

新《公司法》框架下双层股权制度的体系化适用

——以降低控制权总成本为视角

徐海燕 王一天

摘要：作为《公司法》增设的新制度，双层股权制度面临信义义务单一、解除规则缺位、加权规则错配的多重适用困境。基于双股结构的特殊性，双股制度适用不可囿于传统代理成本理论的单向视角，而陷入认识误区。双股制度的具体适用应以控制权总成本为理论视角予以体系化展开。具言之，双股制度须全面考虑高表决权股东兼具管理者与股东身份的特殊治理需求，应以分层化信义义务控制代理冲突成本；须重视代理能力成本的阻抑，应以复合型解除条款对其进行动态调整；须审慎平衡被代理人成本，应以加权规则限缩适用与鼓励倾斜保护机制“向上竞逐”并行。

关键词：双层股权结构；控制权总成本；代理成本；被代理人成本；信义义务

〔中图分类号〕D922.291.91 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180(2025)02-0039-21

引言

随着融资市场的发展，股东权利的样态不断丰富，股份所承载的利益可通过特殊的安排分离或重组行使，类别股应运而生。差异化表决权股份作为类别股之典型，将股份中表决权与收益权相分离，表决权数予以区分化计算，公司中由此出现超级表决权股或劣等表决权股，股权架构呈现双层或多层样态，泛称为双层股权结构。2024年7月1日施行的新《中华人民共和国公司法》（下称《公司法》）为适应不同的投资需求，保障资本结构的灵活性，贯彻弘扬企业家精神的立法宗旨，首次于法律层面认可双层股权结构，以第144—146条为主线具体构建双股制度。

双层股权结构关系到公司资本结构的调整，涉及公司权力的自治性配置，是一个横跨公司资本与公司治理的重要问题。尽管我国双股实践现处于起步阶段，司法经验不足，但域外已有大量双股司法案例可供参考。经梳理归纳，双股司法纠纷主要包括合意瑕疵纠纷、不公平自我交易纠纷、不公平关联交易纠纷、不可评定利益纠纷及控制权不当维持纠纷。双股利益冲突的产生，根源在于股东投资风险、利益与责任的天然耦合性被契约性割裂。股东参与性权利与经济性权利呈

〔作者简介〕徐海燕，法学博士，对外经济贸易大学法学院教授；王一天，对外经济贸易大学法学院2021级民商法学博士研究生。

非等比例配置，从而出现表决权优势股东享有公司低经济利益或者享有公司高经济利益的股东却持表决权劣势，双股公司的治理须予以特别关注。⁽¹⁾近四十年来，代理成本理论垄断了公司法及公司治理研究⁽²⁾，认为公司治理的主要冲突根源在于所有权（现金流权）与控制权（公司经营权）的分离。虽然双股结构治理的核心矛盾仍在于防范表决权差异化配置引发的公司控制权与公司经济利益或现金流的背离，但传统代理成本理论主要指向公司经营者，其更聚焦于所有者与经营者之间两权分离的矛盾。在双股公司中，所有权与经营权无法彻底分离，所有者与经营者的身份通常重合于高表决权股东之上，传统代理成本理论显得力有不逮。⁽³⁾此外，代理成本理论强调公司治理的唯一目标是代理冲突成本的最小化，趋向于静态成本控制，局限于单向视角，低估了代理能力成本，也忽视了被代理人行使控制权所产生的成本。新《公司法》双股制度适用不可继续沿袭传统代理成本理论的逻辑，故笔者从控制权的双重维度出发，综合考量包括代理冲突成本与被代理人冲突成本、代理能力成本与被代理人能力成本在内的控制权总成本⁽⁴⁾，探寻双股制度的体系化适用。

一、双层股权制度的适用困境

双层股权结构作为一种收益权能与表决权能相分离的创新性股权配置模式，以其独特的内生优势满足股东个体的异质需求，增强公司总体的决策效率，丰富股权结构的整体选择，为我国公司法将其“移”入本土提供了充分的理由。在股东层面，双股结构满足异质化需求，确保公司创始人或核心管理层等内部股东通过高表决权长期控制公司，亦回应外部股东对短期投资回报与资本增值的追求，实现控制性利益与投资性利益的优化配置。从公司角度而言，双股结构不仅让内部管理者凭借高表决权直接参与公司决策，缩短了决策与执行之间的距离，减少了信息传递与协调的成本，确保了决策的专业性与精准度，还通过允许“理性冷漠股东”转让表决权，降低了消极投资者的影响，有效提升了公司的决策效率。从制度层面观察，面对纷繁复杂的公司形态与治理模式，新《公司法》在法律层面认可双层股权结构这一例外形态，旨在探寻股权结构统一化与多元化之间的平衡，为不同企业类型提供灵活的股权结构选择。然而，双层股权结构在“植”于本土组织法后，显现出了“水土不服”的适用困境。

(1) 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页。

(2) 最早运用委托—代理理论来探讨公司权力分配结构，并阐述代理成本观点的文献，可参见：Stephen A. Ross, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, 63 *American Economic Review* 134, 134–139 (1973); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 305–360 (1976).

(3) 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95页。

(4) 佐哈·戈申、理查德·斯奎尔通过被代理人成本理论补足传统代理成本理论的单一视角，提出每个公司的最优治理结构是使控制权总成本最小化，其中控制权总成本为代理成本（主要为代理冲突成本和代理能力成本）与被代理人成本（主要为被代理人冲突成本与被代理人能力成本）之和。可参见〔美〕佐哈·戈申、理查德·斯奎尔：《被代理人成本：公司法与公司治理的新理论》（上），林少伟、许瀛彪译，载《交大法学》2017年第2期，第153页。

（一）高表决权股东信义义务治理向度单一

双层股权结构凭借对控制权的强化功能，在众多企业实践中发挥显著的正面作用。在家族企业中，诸如李锦记，双股结构巧妙地平衡了家族话语权的维护与外部资本的吸纳。在谷歌、脸书、小米、京东等互联网公司中，该结构捍卫了创始人及核心团队的控制权，避免“外行人指导内行人”，推动企业创新。而在文化和媒体领域，以《纽约时报》为例，双股结构有效预防了外部投资者对企业价值观侵蚀的潜在风险，保护了企业独特的文化理念。

双层股权结构具有双刃剑效应，内藏错综复杂的利益冲突，其中最为核心的治理矛盾体现在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上。高表决权股东几乎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风险与责任，由此，不可避免地增加了其牺牲公司和其他股东利益为代价以自利的倾向。双股结构下，高表决权股东完全可以运用投票权优势，利用法定的公司意思形成机制使个体利益诉求上升为合法的公司决议，而低表决权股东表面上享有权利，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控制权滥用风险。^{〔5〕} 虽然我国双股实践尚处于起步阶段，上述问题尚不显著，但通过对美国市场的观察，双股结构的治理矛盾确实不容小视。以世界第三大英文传媒公司 Hollinger International 为例，高表决权股东 Conrad Black 通过不公平关联交易和向管理层支付高额报酬等手段转移公司资产，最终不仅自己锒铛入狱，公司也以破产收场。^{〔6〕} 而 TuSimple 与 Uber 公司因实施双股结构，导致股东利益冲突加剧，前者因此运营受阻、错失商机并面临审计师离职、财务报告滞后等多重问题，最终在 2024 年被迫从纳斯达克退市^{〔7〕}；后者则遭受市场份额缩减与声誉损害，不得不解除双股结构。^{〔8〕}

相较于双层股权结构发源地的美国，我国《公司法》对股东表决事项的赋权较多，公司重大决议多由股东会主导。在美国的标准公司治理模式下，股东角色更多倾向于消极投资者，其权利边界清晰界定于选举与罢免董事、对董事违反信义义务提起派生诉讼、批准公司章程修改、合并、重大资产处置、解散以及自我交易等有限领域。即便在涉及批准权时，股东也须在董事会向股东会提出申请的框架下行动，原则上并不具备主动干预的权限。^{〔9〕} 美国公司法项下，股东通过双层股权结构利用董事的选任权而间接控制公司，而有关董事对公司信义义务的要求恰好与双层股权结构表决权方面的配置差异形成制度协调，强调董事作为公司意志的代表，以“公司利益高于一

〔5〕 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107页。

〔6〕 Hollinger International, Inc. v. Black, 844 A. 2d 1022, 1088 (Del. Ch. 2004).

〔7〕 TuSimple, *TuSimple Announces Intention to Delist from Nasdaq*, PR Newswire, <https://www.prnewswire.com/news-releases/tusimple-announces-intention-to-delist-from-nasdaq-302036813.html>.

〔8〕 *Uber's Dual-Class Share Structure Comes to an End*, Australian Institute of Company Directors (11 October 2017), <https://www.aicd.com.au/good-governance/company-shareholders/rights/uber-dual-comes-to-an-end.html>.

〔9〕 [美] 理查德·D. 弗里尔：《美国公司法》，崔焕鹏、施汉博译，法律出版社2021年版，第69-75页。

切”的原则在董事与股东之间筑起了一道利益隔离墙，有效遏制控制权的滥用。而中国公司法语境下，股东本身便享有广泛的合法行权空间，通过自身表决权直接控制公司的重大决议且通过董事间接控制公司的运营管理，双股结构于我国的法治土壤之上，治理层面的核心矛盾将会被放大。我国《公司法》于第21条明确规定公司股东不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益，为限制高表决权股东控制权滥用提供了底线式规范指引，但因该条文的抽象性，可适用性不强。此外，第21条无法直接推演出股东对公司或者其他股东负有受信义务的结论^{〔10〕}，高表决权股东行使股东权利时的信义义务仍须细化讨论。高表决权股东行使董事职权时的信义义务，须根据具体情形援引董事信义义务规则或“影子董事”“事实董事”规则，治理向度相对单一。但高表决权股东执行公司业务损害公司或其他股东时，公司处于高表决权股东控制状态下难以行使诉权，弱势地位的低表决权股东行权难举证亦难，且在双股结构下损害行为更具隐匿性，因果关系更具复杂化，规则适用难度增加。^{〔11〕}

（二）高表决权解除的组织法规则缺位

公司治理往往是一种“精英式决策”，治理效果大多仰赖于决策主体的诚责自律和管理能力。^{〔12〕}双股公司多集中于互联网、文化传媒、生物医药等领域，对人力资本、智力资本要素的依赖程度相对更高。为避免“外行人指导内行人”，双层股权结构通过表决权数差异化配置确保公司的核心技术或管理人员掌控关键决策，激励智识资本的发挥，保障公司创新竞争力。双股公司的治理成效与高表决权股东的能力密切相连。正如典型双股公司谷歌的高表决权股东向美国证券交易委员会及公司股东发表的声明中所说“通过投资谷歌，你是对团队投注一个不寻常的长期赌注，特别是对谢尔盖和我”。^{〔13〕}外部投资者之所以自愿让渡部分表决权利，正是基于对内部高表决权股东技术优势和管理能力的高度信任。外部投资者看似是对双股公司的投资，实质是对持有高表决权的内部控制人押注。高表决权股东的智识与能力，无疑是双股结构设计初衷得以实现与实际效能得以发挥的核心考量因素。

区别于其他股权结构，双层股权结构对决策主体的知识与能力要求更高，治理效果对智力资本的依赖程度更大。在双股公司实践中，高表决权股东因个人偏见、短视或缺乏市场洞察力等能力因素而决策失误的案例屡见不鲜，但由于股权结构限制，其他股东难以制衡这些决策，导致公司陷入困境。诸如双股公司 Zynga 的 Mark Pincus 因坚持逆市场趋势决策以致公司股价

〔10〕 林一英：《控制股东制度规范化的法律路径》，载《法律科学》2024年第5期，第83页。

〔11〕 郭富青：《控股股东、实际控制人公司法规制范式研究——我国〈公司法〉双控人规制范式的变革与完善》，载《学术论坛》2024年第1期，第35页。

〔12〕 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；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97页。

〔13〕 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40-41页。

大跌^{〔14〕}，Groupon 公司因其高表决权股东 Andrew Mason 忽视盈利和可持续性而发展受阻^{〔15〕}，均折射出高表决权股东能力因素对公司发展的高度影响。当高表决权股东因健康受损等而行为能力受限，或因不幸去世等而行为能力完全丧失时，双股结构的设立基础和实践效能会遭受直接冲击。境外法律规范针对高表决权股东行为能力受限或丧失的特殊情形，设立了高表决权解除规则。例如，中国香港地区与新加坡对高表决权解除规则相对细化，具体涵盖高表决权股东死亡、丧失行为能力及不担任公司董事等资格丧失的情况；日本仅规定了对上市公司解除条款的审查，未在上市规则中强制规定其种类及内容；而美国虽无强制规定，但大量公司为吸引投资而自愿采纳解除规则。^{〔16〕}解除规则在制度实践中不断丰富，在高表决权股东资格丧失等情况基础上还增加了持有股份稀释型、事件触发型、转让型和固定期限型等类型，旨在防止高表决权的固化，保证当高表决权股东的资源优势不再为公司创造价值时，及时终止超比例表决权，甚至解除双股结构，以减少额外的效率损失，促进双股结构的良性运转。我国内地证券交易所的上市规则虽已对高表决权解除情形予以具体回应，但遗憾的是，新《公司法》对于高表决权股东丧失行为能力等情形下，双股结构已不符设立目的或无法继续发挥效用时是否可以解除，尚无直接回应。上市规则为双股上市公司治理提供的“标准化契约”恰好回应了关于高表决权解除的制度需求，使得任何既有或潜在的投资者对作为交易标的证券的权利、义务配置有更清楚的预期。而对于双股非上市公司高表决权解除的具体实践如何回应尚存空白，能否于法理中为其寻得理论正当性、于现有制度框架下寻得适用路径有待发掘。

（三）不同法律位阶间加权规则适用错配

双层股权结构中，内部经营性股东持有高表决权股份，掌握公司的经营权和决策权；而外部投资性股东则持有低表决权股份，处于相对被动的地位，其部分表决权处于“休眠”或“放弃”状态，难以直接对公司的经营决策产生影响。此种安排是股东之间自主协商和自愿选择的结果，是以契约或习惯创设的自治性安排，是契约主义在公司治理中的具体体现。倾向于公司治理利益的内部股东利用其卓越的管理能力和技术专长，以其知识、技能、经验等人力资本换取公司控制权，而偏重于公司投资利益的外部股东则通过自愿让渡表决权换取低价购入股票的机会或获得高资产收益的权利。出于股东实质平等的维护，我国新《公司法》及证券交易所上市规则等皆对低表决权的复权和加权情形予以强制介入和规定。

新《公司法》第 144 条明确规定了复权规则，即在诸如监事或审计委员会成员选举及更换等特定事项下，双股公司的决议不再区分化计算表决权数，低表决权股的表决权恢复至与高表决

〔14〕 Austen Hufford, *Zynga Moves to Single-Class Share Structure*, Wall Street Journal (2 May 2018), <https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-share-structure-1525293576>.

〔15〕 Paul Shea, *Groupon Inc(GRPN)'s Forgotten Story of a Dual-Class Structure*, ValueWalk (15 September 2021), <https://www.valuwalk.com/groupon-inc-grpn-forgotten-story-of-a-dual-class-structure/>.

〔16〕 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，第150页。

权股的比例性平等状态。复权规则通过保护低表决权股东在监督人员选任决议上的话语权，制衡和监督高表决权股东行权，但法定复权事由有限，《公司法》亦未对意定复权事由明确表态。复权规则于新《公司法》颁布之前便已经长期应用于双股上市公司的证券交易所上市规则之中，是差异化表决权股份的特殊治理规则。此外，新《公司法》第146条增设了类别表决规则，要求所有发行类别股的公司，在作出影响类别股股东权利的决议时，除经股东会决议外，还须经出席类别股股东会议的股东所持表决权的2/3通过。需注意的是，此项规则不同于类别股公司普通股股东和类别股股东分别统计并公告的一般性规则，而是对类别股股东的特殊性加权保护。类别表决要求双股公司针对可能影响类别股股东权利的特殊事项进行决议时，必须经类别股股东会决议，实质上是将公司针对特殊事由的意思决定权委托给部分类别股股东构成的类别股股东会议，属于加权规则。

然而，新《公司法》的加权规则在演进过程中忽略了差异化表决权股与优先股的差异性。此次《公司法》修订将加权机制从优先股扩大至整个类别股，旨在倾斜保护类别股股东权益，但由此导致类别股股东概念不明、差异化表决权股特有的复权规则与普适于类别股的加权规则之间适用相矛盾等问题。一方面，《公司法》第146条中类别股股东概念有文义不明之嫌，类别股股东与普通股股东概念相对，通常指持有不同类别的股份，享有与普通股份差异性的股东权利。结合第144条“每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份”，双层股权结构中的类别股股东包括超级表决权股东或劣等表决权股东。但若如此理解，所谓“保护类别股股东权益”反保护本处于表决权优势的超级表决权股东，“类别股股东会议”反成为加固表决权优势股东意思的工具，这显然与倾斜保护表决权弱势中小股东之立法目的相悖，与法理相佐。另一方面，京^{〔17〕}深^{〔18〕}沪^{〔19〕}证券交易所上市规则针对差异化表决权股份，明确要求双股公司章程修改与合并、分立、解散或者变更公司形式适用复权规则，应回归至一股一票表决权数计算。而新《公司法》第146条针对上述组织再编行为则要求适用加权规则。由此，低位阶规范的交易所上市规则与高位阶的《公司法》出现规则不统一、适用不协调的情况。

〔17〕《北京证券交易所股票上市规则（试行）》（北证公告〔2024〕22号）第4.4.5条规定，上市公司股东大会对下列事项行使表决权时，特别表决权股份与普通股份的表决权数量须相同，包括修改与表决权差异安排相关的内容、合并分立解散或变更公司形式、选举和更换非职工代表监事、决定非职工代表董事或监事报酬、选举或罢免独立董事、聘请或解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所、股票退市及公司章程规定的其他事项。

〔18〕《深圳证券交易所股票上市规则》（深证上〔2024〕339号）第4.6.9条第1款规定，上市公司股东大会对下列事项行使表决权时，特别表决权股份与普通股份的表决权数量须相同，包括修改公司章程、改变特别表决权数、聘请或者解聘独立董事、聘请或者解聘监事、聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所、公司合并分立解散或者变更公司形式。

〔19〕《上海证券交易所股票上市规则》（上证发〔2024〕51号）第4.6.10条第1款规定，上市公司股东大会对下列事项行使表决权时，特别表决权股份与普通股份的表决权数量须相同，包括修改公司章程、改变特别表决权数、聘请或者解聘独立董事、聘请或者解聘监事、聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所、公司合并分立解散或者变更公司形式。

二、双层股权制度的认识误区

双层股权结构以其表决权与收益权的灵活配置，展现了独特的公司治理优势，为现代企业提供了创新性的股权结构选择，为弘扬企业家精神提供了具象化的制度选择。然而，新《公司法》在接纳双层股权结构的同时，须注意不可继续沿袭传统代理成本理论的逻辑，忽略双股结构下代理关系的复杂性与动态性，避免陷入认识误区。对于代理冲突成本的防范策略，应充分考虑高表决权股东作为管理者与股东双重身份下的特殊治理需求，信义义务治理须予以分层化；应对代理能力成本予以动态调整，双股结构解除的组织法规则须予以重视；同时，应在关注代理冲突成本抑制的同时，有效平衡被代理人成本，对低表决权股东保护机制的倾斜度予以审慎衡量，对“向上竞逐”式的倾斜保护机制予以肯认和激励。

（一）误区一：双股结构代理人的信义义务并无特殊性

公司内部存在着复杂的利益偏离和冲突，代理成本主要来自两大类利益冲突：一类是公司股东与公司管理层由于所有权与管理权相分离而导致的纵向利益冲突；另一类是公司不同股东之间，特别是控股股东与非控股股东之间的横向利益冲突。对代理人的约束策略主要包括规则与标准，立法者可将制约机制塑造成要求或禁止某些行为的规则，也可将其塑造成一般标准而授权裁判者事后对代理人遵守标准的状况予以认定。^{〔20〕}我国双层股权制度的现有规定仍依赖于规则策略，通过禁止与豁免的规则矩阵模型对代理冲突成本予以规范。规则策略不仅增加漏洞固化的可能性，还可能添增无意义的严苛规则。双股结构的治理需要以标准规范补足规则策略，而信义义务正是有效防范代理冲突成本的关键标准。信义义务于事后适用，用以评价高表决权股东行为的抽象规范，本质是一种标准，而非规则，毕竟立法者无法对代理人和被代理人之间所有事项作出列举和指引。^{〔21〕}然而，若依循传统的代理成本理论，因其发起于所有权与管理权两权分离的基础之上，主要将投资者与经营者作为被代理人 and 代理人的对应概念，在双股结构中二者概念重叠、身份重合，义务主体无法明晰，具体关系及内容亦难以界定。因此，有必要重新考量双股结构的代理人与被代理人概念，并思考双股结构代理人的信义义务是否具有特殊性。

在所有权与控制权分离的委托—代理关系中，代理人为自由控制权份额超过其现金流权份额的参与方，于双层股权结构中对应为持有高表决权股份的公司内部经营性股东；而被代理人则为现金流权份额等于或超过其自由控制权份额的参与方，于双层股权结构中对应为持有低表决权股份的外部投资性股东。作为代理人的高表决权股东具有区别于单股结构中的控股股东或实际控制人的特殊性：一方面，高表决权股东参与性权利与经济性权利呈非等比例配置。高表决权以人力资本为对价，获取远超其经济性权利的公司参与性权利，行权过程中缺乏经济成本的理性牵制，自利倾向更强。另一方面，高表决权股东身份与管理层身份重叠。通常情况下，高表决权股东既是

〔20〕〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社2012年版，第40—41页。

〔21〕邹学庚：《控股股东信义义务的理论反思与类型化》，载《比较法研究》2023年第4期，第158页。

享有超比例表决权的控股股东，也是公司核心的管理层成员。高表决权股东的双重身份导致公司组织机构之间的监督功能相对失灵，且成为触发公司治理中两类关键代理冲突的根源。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，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。另外，高表决权股东既是低表决权股东所让渡的部分表决权利的代理人，也是公司业务管理权的代理人，纵横双向代理冲突被同时触发，利益冲突更加复杂化和多元化，高表决权股东的信义义务须更具多层次化。

通过对美国双股司法纠纷的整理，探寻双股代理冲突成本的具体表现，印证了上述理论推演。虽然我国实践中双层股权结构的司法经验尚浅，但新《公司法》将双股结构适用于股份有限公司的法律阀门打开之后，双层股权结构的纠纷也将随之增多。双层股权结构作为一种创新型的商业模式，即使法律土壤与制度环境存在差异，但司法纠纷的类型仍具有共通性，美国双股司法案例可为我国双股治理提供样本参考。以双层股权结构设立与解除为重要时间节点，梳理双层股权结构纠纷的时间轴（见图 1），双股结构设立的权利来源于股东合意，而单股结构为法定默认规则，设立合意瑕疵纠纷和解除后控制权不当维持纠纷一般仅存在于双股结构之中。其中，合意瑕疵案件以 Arden 案⁽²²⁾为典型：原被告就双股设立合意是否存在瑕疵产生争议，法院认定，被告在双股结构设立决议期间，凭借其对公司交易的强势干预地位，以阻止有利交易相要挟，对其他股东实施了威胁行为，导致原告对双股设立决议缺乏自由真实的意思表示，因而法院阻止支持了禁止被告发行差异化表决权股份的诉讼请求。而在双层股权结构解除后，以 Trade Desk 案⁽²³⁾与 Gaylord 案⁽²⁴⁾为例，原高表决权股东不再具有表决权优势地位，通过事前延长双股结构期限或事后采取防御措施对控制权予以维持，引发控制权不当维持纠纷。此类纠纷是名为保障公司利益、实为维持自身控制地位的潜在利益冲突案件，裁判难度极大。

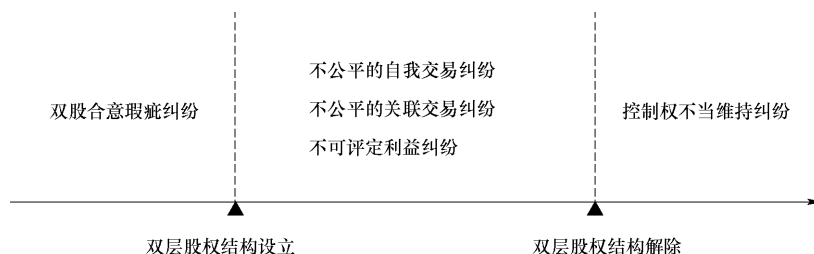


图 1 双层股权结构纠纷的时间轴视图

如图 1 所示，双层股权结构运行期间，主要纠纷包括不公平的自我交易纠纷、不公平的关联交易纠纷及不可评定利益纠纷，属于较为显性的利益冲突纠纷。虽然纠纷类型与其他股权结构相

(22) Lacos Land Co. v. Arden Group, Inc., 517 A. 2d 271 (Del. Ch. 1986).

(23) City Pension Fund for Firefighters and Police Officers v. The Trade Desk, Inc. et al., 2022 Del. Ch. LEXIS 183, 2022 WL 3009959.

(24) In re Gaylord Container Corp. Shareholders Litig., 753 A. 2d 462, 465 (Del. Ch. 2000).

类似，但双股纠纷更为纷繁复杂。公司控制权在 IPO（首次公开募股）后通过双股资本重组进行再分配的案例为双股结构的特有纠纷。Google 案⁽²⁵⁾、Facebook 案⁽²⁶⁾、Crane 案⁽²⁷⁾皆聚焦于双股公司上市后，高表决权股东能否利用其优势地位决议继续发行差异化表决权股以强化其控制权。IPO 后双股资本重组可视为高表决权股东的自我交易，一般应依严苛的全面公平审查标准，而适用较宽松的商业判断标准，必须满足以下条件：高表决权股东以特别委员会和大部分少数股东的批准为交易进行的条件；特别委员会必须具有自主权且独立；特别委员会在谈判公平价格时履行其注意义务；少数股东的表决必须基于全面告知且真实自愿。Crane 案区别于前两案的是，该案中被告发行无表决权股的提案经公司董事会冲突委员会批准且少数股东的多数票通过，最终被告胜诉，而前两案则和解结案。不公平的关联交易实际上与其他股权结构相类似，只是双股纠纷中高表决权股东利用双重身份滥用控制权的手段更为多样，负面影响力也更大。以 Black 案为例，高表决权股东以竞业补偿名义向管理层支付高额费用、以关联资产出售为手段将公司资产转入内部人腰包，涉案双股公司终以破产收场。⁽²⁸⁾无论是不公平的自我交易抑或非公允的关联交易，高表决权股东通过滥用优势地位皆获得了具有排他性的不可评定或独特利益。以不可评定利益纠纷作为上述冲突交易的兜底案件类型，有助于覆盖预期利益、税收优惠等特殊利益。Tilray 案中弱势股东指控高表决权股东违反信义义务，获得少数股东无法获得的税收优惠，最终原告胜诉。⁽²⁹⁾通过对双层股权结构法律纠纷的梳理，所涉案件的被告高表决权股东几乎全部具有经营者与股东的双重身份，诉讼理由则以高表决权股东违反信义义务为主。双层股权结构所涉及冲突之纵横多向，决定了代理人高表决权股东信义义务的特殊性。

（二）误区二：双股结构代理能力成本的防范可被忽略

传统的代理成本模型往往假设代理人损及被代理人利益是有意为之的，因而聚焦于代理冲突成本的降低，却对代理能力成本的重视不足，对代理人能力、决策水平或判断力不足而引发的潜在损失防范不够。⁽³⁰⁾与代理冲突成本不同，代理能力成本源于非故意性的失误或能力局限，相对更具隐蔽性，难以量化和识别，评估和预防的难度随之提升。大多数公司治理机制致力于缓解代理冲突，如限制代理人权利的滥用或为被代理人倾斜加权，而对于代理能力成本的阻抑则缺乏系统性的考量。

双层股权结构不同于其他股权结构，其设立目的及制度效能仰赖于高表决权股东的代理能力。双股公司中高表决权股东的控制力与专利产出、专利质量、公司创新力以及研发效率之间存在正

(25) In re Google, Inc. Class C Shareholder Litig., No. 7469—CS, 2013 WL 6735045 (Del. Ch. 2013).

(26) In re Facebook, Inc. Class C Reclassification Litig., No. 12286—VCL, 2018 Del. Ch. LEXIS 1117, at *3—4 (Del. Ch. 2018).

(27) IRA Tr. FBO Bobbie Ahmed v. Crane, No. 12742—CB, 2017 WL 7053964, at *6—9 (Del. Ch. 2017).

(28) Hollinger International, Inc. v. Black, 844 A. 2d 1022, 1088 (Del. Ch. 2004).

(29) In re Tilray, Inc. Reorganization Litig., 2021 Del. Ch. LEXIS 111, 2021 WL 2199123.

(30) [美] 佐哈·戈申、理查德·斯奎尔：《被代理人成本：公司法与公司治理的新理论》（上），林少伟、许瀛彪译，载《交大法学》2017年第2期，第161—162页。

相关性。⁽³¹⁾ 已有实证研究证明,在IPO的初期,双股公司的平均估值高于单层股权公司,这种溢价可能源于高表决权股东的特质愿景和决策能力。⁽³²⁾ 随着企业的不断成长,双股治理效果随之发生变化,营业利润率以及劳动生产率下降幅度高于单股公司,创新速率减缓程度也显著快于单股公司。虽然处于IPO阶段的双股公司市值普遍高于单股公司,但相应溢价随时间渐趋消失,IPO后11年将出现双层股权结构的价值拐点。⁽³³⁾ 企业生命周期理论提出,随着时间推移,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。⁽³⁴⁾ 究其原因,则源于代理人高表决权股东在长期公司治理中认知固化、决策路径依赖,以及面临科技发展与商业环境变化而智识滞后、能力衰退的人治局限,其控制公司的时间越长,智识才能与时代的匹配度渐趋降低,决策失误可能性变大,代理能力成本风险越强。在Viacom公司案中,Redstone作为双层股权结构下的高表决权股东,其个人能力的衰退直接影响了公司的治理效率和市场表现。Redstone在职业生涯早期展现了非凡的商业洞察力和决策能力,推动派拉蒙电影公司制作了《阿甘正传》《泰坦尼克号》等著名影片,成为文化传媒领域的标杆性双股企业。然而,随着Redstone健康状况的恶化,引发了一场围绕高表决权股东代理能力的争议,进而升级为控制权争夺案。争议焦点集中在93岁的Redstone是否仍具备制定商业决策的思维能力上,各方对此存在严重分歧。此次纠纷不仅消耗了公司内部资源,还导致了公司利润的下滑和股价的下跌。⁽³⁵⁾ 本案中,公司并非因Redstone有意为之的滥权行为造成直接利益损失,但确实因双层股权结构对超级表决权代理人高度依赖的治理特性,而在代理人能力随着年龄衰退的情况下蒙受间接性损失。代理能力成本是双股结构不可忽视却又极易被忽视的治理风险,须根据高表决权股东的实际情况和双股治理的实践予以动态调整。

(三) 误区三: 向被代理人倾斜加权可有效降低代理成本

在公司治理领域,代理成本理论主张代理人的自利行为会导致被代理人利益受损,通过赋予被代理人更多监督、决策等治理权利,能够约束代理人行为,降低代理冲突成本。被代理人积极参与治理、以表决权和提案权作为监督代理人的手段,理论上可降低代理成本,而实践中却效果不佳。⁽³⁶⁾ 实践效能与理论预期存在差距的关键原因在于代理成本理论局限于降低代理冲突成本的单一视角,而忽略被代理人成本的存在。加权机制下被代理人成本主要体现于两个维度:其一,

(31) Lindsay Baran, Arno Forst & M. Tony Via, *Dual Class Share Structure and Innovation*, SSRN (8 December 2019), <https://ssrn.com/abstract=3183517>, p. 34–36.

(32) Cremers, K. J. Martijn, Lauterbach, Beni & Pajuste, Anete, *The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation*, SSRN (30 June 2022), <https://ssrn.com/abstract=3062895>, p. 31–32.

(33) Hyunseob Kim & Roni Michaely, *Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual Class Voting*, *The Review of Corporate Finance Studies*, p. 32.

(34) Lucian A. Bebchuck & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 *Virginia Law Review* 585, 585 (2017).

(35) Emily Steel, *Fight for Viacom Ends with the Redstones in Control*, *The New York Times News*, <https://www.nytimes.com/2016/08/19/business/media/sumner-redstone-battle-viacom-empire-shari-philippe-dauman.html>.

(36) Bryce Tingle, *The Most Important Theory in Corporate Law Is Useless: Agency Cost Theory Explains Anything and Predicts Nothing*, 21 *Berkeley Business Law Journal* 1, 60 (2024).

被代理人冲突成本。该成本主要植根于被代理人内部复杂的自利倾向、理性冷漠、搭便车行为及内部利益冲突等多重因素，尤其在双层股权结构中表现得尤为显著。低表决权股东出于对个人短期投资利益的考量，往往自愿让渡部分表决权，具有类别否决权的加权情况下其通常仍以自身投资利益为主要考量，存在对公司整体利益的忽视可能。当股东群体形成并参与公司治理时，这种冲突成本问题将更为复杂且突出，不同股东间的利益差异、权力分配不均及信息不对称等因素，都可能触发激烈的内部斗争，进一步提升双股公司治理的难度与成本。而此外，低表决权股东行权存在理性冷漠现象，即因监督成本高昂而放弃行使治理权利，不仅未能有效降低代理成本，反而可能纵容管理层的不当行为，进一步侵蚀公司和股东的整体利益。其二，被代理人能力成本。该成本源于股东在行使治理权利时所面临的能力限制，主要体现为信息不对称、专业知识匮乏及认知偏差等方面。具体而言，低表决权股东因对公司内部信息的掌握有限，且收集信息成本高昂，往往处于信息不对称的劣势地位；缺乏评估双股公司商业决策所需的专业知识，导致在参与公司治理时难以作出明智判断；因认知局限和偏见导致决策失误。因双股结构治理对智识要素的高需求，被代理人在行使权利时的能力成本增加幅度相对更高，表现为“诚实的错误”所带来的成本，以及为防范此类错误所付出的额外成本。尽管双层股权结构致力于减少非专业性股东的参与度，降低被代理人成本，提高公司治理效率，宽泛适用加权机制可能加剧被代理人之间的冲突成本，抑制双股结构的制度效益。

向被代理人倾斜加权是法律为了保障弱势群体的权益及追求实质正义，而在主体间权利关系上实施的一种倾斜性安排。考虑股东之间在经济实力、控制地位、信息收集等方面存在差异，就地位不对称主体之间的契约关系，应充分尊重契约正义，经由对弱势一方的适度倾斜，保障主体地位之间的实质平等^{〔37〕}，以此成为倾斜保护中小股东之理论依据。这种方式因未经过主体间的利益博弈与协调过程，展现出显著的外生性特征。^{〔38〕}鉴于这种配置非由代理人与被代理人间的内生性博弈产生，弱势低表决权主体面对此类“意外之惠”的加权时，往往缺乏行使权利的心理预设与实际驱动力，进而导致权利配置空置。如果利用加权规则可以无对价或低对价，可能会诱发被代理人的道德风险或不慎行权行为。类别表决权规则等权利倾斜性配置一般以法律强制性手段对一方利益予以剥夺或限制而保护另一方的利益，此种外生性的权利倾斜配置不应也不能成为市场体制中的普遍现象，而只能在特定情形下作为例外而存在，适用范围应严格要求。^{〔39〕}尤其是针对双股结构，适用加权规则更应审慎，须在弱势股东非理性行权和强势股东恣意滥权之间进行制度选择。因为双层股权结构设立是基于股东自主性处分权利而呈现的新型权利配置格局，不同于经理人革命，双股主体之间的权利配置与关系的不平等结果掺杂着自主的契约选择。同时，应对公

〔37〕 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，第48页。

〔38〕 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页。

〔39〕 应飞虎：《权利倾斜性配置研究》，载《中国社会科学》2006年第3期，第129页。

公司内部弱势群体利益诉求予以辨别,避免以投资者保护为名而实施极强的“家长主义”监管,却忽略了投资者真正的关切。另外,监管方式和节奏须谨慎把握,应避免人为造成市场波动,更应避免以防范金融风险为名引发新的金融风险事件。⁽⁴⁰⁾

若对倾斜保护机制的具体适用范围不予以合理限制,可能会损害公司适应市场环境的灵活性,致使双层股权结构失去制度优势,因此类别表决触发的一般性前提应是与弱势表决权股东权益有直接利害关系的表决事项。过分扩大类别表决事项还可能引发类别股股东的道德风险,特别是类别股股东可能滥用否决权对公司和普通股股东进行威胁以获取不正当利益。类别表决权规则的立法目的是出于对弱势股东群体的保护,但法律概念弱势之判定不同于日常生活关于强弱的认知。以采用双层股权结构的美团公司为例,尽管其低表决权股东腾讯公司资本雄厚且专业水平高,看似非传统意义上的弱者,但在双股结构中却处于表决劣势。为维护股东实质平等,法律应对其法律权利给予倾斜性保护,而非商业利益上的特殊优待。在考量权利倾斜性配置的“度”时,须审慎权衡实质不平等的严重程度、权利倾斜的影响力度及利益关联程度。忽略倾斜度之审慎衡量的倾斜加权机制不能有效防范代理成本,反而可能会增加被代理人成本。此外,对于为吸引投资者,高表决权股东自主性限权或双股公司自治性提升倾斜机制保护水平的“向上竞逐”应予以支持和激励,因为此项选择更具内生性,是市场博弈的结果,应尊重和支持股东个体自由与公司自治。

三、双层股权制度的具体适用

传统的代理成本理论在应对股权结构灵活性与控制权配置多元化的趋势时,显现出其局限性,难以有效适应代理人身份双重性所带来的代理冲突复杂化,也无法充分回应双股结构对代理能力成本治理的特殊关注,更难以确保加权规则的合理审慎运用。因此,有必要从控制权总成本理论的视角出发,重新审视双股结构相较于其他股权结构的特质,为纠偏双股制度适用的认识误区与调适双股结构的具体规则提供理论基础,探寻双股制度的本土优化路径。

(一) 以控制权总成本理论重新审视双股结构

在公司治理结构中,控制权的分配与转移本质上是在代理能力成本、被代理人能力成本、代理冲突成本及被代理人冲突成本之间寻求最优平衡。代理成本,包括代理冲突成本和代理能力成本,在双股公司经营性股东行使控制权时产生,而被代理人投资性股东行使控制权时则产生被代理人成本,涵盖被代理人冲突成本与被代理人能力成本。具体而言,若内部经营者深度介入公司治理,导致公司控制权与现金流权显著分离,则代理成本相应上升;反之,若外部投资者亲自履行治理职责,则被代理人的成本会显著增加。代理成本与被代理人成本互为替代,随着控制权的分配而此消彼长。不同股权结构的控制权配置各异,控制权总成本亦随之不同,双股结构的控制

(40) 王乐兵:《资产收益权视角下资管交易的穿透式规范》,载《政法论坛》2022年第5期,第179页。

权总成本具有区别于其他股权结构的特殊性。^{〔41〕}

公司股权结构，是现代公司治理的逻辑起点，系属公司基本法律关系范畴。^{〔42〕} 公司股权结构主要可分为三种类型（见图 2）：其一，双层股权结构，代理人（经营性股东）掌握公司的绝对控制权，从而代理成本极高，但被代理人（投资性股东）成本低；其二，集中式股权结构，与双层股权结构类似，公司控制权配置给代理人（经营性股东），被代理人成本低，代理成本增加，但因其仍在一股一权的安排下，经营性股东所享有的控制权与现金流权呈相对均衡的等比例配置，代理成本相对低于双层股权结构；其三，分散式股权结构，被代理人为全体股东，而代理人则是董事等经营者，虽然公司控制权掌握在经营者层面，但其管理权力受制于股东群体的表决权，比如公司重大决议须经股东会表决，股东会解任董事具有较大现实可能性等，其代理成本较低，但被代理成本较高。^{〔43〕}

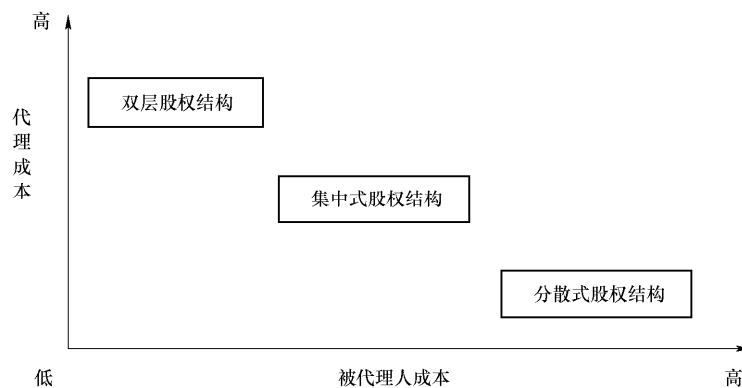


图 2 股权结构频谱

双层股权结构本质上是一种非常规的公司控制权分配机制。^{〔44〕} 公司内部经营性股东通过表决权差异化的方式，享有远超其出资比例的高表决权，双股结构由此成为经营性股东的控制权强化机制。^{〔45〕} 同时，公司外部投资性股东自愿持有低表决权股份，承担表决权的限制，将公司的决策权力交予高表决权股东支配，双股结构亦是投资性股东的权利稀释机制。^{〔46〕} 传统代理成本理论聚

〔41〕 沈朝晖：《授权资本制的被代理人成本》，载《月旦法学杂志（特刊）》2024年第10期，第62页。

〔42〕 朱慈蕴：《公司法理论、实践与改革：以公司资本制度与债权人利益保护为中心》，当代中国出版社2024年版，第71页。

〔43〕 [美] 佐哈·戈申、理查德·斯奎尔：《被代理人成本：公司法与公司治理的新理论》（下），林少伟、许瀛彪译，载《交大法学》2017年第3期，第154页。

〔44〕 沈骏峰：《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。

〔45〕 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148页。

〔46〕 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—」商学論究 64 卷（2017 年）124 頁参照，“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」”。

焦于代理冲突成本的绝对抑制,主张禁止削弱被代理人权利的治理安排⁽⁴⁷⁾,无法为双层股权结构中投资性股东自限权利的行为提供正当化解释。实际上,双层股权结构的制度优势在于降低被代理人成本,尤其是被代理人能力成本。而代理冲突成本乃代理成本理论固有部分,是控制成本的次要形式,也是被代理人成本的副产品,即为降低被代理人成本而委托控制时出现冲突成本。自利行为的成本与为防范此类行为而付出有效努力的成本之总和为代理冲突成本。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,其行为目标与被代理人的目标并非完全一致,代理人存在自利风险,被代理人也不可能不计成本地防范其自利。被代理人与代理人之间存在信息不对称和契约不完全的情况,代理冲突成本由此产生。⁽⁴⁸⁾公司选择治理结构时,应当将被代理人成本与代理成本进行对比权衡。双股公司将潜在被代理人成本降至最低,但也加剧了代理冲突成本风险。同时,因代理人高表决权股东具有董事和股东双重身份,触发纵横双向代理冲突。

在双层股权结构下,代理能力作为影响双股制度效能和设计目的之核心因素,代理能力成本的复杂性和重要性尤为凸显。代理能力成本主要是指经营性股东在行使其高度集中的控制权时,因其专业知识、决策效率、管理策略等因素可能产生的成本。这些成本不仅包括直接的决策失误导致的经济损失,还涵盖了因管理不善、战略偏差等间接影响公司长期发展的潜在风险。在双层股权结构中,由于经营性股东掌握了远超其出资比例的控制权,其代理能力成本的高低将直接决定公司治理的效果和公司的整体表现。双股结构治理必须充分考虑代理能力成本的影响,动态确保经营性股东具备足够的能力和信誉来行使高度集中的控制权。

(二) 以分层化信义义务控制代理冲突成本

1. 高表决权股东信义义务的一般性规定

基于双层股权结构的契约本质出发,信义义务为不完备合同之补充。⁽⁴⁹⁾从高表决权股份之特性观察,高表决权具有极强的人身依附型,外部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高度信任。⁽⁵⁰⁾高表决权股东既是公司经营管理权的代理人,也是低表决权股东所让渡的部分表决权利的代理者,理应对公司及低表决权股东承担信义义务。已有学者主张对公司决策有影响力的股东即须享有信义义务⁽⁵¹⁾,高表决权股东掌握公司的经营与决策双重权利,承担信义义务不言而喻。在肯认高表决权股东信义义务一般性标准的基础上,须根据其身份不同、所行使职权不同而对信义义务予以分层化。因双股代理冲突的多元化,信义义务规范可在纵向与横向两个层面演变。在纵向层面,作为董事的高表决权股东信义义务将在勤勉与忠实义务的基础上演化出公平对待不同类别股东的义务,更加明确地指向公司社团的整体利益;在横

(47) Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 311 (1976).

(48) 卢现祥、朱巧玲:《新制度经济学》,北京大学出版社2012年版,第165-179页。

(49) 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。

(50) 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100页。

(51) 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156页。

向方面，股东之间的信义义务将由目前的控股股东对中小股东的信义义务进一步演进到不同类别化股东之间的信义义务。

2. 纵向层面：高表决权股东持董事身份时的信义义务

高表决权股东在直接担任或间接行使董事职权时，根据权责相一致的标准，董监高滥用权力（利）、违反义务、攫取私利时，必须承担与之匹配的义务责任，高表决权股东应承担相应的董事信义义务。新《公司法》已对事实董事和影子董事制度予以完善细化，事实董事是指形式上无授权，但实质上以董事身份行事的人^{〔52〕}，而影子董事则是指公司董事习惯于受其指示行事的人，类似于董事的实际控制主体。须注意的是，对公司董事的指示是一种惯常和持续的指示，该指示构成对公司董事会或者大多数董事的控制，而非对个别董事的控制。^{〔53〕}无论是基于权责一致的理论，还是借助事实董事和影子董事理论的解释，对行使董事职权的高表决权股东施加与董事一体化的信义义务具有法理正当性。一般而言，董事对公司的信义义务可分为注意义务和忠实义务，前者是积极义务，后者是消极义务。^{〔54〕}前者规定董事在商业决策过程中须履行一般谨慎人的注意职责，并享受商业判断规则的保护；而后者则强调董事在处理公司事务及财产时，必须出于善意，以公司利益为重，特别注重避免利益冲突，禁止高表决权股东为私利而牺牲或损害公司利益，进而不得因此伤害到其他股东的利益。于具体实践中，裁判者应格外注意具体案例中高表决权责任与权力、利益之间的内在逻辑联系，应落实义利并举的差异化精准问责理念。对于以高表决权股东为代表的董监高核心管理层来说，其问责能力取决于其职位的含权量（决策权、执行权与监督权）、含金量（有形与隐性收入）、实际控制力与实际影响力等多种变量，亦取决于其任职公司治理体系与治理能力。双层股权结构中，高表决权股东因其远超经济资本比例之外的超额表决权而极具含权量与含金量，双股公司治理以高表决权股东为中心，其对公司的实际控制力与影响力远超一般的控股股东。故根据微观个案进行差异化追责判断，践行最高人民法院所提出的“同股不同权”须兼具“同股不同责”理念，防止高表决权股东滥用权利。为精准识别高表决权股东之过错，支持采取法商、德商、智商、情商合一的折中理性人标准，以过错责任为主，严格责任为例外。^{〔55〕}

3. 横向层面：高表决权股东持股东身份时的信义义务

控股股东凭借向公司注入最大比例的资本与资产，取得足以影响或决定股东会半数以上决议的表决权，进而实现对股东会乃至整个公司的掌控。然而，高表决权股东虽被视为以人力资本为交换条件，获得了超越其实际财产投资比例的表决权，但这种安排却因人力资本固有的不确定性和难以量化性，导致高表决权股东与公司的利益联结并不紧密，其表决权与经济权益之间呈现出

〔52〕 刘斌：《重塑董事范畴：从形式主义迈向实质主义》，载《比较法研究》2021年第5期，第95-96页。

〔53〕 葛伟军：《中国特色影子董事：〈新公司法〉第192条评析》，载《法学杂志》2024年第5期，第120-122页。

〔54〕 Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, 71 California Law Review 795, 808-816 (1983).

〔55〕 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，第97页。

脱节状态。换言之，若其掌控的股东实体遭遇经营困境，从股权收益的角度衡量，高表决权股东所承受的负面影响远低于那些以实际资金投入、拥有较低表决权的股东。高表决权股东的控制权源于全体股东的高度信赖和嘱托、攸关双股公司的存续命脉和弱势股东的切身利益，控制股东无论作为代理人抑或信托受托人，均应对其他股东负有信义义务。加利福尼亚州的判例法明确指出，控制股东的信义义务涵盖善意行事、不得侵犯公司的内在公平及弱势股东的机会平等。⁽⁵⁶⁾ 当行使股东权利时，高表决权股东的信义义务应基本限于消极义务，承担最低限度的利他义务即不损害公司及低表决权股东既有利益与合法期待。具体而言，高表决权股东不得利用超级表决权优势批准损害公司或其他股东利益的不公平决议，尤其在利益冲突交易时，须以完全公平规则作为信义义务审查的基本标准。此项规则主要包含两个维度，一是实质公平即交易价格公允合理，二是程序公平即交易过程透明公正。为了避免司法对公司事务的过度介入，当利益冲突交易事先已满足公正公允的基本条件时，对事后结果的公平审查应保有司法克制。

（三）以复合型解除条款控制代理能力成本

双层股权结构是股东之间根据自由意志对股东参与性权利与经济性权利进行自主性处分的契约结果。然而，此种长期性的关系合同天然存在“缝隙”，即在缔约时难以准确预估代理人智识迭代之后、认知偏差、能力衰退等风险。⁽⁵⁷⁾ 传统公司治理机制对代理能力成本的忽视，本质源于静态规制逻辑与动态能力变化之间的结构性矛盾，须以恰当的高表决权解除机制中和契约本质以及人治基因所带来的缺陷。高表决权解除机制主要包括两种事由，即附条件型解除规则与附固定期限型解除规则。高表决权解除机制的直接法律后果是高表决权转换为普通股份，如果公司所有高表决权股份皆解除或低于法定比例要求时，表决权差异化股份全部转换为普通股份，双层股权结构将被拆除，公司自此实行单股结构。高表决权之解除有效抑制控制权溢价的生产，避免高表决权股东追其私利而害公司与其他股东。⁽⁵⁸⁾ 高表决权解除后控制权实现移转，有助于增强控制权的流动性，可以解决管理层固化问题。⁽⁵⁹⁾ 此外，实施高表决权的解除机制能作为一种反向激励，促使高表决权股东在行使表决权时更加审慎和善意，致力于公司及所有股东的利益最大化。从实际操作角度出发，在公司章程内嵌入高表决权解除条款，并不会即刻剥夺高表决权股东的控制地位，而是巧妙地平衡了高低表决权股东之间的利益竞争，当然也保留了后续对代理能力成本动态治理的可能。但过分严苛和僵硬的高表决权解除机制可能会抑制双层股权结构的制度活性，解除机制的建构须在强制与自由之间衡平，通过规则性质的区分化配置避免以控制代理成本之名侵蚀公司自治内核。

(56) 刘俊海：《论控制股东和实控人滥用公司控制权时对弱势股东的赔偿责任》，载《法学论坛》2022年第2期，第85-86页。

(57) 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，第126页。

(58) 曾洋：《控制权私人利益的法经济学解释》，载《金融服务法律评论》2013年第1期，第161页。

(59) 高菲：《双层股权结构的国际经验及其对中国的启示》，载《中州大学学报》2018年第3期，第50页。

1. 附条件型解除规则

附条件型解除规则以特定事件的发生作为高表决权解除的触发条件。基于双层股权结构契约本质思考，附条件型解除规则适用于某些条件出现时双股结构这一契约安排目的确定无法达成的情形。双股结构的设计初衷是建立在对高表决权股东的深厚信任与依赖之上，之所以低表决权股东认可高表决权股东持非等比例的经济资本获得超额表决权，并让渡自身部分表决权利于高表决权股东行使，自愿承担高表决权行权的治理风险，正源于其对高表决权股东在公司战略规划和业务发展方面独特判断力与领导力的认可。然而，一旦高表决权股东因个人能力下降、职位变动或生命状态改变而无法继续有效履职，人力资本价值便随之减弱或消失，外部股东对内部股东的特殊信赖也就失去了基础，此时，高表决权的继续存在不再具备合理性与正当性，理应予以解除。我国上市规则强制双层股权结构公司采用去世或无能力型、离任型、稀释型、转让型以及控制权变更型等附条件型解除规则正是对此的直接回应。⁽⁶⁰⁾ 须特别说明的是，涉及公司治理结构的证券交易所上市规则是双股公司（上市申请人）为满足上市条件而须予以兑现的“标准化契约”，不具有“选出”权利，属于强制性规定。⁽⁶¹⁾ 而对于非上市双股公司涉及代理人主体身份资格丧失的情况，按照委托—代理的法理逻辑，被代理人死亡或丧失民事行为能力的委托代理关系终止，与《中华人民共和国民法典》（下称《民法典》）第173条规定相对应。在《公司法》未明确回应高表决权解除的前提下，委托—代理的解释路径具有可适用性。但此解释路径难免忽略了对高表决权条款商事特点的关注，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”的特点决定了其外溢的损害会波及更多人。⁽⁶²⁾ 为保障公司既有或潜在的投资者的合理预期，应将作为限制高表决权股东权利、保护低表决权股东合理信赖、维护双股结构效能发挥的高表决权解除条款通过解释纳入新《公司法》第145条第4项“保护中小股东权益的措施”的适用范围中，作为双股公司章程中应以载明的事项。⁽⁶³⁾ 随之而来的问题是，此类记载事项的性质属于绝对必要记载事项或相对必要记载事项还是任意记载事项。首先，因股权结构公示强制要求的必要，此类记载事项为必要记载事项，而非当事人自愿选择记载的任意事项，是为法律对公司自治的强制性干预；其次，绝对必要记载事项是法律规定的公司必须在章程中加以载明的事项，如公司章程缺少其中任何一项或任何一项记载不合法，整个章程即归无效并影响公司法人格，连带引起公司设立无效。⁽⁶⁴⁾ 关于公司差异化表决权股份相关的事项，若缺少法定事项或任何一项记载不合法，仅造成双股公司章程的相关内容无效，而非关涉整个章程内容甚至否定公司法人格，应属相对必要记载事项，且可遵循漏洞补充的思路解决，对于法律行为效力的否定应保持谦抑态度。

〔60〕 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，第104页。

〔61〕 郑彧：《双重股权结构：历史的进路与利益的平衡》，载《证券法苑》2020年第1期，第20页。

〔62〕 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。

〔63〕 《公司法》第145条第4项规定，发行类别股的公司应当在公司章程中载明保护中小股东权益的措施。

〔64〕 王保树主编：《中国商事法》，人民法院出版社2001年版，第102—104页。

2. 附固定期限型解除规则

高表决权的解除机制早期多为附固定期限型，其对高表决权甚至整个双层股权结构设定固定的有效期限，期限届至时，如果未获得延展，则必须恢复到单股结构。⁽⁶⁵⁾ 附固定期限型解除规则适用于当期限届满时双股结构这一契约安排目的已达成的情形。境内外关于高表决权解除机制，主要争论焦点在于是否引入附固定期限型解除规则。反对者认为附固定期限型解除规则易导致对双层股权结构的自满，并在其潜在价值存疑的情况下激励投资者与市场接纳双层股权结构。⁽⁶⁶⁾ 支持者则认为被动的稀释型、事件触发型和转让型等附条件型解除规则均不可能发挥附固定期限型解除规则的优势，比如主动定期审查与转换无效率的双股结构，并通过采用“遵守和解释”的执行路径引入附固定期限型解除规则，从而解决时间固定导致的武断化劣势。⁽⁶⁷⁾ 引入附固定期限型解除规则后，理论分歧聚焦于法律政策上是否应强制推行此规则，分为法定化阵营与市场化阵营。前者主张法律应强制设置附固定期限型解除规则，后者主张市场自由选择。无论是附固定期限型解除规则，还是附条件型解除规则，都在防止机会主义式偏离和代理能力成本动态平衡方面具有积极意义。⁽⁶⁸⁾ 对于附固定期限型解除规则，上市公司应遵循上市规则的规定，而对非上市双股公司，应给予其自行选择的权利。遵循委托—代理解释路径，《民法典》第173条代理期限届满即委托代理终止，为高低表决权股东保有事先是否适用附固定期限型解除规则的选择权利，有助于降低交易成本并尊重公司经济自由。关于固定期限的设定，鉴于难以科学划定所有公司生命周期的固定期限，应将具体期限及延长或提前终止的具体选择权交予公司，并削弱时间型解除规则的刚性。对于此类事项的载明遵循附条件型解除规则的相同路径，通过对新《公司法》第145条第4项的解释适用予以回应。如此，通过附条件与附固定期限相复合型的解除规则适用，降低代理能力成本的同时，亦更好地保障内部经营性股东对特质愿景的追求动力。

（四）以加权规则限缩适用控制被代理人成本

区分复权规则与加权规则的规范逻辑是解决错配问题的前提。表决权复苏的底层逻辑是对公司基本治理结构的维护，针对公司基本权利配置等共益权事项，不允许股东之间通过契约增加或限制表决权利，应当回归与出资比例等比配置的表决权状态，使用一股一票的资本多数决方式，而不是双层股权结构合意少数决的方式。而类别表决权的基本逻辑是“没有人可以决定别人的权利”，换句话说，在类别股股东未对自身权利进行处分时，其他股东不得替其决定。出于“不同股东、不同对待”的股东实质平等理念，当公司决议涉及变动类别股权利时，须单独召开类别股股东会议进行投票表决。因此，类别表决权的范围更倾向于自益权性质的权利，对现有公司法加权规则应围绕类别股权利保护予以限缩适用。

(65) 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182页。

(66) Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 99 Boston University Law Review 1057, 1057(2019).

(67) 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，第73页。

(68) 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，第167-169页。

1. 适用主体的限缩

类别表决规则是在股东会一般表决机制基础上衍生的特殊表决机制。⁽⁶⁹⁾在内部股东掌握公司控制权的前提下，类别表决为处于表决权弱势的外部投资者提供了有效的意志表达通道，可谓现代公司法控制权约束机制的创新。由于类别表决本土规则缘起于优先股股东之保护，学理讨论中大多将类别股股东天然地与优先股股东等弱势股东群体概念相等同，新《公司法》第146条延续以“类别股股东”为弱势股东设计类别表决规则。根据文义解释，类别股股东指向区别于普通股股东的超级表决权股东或劣势表决权股东，超级表决权股东显然并非弱势股东，文义解释可能偏离立法目的。依循类别表决保护表决权弱势群体之立法原意，在表决权差异化股份语境下，所保护之主体即类别股股东应限缩解释为表决权劣势股东。为降低滥用类别否决权的风险，防范被代理人冲突成本，低表决权股东须遵守《公司法》第21条不得滥用股东权利之规范。此外，结合类别表决规则维护弱势股东团体意思表示之规范目的，不难发现类别股股东会试图独立于一般表决机制的股东会，那么应当“两次开会、两次表决、两次计票、两个决议”更可确保独立性。⁽⁷⁰⁾公众公司治理结构复杂，涉众性更强，如此强调独立性的表决程序虽在一定程度上迟滞决议效率，但严格规制实属必要。但考虑非公众公司或许无法承担此种表决程序的效率不经济，且与公众公司相比更具人合性，应允许其在公司章程中约定类别股股东会的表决程序，以满足不同公司类型的个性化治理需要。

2. 适用范围的限缩

结合新《公司法》第116条第3款，公司法针对类别表决的适用范围包括股东修改公司章程、增加或减少注册资本，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式等可能影响类别股股东权利的事项。针对组织再编行为，我国内地三大证券交易所的上市规则与《公司法》的规定出现了不统一的情况。从法理角度看，作为法律的《公司法》严格于交易所上市规则似乎无可厚非，低位阶的上市规则自然应向上位衔接。如此，主张适用复权规则的上市规则向上衔接适用加权规则的《公司法》即可，或将复权规则修改为加权规则，或在复权基础上叠加类别否决权兼容适用即可化解错配。但无论是复权或是加权规则都属于发行类别股公司的治理规则，作为普遍适用于所有公司类型的公司法规规范竟严格于上市公司的治理规定，似乎与公司治理的现实要求相悖。毕竟上市公司具有相对更强的涉众性，治理运作关涉广大投资者的合法权益，风险外溢性更强，对上市公司治理要求应相对高于其他类型的公司。此次《公司法》修订针对类别表决的事项突破加权规则保护类别股股东自益权的制度逻辑，将适用范围延展至公司合并、分立、解散或者变更公司行使的再编事项。实际上，对公司基本权利配置等共益权性质的决议，表决权利回归至一股一票的复权状态，更符合股东平等原则。双层股权结构中，加权规则须审慎适用，应考量权利倾

⁽⁶⁹⁾ 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25页。

⁽⁷⁰⁾ 刘俊海：《建立社会公众股东单独表决机制的有关问题》，载《中国金融》2003年第23期，第54页。

斜配置的限度，权衡实质不平等的严重程度、权利倾斜的影响力度及利益关联程度。针对组织再编决议，运用双股结构原有的复权规则已然可以弥补实质不平等，除非所涉决议直接关系到类别股股东的根本性权利。但新《公司法》在弱势股东非理性行权和强势股东恣意滥权之间取舍，主张倾斜保护弱势股东，即使冒有弱势股东非理性行权的风险，亦保证弱势股东于组织再编决议的话语权和博弈通道。

类别股股东行使类别表决权应遵循禁止股东权利滥用原则，不得恶意主导不利公司的决议，也不可恶意阻挠有利公司的决议。我国内地证券交易所上市规则可根据《公司法》现有规定对类别表决进行向上衔接，《上市公司股东会规则》也可借此修订草案征求之际，将原有第23条仅适用于优先股股东的类别表决规则，比照新《公司法》扩展适用于所有类别股股东。对于《公司法》第146条所提及的组织再编行为可限缩适用加权规则。具体而言，公司合并分为新设合并与吸收合并，两者中原公司或被吸收公司均可能解散。股东若保留权益，股份将按比例转为新公司股份。双股公司合并后，股权结构或根本改变，但吸收合并中存续公司的双层结构不变，其公司股东的股权比例可能被稀释，但与引入外部投资者的效果无异。本身的股权结构并未发生变化，高表决权股东与低表决权股东之间的利益冲突也并未因此加剧。因此，如果公司合并涉及原公司解散的，应纳入类别表决的特殊事由之中。同理，公司分立会导致公司解散的，决议适用类别表决规则，而对于存续分立则可排除适用。因此，对于造成双股公司解散的组织再编决议应适用加权规则，而吸收合并和存续分立情况可排除适用。从制度协调的角度观察，即使限缩适用加权规则，对于存有异议的股东仍有权主张回购请求权，依然保有有效的救济途径。当然，双股公司的治理应尊重公司自治、保障实质平等以及追求公平正义理念，鼓励股东自主性和公司自治性选择在最低标准基础上鼓励“选入”更高的保护标准，以提升双股公司股份的吸引力，进而实现“向上竞逐”。公司股东之间合法有效的意定表决权复权或加权事由若载于公司章程之中，无论事关高表决权股东自限权利或低表决权股东倾斜保护，皆为股东平等协商后的合意结果，理应得到尊重支持。出于维护公司内部公平秩序之考量，意定复苏事由与法定复苏事由的法律效果应保持一致。

四、结语

公司股权结构，是现代公司治理的逻辑起点，系属公司基本法律关系范畴。新《公司法》为适应不同投资者的投资需求，保障资本结构的灵活性，为弘扬企业家精神提供有效制度响应，总结双层股权结构的实践经验，以第144—146条为主线构建了适用于股份有限公司的双层股权制度，是为本土化的重要一步。遗憾的是，双层股权制度陷入信义义务单一、解除规则缺位、加权规则错配多重适用局限。代理成本理论作为公司法及公司治理研究的经典理论，具体指向所有者与经营者之间两权分离的矛盾，而双股公司中所有权与经营权无法彻底分离，所有者与经营者的身份重合于高表决权股东之上，传统代理成本理论对双股制度的解释并不适配。另外，代理成本

理论局限于代理冲突成本最小化的单一目标，趋向于静态成本控制，低估了代理能力成本的动态调整，也忽视了被代理人行使控制权所产生的成本。双股组织法制度适用应破除传统代理成本理论的思维枷锁，以分层化信义义务控制代理冲突成本、以复合型解除条款控制代理能力成本、以加权规则限缩适用与鼓励倾斜保护机制“向上竞逐”并行权衡被代理人成本。

Systematic Application of the Dual-Class Share Structure in the New *Company Law*

—From the Perspective of Reducing the Total Cost of Control

XU Haiyan WANG Yitian

Abstract: As a newly introduced institution in the *Company Law*, the dual-class share structure confronts multiple application dilemmas, including the uniformity of fiduciary duties, the absence of rescission rules, and the misalignment of weighting regulations. Given the unique characteristics of the dual-class structure, its application cannot be confined to the one-dimensional perspective of traditional agency cost theory, which may lead to cognitive misconceptions. Instead, the specific application of the dual-class system should be systematically developed from the theoretical perspective of the overall cost of control. Specifically, this system must comprehensively consider the special governance needs of high-voting shareholders who concurrently hold the roles of managers and shareholders, employing stratified fiduciary duties to manage agency conflict costs. It must also prioritize mitigating the costs associated with agency capabilities, dynamically adjusting through composite rescission clauses. Furthermore, it is crucial to carefully balance the costs borne by principals, concurrently employing weighting rules to narrow application scope while encouraging an “upward competition” in favor of protective mechanisms with preferential tilt.

Keywords: Dual-Class Share Structure; Total Cost of Control; Agency Costs; Cost of the Principal; Fiduciary Duty

（责任编辑：王乐兵 汪友年）