

电商巨头双重股权结构治理效应研究

——以京东集团为例

包岚岚

南京信息工程大学商学院, 江苏 南京

收稿日期: 2024年1月8日; 录用日期: 2024年1月18日; 发布日期: 2024年2月29日

摘 要

股权结构组成是公司成立之初首先考虑的重中之重, 在公司运营发展中也起着指导性的作用。我国目前允许的同股同权结构, 在企业进行融资时不可避免的会导致股权稀释问题, 进而产生创始人失去绝对表决权的场面。而双重股权结构可以在多轮融资的情况下, 创始人依然掌握绝对的表决权, 从而达到控制公司董事会和日常运营决策的目的。但同时也扭曲了控股股东的利润创造动机并且增加了代理成本和融资成本, 应该加强对小股东的利益保护, 对大股东进行有效规范, 对关联交易进行重点披露与监管。本文采用案例研究法, 以国内京东集团所采用的双重股权结构进行案例分析, 探究该股权结构对公司效益的影响, 为今后其他企业推行双重股权结构提供借鉴经验。

关键词

双重股权结构, 京东集团, 公司治理效益

Study on the Governance Effect of Dual-Class Shareholding Structure of E-Commerce Giants

—Taking Jingdong Group as an Example

Lanlan Bao

School of Business, Nanjing University of Information Science and Technology, Nanjing Jiangsu

Received: Jan. 8th, 2024; accepted: Jan. 18th, 2024; published: Feb. 29th, 2024

Abstract

The composition of equity structure is the most important thing to consider at the beginning of a

company's establishment, and it also plays a guiding role in the company's operation and development. At present, the structure of equal shares and equal rights allowed in China will inevitably lead to the problem of equity dilution when enterprises carry out financing, and then produce the scene of founders losing absolute voting rights. In the case of multiple rounds of financing, the founders still have absolute voting rights, so as to achieve the purpose of controlling the company's board of directors and daily operational decisions. However, it also distorts the profit creation motive of controlling shareholders and increases agency costs and financing costs. It is necessary to strengthen the protection of minority shareholders' interests, effectively regulate major shareholders, and focus on disclosure and supervision of related party transactions. This paper adopts the case study method and analyzes the dual-class share structure adopted by Jingdong Group in China to explore the impact of the shareholding structure on the company's efficiency, so as to provide reference experience for other enterprises to implement dual-class share structure in the future.

Keywords

Dual-Class Share Structure, Jingdong Group, Corporate Governance Benefit

Copyright © 2024 by author(s); and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0):.

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2019年3月1日, 科创板正式落地, 双重股权架构作为制度上的重大突破再次受到市场关注, 证监会出台文件对双重股权架构公司的管理规定越发明晰。对于双重股权结构的发展, 还存在很多质疑。本文选取在我国资本市场龙头企业京东集团作为研究对象, 探究双重股权结构下公司治理的效果。

在企业发展的过程中, 需要筹集资金, 稀释创始人的控制权, 这就意味着股东与经营者之间存在着博弈。本文利益公司治理的特殊性, 将其与双重股权结构联系起来, 通过研究双重股权结构对京东集团公司治理的影响, 拓宽股权结构和控制权的研究范围, 并提出完善双重股权结构的合理建议, 为我国推行双重股权结构制度提供了经验。

2. 文献综述

2.1. 国外研究

2.1.1. 双重股权结构的合理性

双重股权结构在国内运用是否合理, 还要借鉴以下研究结论来说明。Arugaslan [1]认为双重股权结构与单一股权相比, 其公司的资本流动性更快, 会加大对股票投资者的吸引力。Howell 和 JasonW [2]认为双重股权结构在美国主要被作为一种反收购手段。Gomper [3]认为, 双重股权结构的运用是否能成功, 应该与其创始人的影响力密不可分, 因为创始人拥有公司的绝对控制权, 想要企业长远发展就应更重视公司的长远战略目标。Jarrell [4]在其研究中指出, 双重股权结构能够较好解决股权融资必稀释创始人的控制权这一问题。

2.1.2. 双重股权结构的影响因素

双重股权结构的影响因素大多被认为与创始人的特点、企业属性、外部投资者特点和外部环境等有

关。Ben [5]认为,双重股权结构在企业内的实施效果与制度环境的完善程度、外部市场的活跃程度以及社会意识的发展程度有关,在社会发展程度越高的地方,企业选择双重股权结构的可能性越大。Howell [2]认为,双重股权结构除了受企业内部影响,对于企业外部的情况也必须考虑到。

2.1.3. 双重股权结构对公司治理的影响研究

Tinaikar [6]发现,双重股权结构主要是通过保证创始人有超级投票权从而将公司控制权紧握在内部人员手中。Chemmanur 和 Jiao [7]认为,双重股权结构使创始人和重要管理者有相当的职位安全感,这会激发他们的创造灵感和热情,有利于企业经营绩效和市场份额的不断提升。Baulkaran V [8]采用事件研究法认为,从长期来看,美国使用双重股权结构的公司会提高投资者的回报和企业价值,并改善企业的经营绩效。

2.2. 国内研究

2.2.1. 双重股权结构的合理性

郑志刚[9]认为公司的控制权模式从“单一股权”向双重转变,体现公司治理模式正从传统的“以股东为中心”向“以企业家为中心”转变的趋势。金帆和张雪[10]利用 Kuhn 范式理论讨论了资源禀赋的重要性,发现当前公司治理正从“财务资本”向“智力资本”转变。

2.2.2. 双重股权结构的影响因素

王整然[11]通过研究表明,双重股权对增加互联网企业的创新投入有积极作用。廖治宇和朱柯檐[12]以百度公司为例,认为使用双重股权结构的企业大多需要积聚大量融资且以人力技术等难以替代因素为核心要素,采用双重股权来分离公司的控制权和收益权会使股东和管理层双方都得到满足。

2.2.3. 双重股权结构对公司治理的影响研究

邹小芳[13]认为,双重股权在保证创始人团队绝对控制权的同时,还能防止企业被收购。李海英[14]发现,单一股权很可能是企业上市与创始人团队股权被稀释的分界线,双重股权结构会有效避免这个问题的发生。

3. 理论分析

3.1. 双重股权结构相关概念

双层股权结构,又称双层股权结构和双层股权制度,是一种将投票权与现金流权进行非对称安排的特殊股权制度,目的是确保创始人在持股比例较低的情况下依然能掌握公司控制权。在双层股权结构中,股票通常分为高投票权的 B 股和低投票权的 A 股,分别由不同类型的人所持有。B 股通常为创始人团队持有,无法在二级市场流通,因此创始人在企业不断发展的过程中始终享有决策权和控制权。而 A 股则是由普通股东持有,遵循同股同权原则,其与 B 股差异体现在表决权、流通及转换限制上。在双重股权结构下,即使在多轮融资后创始人股权被稀释,仍能依靠高投票权掌握公司控制权。

3.2. 公司治理的相关概念

公司治理分为广义和狭义上,广义的公司治理是研究公司权力安排的科学,考虑客户、员工等利益相关者,注重其利益最大化。从狭义上讲,它是一门研究如何委托职业经理人在企业所有权水平上监督其业绩的科学,强调内部监督与制衡,注重股东利益最大化。按内外环境,公司治理可以分为治理结构和治理机制。公司治理结构主要集中于公司的内部治理,包括股东大会制度、董事会制度、监事会制度、员工权益的制约等。按手段又将其分为外部治理和内部治理,内部治理比如有:比如美国设置监事会,人员由外部董事组成;德日由董事会决定日常经营的决策,也设置监事会来监督董事会。外部治理在我

国主要是通过自由市场，外部投资者激励投资公司为投资正专区利益，而英美国家采取并购吞并等手段来激励公司发展。

本文研究双重股权结构对公司治理效应影响是指狭义上的公司治理。在同股同权的股权结构下，股东话语权取决于持股比例，持股比例高的大股东能够控制企业的经营管理。而在双重股权结构下，持股比例与控制权没有直接关联，创始人通过这种股权结构，能解决融资稀释控制权的问题。

3.3. 双重股权结构的公司治理影响

3.3.1. 双重股权结构的公司治理的益处

双重股权结构使得信息共享更为方便，提高公司的治理效应。外部投资者由于信息不对称，未来的经济决策可能存在偏差。外部投资者利用传统现金流判断某一项目是否值得投资的方式不再适用。选择双重股权结构上市的公司，能给予外部投资者可靠的信息，获得信任。

在双重股权结构下，A 股和 B 股的差异在于表决权的大小和可转让性。企业创始人、执行董事和管理层持有的 B 股不得转让，如果转让需要先转换成“一股一票”一类股份。通过这种方式能确保公司的决策尽量减少对中小股东利益的保护，保证创始人和管理层对公司有绝对的控制权。

3.3.2. 双重股权结构的公司治理的弊端

双重股权结构违背了现代公司的股东治理结构，加剧了经理人在公司治理中的道德风险。相较于单一股权结构，双重股权结构存在以下缺陷：在业绩成果上，双重股权结构的长期绩效无法超过单一股权结构；在关联交易数量上，双重股权结构公司的关联交易数量更多；在公司治理与开放性上，双重股权结构公司的公司治理和开放程度低，较为封闭。

4. 京东集团双重股权架构案例分析

4.1. 双重股权结构治理模式的形成原因

从市场环境的角度看，双重股权结构兴起的主要原因市场上敌意收购事件的增多、管理层对于企业控制权的执着。企业双重股权结构的设置主要是为了能够在进行股权融资的同时保证创始人团队的控制权，而之所以欧美地区的公司对于双重股权结构的采用率较高，也是因为这些地区的投资者保护制度相对完善。

与传统产业相比，技术创新企业规模较小，技术变化快，行业竞争激烈，因此面临的并购风险较大。采用双重股权结构赴美国上市的中国企业多为科技创新型企业，采用双重股权结构可以让这些企业避免短期压力，更好地聚焦长期发展。

4.2. 京东集团发展历程

1998 年，刘强东成立北京京东世纪商贸有限公司，以电子产品销售为主，此后几年，京东都以较为稳定的增长速度在行业内发展。2007 年，“京东商城”的成立算是京东电子商务成绩的里程碑，具体发展历程如表 1 所示。

Table 1. Development history of JD

表 1. 京东发展历程

时间	重要事件
1998 年 6 月	北京京东世纪商贸有限公司成立
2004 年 1 月	跨行电子商务领域，京东多媒体网正式开通
2007 年 6 月	使用全新域名“京东商城”

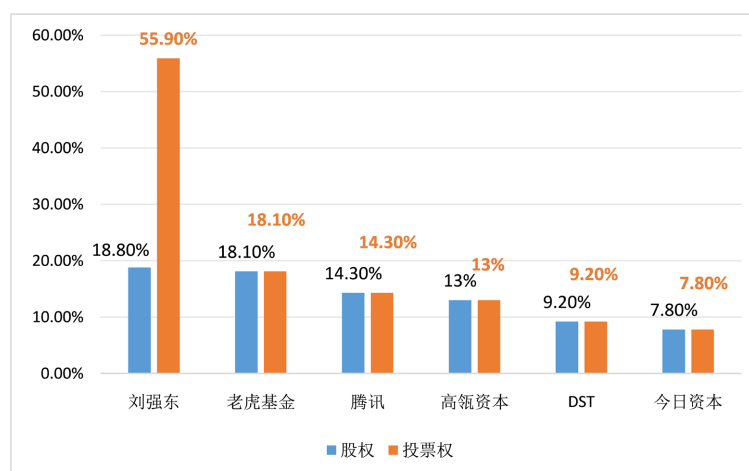
续表

2008 年 6 月	业务范围拓展，陈成为国内最大 B2C 网站
2010 年 11 月	成为首家规模超百亿的网络零售商
2012 年 11 月	正式开放物流服务系统平台
2013 年 10 月	成立京东金融集团，域名正式更为 JD.COM
2014 年 5 月	在美国纳斯达克上市，成为国内第三大互联网上市企业
2015 年 4 月	全球购苦跨界电商平台上线
2017 年 4 月	正式建立京东物流并对外开放
2019 年 10 月	位居中国民营企业百强榜第 4
2020 年 6 月	在港交所上市

4.3. 京东的股权结构与控制权分析

4.3.1. 首次 IPO 前股权结构

在京东集团首次公开发行股票之前，已经发行了总计 24.58 亿股股票。该公司的创始人兼首席执行官刘强东及其团队和高级管理层共持有 13.74 亿股具有表决权的股份，占公司已发行股份总数的 55.9%，其中刘强东拥有公司股份的 18.8%，并且是京东最大的控股股东。由图 1 可以看出，老虎基金持股比例达到 18.1%，仅以 0.7% 略低于刘强东，若出现老虎基金与其他股东联合的情况，将极大地威胁到刘强东的地位。一旦刘强东团队丧失公司控制权，会对京东的发展产生不利影响。



资料来源：京东《招股说明书》

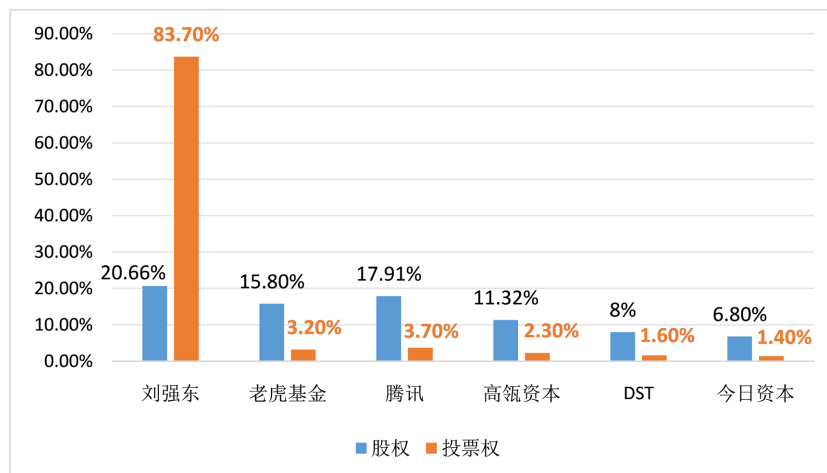
Figure 1. Equity structure and voting rights of JD Group before IPO

图 1. 京东集团 IPO 前股权结构及投票权

4.3.2. 首次 IPO 后股权结构

根据京东的招股说明书，公开发行后，京东的总股本将增至 27.34 亿股。同时，京东将所有股票分为 AB 两类，A 类即为普通股，B 类为优先股。A 类股票占大多数，大约 21.77 亿股，其中 B 类股票相对较小，约 5.56 亿股。这也表明，所有 B 类股票只能由创始人刘强东持有。另一方面，刘强东还持有 Accurate Way Limited 作为股权代理。Kaixin Asia Limited 的两名股东持有 921.29 万股 A 类普通股。因此，刘强东团队最终共持有 5.65 亿股 A、B 类股份，如图 2 所示，刘强东团队最终持股比例为 20.66%，投票权达到

83.7%，由此将京东集团牢固地掌握在手中，便于执行其长期发展战略。



资料来源：京东《招股说明书》

Figure 2. Equity structure and voting rights of JD Group after IPO

图 2. 京东集团 IPO 后股权结构及投票权

4.3.3. 目前股权结构

截至 2023 年 2 月 28 日，京东股权结构为：沃尔玛持股为 9.2%，有 2.8% 的投票权；刘强东通过 Max Smart Limited 持股 12.4%，有 70.4% 投票权，通过员工持股平台 Fortune Rising Holdings Limited 持股 0.6%，有 3.5% 的投票权。腾讯在 2021 年 12 月底发布公告，称向其股东分配其持有京东集团约 4.6 亿股 A 类普通股。在此次分配中，获得京东股份的腾讯股东将成为京东的新股东。本次派息后，腾讯对京东持股比例将由 17% 降至 2.3%，不再是第一大股东，与此同时腾讯总裁刘炽平也卸任京东董事，此次分配使得刘强东真正意义上成为京东最大股东。

4.4. 京东选取双重股权结构的效应分析

4.4.1. 防止恶意收购

在双重股权结构下，企业创始人对企业有绝对的控制权，这也有效防止其他企业的恶意收购，同时增强了本企业的实力。京东高达 246 亿的市值引起美国注意，同股同权的股权结构极大程度上防止了美国的恶意收购。

4.4.2. 巩固创始人控制权

企业仅凭盈利能力无法稳定发展，通过引入外部融资将极大地保证企业的正常经营。相较于债券融资，股权融资更稳定。对于单一股权结构的公司而言，能否持续获得融资是一大问题，并且是否争夺控制权取决于创始人选择。但是双重股权结构的公司不存在此类烦恼，只需将公司经营好便能获得投资者信任。刘强东团队合计持有京东 23.1% 的股份，并且身兼数职，包括董事长、CEO 且属于股东大会成员，拥有者 83.7% 的表决权，因此，它牢牢掌握着京东的未来发展方向，这恰恰是其采用双重股权结构的初衷。

4.4.3. 给予投资者积极信息

投资者不仅重视企业的盈利能力，也很关注企业稳定性。股权结构稳定，对公司的长期治理具有积极作用，降低企业经营风险。站在理性投资者的角度，他们更偏向于现金流充足且结构稳定的企业。企

业稳定性与公司控制权具有密切联系，争夺控制权势必会导致企业股价波动，不利于企业的经营管理。

4.5. 双重股权结构给公司治理带来的风险

双重股权结构公司中的超级表决权股票持有人对企业具有绝对的控制力，可能会为了追求私利而做出损害公司价值及其他股东权益的行为。双重股权结构公司的内部控制人可能通过三种方式造成公司管理低效或侵占中小股东利益，一是管理层薪酬过高，二是低效使用现金，三是并购行为表现差。双重股权结构还可能加剧公司代理问题，使相关的外部 and 内部监管机制失效。

5. 研究结论和建议

5.1. 研究结论

本文对双重股权结构制度进行探讨，以京东集团作为案例做进一步分析。通过本文的研究我们可以发现：双重股权结构制度虽然在世界范围内有所应用，但是从当前的形势来看仍不是主流模式。同时，双重股权结构制度对企业的影 响是复杂的，优缺点都很显著，获取现金流的同时保证创始人的控制权、阻止恶意收购等；但是也会忽视其他股东的利益、导致信息披露部不全、弱化内外部监管等。因此，针对双重股权结构制度，我们需要用辩证的眼光来看待。

5.2. 研究建议

虽然双重股权结构能够让创始人在融资过程中不至于失去对公司的控制权，但是同时也让投资人对管理层的自主管理和经营能力产生极大的担忧，同股不同权可能造成内部人垄断控制的治理环境。

5.2.1. 保持股权适度集中，限制高投票权的适用范围

京东采用双重股权结构后，刘强东持有 20%股份和 83.7%投票权，加上其掌握董事会绝大部分成员，因此刘强东拥有京东高度控制权。在这种情况下，刘强东做出的决定没有股东能够改变。权利过度集中容易导致权利滥用等损害公司的行为。因此应该限制高投票权的适用范围。首先，在公司重大事项上听取其他股东建议，这样不仅有利于日常决策，还能调动其他股东对于企业管理的积极性。其次，限制其在董事会成员的选举权，进而加强公司内部监督机制，避免董事会成为“一言堂”。

保持股权适度集中，在保持大股东对公司掌控力度的同时，避免创始人绝对控制权带来的不理影响，强化其他股东的管理积极性，有效地降低公司所面临的兼并收购等影响公司正常经营的外部风险。

5.2.2. 推动实施员工持股计划

员工持股一方面可以降低股权被外部机构大量持有带来的被兼并收购的风险，确保公司经营 的稳定性；另一方面，员工持股带来的工作积极性提升能够作为公司常规治理体系外的一种自治补充，众人拾柴火焰高。再者，在众多员工持股的公司中，员工自然也是公司的小股东，他们在日常工作也有动力去维护自己的利益，而且他们相比于公司外部的小股东还有一定信息优势，这也能加强对公司的监督。

5.2.3. 完善相应奖惩措施，保护中小股东权益

双重股权结构下公司的稳定发展，需要内外部监督共同作用。从外部来说，我国科创板上市规则仅指出双重股权结构可能损害投资者合法权益，并未制定任何奖惩措施。以证监会为首，联合多部门，健全高投票权创始人滥用表决权的惩罚机制；若其损害中小股东权益，要承担相应法律责任，进而保护中小股东权益；从内部来说，应该建立并完善独立董事制度，保证董事会人员数量，加强其中独立董事的独立性。董事会是核心权利机构，享有决策权和监督权。在京东，创始人刘强东掌控董事会，创始人不在场情况下，董事时会议无法正常进行，并且刘强东可以根据个人需要随意变更董事会人员情况进而操

控董事会投票结果，如此一来董事会监督职能基本失效。

5.2.4. 加强信息披露

双重股权治理模式下，大多数外部股东会选择将权利委托给管理层行使，并未直接参与企业管理，主创始人和企业管理层是企业经营活动的主要参与者，能够获得较为准确的一手信息，而其他投资者主要从披露的信息中了解企业运营情况。尤其在双重股权结构下，股权与投票权的差异容易导致股东利益受损。在信息获取不对称情况下，股东与投资者的矛盾加剧。企业完善信息披露机制，强化信息透明度，不仅有利于监管机构对其监督，还有利于投资者了解公司情况并建立投资者对公司的信任，对其风险性与收益性做出准确判断，进而做出正确的投资决策。

参考文献

- [1] Arugaslan, O., Cook, D.O. and Kieschnick, R. (2010) On the Decision to Go Public with Dual Classstoc. *Journal of Corporate Finance*, **16**, 170 -181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.07.004>
- [2] Howell, J.W. (2014) The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure. *Journal of Corporate Finance*, **27**, 440-450.
- [3] Gompers, P.A., Ishii, J. and Metrick, A. (2010) Extreme Governance: Ananalysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, **23**, 23-25. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>
- [4] Jarrell. (2012) Research on Dual Ownership Structure. *Journal of Law and Economics*, **3**, 1-44.
- [5] Amoako-Adu, B., Baulkaran, V. and Smith, B.F. (2011) Executive Compensation in Firms with Concentrated Control: The Impact of Dual Class Structure and Family Management. *Journal of Corporate Finance*, **17**, 1580-1594. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.003>
- [6] Tinaikar, S. (2014) Voluntary Disclosure and Ownership Structure: An Analysis of Dual Class Firms. *Journal of Management & Governance*, **2**, 373-417. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9229-2>
- [7] Chemmanur, T.J. and Jiao, Y. (2011) Dual Class IPOs: Atheoretical Analysis. *Journal of Banking and Finance*, **36**, 305-319. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.010>
- [8] Baulkanran, V. (2015) Management Voting Rights Research Findings. *Journal of Financial Economics*, **4**, 305-360.
- [9] 郑志刚. 从“股东”中心到“企业家”中心：公司治理制度变革的全球趋势[J]. 金融评论, 2019(1): 58-71.
- [10] 陈夏旋. 公司治理评价体系比较研究[J]. 科学管理, 2014(49): 79-80.
- [11] 石晓军, 王懿然. 关于我国公司种类股的思考[J]. 经济研究, 2017(1): 12-22.
- [12] 廖治宇, 朱柯檐. 双层股权结构对企业绩效影响研究——以百度公司为例[J]. 中国管理信息化, 2019, 22(5): 6-10.
- [13] 邹小芳. 论同股不同权的必要性与可行性[J]. 企业管理, 2017(4): 121-123.
- [14] 李海英, 李双海, 毕晓方. 双重股权结构下的中小投资者利益保护——基于 Facebook 收购 WhatsApp 的案例研究[J]. 中国工业经济, 2017(1): 174-192.