

双重股权结构的价值探析

李润松

四川省成都市双流区四川大学江安校 四川 成都 610044

【摘要】同股同权原则在经济迅速发展、科技不断创新的时代背景下已经出现了不适应性，一味地坚持同股同权原则势必会导致资本市场难以获得充分发展，要适应不断发展的企业实践和资本市场多样化投资需求。双重股权结构开始受到人们的关注，且在很多域外国家与地区得到认可，当然，该结构可能会导致公众投资者利益的侵害以及公司内部人控制等问题，但是，在我国互联网科技企业迅猛发展的态势下，我国有必要借鉴域外的双重股权结构立法经验，并适度引进双重股权结构的相关制度以破解股权融资与稀释的困境与难题。

【关键词】双重股权；同股同权；超级表决权；股权稀释

【DOI】10.12252/j.issn.2096-6261.2021.11.344

一、双重股权结构的优劣评析

互联网企业等轻资产公司需要引进投资且经过多轮融资才最终有机会在证券交易所上市，而在新一轮接着一轮的融资当中，创始人和管理层团队的股权必然随着新的外部投资者的介入而稀释，作为公司的创始人及其管理层团队如何在保持着对公司的控制权的前提下透过股权的稀释为公司的发展融入资金，双重股权结构为这一命题作出了解答，而双重股权治理结构下实际就是控制权的博弈，就是将投票权的股权掌握在创始人手中，将不具备投票权或者限制投票权的股权出让以取得发展资金。双重股权结构是一把双刃剑，其制度共存了价值与风险，但在利弊权衡下，其风险是可以通过法律的规制进行克服的，因此，引进双重股权结构制度是应当的且应及时在立法上得到认可。接下来，就对双重股权结构制度进行价值评析并提出其本土化路径的建议。

（一）双重股权结构的正向价值

1. 契合股东追逐利益的诉求

传统的公司法理论中的同股同权原则是产生于一个理论假设当中的，即股东利益诉求的同质化，是指股东对于管理性利益与金融性利益都有着极高的利益诉求与期待^①。在公司法律制度初创以及实施的早期阶段，公司内部所有权与控制权高度集合化，且公司规模相对较小，股东人数相对较少，同股同权原则的实行具有实证基础。但是，随着全球经济一体化的加快，跨国公司、巨头企业的出现，现代公司治理结构开始转型，公司的所有权与控制权开始分离，不同的股东对于管理性利益与金融性利益的诉求开始发生分离，创始人股东或大股东追求更高的控制权，中小股东或公众投资者追求更多的金融性利益，在这样的背景下，同股同权原则开始逐渐显露出不适应性。但是在双重股权结构中，股权这种复合性权利或权力资源得到了进一步的优化配置，其建立了不同利益诉求的股东之间进行利益交换的机制，使管理型利益与金融性利益分别流向追求该利益的股东，不仅不违背股东的意愿，反而是其追求的结果。

2. 优化公司治理效率

公司的治理有两个价值命题，即效率与公平。同股同权结构的确有利于贯彻公司治理的民主原则，但是公司经营的目的还是追逐利润，投资者进行投资的目的也是追求利益，如果在获取更多的利益与保障一定的公司民主之间进行抉择，大多数投资者都会选择前者，这是投资者的趋利性所决定

的。并且，许多中小股东的表决权本就不多，难以对公司决策产生实质性影响，其对于投票权以及分红权的抉择就更不言而喻了。而双重股权结构契合了股东对不同利益的诉求，对股权进行了进一步的优化配置，是不违反公司治理的公平价值的。同时，双重股权配置模式，让有决策能力、有管理意愿、关心公司长远发展的股东享有更多的决策权，能够提升公司的治理效能。

3. 增强我国资本市场的吸引力与竞争力

阿里巴巴等互联网巨头纷纷选择赴海外上市给我们带来很多启示，股东利益诉求不断异质化的今天，同股同权原则逐渐显现出其在特殊领域的不足之处，而双重股权结构在互联网行业、科技创新行业、传媒行业等特殊领域的作用已经明显大于同股同权，越来越多的互联网巨头为何纷纷海外上市，这与我国坚守同股同权原则不无关系，若适当地放开限制，引入双重股权结构，势必会增强我国资本市场的吸引力，也会在未来的全球竞争中占据制度高地。

（二）双重股权结构存在的问题

1. 投资者利益保护的缺失

双重股权结构通过设置股权，使得创始人及管理层团队拥有对公司的控制权，而相对应的其他投资者股东的投票权被大幅度稀释，若是在非上市的私人公司中，投资者认可创始人团队设计的游戏规则，基于契约自由和公司自治的原则，此时并不必然涉及投资者的利益保护问题，但是，若是上市公司向公众投资者发行的是具备单一投票权的股票，此时就必然涉及公众投资者的利益。公众投资者一般属于中小股东，其相对于大股东而言本就处于弱势地位，若其投票权还被过分稀释，即使是投资者自愿购买该股票的，其利益也难以保障。

2. 过高的控制权易导致恣意妄为

双重股权结构下，创始人及管理层团队获得了绝对的控制权，这也不可避免的产生了内部人控制公司的问题，创始人在一次次融资过程中仅仅只掌握了少量的股权，公司发展的现金红利与其自身股权的相关度不高^②，并且其控制了人事任免权，极可能利用这样的优势地位实施关联交易，侵吞公司财产，损害其他股东的利益。

3. 信息披露存在隐患

在双重股权结构下，公司的重大决策几乎都是由掌握控制权的创始人及管理层团队进行的，几乎将其他的外部投资

人排除在外，这导致了决策内容公众投资者不知情、市场不知情。双重股权结构的本意是为了保护创始人的控制权以维护公司的稳定发展，但若是创始人的持有股份份额过低低于公司治理的临界点，就意味着创始人自身利益与公司利益的关联度将不再约束其行为，其为了自身的利益不进行某些重大事项的披露或者作出虚假的信息披露，会极大地损害投资人与市场的利益，而只依赖于外部的专业审计，也会极大地提高整个公司的治理成本。

二、双重股权结构如何进行本土化移植

法律移植，“一方面应当承认我国的法制现代化建设是一个本土化运动的过程；另一方面，这个本土化运动应以国际化为基本方针和基本目标。”^⑩法律的移植并非是全盘接受也并非闭门造车，在结合本国实践情况下的前提下，将双重股权结构制度进行本土化改进，以契合中国资本市场的法制环境。

（一）限定双重股权结构的适用范围

从域外的双重股权结构制度的实践来看，多数实行该制度的国家并未对其的适用范围进行严格的限定，但是从其实践中可以得知采用双重股权结构的大多集中于某些特殊领域，主要是互联网、传媒、通讯等，而我国赴海外上市的公司几乎都为互联网、传媒行业的企业。同时，由于我国公司法中所规定的同股同权原则在实践当中已经十分根深蒂固，在初步引入双重股权结构之时不宜将其与已有的法律制度进行强烈的对撞，以减少不可预见的改革风险，因此，需要对双重股权结构的适用对象进行有所侧重的限定。以下几类企业可考虑适用双重股权结构。

其一，是文化。传媒产业领域，这类公司普遍注重公司的文化、价值发展与传承，在这类公司中，创始股东、管理层股东对公司的文化、价值普遍有着高度的认同感，亦有足够的精神动力捍卫公司的特有文化与价值，而小股东尤其是公众股东对此往往并不关心甚至无从知晓。一部电影，一本书籍可能都承载着消费者、市场对该公司的价值情怀。因此，在这类企业中适用双重股权结构有利于保持公司的文化与价值，有利于其持续、连贯发展。

其二，是对人力资源依赖程度较高的公司，传统的同股同权原则实际上是隐含着物质资本民主的假设，即物质资本的提供者才是企业的所有者，且所有权与控制权是息息相关的，但是，随着信息时代的大步跨越，人力资源的价值开始显露出来，在对人力资源依赖程度较高的公司，例如互联网企业、科技创新企业等适用双重股权结构有利于充分激发与发挥人力的资源价值。

（二）限制超级表决权

双重股权结构制度之目的就是保护创始人的对公司的控制权，其表现就是通过股权设置超级表决权，但是若不对超级表决权进行一定的限制，就等于是直接剥夺了中小股东，特别是公众投资者的公司治理参与权，因此，即使为了保护创始人的控制权，也应当在某些方面对其超级表决权作出限制：

其一，投票权的倍数限制，通过股权设置，有投票权

的或者复数投票权股的投票权远远大于无投票权或单数投票权，一般情况下十几倍，极端情形下甚至有上百倍，若不对投票权的倍数进行限制将可能出现创始人团队持少量股份而做出不当的重大决策而其他股东无法反对的情况，因此，应当将投票权的倍数限制在一个合理的范围。

其二，决策事项的限制，对于超级表决权可以在哪些事项上进行适用也需要进行限制，否则，某些并不该适用超级表决权的事项在超级表决权的控制下可能会发生造成公司重大损害的情况，因此，超级表决权应限定在具有较高专业性要求的、事关公司文化价值理念传承的等方面的决策事项。

（三）强化信息披露制度

双重股权结构制度下，某些创始人及管理层团队为了个人利益可能会不披露某些重要信息或者披露虚假的信息，导致其他股东和公众投资者与市场遭受损害，在这样的情况下，应当强化采用双重股权结构的公司的信息披露义务，例如，公司的股权结构、超级表决权的持有人、比例、变更等以及有关双层股权结构重大变化的相关信息，使得中小股东与公众投资者能及时了解公司的情况，有利于维护投资人的利益与市场的稳定。

参考文献

- [1] 罗干洪. 阿里巴巴上市背后的特殊意义[J]. 财经界, 2014, (9)
- [2] [美] 玛丽·奥沙利文: 《公司治理百年——美国 and 德国公司治理演变》，黄一义、谭晓青、冀书鹏译，北京：人民邮电大学出版社2007年版
- [3] 魏勇强. 双重股权结构是公司资本结构的合理选择吗[J]. 特殊经济, 2012 (10)
- [4] [美] 罗伯塔·罗曼诺编著. 罗培新译. 公司法基础（第二版）[M]. 北京大学出版社, 2013
- [5] 商鹏: 双重股权结构的制度价值阐释与本土化路径探讨——以阿里巴巴集团的“合伙人制度”为切入点. 《河北法学》2015年第5期
- [6] 彭真明 曹晓路: 控制权博弈中的双层股权结构探析——以破解股权融资与稀释的困境为视角. 《证券市场导报》. 2016年第7期
- [7] 黄金兰. 法律移植研究[M]. 济南: 山东人民出版社, 2010.
- [8] 李建伟. 公司法（第四版）[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2018.
- [9] 郎咸平. 公司治理[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2004
- [10] 马一. 股权稀释过程中公司控制权保持: 法律途径与边界——以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象[J]. 中外法学, 2014, (3)

作者简介:

李润松, 1997年10月, 男, 汉, 四川省甘孜州, 四川大学法学院, 法律硕士研究生在读, 四川省成都市双流区四川大学江安校。