

双重股权结构的优劣势分析及对策研究

郭底莲

赣州弘富至诚会计师事务所(普通合伙)

摘要: 偏离股东一股一票原则的双层股权结构的原则, 具有“双刃剑”的性质。如果运用得好, 可以激发创始股东们奋发向上的创业精神, 从而释放出他们为实现自己的理想而创造公司价值、增进全体股东福利的动力。如果被滥用到了极致, 那么就会鼓动创始股东损公肥私、滥权牟利, 从而削弱公司可持续发展能力、侵害公众股东和利益相关者的权益。在我国首次公开发行股票注册制正式启动的背景下, 如何改进现有的双重股权结构, 是当前促进创业精神、落实股东平等、促进上市公司可持续、健康发展的重要问题。文章根据自己在实践中的体会, 对两种持股方式的利弊和需要注意的问题进行了剖析, 并以小米公司作为案例对两种持股方式的利弊进行了讨论。

关键词: 双重股权结构; 优势分析; 问题分析

【DOI】10.12252/j.issn.2096-6288.2023.06.081

引言

当前, 中国新兴高新技术企业呈现出蓬勃发展的态势, 一批优秀的高新技术企业在天使投资的帮助下迅速成长, 但同时也存在着对创业团队的控制权流失、公司决策的短视、公司的长远价值下降等问题。所谓“AB股结构”, 就是将公司的投票权和现金流量权分开, 以实现公司对公司的实际控制。香港交易所在2018年4月30日公布, 第一次可以接纳采用“同股不同权”结构的公司到香港上市, 但是会有一些限制条件。

近几年, 双重类股权结构(Dual-class structure)以一种“进口”的形式被引入中国, 并得到了高新技术公司与创始人的高度重视。优刻得于2020年在上海股票交易所挂牌, 是国内第一家将两层持股制引入公司治理的企业。当股东大会作出决定时, A股以五票的方式投票, B股以一票的方式投票。三家联合实控人在A股市场上以5倍以上的投票权, 拥有对公司董事会决策及公司运营的绝对控制权。之后, 随着首次公开募股的“首次公开募股”, 不少企业开始向“双持”模式过渡。

偏离股东一股一票原则的双层股权结构的原则, 具有“双刃剑”的性质。如果运用得好, 可以激发创始股东们奋发向上的创业精神, 从而释放出他们为实现自己的理想而创造公司价值、增进全体股东福利的动力。如果被滥用到了极致, 那么就会鼓动创始股东损公肥私、滥权牟利, 从而削弱公司可持续发展能力、侵害公众股东和利益相关者的权益。在我国首次公开发行股票注册制正式启动的背景下, 如何改进现有的双重股权结构, 是当前促进创业精神、落实股东平等、促进上市公司可持续、健康发展的重要问题。

《公司法修订草案》第157条在上市时间点上对双重股权结构进行了新老两条的划分: 一是允许上市公司在每股投票权数量上高于或低于普通股; 在上市之前, 除了在上市之前已经上市过的股票, 其他公司都被禁止上市。本条虽然提到了两层股份结构, 但仍然有“草色遥看近却无”的遗憾。为了促进创业, 贯彻股东中心主义的价值观, 维护中小股东的权益, 预防公司治理的失败, 从立法论、监管论和解释论的角度来探讨改革的方法是非常必要的。

一、双重股权的内涵

双重股权, 也称“双重股权结构”(dualclassshare), 这种股份结构与“同股同权”的单股股份相比, 打破了通常所说的“同股同权”的规定。也就是说, 一家公司的股份, 分为两个类别, 每一种类别的股份, 都有不同的表决权。在双重所有权制度下, AB股的区别仅在于投票权和可流通性, 而在股利分配和清盘中所占的比重并无太大区别。

二、双重股权结构的优势

(一) 维护企业创始人团队的控制权

在公司逐步向上市发展的过程中, 若采取了同股同权的股权结构, 则当公司大量引入外部资本时, 由于外部资本的介入, 创始人团队的权益将会被稀释, 从而也就意味着, 创始人团队对公司的控制权将会被削弱。而在一定时期之内, 维持控制权的相对稳定性, 有利于实现公司的长期战略决策, 对公司的长远发展起到了积极的作用, 这对于处于发展期或转型期的企业来说, 显得尤为重要。

(二) 更加利于实现公司长期价值

科创型创业公司在快速发展的同时, 面临着巨大的

不确定性,创业公司的创始团队具备了更加丰富的经验和更加准确的行业判断能力,其在创业公司的成长过程中发挥着至关重要的作用。二元持股结构有利于企业的创立者以较高的表决权对企业的经营进行有效的控制,使其更加关注企业的长期盈利和长期目标的实现。

(三)有效缓解外部恶意收购

双持股制给创业者及其团队在抵御“野蛮人”入侵时设定了一个重要的阈值,因为“野蛮人”入侵不但会打击创业者及其团队的人力资本投资积极性,还很有可能影响到社会的创新推进和效率的提高。结合2015年万科的股份之争,我们可以想象,如果万科采取双持股结构,由王石等人掌控公司的实控权,万科将最大限度地规避掉宝能系等风险资本的恶意并购。

三、双重股权架构的问题

(一)委托代理成本的增大

一旦公司二元持股结构变成了公司内部人获取个人利益的正当途径,其委托-代理成本就会成倍增加。由于二元制公司的创始人(或核心高管)具有绝对的控制权,因此在董事会中往往具有更大的决策权,如果缺乏有效的制约机制,极有可能引发委托问题,从而造成控制权的滥用。

(二)损害小股东利益

双重股权架构让控制权更偏向于管理者,这给公司的滥用提供了可操作的空间。此外,当管理者做出不利于公司的决策,或者已制定的公司战略规划没有被积极执行时,公众或小股东也会变得无能为力,无力进行有效的干预,进而损害他们的利益。

(三)加剧内部人控制

如果公司采取双重股权结构,则可以保证公司创始人团队和高管层的领导地位和对公司的绝对控制权,从而使得公司可以根据设定的战略进行经营。但是,在这种情况下,管理者的权利常常比董事会的权利更大,从而产生或强化了“内部人控制”,所以,我们需要建立一套能够防止或减缓、阻碍防止内部人控制的制度。

四、对策

(一)建立更严苛的信息披露制度

二元持股制之弊端,即企业之有关资讯不透明,将会影响到市场投资人对于企业未来的信心。在我国,持股制以保障全体股东平等为前提,如何保障每一位股东的利益,也是实行双持股时必须关注的问题。

(二)引入集体诉讼制

二元持股制度的另外一大弊端是,由于公司对小股东的表决权进行了严格的约束,小股东的利益很容易被侵犯,很难保护自己的利益。因为单一股东持有的股份是有限的,而且其本身的财力和财力也是有限的,因此,用法律手段来保护其权益的成本是很高的。所以,我们可以参考英美国家的有关规定,在将来的立法中,引进一名或数名股东作为全体股东的代理人,并让全体股东为其分担成本。这一制度的建立,可以有效地减少公司治理结构中因权力滥用而导致的中小股东利益受损。

五、小米集团双重股权架构案例分析

(一)小米实施双重股权结构的概况

按照上市公告,雷军持有A股比例为20.51%,B股比例为10.9%,林斌持有B股比例为11.46%,分别为11.46%。总体而言,雷军是最大股东,在股权比例上,与第二大股东相比,虽无绝对控制权,但其表决权却达到了55.7%。因为雷军也和公司的其他股东签订了选举权合同,所以他在担任受托人的同时,还能获得另外2.2%的选举权,这样,他的选举权就达到了57.9%。所以,他拥有一票否决的权利,可以在实质上真正地掌控小米。林斌也持有最高30%的表决权,而这两位大股东合计持有87.9%的表决权。

(二)小米实施双重股权结构的原因

在企业中,尤其是在科技行业,创始人通常更看重长期利益,更容易做出牺牲短期利益而进行改革。但是,对于职业经理人来说,由于其任期的不确定性,所以为了自己的短期利益,以及取悦中小股东,他们更可能倾向于只关注短期收益,不想为企业承担风险。在采取了这样的股权结构之后,管理者也能够得到自己对公司的有一定的控制权,在进行重大决策的时候,不会受到不必要的约束。这也是为什么,小米会这么做,不让两家公司发生冲突的原因。小米集团之所以会采用这种结构,主要有两个原因。首先,一个企业的创建者或创建者不会希望自己的股份被稀释,因为在企业的发展中,由于外部融资而失去对企业的控制;另外一个原因是,外部的投资人对公司的未来发展潜力有了肯定,他们对公司的发展前景也有了信心,他们只是想要投入一定的资金,从而获得公司的股票和收益,所以他们会放弃一些投票权。事实上,这样的情况在新兴产业的创业企业中非常普遍,一家有潜力的创业企业往往可以在融资的时候,吸引到很多的外部资金。随着外部投资者资金

的持续流入，公司的股权结构也会发生相应的改变。如果创始人或团队股权被相对稀释，那么他们对公司的控制权和决策权的影响也就会相对减弱。因此，总的来说，就是因为原来的管理人员和外来投资人之间的利益均衡，最终导致小米集团采用了两套股份结构的方案。

（三）小米实施双重股权结构的效果

（1）保证初始团队控制权

董事会将根据所持有的股份来选举。同时，董事会、监事会也是为了维护公司的整体利益。小米公司的双持股体制，确保其表决权在50%以上，这意味着雷军在公司日常事务上具有绝对的掌控权，使得公司的表决与决策机构形同虚设。与此同时，公司的内部监督管理机制也会出现效率低下，更有甚者，外部独立董事、监事会制度甚至外部监管都不能对抗 B类股东的控制权。企业对其缺乏有效的监管，使得企业无法有效地防范企业的运营风险。在这种情况下，公司的内控机制将丧失其应有的权威，而 B类股东的权力也将丧失其独立性。它们仅仅依赖于自身的信任责任，依赖于更高的可信度，而缺乏有效的监管，从而妨碍了企业预防商业危机。

小米的这一举动，自然有其优点，那就是不会因为外部资金注入，而导致原有股份被稀释，进而丧失对公司的控制权。在这种情况下，由于B级股拥有绝对的表决权，因此即使是普通股合并，也会被创始人所掌控，这也成了公司抵御恶意收购的一个重要手段。这样，公司的真正掌权者就可以集中精力，计划公司的未来发展，而不用担心受到外界敌意排斥，从而帮助公司的创始人达成目标。

（2）保证小米集团核心竞争力

小米能有今日的成绩，与雷军独具慧眼、高屋建瓴是分不开的。雷军原本在金山混得风生水起，后来选择了第二次创业，进入了网络领域，凭借着自己的才华和战略眼光，成功地说服了投资人，创立了小米。雷军能走到今天这一步，他的团队起到了无可取代的作用，正是由于他的天赋和实力，小米才会变得越来越强大。雷军采用的是双持制，既能控制公司的控制权，又能提升公司的管理水平，既能保护公司，又能保护公司不受外界的影响，又能确保小米的竞争力。

（3）双重股权架构提高小米集团长期价值

两层股份结构，让雷军和他的团队，保持了对公司的绝对控制，而小米公司，则通过这种方式，让员工对

公司忠诚，让他们在公司里，拥有自己的话语权，这样可以激发他们的热情，增强他们的凝聚力，这对公司的稳定发展，也有很大的好处。同时，大众对小米的期望也会更高，对其产品的信任程度也会更高。对于投资者来说，他们认为公司的创始人团队将继续保持创新，未来还有很大的发展空间，因此纷纷买入小米股份。

企业的创始人通常都会对企业的长期发展有所考量，这不仅仅是一种经济上的需要，还包括了个人价值和社会责任等方面的要求。他们对公司有更多的理解，更多的是关注公司的社会影响。由于雷军的原因，大家都都对小米的长远发展持乐观态度。这一双持股结构不但能保证雷军和他的团队拥有绝对控制权，还能提升小米公司的长远价值。

结语

在此基础上，提出了两层持股结构的优点，即：

（1）股东可以更好地保护公司的控制权；（2）企业在技术上的长远发展；（3）为防止野蛮人的入侵设定关键的阈值。但这种结构也有其不足之处，主要体现在：（1）增加了代理费用。（2）损害小股东的利益；（3）强化企业的“内控”。而在解决以上问题时，笔者建议采取以下措施：（1）引进预提诉讼制度；（2）构建更加严谨的上市公司信息公开制度。除此之外，在对双重股权制度的研究上，作者认为，国内的学者主要就是研究这种股权结构对公司、创始人管理团队和小股东、大股东的研究。但是，对于这种制度对一些社会层面，比如环境保护、创新或者是对我国的文化产业发展的研究，到现在为止，还很缺乏。在此之后，对于这方面的研究，可以多从这些层面进行。

参考文献

- [1]肖雪峰.双重股权架构中的“日落条款”研究[D].西南政法大学,2021.
- [2]何天越.双重股权结构的法律构造研究[D].河北大学,2020.
- [3]拓远昕.双重股权结构对公司治理的影响[J].纳税,2019,13(17):227.
- [4]杜君彦.双重股权架构的立法保护研究[D].福建师范大学,2019.
- [5]杨宏芹,汪辰光.双重股权架构下投资者权益保护研究[J].公司法律评论,2018,18(00):93-100.
- [6]巴曙松,巴晴.双重股权架构的香港实践[J].中国金融,2018(11):76-78.