

新经济需包容双重股权结构

在当前我国经济全面进入“新常态”、供给侧结构性改革有序推进、新旧动能转换不断加速的背景下，大众创业、万众创新蓬勃兴起，以新产业、新业态和新商业模式为代表的新经济快速成长，为中国经济增长注入源源不断的新动力。以高科技、互联网为代表的这些新技术企业，因在研发和拓展阶段需要大量资金支持，导致创始人的持股比例在上市前数轮融资后大幅度稀释，因此上市后企业的控制权问题凸显。双重股权结构制度能够兼顾公司股权融资需要与控制权稳定的平衡，有助于公司构建灵活的人力资本激励机制，让股东选择符合公司最佳利益的资本结构模式，避免股东异质化背景下外部资本的不良干扰，并有效抵御敌意收购，便于公司创始人兼管理层实施长期经营战略，因此倍受高科技等新经济企业的青睐。

以美国为代表的境外成熟资本市场，得益于其更完备、开放的制度供给，不仅在早期便适应家族企业、传媒企业(如新闻集团和纽约时报等)需求而允许其采用不同投票权股的多重股权结构，更契合高科技等新经济企业上市诉求而接受了“阿里合伙人”等制度创新，从而吸引大批优质上市资源，培育了众多诸如谷歌、Facebook等大市值的互联网科技企业。近期，港交所也已就拓宽香港上市制度拟定方向，正式决定允许不同投票权架构的新兴及创新产业发行人在其主板上市，新加坡交易所也拟接纳双重股权结构的公司上市，纷纷剑指以“独角兽”为代表的新经济企业，双重股权结构逐渐在全球范围内获得了越来越多的认可。

反观境内法律制度供给，当前公司法关于“同种类的每一股份应当具有同等权利”的规定，实际上允许国务院创设普通股以外的其他种类股份，但囿于股份公司股东表决“一股一权”的规定，双重股权结构关于不同表决权股的设计难以实现。也正是由于制度包容性不够、市场发育不健全，对大批涌现的创新型企业缺乏有效支持手段，造成百度、阿里、腾讯等优质上市资源流失，已上市公司也

面临着诸多新型、多样且本土化的公司控制权争夺难题。资本市场的国际竞争压力加大，沪、深交易所培育和扶持新兴行业上市公司的路径变窄，A股服务于新经济的能力急待提升。因此，积极而稳妥地完善双重股权结构的制度供给，回应新经济企业现实需求，有助于建设融资功能完备、基础制度扎实的多层次市场体系，进而优化金融资源配置，不断提高国际竞争力与吸引力，使境内投资者能够真正分享新兴产业高速成长的红利。

不可否认的是，双重股权结构在发挥积极作用的同时，也进一步加深了股权权能的分离，使治理权重与投资多寡失衡，进而可能产生弱化公司内部权制衡的治理机制，固化经营层致代理问题加剧，以及外部控制权市场失灵等负面影响。为此，境外成熟资本市场通常采取诸如限制复数表决权股流通、禁止资本重置、设置“日落条款”以及限制持股主体、加权幅度、发行规模等规范措施，以防范双重股权结构下控制权滥用风险、保护普通投资者利益。同时，市场机制也能对双重股权结构发挥替代性约束作用，公司通过设置双重股权掌握控制权的冲动往往会受到经济理性的约束。公众投资者可以自由选择是否接受这样的事先安排，或者在不认同时直接“用脚投票”。市场定价的有效性也会使设置双重股权结构的公司股票在交易过程中被充分定价，反映出投资者对该股票及背后治理条款价值的看法。

积极完善双重股权结构，不仅要通过《公司法》的适时修改，变单一的“一股一权”普通股为多样的“同股同权”类别股，为不同表决权股的设置预留空间，还要通过具体制度设计防范风险，审慎运用。我们可考虑在多层次资本市场相关板块先行先试，厚植科技型、成长型企业发展沃土。一方面，通过优化首发条件，全面提升A股市场覆盖面、包容性和承载力，加快完善支持科技创新的资本形成机制；另一方面，通过强化信息披露监管、加强投资者适当性管理及限制性措施的引入，来保护普通投资者的利益，促进多层次资本市场健康发展。(文/杨梦)