

京东集团双重股权结构模式研究及借鉴

王琴

兰州财经大学

摘要：我国市场中一些新经济企业使创始人在解决股权融资与保留企业控制权之间产生了矛盾，一些上市公司选择使用双重股权结构来平衡二者间的矛盾。双重股权治理模式作为一项欧美发达国家较为成熟的公司股权架构模式，在我国资本市场并不常见。本文旨在借助我国市场中典型的双重股权架构案例公司京东集团，在分析双重股权制度利弊的基础上，为双重股权结构“中国化”及为我国市场中适合运用双重股权结构的公司提出建议。

关键词：双重股权架构；传统股权架构；实际控制权；公司治理

【DOI】10.12252/j.issn.2096-6288.2022.02.152

一、引言

双重股权架构最早被美国一些公司使用，我国一些企业对其进行了较好的吸收并为所用。双重股权架构的目的是对公司治理中的控制权作出特殊安排。随着科技网络类新经济公司不断出现，全球新经济浪潮不断涌现，新产业、新模式的兴起，对双重股权架构的需求有所增加，若继续用传统的规则来对待有特殊股权安排需求的企业，很难让我国资本市场获得优秀资源，失去市场竞争力，这无疑是中国资本市场的损失。在这种严峻的情况下，我国资本市场的监管应该为市场的未来做出改变和创新。

（一）双重股权结构在我国的发展现状

在2018年以前，我国《公司法》一直规定企业应使用“同股同权”，境内资本市场在科创板设立之前从未尝试过双重股权结构。2018年经过修正后的《公司法》规定：“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定”。修正后的《公司法》突破了“一股一权”的传统治理模式，这意味着我国公司股权架构将会实现一定的创新与变革。

图1 我国双重股权政策发展历程

时间	政策	案例
2018年4月30日	港交所对主板上市规则进行了第119次修订，特别增加了不同投票权的章节。	2018年7月，小米集团在港交所主板上市，成为第一家在港交所成功IPO的以不同投票权控制的有限公司。
2019年1月30日	中国证监会发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，允许科技创新企业发行具有特别表决权的类别股份。	2019年4月1日，优刻得科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市的申请获上海证券交易所正式受理，是国内首家具备特别投票权股份申报上市的企业。

数据来源：根据交易所公布信息整理

我国公司股权结构主要采用同股同权制，但港交所在2018年之前流失大客户（如阿里巴巴、京东等）之

后，迫于形势所逼，做出了重大改革，允许主板上市支持“同股不同权”。2019年，上交所科创板也出台相关政策，允许上市公司采用特殊股权安排。现如今我国市场中也存在一些企业采用“同股不同权”股权架构来治理公司，在公司治理模式上进行了一定变革。但我国市场中，科创板虽然允许特殊股权安排的公司上市，但由于科创板准入条件过高、监管制度严格、加上市场对规则的认知不足等使得很多公司望而却步，所以双重股权治理模式在我国并不常见。

（二）双重股权架构的主要优势

传统“同股同权”模式下，面对资金的融入，企业创始人所持股权肯定会受到影响，控制权集中度降低，也限制了公司的融资规模。企业的控制权在投资人和创始人团队间存在一定的博弈。企业需要外部资金的融入来投入发展，但创始人也不愿放弃企业的实际控制权，企业的长期发展和运营也需要创始人团队的精心经营。为了避免控制权的集中度降低甚至被迫出让，在不受外部融资的影响下，创始人团队通过设置特殊的股权安排，保证了对企业控制权的把握。双层股权结构是企业发展到一定阶段的产物，与创始人治理观念的变化相关，它消除了因资金融入股被稀释时控制权被迫出让的威胁，保证了企业管理者的控制权，企业管理者便可专注于公司长期发展的规划。

二、文献回顾

同股异权结构的雏形最早源于International Silver Company。1898年，该公司将股票划分为有投票权的优先股与无投票权的普通股两类^[1]。特别表决权股份拥有的表决权权重大于普通表决权股份，除此外两种股权模式在其他股东权利上并差别。冯果（2020）^[2]等学者认为，差异化表决权制度在维持股权稀释和控制权平衡、人力资本价值锁定方面具有独特作用，还有防范敌意收购的作用以及弘扬企业家精神的目的性价值。

双重股权制度刚出现时，股权的公平性曾遭质疑，

很多学者认为双重股权结构有失公平性，股民的投票权受到不平等对待。但随着双重股权制度在企业中的应用，其优势日益显现，学界和市场开始重新审视该制度的优势。其实无论哪种股权架构都无法保证绝对公平，以张继德和陈昌晟^[3]为代表的学者们肯定了双重股权制度在公司治理效率与企业价值上发挥的正面效应。他们认为，该制度在拓宽融资渠道、保持控制权稳定、防止恶意并购、助力企业长期发展等方面有积极作用，可以看出，双重股权制度是值得被推广的股权模式。

我国学者主要集中于研究该股权结构对公司、创始人团队和其他股东的作用及影响。但关于该模式适用的企业和建议等仍需补充，基于此，本文以京东双重股权架构制度为案例，分析其制度利弊，并对市场中哪些公司适合使用双重股权结构提出建议。

三、京东集团双重股权架构分析

（一）京东双重股权制度积极效应

京东集团未上市前，刘强东通过巧妙的股权安排持有京东55.9%的股权，对京东具有控制权；2014年京东赴美上市，刘强东在公司治理制度中引入双重股权结构，成功控制了80%以上的特别表决权。

（1）刘强东需要解决股权融资与控制权之间的矛盾。随着京东业务的不断扩展，需要投入经营的资金需求也随之增加，但通过优先股、长期借款和基金等方式能获得的资金有限，股权融资成为唯一的融资选择。但引入股权融资也存在一些刘强东不想要的结果，在传统“一股一权”的治理模式下，股权融资面临着股权被稀释的威胁，对创始人引领下的企业长期发展并不友好。这种情况下，牺牲一部分剩余收益分享权换取投资者放弃对公司的控制权，来解决融资和控制权间的矛盾，便不用再担心公司融资时控制权旁落或被敌意收购的问题，还可融到公司发展所需的大量资金，从而实现投资者和创始人团队的互利共赢。

（2）京东集团需要维持公司控制权的相对稳定。双重股权治理模式能有效防止公司控制权被转移，在一定程度上保证了公司的稳定发展，有助于聚焦于公司的全局战略得到持续执行而不被干扰。此外，在“一股一权”治理模式中，管理层常常在绩效与股价的压力下，放弃一些优质融资，这损害了企业的长远发展。而双重股权治理模式可有效避免这种情况的发生，不再因为股价和绩效达不到委托人的要求而放弃优质投资。相较于使会计报表看上去很优秀，刘强东更注重京东的未来发展，将大量资金投入物流仓储等项目上。事实也证明，京东强大的物流服务是京东发展壮大的支柱之一。综合来看，在京东集团从一家大型综合性电商向产业链

方向延伸的战略布局中，双重股权治理模式能使企业发展稳步向前、提升企业价值。

（3）防止公司被恶意收购。同股同权治理模式下，敌意收购者只要持有该公司足够的股权，便可轻松掌握其控制权，这将对公司造成不可逆的影响。而在双重股权制度下，比如投票权按1:10计算，创始人团队只需持有10%的超级表决权股份，便将公司的绝对控制权牢牢掌握，即使外部投资者购买大量普通股，创始人团队依然拥有绝对控制权，在没有创始人同意的情况下敌意收购根本无法进行，从根本上杜绝了被恶意收购的风险。

（二）制度消极效应

（1）内外部监管机制失效。在双重股权治理模式下，企业在经营不利甚至将面临破产时限制了被市场收购的可能性，因为收购能否实施主要取决于持有超级表决权股票的创始人，只要他们不同意，收购便无法进行。这种情况下，企业的市场外部监督起不到任何作用。由于控制权主要集中在创始人手中，企业的内部监督功能在一定情况下也起不到相应作用，企业创始人几乎决定了董事会和监事会成员的任免权，董事会和监事会成员在权衡利益的情况下，很难发挥他们法定的监督作用。

（2）企业代理成本增加，其他股东权益得不到保障。管理者或者创始人可能利用绝对话语权牺牲他人利益。在京东高层管理人员中，刘强东持有绝对控制权的大量“B股”，但并没有能与之抗衡的“二把手”，很容易引起其他股东权益被侵占的危机，公司代理成本增加。这使普通股东维护权益的难度直线增加。螻蛄行为和独裁问题无法得到缓解。

四、对我国适用双重股权治理模式企业的建议

（一）我国市场中一些公司不上市原因分析

我国市场中一些发展较好的公司并不选择上市，如老干妈、顺丰（未借壳上市前）等公司。在传统股权结构的公司治理过程中，公司如果上市就避免不了资本市场带来的压力。老干妈创始人陶华碧一直坚守自己的“四不”要求，即“不偷税、不贷款、不欠钱、不上市”，并将各路说客挡在门外，她认为：“上市、融资这些东西我一概不懂，我只知道一上市，就可能倾家荡产。”^[4]可见，其不上市的主要原因是担心公司上市后发展受干扰，严重时可能导致自己辛苦创建的公司被迫拱手让人，这可能是老干妈及其他一些家族企业无法接受的残酷现实。

在2017年还未借壳上市的国内快递业巨头顺丰速运公司，这种担忧同样存在，创始人王卫不愿将公司上

市，是因为担心公司上市会受到市场冲击，他说：“环境将不一样了，你要为股民负责，你要保证股票不断上涨，利润将成为企业存在的唯一目的。这样，企业将变得很浮躁。”^[5]同时，公司一旦上市就要披露信息，“企业就要变得透明，这样将不利于我们制定战略性的计划，作为一家正在快速成长的企业，更加需要保护自己的商业秘密。”此外，上市会伴随着产权稀释的风险，“顺丰不想将产权过分稀释，融资的底线是几家加在一起不超过25%，同时得尊重顺丰的发展方向。”但王卫也曾言顺丰缺钱，但其不为公司融资而上市。从事实来看，顺丰还是去融资了，2013年8月，在独资经营了20年后，顺丰引入招商局集团、中信资本、元禾控股三家投资商，三家机构投资者以战略投资者的角色进入，不涉及上市，接受的总投资未超过顺丰25%的股份，不涉及上市。顺丰不上市，是创始人源于对企业自身价值观和发展理念的执着。显然，顺丰和老干妈这类企业不上市，最主要的原因是怕上市后公司控制权有所不保。他们不愿自己辛苦经营的公司和事业落入他人之手。

（二）对使用双重股权架构公司的建议

在我国市场中，持有这种担忧的公司可能不在少数。但现实中，如果企业资金紧张、融资困难，很多企业会通过上市融资，使公司发展得更规范、更好，为资本市场增添了活力，并为我国社会经济发展带来了动力。像老干妈、顺丰（未上市前）这类企业，它们在发展过程中，股权结构、发展前景等也存在一定局限，如果要发展壮大，其自身实力远远不足。他们所担心的是上市后，企业可能因为融资的原因控制权有所不保，对发展理念和方向有所影响。

对于有上市后失去控制权担忧的企业，可以根据自身需求结合双重股权治理模式进行上市融资，引入特殊股权安排来进行公司治理，就不再有控制权旁落的顾虑，公司不仅可以留住人才，引进技术、资本、资源等，而且可以发展壮大，不再局限于自身实力。毕竟，公司要想不断发展壮大，自身资金供给是有限的。所以，可以采用双重股权架构模式上市并治理公司，能使这类企业长期存续且发展良好，企业的文化也能得到长久的传承。

五、结语

通过对案例公司双重股权结构的分析，企业在选择使用双重股权架构时，应注意以下几点：

（1）注重保障其他股东的权益

在双重股权结构下，公司管理层可能会利用此治理

模式侵占其他股东的权益。比如利用管理权限给管理员工开过高的工资；在经营过程中资金的使用不够高效；当公司经营不利或进入衰退期时，创始人团队拒绝外部市场并购等行为，都会损害其他股东的权益。综合以上几点分析，双重股权治理模式可能会损害其他股东对公司决策的知情权和监督权，损害公平性。因此，公司应制定明确的规章制度，明晰股权结构与运作模式，披露相关详细信息，使公司其他股东的权益得到有效保障，使外部监管得到保障。

（2）防范公司代理成本增加

委托人与代理人的利益不一致导致企业代理成本的产生。在双重股权结构模式下，由于创始人团队拥有绝对表决权，他们在关键决策时可能因为其他人的干预起不到制衡的作用，而掌握超级投票权的创始人团队和管理层人员考虑又不够严谨，所做决定不够谨慎，造成其他股东利益受到损害，产生严重的委托代理问题，

（3）选择适合公司的股权治理模式

双层股权结构固然有它的优势，但需要注意的是，在股权架构选择过程中，“同股异权”模式并不是“万能钥匙”，企业应因地制宜，选用最适合自身的股权架构治理模式。因此，对企业而言，比如需要投入大量研发费用的科技创新型企业、不想控制权落入他人之手的家族企业、防止为了追求短期利润而牺牲新闻编辑原则的传媒行业，有需要时再选择双重股权治理模式，才能取得更多的发展良机，才能使公司在创始人管理理念及发展战略一贯执行下更好地发展。

参考文献

- [1] 邵方雨. 双重股权架构的公司治理效应研究[D]. 山东财经大学, 2022.
 - [2] 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[J]. 江汉论坛, 2020(5): 105-112.
 - [3] 梁国萍, 聂洁琳. 京东双重股权结构与阿里合伙人制度的比较研究[J]. 财会通讯, 2021(02): 95-100.
 - [4] 为什么“老干妈”陶华碧恪守“坚决不上市”?[J]. 福建轻纺, 2018(12): 3.
 - [5] 刘佳, 梁雪. 华为、老干妈、顺丰, 它们为何不上市?[J]. 经营与管理, 2015(06): 4-7.
- 作者简介: 王琴, 学历: 硕士在读, 职称: 无, 性别: 女, 出生年月: 1992.02.16, 民族: 汉, 籍贯: 甘肃临洮, 研究方向: 注册会计师, 学校名称: 兰州财经大学, 课题: 无。