

# 双层股权结构研究进展<sup>\*</sup>

王骜然 胡 波

**内容提要:**由于偏离了传统的“一股一票”原则,双层股权结构自问世以来便广受关注。本文从双层股权结构的成因、双层股权结构对企业代理问题的影响、双层股权结构对企业行为与绩效的影响三个方面对相关文献进行了综述,归纳了已取得一致认识的研究结论,并重点剖析了尚未能达成一致认识的研究领域。同时,本文对未来双层股权结构领域的研究重点做出了展望,以期为今后的相关学术研究和政策制定提供参考。

**关键词:**双层股权结构 所有权结构 公司治理 投资者保护

双层股权结构是指公司将发行的普通股分为两类,其中一类股票拥有数倍于另一类股票的投票权。不同于传统的“同股同权”、“一股一票”原则,双层股权结构允许部分股东(通常是企业的创始股东)以“一股多票”的方式,在只持有少数股票的情况下依然能拥有公司的控制权,形成公司投票权和剩余索取权的分离。这种股权结构在欧美等一些国家已经有了很长的历史,并受到了广泛关注。关于双层股权制度,以往的学者总体持质疑和反对的态度,直到近年才开始有越来越多的文章肯定这种股权结构的积极意义。各国政府对这种股权结构的态度也十分谨慎,欧美之外允许企业以双层股权结构上市的国家相对较少,而允许该制度的国家也往往设有相关法律以对企业的两种股票投票权比例、重大事项的投票规则、投资者保护或信息披露等方面进行特别的限制(Howell, 2017)。

中国的资本市场一直实行较为严格的“一股一票”制度,但近年来,情况出现了较大转变。一方面,大量前景可观的中国企业使用双层股权结构赴美上市,引起了国内各界对是否应当放松股权结构限制的激烈讨论;另一方面,我国资本市场股权分散程度的深化和近年此起彼伏的企业控制权争夺事件,也增大了市场探索双层股权结构等新型控制权分配机制的必要性。在市场发展与制度进步的大环境下,2018年以来,香港交易所修改上市规则,允许采用双层股权结构的公司在香港交易所上市,中国内地也开始试点允许部分已采用双层股权结构在境外上市的中国企业以发行存托凭证的方式进入境内资本市场。不仅如此,亚洲各国对双层股权结构的接纳程度也在21世纪以来持续上升。这一系列变化,使得对双层股权结构的深入研究——尤其是当今时代背景下针对新兴市场的双层股权结构研究——具有了十分重要的现实意义。

事实上,尽管学术界对双层股权结构的讨论已经开展了一百余年,研究方法和理论架构都日益成熟,但仍未能达成一致结论。并且,随着现实环境变迁、制度建设完善、资本市场发展、企业特征变化等一系列改变的发生,21世纪以来再度兴起的双层股权结构也与20世纪相比有了不同的含义:(1)由于实践有限和数据不足,对新兴市场背景下双层股权结构影响的研究一直十分匮乏,21世纪以来的政策松动和新的实践,为填补这个重要领域提供了可能。(2)即使是在发达国家,对于什么情况下、具备何种特征的企业适合采用双层股权结构,仍有待从理论和实证两个方面进行更为细致、深

\* 王骜然,中国人民大学财政金融学院,邮政编码:100872,电子邮箱:awang0625@gmail.com;胡波,中国人民大学财政金融学院,邮政编码:100872,电子邮箱:hubo@ruc.edu.cn。特别感谢编辑部及匿名审稿人的宝贵意见,当然,文责自负。

入的讨论,这些讨论对双层股权结构的应用和新型企业的发展有着重要意义。(3)对双层股权结构研究中内生性问题的处理仍有待完善。股权结构的选择毕竟是一个高度内生的过程,近年来,关于因果推断相关的统计方法不断发展,许多国家双层股权结构相关的政策也在逐渐变化,为更好地剖析双层股权结构的影响提供了契机。

因此,在这个时代背景下,本文从双层股权结构的成因分析、双层股权结构对企业代理问题的影响、双层股权结构对企业行为以及绩效的影响等三个角度,对现有的双层股权结构相关文献进行梳理,总结双层股权结构研究的发展脉络,剖析现有研究结论不一致的原因,并对未来双层股权结构领域的研究重点做出展望,以期为我国在双层股权结构方面的学术研究与政策制定提供参考。

## 一、双层股权结构的成因分析

双层股权结构自问世以来,便因不同于传统的“一股一票”原则而饱受争议。19世纪以来,大量学者对双层股权结构存在的原因及合理性进行了探讨。关于双层股权结构出现的原因,可以从市场环境、企业特征以及决策主体等三个方面来考察。

### (一)从市场环境角度分析双层股权结构的成因

从市场环境的角度看,敌意收购事件的增多及实际控制人对企业控制权的执着,是双层股权结构产生的根本原因;日益完善的股东权益保护机制,包括公司法、资本市场信息披露制度、集体诉讼制度以及资本市场规则等制度建设的持续进步,是双层股权结构得以稳定存在的根基。

双层股权结构于1898年在美国问世后(Berle,1926),引起了大量关注与调查,并于1926年被纽约证券交易所明确声明反对使用,只在NASDAQ和AMEX可自由选用。20世纪80年代,随着美国敌意收购浪潮的兴起,许多优质的已上市公司纷纷要求改为双层股权结构,也有越来越多的企业选择以双层股权结构上市。为了竞争优质客户,1985年,纽约证券交易所开始允许企业在一系列限制条件下采用双层股权结构,自此,双层股权结构在美国广泛兴起。稍晚于美国,同样在20世纪,加拿大与欧洲多国也纷纷有限制地放开了双层股权结构,并在制度完善的进程中持续放松对双层股权结构的限制(Zinger,2009)。

Zinger(2009)通过研究美国、加拿大和欧洲使用双层股权结构的情况后发现,市场对双层股权结构的需求,本质上是为了在保持公司控制权的同时仍可以采用股权融资实现企业扩张,而双层股权结构的使用多出现在欧美地区也与这些地区的投资者保护制度相对完善有关。总体来说,外部资本对企业控制权的争夺是双层股权结构兴起的源头;投资者保护制度的完善是双层股权结构获得市场接纳的根基。

### (二)从企业特征角度分析双层股权结构的成因

从企业特征的角度看,企业创新性的提升和长期项目的增多是21世纪以来双层股权结构再度兴起的重要原因。一方面,新兴行业的企业固定资产相对较低、规模相对较小、技术更迭更迅速、竞争也更为激烈,其所面临的被收购风险相对传统行业往往更高;另一方面,这些企业通常需要进行更多研发投入的长期项目,这些项目的顺利实施和最终贯彻也需要长期稳定的管理团队和控股股东予以支持。双层股权结构的采用能够同时满足这两个方面的需求。因此,信息领域技术革新带来的新兴行业的蓬勃发展使得双层股权结构的应用获得了较大提升。

根据美国证券价格研究中心(Center for Research in Security Price,CRSP)的数据,在1988—2007年间,美国上市公司中使用双层股权结构的公司占全部上市公司总数的7.2%,使用双层股权结构较多的行业为计算机、电子设备、通讯传播、打印、化工、测量仪器等,从动态角度看,传统行业对双层股权结构的使用在减少,而新兴行业对双层股权结构的使用则在持续增多<sup>①</sup>。Zhang(2007)通

<sup>①</sup> 数据来源:美国证券价格研究中心。

过利用1990—1999年间Compustat数据库中的美国上市公司数据进行分析后同样发现,媒体行业或年轻企业更倾向于采用双层股权结构,而股票收益波动率高的企业则相对较少采用双层股权结构。中国的情况也是如此,为采用双层股权结构或类似结构而转赴美国上市的企业,也多以新兴行业的高科技企业为主。

### (三)从决策主体角度分析双层股权结构的成因

现实中的企业制度安排,往往既不是单方面的选择,也不是社会福利最大化或交易费用最小化的产物,而是理性当事人在特定环境下相互博弈的结果(杨瑞龙 & 杨其静,2001),股权制度的选择也在这个范畴中。因此,有大量文献从决策主体的角度对双层股权结构的成因进行分析,分为控股股东动机和公众投资者动机两个方面。

就企业原始的控股股东(通常是企业的创始人或管理团队)而言,采用双层股权结构的根本动机是,在获得外部融资和分散风险的同时,保持对企业的绝对控制。并且,这种对控制权的执着通常不是源于对私人控制权收益的渴望,而是为了保有经营决策权(Arugaslan et al, 2010; Bergstrom & Rydqvist, 1990; Dittmann & Ulbricht, 2008; Lauterbach & Yafeh, 2011)。这一点,早在Bergstrom & Rydqvist(1990)利用瑞典上市公司的数据进行分析时就得到了证明。但是,由于早年的数据有限,当时的结论主要是通过文字论述与描述性统计分析得出的,并未能通过实证分析进行佐证。

Arugaslan et al(2010)利用美国1980—2008年间的上市公司数据对Bergstrom & Rydqvist(1990)的研究进行了深化,在对实施双层股权结构的企业的投资活动、兼并与收购、所有权和投票权分配等方面分别进行回归分析后得出了与Bergstrom & Rydqvist(1990)一致的研究结论,指出企业采用双层股权结构上市主要是因为原始股东对企业控制权的执着,而与攫取私人控制权收益或谋取更高的被收购溢价无关。甚至,不少学者对由双层股权结构转为单一股权结构的企业样本进行分析时发现,这类原始股东对决策权的执着,在企业迫于融资需求放弃双层股权结构后仍不会消减(Dittmann & Ulbricht, 2008; Lauterbach & Yafeh, 2011)。

此外,也有部分学者从公众投资者动机的角度进行研究发现,投资者对双层股权结构并不完全处于被动接受状态,这类研究通常都是以现代管家理论为基石进行的。Alchian & Demsetz(1972)早就指出:“当我们投资有些企业时,我们希望永远不要出现一名愚蠢的股东更换掉现在的管理层,我们希望当下的经理人永远在位,这便是我们购买无投票权股票的原因。”时隔半个世纪,Howell(2017)在对美国双层股权结构成因的论证中依然支持了这一观点,并且还指出,有些发展前景很好的企业,原始股东为了保持对企业的控制权往往拒绝在同股同权的情况下上市;允许双层股权结构的存在会使得投资者有机会入股这些企业,分享企业的成长收益。

综合来看,不论是从市场环境、企业特征,还是从决策主体博弈的角度,双层股权结构都有其存在的合理性,并可统一将成因归纳为对长期稳定的控股股东和长期稳定的企业经营策略的追求。本质上,这种股权结构的出现是市场在高度分散的单一股权结构和企业完全私人所有这两种极端情况之间找到了一个中间机制(Deangelo & Deangelo, 1985),这个机制为物质资本和人力资本提供了更为长期和稳固的链接,使企业在所有权高度分散的情况下仍能够像私营企业一样由真正了解企业的专业人士控制,并拥有强大的反收购防御能力(Howell, 2017)。现有文献研究中揭示的双层股权结构的成因都不外乎这个范畴。

事实上,随着经济的发展和制度的完善,资本市场和实体经济领域都发生了一系列变化。首先,投资者保护与信息披露相关的法律法规日益完善,极大地缓解了投资者对持有低投票权股票的担忧,为双层股权结构提供了重要基础。其次,企业内部公司治理结构的完善、企业自身经营复杂度的提升以及股权分散程度的深化,使得分散的股权投资者更多地向企业实际控制人分权成了一种新的双赢。此外,21世纪以来企业融资难度的下降和新兴行业的迅速发展,使得反收购需求和投资创新研发投入等长期项目需求持续上升,也使得企业保障实际控制人职位安全的需求进一步上升。这些

变化客观上都促进了双层股权结构的使用,成为学术界和实务界再度关注双层股权结构的重要原因。

## 二、双层股权结构对企业委托—代理问题的影响

现代企业分工下所有权与经营权分离、所有者与经营者信息不对称和利益不一致,是企业委托—代理问题产生的根本原因,这在实务界主要体现为管理层谋取私人控制权收益、卸责、过度投资和堑壕行为等四个方面。为了掩盖这些问题,又会衍生出信息不透明、财务造假与盈余操纵等行为。直观来看,双层股权结构由于为相同所有权的股票赋予不同的投票权,进一步加大了企业内两权分离的程度,似乎会增大企业的委托—代理问题。但事实上,这种影响是双向的,且需依照高投票权股票持有者身份的不同分情况讨论。

双层股权结构下高投票权股票的持有者可以按是否担任企业高管分为两类:一类仅作为企业的大股东存在,在极少数关键时刻左右高管任免等企业重大决策,而不以高管成员的身份参与企业的日常运作;另一类则在掌握企业多数投票权的同时还担任企业高管,以代理人的身份参与到企业的经营活动中。在第一种情况下,双层股权结构带来的利益冲突主要是高投票权股东与低投票权股东之间的利益冲突,与现存大股东侵吞小股东利益的问题相近;同时,由于双层股权结构的存在,即使企业剩余索取权高度分散,高投票权股票的持有者仍能够扮演大股东的角色,对企业高管进行监督,弱化股东与经理人之间的委托—代理问题。

现实中双层股权结构企业所面临的多数是后一种情况。也就是说,高投票权股票的持有者往往是企业的创始人或创始团队,且在企业上市后仍在企业的高级管理层任职。因此,现存研究双层股权结构的文献也基本都是针对这种情况展开的讨论,因此,本文也主要围绕这种情况进行综述。但值得指出的是,在未来对双层股权结构的研究中,有必要对这两种情况区别进行探讨,实证研究中,也应对高投票权股票持有者是否同时属于管理层成员进行控制,甚至分类讨论。

总体来说,在高投票权股东任管理层的情况下,双层股权结构进一步加大了低投票权股东与代理人之间的两权分离程度,这会导致两个方面的影响:一方面,由于加大了普通股东与代理人间两权分离的程度,双层股权结构进一步锐化了股东与经理人之间的委托—代理问题,使经理人有更大的能力去谋取私人控制权收益,并可以在卸责的同时保持较高的职位安全性。但另一方面,通过为管理层提供更强的职位安全保障,双层股权结构也将代理人与企业主要出资人间的关系更为紧密地链接了起来,降低了管理层短视和堑壕行为的动机。其中,前者会使管理层卸责和谋取私人控制权收益的问题更加严重,并由此引发企业盈余操纵、信息透明度下降等一系列问题,通过最直观的委托—代理问题得到体现;而后者则能够在前者得到有效抑制、经理人有能力并有意愿最大化企业价值的情况下提升企业的投资质量和长期绩效,可以通过对企业行为与长期绩效的分析予以考量。我们首先关注双层股权结构对企业最直观的委托—代理问题的影响,第三部分再讨论双层股权结构对企业行为及绩效的影响。

### (一) 双层股权结构倾向于加剧企业的委托—代理问题

实证研究的结果与理论分析是一致的,总体来看,双层股权结构会加剧企业的委托—代理问题,主要体现在高管谋取私人控制权收益、卸责、企业信息透明度下降等方面。高管谋取私人控制权收益的最直观体现便是获取过高的薪酬待遇。对此较早的研究是 Samrt & Zutter(2003)使用美国上市公司1990—1998年间的数据进行的。实证研究结果发现,实施了双层股权结构企业的经理人薪酬通常更高。但是,由于他们并未对其中的内生性问题进行处理,这项研究结论只能说明双层股权结构和经理人薪酬正相关,但不能推断因果关系。Masulis et al(2009)对 Samrt & Zutter(2003)的方法进行了改进,他们使用 Gompers et al(2010)的具有双层股权结构的1994—2002年间美国上市公司数据,实证检验了双层股权结构对高管薪酬的影响,在使用 Heckman 两阶段方法对样本选择问题进行处理并对可能的反向因果、遗漏相关变量等内生性问题逐个处理后得出了与 Samrt & Zutter

(2003)相同的结论。此外,Masulis et al(2009)还发现,当两权分离程度增大时,企业的现金对外部股东价值更小、经理人更倾向于做出损害股东权益的并购。也就是说,双层股权结构带来的两权分离整体上加剧了企业的委托—代理问题。

此后,Amoako-Adu et al(2011)从契约理论的角度对双层股权结构下经理人高薪背后的原因进行了探究。他们以1998—2006年间在多伦多股票交易所上市的所有双层股权结构企业为样本进行研究发现,家庭成员担任高管的双层股权结构的企业会向经理人支付更高的激励薪酬,这些企业是在通过支付更高的激励薪酬来缓解双层股权结构带来的委托—代理问题。但是,更高的薪酬激励是否能够有效缓解双层股权制企业的委托—代理问题?更高的薪酬是缓解委托—代理问题的原因、还是委托—代理问题导致的结果?这还有待后续的研究进行检验。

关于双层股权结构是否会加剧代理人的卸责程度,尽管难以量化,仍有不少学者从多个角度进行了讨论。Shen(2016)从法律角度研究了低投票权股东的权益保护问题,并指出尽管通过完善相关的法律法规能够解决大多数双层股权结构带来的委托—代理问题,但仍无法有效抑制经理人的卸责行为。因此,在法律法规足够完善的地区,企业需要根据经理人卸责的可能性及其影响来决定是否选择双层股权结构。遗憾的是,Shen(2016)的研究缺乏具体的实证检验。McGuire et al(2014)从企业避税积极性的角度为双层股权结构会加剧经理人卸责提供了实证证据。他们使用Gompers et al(2010)的数据将双层股权结构企业和匹配的单一股权结构企业进行对比分析发现,具有双层股权结构的企业避税程度显著更低,并且会随企业两权分离程度的上升而进一步下降。这表明,采用双层股权结构会增大代理人的惰性、损害股东利益。

不仅如此,经理人惰性的上升还会降低企业的投资效率。对此,Masulis et al(2009)使用美国具有双层股权结构的上市公司的数据做出了验证。研究结果发现,随着企业两权分离程度的增大,企业现金和资本支出对股东的边际价值会更小,市场对企业并购的负反馈也会更多。但是,他们对企业投资绩效的衡量只考虑了短期指标,并未对长期绩效进行考察。其研究结论究竟是源于经理人的卸责和利益侵占,还是源于市场无法对企业的长期投资项目做出准确评估,还有待后续研究使用长期指标进行检验。

相应地,为了掩盖上述委托—代理问题,代理人还会降低企业的信息透明度,加大投资者的监督难度。信息透明度的降低有多种表现形式,但不外乎两个方面,一是减少信息披露,二是对披露的信息进行修饰甚至造假。现有双层股权结构领域的研究,对这两个方面的负面影响都提供了证据。

Lim(2016)和Li & Zaiats(2017)分别使用美国上市公司数据和涵盖澳大利亚、英国等欧亚非、大洋洲19个国家的具有双层股权结构企业的数据研究了其对企业信息披露程度的影响,并得出了致的结论。其中,Lim(2016)只是用买卖差价来衡量信息不对称程度,Li & Zaiats(2017)在此之余还使用知情交易的概率、股票非流动性、日股票收益率为零的概率、分析师预测错误率、分析师预测分散度、盈余管理程度等一系列指标,从交易环境和分析师环境等多个角度对双层股权结构的影响进行了度量,都发现双层股权结构的企业信息不对称程度显著更高。但是,对于可能存在的内生性问题,比如外部股东对信息披露需求较低的企业往往更可能采用双层股权结构,文章并没有进行处理。

Khalil et al(2008)和Niu(2008)则从企业向审计付费的角度分析了双层股权结构如何影响企业的信息披露质量。其中,Khalil et al(2008)以2004年的加拿大上市公司数据为样本进行研究发现,双层股权制企业通常比单一股权制企业支付更多的审计费用。Niu(2008)同样使用加拿大数据从支付给审计机构的非审计服务费角度对上述研究进行了补充,研究结果发现,双层股权制企业会比单一股权制企业支付更多的非审计服务费,表明不对称的控制权分配会加大企业的委托—代理问题,损害审计的独立性。尽管这些文章并未能回答审计相关费用的超额支出究竟是源于双层股权制企业股东要求进行更细致深入的审计,还是源于管理层购买服务庇护其盈余管理行为,但是结合双层

股权制企业信息披露程度总体更低的现实证据来看,我们不难得得到答案。

总体来说,正如学者和实务界所担心的那样,双层股权结构的确会加大企业的委托—代理问题,使经理人谋取更多的私人控制权收益,并在卸责时享有较高的职位安全。与此同时,即使这些问题被持有低投票权股票的股东发现,他们也很难通过投票更换经理人,直到企业被外部接管(Smart et al, 2008)。更进一步地,作为一种经典的反收购防御机制,双层股权结构还会降低控制权市场对企业实际控制人的制约作用(Jarrell & Poulsen, 1988; Lehn et al, 1990)。尽管在IPO后的10年内,双层股权结构和单一股权制企业经历控股股东变更的概率不存在显著差异(Amoako-Adu & Smith, 2001),但就IPO后5年内来看,双层股权制企业被收购的可能性仍显著低于单一股权制企业(Samrt & Zutter, 2003)。

## (二)完善的内外部治理机制能够缓解双层股权结构的负面影响

公司治理的核心是在两权分离的情况下尽可能保障企业的健康发展和出资者的利益最大化,最终结果是由多种内外部治理机制共同作用实现的。因此,配合以完善的内外部治理机制,能够有效缓解双层股权结构带来的负面影响,使其真正实现促进企业长远发展、保障股东与管理层合作共赢的积极作用。

Silva & Subrahmanyam(2007)利用20世纪90年代巴西取消强制要约收购制度的政策冲击为实验,对政策前后巴西双层股权制公司的投票权溢价变化进行研究发现,取消强制要约收购制度会显著增大双层股权结构的投票权溢价,弱化对小股东的保护。然而,当企业公司治理情况好的时候,这项法律变更的影响会被减弱。他们度量企业公司治理水平的公司治理指数(Corporate Governance Index, CGI)包含信息披露、董事会构成、利益冲突程度、公司章程中的股东权益保护条款等四个维度,其中绝大多数都属于内部治理机制,表明内部治理机制能够与外部投资者保护机制互相补充,有效缓解双层股权结构带来的委托—代理问题。Hossain(2015)使用1996—2009年间Compustat数据库中的487件双层股权制企业的收购交易数据进行研究同样发现,内部公司治理机制完善的双层股权制企业的委托—代理问题更小。他们用G-Index(Gompers et al, 2003)和E-Index(Bebchuk et al, 2009)作为公司治理水平的度量指标进行研究发现,完善双层股权制企业的内部治理机制有助于提升其收购窗口期的市场反应和长期并购绩效。

但是,双层股权结构本身就是投资者与经营者间更大程度上进行专业化分工的产物,在本质上必然会削弱股东对经理人的监督能力和股东的决策权,使内部公司治理机制的作用有所减弱。因此,在双层股权结构下,内部治理机制的作用是相对有限的,公司治理水平的根本性提升仍需要通过建立完善的外部治理机制来实现。

企业的外部治理机制主要包括法律环境、产品市场、控制权市场、声誉市场等四个方面。就法律环境而言,在宏观上比较各国双层股权结构下委托—代理问题的严重程度,可提供最直观的答案。Masulis et al(2009)使用美国数据度量双层股权结构对企业委托—代理问题的影响后发现,双层股权结构会加大经理人卸责和谋取私人控制权收益的倾向。然而,Jog et al(2010)使用相同的方法对加拿大上市公司的数据进行分析时却并未发现股东利益被侵吞的情况。

美国与加拿大的环境差异主要体现在三个方面:(1)相对美国,加拿大的股权结构更集中,家族控股企业占比更大,企业的两权分离程度相对较低。(2)针对发行了投票权受限股票的企业,加拿大设有一套专门的监管体系防范低投票权股东的财富被挪用。(3)加拿大的投资者保护体系更为严格,侵吞投资者权益的大股东和经理人将承受较高的声誉损失和法律处罚,这也进一步抑制了控股股东攫取私人控制权收益的动机(Jog et al, 2010)。总体来说,加拿大企业的股权结构特征及其市场的法律环境为其投资者提供了更强的保护,这些保护有效地抑制了双层股权结构可能带来的委托—代理问题。Doidge(2004)使用在美国上市的其他国家的具有双层股权结构企业的数据,也为外部环境能抑制双层股权结构带来的委托—代理问题提供了证据。

在纵向比较方面,Hong(2013)使用2005年强制采用国际财务报表准则(International Financial

Reporting Standards, IFRS)的多个国家的双层股权制企业为样本进行实证研究发现,强制采用 IFRS 会显著降低双层股权结构企业的投票权溢价,这在法律执行力强的国家更为明显。

上述研究都是针对法律制度相对完善、执法效率相对较高的发达国家进行的,就其他国家而言,Muravyev(2013)对俄罗斯企业的研究可供参考。2002 年 1 月,俄罗斯通过立法赋予了无投票权股东对企业重大不利改变投否决票的权利,Muravyev(2013)利用这个政策变化设计准自然实验,使用双重差分法对俄罗斯双层股权制企业在政策前后的企业价值变化进行分析发现,政策出台后,俄罗斯双层股权制企业的股票投票权溢价大幅下降,企业价值有所提升。这表明,即使在执法效率较低的国家,法律机制对双层股权制企业的投资者保护仍具有显著作用。

近年来,随着与投资者保护相关的法律制度的完善、审计制度和会计准则的规范化、企业自身公司治理水平的提升,以及信息流动性上升带来的声誉市场制约能力的提升,开始有研究发现,关于双层股权结构对企业委托—代理问题的影响,事前承诺机制的作用在一定情况下要强于利益侵占假说,这主要体现在双层股权制企业的信息披露质量和现金股利发放等方面(Nguyen & Xu, 2010; Jordan et al, 2014),但这些都是基于美国的数据给出的。对于企业内外部治理机制尚在发展中的新兴市场地区,仍未有学者给出双层股权结构有利于缓解企业委托—代理问题的证据。

综合上述梳理可以看到,在分析双层股权结构对企业委托—代理问题的影响以及考虑是否引入双层股权结构时,不能够脱离企业外部治理机制、内部治理机制和企业股权结构等具体情况而进行讨论。但是,现有从公司治理角度研究双层股权结构的文献大多集中在微观的企业层面或宏观的法制环境上进行探讨,而对其他外部治理机制——包括控制权市场、产品市场和声誉市场仍鲜有涉及。事实上,近几年涌现的根据企业特征分类讨论双层股权结构影响的文献,已揭示了在研究双层股权结构时讨论这些外部治理机制的必要性(如 Chemmanur & Jiao, 2012; Jordan et al, 2016)。考虑到不同地区、不同行业的企业所面临的产品市场和声誉市场存在差异,并进而会影响到双层股权结构的作用,因此,对不同产品市场、声誉市场等外部治理机制的分组分析也是双层股权结构研究亟待补充的重要部分。

### 三、双层股权结构对企业行为及绩效的影响

以投资者正式注资成为股东的时点为分界线,可以将双层股权结构对企业发展的影响,划分为两个方面。在投资者入股前,需考察的是双层股权结构对企业融资的影响,这主要取决于资本市场对双层股权结构的态度;在投资者入股后,需考察的是双层股权结构对企业绩效的影响,这体现了双层股权结构的总体作用,是理论与实务界研究双层股权结构的核心。本部分将对这两个方面分别进行分析。

#### (一) 双层股权结构对企业融资的影响

由于双层股权结构增大了企业的两权分离程度,与传统的“同股同权”原则有显著差异,资本市场总体上对双层股权结构持十分审慎的态度。具体到企业股权融资上,几乎所有研究都认为双层股权结构会增大企业的股权融资难度,实证研究主要从双层股权制企业的资本组成结构和股权结构变更两个方面展开。在对双层股权制度企业的资本结构的研究中,Li et al(2008)利用美国 1995—2002 年间的双层股权结构上市公司进行实证分析发现,机构投资者在该类企业中的股权占比会显著小于其在单一股权制企业中的占比,对于信托责任更大的长期机构投资者而言,这种情况更为显著。考虑到美国股票市场上机构投资者的重要性,Li et al(2008)的研究表明,双层股权结构会显著增大企业股权融资的难度。Dey et al(2016)也对美国双层股权结构企业的资本结构进行研究发现,该类企业的债务融资比重显著高于单一股权结构企业,这个结果也进一步呼应了 Li et al(2008)的研究结论。但是,考虑到高债权融资也是一种减少企业超额现金存量、缓解企业委托—代理问题的重要手段,双层股权制企业的高杠杆现象究竟是股权融资难度大还是股东为提升公司治理水平而进行的主

动选择,Dey et al(2016)并没能给出有力的回答。

Dittmann & Ulbricht(2008)和 Lauterbach & Pajuste(2017)则从企业股权结构变更的角度,证明了双层股权结构相对单一股权结构会增大企业的股权融资难度。Dittmann & Ulbricht(2008)通过分析德国1990—2001年间企业由双层股权结构转为单一股权结构的数据发现,融资约束较大的企业更倾向于进行这项股权结构变更,并且通常在变更后较短时间内就进行股权融资。Lauterbach & Pajuste(2017)将样本扩展到欧洲范围得到了相同的结论。他们的研究从需融资企业股权结构选择的角度,为Li et al(2008)和Dey et al(2016)的研究提供了有力补充,进一步证实了双层股权结构会增大企业的股权融资难度,反映了资本市场的审慎态度。

## (二) 双层股权结构对企业绩效的影响

更多的研究是围绕双层股权结构对企业绩效和市场价值的影响展开。毕竟,是否有必要采用双层股权结构,根本上还是取决于该制度对企业价值的影响。不论是对其所带来的委托—代理问题的讨论还是关于其对企业融资的影响,最终落脚点都在于这种股权结构是否有助于提升企业价值。因此,自从双层股权结构问世以来,学术界与实务界关于这个问题进行了大量的讨论,研究方法与理论框架也日渐成熟。总体来说,围绕这个主题的学术研究,主要沿着两条脉络逐渐发展和深化。一条是对内生性问题的总结、分析和处理;另一条是对不同环境和不同特征的企业群体进行越来越细致的分类分析。前者是方法上的进步,后者是理论上的成熟。本文对文献的评述也会沿着这两条主线展开。

1. 双层股权结构影响企业绩效的早期研究。受限于计量方法和数据的制约,早期针对“双层股权结构对企业绩效的影响”的研究,由于没有对内生性问题进行讨论和处理,通常只能推断出相关性,而难以进行因果判断。这些研究由于既没有控制企业所处环境及企业个体特征的影响,也没有对可能存在的自选择问题进行处理,研究结论始终难以统一。Dimitrov & Jain(2006)使用美国1979—1998年间由一股一票制转为双层股权结构的企业样本进行研究发现,平均而言,以股权结构变更宣告月后4年为窗口期,这项变更会为股东带来高达23.11%的异常收益率。对于变更后增发股票的企业,这个异常收益率更高,达到52.61%<sup>①</sup>。他们由此推断,双层股权结构对企业的市场价值有显著正影响。Chaudhuri & Seo(2012)使用美国1994—2003年间的143起双层股权结构上市公司的股票增发数据进行研究发现,增发公告后企业的股票收益率和长期股市表现都与内部人的两权分离程度负相关,得出了与Dimitrov & Jain(2006)相反的结论。而Lauterbach & Yafeh(2011)使用以色列1990—2000年间由双层股权结构转为单一股权结构的企业数据进行了研究,将股权结构变更的企业和同期未做变更的双层股权结构企业进行了比较,但并没有发现企业绩效或企业价值的显著变化,从而推断股权结构对企业价值没有显著影响。

2. 双层股权结构研究中的内生性问题及其处理。在研究双层股权结构对企业绩效的影响时至少有三个方面的内生性问题是需要考虑的:(1)企业是否采用双层股权结构并不是随机的,通常来说,家族企业、创始人仍在董事会或管理层任职的企业、新闻传媒和高科技行业的企业以及容易谋取私人控制权收益的企业更倾向于采用双层股权结构。这些类型的企业在行为与绩效方面本身就具有独特性,因此,实证结果中双层股权结构和单一股权制企业之间的显著差异未必是由股权结构差异导致的,而可能是自选择的结果。(2)投资者往往更愿意接受业绩表现良好或提供足够折价的企业采用双层股权结构,检验出成功上市的双层股权制企业平均绩效优于单一股权制企业,可能是投资者选择的结果而并非是股权制度本身的影响。(3)考虑到内部人往往比外部人拥有更多的信息,预测企业价值会下降的控股股东更有动力增大自身两权分离的程度,在保持控制权的同时尽可能减少现金流权,双层股权制企业价值更低的实证结果可能是反向因果关系导致的。因此,在研究双层股权结构对企业绩效与价值的影响时,处理好内生性问题十分

<sup>①</sup> 文中的正常收益率为与“行业”及“企业规模”相匹配的一股一票制企业的股票收益率。

关键。

Smart et al(2008)较早地注意到双层股权结构研究中的内生性问题,并以“企业是否设有反收购条款”“企业是否获得 VC 支持”等指标作为“企业是否是双层股权结构企业”的工具变量,使用 IV—2SLS 法对内生性问题进行了处理。他们使用 1990—1998 年间美国上市公司数据进行实证研究发现,双层股权制企业的收益率和盈利能力与单一股权制企业不存在显著差异,但其股价在 IPO 当时及 IPO 五年后都要低于单一股权制企业。这一方面反映出了,在美国这种投资者保护制度相对完善、公司治理机制发展相对成熟的地区,双层股权结构对企业代理问题的影响并不像传统委托—代理理论及投资者认为的那么严重;另一方面也反映出,即使在当今的美国,投资者对双层股权结构也保持着非常审慎的态度。

Gompers et al(2010)对 Smart et al(2008)的内生性处理办法做了进一步的改进,并使用更新的美国上市公司数据支持了其研究结论。他们将其工具变量扩展为“企业所在行业”“是否传媒业企业”“企业名称中是否含有人名”“企业所在州的反收购指数”“企业 IPO 当年的销售额排名”“企业 IPO 当年的利润排名”“企业所在地 Compustat 企业数量占比”“企业所在地 Compustat 企业销售额占比”等八个变量,并使用美国 1995—2002 年间的上市公司数据进行研究发现,双层股权制企业中内部人的现金流权上升对企业托宾 Q 值有正影响,投票权上升对企业托宾 Q 值有负影响,双层股权结构会因为增大企业的两权分离程度而降低企业的股票市场表现。Gompers et al(2010)对双层股权结构内生性问题的处理非常经典,此后双层股权结构领域的相关研究在处理内生性问题时大多是参考其研究方法进行的。

Lauterbach & Pajuste(2015)使用欧洲 1996—2009 年间从双层股权结构转为单一股权结构的 121 家企业为样本,对 Gompers et al(2010)的内生性处理办法做了进一步的扩展。他们利用倾向得分匹配法(Propensity Score Matching, PSM),用“两权分离程度”“是否多地上市”“控股股东是否为财务投资者”“企业所在国”等自变量来计算企业由双层股权结构改为单一股权结构的倾向得分,并据此为处理组企业匹配没有进行股权结构变更的双层股权结构企业作为控制组,通过比较两组企业的价值和托宾 Q 值,对双层股权结构的影响进行分析。他们指出,从委托—代理理论来看,由双层股权结构转为单一股权结构对企业价值有两个方面的影响:(1)通过降低两权分离程度,提升企业的公司治理水平,从而提升企业价值;(2)当控股股东利用股权制度改革溢价卖出股票谋利时,将对企业价值造成负面影响。实证研究结果表明,第一种影响显著高于第二种,由双层股权结构转为单一股权制度有助于提升企业价值。他们的研究不仅是对欧洲情况的一个重要补充,也是使用股权制度变更样本处理内生性问题的一次实践,为后续的内生性问题处理打开了新的思路。

这些文献分别以美国、欧洲和发展中国家的双层股权制企业为研究对象,在对内生性问题进行不同方式的处理后都发现,平均来看,双层股权结构会对企业绩效、企业价值或企业股票市场表现产生负面影响,支持委托—代理理论的观点。这与实务界对双层股权结构的谨慎态度以及双层股权结构在多数市场仅占 10% 左右的应用率也是高度一致的。

3. 双层股权结构对企业绩效影响的分组分析。在研究双层股权结构影响的进程中,与内生性问题处理相伴发展的,是对双层股权结构在不同市场环境下对不同特征的企业产生的影响进行分组分析。较早对企业进行分组分析的是 Anderson et al(2009)。他们使用 2001 年 12 月 31 日的数据对美国工业企业规模进行排序,以其中规模最大的 2000 家企业为样本,按照信息透明度对这些企业进行分组研究发现,双层股权结构对两组企业的影响是截然相反的——在信息透明度高的情况下,双层股权结构以及创始人在董事会任职会提升的企业绩效;然而在透明度差的环境下,控制性股东则会利用双层股权结构侵吞企业资源。

Hoi & Robin(2010)则根据“双层股权结构下的控股股东是否是内部人”对企业进行了分组分析。他们使用美国 1999—2000 年间的上市公司数据进行研究发现,整体而言,双层股权制企业与单

一股权制企业不存在显著的价值差异,但分组分析则差异明显:在双层股权结构企业中,控股股东的内部人程度与企业价值显著负相关,当控股股东的内部人程度较低时,双层股权结构会因为增强了外部大股东的监督能力而提升企业价值;反之,当控股股东的内部人程度较高时,双层股权结构则会因降低外部股东的监督与干预能力而降低企业价值<sup>①</sup>。值得指出的是,他们对内生性问题的处理相对粗糙,只是使用企业规模和行业为指标为双层股权制企业匹配单一股权制企业,并对两组企业进行对比分析。此外,在他们的研究样本中,具有双层股权制的处理组企业仅 209 家,其中控股股东既非高管也非董事会成员的仅有 15 家(7%),但由于样本数量较小,其结论可能会受到极端值的影响或存在其他小样本的问题,还需要以后的研究进行检验。

更进一步地,Chemmanur & Jiao(2012)通过理论模型从企业所处行业和声誉市场的影响方面进行细分研究后指出,当经理人的声誉较好并且企业处在一个高短期不确定性项目与低短期不确定性项目的内在价值差异较大的行业时,双层股权结构对企业绩效有正影响;反之,双层股权结构对企业绩效有负影响。Jordan et al(2016)使用美国数据为 Chemmanur & Jiao(2012)的结论提供了实证支持。他们整合了 Gompers et al(2010)和 Smart & Zutter(2003)中的美国双层股权制上市公司样本,并利用 Compustat 和 CRSP 数据库对遗漏的双层股权制企业进行了手动补充,以作者所能识别的 1991—2001 年间的全部美国双层股权制上市公司为样本进行实证研究发现,双层股权制企业比匹配的单一股权制企业享有更低的短期市场压力<sup>②</sup>、更高的销售额和更大的 R&D 密度,并证明了双层股权结构的确有助于提升高成长企业的市场价值,尽管对非高成长性企业的影响并不显著。石晓军、王骜然(2017)也使用 2004—2013 年间在美国上市的全球互联网企业的数据对此进行了验证,同样发现双层股权结构对企业创新有显著的促进作用。同时,他们还对 Chemmanur & Jiao(2012)的理论模型进行了拓展,进一步指出双层股权结构在不同市场环境下的影响具有显著差异,这是后续双层股权结构研究——尤其是对新兴市场中是否应当引入双层股权结构的讨论所需要注意的。

此外,Nuesch(2016)还从企业外部融资需求的角度,以 1990—1999 年间瑞士上市公司数据为样本对这一主题进行了分析。研究结果发现,尽管整体而言双层股权结构对企业绩效并不存在显著影响,但是当企业需要外部融资时,双层股权结构会提升企业绩效。也就是说,外部融资需求会缓解控股股东和小股东间的代理冲突,从而抑制双层股权结构在代理人利益侵吞和卸责方面的消极影响,使双层股权结构的积极影响得以体现。Nuesch(2016)还进一步改进了 Gompers et al(2010)的内生性处理办法,指出“企业名中是否含有创始人姓名”和“企业是否属于传媒行业”等工具变量本身也会影响企业绩效,不能完全满足外生性的要求,据此,通过使用瑞士的一项法律变更作为工具变量,处理了双层股权结构研究中一直存在的内生性问题<sup>③</sup>,由于法律变更的外生性,其处理方式有更强的说服力。

总体来说,实务界仍应保持对双层股权结构的审慎态度,在考虑是否引入双层股权结构时,应对外部制度与文化环境、本国企业的公司治理水平、股票市场参与者情况等多个方面进行综合、深入的分析。具体到学术研究领域至少有两个方面是值得关注的:(1)内生性问题的处理。企业对股权结构的选择必然是一个内生的过程,与市场环境、企业特点、和公司治理情况高度相关,因此,对内生性问题的处理必不可少。现有文献对这个内生性问题的处理手段主要包括使用工具变量、使用 PSM 构建控制组、利用相关外生政策变化或企业股权结构变更等准自然试验。(2)对双层股权结构在不同情况下的影响要进行区别分析。在法律制度环境不同、企业自身特征不同、企业公司治理水平不

<sup>①</sup> Hoi & Robin(2010)将控股股东的内部人程度分为高、中、低三个级别,分别以控股股东是否是企业高管、非高管控股股东是否在企业董事会、控股股东是否既非高管也非董事会成员为标准。

<sup>②</sup> 这在文章中体现为更少的短期机构持有、更少的分析师报道和更低的被收购概率。

<sup>③</sup> 这项法律生效于 1992 年 6 月,消除了无投票权股票高流动性、受特别保护和财务灵活性三项优势,使得众多企业开始放弃使用无投票权股票。

同或高投票权股票持有者的身份与特征不同等情况下,双层股权结构对企业绩效的影响也是截然不同的。这不仅解释了为何现有研究始终难以得出一致结论,也为今后双层股权结构相关的学术研究、政策制定和企业实践中所需注意的关键要素提供了重要参考。

#### 四、简评与展望

作为一种独特的控制权增强机制,近一个多世纪以来,关于双层股权结构的学术研究和政策探讨从未中断。本文从双层股权结构的成因、双层股权结构对企业公司治理的影响、双层股权结构对企业行为以及绩效的影响等三个方面对双层股权结构相关文献进行了梳理与评述。可以看到,在双层股权结构问世后的一百余年间,学术界对双层股权结构的讨论焦点逐渐由双层股权结构存在的合理性转变为双层股权结构的影响及什么情况下双层股权结构可发挥积极作用。作为与传统的“同股同权”原则不同的控制权分配机制,在双层股权结构出现的早期,相关文献更多的是从法律角度展开的,聚焦于双层股权结构存在的合理性。此后,随着越来越多的国家放松对双层股权结构的限制以及双层股权结构的大量应用,研究的焦点开始转移到双层股权结构对企业委托—代理问题和企业发展的影响上来。同时,对双层股权结构下有效的治理机制设计和投资者保护的讨论,以及何种情况下适合采用双层股权结构的讨论开始涌现。这表明双层股权结构作为一种“同股不同权”的股权结构已经获得了学术界的广泛接纳。

随着相关研究的增多,双层股权结构研究中所使用的计量方法也在持续改进。早期的研究通常使用辅以描述性统计分析的普通回归分析,近十余年来,对内生性问题的处理开始得到重视,涌现了一批针对双层股权结构的内生性处理办法,并在多次应用中持续得到完善。但是,即使对内生性问题进行了处理,不同学者的结论仍存在较大差异。存在差异的原因大致可归纳为以下两个方面:(1)在制度与文化层面,不同国家、不同时期的市场情况——包括投资者保护水平、信息透明度、会计准则的规范性、控制权市场的活跃度、声誉机制的影响力、投资者对双层股权结构的接纳程度等都存在较大的差异,这些因素都会影响双层股权结构的作用机制,使各个影响渠道的强弱发生变化。因此,当使用不同国家或同一个国家不同时期的样本时,关于双层股权结构研究的结论可能会出现显著差异。(2)在企业层面,双层股权结构对处于不同生命周期阶段、不同成长速度、不同行业的企业也会产生不同的影响。因此,不同的样本构成也可能导致结果不稳健,而对企业类型进行细分的研究则往往能够得到一致的结论。

总体来说,现有的双层股权结构研究已经为今后的相关研究提供了很好的影响机制分析思路和因果推断方法。但是,随着政策和环境的变化,未来还有必要对双层股权结构的影响进行更为细致深入的探究。有以下几个值得关注的方面:(1)双层股权结构对企业行为和企业绩效的影响仍未得出一致的结论,对于在哪些情况下会形成双层股权结构,在哪些情况下双层股权结构会比单一股权制度更有利于企业发展和价值提升,仍有待新的理论与实证研究从各个角度予以解答。(2)目前从代理问题角度对双层股权结构研究主要集中在法律法规方面,而较少涉及对内部治理机制、控制权市场、产品市场和声誉机制方面的讨论,对这些机制的探索是双层股权结构研究亟待补充的重要部分。(3)尽管近十余年来文献中已涌现了大量双层股权结构内生性问题的处理办法,但不论传统的工具变量方法还是仍有待完善的倾向得分匹配法,在内生性问题的处理上总是存在较多的弊端,如何更好地处理双层股权结构研究中的内生性问题,值得学者们予以更深入的探索。

此外,现有研究大多是针对发达国家展开的,对新兴市场的研究相对较少,这也是亟待补充的重要领域。通过对现有文献的梳理能够清楚看到,法律制度、控制权市场活跃程度、声誉机制的影响力等外部治理环境会对双层股权结构的作用结果产生较大影响。完善的外部治理机制能够极大缓解双层股权结构带来的委托—代理问题,保障其深化股东与经理人的专业化分工、促进资本与劳动力更深度的合作共赢。但是,当外部治理机制相对欠缺时,双层股权结构所带来的委托—代理问题的

负面作用则会强于其正面作用,从而降低企业价值,损害股东权益。外部制度和市场环境的完善是一个循序渐进的过程。因此,对中国等新兴市场来说,盲目的引入双层股权结构未必是好的,甚至可能会扰乱资本市场,影响企业的稳健发展。我国更需要注意的是:一方面,应持续有针对性地提升法律环境、信息披露机制、声誉机制等外部治理机制的有效性;另一方面,应加强对有效内部治理机制的研究,提升企业通过激励机制设计、内部监督与审计、独立董事制度等自有手段保护股东权益的能力,再在时机成熟时,逐步分阶段的引入双层股权结构。

#### 参考文献:

- 石晓军 王鹫然,2017:《独特公司治理机制对企业创新的影响——来自互联网公司双层股权制的全球证据》,《经济研究》第1期。
- 杨瑞龙 杨其静,2001:《专用性、专有性与企业制度》,《经济研究》第3期。
- Alchian, A. & H. Demsetz(1972), “Production, information costs, and economic organization”, *American Economic Review* 62(5):777—795.
- Amoako-Adu, B. et al(2011), “Executive compensation in firms with concentrated control: The impact of dual class structure and family management”, *Journal of Corporate Finance* 17(5):1580—1594.
- Amoako-Adu, B. & B. F. Smith(2001), “Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class”, *Journal of Banking & Finance* 25(6):1083—1111.
- Anderson, R. C. et al(2009), “Founders, heirs, and corporate opacity in the United States”, *Journal of Financial Economics* 92(2):205—222.
- Arugaslan, O. et al(2010), “On the decision to go public with dual class stock”, *Journal of Corporate Finance* 16(2):170—181.
- Bebchuk, L. et al(2009), “What matters in corporate governance?”, *Review of Financial Studies* 22(2):783—827.
- Bergstrom, C. & K. Rydqvist(1990), “Ownership of equity in dual-class firms”, *Journal of Banking & Finance* 14(2—3):255—269.
- Berle, A. A. (1926), “Non-voting stock and bankers control (1926—1926)”, *Harvard Law Review* 39(6):673—693.
- Chaudhuri, R. & H. Seo(2012), “An agency theory explanation of SEO underperformance: Evidence from dual-class firms”, *Journal of International Financial Markets Institutions & Money* 22(3):575—588.
- Dey, A. et al(2016), “Disproportional control rights and the governance role of debt”, *Management Science* 62(9):2581—2614.
- Dimitrov, V. & P. C. Jain(2006), “Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns”, *Journal of Corporate Finance* 12(2):342—366.
- Dittmann, I. & N. Ulbricht(2008), “Timing and wealth effects of German dual class stock unifications”, *European Financial Management* 14(1):163—196.
- Doidge, C. (2004), “US cross-listings and the private benefits of control: Evidence from dual-class firms”, *Journal of Financial Economics* 72(3):519—553.
- Gompers, P. A. et al(2003), “Corporate governance and equity prices”, *Quarterly Journal of Economics* 118(1):107—155.
- Gompers, P. A. et al(2010), “Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States”, *Review of Financial Studies* 23(3):1051—1088.
- Hoi, C. K. & A. Robin(2010), “Agency conflicts, controlling owner proximity, and firm value: An analysis of dual-class firms in the United States”, *Corporate Governance: An International Review* 18(2):124—135.
- Hong, H. A. (2013), “Does mandatory adoption of international financial reporting standards decrease the voting premium for dual-class shares?”, *Accounting Review* 88(4):1289—1325.
- Hossain, A. T. (2015), “Dual-class firms and governance: An acquisition perspective”, *Managerial Finance* 41(11):1221—1235.
- Howell, J. W. (2017), “The survival of the US dual class share structure”, *Journal of Corporate Finance* 44:440—450.
- Jarrell, G. A. & A. B. Poulsen(1988), “Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence”, *Journal of Financial Economics* 20:129—152.

- Jog, V. et al(2010), “Impact of restricted voting share structure on firm value and performance”, *Corporate Governance: An International Review* 18(5):415—437.
- Jordan, B. D. et al(2014), “Corporate payout policy in dual-class firms”, *Journal of Corporate Finance* 26:1—19.
- Jordan, B. D. et al(2016), “Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure”, *Journal of Corporate Finance* 41:304—328.
- Khalil, S. et al(2008), “Dual-class shares and audit pricing: Evidence from the Canadian markets”, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 27(2):199—216.
- Lauterbach, B. & A. Pajuste(2015), “The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications”, *Journal of Corporate Finance* 31:171—185.
- Lauterbach, B. & A. Pajuste(2017), “The media and firm reputation roles in corporate governance improvements: Lessons from European dual class share unifications”, *Corporate Governance: An International Review* 25(1):4—19.
- Lauterbach, B. & Y. Yafeh (2011), “Long term changes in voting power and control structure following the unification of dual class shares”, *Journal of Corporate Finance* 17(2):215—228.
- Lehn, K. et al(1990), “Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics* 27(2):557—580.
- Li, K. et al(2008), “Do voting rights affect institutional investment decisions? Evidence from dual-class firms”, *Financial Management* 37(4):713—745.
- Li, T. & N. Zaiats(2017), “Information environment and earnings management of dual class firms around the world”, *Journal of Banking & Finance* 74:1—23.
- Lim, L. (2016), “Dual-class versus single-class firms: Information asymmetry”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 46(4):763—791.
- Masulis, R. W. et al(2009), “Agency problems at dual-class companies”, *Journal of Finance* 64(4):1697—1727.
- McGuire, S. T. et al(2014), “Dual class ownership and tax avoidance”, *Accounting Review* 89(4): 1487—1516.
- Muravyev, A. (2013), “Investor protection and the value of shares: Evidence from statutory rules governing variations of shareholders’ class rights in an emerging market”, *Journal of Law Economics & Organization* 29(6):1344—1383.
- Nguyen, V. T. & L. Xu(2010), “The impact of dual class structure on earnings management activities”, *Journal of Business Finance & Accounting* 37(3—4):456—485.
- Niu, F. (2008), “Dual-class equity structure, nonaudit fees and the information content of earnings”, *Corporate Governance: An International Review* 16(2):90—100.
- Nuesch, S. (2016), “Dual-class shares, external financing needs, and firm performance”, *Journal of Management & Governance* 20(3):525—551.
- Silva, A. C. & A. Subrahmanyam(2007), “Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market”, *Journal of Corporate Finance* 13(1):1—24.
- Smart, S. B. & C. J. Zutte(2003), “Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single-class IPOs”, *Journal of Financial Economics* 69(1):85—110.
- Smart, S. B. et al(2008), “What’s in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values”, *Journal of Accounting & Economics* 45(1):94—115.
- Wang, Q. & H. F. Yang(2015), “Earnings announcements, trading volume, and price discovery: Evidence from dual class firms”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 44(4):669—700.
- Yi, Z. (2007), “Dual-class stocks and the benefits of control”, *Applied Economics Letters* 14(4): 293—297.
- Zinger, T. (2009), “Dual-class share structures, founder control and enterprise growth: New insights and directions for research”, *Entrepreneurial Practice Review* 1(1):54—72.

(责任编辑:刘新波)

(校对:刘洪愧)