

论双层股权结构下中小股东权益保护

吴 若, 朱安娜

西南民族大学法学院, 四川 成都

收稿日期: 2026年7月1日; 录用日期: 2026年8月3日; 发布日期: 2026年8月11日

摘 要

双层股权结构作为差异化表决权安排的重要形式, 打破了传统“一股一权”的股权平等原则, 实现了控制权与所有权的非比例配置。这一制度创新在满足创新型企业和科技公司融资需求的同时, 也为创始人维持控制权提供了制度通道。然而, 当创始股东以少量股份享有超级投票权而中小股东仅持有普通表决权股时, 表决权与剩余价值索取权的严重不成比例, 不可避免地引发内部监管失序、代理成本攀升等一系列治理困境。我国自2019年科创板引入双层股权结构以来, 已有优刻得等企业采用该制度上市, 但中小股东权益受损的风险也在持续放大。本文立足于股东异质化理论与委托代理理论, 系统分析双层股权结构下中小股东权益受损的表现、成因与制度根源, 在比较域外主要资本市场监管经验的基础上, 从限制超级投票权边界、强化信义义务、完善日落条款、健全信息披露与司法救济等维度, 提出构建中小股东权益保护体系的具体路径, 以期在鼓励制度创新与保障投资者权益之间实现动态平衡。

关键词

双层股权结构, 中小股东, 权益保护, 利益平衡

On the Protection of Minority Shareholders' Rights under the Dual-Class Share Structure

Ruo Wu, Anna Zhu

School of Law, Southwest Minzu University, Chengdu Sichuan

Received: July 1, 2026; accepted: August 3, 2026; published: August 11, 2026

Abstract

As an important form of differentiated voting rights arrangements, the dual-class share structure

breaks the traditional principle of “one share, one vote” and equity equality, achieving a non-proportional allocation of control rights and ownership rights. This institutional innovation not only meets the financing needs of innovative enterprises and technology companies, but also provides an institutional channel for founders to maintain control. However, when founding shareholders enjoy super-voting rights with only a small number of shares while minority shareholders hold only ordinary voting shares, the severe disproportion between voting rights and residual claims inevitably gives rise to a series of governance dilemmas, including shareholder oppression, disorder in internal supervision, and rising agency costs. Since China introduced the dual-class share structure on the STAR Market in 2019, several companies, such as UCloud, have gone public with this structure, but the risk of impairment of minority shareholders’ rights and interests has continued to grow. Grounded in shareholder heterogeneity theory and principal-agent theory, this paper systematically analyzes the manifestations, causes, and institutional roots of the impairment of minority shareholders’ rights and interests under the dual-class share structure. On the basis of comparing the regulatory experiences of major overseas capital markets, this paper proposes specific pathways for constructing a protection system for minority shareholders’ rights and interests, including limiting the boundaries of super-voting rights, strengthening fiduciary duties, improving sunset provisions, and enhancing information disclosure and judicial remedies, with a view to achieving a dynamic balance between encouraging institutional innovation and safeguarding investor rights.

Keywords

Dual-Class Share Structure, Minority Shareholders, Protection of Rights and Interests, Balance of Interests

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2014年, 阿里巴巴因港交所不接受“同股不同权”的股权安排而转赴美国上市, 这一事件将双层股权结构推入中国资本市场改革的核心视野。此后, 大量中国优质创新企业因国内资本市场不允许双层股权结构而流失海外。为扭转这一局面, 2019年上海证券交易所推出科创板并率先批准双层股权结构企业上市, 2020年深圳证券交易所创业板也跟进采纳该制度。这一制度变革标志着中国资本市场对差异化表决权安排从“原则禁止”走向“例外允许”。然而, 制度的开放并不意味着问题的消解。双层股权结构本质上允许股东对投票权进行差异化安排——创始股东持有的股份享有超级投票权, 而中小股东及外部投资者持有的股份只拥有普通投票权或受限的投票权。这种控制权与所有权的非比例配置, 使得公司创始人只需持有少量股份即可保持对公司的控制权。换言之, 中小股东在以资金投入公司的同时, 实际上让渡了本应与其出资比例相匹配的表决权利。问题的复杂性在于双层股权结构对中小股东权益的损害并非理论推演, 而已成为现实的治理困境。在双层股权结构中, 中小股东的权利弱势贯穿公司治理全过程——从知情权、表决权到利润分配权、退出权, 均面临不同程度的限制。控股股东信义义务的缺位、特别代表人诉讼制度的不完善, 进一步将中小股东置于更加不利的境地。

基于上述背景, 本文旨在系统回答以下核心问题: 双层股权结构下中小股东权益受损的深层机理是什么? 我国应当构建怎样的制度框架来平衡控制权集中与股东权益保护? 围绕这些问题, 本文将依次展开理论分析、现状考察、冲突分析以及制度构建。

2. 双层股权结构的理论基础与制度逻辑

(一) 双层股权结构的概念界定与基本特征

在单一股权结构中, 公司发行的股份类型单一, 每单位股份所含有的权利义务完全一致, 不存在任何区别。股份的表决权和收益权等比例配置, 股东的投票权重与其持有的股份比例相同, 因此又称“同股同权”或者“一股一权”[1]。在典型的双层股权结构中, 股份通常被划分为 A 类股和 B 类股两类, 其中 A 类普通股遵循“一股一票”原则, 由一般股东(包括中小股东和外部投资者)持有, 而 B 类普通股则附着数倍于 A 类股的表决权, 通常每股享有 2 至 10 票甚至更高的表决权, 由公司创始人或核心管理层持有。

双层股权结构最本质的特征在于控制权与所有权的非比例分离。在传统“一股一权”模式下, 股东的控制权与其持有的股份比例完全成正比, 股东的表决权行使与剩余价值索取权相匹配。而在双层股权结构下, 创始股东可以在持股比例远低于 50% 的情况下, 通过超级投票权保持对公司的绝对控制权。以采用双层股权结构上市的典型企业为例: 京东创始人刘强东持股约 15.1% 却拥有 78.5% 的投票权; 优刻得三位创始人共持有公司 23.12% 的股份, 却享有 60.05% 的投票权; 蔚来汽车创始人李斌持股比例虽然有限, 但凭借高表决权股份维持对公司的主导权。这种控制权与现金流权的非比例配置, 构成了双层股权结构区别于传统股权结构的本质特征。

除表决权差异外, 双层股权结构通常还包含其他配套安排, 包括股份转换条款(高表决权股在特定条件下自动转换为普通表决权股)、转让限制条款(高表决权股通常不能自由转让, 或在转让后自动失去其高表决权属性)以及日落条款(在一定期限或特定事件发生后, 双层股权结构自动终止)。这些配套制度安排同样对中小股东权益保护具有重要影响。

(二) 双层股权结构的理论依据

双层股权结构的制度正当性, 可以从多个理论维度加以论证。

第一, 股东异质化理论。该理论认为, 不同的股东除了在持股数量上具有明显不同外, 无论就其对公司的利益诉求, 还是就其对公司的关切度, 甚或是其权利行使的方式和行使途径, 都存在明显的差异[2]。传统公司法学说长期建立在“股东同质化”的假设之上, 即假定所有股东的投资目的、风险偏好、信息获取能力和治理参与意愿基本相同。在这一假设下, “一股一权”被理所当然地视为实现股东平等的最优制度安排。然而, 现实中的股东是高度异质的。创始股东通常将公司视为自身事业理想的载体, 追求企业文化延续, 愿意承受较高的风险以换取长远回报。股东对公司投资也主要出于获得利益回报的目的, 但股东利益仅构成公司利益的重要部分, 公司是股东、债权人、雇员等利益相关者的共同利益载体[3]。相比之下, 财务投资者和中小股东更关注短期股价表现和投资回报, 参与公司治理的意愿和能力均较为有限, 更倾向于在市场机制下灵活调整投资组合。双层股权结构正是适应股东异质性现实的制度创新, 它通过差异化的投票权配置, 使不同偏好的股东能够根据自身情况选择适合的投资标的, 从而实现风险与收益的个性化匹配。随着市场经济不断发展, 股东异质化趋势会进一步显现, 投资需求也会更加多样化, 设置双层股权结构可以更好地契合资本市场的发展趋势, 满足多样化的投资需求。

第二, 契约主义理论。当代公司契约理论对公司进行了新的全面的界定, 该理论认为公司“乃一系列合约的连结”[4]。在这一理论模式中, 每一个公司的参与者都被设想成为能够尽最大可能追求自身利益和规避风险的理性人, 他们基于自身利益的追求和对公司的了解签订了各种“契约”, 成为公司众多利益主体中的一员。从契约主义视角来看, 公司本质上是“一系列契约的联结”, 公司法应当尊重当事人的契约自由。投资者在购买双层股权结构公司的股票时, 已经通过招股说明书、公司章程等文件充分知晓其投票权受限的事实, 其投资行为本身就是对差异化表决权安排的“自愿同意”。因此, 双层股权

结构并非对股东权利的强制剥夺,而是基于市场合意的制度选择。在有效市场的条件下,如果投资者认为双层股权结构对其不利,完全可以通过拒绝投资或要求更高的风险溢价来表达偏好。双层股权结构公司能够以合理的价格成功上市并获得投资者认购,本身就是市场选择有效性的证明。

第三,控制权激励理论。双层股权结构通过保障创始人的控制权稳定,能够有效抵御敌意收购的威胁,使管理层能够专注于长期而非短期业绩。这对于需要长期研发投入和技术积累的科技创新型企业尤为重要。由于超级投票权的存在,公司的控制权能够稳定地保留在创始人团队手中,不至于因为企业家的持股稀释而被迫放弃对公司的控制。新能源汽车行业、人工智能行业和生物医药行业等都属于技术密集型产业,前期所需的创新研发投入巨大,投资回报期长,传统的“同股同权”结构难以同时满足融资需求与控制权保持之间的平衡,因此这些行业的企业往往成为采用双层股权结构的主要力量。研究表明,双层股权结构能够通过维持和保护独特的企业文化,提升管理层抗压能力等路径,产生一定的投资者保护效应。

(三) 制度演进:从“一股一权”到差异化安排

“一股一权”原则长期被视为股东民主和投资者保护的基本制度保障,但其历史正统性并非不言自明。历史研究表明,一股一票制度并非公司治理的天然法则。一项针对随机选取的 1200 家美国企业在 19 世纪初投票权的研究发现,38%的企业采取了一股东一票的投票权结构,27%的企业采取了有限制的一股一票,采取一股一票的企业仅占样本总数的 35%。商业史学家研究表明,一股一票是从 19 世纪末期开始才慢慢在美国流行起来并成为主流的。这一历史事实表明,当前被视为“正统”的“一股一权”原则,实际上是特定历史条件下制度演化的产物,而非放之四海而皆准的自然法原则。

进入 21 世纪后,双层股权结构逐渐在美国资本市场复兴,尤其受到科技企业的青睐。谷歌公司 2004 年上市时即采用双层股权结构,其 A 类股每股 1 票投票权, B 类股每股 10 票投票权,确保创始人佩奇和布林能够牢牢掌握公司控制权。此后,脸书公司(每股 10 票)、领英公司、Snap 公司等科技巨头纷纷采用双层股权结构进行 IPO。据相关统计,双层股权结构在美国 IPO 中的占比已从 1980 年的约 1% 上升至近年来的接近 50%,在美国最大的科技公司中采用比例更高。

欧洲与亚洲的重要金融中心也相继调整了各自的规定。英国于 2021 年修改相关规定,允许公司在伦敦证券交易所采用双层股权结构上市。这一全球范围内的制度趋同现象表明,在创新型经济时代,拒绝双层股权结构的资本市场将面临优质企业流失的严重后果。

我国的制度演进经历了从“严格禁止”到“有限开放”的过程。2018 年以前,由于资本市场不允许公司采用双层股权结构上市,京东、唯品会、蔚来汽车等大量中国企业被迫放弃在中国上市,转赴美国资本市场。为减少国内优质企业流失、提升中国资本市场的国际竞争力,中国证监会和上海证券交易所经过深入研究和广泛征求意见,于 2019 年正式在科创板引入双层股权结构制度安排。2020 年深圳证券交易所创业板跟进采纳该制度。2023 年修订的《中华人民共和国公司法》进一步为差异化表决权安排提供了明确的上位法依据。这一制度演进路径表明,我国对双层股权结构的态度已从“是否引入”转向“如何规范”,制度建设的重心正在从“开放准入”转向“完善治理”。

3. 双层股权结构下中小股东权益受损的现实表征

(一) 表决权与剩余价值索取权的结构性失衡

双层股权结构下最核心的矛盾,在于中小股东所持有的普通表决权股的表决权与剩余价值索取权严重不成比例。中小股东以其资金投入为公司提供了发展所需的资本,承担了与持股比例相当的经济风险,但其在股东大会上的话语权却被结构性压缩。当创始股东以少数股份掌控多数表决权时,中小股东实际上成为“只出钱、难说话”的被动投资者。当不同表决权股东之间发生利益冲突时,控股股东可以凭借

自身的绝对投票权否决其他交易方案, 而选择对自己有利的交易方案[5]。控股股东因利益冲突利用其控制权单方面侵害中小股东权益的空间较大。这种结构性失衡的直接影响是中小股东无法通过正常的股东大会程序对公司的重大决策施加有效影响。无论是董事选举、高管薪酬确定、并购重组审批还是公司转型决策, 中小股东的投票意见在实践中几乎不具有决定性意义。虽然表决权是《公司法》赋予股东的最基本权利之一, 但在双层股权结构下, 这一权利对中小股东而言已经被显著削弱。实证研究表明, 两权分离度和管理层控制权比例对公司投资者利益具有显著的负向影响, 分离度越高, 中小股东的利益受损程度越大。

更深层次的问题在于, 这种表决权与剩余索取权的不匹配改变了控制股东的行为激励。在传统“一股一权”模式下, 控制股东享有的控制权与其承担的经济风险成正比, 这在一定程度上约束了其滥用控制权的动机。而在双层股权结构下, 控制股东以较小的经济风险获取了较大的控制权收益, 这种“收益-风险”的错配使得控制股东更有可能从事自利行为, 因为其从不当行为中获取的私人收益可能远大于其因此而承担的损失份额。

(二) 公司内部监督机制的系统性失效

在传统公司治理结构中, 股东大会是最高权力机关, 中小股东可以通过“用脚投票”和“用手投票”两种方式对管理层形成约束。但在双层股权结构下, 这两种约束机制均受到严重削弱。

首先, 在“用手投票”机制方面, 由于超级投票权的存在, 管理层对公司的控制权已经延伸到董事和高管层面, 监事会更难以独立发挥监督作用。拥有高表决权的股东通常对公司的各项事务都具有强势的决策权, 其中包括对公司内部独立董事与监事的任命。由于高表决权股东可以主导独立董事和监事的选任程序, 董事会和监事会实质上也是被拥有高表决权的控股股东所掌控并且对他们负责, 而非对全体股东负责。这种权力结构的同质化使得公司内部权力制衡机制形同虚设。

其次, 在“用脚投票”机制方面, 外部资本市场的约束力量同样有限。双层股权结构的制度设计从根本上保障了控股股东的绝对控制地位。就算公司出现决策失误或管理不善, 控股股东也难以被取代——因为外部投资者无法通过二级市场收购足够多的股份来挑战控股股东的控制地位。外部市场资本很难对企业进行敌意收购, 这使得资本市场的惩戒功能大打折扣。中小股东即使对管理层表现不满, 也只能选择自行卖出股票离场, 而无法通过集体行动实现公司治理的改善。

(三) 控制权滥用与利益输送风险

控制权的高度集中本身就蕴含着滥用风险。在双层股权结构下, 控制股东既有强烈的动机也有充分的能力通过关联交易、利益输送、不当担保等方式侵占公司利益, 从而损害中小股东的合法权益。

实践中, 控制权滥用的形式呈现出多样化特征, 例如通过不公平的关联交易将公司利益转移至关联方。控制股东可以通过高价向关联方采购、低价向关联方销售、提供不合理担保等方式, 将公司财富转移至自己控制的关联实体。再如通过不合理的薪酬安排将公司财富输送至管理层, 包括过高的工资奖金、奢侈的福利待遇以及不合理的股权激励计划。在控制股东与中小股东利益发生直接冲突时, 由于缺乏有效的制衡机制, 中小股东的诉求往往难以得到回应。特别是在公司经营状况不佳或面临重大决策时, 控制股东可能利用其控制权优先保护自身利益, 将经营风险转嫁给中小股东。

4. 中小股东权益受损的深层成因分析

(一) 代理成本理论的解释框架

从委托代理理论的视角来看, 双层股权结构加剧了传统公司治理中的代理问题, 这种加剧作用可以从多个层面加以理解。

在传统“一股一权”模式下, 代理问题主要表现为管理层与股东之间的利益冲突。由于所有权与控

制权的分离, 管理层可能追求自身利益最大化而非股东价值最大化, 由此产生代理成本。而在双层股权结构下, 由于创始股东同时掌握控制权和经营权, 二者之间的身份高度重合, 代理问题的表现形式发生了根本性转变——从“所有者-经营者”之间的纵向代理冲突, 演化为控制股东与中小股东之间的“双层委托人-委托人冲突”。

具体而言, 双层股权结构使控制股东在持有较少现金流权的情况下掌握较大的控制权。这意味着控制股东从公司利润中获取的收益份额与其对公司的控制力之间存在显著的不匹配。当控制股东的利益与公司整体利益或中小股东利益发生偏离时, 控制股东有更强烈的动机从事自利行为——因为其从不当行为中获取的私人收益可能远大于其因此而承担的损失份额。例如, 当控制股东通过关联交易将公司 100 万元利润转移至关联方时, 如果其现金流权为 10%, 则其仅承担 10 万元的损失, 却可能获取远超过 10 万元的私人收益。这种“收益归己、损失共担”的不对称激励结构, 是双层股权结构下代理成本升高的核心机制。实证研究为这一理论推演提供了支持。相关研究表明, 双层股权结构中投票权与现金流权的分离度与公司价值呈负相关关系, 分离度越高, 公司价值越低。在家族企业中, 这种负相关关系更加显著, 反映出投票权与经济利益的错位对中小股东具有实质性的损害效应。

(二) 股东实质平等与形式平等的张力

双层股权结构引发的另一个深层矛盾, 是股东实质平等与形式平等之间的张力。这一张力不仅是法律技术问题, 更涉及公司治理的基本价值取向。

传统的“一股一权”原则体现的是股东的形式平等——每一股份享有相同的表决权, 股东的发言权与其出资额成正比。然而, 这一形式平等的前提假设是股东同质化, 即所有股东在公司治理中的角色、利益和偏好基本相同。当股东异质化成为不可忽视的现实时, 形式平等反而可能造成实质上的不平等——因为不同股东在公司治理中的实际影响力和利益诉求存在显著差异, “同等对待”可能意味着对实质差异的忽视。

双层股权结构试图通过差异化表决权安排实现股东之间的实质平等——让创始股东拥有更大的控制权, 而追求短期回报的财务投资者则接受较低的表决权, 从而各得其所。然而, 问题在于: 实质平等的实现需要以充分的制度保障为前提。如果缺乏对超级投票权的有效约束, 差异化安排很容易被控制股东利用其制度性优势不断扩张权力边界, 而中小股东的制度性弱势则持续固化且缺乏救济通道。

值得注意的是, 对双层股权结构“违反股东平等”的批评需要谨慎审视。正如前文所述, 历史表明一股一票并非唯一的正统股权安排。如果将双层股权结构简单定义为“不平等”, 则忽略了股东平等的多维性。相比于“一人一票”的公民平等, 双层股权结构下的超级投票权与“一股一票”实际上具有更多的相似点——两者都将公司权力交给少数人, 只是筛选标准不同: 前者交给“拥有远见的少数人”, 后者交给“拥有财富的少数人”。因此, 更值得关注的核心问题并非形式上的投票权差异是否“平等”, 而是股东是否被公平公正地对待。

(三) 制度供给不足与法律规制滞后

我国双层股权结构制度运行中的中小股东保护困境, 在很大程度上源于制度供给的不足与法律规制的滞后。这一结构性缺陷体现在多个方面。

信义义务制度的不完善。在双层股权结构下, 控制股东对公司的实际控制力已远超一般控股股东, 但其承担的信义义务却并未相应提升。传统公司法中的董事信义义务主要针对董事和高管, 而控制股东的信义义务无论在理论上还是实践中均缺乏清晰的界定。特别是, 在双层股权结构下, 特别表决权股东可能并非公司董事, 却对公司的重大决策和经营管理拥有决定性影响力。这种“有实无名”的权力状态下, 控制股东是否应当承担与董事同等的信义义务、其义务的具体内容和标准如何确定, 均存在理论和实践上的模糊地带。

日落条款的制度空白。日落条款是指法律或者公司章程中规定的双层股权结构终止条款——一旦特定条件成就, 特别表决权股份即自动转换为普通表决权股份。根据所附条件的不同, 日落条款可分为定期型和事件型。然而, 我国目前对日落条款的规定尚不完善, 主要以事件型日落条款为主, 时间型日落条款的引入尚处于讨论阶段。放任市场完全自由安排时间型日落条款不利于中小股东利益的保护, 会增加市场的不稳定因素, 同时也可能使双层股权结构的制度优势在长期运行中演变为制度风险。

5. 中小股东权益保护制度的完善路径

(一) 规范超级投票权的行使边界

限制超级投票权的滥用, 首先应当从规范其行使边界入手, 这是从权力源头进行制度约束的关键环节。

限制高表决权股的表决权倍数。双层股权结构下, 高表决权股最本质的特征在于其所包含的表决权是普通表决权股的数倍甚至数十倍。如果不对特殊表决权倍数加以适度限制, 可能会导致超级投票权股东的权力过度膨胀, 使中小股东的表决权被压缩至几乎可以忽略不计的程度。因此, 特殊表决权倍数必须以强制性规范的方式加以限制, 将其控制在一个合理范围内。建议参考国际通行做法, 将超级投票权的表决权倍数控制在每股 2 至 10 票的范围内, 禁止无投票权股的发行, 防止控制权与所有权的过度分离。

明确超级投票权的行使例外。对于修改公司章程、改变类别股份权利、公司合并、分立、解散或变更公司形式等与中小股东权益直接相关的重大事项, 超级投票权股份应当临时恢复为“一股一票”表决。这一制度安排可以确保中小股东在公司最为核心的重大事项上拥有与其出资比例相匹配的话语权, 防止控制股东利用超级投票权单方面改变公司的基本治理框架, 从而在制度层面保护中小股东的根本利益不受侵蚀。

限定超级投票权股东的资格。超级投票权应当具有严格的人身依附性, 仅授予为公司发展或业务增长作出重大贡献、且在上市前后持续担任公司董事或董事会认可的其他核心职务的人员。上市后不得随意提高超级投票权比重, 也不得将超级投票权转让给不具有上述资格的主体。一旦超级投票权股东丧失上述资格, 其持有的超级投票权股份应当自动转换为普通表决权股份。这种人身依附性的制度安排, 能够确保超级投票权与人力资本贡献之间的实质关联, 防止超级投票权的“异化”和滥用。

(二) 强化控制股东与董事的信义义务

在双层股权结构下, 控制股东对公司的实际控制力已远超一般控股股东, 因此应当对其施加更为严格和明确的信义义务。

第一, 明确特别表决权股东的忠实义务。当有关股东对公司事务的控制力源于特别表决权时, 其与公司之间即产生信义关系, 对公司负有忠实义务。特别表决权股东与董事应负有相同内涵的忠实义务, 即不得利用其控制地位谋取不当利益, 不得从事与公司利益相冲突的行为。但由于特别表决权股东对公司机关的影响力大于一般董事, 公司对其利益冲突行为的批准程序须更加严格, 包括更高的信息披露要求、更严格的独立董事审查以及更充分的中小股东参与程序。

第二, 完善董事信义义务的认定标准。在双层股权结构下, 要防止因特别表决权的存在而权力强化的董事为实现个人利益而对股东利益进行盘剥。董事信义义务的主体、客体以及内容标准应根据双层股权结构的现实情况进行相应完善。特别是, 在双层股权结构公司中, 董事往往与控制股东存在密切的利益关联, 其独立性可能受到质疑。因此, 应当强化独立董事在审查关联交易、高管薪酬和控制股东行为等方面的独立监督职责, 确保董事会的决策能够兼顾全体股东的利益。

第三, 建立以董事责任为主的追责体系。董事信义义务作为控制权约束和利益平衡的有效机制, 有

必要构建起以董事责任为主的追责体系。当中小股东权益因董事的不当行为而受损时, 应当有清晰的追责路径和有效的救济手段。可以考虑在《公司法》或相关司法解释中明确双层股权结构公司董事的特殊责任标准, 降低中小股东追究董事责任的诉讼门槛, 增加控制股东不当行为的违法成本。

(三) 完善日落条款的制度设计

日落条款是双层股权结构中保护中小股东权益的重要制度装置。它既需要发挥保护创始人实现特质的功能, 又需要保护中小股东避免因代理成本长期攀升而利益受损, 从而实现两种制度价值的动态平衡。

其一, 引入时间型日落条款。在现有的以事件型日落条款为主的框架之下, 有必要引入时间型日落条款, 赋权公司在章程中为特别表决权股份设置一定的日落期限。1996 年一项关于加大拿双层股权结构上市公司和一股一权上市公司表现差异对比的研究发现, 随着时间推移, 双层股权结构公司的表现不如一股一权公司, 因此该研究建议加大拿证券监管机构要求双层股权结构采取十年期的固定期限日落条款, 到期再由股东投票决定是否延期^[6]。例如, 可以规定在公司上市后的一定年限, 特别表决权股自动转换为普通表决权股, 除非经股东大会以特别决议批准延长。这不仅是对中小股东合法权益的期限性保护, 还能为投资者对公司的长远投资注入制度信心——投资者知道超级投票权并非永久性的制度安排, 而是有时间边界的过渡性设计。

其二, 完善事件型日落条款的适用条件。当前我国已规定了多种类型的事件型日落条款, 包括特别表决权股东不再担任董事或核心职务、特别表决权股东失去对特别表决权股份的控制、公司控制权发生变更以及特别表决权股东持股比例低于特定阈值等, 但仍有完善空间。应当进一步明确各类触发条件的具体认定标准、转换程序和法律后果, 防止在实际运行中出现争议和规避。

其三, 规范超级投票权的传承与转让。日落条款应当明确规定超级投票权仅授予第一代创业者或其指定的核心管理层, 不向后代传承。同时可以引入“燕尾条款”, 对超级投票权的转让作出限制——一旦超级投票权股东将其股份转让给非经批准的受让人, 该股份即自动转换为普通表决权股份。

6. 结语

我国自 2019 年在科创板引入双层股权结构以来, 制度实践尚处于起步阶段, 采用该制度上市的企业数量有限, 但中小股东权益保护的制度框架仍有待完善, 一些潜在的风险和问题已经开始显现。本文认为, 完善双层股权结构下中小股东权益保护制度, 应当遵循“规范权力、强化义务、完善救济”的基本思路。具体而言, 需要通过规范超级投票权的行使边界来从源头限制权力滥用, 通过强化控制股东与董事的信义义务来从过程约束权力行使, 通过完善日落条款来建立权力的时间边界, 通过健全信息披露与司法救济来保障权利的最终实现。这四个维度相互支撑、缺一不可, 共同构成一个覆盖事前预防、事中监管和事后救济的完整保护体系。

值得强调的是, 中小股东权益保护并非对双层股权结构的制度否定, 而是对其制度功能的补强和完善。只有在中小股东权益得到有效保护的前提下, 双层股权结构才能获得持续的制度正当性, 资本市场也才能在制度创新与投资者保护之间实现可持续发展。对中小股东权益的保护, 本质上也是对公司治理质量和资本市场健康发展的保护。未来, 随着我国资本市场改革的持续深化和公司治理实践的不断丰富, 双层股权结构下中小股东权益保护制度必将不断演进和完善, 为创新型企业的成长和资本市场的健康发展提供更加坚实的制度保障。

参考文献

- [1] 张舫. 美国“一股一权”制度的兴衰及其启示[J]. 现代法学, 2012, 34(2): 152-163.

-
- [2] 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[J]. 河北法学, 2021, 39(4): 82-99.
 - [3] 闫小龙, 邓胜涛. 股东与非股东的利益冲突与平衡[J]. 法商研究, 2002(6): 111-118.
 - [4] 刘迎霜. 公司契约理论对公司法的解读[J]. 当代法学, 2009, 23(1): 134-139.
 - [5] 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[J]. 财贸研究, 2021, 32(8): 68-81.
 - [6] 沈朝晖. 双层股权结构的“日落条款”[J]. 环球法律评论, 2020, 42(3): 71-84.