

科创板双重股权结构优化分析

——以小米集团为例

刘柏伟

(甘肃政法大学 经济学院, 兰州 730070)

摘要:在国内,由于高科技公司创始人需要保护个人投票权,而双重股权结构能够满足这一需求。在 2019 年 4 月,上海证券交易所对《上海证券交易所科创板股票上市规则》进行修订,在“内部治理”中“表决权差异安排”部分,对双重股权结构有了相关制度安排。对于高科技行业而言,双重股权结构的出现保护了创始人的投票权,但也引起信息不对称、创始人忘记“初心”等问题。基于此,通过对小米集团在双重股权结构应用过程中现存问题的分析,对双重股权结构优化提出建议,使该结构在企业得到合理运用,使创始人和普通股东有一个平衡的状态。

关键词:双重股权结构;科创板;小米集团

中图分类号:F271 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2022)05-0066-05

国内外对双重股权结构的合理性一直持有争议。欧美国家很早便开始实行双重股权结构。早在 1895 年美国国际银器公司就实行过这一股权结构,但是反对该股权结构的呼声也逐渐高涨。在 1926 年,纽约证券交易所决定不再允许采用双重股权结构的公司股票发行上市^[1]。其主要原因在于双重股权结构违背了现代公司股东治理结构。由于控制权和经营权分离,大幅度提升代理成本,让非控股股东承担了更多的风险,而且双重股权结构偏向于对创始人的激励,该结构有助于成长型企业在股权融资方面避免创始人股权稀释,激励企业家的创新精神。创始人话语权得到保障后,将制定长期筹划,但其权利的约束却大大减小。即便如此,双重股权结构的优势也很突出。很多优秀企业家为防止控制权被稀释或被恶意收购,采用这种二元股权结构,不仅维护了部分创始人的控制权,而且保障了管理团队的高效协作能力。

中国很多高科技企业选择赴美上市的主要原因是美国对于双重股权结构政策的开放^[2]。这也使部分优质企业资源在国内流失。在科技创新大跃升的时代,科创板汇聚着更多“硬科技”企业,大量资金投入可以满足该类企业在发展过程中对创新、科研、人才及技术的需求。若要满足资金缺口,创始人将很可能稀释自身股份,以求公司正常运转,

创始人前期的付出将有可能随之东流。为使企业可以按照创始人及团队的计划运营,双重股权结构的出现有效缓解该问题。

1 案例介绍

1.1 小米集团简介

小米集团成立于 2010 年 3 月 3 日。创立之初,公司始终坚持做“感动人心,价钱厚道”的好产品。目前,它既是以智能硬件和 IOT(物联网)为核心的互联网公司,又是研发各类智能科技产品的创新性科技类公司。在十多年快速发展中,其研发团队不仅提升着产品的技术和质量,还对各种生活智能产品不断创新,逐步建立可满足自身发展的智能家居产业链,将智能手机市场和互联网电视制造业完美地联系在一起,因利乘便让用户愈加解放双手,更便利地享受生活。小米集团一直将用户体验放在首位,提出“和用户交朋友,做用户心中最酷的公司”这一愿景。2017 年,小米便成为全球最大的消费级 IOT 平台。其收入增长速度,在互联网企业中排名第一。小米创造了用互联网模式开发手机操作系统、发烧友参与开发改进的模式。其主要营业收入可以分为 4 个部分:智能手机收入、物联网与生活消费产品、互联网服务及其他产品。这 4 个部分中智能手机收入为首要收入来源。随着国民对国货产品的不断支持,国内消费人群也成为小米的主

收稿日期:2021-12-27

作者简介:刘柏伟(1996—),女,辽宁锦州人,甘肃政法大学经济学院,硕士研究生,研究方向为会计。

要消费市场。在小米集团 2015—2020 年的营业收入中可知小米发展速度之迅猛,从 2015 年营业收入 6 681 126 万元到 2020 年增长为 24 586 563 万元,近 4 倍的增长,可见小米在所有职工的努力下也受到大众认可。

2018 年 7 月 9 日,小米集团成功在港交所上市,成为在港交所首个采用双重股权结构上市的公司,创造了香港史上最大规模的科技股 IPO。从小米集团初创时,雷军和林斌经历六轮融资,到 2014 年,融资顺利填补了资金不足,而两位创始人的持股比例却不断缩水,对公司的控制也岌岌可危,若步“万科”后尘,小米今后的发展将难以预料。因此,雷军选择了让小米在港交所采用双重股权结构上市^[3]。

1.2 小米集团应用双重股权结构的动因

1.2.1 保护创始人的控制权

创始人雷军股权被稀释对小米集团的影响显而易见。小米集团属于互联网公司和创新型科技类公司,短短几年,就让世界看到它日新月异的变化,其功劳不能全部归于创始人,但也与创始人息息相关。在经过六轮融资后,雷军和林斌的股权被稀释到只有 44.73%,当时雷军已失去控制权,但实行该股权结构后,两人的股权合计 85.70%。这不仅让创始人重获管理企业人力配置的权利,而且也使企业未来发展有了稳定目标。创始人能力强就能胜任其他管理者角色。这对企业经营过程中出现的问题得以快速解决提供了保障,尽可能实现人尽其才的理念,减少部分人力成本。最终,企业家以维护企业良好发展为途径,实现自身价值,同时也得到精神的满足。

1.2.2 防止被恶意收购

从小米集团创立开始,就需要大量人力资本对公司的技术研发、产品创新提供充足的保障,所以高端技术型人才是企业生命力的源泉。创始人明确的目标是企业运营的方向,而创新型企业快速发展的特性有可能被“有心人”所利用。如万科之争中的“野蛮人”,最终王石失去了对万科的控制权。很多科创型企业选择实行双重股权结构,用以保护创始人的决策权。即便如此,资本市场的竞争规则依然是弱肉强食,优胜劣汰。但为了防止被恶意收购,科创型企业还是认为在双重股权结构下更适合企业的发展。虽然“一股一票”制度可以让企业股东们严格管控每个决策,但对科创型企业而言,部分不够了解企业运营目标的大股东,很可能将企业

带入不适合企业发展的领域。如果一旦被恶意收购,收购方关注的也仅仅是短期的收益,决策的方向也未必与企业发展原本目标一致,决策有效性会大大降低,这样对企业未来的发展也会产生消极影响。

1.2.3 股东异质化需要

有学者认为,股东异质化是基于股东同质化产生的,其本质都是对股东平等的理论衍生^[4]。无论是同股同权还是同股不同权,都是基于股东不同的需求出现的。小米集团的各个股东需求也是不同的。外部投资者想获得更多收益,他们希望企业可以稳定长期的发展;但是创始团队在企业成立之初就一直伴随着企业发展,他们投入的不仅是财力,更有自身精力,在与企业建立了长期合作的关系后,该类股东所需要的回报不一定只有物质,更有情怀,也是对目标的追求。双重股权结构满足了这些股东不同的需求。

1.2.4 以较低的成本获得控制权

科创型公司对技术人员的依赖性较高,且对其团队协作的能力也有一定要求。因而在上市以后,通过股东融资方式让创始团队的股权不断被稀释甚至是失去控股权,这对于企业而言是不利的,因此,采用双重股权结构正是一种两全其美的办法,即缓解了公司扩张时的资金问题,又保护了创始团队对公司的控制权,同时,还能防止企业被恶意收购。而且通过股权激励方案将创始人与公司的利益进行捆绑,在日常运营中,创始人也会选择最有利于公司发展的途径进行管理。

双重股权结构是近几年在中国实行的,而且仅在科创板实行,那么说明该股权结构对科创型企业是有利的,但也不能否认该股权结构产生的弊端。而科创型企业又有着高预期回报和前景不确定等特点,所以对投资者而言,更看重的是创始人及其团队的能力。小米集团选择该股权结构除了可以免受外部股东稀释股权和资金不足的压力,还可以更好搞研发、保创新,使企业发展能够走向更好的预期。一定程度上,该股权设计对大股东而言更有利,小米选择了这种股权结构来保护创始人和其团队的股权也是合理的。在同股同权的股权结构下,雷军持股比例只有 31.41%,林斌只有 13.32%。但是在实行双重股权结构之后,雷军的投票权比例为 54.74%,林斌为 30%,也真正掌握了公司的投票权。对创始人而言,不仅保住了对公司的管理权,而且还大大降低了其本应该付出的持股成本。两

人合计投票权增至 84.74%，即使外部投资者对流通市场中的普通股进行收购，也不会威胁到创始人的控制权，让企业有一个更稳定的内部治理结构。

2 双重股权结构在小米集团应用中存在的问题

2.1 可能出现决策失误

雷军的领导力是公认的，在 2013 年，被中央电视台评选为“中国经济年度人物”。2015 年又作为唯一一名中国企业家入选《时代》杂志“年度全球最具影响力 100 人”。小米近年来一直发展稳定，将中国制造带向世界，不仅注重质量而且注重价格，是国货中的良心企业。在创业期和成长期，企业家对企业的领导很重要，此时企业家的价值也是最大的，但是企业经过不断成长，到成熟期，企业各方面发展逐渐趋于成熟，比如企业文化、企业目标及研发技术。如果企业的发展速度逐渐放缓，企业家价值也将大不如初。双重股权结构对企业的价值主要来源于企业家禀赋。随着资本市场不断地变化，企业对未来的发展计划也要顺应时势不断更新。若企业家的个人能力无法满足企业发展的需要，那么其价值也会不断减少。而且随着双重股权结构的实施，企业将有可能出现“一言堂”的情况，企业家的能力不足以准确分析市场未来形式，如果没有与之相抗衡的股东对其监督，那么企业可能会面临错误的决策。

2.2 代理成本增加

由于双重股权结构同股不同权的特殊性，除了表决权与普通股东有所差别，剩余的权利皆与普通股东一样。这样就更易出现隐患。由于双重股权结构侧重于保护创始人的投票权，而创始人所拥有的收益权却和普通股东一样，如果不能满足创始人的物质需求，那么创始人就有可能做出短期对自己有利的决策，甚至有可能出现“一人犯错，全体买单”的风险。一旦大股东开始谋取私利，其后果对于中小股东而言是严重的。虽然创始人以较低的成本获得了投票权，但是他的责任并没有因为投票权增多，所以一旦谋得私利，自己实际承担的责任远远比不上应承担的部分，造成企业的损失最终还是由企业全体股东承担。由此可见，相比同股同权的股权架构而言，如果股权过于集中，出现“一股独大”的问题，就应该预先提供有效保护普通股股东利益的措施。

从小米集团招股说明书中可以看到，小米集团采取了三方面的措施，分别是：对特别约定的重大

事项限制 A 类股的投票权、限制 A 类股份的发行和严格限定 A 类股票持有人的资格。从这三点限制条件可以理解，小米集团选择实行双重股权结构已经考虑到中小股东对实行该股权结构的忧虑，也是出于对中小股东利益的保护，从投票权、A 股的发行和 A 股持有人资格对大股东进行约束，尽可能不损害中小股东的利益。目前，小米集团也并没有出现由于实行双重股权结构而造成代理成本严重增加的问题。但是，通过数据查询，小米集团保持“轻绩效”模式，提出“硬件业务的综合净利率不会超过 5%”的承诺，如果长期处于这样的状态，公司的经营状况是否对创始人造成压力或动力不足，而产生代理成本增加的结果也将是有可能的。

2.3 关联交易风险增加

关联交易是把双刃剑，它既可以帮助企业间解决资金困难的问题，还能加强企业间合作往来，企业之间强强联手可以形成规模经济，缩减相关成本。但是关联交易也会带来一些财务舞弊问题，比如虚构业务、财务造假等行为。从小米集团来看，集团在创建适合自己产品的智能家居产业链，而雷军本人也一直投资于相关企业，在 2018 年年初，小米集团参与投资或控股的有 90 多家智能硬件生产企业。这些生产企业一直为打造小米生态链而存在。其中，大部分生态链企业的投资方都是由雷军控股的公司，在小米生态链上，最初是想要打造完整的生态链闭环，从而每个生态链企业都可以共同发展，可是随着发展，大部分生态链企业的业务主要来自小米，没有自主经营的能力，所以在行业内竞争实力明显不够，这也让生态链的发展比较困难。小米的市场占有率情况还不错。但雷军拥有实际控制权的部分小米生态链企业，在上市审批时，申请了豁免遵守相关上市规则，而没有在相关信息中进行披露。由于信息披露不充分，小米集团和关联企业就容易出现关联交易风险。

3 对小米集团双重股权结构问题的优化

3.1 创始人提升自身能力

企业决定实行双重股权结构，就应避免出现“一言堂”的情况。为防止创始人偏离“初心”，应对创始人无以言表的想法进行监督。从小米集团招股说明书中就可以看到，小米已经为这一问题提供了相关措施，但是这些限制条件都是创始人不可触犯底线，其自身的思想应由创始人自省、自持。小米集团的成绩是每一位职员的付出，在经济上，除了创始人最初的资本积累，还有上市后投资者的

支持,这是企业长久运营的关键。在人力上,创始人的远见逐步形成公司文化、企业价值、长期战略,这些对于外部投资者而言可能并不重要,但在资本市场的竞争中,其发挥的作用是重大的。创始人对自己的要求应该更高,道德方面他人无法直接监管,所以创始人要对自己负责,严守道德底线。资本市场发展瞬息万变,创始人也应提高自己对市场发展的敏锐性,虽然“术业有专攻”,但若企业发展方向已偏离市场,要立即调整“专攻”目标。对创始人而言,提升能力是非常重要的,“在其位,谋其事”对企业的领头人而言更为重要。因此,创始人要从多方面提升自己,远见卓识才能带着企业走向可持续发展的方向。

3.2 “日出条款”及“日落条款”的引入

由于双重股权结构自身固有的风险,在外部制约机制尚需完善的国家,双重股权不但难以发挥其制度优势,反而会产生抑制创新等经济后果^[5]。选择适应国情的方法,才能将双重股权结构的“副作用”降至最低。可借鉴的有“日出条款”和“日落条款”。这两种条款的出现都是为制约创始人且能及时保护中小股东的利益或是企业在不适用双重股权结构的情况下逐渐退出该股权结构的机制。

“日出条款”指的是少数股东有选举董事会少数成员的权利。该条款是企业创始人的经营需求与投资者自我保护的折中^[6]。在这一条款中,虽然董事会的少数成员由少数股东选举,但是并不会影响大股东的控制权,所以董事会也能保持其稳定性;在一定程度上,这些被少数股东选举出的董事会成员,会倾向于为少数股东考虑,这将减少创始人出现“一言堂”的情况。但仅凭“日出条款”对大股东进行监督制约,实际效果并不理想。由此可以引入集体诉讼制度。双重股权结构在资本市场运用中,对创始人而言是“重激励”但“轻约束”的,在该股权架构中,中小股东的投票权受限且资金也有限,若败诉,诉讼费用也是各自承担相应的部分。所以如果将“日出条款”和集体诉讼制度配合在企业中应用,对大股东的约束就会更全面。

“日落条款”是指企业在达到某些条件之后,其双重股权结构的特殊表决权或者特殊股东将自动退出该股权架构。其表现形式多样,既有时间型的“日落条款”,还有股权稀释型、死亡型(不称职型)、股权转让型、业绩表现型“日落条款”^[7]。目前国内相关规定中已经包含了其中一些条款,主要是股权稀释型、死亡型(不称职型)、股权转让型这3种。死

亡型“日落条款”(death and incapacity sunsets)是指当特殊股东死亡或者能力与职位不符时的退出机制。若特殊股东死亡或者持股比例没有达到相关要求,那么将不能继续享受该特权。对于股权转让型“日落条款”(transfer sunsets),有相关规定表示“特殊表决权股份不得在二级市场交易”,其原因也可想而知,享有特殊股权的大多数股东为企业创始人或团队,若他们随意将自己的股权转让,那么企业未来的发展将失去保障,对中小投资者的伤害也是巨大的。通过对这些“日落条款”的了解,有学者认为引入时间型的“日落条款”,可在一定时期后将双重股权结构自动转为同股同权制,有实证表明双重股权结构为企业带来的价值是逐渐递减的。但是这样的想法对企业创始人而言将降低其积极性。这样看来,业绩表现型“日落条款”更符合企业的发展。在企业实现一定业绩后,将特殊股权逐渐转变为一股一权,创始人就可以实现自己的目标,在企业发展阶段保护了创始人的决策权,又避免企业未来影响中小股东利益。

3.3 政府应健全相关政策法规

政府对于双重股权结构的监管机制应该出具更符合企业发展的制度。建立和完善相关立法保护机制,立法与政策相结合,规范市场秩序,从而保护投资者的权益。对于采用双重股权结构的公司,有针对性地要求强化信息披露质量。现如今,中国已经开始在特定行业、在特定板块和特定企业中进行试点,很快也将出台有效的措施对双重股权结构进行监管。在实践中,设计完善相关上市规则。设定类似于“日落条款”或者是适合企业自身的限制性条款,避免大股东“一股独大”。在公司治理过程中,充分保障每一位股东和利益相关者合理获取公司正确、充分、可靠的信息。

4 结论

双重股权结构让科创型企业有了可以保持自身发展的特殊股权结构,既维护创始人控制权,也保障公司正常运营。该股权结构激发创始人的工作热情,有效防止被恶意收购,同时满足不同投资者需求,但也存在高昂代理成本与监管机制有待提高的弊端。要实现特殊股东和普通股东的平衡,需要“内外兼顾”,“内顾”创始人自身行为和企业正常运营与合理的战略布局,“外顾”市场发展方向与制度变化情况。将有效的内部监管机制、合理的退出机制与外部监督及完善的法律法规相连接形成闭环管理,让企业有效降低代理成本,减少双重股权

结构的“副作用”。

参考文献

[1] 徐跃. “毒药”亦或“良药”: 资本市场双重股权结构之是与非[J]. 财会通讯, 2021(16): 3-6, 19.

[2] 邱琪. 我国创新型企业双重股权结构下的公司治理效果研究[D]. 昆明: 云南财经大学, 2020.

[3] 钱润红, 雷莹. 小米集团实施双重股权结构的分析[J]. 商业经济, 2020(12): 169-171.

[4] 王博琨. 双重股权结构的本质反思与规制路径重构[J]. 南方金融, 2021(8): 78-88.

[5] 姚逸鹏, 房慧敏. 双重股权优劣势分析: 基于初始股东激励约束视角[J]. 商业经济, 2021(4): 181-183.

[6] 张群辉. 科创板双重股权结构制度研究: 基于投资者保护的视角[J]. 上海金融, 2019(9): 21.

[7] WINDEN A W. Sunrise, sunset: An empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures[J]. COL-UM. BUS. L. REV, 2018: 863.

Analysis on the Optimization of Dual-ownership Structure of Science and
Technology Innovation Board:
Taking Xiaomi group as an example

LIU Bowei

(School of Economics, Gansu University of Political Science and Law, Lanzhou 730070, China)

Abstract: Dual-class ownership suits the need for high-tech founders to protect individual voting rights. In April 2019, the Shanghai Stock Exchange revised the “Shanghai Stock Exchange Science and Innovation Board listing rules”, in the “Internal governance” part of the “Voting rights difference arrangements”, the dual-ownership structure has a relevant institutional arrangements. For the high-tech industry, the emergence of a dual-class ownership structure protects the voting rights of founders, but also causes problems such as Information asymmetry, where founders forget their “Original” intentions. Based on this, through the analysis of the existing problems in the application of the dual share structure in the Xiaomi group, some suggestions on the optimization of the dual share structure are put forward, so that the dual share structure can be reasonably used in the enterprise, keep the founders and common shareholders in balance.

Keywords: dual share structure; kechuang board; Xiaomi group