

摘要

随着中国资本市场监管力度的进一步推广与普及,我国国内资本市场开始逐步开放资金融入规模、拓宽资本引入与归集的途径,2019年年底,我国第一家科创板实施双重股权结构的公司——优刻得的上市,对于资本市场股权所有制改革有着很重大的标志性意义,相关的研究还在进一步探索阶段中。综上所述,在外部治理机制视角下,我国科创企业双重股权结构实施动因是什么?实施效果如何?以及双重股权结构潜在的风险与不足是本文研究问题的重点。

进一步的,基于已有文献来看,一方面,有关双重股权结构的研究主要以美股、港股的上市公司为研究对象,我国科创板企业上市方案在2019年1月通过审核,科创板企业上市的数量较多,但统一缺乏行业相关的规范,上市条件的宽泛导致科创板上市企业存在较大的资金与财务风险;另一方面,从研究角度来看,大多数文献将双重股权结构问题从公司内部治理等角度分析,亦或者从法律角度出发进行研究,鲜有文章以外部治理机制为视角,深入探究科创板企业实施双重股权结构的动因与实施路径以及财务市场反应相结论融合。本文将基于声誉机制理论等相关理论,将实施路径分为公司治理模式、员工薪酬激励、代理成本等,连接企业实施双重股权结构的具体实际动因与多维度效果,归纳并总结出双重股权结构实施的具体财务、市场效果,并客观辩证看待双重股权结构的优点与不足,并结合案例公司实际情况与产业特色,从而提出相关建议。

本文的研究结论:(1)在以动因层面为主要分析对象上,优刻得实施双重股权结构的动因主要归纳为三点:保障创始人核心控制权、稳固公司战略的长远发展基石,拓宽企业融资渠道以及满足股东的“异质化需求”。此动因的中心随着企业不同而会有所偏倚(2)在以实施效果为主要分析对象上,以优刻得为例,优刻得在实施效果方面有些许变动,一方面在财务绩效方面,,受疫情与经济大环境不景气的影响,优刻得近年的财务状况欠佳,盈利与发展能力有所降低,财务风险进一步加剧;另一方面,在非财务绩效方面受外界媒体报道以及自身披露信息不及时等的影响,优刻得在实施双重股权结构后的市场反应波动较大,与相对可比公司进行比较时也发现业绩表现不佳。(3)进一步的,本文站在外部治理机制视角下对该企业进行分析发现,双重股权结构实施存在一定的风险与不足,并针对这些不足提出了相关的建议。

关键词:双重股权结构;科创企业;监督效果;

Abstract

With the further promotion and popularization of China's capital market supervision, China's domestic capital market began to gradually open up the scale of capital integration, broaden the way of capital introduction and aggregation, at the end of 2019, China's first science and technology innovation board to implement dual-class equity structure listing company --Ucloud, for the capital market equity ownership reform has a great symbolic significance, related research is still in the stage of further exploration. To sum up, from the perspective of external governance mechanism, what are the motivations for the implementation of dual-class share structure of science and technology enterprises in China? How effective is the implementation? As well as the potential risks and disadvantages of dual-class share structure, this paper focuses on the research questions.

Further, based on the existing literature, on the one hand, the research on dual-class share structure mainly focuses on listed companies in the United States and Hong Kong stocks, and the listing plan of China's science and technology innovation board enterprises passed the review in January 2019, and the number of listed companies on the science and technology innovation board is large, but the unified lack of industry-related norms, and the broad listing conditions lead to greater financial and financial risks for companies listed on the science and technology innovation board; On the other hand, from a research point of view, most of the literature analyzes the dual-class share structure from the perspective of internal governance of the company, or from the perspective of law, and few articles take the external governance mechanism as the perspective to deeply explore the motivation and implementation path of the implementation of dual-class share structure and the financial market reaction of the STAR Board enterprises. Based on the theory of reputation mechanism and other related theories, this paper will divide the implementation path into corporate governance model, employee salary incentive, agency cost, etc., connect the specific practical motivations and multi-dimensional effects of the implementation of dual-class shareholding structure, summarize and summarize the specific financial and market effects of dual-class shareholding structure, and objectively view the advantages and disadvantages of dual-class shareholding structure, and put forward relevant suggestions based on the actual situation and industrial characteristics of case companies.

The research conclusions of this paper are: (1) In terms of the main analysis

object of motivation, the motivation for the implementation of dual-class share structure is mainly summarized into three points: ensuring the core control of the founder, stabilizing the long-term development cornerstone of the company's strategy, broadening corporate financing channels and meeting the "heterogeneous needs" of shareholders. The center of this motivation will be biased according to the different enterprises: (2) In terms of the implementation effect as the main analysis object, taking Ucloud as an example, Ucloud has some changes in the implementation effect, on the one hand, in terms of financial performance, affected by the epidemic and the economic downturn, the financial situation of Ucloud in recent years has been poor, its profitability and development ability have been reduced, and its financial risks have further intensified; On the other hand, in terms of non-financial performance, affected by external media reports and untimely disclosure of its own information, the market reaction of UCD after the implementation of the dual-class share structure fluctuated greatly, and when compared with relatively comparable companies, it was also found that the performance was poor, but surprisingly, the company's innovation and development ability has been further improved, which is worth paying attention to. (3) Furthermore, this paper analyzes the enterprise from the perspective of external governance mechanism and finds that there are certain risks and shortcomings in the implementation of dual-class share structure, and puts forward relevant suggestions for these shortcomings.

Key words: Dual-class share structure; Science and technology innovation enterprises; Supervision effect;

目 录

摘 要	I
Abstract	II
1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	1
1.2 文献综述	2
1.2.1 科创企业双重股权实施动因的相关研究	2
1.2.2 科创企业双重股权实施效果的相关研究	2
1.2.3 关于外部治理机制的相关研究	5
1.2.4 文献评述	6
1.3 研究思路与研究方法	7
1.3.1 研究思路	7
1.3.2 研究方法	7
1.4 研究内容	8
1.5 解决的实际问题	8
1.6 本文的创新点	8
1.7 技术路线图	9
2 制度背景与相关理论基础	10
2.1 制度背景	10
2.1.1 科创板设立前我国市场准入制度沿革	10
2.1.2 科创板设立后与其他板块区别	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 公司治理理论	12
2.2.2 声誉效应理论	13
2.2.3 委托代理理论	14
3 外部治理机制视角下优刻得双重股权上市案例概况	15
3.1 优刻得基本情况介绍	15
3.2 优刻得双重股权结构实施动因	17
3.2.1 行业政策推动	17
3.2.2 企业自身发展需要	17
3.2.3 防止被恶意收购	18
3.3 优刻得双重股权结构实施过程	19
3.3.1 优刻得上市前准备	19
3.3.2 优刻得申请上市	20
3.3.3 优刻得上市后续事件	21
4 外部治理机制视角下优刻得双重股权结构实施效果作用途径	25
4.1 创新科创企业自身治理模式	25

4.1.1	提高创始人团队控制权	25
4.1.2	增强企业薪酬激励制度	26
4.1.3	降低代理成本	28
4.2	推动科创企业多元业务发展	29
4.2.1	释放企业资金活力	29
4.2.2	营造独特企业文化	30
5	外部治理机制视角下优刻得双重股权实施效果分析	32
5.1	短期市场反应	32
5.1.1	事件窗口期的确定	32
5.1.1	窗口期累计超额收益率的计算	32
5.2	经营方面效果	35
5.2.1	重点业务分析	35
5.2.2	主要财务指标分析	36
5.3	优刻得双重股权结构实施存在的问题	40
5.3.1	企业内部治理机制存在疏漏	40
5.3.2	企业缺乏科创核心竞争力	41
5.3.3	外部治理机制约束有限	41
6	结论与建议	43
6.1	优刻得双重股权上市案例结论	43
6.1.1	实施动因方面	43
6.1.2	实施效果方面	43
6.2	完善科创企业双重股权结构的建议	44
6.2.1	制定企业内部治理方案	44
6.2.2	“破圈”发展企业自身优势	44
6.2.3	建立科创板外部监督平台	45
6.2.4	完善科创企业信息披露机制	46
7	研究不足与展望	47
	参考文献	48
	致谢	53

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

科创型企业作为“科技强国”的重要驱动力，近十余年发展迅速，受到社会各界热切关注。然而，我国一直以来实行“同股同权”制度对于该类型公司在创新以及投资效率上存在着较大的局限性，导致我国多家采用双重股权结构的优质企业如阿里巴巴、京东等企业纷纷赴美上市，引发“中国概念股”的热潮，我国资本市场损失了很多优质的上市公司资源，同时，随着这种热潮趋势的明显上涨，对于我国资本市场也是一种损失。

2019年3月，上海证券交易所发布了《上海证券交易所科创板上市规则》，其中明确阐述了差异表决权的具体安排，正式为“同股不同权”的双重股权结构在我国发展吹响了号角。随着近两年我国双重股权结构的进一步开放与发展，创始人价值、管理层的稳定性等在公司成长过程中发挥着愈加关键的作用，企业双重股权的实施动因、过程和效果都值得关注，我国科创板企业选择实施双重股权结构的具体内涵值得探究。

1.1.2 研究意义

（1）科学意义

基于以往文献的整理与分析，不难发现，现有关双重股权结构实施动因与效果的文献是存在分歧的，即一方面有些学者认为双重股权结构的实施对于企业总体来说利大于弊，而其他学者则持有怀疑或者反对的态度。而本文提出的外部治理机制的视角为切入点，为解决衡量双重股权结构利弊问题提供了更广阔的途径。分情况讨论有效外部治理机制与外部治理缺陷背景下的企业实施具体情况分析，为之前基于公司内部治理为主的研究视角做了适当的补充说明，因此，基于以上分析，本文选题总体来说具有较强的科学意义。

（2）实践意义

立足于新时代经济转型发展时期，我国传统股权制度已经远远不能满足各企业多元化，尤其以高科技、轻资产为主的科创企业。2019年3月上交所发布的

《上海证券交易所科创板上市规则》为双重股权结构在我国的发展奠定了基础。虽然我国资本市场规章制度尚未完善，外部治理环境较为羸弱，但研究者们不能因噎废食，随着我国对双重股权结构的逐步开放，研究以科创企业为主要代表的双重股权实施动因与效果是时代所驱使，具有很强的现实与实践意义。

1.2 文献综述

1.2.1 科创企业双重股权实施动因的相关研究

Harold Demsetz, Kenneth Lehn (1985) 最早研究认为实施双重股权结构的动因是为了维持创始股东和高层管理者在公司不断扩张的过程中对公司的控制权。进一步的, DeAngelo (1985) 将基于创始人视角的动因细化, 他认为, 企业实施双重股权结构的主要动因是创始人对企业人力资本方面的投资, 创始人亟需以双重股权结构的机制来实现对控制权进一步掌握, 以确保长期人力资本的有效投资。王春艳等人 (2016) 则将企业的财务性资源、关键的知识性资源和关系性资源都纳入到基于创始人视角的实施动因当中, 她们认为关系型资源与其他不确定的企业资源, 尤其是财务资源会随着公司的不断扩大而降低, 进一步的不稳定性及知识性资源关键程度的变化均会对创始人的控制权产生影响, 而通过双重股权结构制度安排将其契约化或法律化则有助于创始人控制权的稳定。除此之外, Fama 和 Jensen (1983) 则认为创始人通过双重股权结构可分散由自身决策导致的非系统性风险, 徐跃 (2021) 认为企业控股人可以通过发放高额高管薪酬、不公平的关联交易、价值摧毁型并购或资本开支以及任命不称职但符合控股人利益的高管等多种手段从企业谋取私利, 但仅需承担部分成本, 这都是站在创始人视角, 通过实施双重股权结构掌控控制权, 牟取个人私利动因的反映。

近年来有更多的学者将创始人的内在自身愿景、外在声誉维护等抽象因素纳入创始人实施双重股权的动因范围当中。Anand (2018)、张燕 (2019) 认为除创始人控制权相关的利益因素以外, 创始人使用双重股权结构的动因很大程度上是为了个人内心愿景的实现, 与此同时注入自己的内在情感。Li 等 (2018) 较高的统计概括了创始人的声誉与公司影响力方面的研究发现, 具有较好声誉和影响力的创始人更倾向于实施双重股权结构。

1.2.2 科创企业双重股权实施效果的相关研究

① 双重股权实施对企业绩效的影响

徐莉、陈工孟和辛宇 (2006) 通过比较各个样本公司财务数据与是否双重股权实施方面的系统系 1 分析, 发现科创企业实施双重结构与否, 以及双重股权

结构实施前后的公司财务绩效有明显的。与此同时，股权集中度以及其他与股权横向纵向相关的信息更替也影响着整个公司的整体运营以及实施双重股权结构的实施效应。研究进一步发现：股权集中度越高的公司，它的长期财务绩效愈加向好方向发展，进一步的，这种效应会随着股东异质性的程度不同而加深，即股权集中度与双重股权结构的实施有着相辅相成的促进企业利好发展的地方。Dimitrov and Jain(2008)通过对比多个经典案例公司，发现实施双重股权结构的公司财务绩效表现要比其他实施股权结构的公司更好，财务决策效率以及其他方面的施行要普遍更具有适应性。Demsetz and Villalonga (2010)以美国超过一百多家上市公司为案例样本，研究统计了以托宾 Q 为指标的案例公司绩效影响指标，通过分析发现美国市场上各上市公司高管持股比例的多少与企业绩效之间存在一定的正向效应关系，即高管持股越多，企业绩效越偏向较好趋势发展。赵晓康和孙晶(2019)则在企业盈余管理方面，做了更加深层次的探讨，他们以不同专业领域的企业为样本，抽取了不同上市公司近年的盈余管理方案、股东控制权、公司发展潜力等方面的数据信息，通过数据对比发现实施双重股权结构的上市公司以及其他股权结构的公司，其盈余管理水平随着股权结构的集中而出现较为明显的改变。最后，她们得出在双重股权实施背景下，企业拥有了更多的盈余管理能力水平，在长期成长能力上有了更为日益凸显的表现与程度影响。徐丽(2016)同样的以中国上市公司为蓝本，研究分析了企业高管与企业绩效之间的关系，也得出了与海外专家类似的结论。郑海超(2015)则通过将案例公司财务与非财务数据相结合，分析出高管持股以及股权集中度的激励机制与企业长期效益有着密不可分的关系。另一部分学者则认为双重股权结构有效的规避与降低了企业相关决策者与执行人短期目标缺陷的问题(Jordan 等, 2016)，双重股权投资即保持了股权的稳定，又维持了创始人一定的话语权，从而能够从管理者行动与决策力上提升公司治理模式的效力，从而对企业绩效的提升有正向激励的作用，(陆宇建, 2016)，(DeAngelo, 1985)。

除此之外，杜媛(2020)站在异质性股东的视角下，研究发现异质性资本越高，公司越倾向于以双重股权结构上市，且上市后公司的经济绩效具有明显的提升。认为实施双重股权结构对企业绩效产生消极影响；王丽娟(2018)，王利军、赵佩婕(2021)则持有不同的观点，他们认为在双重股权结构模式下企业的内部持股数量的增多，有可能导致侵占中小股东权益的情况，即超级股东可能存在着能力下降等因素，从而对企业绩效的影响呈现负面效应。Andrew Hill(2012)将前者的两种观点进行总结归类，即企业绩效与股权集中度的关系呈现“U 字型变化”，在一定范围内，企业的绩效与持股集中度呈现正向相关性，在此之外的范围外，随着股东异质性的进一步加剧，企业绩效呈现一定的负相关关系。白重恩(2005)研究发现内部持股的比例与公司绩效无明显影响，产生这样的结论原

因可能在于其选取的公司内部持股数过少，从而难以对公司绩效产生影响。

②双重股权实施对公司治理的影响

实施双重股权结构对公司治理产生正面影响。双重股权结构对专用性人力资本的保护也获得了广大使用者的认可，管理层不必担心专用性人力资本受到外部竞争的侵害，将更注重对专用性人才的投资，保持公司的竞争力（De Angelo, 1985）。陈曼（2017）认为双重股权结构是将股权与控制权再次配置，以达到股东异质化的需求，当实施双重股权之后，股东之间的利益摩擦将进一步减少，与此同时，双重股权赋予了创始人获得更多自主经营决策以及管理企业的权力（郑浩然，2017）。同年，李海英等（2017）发现，双重股权结构却能够较为优秀的解决第二类代理问题，双重股权结构的实施，在资金筹措上起到了很大的引入作用，即创始人控制权保持的同时，企业的资金管理得到了进一步优化，进而保证了企业相关者的利益更优化。戴振华（2015）等人也持有相类似的观点，即双重股权结构能够有效分配股东与管理者的需求，从某种程度上保护了企业的控制权与经营权在初始核心股东的手上，从而能够有效防范被其他公司恶意收购的情况（Smart & Zutter, 2003; Jordan et al., 2016）。邹小芳（2017）也提出了类似的观点，在戴振华（2015）等人理论的基础上，她将股东进一步细化，研究发现不同年龄阶段、专业的管理者对企业的决策影响也是公司治理重要的因素。刘宗锦（2015）则站在海外企业这一重要高科技企业部分，分析研究了这类企业实施双重股权的公司治理模式的变化，研究结果表明，双重股权结构的实施使得科创型企业更加被资本投资者所认识，投资渠道有所加宽，与此同时企业的财务风险也需要得到进一步关注，这也使得双重股权结构实施对于企业公司治理、尤其是代理成本与财务融资具有一定风险性。

Baulkaran V（2014）认为，双重股权结构的实施会导致过多的权利掌握在创始人手中，当创始人滥用职权时，很可能导致进一步的利益侵占，包括中小股东以及其他外部股东。孙晨（2017）认为，过多的双重股权特权的赋予，对于公司来说弊大于利，它会导致自身股权的稀释以及一系列股权超高额分配的问题。Gompers（2010）则有着类似的观点，它认为企业实施双重股权结构很有可能带来负面影响，从而影响企业财务绩效以及市场效应等等。陈云俊（2014）认为，企业的稳定性发展很可能收到双重股权实施的影响，它认为双重股权结构的实施忽略了众多小股东的意愿，加深委托代理问题，使得企业产生信任危机，最后导致了企业产生了较为强的负面效应。Bebchuk & Kastiel（2020）则认为双重股权结构可能会产生新的治理成本，并且长期采用双层股权结构上市的公司所造成的代理问题日益严重，当拥有超级表决权的控制人选择其继承人继承时，会出现在经济学中被称为“白痴继承人”的治理问题。

1.2.3 关于外部治理机制的相关研究

公司治理理论认为，外部治理机制是在企业之外产生的，作用于被监管与治理企业，从而发挥应有的治理效应，通常常见的外部治理机制的手段有——通过政府监管、舆论监督、产品竞争力等外部治理机制作用维度，将对公司产生外部约束力，从而影响双重股权结构的实施动因与效果。

①外部治理机制对公司绩效的影响

Agrawal and Mandelker (1987) 认为,企业日常化经营是外部治理机制需要时刻注意的话题,在外部治理机制的作用下,企业拥有更多的权力与义务去提升自身价值,提高企业绩效。它认为企业经理在此外部治理机制有效的情境下增加自己的福利的同时,能够较高的提升企业绩效与价值。王鹏和周黎安()则在审计视角出发,分析外部治理机制对企业绩效的作用,研究结果发现外部治理机制能更好的服务于被审计单位,使得被审计单位的财务数据更加合理化。类似的,董南雁和张俊瑞(2009)通过构建一个公司所有者与外部审计师之间的博弈理论模型后研究得出,均衡状态下公司治理强度的增加有助于提升审计力度和审计质量,从而有助于提高被审计单位的长期绩效向好趋势。唐跃军(2009)的发现企业绩效水平与公司绩效有着很大的关系每当外部治理机制有效时候,企业的公司绩效长期趋于利好,即往好的方向发展。与此同时,供应商议价水平也与企业绩效息息相关,当企业绩效趋于良好时,往往供应商的议价水平也较为优秀,这为外部治理机制下企业绩效影响程度加剧提供了有力的证明。Atkinson、Waterhouse and Wells (1997) 则也持有相类似的观点,他们认为供应商议价能力的确影响企业的生产产品的创新型研究与开发,进而起到外部治理机制应有的监督作用,在此情境下供应商产品的水平与其最终产成品之间存在紧密的联系。谭庆美等人(2015)基于产品市场竞争和外部大股东等外部治理机制,能对管理层实现有效监督避免管理层投资过度,激烈的市场竞争环境能够有效提高管理层决策效率,从而提高了企业绩效水平。檀文、王海涛和王凯(2011)以日常消费类上市公司为样本进行实证研究,发现建立健全的法律法规监管体系能够使得公司绩效有效提升。Fombrun 和 Rie (2014) 认为声誉机制能有效解释委托代理问题的激化,当企业家,亦或者是企业创始人注重个人的声誉时,他们往往追随着公司整体的脚步,企业也会适当以较为活力与发展利好的信号与应酬回馈给管理者,形成一个良好机制。

②外部治理机制对公司内部治理的影响

Jensen (1986) 外部治理机制能有效提高企业的治理水平,通过名为“相机

治理效应”，即通过对股东等利益相关者加以规范，从而使得企业运营也包括在合理合规的范围之内，此类研究也被归纳到其他心理社会学科当中。吴超鹏,叶小杰,吴世农（2011）将首次从 CEO 实施价值损害型并购后是否被撤换的角度来考察公司内外部治理机制的有效性。他们研究发现外部治理机制具有有限有效性，建议企业设计合理的治理机制来监督和约束过度自信的管理层。一般风险承受能力与企业的治理水平有着一定的关系，当企业发现自身处于风险之中，一个好的治理机制能够起到正向激励的作用，从而规避掉不良风险，三位学者提出（解维敏、唐清泉，2013）刘彦文,叶曦,郭杰（2012）将债权人、外部审计及政府监管等方面构建了外部治理机制指标体系，认为外部治理机制中雇员、供应商、外部审计及政府监管都能有效约束企业管理者行为，促使管理者努力工作，保障所有者的利益。霍晓萍,邱赛,李华伟（2017）认为外部治理机制，例如有关并购和接管作为事后惩罚机制，对管理层的行为形成了有效约束。这种事后机制可以“威慑”管理者以公司发展和股东利益为重，促使管理者提高管理效率。谭庆美等人（2015）研究证实了相关企业的外部治理机制能够起到制约管理层相关活动的作用，能够约束与防范个人高管利用职务之便，牟取个人私利的现象。也有学者认为，囿于我国监管力度有待加强、法律制度有待完善的背景下，外部治理机制发挥的治理效应并不显著。姚禄仕,吴楠（2015）则站在创始人视角，诠释了双重股权结构所带来的好处与弊端，以及个人私利牟取与公共利益维护的平衡关系。

1.2.4 文献评述

双重股权制度作为一种创新的股权制度安排，一方面，由于创始人对公司更了解，也更可能将有限的资金投入到的为公司创造价值的项目上去，当创始人与外部投资者无法对项目价值达成共识时，创始人拥有更多投票权有助于其更好地为公司创造价值；另一方面，当创始人拥有比现金流量权更多的投票权时，其也可能会牺牲外部投资者利益以换回个人私利。以往的文献集中于：第一，研究实施双重股权结构对公司治理、企业绩效、经济后果等因素单方面影响程度的，主要以创始人、异质性股东为研究视角，以外部治理机制视角切入的非常少见；第二，研究主体大多选取上市公司大样本进行实证分析，但少有以科技型企业作为单案例进行研究相关文献。因此，基于以上文献汇总分析，以外部治理机制为视角，分析研究科技型上市公司双重股权结构实施主要动因与效果好坏，是本文亟待分析研究以及解决的。

1.3 研究思路与研究方法

1.3.1 研究思路

本文的研究思路可以分为以下几步：

第一步，文献梳理与理论借鉴。通过现有文献，梳理出现有文献有关外部治理机制视角下企业实施双重股权结构研究方法与结论，总结出其中可借鉴与不完善之处，为本文研究指明方向。基于信息不对称、利益相关者等经典理论，结合案例公司所在科创板的特色研究背景，为本文研究科创企业双重股权结构实施动因、效果提供有力的支撑依据。

第二步，案例介绍。首先，通过对案例公司的基本情况熟悉，以及上市前融资相关历程，掌握企业大致财务状况与决策方向；其次，阐述案例公司此次实施双重股权 IPO 的过程、具体实施方案。

第三步，案例分析。首先，通过外部治理机制视角分析案例公司双重股权结构实施动因。其次，通过实施前后股权结构对比，财务状况对比，分析企业双重股权实施效果。再次，通过上述分析，找出影响案例公司双重股权结构实施效果的重要因素与存在的问题。

第四步，研究结论与建议。基于以上分析，得出有关结论。并通过借鉴其他类似上市公司的成功实施经验，试图找到解决问题的方法并提出建议。

1.3.2 研究方法

本文拟采取的研究方法有以下几种：

（1）文献分析法

归纳总结双重股权结构有关公司治理与企业绩效的文献，外部治理机制方面的相关文献，确定本文的研究方向与研究思路。

（2）案例研究法

针对优刻得双重股权 IPO 的具体案例，以双重股权以及外部治理的相关理论基础为切入点，结合当前双重股权结构实施过程中普遍存在的情况，分析案例公司双重股权结构下的实施动因以及实施的效果。

（3）事件研究法

本文是以案例公司宣布并实施双重股权结构 IPO 为事件日，通过事件研究法，分析计算该公司股票的超额收益率，以及累计超额收益率，分析由双重股权实施带来可能的短期与长期市场反应。

1.4 研究内容

本文的主要内容将分为以下五个部分：

第一部分，绪论，阐述本文的研究背景与研究方向及研究意义。在此基础上概括本文的研究思路和研究方法，并阐述创新点。

第二部分，文献综述，根据相关知识梳理有关双重股权结构的有关文献，再梳理出外部治理机制相关文献，总结二者逻辑关系，最后对现有文献进行综述，发现现有文献总体不完善与不足之处。

第三部分，相关概念和理论基础，介绍外部治理机制的定义、双重股权结构的定义以及本文写作、案例将应用到的相关理论。

第四部分，案例概况与分析。首先，本文将介绍案例公司的基本情况，上市前议价历程与结果；其次，阐述案例公司实施双重股权 IPO 的过程、具体实施方案。再次，运用文中借鉴理论，分析案例公司实施双重股权结构的动因；最后，以外部治理机制为视角，分析案例公司实施双重股权结构的实施效果。

第五部分，研究结论与建议，归纳总结案例存在问题，借鉴其他类似上市公司的成功实施经验。从外部监管制度、上市公司内部治理两大方面提出相应建议。

1.5 解决的实际问题

- (1) 我国科创型企业选择实施双重股权结构的具体动因是什么？
- (2) 在我国外部治理机制的视角下，我国企业实施双重股权结构实施后的绩效如何？市场有何反应？
- (3) 实施双重股权结构有哪些副效应？应该如何将副效应控制在合适的范围？

1.6 本文的创新点

(1) 创新点一：在案例分析对象内容选取上，本文所选取的案例企业是优刻得，作为云计算第一股，优刻得的实施双重股权上市具有较大的标志性意义；除了研究财务方面实施效果以外，本文试图融入舆论统计、质询文本等非财务数据，剖析实施动因与效果，具有一定的前瞻性与创新性。

(2) 创新点二：在案例研究方法路径上，有别于传统的研究案例思路，本文基于外部治理机制视角，加入具体实施路径，对科创板企业具体实施效果与动因构建起桥梁，作出研究分析，总结辩证看待优刻得所存在的优势与不足，并提出相关意见。

1.7 技术路线图

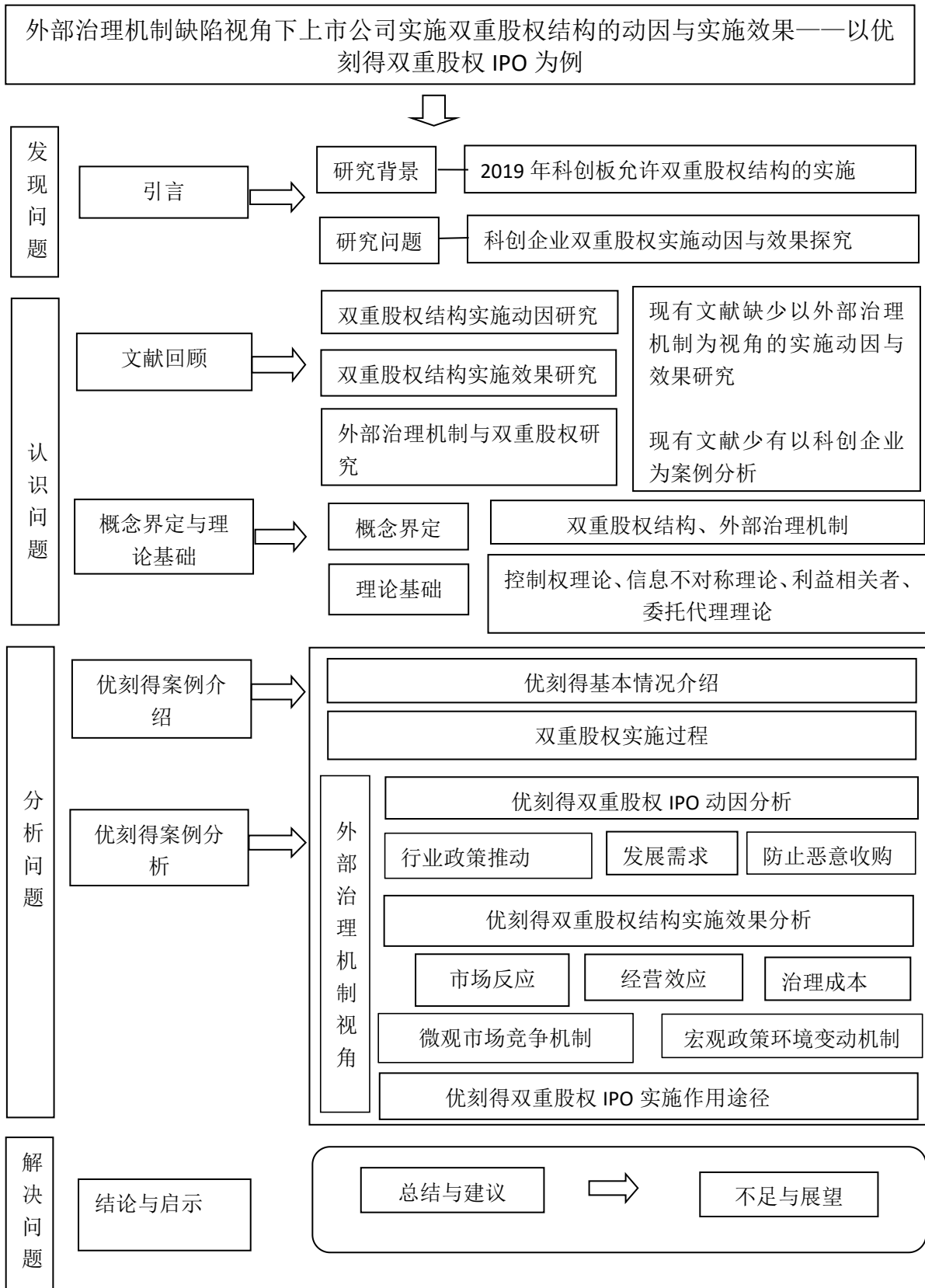


图 1-1 技术路线图

2 制度背景与相关理论基础

2.1 制度背景

2.1.1 科创板设立前我国市场准入制度沿革

我国先前市场准入制度以“核准制度”为主要实施对象。所谓的核准制度具体指的通过公司先在企业内部决议审核通过，在以此为契机向上交所、深交所等证券交易平台提出申请，最后，审核机关在对要上市公司的价值作出判断后，才能确定上市公司能否批准其上市。这样的核准制流程基本上属于一体化的标准形式。其主要实施对象为主板在内的中小企业版、创业板这三大主要市场板块。

我国市场准入制度相对于国外来说整体也较为严格，具体表现我国上市企业为仅仅一股一票，即同股同权的制度。但是，随着企业发展更加多元化、复杂化，以及阿里巴巴等重要企业在国外以“双重股权”上市，这对我国国内资本市场资金注入新鲜活力是不利的。2013年1月，政府对重要大型企业探索实行特殊管理股制度，开创了股权特殊管理的先河，为特殊股权结构在我国发展奠定了基础、引领了方向。2015年，政府在当年有关科创型企业上市管理的意见中指出，要加大推进新一轮企业股份制度的改革，国家将进一步放宽包括双重股权结构股份架构在内的特殊股权架构模式、允许将部分国有资产股份制之后，再进一步的股份制度政策解读与改革，从而更好贴近与融合国内外相关行业资本市场的匹配度。2017年分别出台的科创企业有关的相关制度都将国家股份特殊管理制度与股权多元化作为改革重点。2018年13月由十三届全国人大提出的经济发展草案，正式确立了与竞争行业相匹配的多元股权制度。我国股份制度得到进一步改革与完善。特殊股份制度的建立缓慢拉开序幕。近年我国市场股份制度沿革如下：

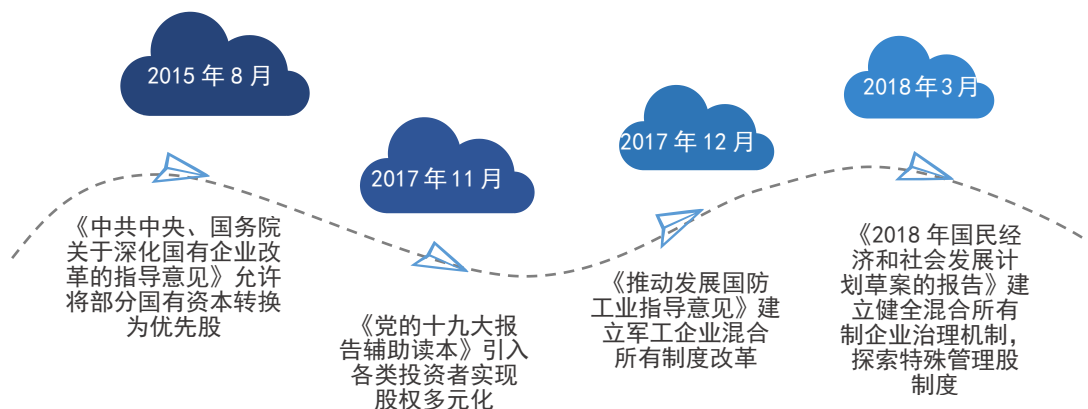


图 2-1 近年我国股份制度沿革时间轴

2.1.2 科创板设立后与其他板块区别

股份改制的车轮滚滚向前，直至 2018 年年底，我国股市市场已经做好充分接纳新型股份改制企业的到来。同年十一月份中上旬，我国政府在首届中国国际进口博览会上宣布将启动设立在原有的三大主板块市场上，新增设一个全新的板块——科创板的到来与建立。次年 6 月 30 日，科创板正式开板，各大企业纷纷申请上市，各行投资者接踵而至。2019 年 7 月 22 日，科创板首批企业上市截至当天晚上 19 点三十分，科创板首次上市的 25 家企业迎来了首日的大幅增长，这说明了大多数投资者对科创板的建立与实施保持乐观积极的态度。2019 年 8 月 8 日，另一批以科创企业为主的相关企业全部成功入驻这一新兴科板块，截止到当年两个月后的月底，共有约计 60 家科创型相关的实体与技术型企业获得了在科板块上市的权利与许可，并可以通过此板块开始是资本市场传统股票交易与投融资。其中 36 家实现首次公开发行并上市交易。截至 2021 年 7 月 21 日，上市公司已达 311 家，总市值突破 4.7 万亿元。311 家科创型企业各个领域皆有涉及，其中包括医药类、高端家居系列、节能环保、新材料等传统与新兴领域。

科创板成立后，我国市场准入制度针对性放宽，具体与主板、新三板制度对比，如图 2-2 所示：

	主板	新三板	科创板
市场类型	场内市场	场外市场	场内市场
上市制度	核准制	注册制	注册制，上交所审核后由证监会决定是否同意注册
存续期	3 年	2 年	3 年
盈利要求	最近 3 个会计年度连续盈利，且累计净利润>300 万；或者营业收入>3 亿	最近 2 个会计年度累计营业收入不低于 1000 万，因研发导致营业收入不足 1000 万的，最近一期净资产不少于 3000 万	符合科创板定位企业的，分为 5 套标准，即： (1) 预计市值≥10 亿元，近两年累计净利润不低于 5000 万； (2) ≥15 亿元，近两年累计净利润不低于 2 亿元； (3) ≥20 亿元，近两年累计净利润不低于 3 亿元； (4) ≥30 亿元，近一年累计净利润不低于 3 亿元； (5) ≥40 亿元，满足技术等国家规定。
现金要求	最近 3 个会计年度现金流量净额>5000 万	要求每个会计期间有持续的现金流动记录	
净资产要求	最近一期不存在未弥补亏损	每股净资产不得低于 1 元/股	

图 2-2 各板块上市条件比较

*数据来源：沪深交易所

相较于其他板块，科创企业上市更具有层次性与条理性，针对不同资金规模的企业拥有不同的营业能力以及净利润方面的要求。

而在科创板企业注册发行上，引人注目的是相关规定中对于投票表决权的细则规定，具体包括设置特殊表决权的时间与限制，例如不同档位的市值对应着不同盈利目标，营业规模与市值 10 亿到 40 亿元四个档次不等，这为规范实施双重股权结构规范上市的企业保持风险规避提供了基石与实施保障。具体汇总如下：

规范性文件	主要内容
《上海证券交易所科创板股票上市规定》	规定“表决权差异安排”中，有关设置时间、限制，特别表决权的排除情形等相关事宜
《科创板股票发行上市核准规则》	规定存在表决权差异安排的发行人股票，其表决权应当符合《上海证券交易所科创板股票上市规则》的规定，发行人的《招股说明书》和保荐人的上市保荐书应当明确满足具体上市标准。

图 2-3 科创企业上市规范文件

*数据来源：上交所等公开资料整理

2.2 理论基础

2.2.1 公司治理理论

公司治理理论认为企业通常因为多方利益不一致，而在企业发展中受到阻碍，为达到更好的公司治理的目的，良好的公司治理应该具有对企业管理层的决策、管理行为进行监督与约束，控制管理者滥用职权便利，牟取短期私利破坏与侵占其他企业利益相关者的既得利益。外部治理机制大体可分为两个层面：一是微观层面，其包括以产品市场竞争为主的市场需求方面的约束机制，以外部大股东的监督为主的监督约束维度，以及以经理人市场为维度的约束监督体系等；二是宏观层面，包括市场需求、法制进程等。外部治理机制中，产品市场竞争机制与企业家声誉机制发挥重要作用，如图 2-4 所示：

双重股权的实施能够使得企业创始人拥有更多的控制权。一方面，作为重要的外部治理机制，激烈的竞争能够提供更多有关管理层的消息，另一方面，在科创企业实施双重股权之后，内部控制人将拥有更大的话语权与决策能力，外部大股东所发挥的监督管理层的作用相对来说进一步降低；科创企业激烈的市场竞争环境，能减少管理层对企业资金的占用，有效抑制企业的过度投资行为，从而保护中小股东利益。

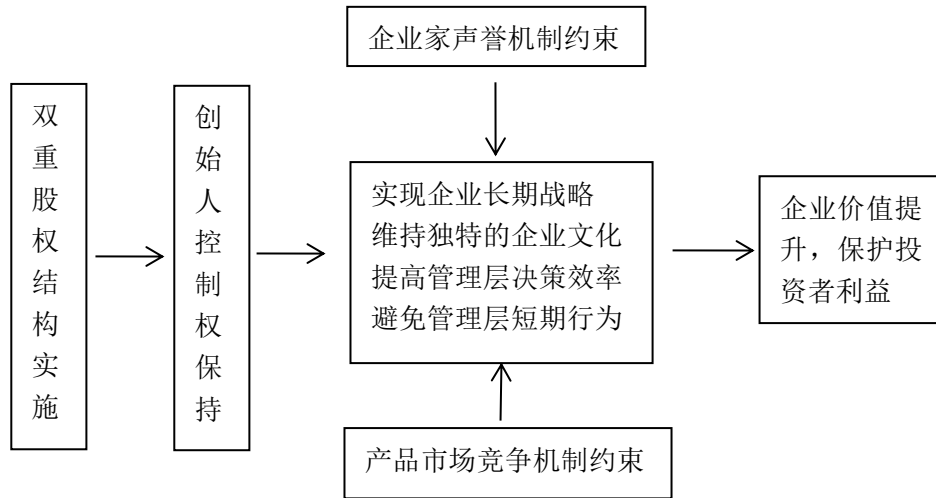


图 2-4 外部治理机制视角下双重股权实施效果框架

2.2.2 声誉效应理论

企业家对声誉的追求基于麦克利兰成就需要理论,以及马斯洛的需要层次理论,他们认为企业家具有一种追求更高精神层次的追求以及尊重的需要和自我实现的需要。Fombrun 和 Rie (2004) 认为声誉不仅是一种无形资产, 它还能带来新的价值, 介于声誉效应理论, 企业家出于自我形象的维护, 会趋同于企业整体利益, 而不是个人私利的牟取。借鉴其对于企业内外部治理机制的运用, 如图 2-5 所示, 该图将声誉-价值循环机制体系分为五个部分, 其中企业家声誉作为重要的传递机制, 承担核心传递角色。一方面, 声誉价值循环能够支持企业相关利益之间的关系绑定与维持, 另一方面, 企业家个人形象能够树立起外界对于该企业整体价值的考量, 当企业家主动维护自身和公司形象时, 企业价值将会有所优化与提升。

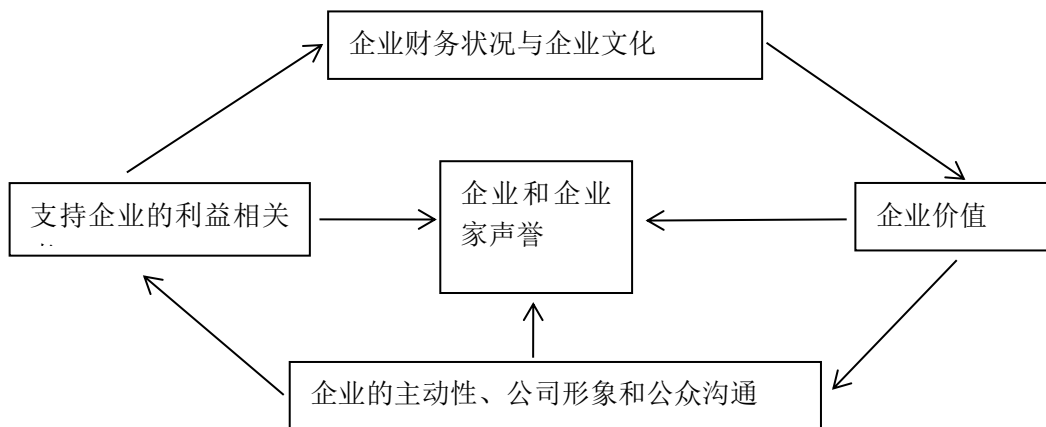


图 2-5 声誉-价值循环机制

2.2.3 委托代理理论

委托代理理论是建立在委托代理关系之上，随着企业规模和决策的变化，委托方与代理方产生了委托代理关系，目标是股东财富最大化的委托方与代理方之间产生了利益冲突。掌握信息资料的代理方与了解程度相对较低的所有者产生了信息不对称的问题。而委托代理理论的重点就在于如何激励机制降低企业代理成本。在双重股权实施背景下，对于第一重委托代理关系，即股东与管理层之间的委托代理关系，创始人在双重股权结构实施下拥有更多控制权，管理层的独立性在某种程度上存在被削减与弱化的趋势。第二重委托代理关系，值得主要是企业拥有大量投票权与股份的大股东与拥有较少股份数量，缺少话语权的中小股东之间的委托代理关系，由于双重股权结构使得创始人掌握更多的信息渠道、资源数据等控制与管理的权利与能力，进而影响企业发展与决策，在此过程中小股东的权益可能导致一些控制权比较集中的公司的大股东在大多数重大公司相关政策、计划方案、决策事项中处于话语权较强的领先地位与阶段，从而在进行一些有关企业重大事件的决策时，掠夺公共资源，侵犯到中小股东的根本利益。本文案例公司所实施的双重股权结构，使得企业创始人控制权区别于其他大股东以及中小股东，从而引发新一轮的委托代理问题。为了解决此类代理问题，可以通过设置创始人行使控制权限、委派独立董事高管来改善代理问题，使得其他大股东与中小股东权益受到保护，从而改善由此带来的代理问题。

3 外部治理机制视角下优刻得双重股权上市案例概况

双重股权结构之所以被称为双重股权，是因为它拥有 AB 两种不同类型的股权架构，具体的 A 类股票通常为企业创始人等特殊持有，他们在拥有同样的股份数的同时，往往拥有更多的话语权与投票表决权，从而对企业决策产生重大影响与相对较大的控制。作为同股不同权的股权架构，双重股权结构有着与以往传统公司实行的股权结构不同的，一种较为常见的特殊股权结构安排方式，全球慢慢演变出其他特殊股权框架模式并加以实践应用。随着上海证券交易所 2019 年有关科创板相关准则的宣布以及相关企业准入申请标准等政策的发布，我国科创板进一步允许了具有特别表决权的股权结构，也意味着我们一般所说的“双重股权”企业得到了上市认可的前提，这在很大程度上放宽了企业上市的条件。

优刻得科技股份有限公司作为中立第三方云计算服务商，创建于 2012 年，该企业立志为客户打造一个安全、可信赖的云计算服务平台，2019 年 6 月 30 日科创板建立，优刻得首当其冲进行双重股权的结构布局并于 2020 年 1 月 20 日正式上市，被誉为“科创板云计算第一股”，与此同时，双重股权实施后创始人控制权与特殊性值得关注由此引发的借由双重股权结构实施上市背后的动机值得关注，研究双重股权结构的实施效果也是政策聚焦的所在。创始人与研究其双重股权上市具有较强的示范作用。本章主要介绍优刻得基本情况；外部治理机制视角下优刻得实施双重股权结构的主要切合案例企业优刻得实际动因的主要分析；以及案例企业优刻得双重股权结构大致实施过程以及实施后续事件的安排。

3.1 优刻得基本情况介绍

优刻得科技股份有限公司（UCloud）成立于 2012 年，在创立伊始，其法定代表人为季昕华，随后有着莫显峰先生以及华琨等管理者的加入，其总部位于杨浦江畔的国际大都市——上海。作为云计算服务商，它是除阿里巴巴云计算服务等电商平台搭建外，拥有独立自主提供第三方云服务的科技型企业，因上市时是该行业公有云第一支上市股票，并且同样也是中国上海证券交易所自宣布接收科创板特殊股权结构的第一支 A、B 股，这种特殊股权设立的科创型上市企业，所以具有“云计算第一股”的美名。优刻得公司的主要业务为提供公共云平台搭建服务、私有云计算服务、以及混合云产品营运相关服务。2019 年，时优刻得至关重要的一年，这一年优刻得完成自身大量融资后，通过企业内部审议决定提出以双重股权结构的特殊股权结构形式，2019 年年中优刻得通过公示拟定方案申请上市，并于 2020 年伊始通过了上海证券交易所的批注，正式入驻科创板板块。

优刻得（UCloud）自 2012 年成立以来，一直为全国、乃至全球的供应商提供优质的云计算相关服务，以及主打提供与私有云产品、公共共享计算服务为主要媒体流行方向的云计算相关产业服务，在其所处的科创企业行业中，其提供的云计算产品与服务也受到了广泛的熟知与认可。优刻得的品牌价值在近年也有所不断的提升。如下表 3-1 显示了 优刻得从 2017 年至 2021 年的主要财务数据和指标。1 其近 5 年优刻得重要财务指标概括如表 3-1 所示：

表 3-1 优刻得 2017-2021 年主要财务数据与财务指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主要财务数据					
资产总额 (万元)	163,858.09	215,581.21	213,257.58	430,464.58	464,905.68
营业收入 (亿元)	8.40	11.87	15.15	24.55	29.01
归属于母 公司所有 者权益(万 元)	117,520.63	172,087.83	173,062.07	325,918.86	269,681.53
净利润(亿 元)	0.71	0.77	0.21	-3.43	-6.33
归属于母 公司净利 润万元	7098.03	7721.23	783.93	-342,758.79	-63,326.12
主要财务指标					
毛利率(%)	36.47%	39.47%	30.04%	29.98%	27.43%
资产负债 率(%)	28.28%	20.17	20.94%	24.19%	24.28%
流动比率 (%)	2.52%	3.02%	2.90%	2.76%	1.26%
速冻比率 (%)	2.28%	2.79%	2.63%	2.57%	1.10%
存货周转 率(次)	61.76	55.97	40.39	40.02	33.16
每股收益 (元)	0.23	0.21	0.06	-0.82	-1.50
稀释每股 收益(元)	0.23	0.21	0.06	-0.82	-1.50
研发投入 占营业收 入的比例	12.68	13.51	13.40	10.00	11.23

*由优刻得 2017-2021 年年度报告整理

从上表可知，优刻得近五年总体财务状况存在一定的不确定性。从盈利能力角度来看，该公司近五年净利润由 0.71 亿元跌至-6.33 亿元跌幅高达 9.92 倍。

从偿债能力角度来看，优刻得近五年资产负债率有小幅下滑，由2017年28.28%降至24.28%，降幅为14.14%。其他财务指标，例如每股收益的由正转负也反映出了优刻得的日常经营，尤其疫情后时代出现了一定的困难。但是，优刻得拥有的较为稳定的偿债与营收能力有着一定的抵御风险的作用。

3.2 优刻得双重股权结构实施动因

3.2.1 行业政策推动

科创型企业作为“科技强国”的重要驱动力，近十余年发展迅速，受到社会各界热切关注。2019年3月，上海证券交易所发布了有关科创板上市相关准则的颁布，正式为“同股不同权”的双重股权结构在我国发展吹响了号角。做为发展更加迅速、营运范围更加开放的科创型市场，其创始人控制权能够对企业决策项目产生作用，在这个节点上，新型双重股权结构的实施，能够发挥企业在此行业发展的有效动能，优刻得企业将其股份分为A类股份以及B类股份两种，即A，B两种股权结构建立，公司规定创始人团队三个人莫显峰、华琨、季新华持有A类股份，其他股民持有B类股权。与传统股权相比，A类股权所拥有的莫显峰、华琨、季新华的股权比例上市前后均仅有26.84%多，但是表决权始终保持在64.71%以上，这决定了此三位创始人在公司日常运营、重大项目决策方面具有很大的表决权与话语权。为企业注入一定的决策保障。

然而与之相不同的是——企业的外部股东，他们往往更加关注企业短期股价增长势头，而不是企业长期的盈利与增长能力，因此，在股东需求异质化的情境下，政策驱动，使得优刻得突出，外部投资者更容易关注到此企业的项目投资，从而间接推动企业向政策利好方面发展。行使投票权从外部治理机制视角下来看，微观层面中的市场竞争力也是优刻得实施双重股权结构的重要实施动因。作为云计算企业，站在企业风口上，顺势而上增加名气的同时，向政策优惠方向普及，给予市场释放利好信号。

3.2.2 企业自身发展需要

大多数科创型企业，在创立之初，创始人往往占有较大话语权，随着公司投融资规模不断扩大、资金池不断延伸，在创始人团队的公司控制权在融资过程中不断被稀释，愈来愈多的外部投资者可能对创始人团队形成干扰，从而导致企业的经营过程中创始人对企业的话语权减弱、决策影响力降低的状况，该类情况时常出现，尤其是在科创型企业。众所周知的苹果公司创始人之一的史蒂芬·乔布斯先生，就曾因为在与斯卡利协商中董事会一边倒向斯卡利，而使其本人丧失了

对公司的管理权。这对企业的运营与发展无疑是巨大的损失。

从外部治理机制视角来看，企业家声誉机制符合这一动机的产生。优刻德双重股权上市，从企业自身发展来看，其主要实施动因一方面便是加强创始人对企业的控制能力。作为共同创始人筹办优刻得有限在上市的季昕华先生，曾于 2004 年 11 月至 2009 年 5 月这五年左右的任职期间，位任腾讯科技有限公司安全中心副总经理这一重要职位，因此季昕华先生对于科技型企业是有足够的了解与团队管理经验的；在此之后的 2009 年 6 月至 2011 年 11 月，季新华先生又兼任上海盛大网络发展有限公司的副总裁与相关云产业的总经理；有过丰富互联网行业管理经验的季昕华、莫显峰、华琨三个创始人，出于企业发展与自身管理经验的结合，很大程度上促进优刻得整个企业实施双重股权结构。据上述数据得知季昕华、莫显峰、华琨联合的股权比例仅为 23.12%，有关优刻得的公司控制权较为稳定。双重股权结构的实施可以较好的保障的创始人团队控制权。另一方面，随着科创相关产业较为迅速孵化发展，衍生出了许多资金融通的途径。根据以上路径，企业结合自身发展需要，将会开拓相关产业资金链，有利于核心竞争力的维持与相关产业的客户黏性与孵化。除此之外，实施双重股权结构还有利于企业相关产业的进一步发展，是站在当时万众创新背景下，期望企业更加快速增长的实施途径。

3.2.3 防止被恶意收购

大多数科创型企业，在创立之初，创始人往往占有较大话语权，随着公司投融资规模不断扩大、资金池不断延伸，在创始人团队的公司控制权在融资过程中不断被稀释，愈来愈多的外部投资者可能对创始人团队形成干扰，从而导致企业的经营过程中创始人对企业的话语权减弱、决策影响力降低的状况，该类情况时常出现，尤其是在科创型企业。众所周知的苹果公司创始人之一的史蒂芬·乔布斯先生，就曾因为在与斯卡利协商中董事会一边倒向斯卡利，而使其本人丧失了对公司的管理权。这对企业的运营与发展无疑是巨大的损失。因此，创始人控制权保持与企业不被恶意收购是企业实施双重股权结构的动因之一。

基于委托代理理论，双重股权制度的实施，使得创始人在拥有不太多的股票数额时，还能对企业的未来发展决策产生较大影响，这一种制度的实施，能够有效降低股东与管理者之间的委托代理问题。与此同时，创始人较为了解本公司的运营状况，能够对点分析企业经营风险与机会，因此，当有恶意收购事件即将发生时，创始人团队中的季新华、莫显峰、华琨三人，在利用专业知识与丰富的实战经验的同时，能够察觉出恶意收购的信号，通过较为丰富的经验与在实施双重股权结构之后，对公司较大的话语权，防止此类事件的再次发生，为企业正常运营提供了保障。再次，随着越来越多的科创企业上市，优刻得的竞争环境将进步

加剧，由此所要面临的资金枢纽问题等都要引起足够重视，由此引发的不确定因素以及被其他资金雄厚的企业防范被恶意要约收购的事件发生。

3.3 优刻得双重股权结构实施过程

3.3.1 优刻得上市前准备

优刻得在经历了增资历程后，优刻得在上市之前的主要股东及其股权结构，具体股权结构如图 3-1 所示：

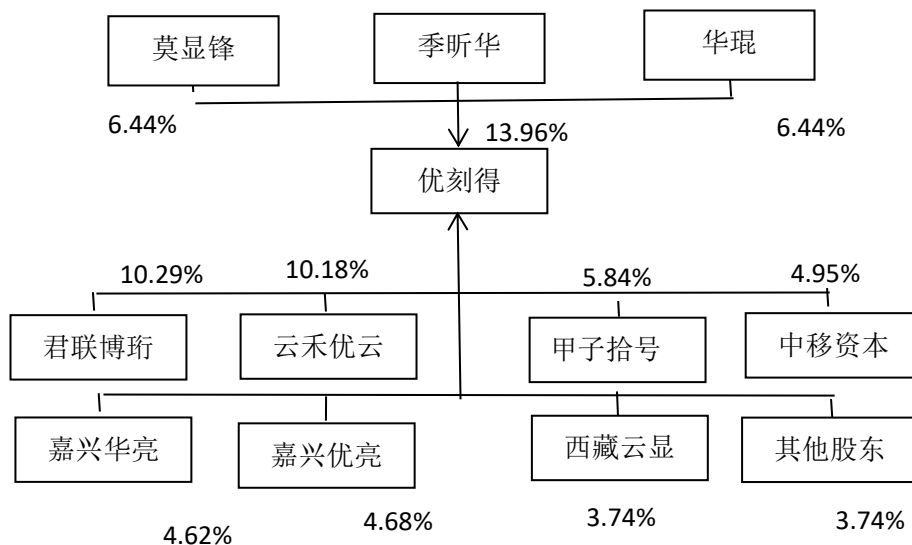


图 3-1 优刻得上市前股权结构

*数据来源：同花顺优刻得股权结构统计整理

由上图 3-1 可以看出，以季昕华为主要大股东的创始人团队三人，拥有公司 26.84% 的股票份额，其次是以互联网健康信息服务为主的云禾集团子公司，云禾优云占比 10.18%，云禾优云占有的股权次于君联博珩的 10.29% 位于第三。其次入资的甲子拾号以及嘉兴华亮，等投资商也都有涉及互联网产业、云计算行业的项目经验。股权所有者的行业类型较为集中。

优刻得于 2019 年 3 月审核通过了安排实施双重股权结构的计划方案，并予以公示。其中有一项公司特殊规定，即 A 股的持有人条件必须为拥有这一种特殊表决权股份的条件，一方面是要在企业做出较为杰出的共享，并且现有的持有股票数量不得少于已发售股份表决权股份的百分之十以上，因此这项规定，直接将优刻得的创始人团队核心成员的三位囊括其中。其他持股的投资者不满足此类条件，不能参与到 A 股的持有名单当中。

以季昕华为主要核心成员的创始人团队三人，在公司拟定的上市方案的特殊规定中，以分别拥有该公司原先股份的一位 13.96% 以及两位 6.44%，而位列前名，

合计拥有企业 26.83% 的股份。当设置 A 股特殊表决权后，原有的其创始人团队三人的一位 13.96% 以及两位 6.44%，其表决权数量增加约原先的一倍左右，即以季昕华为主要核心成员的创始人团队三人，在公司拟定的上市方案的特殊规定中，计算可得他们分别拥有优刻得（UCloud）一位 33.76%、两位 15.52% 的投票表决权，投票表决权总数量占整个企业总股票表决权份额的 64.71%，具体情况如下表 3-2 所示：

表 3-2 优刻得拟定持股与特别表决权

序号	股东名称	持股数（万股）	股权比例（%）	表决权数量（万票）	表决权比例（%）
1	季昕华	5083	13.96	25415	33.67
2	莫显峰	2342	6.44	11714	15.52
3	华琨	2348	6.44	11714	15.52
4	其他重要股东	2664	73.16	26634	35.28
5	公众股东	-	-	-	-
总计		36403	100.00	75478	100.00

*数据来源：优刻得招股说明书

3.3.2 优刻得申请上市

在经历了上述优刻得企业内部拟定由普通股权设置转变为 AB 股特殊股权架构方案通过之后，优刻得的股权结构发生重大变化，创始人团队所拥有的股权占比总额由原来的 26.83%，表决权增加至 64.71%。在完成了既定的方案拟定之后优刻得开启了上市的申请之路，经过企业内部不断协商商讨，以及企业不断向专业团队问询，优刻得于 2019 年 4 月份正式进入问询阶段，长达五个月之久后的 2019 年 9 月，优刻得获得了科创板上市委员会审核通过，并在一个月之后的 2019 年 10 月份，优刻得提交了自身的注册申请，并在 2019 年年底获得了注册申请的有效验证，最终经过多轮的融资和上市申请，优刻得 2020 年 1 月 20 日在科创板正式上市。

如果说上市前的股权变动以及投票表决权的变动，是优刻得拟定双重股权结构引起的，那么上市后创始人团队三人其相应的表决权数量与份额的变化，则是由于上市过程中引入公众股东所引起的，具体优刻得特别表决权数量与比例变化如表 3-3 所示：

表 3-3 优刻得特别表决权数量与比例表

	股东名称	上市前表决权数量（万票）	上市后表决权数量（万票）	上市前表决权比例（%）	上市后表决权比例（%）
1	季昕华	25415	25415	33.67	28.42
2	莫显峰	11714	11714	15.52	13.10
3	华琨	11714	11714	15.52	13.10
4	其他重要股东	26634	26634	35.28	29.78
5	公众股东	-	13961	-	15.60
	合计	503,642,164	89439	894,395,144	100.00

*数据来源：优刻得招股说明书

3.3.3 优刻得上市后续事件

1. 优刻得被上交所三次问询

在成功上市之后，优刻得进行了多次重大项目投资，预计金额与实际投资金额差距较大，潜在着较大的经营风险。2020年11月13日，优刻得收到上交所关于公司向特定对象发行股票的问询函，要求公司就长三角地区和内蒙古数据中心的项目投入情况以及经营险，以及净利率、净资产收益率、存货周转率等财务指标出现较明显恶化的原因进行说明。2021年2月5日，上交所就优刻得向特定对象发行股票再次发送问询函，质疑19亿元投入项目中金额的具体使用情况。2021年5月19日，优刻得再次收到了2020年年度报告的问询函，要求说明公有云业务和各地区业务具体的收入、成本以及毛利率情况，公司需要披露CDN业务成本的具体构成，以及应收账款大幅增长的原因。具体问询事件如下表3-4所示：

表 3-4 优刻得被问询事件回顾表

	问询发出方	质询时间	质询内容	回应时间与内容
第一次被问询	上海证券交易所	2020年11月23日	就长三角地区和内蒙古数据中心的项目投入情况以及经营险，以及净利率、净资产收益率、存货周转率等财务指标出现较明显恶化的原因进行说明	2020年11月定期报告修改及补充披露。12月12日，作为优刻得保荐人的中国国际金融有限公司作出了相关说明

第二次被问询	上海证券交易所	2021年2月5日	质疑19亿元投入项目中金额的具体使用情况	2月23日,优刻得回复了该问询函,并对关于募集说明书中“五、与本次发行相关的风险因素”之“特定风险提示”中部分内容进行了修改
第三次被问询	上海证券交易所	2021年5月19日	就与中国移动通信集团有限公司、好买财富管理股份有限公司、随锐科技股份有限公司3家关联人的日常关联交易金额3.3亿元,远远超出预计的金额——5166万元进行详细披露与说明。	5月28日,优刻得回复了上交所此问询函,并补充披露了包括在产品及周边材料涉及的主要项目以及未完工验收的私有云项目具体情况

以第三次上交所对优刻得出具的《警示函》为例,2021年5月,优刻得投资1亿元认缴北京海誉动想科技股份有限公司(以下简称“海誉动想”)股份431.95万股,持股比例9.3%。公司董事兼首席运营官华琨担任海誉动想董事,根据相关规定海誉动想构成公司关联人。自2021年6月1日起至2021年12月31日,优刻得与海誉动想共发生关联交易金额5935万元,占公司最近一期经审计总资产的1.38%。与此同时,优刻得曾预计2021年度日常关联交易总金额为2.79亿元,并经2020年年度股东大会审议通过。其中,与中国移动通信集团有限公司、好买财富管理股份有限公司、随锐科技股份有限公司3家关联人的日常关联交易预计金额为2.78亿元。2021年度优刻得与上述3家关联人日常关联交易实际发生金额为3.3亿元,远远超出预计的金额——5166万元。

上交所指出,对于上述事项,优刻得未及时履行董事会、股东大会审议程序,且未及时披露。公司直至2022年4月26日、5月27日才分别召开董事会会议、股东大会对上述事项进行补充审议,直至2022年4月27日才予以披露。上交所认为,优刻得上述行为违反了相关法律规定。由此,上交所决定对优刻得采取警示函的行政监管措施。不仅如此,季昕华作为公司董事长、首席执行官、总裁,桂水发作为公司董事、董事会秘书兼首席财务官,未勤勉履行职责,对公司上述行为负有责任,二人也均被采取出具警示函的行政监管措施。

2. 优刻得被媒体舆论报道

作为“云计算第一股”的优刻得一直是社交媒体舆论竞相报道的重点。据统

计 2021 年-2022 年，优刻得相关媒体报道 559 篇、同行业企业澜起科技相关媒体报道 954 篇，优刻得在近两年时间内被媒体报道数呈递增状态，相比澜起科技变动幅度较小。优刻得相关媒体报道篇数如图 3-2 所示：

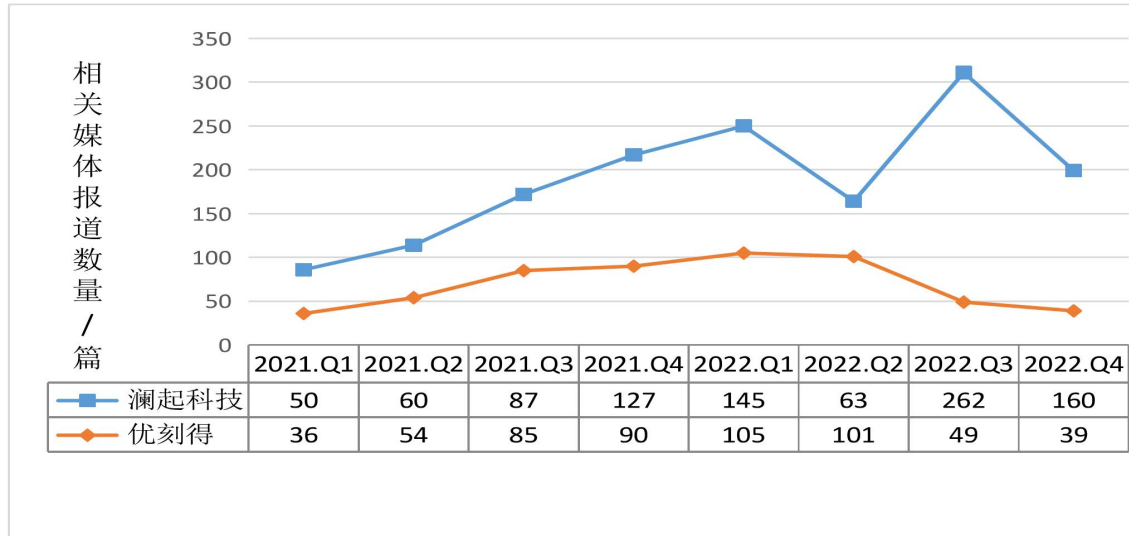


图 3-2 优刻得、澜起科技 2021-2022 年媒体报道总篇数

*数据来源：新浪财经搜索数据统计整理

由图中可以看出，优刻得企业从 2021 年第一季度的 36 篇报道数目，到 2022 年第二季度最高峰的 105 篇报道数目，优刻得的报道数目有所增加，与此同时，澜起科技 2021 年第一季度的 50 篇报道数目，到最高峰值，即 2022 年第三季度的 262 篇，增幅该打 5.2 倍，与此同时，比优刻得的 3 倍增幅高出两倍，说明优刻得被媒体报道的数目并不显著增多。

进一步的，本文通过媒体报道内容的语调的对比不同，本文将媒体舆论大致分为正面报道和负面报道两类，如表 3-5 所示：

表 3-5 优刻得、澜起科技 2021-2022 年正、负面媒体报道篇数

	2021. Q1	2021. Q2	2021. Q3	2021. Q4	2022. Q1	2022. Q2	2022. Q3	2022. Q4
	优刻得							
正面报道(篇)	12	21	30	39	40	40	19	15
负面报道(篇)	24	33	45	51	65	61	30	24
正面报道占总 报道篇数比 (%)	33.34	38.89	40.00	43.34	38.10	39.60	38.75	38.46

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/266005033234010031>