

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2016.05.007

公司二元股权结构研究述评和展望

陆宇建

(南开大学商学院, 天津 300071)

摘要: 随着以信息和互联网为代表的知识经济的发展,越来越多的企业运用二元股权结构赋予创始股东控制公司董事会、进而控制公司重大经营与财务决策的权利,以激励企业家创业和创新。本文首先分析了公司选用二元股权结构的动因,包括保护企业家和创始股东控制权、防止恶意收购、防止职业经理人的利益侵害和行业需要等。其次,从企业家才能、法治传统和成本与收益权衡等角度分析了二元股权结构中所有权与控制权安排的机理。再次,综述了公司选择二元股权结构的经济后果,包括对股价、回报率和财务业绩的影响,对盈余质量和信息披露质量的影响,相关研究结论是混合的。本文认为,需要加强对二元股权结构的经济学理论基础、适用条件、经济后果和投资者保护机制等问题的研究。

关键词: 创始股东; 控制权; 二元股权结构

中图分类号: F272.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2016)05-0086-13

一、引言

企业创始股东的企业家精神和企业家才能是稀缺性资源,是公司价值创造活动的基础。企业创始股东的企业家精神和才能理应受到尊重和保护,否则,整个社会的创业积极性会大幅降低,尤其是对那些以创意和人力资本为核心资源的竞争性企业。欧美多数国家使用二元股权结构甚至多元股权结构保护创始股东控制权(Arugaslan等, 2010)。二元股权结构通常将普通股分为A股和B股: A股一股一个投票权,向社会公众发行,这些股东为外部股东; B股具有超级投票权,通常一股十个投票权,由创始股东及其家族和管理层持有,这些股东为内部股东; B股转换为A股前不能转让。这类声誉卓著的公司有谷歌、阿里巴巴、百度、Facebook、纽约时报、华盛顿邮报、道琼斯、曼联足球俱乐部、伯克希尔·哈撒韦和福特汽车等。西欧上市公司中有近25%、加拿大有近20%的公

收稿日期: 2015-11-01

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71372096); 天津市哲学社会科学研究规划项目(TJGL11-089)

作者简介: 陆宇建(1971—), 男, 南开大学商学院副教授。

司采用二元股权结构。2010—2012在美国发行上市的170家企业中，有20家运用二元股权结构，而2012年发行上市的所有大科技公司均使用二元股权结构，它们是Groupon、LinkedIn、Yelp和Zynga。二元股权结构公司掌握了60%的投票权和40%的现金流权（Gompers等，2010）。

然而，二元股权结构为什么会产生？它又将会带来什么样的经济后果？需要对这些问题进行深入、系统的研究。新古典经济学仅仅将企业视为生产函数，因此企业的产权安排是不重要的。Coase（1937）打开了企业的“黑箱”，开创了企业所有权安排问题的研究。Grossman和Hart（1986）以及Hart和Moore（1990）（被称为GHM范式）认为，由于契约不完全，必须有人拥有企业的剩余控制权，以便在那些未被初始合约规定的或有事件出现时做出相机抉择，它天然地归资产所有者所有，即股东具有公司决策的裁量权，因为其承担了决策的风险。这是“资本强权观”或者“股东利益至上观”的基本逻辑。但是，GHM关于剩余控制权的定义是模糊的。在资本相对稀缺并且相对重要的环境中，尤其是在古典资本主义企业中，资本所有权和经营权合二为一，资本强权观与现实情况比较和谐。但是，一旦进入所有权和经营权相分离的企业，特别是那些以创新的企业家为关键要素的新型企业，资本强权观就显得难以自圆其说。针对GHM的资本强权观，Rajan和Zingales（1998）指出，对任何关键性资源的控制权都是权力的一个来源，而其中的“关键资源”可以是非人力资本，也可以是人力资本，比如天才、创意等。Tirole（1994）也放弃了抽象意义上的剩余控制权概念，并认为拥有信息和知识优势的代理人掌握着运作企业资源的“实际控制权”。因此，公司权力如何在所有者和经营者之间配置，如何在不同类型的股东（如创始股东和外部股东）之间进行配置，在实践中丰富多彩，千变万化。

在我国，有关公司控制权争夺的事件不断上演，如国美电器、绿城集团、雷士照明和万科等公司控制权争夺的惨烈令人们记忆犹新。2013年阿里巴巴赴港上市受阻，一度使二元股权结构问题成为人们争议的焦点。随着企业尤其是民营企业实施股权融资，创始股东的股权被稀释，控制权被弱化，甚至被经理人或机构投资者逐出公司。在美国，苹果公司的创始股东乔布斯一度被迫离开苹果公司长达10年之久；迪士尼的CEO艾斯纳曾经实际控制迪士尼20多年，一度将迪士尼创始股东继承人逐出董事会。传统的公司治理建立在“一股一票”的“公司民主”基础之上，遵循“资本至上”原则，实行所有权与经营权的分离。而二元股权结构将治理控制权和管理控制权合二为一地授予创始股东和企业家，以激励企业家创业和持续创新，这就迫切需要在理论上突破简单的一股一票式的“民主治理”的理论框架，建立公司精英治理和管理模型，以利于充分发挥稀缺的企业家在公司治理和管理中的作用，促进企业长期健康发展；以利于将代表新经济的互联网、文化传媒和高新技术等企业留在国内资本市场上市，增强我国资本市场的活力和发展后劲，提高资本市场的资源配置效率；以利于从法律和政府监管制度上规制内部股东行为，保护中小投资者权益。

本文的主要贡献是：（1）试图对二元股权结构的研究进行较为全面系统的综述；（2）从创始股东企业家才能和企业家精神保护和激励的角度，对现有经济理论的不足提出了批评，对重构基于知识经济的经济理论提出展望；（3）强调股权结构作为融资问题，必须通过治理控制权和管理控制权影响公司经营和财务决策，才能进而影响公司价值和经营绩效，研究二元股权结构的经济后果，不能忽视其中的传导机制。后文安排如下：第二部分综述企业选择二元股权结构的动因，第三部分为选择二元股权结构的机

理，第四部分评述二元股权结构的经济后果，最后为结论和研究展望。

二、企业选择二元股权结构的动因

“一股一票”式的传统公司治理假设股东具有同质性，所有股东的偏好和目标是一致的，但现实经济生活中该假设未必成立。例如，一些投资者追求长期利益最大化，而另一些投资者更关注短期利益，因此他们对公司投票权、控制权、转让权和收益权等股东基本权利的偏好有所不同，出现诸如消极投资者和搭便车等问题。正因为如此，20世纪初，二元股权结构一度被一些企业使用，20世纪80年代以来再度引起广泛的关注。多数欧美国家允许企业选用二元股权结构。这些国家遵循“意思自治”原则，认为公司权力的分配是“公司的内政”，政府不便做过多干预。总体而言，二元股权结构可以赋予这些企业创始股东控制公司董事会，进而控制公司重大经营与财务决策的权力。其动因可以从最优内部人控制假设和控股股东掠夺假设两个竞争性假说来解释。

（一）最优内部人控制假设

1. 保留企业家和创始股东控制权。企业家创业后，如果面临巨大的成长机会，需要大量融资才能实施投资项目。如果公司通过债务融资，势必增加公司的财务风险；如果公司通过普通股融资，势必增加发行在外的有表决权股份，这将稀释企业家和原有股东的控制权，甚至会使得企业家和原有股东失去对公司的控制权。有些创始股东担心失去对公司的控制权，宁愿放弃股权融资，搁置公司发展的机会，这对公司自身、投资者和社会经济发展都不利。解决控制权稀释和股权融资矛盾的手段之一是运用二元股权结构（Chan和Ho，2014）。Jensen等（2014）分析了2002年至2012年5月在美国进行首次公开发行且发行价不低于5美元的1100多家公司，其中大约有9%的公司采用二元或多元股权结构；采用二元股权结构的公司发行价和发行股份的数量上要远远大于一元股权结构的公司；采用二元股权结构的公司留存股份的比率（发行前原始股东所持股份占发行后股份总数的比率）平均为59.4%，要远远低于一元股权结构公司的70.1%，说明二元股权结构使得创始股东不需要担心控制权旁落，可以更大规模地使用普通股融资，为公司发展募集足够的资金，并且市场上的投资者未必厌恶二元股权结构。

2. 防止恶意收购。公司的外部投资者，除了一般意义上的投资者以外，还有竞争对手，会面临竞争对手的敌意收购。20世纪60年代的英国和80年代的美国，敌意接管和杠杆收购潮让不少家族企业失去控制权。于是家族企业纷纷选择二元股权结构来应对敌意收购（DeAngelo和Rice，1983；Jarrell和Poulsen，1988；Lenn等，1990；Moyer等，1992；Bebchuk和Cohen，2005；Davidoff，2014）。在20世纪80年代，超过85%的上市公司选择二元股权结构作为防止恶意收购的手段（Stephen和Aarthy，2013）。

3. 防止职业经理人的利益侵害。由于一般公司所有权和经营权相分离，会出现第一类代理问题。经理人会运用手中的实际控制权侵害股东甚至创始股东的利益。2010年国美电器控股权之争，以陈晓为首的经理层忽视了创始股东黄光裕的利益；迪士尼家族一度被职业经理人艾斯纳排斥在公司控制权之外；乔布斯也曾被逐出苹果公司10年之久。二元股权结构可以使创始股东保留控制权，防止其利益被职业经理人侵害。

4. 谋求公司长期效益。如果公司不使用二元股权结构，公司发行上市后，创始股东的控制权将会被稀释，大量股权将会集中在大机构投资者手中，而这些机构投资者通

常不会关注公司的长期发展（Dalziel等，2011；Stephen和Aarthy，2013）。在美国，共同基金投资组合的年平均换仓率为100%，而对冲基金的年换仓率更是高达300%（Surowiecki，2012）。股票市场价格的波动和资本市场不断发生的疯狂的并购，让上市公司高管层惴惴不安，实质影响了公司中长期战略目标的制定、执行和实现。

一般来说，创始股东比一般的投资者更关注公司创新和长远发展；而一般投资者更关注公司短期财务数据（年报甚至季报）和当前的股价，其行为更为短视。在二元股权结构中，内部股东所持股份不能转让，这会促使公司的内部股东成为忠诚的价值投资者，将创始股东、管理层与短视的资本市场隔离，以便公司进行长期投资和投资于专门性人力资本，而不必为短期经营业绩波动或短期股价波动而过度分心（Denis和Denis，1994；Chemmanur和Jiao，2004；Gomper等，2010）。此外，当公司所处的环境发生剧烈变化时，创始股东和管理层可以更及时地调整公司战略和措施（Jensen等，2014）。如果长期价值投资的外部股东认可公司管理层，他们会心甘情愿地让渡部分表决权。

5. 行业特点和监管约束。Chemmanur和Jiao（2012）认为，三种类型的企业更可能选择二元股权结构。一是那些抵制短期利益诱惑而可以创造大量价值的企业，例如新闻和媒体行业，为了追求暂时的利润而牺牲编辑原则可能会对企业造成灾难性影响；二是由家族创立并运营的企业，企业家享有很高的声誉；三是具有巨大控制权私利的企业。

选择二元股权结构的公司多集中在新闻和媒体类公司、通信网络公司、时尚和家庭用品公司、高科技公司和家族控股公司（Stephen和Aarthy，2013）。在美国，大的媒体公司普遍使用二元股权结构（DeAngelo和DeAngelo，1985；Field，1999；Smart和Zutter，2008；Gompers等，2010；Stephen和Aarthy，2013），如默多克的新闻集团、哥伦比亚广播公司、康卡斯特、有线电视公司、纽约时报、华盛顿邮报、斯科利普斯和自由媒体公司。这些公司为了控制意识形态或追求新闻的真实性或者对严肃话题的报道，不能被短期财务利益所驱使。许多时尚和家庭用品公司也采用二元股权结构，是因为这些公司的品牌往往和其创立的家族相联系，消费者购买的不仅仅是商品，更重要的是品牌，二元股权结构可以促使掌握控制权的家族持续建立和维护品牌形象，加强市场地位和业绩。Masulis等（2011）对45个国家的28 635家家族企业进行研究后发现，家族企业运用金字塔结构、二元股权结构和交叉持股的主要目的不是为了保留控制权，而是为了缓解融资约束。这些企业中有2/3建立了金字塔结构，10%的企业采用交叉持股，15%的企业采用二元股权结构。目前许多科技类公司采用二元股权结构，是为了传承公司的愿景和战略，进行持续创新，保持在行业的领先地位，避免关注短期回报和厌恶风险的投资影响或干预公司的战略决策。

公司采用二元股权结构也可能是为了获得税收优惠或达到监管要求（McGuire等，2014）。例如，美国法律规定，如果母公司拥有子公司80%以上的投票权，那么对该公司进行分拆就可以免税，母公司对子公司就可以运用二元股权结构在IPO融资的同时保留80%以上的投票权。另外，美国法律规定外国资本所持美国电信公司的投票权不能超过20%，加拿大则将该比例设为46.7%，那么这些行业的公司在海外融资时，可以使用二元股权结构，向外国投资者发行无投票权或限制投票权的股份。

（二）控股股东掠夺假设

Berle和Means（1932）指出，所有权和控制权分离是公众公司代理问题的根源。Jensen和Meckling（1976）及其衍生的文献对代理问题如何影响股东价值进行了广泛的讨论。二元股权结构使得公司控制权（投票权）和现金流权的差异较为普遍和严重，内部人对其决策承担的财务后果与其所享有的投票权不匹配，他们可以妨碍甚至阻止公司控制方面的变革以便维护其控制权私利（Jensen和Ruback，1983；Grossman和Hart，1988；Harris和Raviv，1988；Shleifer和Vishny，1997；Dyck和Zingales，2004）。企业选择二元股权结构的收益主要为控制权私利，而成本主要是融资困难和融资成本的上升以及增长机会的损失（Rydqvist，1992；Claessens等，2002；La Porta等，2002；Cronqvist等，2003；Bennedsen等，2010）。

控制权和现金流权的分离，使得掌握控制权的创始股东和管理层可能给自己很高的薪酬和额外津贴，聘任自己的亲朋好友做董事和独立董事，超额收益由其独享，而成本由所有股东共担（Gompers等，2006；Khalil和Magnan，2007；Smart和Zutter，2008）。Masulis等（2009）以美国运用二元股权结构的公司为样本，研究内部人投票权和现金流权的不一致对管理层攫取控制权私利和公司价值损失的影响路径，发现内部人投票权和现金流权的差异越大，公司现金持有对外部股东的价值越小，管理层获得的报酬越高，管理层所进行的破坏公司价值的收购越频繁，资本性支出对股东价值的贡献就越小。Hossain（2014）研究了1996—2009年间发生的并购事件，发现二元股权结构公司并购的公告效应和并购后5年的长期业绩均显著低于一元股权结构的公司，支持控股股东掏空假设。Maury和Pajuste（2011）对七个欧洲国家的公司的研究发现，以下公司更可能将二元股权结构合并为一元股权结构：控制权私利（以控制权和现金流权的差额、存在财务投资者和交叉上市表征）低的公司，具有高成长机会、需要大规模进行外部融资的公司，以及制度环境变化（如法律开始限制二元股权结构）、股权结构统一后公司价值得到提升的公司。Gompers（2006）还认为，创始人之所以选择二元股权结构并非完全是出于经济利益方面的考虑，而是由于经济利益之外的个人满足感。对他们来说，控制报纸的编审方针、制定软件公司的长期策略以及保有对某种商业品牌的持续认可所带来的个人心理满足远大于由此可能会导致的经济损失。

但是，也有一些实证研究结果否定了控股股东掠夺假设。Fama和Jensen（1983）、DeAngelo和DeAngelo（1985）、Denis和Denis（1994）、Dimitrov和Jain（2006）报告：二元股权结构并没有损害股东财富。Jordan等（2014）研究发现，采用二元股权结构的公司较一元股权结构的公司支付的现金股利水平更高，尤其是那些存在与自由现金流相关的严重代理问题和较少投资机会的二元股权结构的公司，支付了更高的现金股利，以此作为事先承诺手段来缓解代理成本，否定了控股股东掠夺假设。

上述研究之所以得出混合的结论，可能是由于样本选择和研究方法的差异；更主要的是没有考虑企业家的特征（如企业家声誉和企业家才能等）、公司的特征（如公司产品的创新程度等）和公司所处行业的特征（如细分行业的竞争程度）等因素。

三、二元股权结构中所有权和控制权安排的机理

（一）企业家才能与控制权安排

熊彼特（1911）认为，经济发展是创新的函数，创新的主体是企业家，只有企业家才能完成各种生产要素的重新组合，创造新型生产力。熊彼特不同意马歇尔关于“企业家是管理者”的观点。作为企业家，一旦不创新，只是执行日常的管理职能，才变成管理者。“现代企业管理学之父”彼得·德鲁克与熊彼特一样认为，在促进经济繁荣方面，企业家比资本家更为关键。熊彼特认为，企业家进行创新的动机，不仅以挖掘潜在利润为直接目的，更重要的是出于“个人实现”的动机，即企业家精神。在早期的企业中，企业家和资本家合二为一。在所有权与经营权分离的现代企业中，企业家与资本家如何分割所有权和控制权，经济理论却显得固步自封。

Coase（1937）关于企业家可以替代市场机制进行资源配置进而降低交易成本的观点的提出，打开了企业“黑箱”。Coase指出：“企业契约的实质是它仅规定了企业家的有限控制权，仅在这个权力范围内，企业家才可以指挥生产要素。”Coase所指的企业家控制权实际上是管理控制权，即在公司内配置资源的权力。企业家控制权对于企业交易成本的节约至关重要，但在交易成本不为零的世界中，产权的初始安排将会影响资源配置效率。Jensen和Meckling（1976）在企业是一系列契约的假设下所提出的代理理论，引入企业家个人效用最大化，强调企业家与投资者之间的控制权安排。企业在无需外部融资的情形下，不存在治理结构，企业属于资本家与企业家合二为一的古典企业，企业家对企业拥有完全的控制权，企业家的目标和股东的目标一致。但在引入外部投资者后，企业家的部分控制权被让渡给外部投资者，原本完全的控制权被分割为不完全的治理控制权和治理控制和管理控制权（覃家琦，2007）。随着Grossman和Hart（1986）以及Hart和Moore（1990）在其不完全契约理论中引入特定控制权和剩余控制权，将抑制代理行为的监督努力转向了控制权配置（Fluck，2010）。Hart（2001）认为，公司价值取决于控制权的配置。人们对融资契约和公司治理结构进行了大量研究，认识到受到融资约束的企业家在融资契约中必须向投资者让渡与公司治理相关的控制权，即治理控制权，这类控制权的配置是否得当将直接影响企业家的激励。但这种治理控制权不同于企业家在企业内部对生产要素的管理与协调。Williamson（1963，1964，1967）以及Rajan和Zingales（1998）等众多学者对管理结构和管理控制权的研究使人们认识到，管理控制权的配置是否得当将直接影响投资决策的执行效果或资本配置效率。而企业家作为企业签约的中心人，是企业治理结构与管理结构的联结点，他的控制权（包括治理控制和管理控制权）将对公司的投资决策和执行产生重大影响。

Aghion和Bolton（1992）证明了企业家控制、投资者控制和状态依存控制的可行性以及每种控制状态下的最优融资。当完全控制权配置给外部投资者是最优时，企业应该通过发行有投票权的权益（一股一票的普通股）来为投资项目融资。由于投资者为整个项目融资，他获得许多甚至全部股份，从而获得对企业的完全控制权。此时企业家将作为投资者的雇员。如果企业家拥有完全的控制权是最优的，那么企业应该发行非投票权益（如优先股）。如果联合所有是最优安排，企业家和投资者应该通过设立合伙制或信托来筹集必要的资金，从而所有的决策都必须获得双方一致的同意。Yerramilli（2011）得出了类似的结论。二元股权结构选择也可以理解为状态依存控制的一种情形，当公司面临很高的不确定性，需要持续创新或关注长远利益时，通过二元股

权结构将控制权配置给具有稀缺的企业家才能的企业家，激励企业家做出高质量的决策，而不是采用“一股一票”的“民主”决策方式，满足企业生存和竞争的需要。因此，在IPO时，企业家会同时选择股权结构、投资项目（风险的大小）和努力程度（Chemmanur和Jiao，2012）。

（二）法治传统和股权结构安排

在19世纪的美国，习惯法和州的公司法的默认规则是“一人一票”，这一传统起源于合伙制企业。在19世纪后期，随着越来越多的无投票权股份的发行，一些州法律改变了“一人一票”的规则，朝着“一股一票”的规则迈进，以维护股权民主。法院基于“合约自由”的理念允许企业发行无投票权或受限投票权的股份。因此，“一股一票”的规则并未得到足够的重视，也不是强制性的，且不同的州的法律要求有所不同。直到20世纪20年代，由于社会公众、学者、政府官员和媒体等对日益增长的投票信托权力的担忧，纽交所拒绝了一项无投票权股份的发行。1940年纽交所正式发文禁止二元股权结构，该文件实施了40多年。直到1984年通用汽车公司以离开纽交所相威胁，要求发行限制投票权股份。美国目前仍有18个州不允许发行不同投票权的普通股。

许多实施习惯法（common law）的国家或地区，只允许一元股权结构，贯彻一股一票的原则，但也有一些国家，如美国，允许企业运用二元股权结构（Chan和He，2014）。法律应该有助于私人秩序和选择，因为有些股东在交易谈判中愿意接受较少的控制权以换取较便宜的股价，法律应该赋予股东选择的权利，而不是代替当事人做出选择。意思自治原则的核心是合同自由原则，参加民事活动的当事人在法律允许的范围内享有完全的自由、意志独立和行为自主，按照自己的自由意思决定缔结合同关系，为自己设定权利或对他人的义务，任何机关、组织和个人不得非法干涉。

（三）成本与收益的权衡

在IPO前，公司的股权掌握在创始股东、风险投资机构和其他投资者手中。在IPO决策中，这些创始股东要进行权衡：为了维持公司控制权而不进行IPO，公司将失去成长机会，如果采用一元化股权结构进行IPO，将失去公司的控制权；二元股权结构可以使创始股东保留超级投票权，可以获得控制权以及控制权私利，但股票不能转让，存在流动性折价，融资成本比较高。创始股东需要在这些成本与收益之间进行权衡（Coates，2001；Gompers等，2010）。

对于外部投资者而言，其投资受限投票权股份，可以在购买价格上享受一定的折扣，可以分享公司发展带来的收益，但是其投票权受到限制。投资者也需要在收益和成本之间进行权衡。2012年，美国只有四家公司股东提交提案要求取消二元股权结构，但这些提案平均只获得33%的支持，其中新闻集团只有28.8%的股东支持提案，而谷歌只有17.7%的股东支持提案（Stephen和Aarthy，2013）。由此可见，大部分外部股东由于信任公司的战略或创始股东而愿意投资于二元股权结构公司的股份，或者说进行成本和收益权衡后选择了这些公司。Dittmann和Ulbricht（2007）以德国1990—2001年间将二元股权结构合并为一元股权结构的公司为样本，研究发现，如果二元股权结构公司内部股东在股权结构一元化过程中失去的控制权很少，这些公司股权结构一元化的可能性更大；那些急需外部融资的公司放弃二元股权结构的可能性也很大，一元化后多发行了新股。可见，二元股权结构的一元化也是内部股东进行成本与收益权衡的结果。

四、二元股权结构的经济后果

这里所指的经济后果主要包括公告的短期财富效应及对股价、回报率和财务业绩的影响，以及对盈余质量和信息披露质量的影响。总体而言，对二元股权结构经济后果的研究结论是混合的。

（一）代理冲突和公告的短期财富效应

部分研究发现，通过调整现有股权结构（一股一票）实现二元股权结构的公告带来正的短期回报率（DeAngelo, 1985; Partch, 1987; Ang和Meggison, 1989; Dimitrov和Jain, 2006）。Hossain（2014）发现，一元股权结构的公司并购的短期市场反应和并购后的长期绩效均比二元股权结构的公司要差。而Seligman（1986）、Rjog和Riding（1986）、Ruback（1988）、Gordon（1988）、Jarrell和Poulsen（1988）以及Khalil和Magnan（2007）发现了负的公告效应。Dittmann和Ulbricht（2007）对1990—2001年间的二元股权结构合并为一元股权结构的德国公司进行研究，合并的短期公告效应显著为正。Khalil和Magnan（2007）分析了1997—2004年间将二元股权结构合并为一元股权结构的样本，发现其股价有显著的上升。Lauterbach和Pajuste（2015）研究了欧洲1996—2009年121家自愿将二元股权结构合并为一元股权结构的公司，结果发现，一方面由于大幅度减少原来持有超级投票权的股东的投票权，股东控制权和现金流权趋于一致，公司治理得以改善，使得公司价值增加；但另一方面，原来持有超级投票权的股东借用股权结构一元化事件使得股价上升的机会，出售部分甚至全部股权从而获利，这又会使公司价值受损；但平均而言，股权结构一元化使得Tobin's Q在统计上和经济上均显著提升。Villalonga和Amit（2006）发现，由于第二类代理问题，运用控制权提高机制的家族企业较其他家族企业的Tobin's Q显著更低。

总之，目前多数研究认为采用二元股权结构的短期财富效应为负，取消二元股权结构的短期财富效应为正。但也有少数研究的结论相反。Hanson和Song（1996）认为，二元股权结构是有助于解决还是加剧了代理冲突目前并无定论。

（二）对股价、回报率和财务业绩的影响

在美国、英国、以色列、加拿大等国家，超级投票权股份的价格高于次级投票权股份的价格（Lease等，1983；Levy，1983），多数研究表明，投票权溢价在5.4%至82%之间，大多数低于50%（Becht等，2002）。Foerster和Porter（1993）以及Swisher（2006）发现，尽管存在超级投票权溢价，但两种股票的回报率相同，甚至次级投票权股票投资者在IPO后3年内获得了显著为正的非常风险调整回报率。Bohmer等（1996）和Anderson和Reeb（2003）的研究显示，首次公开上市后，二元股权结构公司在市场回报率和会计指标上的表现优于一元股权结构公司。Dimitov和Jain（2001）以及Dimitov和Jain（2006）研究了从一元股权结构转换为二元股权结构的公司，发现转换后的公司业绩优良（Jog和Riding，1986；Meggison，1990）。

也有一些研究发现，丹麦和墨西哥公司的投票权溢价为负（Neumann，2003；Valero等，2008）。Smith等（2009）以加拿大上市公司为样本，比较了二元股权结构公司、股权集中的一元股权结构公司和股权分散的一元股权结构公司的价值，发现二元股权结构公司的Tobin's Q比其他两类公司低，股权集中的一元股权结构公司和股权分散的一元股权结构公司的Tobin's Q没有显著差异。Gompers等（2010）也发现，二元股权结

构公司的业绩较一元股权结构公司的业绩要差。Khalil和Magnan（2007）认为，创立二元股权结构后，公司业绩下滑。McGuire等（2014）研究发现，二元股权结构公司较一元股权结构公司避税的金额要小，并且避税金额与投票权和现金流权的差额呈反向变化，这是二元股权结构公司业绩不佳的原因之一。

Chemmanur和Jiao（2012）认为，在美国和其他国家，家族控制的大部分二元股权结构公司并没有破坏其业绩。欧洲委员会（EU）2007年进行的一项实证研究表明，不平等的投票权并没有对公司价值带来任何正面或负面影响，因此，没有在欧盟范围内限制二元股权结构。也正是因为有关二元股权结构对股东财富和公司业绩影响的研究没有得出明确的结论，1988年7月美国证券与交易委员会（SEC）在发布的规则19c-4中没有采纳严格的一股一票的准则，只是不允许已上市公司取消、限制或降低现有股东的投票权。而1990年哥伦比亚特区上诉巡回法院以19c-4处理的是公司治理问题，超过了SEC的权限为由，宣布19c-4无效。

（三）对盈余质量和信息披露质量的影响

Francis等（2005）发现，二元股权结构公司盈余的可信性或质量要低于一元股权结构的公司。Fan和Wong（2002）以及Francis等（2005）也发现二元股权结构公司股票回报率与盈余之间的关联性程度显著低于一元股权结构公司。Niu（2008）研究发现，二元股权结构公司较一元股权结构公司向会计师事务所支付了绝对金额更大的非审计费用，损害了审计的独立性，盈余的信息含量更低。

但是，Nguyen和Xu（2010）发现，拥有二元股权结构的公司进行盈余管理的程度更低，盈余管理与管理层持有的现金流权正相关，与管理层的控制权负相关，公司从二元股权结构转为一元股权结构后，盈余管理增加了。Athanasakou（2010）也发现，二元股权结构公司的管理层免受市场接管和股价波动的影响，迎合证券分析师的动力较小，以应计项目表征的盈余管理程度显著低于一元股权结构的公司；公司将二元股权结构合并为一元股权结构后，盈余管理上升。Kang（2014）以标准普尔1500中的上市公司为样本，研究发现，运用二元股权结构的公司更趋向于聘任行业审计专家以传递高质量会计信息的信号。

因此，二元股权结构对盈余质量和信息披露质量影响的研究发现也是混合的。

（四）简要评价

上述文献对二元股权结构的选择及其经济后果进行了有益的探索，但研究结论是混合的，其原因可能是样本选择和研究方法的问题。二元股权结构作为一种制度安排，有其本身的使用条件，其效果可能随着时间、地点和公司本身的特点而有所不同。此外，上述研究存在三个主要问题：（1）这些研究往往基于某一资本市场的数据库，缺少系统的国际比较；（2）没有分析二元股权结构对我国民营企业创始股东控制权保护的适用性；（3）尽管许多文献关注了创始股东的控制权私利，但对保护中小股东利益的机制少有涉及。

五、主要结论和研究展望

（一）主要结论

企业家精神和企业家才能是稀缺性资源，是公司价值创造活动的基础，是推动经济

发展的原动力。决策权的民主化未必产生优质的决策，企业决策权向少数具有企业家精神和企业家才能精英集中是企业生存和竞争的需要。二元股权结构赋予初始股东控制公司董事会、进而控制公司重大经营与财务决策的权利，可以激励企业家创业和创新。首先，本文综述了公司选用二元股权结构的动因，包括保护企业家和初始股东控制权、防止竞争对手恶意收购、防止职业经理人的利益侵害、实现公司的长期利益和行业需要等。其次，本文从企业家才能、法治传统和成本与收益的权衡等角度，分析了二元股权结构中所有权和控制权安排的机理。再次，本文综述了公司选择二元股权结构的经济后果，包括公告的短期财富效应以及对股价、回报率和财务业绩的影响，也包括对盈余质量和信息披露质量的影响，相关研究结论是混合的。加强对二元股权结构经济学理论基础、适用条件和投资者保护机制等问题的研究，是当务之急。

（二）研究展望

尽管我国A股上市公司中尚没有类似二元股权结构的案例，但在私募股权投资中存在形式不同的二元股权结构，尤其是《公司法》赋予了有限责任公司股东安排公司自身股权结构的自由度。二元股权结构、企业家才能的发挥和股东利益保护是一个重要的课题。本文认为以下问题值得进一步研究。

1. 重构二元股权结构的理论基础。企业使用二元股权结构，尽管通过发行上市募集了发展所需要的资本，但是初始股东和企业家几乎可以像发行上市前一样控制企业。该制度的优势是在公司大规模融资的情况下仍保护企业家和初始股东的控制权，推动企业的持续创新和传承企业品牌与文化。这种制度安排，是现有经济理论所无法解释的。

尽管熊彼特等经济学家强调了企业家创新和企业家精神对经济繁荣的重要性，但是无论是新古典经济学还是新制度经济学，都没有将初始股东的企业家才能和企业家精神，作为和金融资本一样的生产要素去获得企业的控制权和剩余索取权。目前主流经济学理论建立在传统的农业经济和工业经济的基础之上，农业经济和工业经济均是物质资源依赖型经济，物质资源具有明显的排他性特征，使用时会被消耗，随着其使用量的增加，成本越来越高，最终导致边际收益的递减。而目前所处的知识经济中，知识性资源具有共享性，在使用过程中不仅不会消耗掉，还会产生新的知识。信息资源和知识资源在使用时还是一种积累和开发的过程，在重复使用过程中成本递减，从而会带来递增的收益。知识依赖型经济的核心要素已从物质性资源转向知识和智力资源。资本的一般提供者（普通的投资者）往往不具有企业家才能，决策权的民主化难以产生优质的决策，企业决策权向少数具有企业家精神和企业家才能的初始股东集中既是企业生存和竞争的需要，也是发展新经济的需要。因此，需要将企业家才能和物质资本放在平等的地位，重新构建经济学理论，为初始股东获得合理的控制权和剩余索取权提供理论依据。

2. 二元股权结构的适用条件。可以运用国际比较的方法，从三个层面研究二元股权结构的适用条件：一国的经济状况、产业格局、法理制度、监管制度、资本市场环境和文化传统等宏观层面因素；公司所处行业、公司的发展阶段等公司层面因素；初始股东个人特征。可以重点关注以下条件对二元股权结构选择的影响。

（1）投资者结构和投资者成熟程度。在美国直接持有股票的散户大约为10%（Holland, 2013），成熟的投资群体为美国运用二元股权结构奠定了投资者基础，可以运用强调披露的制度，让投资者自己对投资风险做出判断和决策。但我国的股票投资

者大多为散户，投资群体还不太成熟，监管部门是否需要将预防内部股东的权力减少到最低限度？监管部门是否需要设定很高的上市要求并对拟上市公司提交的文件进行严格的审查？需要对投资者进行怎样的教育？即使股票上市的注册制不久后将推行，这些问题仍值得思考和讨论。

(2) 资本市场的有效性程度。相对有效的资本市场，可以对具有不同契约条款的股份进行合理定价。如果外部股东的权力少了，股价自然会打折，这给外部投资者提供了价格保护。我国资本市场在投资者价格保护方面的功能发挥得怎么样？需要在市场制度建设上做什么？这值得继续研究。在我国，无论是国有控股的上市公司还是民营控股的上市公司，股权集中度都比较高，“一股独大”的现象比较严重。我国在2006年之前存在的“股权分置”被认为是影响公司治理的主要因素，由于控制权和现金流权相分离，大股东侵害小股东利益的问题比较严重。二元股权结构的适用条件尤其要谨慎对待。

(3) 诉讼制度。美国较为完善的少数股东保护机制和诉讼文化有效地约束了控股股东的行为，外部股东可以通过诉讼获得补偿。美国允许证券集体诉讼（class action），原告即使败诉也只需要支付自身的诉讼费用，允许律师收取胜诉酬金（contingent fees）。我国也有集体诉讼的司法解释，如何加强集体诉讼的立法和实施，对我国这样一个大起大落的股票市场而言，仍有很多问题值得研究。至于诉讼费用负担方式和胜诉酬金在我国是不是适用也值得研究。

(4) 企业家声誉。以往的研究表明，声誉卓著的企业家，例如谷歌的管理团队，运用二元股权结构不仅保留了控制权，而且为股东创造了可观的财富，为社会提供了深受欢迎的产品和服务。

3. 二元股权结构的经济后果。目前有关二元股权结构经济后果研究的结论是混合的，可能由于股权结构的安排是内生的，也可能由于样本选择和研究方法的不同，以及疏忽了股权结构对公司价值和绩效传递的中间过程。另外，在模型中需要控制产品市场的竞争程度，加入公司投资项目的风险等变量。可以从以下几方面研究二元股权结构的经济后果：

- (1) 二元股权结构对公司投资决策进而对公司价值和绩效的影响。股权结构属于融资问题，目前研究二元股权结构对公司价值和经营绩效影响的文献几乎千篇一律地直接将股权结构和公司价值、经营绩效相联系，而忽视了其中间的传导过程，即股权结构是如何影响公司治理结构，进而影响公司的管理决策（如资本投资、研发创新和人力资本投资等）的，最后才会对业绩产生影响。沿着股权结构安排→治理控制权→管理控制权→管理决策→公司价值和经营绩效这个传导关系，运用多个变量组合并考察变量间的相互关系，揭示企业的股权结构安排、控制结构和投资管理决策行为，有助于企业改善公司治理和管理。
- (2) 二元股权结构对公司治理结构的影响及其程度。对二元股权结构的最大诟病是二元股权结构会弱化公司治理结构，外部股东几乎不可能替换公司董事、挑战管理层以及达成控制权强制转移的交易，这会加剧内部股东和外部股东的利益冲突，从而可能会增加公司融资成本，降低信用评级，削弱投资者对公司的信心。
- (3) 采用二元股权结构后创始股东和中小股东的短期和长期财富效应、公司经营业绩和政府监管成本的变化，引入投资等中介变量，揭示财富效应和公司绩效变化的原因。
- (4) 二元股权结构调整为一元股权结构以后，创始股东和中小股东的短期和长期财富

效应以及公司经营业绩的变化。

4. 规制创始股东行为和保护中小投资者利益的机制。公司治理如何在激励企业家精神发挥和约束企业家借助公司产权安排的缺陷谋求不当私利之间寻求一种平衡?如何在“堵”与“疏”之间拿捏分寸?这些都是值得研究的问题。赋予创始股东控制权可以提高决策效率,激励企业家的创造性,但可能损害中小股东利益,需要兼顾公平和效率,对创始股东的行为加以监督和约束。创始股东保留控制权可以解决第一类代理问题。如何解决第二类代理问题、如何从法律和政府监管制度上规制创始股东行为是保障采用二元股权结构企业健康发展的关键。我国在这些方面的制度还是空白,亟须进行研究。法律或公司治理制度的目的不是让最好的事情发生,而是让坏事不发生,或者在坏事发生后进行及时、合理的补救和处罚。

对二元股权结构争议的焦点是表决权受限的外部中小投资者利益如何保护。由于中小股东的表决权受限和信息不对称,可以从以下几方面构建保护中小投资者的动态、多层次制度:在股票名称上做出显著的标记;对股权结构进行突出和持续的披露;对投票活动进行详细的披露;建立中小股东重大利益问题表决制度;加强独立董事制度和集体诉讼制度;公司章程中规定二元股权结构的有效期限或终止的条件;等等。

最后,由于各种原因,如主要创始股东的离职、公司步入成熟期等,二元股权结构可能终结,这时二元股权结构需要转换成一元股权结构,选择适当的二元股权结构终结方式将涉及公司利益相关者的利益,也会影响公司的平稳健康发展。

主要参考文献

- [1] Ang J S, Megginson W L. Restricted voting shares, ownership structure, and the market value of dual-class firms[J]. *Journal of Financial Research*, 1989, 12 (4) : 301-318.
- [2] Bacon C J, Cornett M M, Davidson III W N. The board of directors and dual-class recapitalizations[J]. *Financial Management*, 1997, 26 (3) : 5-22.
- [3] Bayley K D. Rule 19c-4: The death knell for dual-class capitalizations[J]. *The Journal of Corporation Law*, 1989, 15 (1) : 1-25.
- [4] Boehmer E, Sanger G C, Varshney S B. Managerial bonding and stock liquidity: An analysis of dual-class firms[J]. *Journal of Economics and Finance*, 2004, 28 (1) : 117-131.
- [5] Chemmanur T J, Jiao Y W. Dual class IPOs: A theoretical analysis[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36 (1) : 305-319.
- [6] Easterbrook F H, Fischel D R. *The economic structure of corporate law*[M]. Cambridge: Harvard University Press, 1991.
- [7] Gompers P A, Ishii J, Metrick A. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23 (3) : 1051-1088.
- [8] Holmen M, Nivorozhkin E. The impact of family ownership and dual class shares on takeover risk[J]. *Applied Financial Economics*, 2007, 17 (10) : 785-804.
- [9] Hong H A. Does mandatory adoption of international financial reporting standards decrease the voting premium for dual-class shares?[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88 (4) : 1289-1325.
- [10] Hossain A T. Dual v. single class firms: An acquisition perspective[J]. *Journal of Accounting and Finance*, 2014, 14 (3) : 9-20.
- [11] Jensen M R H, Marshall B B, Jahera J S Jr. Retaining majority ownership and control after the IPO[J]. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2014, 25 (2) : 57-65.
- [12] Masulis R W, Wang C, Xie F. Agency problems at dual-class companies[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64 (4) :

1697–1727.

- [13]Maury B, Pajuste A. Private benefits of control and dual-class share unifications[J]. *Managerial and Decision Economics*, 2011, 32 (8) : 355–369.
- [14]McGuire S T, Wang D C, Wilson R J. Dual class ownership and tax avoidance[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89 (4) : 1487–1516.
- [15]Muravyev A. Dual class stock in Russia: Explaining a pricing anomaly[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2009, 45 (2) : 21–43.
- [16]Neumann R. Price differentials between dual-class stocks: Voting premium or liquidity discount?[J]. *European Financial Management*, 2003, 9 (3) : 315–332.
- [17]Nguyen V T, Xu L. The impact of dual class structure on earnings management activities[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2010, 37 (3–4) : 456–485.
- [18]Niu F. Dual-class equity structure, nonaudit fees and the information content of earnings[J]. *Corporate Governance*, 2008, 16 (2) : 90–100.
- [19]Partch M M. The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth[J]. *Journal of Financial Economics*, 1987, 18 (2) : 313–339.
- [20]Smart S B, Zutter C J. Dual class IPOs ARE underpriced less severely[J].*The Financial Review*, 2008, 43 (1) : 85–106.
- [21]Smith B F, Amoako-Adu B. Relative prices of dual class shares[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1995, 30 (2) : 223–239.
- [22]Swisher J. Dual-class companies: Do inferior-voting shares make inferior investments?[J]. *American Journal of Business*, 2006, 21 (1) : 41–48.
- [23]Zhang Y. Dual-class stocks and the benefits of control[J]. *Applied Economics Letters*, 2007, 14 (4) : 293–297.

Review and Outlook of Dual-class Equity Structure Research

Lu Yujian

(*Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China*)

Abstract: With the development of knowledge economy represented by information and internet, more and more companies use dual-class equity structure to give founding shareholders the rights to control the board, and then to control the company's big operational and financial decisions to encourage entrepreneurship and innovation. Firstly, this paper reviews the literature of motives for using dual-class equity structure, such as protecting entrepreneurs and founding shareholders' control rights and interests, preventing hostile takeovers, avoiding the infringement of interests by professional managers and industry needs. Secondly, it analyzes the mechanism of ownership and control arrangements of dual-class equity structure from the perspectives of entrepreneurship, rule of law, and a tradeoff between benefits and costs. Thirdly, it reviews the economic consequences of dual-class equity structure, including its effects on stock prices, rates of returns, financial performance, earnings quality and the quality of information disclosure. Overall, the findings are mixed. This paper argues the needs to strengthen the study of economics theoretical basis, applicable conditions and economic consequences of dual-class equity structure and investor protection mechanism.

Key words: founding shareholder; control right; dual-class equity structure

(责任编辑: 雨 橙)