

同股不同权结构上市的动因及后果分析 ——以小米集团为例

喻 喜

(广东科技学院, 广东 东莞, 523083)

一、同股不同权的相关概述

(一) 同股不同权的概念

同股不同权又称“双重股权结构”或“AB 股权结构”，指资本结构中包含两类或多类不同投票权的普通股架构。采用这类资本架构的公司股份会被分为投票权不同的两种股，通常命名为 A 类股和 B 类股。A 类股一般为公司外部的股东所持有，是低投票权的股票，此类股东看好公司发展前景，愿意牺牲一定表决权作为入股筹码；B 类股一般由创始人及其管理团队所持有，具有高投票权。在这种股权结构下，处于成长期的企业既能够实现自身的融资愿望，又能在获得资金的同时保护手中股权不被稀释，保护创始人及其管理团队在企业中的话语权，进而保证企业未来稳定持续的发展。

(二) 同股不同权的好处

一是有利于新经济企业创始人发挥其天才思维。创新型公司要取得成功不仅需要资本、资产或政策，创始人独特的思维和眼光也极其重要。在“一股一票”的架构下，企业融资很大程度上会稀释创始人及管理层股东的股权比例，进而造成创始团队、控制人对公司的发展把控有心无力，其天才思维难以施展。而“双重股权结构”中对投票权的差异安排，可有效平衡资金与控制权之间的问题，让公司的控制权被公司创始团队或管理团队以少数股份掌握，进而稳定管理团队，为他们营造安稳的外部环境，使公司能根据他们的长远规划经营运作，无须分心于控制权变动导致的经营短视等问题。二是可以有效防范恶意收购。采用“双重股权结构”架构后，创始团队、管理团队可以确保手中的控制权在做出重大决策时不会被掣肘，并且可根据公司长远规划的需要做出相应的安排与决策。此次小米上市采用“双重股权结构”，也是出于同样的考虑。小米公司的八位联合创始人中，雷军之所以在小米的重大决策上拥有绝对的话语权，正是因为他一个人就掌握着过半的投票权。因此，对于投资者而言，“双重股权结构”在理论上并不影响收益，同时对企业的稳定长远发展有显著的益处。

二、小米集团同股不同权上市的动因

2018年7月9日小米公司通过港交所，申请成

为首个在香港以同股不同权股权结构上市的公司。小米公司作为全球领头的 IPO 之一，上市后市值可能会赶超百度，改变现有的 BAT 格局。

(一) 从企业内部分析

首先，小米集团选择同股不同权上市能够满足企业不断增长的需求。小米在 2018 年开始拓展自己的线下渠道，新设门店、扩展门店，这些都是需要大额资金投入的。虽然 2016 年开始实现盈利的目标，但就小米接下来的企业目标和研发投入来说，这些利润基本上是杯水车薪。成长中的小米集团需要投入大量的资金和人力资源才能不断提升公司的业绩。有对公司业绩的调查显示，公司的股权结构和业绩有着直接影响关系。其次，小米集团选择同股不同权上市可以保证创始人雷军对公司的控制权。B 类股股东掌握大部分表决权，且此类股票在市面不流通，外部收购只能购买市场上表决权较低的 A 类股票，股权的变动无法对控制人地位造成威胁，创始人依旧拥有控制权。雷军虽然只有 29% 的股权，但他拥有小米集团 40% 以上的控制权，因此能实际控制公司的管理层。雷军在制定小米发展战略目标时，其对公司的控制权不会受到该公司持股率高的投资者的牵制，能够有效规避投资者短期投资行为所带来的影响。最后，小米集团采用同股不同权上市后可以实行股权激励机制，一是能吸引大众眼球，二是能保持较高的热度，且员工也能够参与到企业的经营过程中来，从而获取更高的估值，增加企业的价值。

(二) 从企业外部分析

从企业外部分析，小米是港股实行新上市制度后，首次采用同股不同权架构申请 IPO 的企业。而当时小米放弃国内 A 股选择向港交所递交上市申请的原因，正是因为港交所在 2018 年 4 月底宣布了新的上市制度，从 4 月 30 日起，港交所允许实行同股不同权结构的公司、尚未盈利的生物科技公司和在海外上市的创新产业公司在香港上市。这一新上市制度的宣布给小米集团带来了重要机会，香港资本市场规范成熟、法律制度健全、投资者的热情高，这有助于解决小米集团的融资难问题。同时，香港没有外汇管制条例，没有对股息及任何售股利润的征税，反而有着明确的估值基准、披露要

求, 这些都能够最大程度研究覆盖与跟踪。小米集团采用同股不同权上市与当地的经济相适应, 也大大提高了股权再融资的可能性, 有利于公司的发展。

三、同股不同权存在的问题

(一) 容易对投资者利益形成威胁

在现在的科技行业里, 创始团队、管理团队常常更重视长远利益, 容易进行大刀阔斧的改革, 甚至不惜牺牲短期利益, 导致股东利益受损。同时, 因为企业的实际控制人拥有绝对控制权, 若控制人的道德情操、自制能力都禁不起考验, 则上市公司可能成为“家天下”一手遮天, 对普通投资者利益形成威胁。当控股股东在公司的经济利益减少时, 他们便可能利用管控权来为自己谋利, 进而牺牲其他股东的利益。另外, 在“双重股权结构”下, 股份制度对管理人员原有的内部监管机制很大程度上会失效, 当管理团队做出损害公众投资者利益行为时, 很难通过内部机制来遏制。

(二) 对控股人失去相对应的制约力

实施“双重股权结构”的公司, B类股股东掌握大部分表决权, 且B类股票不能在市面流通, 而A类股票虽然可以在市面上流通, 但它的表决权明显低于B类股票, 所以A类股票对控股人不会造成威胁, 也无法影响企业的决策。当控股人失去了与其相对的制约力, 同时掌握着绝对控制权, 那么监事会、独立董事等的制约作用可能会丧失, 从而使团队的行为失去约束, 进而降低决策的谨慎度、敏感度。小米集团实施的“双重股权结构”下, A类股股东虽然有投票权, 但是他们无法对抗B类控股股东, 因为B类股股东掌握着绝大多数的决策权, 同时承担着比A类股股东较低的风险, 由此可能导致决策谨慎度、敏感度下降。

(三) 导致市场定价机制的扭曲

同股不同权中的B类股拥有较大的投票权, 它的价值远远高于普通股。而同股不同权的股价往往低于同股同权的股价, 所以会导致市场定价机制的扭曲。投资者在进行投资时, 需要把股权结构考虑进去, 以免遭受投资损失。

四、对策

(一) 完善内部权力制衡机制

首先, 在发行方面, 只有通过首次公开募股筹集资金的公司才能使用双重股权结构; 其次, 可以限制非控制方之间B类股票的转让, 并规定B类股票一经转让立即变为A类股份, 失去数倍的表决权, 减少控制人的控制, 实现控制人的内部平衡; 再次, 在投票权方面, 可以规定B类股票相比A类

股票的最大投票权将有多项限制, 比如最多为10倍; 最后, 可以规定公司实际控制人最低持有公司股份的比例, 比如5%, 也就是说, 低于公司所有股本的5%就不能成为公司的实际控制人, 这样可以有效缓解实际控制人拥有较低股份却有高收益的矛盾。

(二) 建立保护中小股东权益的制度

小米集团可以赋予A类股东优于B类股东的一些权利, 以此保护A类股东的权益不受侵害。比如, 赋予A类股东优先清算权。因为普通股股东并不控制公司, 所以往往很难获得公司的相关信息, 尤其是关于公司清算的信息。但是, 如果A类股东拥有优先清算权, 便可以更好地保护普通股股东的利益。同时, 也可以完善派生诉讼制度, 特别是针对A类股东的诉讼保护制度。在派生诉讼中, 大股东即使败诉也不会削弱他们的控制权, 而A类股东即使胜诉也不会有太大的获利。相反, 如果A类股东败诉还会招致高昂的法律成本, 利大于弊。对此, 制定了诉讼保护制度后, 如果管理人利用其手中的控制权损害A类股东的部分利益, 则其他股东可以提起集体诉讼, 以获得相应的赔偿。如此, 实施双重股权结构就有了基本保障。

(三) 加强公司外部监督

首先, 外部措施的建立是对公司进行良好治理和对投资者利益进行保护的不可缺少的一环。其次, 必须加强监督机构对控股人操作公司运行的监督。对于违法行为的监督, 需要外部司法机关和监管部门来一同进行, 如此, 在出现问题时便可以及时为公众投资者提供救济。同时, 也可以对上市规则提出一些针对性的要求。例如, 上市后个人持股比例不应增加, 加权表决权结构应为股权结构, 加权表决权股份的表决权不应超过普通股表决权的10倍。股东必须拥有10%的同等股份投票权, 修改公司章程等重大事项必须以“一股一票”的方式进行表决。最后, 加强信息披露。企业必须至少每年披露一次其股份分配情况, 包括大股东持有的数量、比例和表决权, 创始人和管理团队持有的股份, 以及表决权的变更等。为此, 有必要加强创始人及其管理团队成员的个人信息披露, 以便投资者更全面地了解相关情况增加投资者的信心 and 安全感。

小米公司是港交所上市制度改革后第一家采用同股不同权股权结构申请上市的公司。小米上市时的同股不同权股权架构也吸引了不少人的注意, 不过, 不管企业是采取“同股不同权”还是“同股同权”, 都要根据企业本身的特点和实际情况而定。

【作者简介】喻喜(1985.11—), 女, 广东省人, 硕士研究生, 讲师, 中级会计师, 研究方向为云财务、财务管理。