【32】李安安：《股份投票权与收益权的分离及其法律规制》，载《比较法研究》，2016 年第 4 期。

【33】汪青松、赵万一：《股份公司内部权力配置的结构性变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》，载《现代法学》，2011 年第 3 期。

【34】薛前强：《论股东利益异质化的私法衡平——以美国优先股司法实践为视角》，载《西南政法大学学报》，2019 年第 6 期。

【35】王倩：《论股东异质化背景下股东权利差异化配置及其利益平衡——兼评科创板“表决权差异安排”章节》，载《证券法苑》，2019 年第 2 期。

【36】张燕、邓峰：《创始人控制权保持、双重股权结构与投资者利益保护——基于股东异质性视角的多案例研究》，载《财会通讯》，2019 年第 27 期。

【37】李海英、李双海、毕晓方：《双重股权结构下的中小投资者利益保护——基于 Facebook 收购 WhatsApp 的案例研究》，载《中国工业经济》，2017 年第 1 期。

【38】冯果：《股东异质化视角下的双层股权结构》，载《政法论坛》，载 2016 年第 4 期。

【39】李东方、李耕坤：《公司上市中的差异表决权规则及法律完善——以证券交易所竞争为视角》，载《山东大学学报(哲学社会科学版)》，2023 年第 3 期。

【40】傅穹、杨金慧：《不同投票权制度: 争议中的胜出者》，载《证券法苑》，2018 年第 2 期。

【41】汪青松、肖宇：《差异化股权制度东渐背景下的中小股东保护》，载《投资者》，2018 年第 3 期。

【42】朱翔宇：《双层股权结构上市的潜在风险及其规制》，载《南方金融》，2022 年第 3 期。

【43】朱翔宇、柴瑞娟.：《双层股权结构时间型"日落条款"研究 ——以证券交易所竞争为视角》，载《上海金融》，2021 年第 7 期。

【44】邢会强：《注册制下交易所发行上市审核的逐底竞争及其预防》，载《证券法律评论》，2020 年。

【45】刘俊海：《董事责任制度重构：精准问责、合理容错、宽容失败——以弘扬企业家精神为视角》，载《交大法学》，2023 年第 3 期。

【46】王博琨：《双重股权结构的本质反思与规制路径重构》，载《南方金融》，2021 年第 8 期。

【47】蒋大兴：《公司法改革的文化拘束》，载《中国法学》，2021 年第 2 期。

【48】吴飞飞：《现代公司控制权分配中"智识多数决"现象探究》，载《证券市场导报》，2019 年第 8 期。

【49】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。

【50】傅穹、肖华杰：《我国股份有限公司类别股制度构建的立法路径》，载《西南民族大学学报(人文社科版)》，2019 年第 8 期。

【51】叶林：《双层股权架构的法律适用研究》，载《多层次资本市场研究》，2019 年第 1 期。

【52】冯果、杨梦：《国企二次改革与双层股权结构的运用》，载《法律科学(西北政法大学学报)》，2014 年第 6 期。

【53】曹兴权、杨士民：《"区块链+类别股权"嵌入乡村振兴农地流转的思考》，载《社会科学家》，2021 年第 11 期。

【54】李俪：《双层股权结构本土化的潜在风险与防范制度研究——兼评科创板特别表决权规则》，载《金融监管研究》，2019 年第 12 期。

【55】冯果、诸培宁：《差异化表决权的公司法回应：制度检讨与规范设计》，载《江汉论坛》，2020 年第 5 期。

【56】曾洋：《重构上市公司独董制度》，载《清华法学》，2021 年第 4 期。

【57】刘俊海：《监事会制度改革的盲区与方向》，载《董事会》，2023 年。

【58】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。

【59】郭青青：《规范视域下的中国上市公司控制权强化机制》，载《西南政法大学学报》，2016 年第 1 期。

【60】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。

【61】白芸：《差异化表决权结构下的"创始人—投资者天平"——兼评科创板中的差异化表决权结构》，载《金融法苑》，2020 年第 2 期。

【62】张欣楚：《双层股权结构：演进、价值、风险及其应对进路》，载《西南金融》2019 年第 6 期。

【63】杜佳佳、吴英霞：《双层股权结构的价值、风险与规范进路》，载《南方金融》2018 年第 8 期。

【64】邹平、付莹：《我国上市公司控制权与现金流权分离——理论研究与

实证检验》，载《财经研究》2007 年第 9 期。

【65】刘海东: 《双层股权结构下的股东利益保护与董事的忠诚义务》， 载《东岳论丛》2018 年第 8 期。

【66】蒋小敏: 《美国双层股权结构: 发展与争论》, 载《证券市场导报》 2015 年第 9 期。

【67】郑志刚: 《投资者之间的利益冲突和公司治理机制的整合》，载《经济研究》2004 年第 2 期。

【68】叶勇、徐秋子: 《“一股一权”的法经济学反思》，载《中国外资》 2014 年第 1 期。

【69】王怀勇、李子贡：《特别表决权横向代理成本的法律控制》，载《金融法苑》，2021 年第 2 期。

【70】姚瑶：《双层股权结构下股东的利益冲突与解决机制》, 载《老区建设》, 2018 年第 6 期。

【71】杨菁菁、程俊威、朱密：《双重股权结构对股利政策的影响——基于在美上市的中概股的经验证据》，载《金融经济学研究》，2019 年第 6 期。

【72】肖圣军：《双层股权结构下股利分配困境的成因及其破解方案》，中国政法大学，2020。

【73】李燕、杨朝越：《科创板双层股权结构公司特别表决权的行使限制研究》，载《学海》,2020 年第 2 期。

【74】章道润、张宇润、蒋辉宇：《双层股权结构上市公司普通股东权益保护制度研究》，载《财贸研究》，2021 年第 8 期。

【75】袁碧华、吴嘉文：《双层股权结构下特别表决权人的法律规制》，载公共治理研究，2022 年第 1 期。

【76】张巍：《双重股权架构的域外经验与中国应对》，载《财经法学》，2020 年第 1 期。

【77】王灏文：《美国类别股法律制度探源:背景、进程及内在逻辑》载《证券法苑》,2018 第 2 期。

【78】王斌、刘一寒：《美国公司双重股权结构：溯源、争议及借鉴》，载《财务研究》，2019 年第 5 期。

【79】赵金龙、张磊：《双重股权制度中的“日落条款”》, 载《河北大学学报(哲学社会科学版)》，2020 年第 5 期。

【80】林海、常铮:《境外资本市场差异化表决权监管路径探究及启示》，载《证券法苑》第二十四卷。

【81】钱玉林：《公司法规范的解释学论纲》，载《公司法评论》，2011 年版，第 35 页。

【82】石纪虎：《股东平等原则的政治学分析》，载《广西社会科学》，2008 年第 10 期。

【83】林晓镍：《股东利益的冲突与衡平——探寻股东关系的基本原则》，载

《法学评论》，2001 年第 1 期。

【84】黄铭杰：《“股东”平等原则 vs.“股份”平等原则——初探股东平等原则复权之必要性及可行性》，载《月旦民商法杂志》2011 年总第 31 期。

【85】刘俊海：《论股权平等原则》，载《法学杂志》，2008 年第 3 期。

【86】李燕：《双层股权结构公司特别表决权滥用的司法认定》，载《现代法学》2020 年第 5 期。

【87】张舫：《一股一票原则与不同投票权股的发行》，载《重庆大学学报(社会科学版)》，2013 年第 1 期。

【88】罗培新：《公司法学研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》，载《法学研究》，2006 年第 5 期。

【89】王轶:《民法价值判断问题的实体性论证规则———以中国民法学的学术实践为背景》，载《中国社会科学》2004 年第 6 期。

【90】汪青松：《股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构》，载《比较法研究》，2015 年第 1 期。

【91】冯果、段丙华：《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》，载《中国社会科学》，2017 年第 3 期。

【92】沈骏峥：《论双重股权结构监管制度的构建 以控制权利益的内涵为视角》，载《中外法学》，2021 年第 3 期。

【93】李燕、李理：《公司治理之下的双层股权结构:正当性基础与本土化实施路径》，载《河北法学》，2021 年第 4 期。

【94】汪青松、李仙梅：《差异化股权结构的控制权强化及约束机制——以科创板相关制度设计为视角》，载《南方金融》，2020 年第 8 期。

【95】克拉拉·霍赫艾特纳、赵金龙、武瑕：《超级表决权的不可转让性：双重股权结构技术公司中“转换特性”分析》，载《经贸法律评论》，2020 年第 5 期。

【96】张学文:“封闭公司中的股东信义义务”，载《中外法学》，2010 年第 2 期。

【97】朱大明：《美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性》，载《比较法研究》2017 年第 5 期。

【98】蒋大兴:《反对少数股东保护——寻求股东权利构造的基本面》王保树主编:《转型中的公司法的现代化》，中国科学文献出版社 2006 年版。

【99】贾翱:《中小股东法律保护正当性辨析》，载《当代法学》2009 年第 2 期。

【100】许德风：《道德与合同之间的信义义务——基于法教义学与社科法学的观察》，载《中国法律评论》，2021 年第 5 期。

【101】翁小川、胡晶晶：《上市公司双层股权的法定落日条款研究》，载《南大法学》，2021 年第 5 期。

【102】王建文：《论我国构建控制股东信义义务的依据与路径》，载《比较法研究》，2020 年第 1 期。

【103】罗培新：《填补公司合同“缝隙”——司法介入公司运作的一个分析框架》，载《北京大学学报(哲学社会科学版)》，2007 年第 1 期。

【104】曾洋：《控制权私人收益的法经济学解释》，载《金融服务法律评论》，2013 年第 1 期。

【105】高菲：《双层股权结构“日落条款”:反思与变革》，载《社会科学家》，2023 年第 2 期。

【106】樊健、朱锐：《科创板上市公司双层股权结构中的日落条款》，载《财经法学》，2021 年第 3 期。

【107】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。

【108】伍坚：《缺省性公司法规则的构造——基于减少交易成本和代理成本的分析》，载《法学研究》，2023 年第 5 期。

【109】陈洁：《证券纠纷代表人诉讼制度的立法理念与制度创新》，载《人民司法》2020 年第 28 期。

【110】唐豪、朱琳：《我国证券纠纷代表人诉讼的程序解构及其重塑》，载《南方金融》，2021 年第 3 期。

【111】魏磊杰:《论美国公司法中的异议股东股份评估权制度》，载《研究生法学》2006 年第 3 期。

【112】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。

【113】李安安：《股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架》，载《环球法律评论》，2019 年第 4 期。

【114】郭雳、彭雨晨：《双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴》，载《北京大学学报(哲学社会科学版)》，2019 年第 2 期。

【115】郑彧：《论实际控制人的法律责任：公法的路径依赖与私法的理念再生》，载《财经法学》，2021 年第 3 期。

【116】傅穹、王志鹏：《公司控制权滥用规制的法理基础与司法判断》，载《社会科学战线》2011 年第 5 期。

【117】李安安、侯子璇：《契约式股权结构的公司法调整：回应型法的一个解释框架》，载《理论月刊》，2022 年第 5 期。

（三）中文学位论文

【118】肖成硕.：《双重股权结构对公司现金股利分配的影响研究》，四川大学 2022 年硕士学位论文。

【119】张赫曦.：《上市公司差异化表决权法律制度研究》，吉林大学 2022 年博士学位论文。

【120】田尧：《股东平等原则：本体及其实现》，吉林大学 2013 年博士学位论文。

【121】诸培宁：《差异化表决权制度中的利益平衡机制研究，武汉大学 2020

年博士学位论文。

【122】谭婧:《双层股权结构下的利益冲突与平衡》，华东政法大学 2015 年博士学位论文。

【123】卫恒志:《双层股权结构法律制度研究》，吉林大学 2019 年博士学位论文。

【124】张占锋:《我国移植双层股权结构制度法律问题研究》，对外经济贸易大学 2018 年博士学位论文。

【125】周春光:《差异化表决权法律规制研究》，西南财经大学 2023 年博士学位论文。

【126】郭青青:《类别股法律制度研究》，西南政法大学 2017 年博士学位论文。

【127】杨士民: 《特别表决权股约束制度研究》，西南政法大学 2022 年博士学位论文。

【128】王晓靖:《双重股权结构对现金股利政策的影响研究》，河北经贸大学 2022 年硕士学位论文。

（四）外文著作

【129】鈴木竹雄，竹内昭夫著:《会社法》，有斐閣，1994 年第 3 版。

【130】大隅健一郎，今井宏著:《会社法論上巻》，有斐閣，1991 年第 3 版。

【131】森本滋著:《会社法〔第二版〕》，有信堂，1995 年。

【132】神田秀樹:《会社法》，弘文堂，平成 13 年。

【133】Adolph A. Berle & Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property(Macmillan 1993).

【134】Tamer Frankel, Legal Duties of Fiduciaries,71 CALIF. L. REV. 795,816 (1983).

（五）外文论文

【135】Koji Toshima,Cyberdyne's Dual-class IPO,International Financial Law Review,Jan.2015

【136】Henry Hu and Bernard Black,The New Vote Buying:Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,"p.852.

【137】Geoff Colvin, Dual-class stock: Governance at the Edge [J]. Shareholder Value, 2012, Third Quarter: 39.

【138】Zohar Goshen & Assaf Hamdani, Corporate control and Idiosyncratic vision, Yale law Journal, 2016, p.560-601.

【139】Anderson, Ronald Craig and Ottolenghi, Ezgi and Reeb, David M. and Savor, Pavel G., Dual Class Shares: Do Investors Suffer?. Posted: 1 Mar 2023.Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4374217.

【140】 酒井太郎「日本における議決権種類株式の上場」,https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/hermes/ir/re/28856/0501700301.pdf

【141】Hui Huang，Wei Zhang，Kelvin Siu Cheung Lee，The(Re)introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong:A Historical and Comparative Analysis，Journal of Corporate Law Studies (forthcoming)，abstract available at https:// papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3245885，last visited on Oct.31，20

【142】Andrew William Winden，Sunrise，Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual - Class Stock Structures，2018 Colum. Bus. L. Rev. 852 (2018) .

【143】Joel Seligman, Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687, 691 (1986).

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

【145】Daniel Cipollone. "Risky Business: A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform," 21 Dalhousie Journal of Legal Studies (2012) 62: Pp. 79-85.

【146】"Dual-Class Shares", Bentel, Katie and Walter, Gabriel, Comparaive Corporate Governance and Financial Regulation, last modified February 2, 2016, http://scholarship.law.upenn.edu/fisch 2016/2.

【147】鈴木竹雄「株主平等の原則」『法学協会雑誌』四八巻三号，昭和５年，後に鈴木竹雄『商法研究 II 会社法(１)』有斐閣，昭和 46 年。

【148】杉謙一：《新会社法における株主平等の原則》，載新堂幸司，山下友信編：《会社法と商事法務》，商事法務出版社，2008 年版。

【149】Robert J. Jackson, Jr., Comm'r, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Address at Univ. Cal. Berkeley Sch. of Law: Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty (Feb. 15, 2018).

【150】Kang, Sang Yop and Ling, Tong, Exploring China's Dual-Class Equity Structure: Investor Protection Measures and Policy Implications (July 11, 2023). Peking University School of Transnational Law Research Paper, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 734/2023, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4506660.

【151】Yan, Min, Differentiated Voting Rights Arrangement under Dual-Class Share Structures in China: Expectation, Reality and Future (October 23, 2020). Queen Mary Law Research Paper No. 344/2020, Asia Pacific Law Review, Vol 28(2), 2020, Forthcoming, Available at SSRN: [https://ssrn.com/abstract=3717787].

【152】Daniel R. Fischel,"Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock",University of Chicago Law Review,1987,54(1),p.120.

【153】勝部伸夫「種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス-議決権種類株式を中心にして-」関西学院大学商学研究会「商学論究」64 巻 2017 年 1 月 101-129.

【154】Frank H. Easterbrook，Daniel R. Fischel. Voting in Corporate Law[J]. The Journal of Law & Economics,Vol. 26,1983: 405.

【155】Roberta Romano.The Political Economy of Takeover Statutes [J].Virginia Law Review,Vol.73,1987: 113.

【156】Jill E.Fisch.Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy [J] .The Journal of Corporation Law,Vol.31,2006: 637－674 .

【157】Iman Anabtawi. Some Skepticism about Increasing Shareholder Power[J]. UCLA Law Review,Vol. 53,2006: 564.

【158】Zohar Goshen & Assaf Hamdani, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 YALE L.J. 560, 590 (2016).

【159】Emily Stewart, SEC Chair Highlights Need for More Public Companies in First Public Speech, THESTREET.

【160】Dorothy Shapiro Lund, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, 71 Stanford Law Review (2019) 687.

【161】Benjamin Robertson, Hong Kong Adds Dual-Class Shares, Paving Way for Tech Titans, BLOOMBERG; Angela Tan, SGX Enters New Era as It Starts Dual Class Shares for Qualifying IPOs, BUS. TIMES

【162】Steven M. Davidoff, Regulating Listings in a Global Market, 86 N.C. L. REV. 89, 102-14 (2007).

【163】Douglas C. Ashton, "Revisiting Dual-Class Stock," 68 St. John's Law Review (1994) 863.

【164】Thomas J. Chemmanur and Yawen Jiao, "Dual class IPOs: A theoretical analysis,"36 Journal of Banking & Finance (2012) 305.

【165】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, 7 (2018).

【166】Battocletti V , Enriques L , Romano A .Dual Class Shares in the Age of Common Ownership[J].Social Science Electronic Publishing[2023-11-30].

【167】Louis Lowenstein, "Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson," 89 Columbia Law Review (1989) 979.

【168】Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," 3 Journal of Financial Economics (1976) 305.

【169】Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, 23 REV. FIN. STUD. 1051, 1051-54 (2010).

【170】Alexander Dyck & Luigi Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 59 J. FIN. 537, 540 (2004).

【171】Tian Wen,"You Can ' t Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing

Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange”University of Pennsylvania Law Review, Vol.162(6) ,2014.

【172】Daniel P.Cipollone,“Risky Business: A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform”, Dalhousie Journal of Legal Studies,2012(21).

【173】Seligman, J., “Equal protection in shareholder voting rights: The one common share, one vote controversy,” 54 George Washington Law Review (1986)687

【174】Grossman and Hart, “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control,”20 Journal of Financial Economics (1988) 175.

【175】Robert J. Jackson, Jr., Comm’r, U.S. Sec. & Exch. Comm’n, Address at Univ. Cal. Berkeley Sch. of Law: Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty (Feb. 15, 2018).

【176】Professor Bainbridge,“Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective”, last modified September 9, 2017, https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual- class-stock-part-i-an-historical-perspective.html.

【176】Lucian A. Bebchuck and Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock,” 103 Virginia Law Review (2017) 585.

【177】Ekkehart Boehmer, Gary Sanger, Sanjay Varshney, The Effect of Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-Class IPOs, Gun Merchants, Vol.22, 1995, pp. 105.

【178】Thomas Chemmanur, Yawen Jiao, Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis, Journal of Banking&Finance, Vol.36, 2012, pp. 45.

【179】L. Baran, A.Forst&M.T.Via,Dual Class Share Structure and Innovation, available at SSRN:https://ssrn.com/abstract=3183517.

【180】Jordan Bradford D. , Kim Soohyung, Mark H. Liu, Growth Opportunities, Short-term Market Pressure, and Dual-class Share Structure, Journal of Corporate Finance, Vol.41, 2016.

【181】Jean-Jacques Laffont & Jean Tirole, Repeated Auctions of Incentive Contracts, Investment and Bidding Parity, with an Application to Takeovers, 19 RAND J. ECON. 516, 530-31 (1988)

【182】Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, Breach of Trust in Hostile Takeovers, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 33, 40-41.

【183】Armen A. Alchian & Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 AM. ECON. REV. 777, 783 (1972).

【184】Jeremy C. Stein, Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, 104 Q.J. ECON. 655, 661-65 (1989); Jeremy C. Stein,

Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 J. POL. ECON. 61, 61-64 (1988).

【185】 Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, Extreme Govemance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, The Review of Financial Studies, Vol.23, 2010, pp.3.

【186】Ronald W. Masulis, Cong Wang, Feu Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, Journal of Finance, Vol.64, 2009, pp1697-1727.

【187】Gompers, Ishii & Metrick, supra note 7, at 1084; Michael L. Lemmon & Karl V. Lins, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, 53 J. FIN. 1445, 1447 (2003); Karl V. Lins, Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, 38 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 159, 181 (2003).

【188】Martijn Cremers, Beni Lauterbach & Anete Pajuste, The Life-Cycle of Dual Class Firms 1, 27 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 550, 2018).

【189】Lindsay Baran, Arno Forst & M. Tony Via, Dual Class Share Structure and Innovation 4 (Dec. 21, 2018).

【190】Peter DeMarzo, Michael Fishman, Optimal Long-Term Financial Contracting, 20 Review of Financial Studies, 2079 (2007).

【191】Martijn Cremers, Beni Lauterbach & Anete Pajuste, The Life-Cycle of Dual Class Firms 1, 27 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 550, 2018).

【192】Hyunseob Kim & Roni Michaely, Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual Class Structures 19 (European Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 590, 2019).

【193】Anand, Anita . "Governance in Dual Class Share Firms." Social Science Electronic Publishing (2018).

【194】Liang, Hao and Park, Junho and Zhang, Wei, Riding off into the Sunset: Dual-Class Structure in the Age of Unicorns Going Public (October 2022). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 851/2022, Singapore Management University School of Law Research Paper , Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4242984

【195】Atanassov J, Hong H, Kalcheva I, et al. Dual-Class Structure and Corporate Innovation: International Evidence[J]. Available at SSRN 4342029.

【196】Vinay Prasad & Sham Mailankody, Research and Development Spending to Bring a Single Cancer Drug to Market and Revenues After Approval, 177 JAMA INTERNAL MED. 1569, 1573 (2017).

【197】John C. Coffee, Jr., Dual Class Stock: The Shades of Sunset, CLS BLUE SKY BLOG (Nov. 19, 2018).

【198】TORONTO STOCK EXCHANGE, TSX COMPANY MANUAL § 624(l); See Phil Wainewright, How MuleSoft Will Change the Way Salesforce Connects Its Clouds, DIGINOMICA