

# 企业成长性、创始股东特征与双重股权结构选择\*

杜媛<sup>1,2</sup>



(1. 中国海洋大学管理学院, 山东 青岛 266100;

2. 中国企业营运资金管理研究中心, 山东 青岛 266100)

**内容提要:**伴随我国监管部门允许拟上市公司以双重股权结构在科创板上市, 双重股权结构利弊共存的“双刃剑”特征引发了学界的广泛讨论, 而何种企业适合选择双重股权结构的问题也成为监管部门和实务界关注的焦点。本文以1991—2019年赴美上市的中概股双重股权公司为样本, 检验高成长性企业在IPO时是否适合选择双重股权结构。通过非参数检验和大样本实证检验等多种方法发现, 高成长性企业更易选择双重股权结构, 尤其是在创始股东具有较高异质性资源或企业面临较多市场机遇的情况下。从选择结果看, 双重股权公司内部外部股东的价值并不一致, 高成长性企业选择双重股权结构后更有助于企业绩效改善, 但却未能有效促进外部股东价值提升。进一步研究其可能的原因发现, 创始股东自身投入的物质资本越多、两权分离度越低时, 越有助于促进高成长性双重股权公司实现外部股东价值。由此, 本文提出, 出于对异质性资源的保护、对控制权被稀释的担忧, 结合外部股东的支持, 高成长性企业的创始股东更偏好于选择双重股权结构。对监管部门而言, 可将企业的成长性、创始股东的两权分离度及其已投入资本占比结合起来考虑, 以判断拟上市公司是否适合使用双重股权结构。

**关键词:** 双重股权结构 成长性 异质性资源 创始股东 外部股东

**中图分类号:** F272 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2023)07—0135—19

## 一、引言

双重股权结构打破了同股同权的经典假设, 成为当前各国资本市场中的新现象, 我国也分别于2018年和2019年在香港证券交易所和上海证券交易所科创板引入双重股权结构<sup>①</sup>。这种特殊股权结构挑战了股东之间权力的平等性, 相对于传统基于股东权利保护的基本假设而言发生了巨大变化, 为此, 监管部门在允许拟上市公司使用双重股权结构时也采取了相对审慎的态度, 通过诸如强化对申请企业的资质审查等方式以保护广大投资者利益和维护市场秩序。例如, 2020年1月, 优刻得经过了证监会的四轮问询<sup>②</sup>, 问询重点为“该公司是否适合使用双重股权结构”, “特别表决权倍数设置的合理性与必要性”等相关问题。如何识别适合使用双重股权结构的拟上市公司就成为监管部门和实务界关注的重要问题, 这也为理论研究提供了一个新的窗口。

收稿日期: 2022-08-24

\* **基金项目:** 国家社会科学基金一般项目“要素资源视角下民营企业参与促进共同富裕的路径研究”(22BGL027); 山东省自然科学基金项目“异质性资源视角下独角兽企业的培育: 影响机制与实证检验”(ZR202111040116)。

**作者简介:** 杜媛, 女, 副教授, 管理学博士, 研究领域是财务管理、公司治理, 电子邮箱: duyuan2000@163.com。

① 2019年4月, 上交所发布了《科创板股票上市规则》, 首次允许本土企业在科创板发行具有特别表决权的股份。

② 优刻得是我国科创板第一家双重股权结构上市公司, 上市前的问询重点包括: 特别表决权倍数设置的合理性与必要性, 与特别表决权相关的信息是否已全面披露, 特别表决权安排是否能保证公司的治理稳定有效, 以及对中小股东利益的保护等。

双重股权结构将公司股权分成具有不同投票权的两类或多类,形成同股不同权的内外部两类股东。掌握一股多权的内部股东(一般为创始股东,具有高倍投票权)能够以少数资本投入获得多数控制权,成为实质上的控股股东;而外部股东则自愿放弃高投票权股票,持有同股不同投票权的股票。从双重股权结构的作用来看,其制度设计的初衷是使内部股东在公司不断成长的过程中以更少的现金流掌握住公司控制权和投票权(Demsetz 和 Lehn, 1985<sup>[1]</sup>; Deangelo, 1985<sup>[2]</sup>)。从实务来看,双重股权结构能使创始股东避免将自己从小培育到大的公司拱手让人,因此,成长性较高企业的创始股东对双重股权结构有着更强烈的诉求。但是,由于双重股权结构中投票权不同的各类股东利益并不一致,对于选择双重股权结构的高成长性公司来说,其能否带来公司价值和股东价值的提升?尤其是能否保护和促进外部股东的权益?这是一个值得深刻挖掘并检验的现实问题。因此,本文以资源基础理论、控制权理论和利益相关者集体选择理论为基础,探索高成长性企业对双重股权结构的偏好,以及高成长性企业选择双重股权结构后产生的经济后果。相对于已有研究,本文从异质性资源的识别和权利配置角度深化了双重股权结构研究,提出成长性可视为内部股东所投入的多种异质性资源的综合反映,对两权分离度、内部股东已投入资本的研究有助于探索多种异质性资源的控制权安排与收益分配问题,对促进数字经济的发展具有启示意义。

## 二、文献回顾与假设提出

### 1. 选择双重股权结构的影响因素

从经典公司治理理论的视角来看,双重股权结构是一种权责不对称的结构。这是因为,内部股东以较少的物质资本投入换得较高的投票权,并成为公司的管理者和控制权掌控者,控制权集中于内部股东成为双重股权结构权利安排的显著特征。一方面,更有能力的内部股东更能得到外部股东的认可,并容易获得外部股东的控制权转让。Li 等(2019)<sup>[3]</sup>、杜媛(2020)<sup>[4]</sup>、Gompers 等(2010)<sup>[5]</sup>发现,创始股东的影响力、投入的异质性资源、其“个人成就感”等非财务指标是影响双重股权结构选择的重要因素。另一方面,双重股权结构适用于控制权具有价值的公司,如果外部股东相信高层管理者能做出有价值的决策,他们会更愿意把自己的投票权让渡给内部股东(Howell, 2014)<sup>[6]</sup>。Chemmanur 和 Jiao(2012)<sup>[7]</sup>的研究表明,在管理者有天赋、投资项目预期具有高价值但却存在较大不确定性时,双重股权结构更易被选择。

因此,内部股东若要对所投出资本要求更高的投票权,要么需要给出不可计量的对价,如能力、异质性资源;要么需要显示出这些能力、资源在企业中的价值,如企业显示出较高的产品市场竞争能力(杜媛等,2021)<sup>[8]</sup>,以表明内部股东行使一股多权能给企业、外部股东带来更高的价值。从这个角度看,成长性也可视为能力、异质性资源发挥作用的显性结果。企业的高成长性既可以来自于某种超群的能力,也可源于企业独占的资源(Penrose, 1959)<sup>[9]</sup>。而基于同股同权结构的已有文献已发现,成长性对股权集中度存在正向影响(李斌和孙月静,2007)<sup>[10]</sup>,即成长越快的企业股权集中度越高。相比于已有研究,成长性是基于公开披露的财务信息直接计算得出的财务指标,比创始股东异质性资源更具有可得性和易读性,更有助于使信息不对称的外部股东识别出适合使用双重股权结构的企业。综上,本文致力于探讨成长性与具有较高股权集中度的双重股权结构间的关系。

### 2. 成长性对双重股权结构选择的影响

企业成长表现为规模的扩大和经营业绩水平的提高(吴世农等,1999)<sup>[11]</sup>。Penrose(1959)<sup>[9]</sup>认为,企业成长是不断发掘和利用企业内部未利用资源的过程,企业成长的源泉来自内部资源,而资源的利用应依靠各类资源间的协调配置,这构成了企业成长的内生动力,进而构建了“资源决定能力、能力影响成长”的分析框架。要塑造和保持企业的成长性,需要考虑企业的独特性和区别于其他企业的差异性,通过积累和提升企业内部独有的知识、能力和资源将有助于促进企业成长

(Solvay 和 Sanglier, 1998)<sup>[12]</sup>, 即异质性资源是企业成长的重要基础。而异质性资源也是企业创始股东实现控制权需求、防范控制权被稀释以及维护外部股东长期利益的重要来源, 这也成为选择双重股权结构的重要依据。从对异质性资源的保护、对控制权被稀释的担忧、外部股东的支持几个角度看, 高成长性企业的创始股东更偏好于选择双重股权结构。

第一, 对所投入异质性资源的保护和控制是高成长性企业创始股东选择双重股权结构的首要原因。成长性越高, 意味着企业所掌握的资源越多(Solvay 和 Sanglier, 1998)<sup>[12]</sup>, 这些资源来自运营企业的内部股东, 包括可计量的物质资本和不可计量的人力资本、社会资本等。虽然外部股东与创始股东投入的物质资本等价, 但创始股东已投入却难以计入财务价值的异质性资源难以识别, 创始股东需要为之争取相应的控制权, 以形成对这些异质的无形资源收益索取权的保护(Grossman 和 Hart, 1988)<sup>[13]</sup>, 这就需要使用同股不同权的双重股权结构。正如 Blair(1995)<sup>[14]</sup>所言, 对于对企业做了大量难以另作他用的专用性投资的利益相关者而言, 应该从立法角度赋予其对公司治理一定的影响力。而同股同权规则仅注重物质资本, 这将低估内部股东已投入资源的价值, 反而鼓励了实质上的不公平。资源只有被合理利用才能产生效益(夏赞等, 2016)<sup>[15]</sup>, 创始股东投入的异质性资源越多, 越担心外部股东将凭借物质资本投入换来的控制权获得异质性资源的支配权, 并滥用其异质性资源。出于对企业成长过程中已投入异质性资源的保护和控制需求, 创始股东更需要、也更可能选择双重股权结构。

第二, 对成长过程中控制权被稀释的担忧和防范是高成长性企业创始股东选择双重股权结构的另一重要原因。对于成长速度较高的企业, 需要有较多的资本投入以支持其高成长性, 这必然要求更多来自资本市场的外部融资。根据控制权理论, 创始股东获取或维持控制权的最重要来源是投票权(王春艳等, 2016)<sup>[16]</sup>。同股同权规则下, 大量的股权融资必将稀释创始股东的控制权, 使创始股东陷入两难境地。因此, 成长性越高的公司, 其创始股东越偏好于选择双重股权结构, 以保证在实现股权融资的同时防止控制权稀释, 避免将精心培育到大的企业拱手让人。

第三, 外部股东的支持有利于高成长性企业的创始股东选择双重股权结构。高成长性可为外部股东带来更高的长期收益预期, 这将驱动外部股东让渡企业控制权以形成双重股权结构, 创始股东将更容易选择双重股权结构。从外部股东视角看, 一方面, 高成长企业往往意味着创始股东有更高的资源投入, 其投入的资源越多, 外部股东所投入资本的对价越高, 外部股东将越愿意放弃对等的控制权; 另一方面, 企业的高成长性体现了一种管理价值, 即体现了公司管理的质量和公司治理的制度效率(Zingales, 2000)<sup>[17]</sup>。因此, 成长性越高的企业, 其通过高成长实现了对外部股东利益的有效保护, 外部股东越认可公司在 IPO 时选择双重股权结构, 这有利于创始股东设置双重股权结构。

因此, 本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>: 企业的成长性越高, 越有可能在上市时选择双重股权结构。

### 3. 创始股东资源和能力对上市时双重股权结构选择的影响

资源和能力是决定企业成长性的关键因素(Penrose, 1959<sup>[9]</sup>; Solvay 和 Sanglier, 1998<sup>[12]</sup>), 高成长性的企业往往表现为高收益、拥有充足的资源、具有较强的竞争力(李倩和焦豪, 2021)<sup>[18]</sup>。在不完全契约理论中, 资源是权力的来源, 除物质资本外, 创意、人才等关键资源都可成为权力的来源, 并且比物质资本所有权更能有效激励特定投资(Rajan 和 Zingales, 1998)<sup>[19]</sup>。除了来源于契约规定的权力, 公司控制权还来源于创始股东的个人魅力、创业的成功和持续成功所形成的个人权威(朱国泓和杜兴强, 2010)<sup>[20]</sup>。这些难以量化的资源既是影响企业成长性的关键因素, 又是权力的源泉。因此, 在高成长性公司中, 如果这些资源同时来自于某一类股东, 那么这类股东将有机会获得企业的控制权。在双重股权公司中, 创始股东凭借其个人资源和能力创立公司并推动公司成长, 是要求并掌握一股多权的最重要的内部股东。已有研究发现, 创始股东所拥有的财务性资源、关键知识性资源和关系性资源是创始股东要求更高权力的资源基础, 其中知识性资源和关系性资源能

够影响公司的融资政策和治理结构,进而影响创始股东对公司的控制和维持(王春艳等,2016)<sup>[16]</sup>。当企业获得了高成长性,并且与促进高成长有关的能力、资源集中于创始股东等内部股东时,创始股东更有机会获得一股多权,即选择双重股权结构,因此,创始股东的个人能力和社会网络资源均会影响高成长性公司对双重股权结构的选择。

创始股东的个人能力来自其人生经历中不断培养和累积起来的各类资源投入,主要包括受教育水平、岗位经验等(施丽芳和廖飞,2014)<sup>[21]</sup>。受教育水平会影响人的知识水平、认知能力和专业技术水平(Smith等,1994)<sup>[22]</sup>,受教育水平越高,接受新事物、适应新环境的能力越强,由其掌握决策权更容易抓住新市场机遇(Gruber等,2012)<sup>[23]</sup>,促进企业快速成长。丰富的岗位经验可以使创始股东具备管理一个企业所需的各种能力(Randel和Jaussi,2003)<sup>[24]</sup>,了解更多影响企业成长、盈利的因素。在同股同权公司中,创始股东的商业管理能力、学术地位等声誉对吸引外部投资具有积极影响(Levie,2010)<sup>[25]</sup>,在成长性较高的企业中,创始股东若具有较强的个人能力和较高声誉,也将有助于吸引外部股东资本,并使其获得同股不同权的高倍权力。而具有较多成长机会的企业对高水平管理才能的需求将更为迫切(李维安等,2010)<sup>[26]</sup>。管理能力越强,其运用资产的效率越高,能够最大化利用市场机会为企业创造的价值增值越多,由此,外部股东对创始股东的认可程度就越高(姚立杰和周颖,2018)<sup>[27]</sup>。创始股东的个人能力可视为对外部股东利益保护的一种信号,个人能力越强,外部股东越认可高成长性企业选择双重股权结构,创始股东选择双重股权结构越容易。因此,本文提出如下假设:

$H_{2a}$ :当创始股东的个人能力较强时,高成长性企业更易于选择双重股权结构。

创始股东的社会网络资源主要是指个人网络关系所带来的各种资源。本文主要从横向网络(Peng和Luo,2000)<sup>[28]</sup>角度考察创始股东所具有的行业资源,即与其他企业建立起来的社会关系网络,这些网络可以为企业带来更多的信息、资源和其他优势(刘鑫和蒋春燕,2016)<sup>[29]</sup>。当创始股东曾担任过其他公司的中高层管理者时,人际关系带来的直接或间接网络关系能带来多种行业内信息,创始股东在做战略决策时会将其在各个公司所接触的信息和事项转化为自身经验,这将影响创始股东这一企业重要决策者的认知基础和战略决策,使其在决策制定中获得更多关于投资决策的信息和专业知识(陈运森和郑登津,2017)<sup>[30]</sup>。与此同时,高成长性企业拥有较多的投资机会(杨兴全等,2016)<sup>[31]</sup>,社会网络资源将有助于协助创始股东抓住成长机会,使企业在信息资源、商业联系等多方面获益(王营和曹廷求,2014)<sup>[32]</sup>。与控制权分散在众多投资者手中相比,公司的控制权集中在少数投资者手中,更容易达成一致行动(Shleifer和Vishny,1997)<sup>[33]</sup>。因此社会网络资源越丰富,创始股东越需要利用其专有资源迅速抓住机会,越不愿意遵从投票权的“集体决策”,越需要使用双重股权结构以保障自身的发言权,激励其充分运用所拥有的社会网络资源。从信号显示视角看,能带来更多成长机会的社会网络资源也可视为对外部股东利益保护的一种信号,创始股东的社会网络资源越丰富,外部股东越认可高成长性企业的创始股东选择双重股权结构、掌握一股多权,创始股东选择双重股权结构越容易。因此,本文提出如下假设:

$H_{2b}$ :当创始股东的社会网络资源较丰富时,高成长性企业更易于选择双重股权结构。

#### 4. 快速变化的市场机会对投资者偏好双重股权结构的影响

企业成长在本质上就是对不断变化的市场机会的利用,当所在行业处于成长期时,其表现出更大的发展空间、更高的盈利空间、更高的产品需求、更多的投资机会,行业往往会吸引更多竞争者进入(杨兴全等,2016)<sup>[31]</sup>。市场机遇相对较多的高成长性行业,更需要企业敏锐地发现机会、及时地抓住机会,在激烈的竞争中巩固或扩大其市场优势,这也成为投资者认同创始股东选择“高倍股权”的重要原因。

一方面,同股同权结构以股东“同质化”为假定,包括股东所投入资本的同质、股东个人能力同质和股东的利益目标同质(利己主义经济人),于是股东平等被简单地理解为股份平等的“同股同

权”(汪青松和赵万一,2011)<sup>[34]</sup>。股份公司股东的“异质化”早已被法学界专家所深入讨论(Berle, 1926)<sup>[35]</sup>,并在公司的内部权力设计和实际运作中越来越多地表现出来(汪青松和赵万一, 2011)<sup>[34]</sup>。股东认知和偏好的巨大差异必然会对其投票行为产生复杂而深刻的影响(汪青松, 2015)<sup>[36]</sup>,异质化股东在同股同权规则下既影响决策的公平性,又影响决策效率。推动企业实现高成长的创始股东拥有更多的内部信息、资源和能力,相对于中小股东,创始股东将更擅长抓住机遇,提高公司价值。另一方面,投票权越分散,凭借其资本获得投票权以参与决策的股东人数就越多,决策效率降低,这对于拥有较多市场机遇和发展机会、需要迅速决策的高成长性企业尤其不利。同股同权制度下,伴随股权融资下控制权的逐步分散,成长性高的企业必将面临决策效率的挑战,而双重股权结构则能保证创始股东具有较集中的决策权,实现较高效的决策。出于抓住市场机遇、提高决策效率的目的,基于股东异质化的现实,高成长性行业企业的创始股东往往更需要使用双重股权结构来获得超额投票权,以提高公司的决策效率。

因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>:在面临较多市场机遇的行业中,高成长性企业更易于选择双重股权结构。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文以赴美上市的中概股公司为样本。参照Li等(2019)<sup>[3]</sup>、杨菁菁等(2019)<sup>[37]</sup>的做法,利用万得(Wind)数据库选择了1991—2019年赴美上市的全部中概股公司,共306家。本文通过逐一查阅年报来辨别该公司是否采用双重股权结构,剔除相关数据缺失样本后,得到229家样本公司,其中双重股权公司82家。

因本文的研究问题是公司在上市时是否选择双重股权结构,而有的公司在上市前就已经采用了双重股权结构,不符合研究需要,需剔除这些样本,因此本文又逐一查找82家双重股权公司的招股说明书<sup>①</sup>,共剔除13家上市前一年已采取双重股权结构的公司,最终得到双重股权公司70家、同股同权公司147家,共217家。本文统计了截至2019年末在美上市的中概股公司行业分布(如表1所示),在批发和零售业、服务业中,以双重股权结构上市的中概股公司占比最高,分别为52%、47%。这表明,双重股权结构的选择与行业特征有关,在有发展潜力、成长较快的轻资产行业中,以双重股权结构上市的公司比例较大。

表1 截至2019年末的中概股公司行业分布

行业	同股同权	双重股权	总计	双重股权公司占比
采矿业	3	0	3	0.00
服务业	66	59	125	0.47
建筑业	1	0	1	0.00
交通运输、仓储和邮政业	13	4	17	0.24
金融业	25	11	36	0.31
农林牧渔	2	0	2	0.00

<sup>①</sup> 首先,通过招股说明书/注册说明书草案(FI/DRS)的“description of share capital”中有关已发行股本结构的说明或“history”中有关历史发行证券的说明,判断企业上市前是否发行多类投票权不同的普通股。筛选后发现,共有20家双重股权企业在上市前已采用双重股权结构。其次,若企业上市前一年内更改为双重股权结构,则仍可视为该公司为上市而选择双重股权结构,即更改为双重股权结构的日期距FI/DRS(招股说明书)披露日期不超过一年。筛选后发现,共有7家这样的公司,本文将其从20家上市前已采用双重股权结构的公司中名单中剔除。

续表 1

行业	同股同权	双重股权	总计	双重股权公司占比
批发和零售业	12	13	25	0.52
未分类	2	0	2	0.00
制造业	87	8	95	0.08
总计	211	95	306	0.31

样本数据主要来自万得 (Wind) 数据库和沃顿数据库 (WRDS), 对于上市前一年缺失的数据和无法在数据库中筛选的数据, 本文通过美国证监会 (SEC) 官方网站披露的招股说明书和年报查找补充。本文对主要连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

## 2. 变量定义

(1) 被解释变量。被解释变量为是否以双重股权结构上市 ( $DUAL$ ), 当企业上市时选择了双重股权结构时,  $DUAL = 1$ ; 否则  $DUAL = 0$ 。

(2) 解释变量。解释变量为企业的成长性 ( $GROWTH$ )。借鉴 Jordan 等 (2016)<sup>[39]</sup> 关于成长机会、市场压力和双重股权结构间关系的研究, 本文采用上市前一年的销售增长率表示公司的成长性。

(3) 控制变量。借鉴 Jordan 等 (2016)<sup>[39]</sup>、Li 等 (2019)<sup>[3]</sup> 的做法, 基于已有研究所发现的双重股权结构影响因素, 本文从外部股东保护、股东特征、企业特征等角度选择了八个控制变量, 其中, 选用 CEO 两职兼任、管理者经验以反映外部股东保护对双重股权结构选择的影响; 选用第一大股东持股比例以控制股权融资结构对选择双重股权结构的影响; 选用研发强度、公司规模、资产负债率、公司年龄、管理费用率以控制企业特征对双重股权结构选择的影响, 同时, 对行业和年度进行控制。参考 Jordan 等 (2016)<sup>[39]</sup>, 解释变量与控制变量均为上市前一年数值。下标  $i$  和  $t$  分别表示企业和年度, 下同。

具体变量及度量方式如表 2 所示。

表 2 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业是否以双重股权结构上市	$DUAL$	虚拟变量, 若公司采用双重股权结构上市, 则取值为 1, 否则为 0
企业成长性	$GROWTH$	(当年销售收入 - 上一年销售收入) / 上一年销售收入
CEO 两职兼任	$CEO DUAL$	虚拟变量, 若 CEO 同时担任董事长, 则取 1, 否则为 0
管理者经验	$CEO EXPER$	根据 CEO 是否具有财务学和管理学相关学历、在该公司任职之前是否有相关经验分别赋值 0、1、2 <sup>①</sup>
第一大股东持股比例	$VOT1$	(上市前) 公司第一大股东的持股比例
研发强度	$RD$	研发费用 / 营业收入
公司规模	$SIZE$	收入总额的自然对数
资产负债率	$LEV$	总负债 / 期末总资产
公司年龄	$AGE$	$\ln(\text{数据年份} - \text{成立年份} + 1)$
管理费用率	$AE$	管理费用 / 销售收入
行业	$IND$	采用 SIC 行业分类标准, 行业哑变量
年度	$YEAR$	年度哑变量

① 若 CEO 具有财务学和管理学相关的学历并且在该公司任职之前有相关经验, 则  $CEO EXPER = 2$ ; 若 CEO 仅有财务学和管理学相关学历而无相关经验或者仅有相关经验而无相关学历, 则  $CEO EXPER = 1$ ; 其他情况下,  $CEO EXPER = 0$ 。

### 3. 模型设计

为检验  $H_1$ , 即成长性对企业上市时选择双重股权结构的影响, 本文借鉴 Jordan 等 (2016)<sup>[39]</sup>、Li 等 (2019)<sup>[3]</sup>, 构造 Logit 模型, 重点考察 *GROWTH* 的系数  $\beta_1$ 。模型如下:

$$DUAL_{it} = \alpha + \beta_1 GROWTH_{it} + \beta_i CTR_i + \varepsilon \quad (1)$$

其中, 被解释变量为 *DUAL*, 是否以双重股权结构上市; 解释变量为企业的成长性 (*GROWTH*); *CTR<sub>i</sub>* 为控制变量, 包括前述控制变量;  $\varepsilon$  为模型随机误差项。本文同时控制了年度 (*Year*) 和行业 (*Ind*) 虚拟变量。

## 四、实证研究结果

### 1. 主要变量的描述性统计

本文按照是否以双重股权结构上市为标准将样本分为双重股权公司和同股同权公司两组, 对企业上市前一年及上市后三年的主要变量进行了描述性统计, 结果如表 3 所示。

表 3 分组描述性统计

Panel A 上市前一年主要变量												
变量	<i>DUAL</i> = 0 (同股同权公司)						<i>DUAL</i> = 1 (双重股权公司)					
	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>GROWTH</i>	147	0.941	1.456	-0.324	0.583	9.186	70	1.572	2.175	-0.254	0.879	10.06
<i>CEODUAL</i>	147	0.619	0.487	0	1	1	70	0.657	0.478	0	1	1
<i>CEOEXPER</i>	147	0.959	0.739	0	1	2	70	1.4	0.6	0	1	2
<i>VOT1</i>	146	0.454	0.245	0.095	0.413	1	70	0.469	0.229	0.0953	0.447	1
<i>RD</i>	147	0.097	0.428	0	0.001	2.962	70	0.093	0.119	0	0.058	0.535
<i>SIZE</i>	147	4.119	1.603	0.481	4.099	9.102	70	5.04	1.37	1.679	4.832	9.102
<i>LEV</i>	147	0.502	0.326	0.053	0.459	2.099	70	0.665	0.415	0.073	0.609	2.099
<i>AGE</i>	147	1.369	1.012	0	1.386	3.219	70	1.415	0.888	0	1.609	2.708
<i>AE</i>	135	0.392	0.649	0.009	0.196	3.635	70	0.508	0.44	0.048	0.36	2.695
Panel B 上市前一年的创始股东能力及其社会网络资源、企业市场机遇												
<i>EDU</i>	147	3.340	1.050	1	3	5	70	3.643	0.852	1	4	5
<i>TC</i>	147	0.231	0.423	0	0	1	70	0.471	0.503	0	0	1
<i>PT</i>	147	2.578	3.971	0	1	23	70	5.114	4.13	0	4	15
<i>OM</i>	147	0.469	0.501	0	0	1	70	0.7	0.462	0	1	1
<i>PN</i>	147	1.354	1.413	0	1	6	70	1.786	1.318	0	2	5
<i>FTN</i>	147	0.925	0.845	0	1	4	70	1.771	2.298	0	1	18
<i>STRA</i>	147	0.422	0.496	0	0	1	70	0.943	0.234	0	1	1
Panel C 上市后三年主要变量												
<i>ROE</i>	367	-0.036	0.913	-4.722	0.061	4.628	138	0.038	1.011	-4.722	0.099	4.628
<i>EBITE</i>	367	0.036	0.586	-2.407	0.085	3.572	138	0.081	0.742	-2.407	0.101	3.572
<i>TAT</i>	367	0.712	0.611	0.001	0.573	3.638	138	0.733	0.472	0.005	0.639	2.261
<i>YIE</i>	367	0.310	1.868	-0.911	-0.161	12.110	138	0.221	0.949	-0.837	-0.048	5.455

续表 3

Panel C 上市后三年主要变量

变量	DUAL = 0 (同股同权公司)						DUAL = 1 (双重股权公司)					
	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CEODUAL	367	1.619	0.486	1.000	2.000	2.000	138	1.732	0.445	1.000	2.000	2.000
AGE	367	2.031	0.639	0.693	1.946	3.332	138	2.067	0.518	0.693	2.079	2.944
SIZE	367	4.905	1.821	-0.783	4.958	10.293	138	6.254	1.369	0.454	6.160	10.293
RD	367	0.067	0.256	0.000	0.002	2.166	138	0.103	0.209	0.000	0.067	2.166
CAPX	366	0.059	0.071	0.000	0.028	0.301	138	0.043	0.060	0.001	0.019	0.301
LEV	367	0.386	0.268	0.037	0.328	1.747	138	0.510	0.314	0.101	0.463	1.747
PPE	364	0.341	0.322	0.005	0.223	1.316	137	0.148	0.162	0.005	0.095	0.840
CASH	367	0.227	0.202	0.003	0.176	0.806	138	0.278	0.172	0.047	0.239	0.698
OPEREXPRATIO	367	1.322	2.763	0.319	0.884	24.106	138	1.101	2.013	0.350	0.896	24.106
ZHOUQI	367	-0.104	2.260	-12.290	0.257	7.386	138	-0.414	2.580	-12.290	0.061	7.386

由表 3 Panel A 可以看出,上市前两类企业的成长性有较大差距,双重股权公司上市前的成长性均值和中位数分别为 1.572 和 0.879,均明显高于同股同权公司的成长性均值 0.941 和中位数 0.583。这初步表明:上市前一年成长性高的公司更易选择双重股权结构。其他控制变量中,上市前双重股权公司的管理者经验 (CEOEXPER) 均值高于同股同权公司。

### 2. 均值差异检验与秩和检验

考虑到样本量较小,本文首先进行了非参数检验,包括均值差异检验和秩和检验。首先,本文按照是否为双重股权公司分组,对同股同权 (DUAL = 0) 和双重股权 (DUAL = 1) 公司上市前的成长性 (GROWTH) 进行了均值差异检验和秩和检验。结果表明 (表 4 Panel A 第 1 行):相比于同股同权公司,双重股权公司上市前的成长性更高,通过了均值差异检验。表 4 Panel A 第 2 行显示:双重股权公司与同股同权公司上市前成长性 (GROWTH) 的秩和平均数差异为 -25.52,且 z 值在 1% 的水平上显著为负。检验结果支持了 H<sub>1</sub>,即成长性高的企业以双重股权结构上市的概率更大。

表 4 均值差异检验及秩和检验

Panel A 按照是否为双重股权公司分组

		DUAL = 0	DUAL = 1	均值/秩和差异
	N	147	70	
均值差异检验	GROWTH	0.941	1.572	-0.631 **
秩和检验	GROWTH	100.77	126.29	-25.52 ***

Panel B 按照成长性高低分组

		GROWTH = 0	GROWTH = 1	均值/秩和差异
	N	158	59	
均值差异检验	DUAL	0.285	0.424	-0.139 *
秩和检验	DUAL	104.90	119.97	-15.07 *

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,下同

其次,本文再将样本按照成长性中位数分组,并对低成长性 (GROWTH = 0) 公司和高成长性 (GROWTH = 1) 公司是否选择以双重股权上市 (DUAL) 进行了均值差异检验和秩和检验。表 4 Panel B 第一行的结果表明:相比于低成长性的企业,高成长性的公司选择双重股权结构的比例更

高,通过了均值差异检验。表 4 Panel B 第二行显示:高成长性公司与低成长性公司选择双重股权结构(DUAL)与否的秩和平均数差异为 -15.07,且 z 值在 10% 的水平上显著为负。检验结果支持了假设 H<sub>1</sub>,即高成长性公司以双重股权结构上市的概率更大。

### 3. 基准模型检验

本文使用上市前一年的数据对模型(1)进行回归,得到的基准模型检验结果如表 5 所示:第(1)列是仅考察解释变量对被解释变量影响的结果;第(2)列和第(3)列是按成长性中位数将样本分成高低两组,进行分组回归的结果;第(4)列加入控制变量但不控制年份和行业;第(5)列加入控制变量并同时控制行业 and 年份。

表 5 基准检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DUAL	成长性高组	成长性低组	DUAL	DUAL
GROWTH	0.196 ** (2.318)	0.244 ** (2.142)	1.015 (0.860)	0.315 *** (3.037)	0.349 *** (2.622)
CEODUAL		-0.224 (-0.429)	0.701 (1.078)	0.220 (0.592)	0.421 (0.898)
CEOEXPER		1.282 *** (3.120)	0.890 ** (2.460)	1.116 *** (4.240)	0.779 ** (2.177)
VOT1		-0.527 (-0.533)	1.073 (1.088)	0.331 (0.464)	0.891 (1.054)
RD		5.022 (1.207)	-1.795 (-1.413)	-1.008 (-1.438)	-0.744 (-0.925)
SIZE		0.760 *** (3.191)	0.401 ** (2.247)	0.487 *** (3.739)	0.588 ** (2.542)
LEV		0.486 (0.687)	1.095 (1.287)	0.729 (1.385)	-0.091 (-0.145)
AGE		0.150 (0.454)	0.270 (1.043)	0.185 (0.986)	0.278 (1.008)
AE		0.544 (0.850)	1.070 (1.060)	0.991 ** (2.117)	0.768 (1.072)
年度/行业固定效应	否	否	否	否	是
常数项	-0.978 *** (-5.556)	-6.483 *** (-4.228)	-6.622 *** (-3.249)	-5.928 *** (-5.709)	-4.693 *** (-3.027)
观测值	217	104	100	204	166
伪 R <sup>2</sup>	0.022	0.318	0.183	0.216	0.359
Bdiff		0.771 **			
P 值		0.019			

注:括号内为稳健标准误对应的 t 值,下同

表 5 第(1)列、第(4)列和第(5)列中,成长性对双重股权结构选择至少在 5% 的水平上显著为正,这意味着企业上市前的成长性越高,上市时越有可能选择双重股权结构。第(2)列和第(3)列的分组检验结果显示,仅在高成长性组中,成长性显著促进了双重股权结构选择,高低两组结果通过了系数差异检验,表明成长性对双重股权结构选择有显著正向影响。上述结果表明,成长性越高

的企业在 IPO 时越愿意选择双重股权结构,假设  $H_1$  得以验证。此外,本文参照 Uberti (2022)<sup>[40]</sup> 的研究,计算了“连续变量的边际影响”,如表 6 所示。回归结果表明,在其他变量取均值的条件下,成长性每增加 1%,企业选择双重股权结构的概率增加 8.2%。

表 6 成长性变量的边际影响结果

变量	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P > z	[95% Conf.	Interval]
<i>GROWTH</i>	0.082	0.032	2.60	0.009	0.020	0.144

#### 4. 稳健性检验

(1) 二阶段最小二乘法。针对本文的研究假设  $H_1$ , 考虑到在上市前,企业的创始股东可能已经意识到控制权的重要性,并在上市前的历次股权融资中已使用了能起到类似作用的股权融资制度(如优先股),而这些制度将通过保证创始股东的控制权而促进其异质性资源投入,进而提高企业成长性,因此成长性可能与双重股权结构选择间存在内生性。参照杜媛等(2021)<sup>[8]</sup> 的研究,本文利用 Probit 模型再次检验成长性对双重股权结构选择的影响,并使用工具变量 Probit 回归缓解其内生性问题。Probit 模型检验结果如表 7 第(1)列所示,*GROWTH* 对 *DUAL* 存在显著正向影响,表明企业的成长性越高时,选择双重股权结构的概率越大。

表 7 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Probit 模型	第一阶段	第二阶段	PSM 检验	剔除退市样本	替换变量
	<i>DUAL</i>	<i>GROWTH</i>	<i>DUAL</i>	<i>DUAL</i>	<i>DUAL</i>	<i>VOTE</i>
<i>GROWTH</i>	0.212*** (2.797)		0.316*** (3.025)	0.364*** (2.729)	0.870** (2.364)	0.800*** (3.522)
<i>SICGROWTH</i>		0.941*** (8.589)				
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
常数项	-2.680*** (-3.351)	0.393 (0.819)	-3.617*** (-6.456)	-4.463** (-2.332)	-4.705*** (-2.774)	-3.452 (-0.866)
第一阶段 F 统计量		70.162				
沃尔德内生性检验 P 值		0.007				
观测值	166	204	204	118	110	204
伪 R <sup>2</sup>	0.361			0.367	0.367	0.390

参照周铭山等(2017)<sup>[41]</sup> 和李云鹤等(2022)<sup>[42]</sup>, 本文选择“分行业分年度的企业成长性均值(*SICGROWTH*)”作为成长性的工具变量。一方面,企业成长性均值与单个企业的成长性有直接关系,满足工具变量的相关性;另一方面,企业成长性均值并不直接影响单个企业的双重股权结构选择,满足工具变量的外生性。沃尔德内生性检验、弱工具变量识别检验以及工具变量的二阶段回归结果如表 7 第(2)列和第(3)列所示。沃尔德检验估计量的 P 值为 0.007,可以认为企业成长性 *GROWTH* 与双重股权结构选择间存在内生性,因此应采用 IV Probit 模型进行检验。表 7 第(2)列中第一阶段回归结果显示,*SICGROWTH* 对 *GROWTH* 有显著正向影响,且第一阶段回归的 F 统计量为 70.162,即不存在弱工具变量问题;因内生变量的个数不少于工具变量个数,不需要进行过度识

别检验。从表 7 第 (3) 列中第二阶段的回归结果可以看出, *GROWTH* 对 *DUAL* 的回归系数为 0.316, 且在 1% 水平上显著。这说明, 在控制内生性问题之后, 仍能得到一致的结论, 即当企业的成长性越高时, 选择双重股权结构的概率越大, 表明假设  $H_1$  成立。

(2) 倾向性得分匹配。考虑到企业对双重股权结构的选择并非随机, 除成长性之外的某些特性也可能影响企业选择双重股权结构, 故可能存在一定的样本自选择问题, 本文采用倾向性得分匹配法 (PSM) 再做验证。本文以模型 (1) 中的控制变量 (*CEODUAL*、*CEOEXPER*、*VOT1*、*RD*、*SIZE*、*LEV*、*AGE*、*AE*) 作为匹配变量, 并采用 1:1 最近邻匹配对实验组 ( $GROWTH_{psm} = 1$ ) 进行匹配。样本经过 PSM 匹配后, 通过了平行假设检验 (检验结果备案)。表 7 第 (4) 列基于匹配后的样本列示了上市前企业的成长性 (*GROWTH*) 影响双重股权结构选择的回归结果。可看出 *GROWTH* 对 *DUAL* 的影响系数显著为正, 与原文检验结果一致。说明上市前企业的成长性越高, 企业在上市时越偏向于选择双重股权结构, 假设  $H_1$  成立。

(3) 剔除中概股退市样本。近年来, 因二级市场股价低估、信任危机、强化对中概股公司的监管、金融机构发起的做空风潮等原因, 大量中概股公司退市 (李杲, 2017)<sup>[43]</sup>。考虑到退市中概股可能会影响到本文的研究结果, 为保证结果稳健, 本文通过搜索万得 (Wind) 数据库和北美财务数据库 (Compustat) 数据库, 逐年统计了样本时间范围内的退市中概股, 共 61 家, 将其从样本中剔除, 并对剩余的 156 家中概股再次进行回归, 结果如表 7 第 (5) 列所示: 成长性 *GROWTH* 的系数为 0.870, 在 5% 的水平下显著为正, 表明企业上市前的成长性越高, 上市时越有可能选择双重股权结构, 结论稳健。

(4) 替换变量。一股多权倍数是双重股权结构对创始股东赋予的权利倍数, 是双重股权公司区别于同股同权公司的关键, 也从数量上反映了两种结构的实质性差异。前文从定性角度用 0/1 变量计量是否为双重股权公司 (*DUAL*), 此处以数量特征代替性质特征, 用创始股东的投票权倍数 (*VOTE*: 高投票权股票的投票倍数) 替换 (*DUAL*) 再做检验, 用模型 (1) 进行回归的结果如表 7 第 (6) 列所示: *GROWTH* 的系数在 1% 的水平上显著为正, 表明假设  $H_1$  的检验结果稳健。

## 五、机制检验

本文在假设  $H_2$ 、假设  $H_3$  中提出了创始股东个人能力及其社会网络资源、市场机遇是高成长性企业选择双重股权结构的影响因素。在基准模型基础上, 本文构造模型 (2) 以检验上述三个因素在成长性影响双重股权结构选择中发挥的作用。三个模型中, 被解释变量均为企业是否以双重股权结构上市 (*DUAL*), 关注的重点是创始股东能力 (*AB*)、创始股东社会网络资源 (*SR*)、市场机遇 (*STRA*) 三个变量 (*M*) 分别与成长性的交乘项系数  $\beta_3$ 。

$$DUAL_{it} = \alpha + \beta_1 GROWTH_{it} + \beta_2 M_{it} + \beta_3 M_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_i CTR_i + \varepsilon \quad (2)$$

为检验假设  $H_2$ , 本文借鉴单标安等 (2018)<sup>[44]</sup> 对创始股东人格特质影响科技型企业成长问题的研究, 分别用创始股东学历 (*EDU*: 博士及以上学历赋值 5, 硕士学历赋值 4, 本科为 3, 大专为 2, 高中及以下学历赋值 1)、创始股东技术资本 (*TC*: 虚拟变量, 创始股东若拥有某种获得技术资本的经历, 则取 1, 否则为 0)<sup>①</sup>、创始股东任职时间 (*PT*: 拟上市年份与首次任职年份之差) 表示创始股东能力 (*AB*)。借鉴 Stucki (2016)<sup>[45]</sup> 对创始人人力资本影响初创企业出口行为问题的研究, 本文分别用是否担任过其他组织的中高层管理者 (*OM*: 虚拟变量, 若创始股东创业之前在其他组织做过中高层管理者, 则取 1, 否则为 0)、任职数量 (*PN*: 上市前创始股东在不同公司任职的数量, 通

① 若具备以下五条标准中的一项及以上, 则认为创始股东具有技术资本: ①具有本科及以上学历理工科专业学习经历; ②具有研发、产品设计、研发管理工作经历; ③曾在制造类企业做过技术员, 或者具有制造管理、生产工艺管理、车间管理工作经历; ④具有助理工程师、工程师、高级工程师职称; ⑤在自然科学、工程技术类研究机构从事过研究工作。

过公司年报、百度等其他渠道获取)、创始股东团队人数(*FTN*:创始股东团队规模人数)这三个变量表示创始股东的社会网络资源(*SR*)。

为检验假设  $H_3$ , 本文选择指标市场机遇(*STRA*)考察企业所面临的市场机遇, 具体用企业是否属于战略性新兴产业来测度。20世纪90年代是世界互联网发轫之时, 互联网的出现给相关行业带来无限发展可能。进入21世纪, 互联网技术在中国的飞速发展带动了更多新兴产业, 我国提出了包括互联网相关行业在内的七大战略性新兴产业, “能带动一批产业的兴起”的界定使得归属于这七大产业的企业握有无穷商机。因此, 本文根据北美财务数据库(Compustat)中包含公司业务运营信息的指标 *BUSDESC*, 以及公司招股说明书中的业务描述, 判断企业主营业务是否涉足“新七领域”, 即新兴信息产业、节能环保、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料, 并构建变量 *STRA*, 若公司业务描述中带有“风力发电”“废水净化处理”“太阳能”“生物技术”“互联网技术”“新材料”等关键词之一, 代表企业涉足“新七领域”, 赋值为1, 否则为0。控制变量与模型(1)相同。

描述性统计结果如表3 Panel B所示。从双重股权公司上市前创始股东的个人能力(*AB*)和社会网络资源(*SR*)来看, 双重股权公司的创始股东技术资本(*TC*)、创始股东任职时间(*PT*)、是否担任过其他组织的中高层管理者(*OM*)、任职数量(*PN*)、创始股东团队人数(*FTN*)的均值均大于同股同权公司, 是否为战略性新兴产业企业(*STRA*)的均值也明显大于同股同权公司。这表明, 创始股东的个人能力和社会网络资源、新兴产业特征也可能影响企业对双重股权结构的选择。

表8 成长性 with 双重股权结构选择: 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>GROWTH</i>	0.349*** (2.622)	0.454 (0.531)	0.186 (1.560)	0.263** (1.981)	0.292** (2.218)	0.225* (1.737)	0.188 (1.399)	-2.572** (-2.096)
<i>EDU</i> × <i>GROWTH</i>		-0.033 (-0.146)						
<i>TC</i> × <i>GROWTH</i>			1.307*** (2.658)					
<i>PT</i> × <i>GROWTH</i>				0.278*** (2.641)				
<i>OM</i> × <i>GROWTH</i>					0.984** (2.271)			
<i>PN</i> × <i>GROWTH</i>						0.362** (2.293)		
<i>FTN</i> × <i>GROWTH</i>							0.732** (2.241)	
<i>STRA</i> × <i>GROWTH</i>								2.837** (2.306)
控制变量	控制	控制						
年度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
常数项	-4.693*** (-3.027)	-5.706*** (-2.818)	-5.205*** (-3.354)	-6.082*** (-3.601)	-6.838*** (-4.323)	-5.693*** (-3.732)	-6.009*** (-3.503)	-4.683** (-2.304)
观测值	166	166	166	166	166	166	166	166
伪 $R^2$	0.359	0.364	0.399	0.431	0.423	0.407	0.436	0.498

机制检验结果如表 8 所示。第(2)~(4)列为创始股东个人能力( $AB$ )对成长性影响双重股权结构选择的回归结果:交乘项  $EDU \times GROWTH$  的系数为  $-0.033$ , 但不显著;交乘项  $TC \times GROWTH$  和  $PT \times GROWTH$  的系数分别为  $1.307$  和  $0.278$ , 均在 1% 的水平下显著为正, 表明相对于个人能力较弱的创始股东, 个人能力较强时, 成长性高的企业更易于选择双重股权结构, 但受教育程度 ( $EDU$ ) 未通过检验, 这可能因为未区分创始股东所获学历的专业, 有些学历可能对创业能力的影响不大。第(5)~(7)列为创始股东社会网络资源( $SR$ )对成长性影响双重股权结构选择的回归结果:交乘项  $OM \times GROWTH$ 、 $PN \times GROWTH$  和  $FTN \times GROWTH$  的系数分别为  $0.984$ 、 $0.362$  和  $0.732$ , 均在 5% 的水平下显著为正, 表明当创始股东拥有较强的社会网络资源时, 这类高成长性公司 IPO 时更易选择双重股权结构。根据表示创始股东能力、创始股东社会网络资源的六个指标的检验结果可知, 假设  $H_2$  得以验证。

第(8)列为市场机遇的影响, 结果显示:交乘项  $STRA \times GROWTH$  的系数为  $2.837$ , 在 5% 的水平下显著为正, 表明当企业面临较多市场机遇时, 高成长性企业更愿意以双重股权结构上市。假设  $H_3$  得以验证。

上述检验结果表明, 创始股东能力与其社会网络资源、企业所面临的市场机遇都是影响高成长性企业选择双重股权结构的因素, 假设  $H_2$  和假设  $H_3$  成立。

## 六、进一步讨论

前文从选择概率角度考察上市前企业的成长性对双重股权结构选择的影响, 本部分进一步从经济后果视角考察成长性高的企业是否适合选择双重股权结构, 即高成长性企业选择双重股权结构后是否更有利于实现企业绩效的改善和内外股东价值的提升。

### 1. 选择双重股权结构的经济后果:企业绩效(内部股东价值)与外部股东价值视角

已有研究表明, 维持住控制权可促使创始股东加强人力资本投资 (Deangelo, 1985)<sup>[2]</sup>、分散自身的非系统性风险 (Howell, 2014)<sup>[6]</sup>, 提高企业研发强度 (Jordan 等, 2016)<sup>[39]</sup>、促进企业创新 (石晓军和王鹜然, 2017)<sup>[46]</sup>, 推动企业长远发展 (Stephan, 2016)<sup>[47]</sup>。对于成长性较高的公司, 使用双重股权结构也将鼓励创始股东加大其对异质性资源的投资, 维持高成长企业已培育起来的竞争优势, 获得由高成长性和不可计量资源投入带来的企业整体价值创造能力的提升, 这将既能促进企业绩效(代表内部股东的经济价值), 又能促进外部股东的资本增值(代表外部股东价值)。

本文借鉴 Andrade 等 (2017)<sup>[38]</sup> 对双重股权结构与企业价值的研究模型, 借鉴李维安等 (2010)<sup>[26]</sup> 对企业绩效的研究变量, 采用净资产收益率 ( $ROE$ : 净利润/期末净资产)、净资产息税前收益率 ( $EBITE$ : 息税前利润/期末净资产)、资产周转率 ( $TAT$ : 销售收入/期末总资产) 来衡量企业绩效 ( $PER$ ), 采用股票收益率 ( $YIE$ : 每股股利/期初每股市价 + (期末每股市价 - 期初每股市价)/期初每股市价) 来衡量外部股东利益。参考 Stephan (2016)<sup>[47]</sup> 关于双重股权结构影响企业绩效、家族企业股权影响企业绩效的研究模型, 构建模型 (3), 重点考察交乘项  $DUAL \times GROWTH$  的系数  $\beta_3$ 。在模型 (3) 中, 将 CEO 两职兼任 ( $CEODUAL$ )、公司年龄 ( $AGE$ )、公司规模 ( $SIZE$ )、研发强度 ( $RD$ )、资本支出 ( $CAPX$ : 资本性支出/期末总资产)、资产负债率 ( $LEV$ )、固定资产占比 ( $PPE$ : 期末固定资产/期末总资产)、现金占比 ( $CASH$ : 现金/总资产) 作为该模型的控制变量, 这些因素均被发现对公司业绩和双重股权有显著影响。在使用净资产收益率 ( $ROE$ ) 做被解释变量时, 借鉴 Setiawan 和 Bambang (2017)<sup>[48]</sup> 对企业获利能力的研究, 再加入控制变量营业费用率 ( $OPEREXPRATIO$ : 营业费用/销售总收入)。在使用股票收益率 ( $YIE$ ) 做被解释变量 ( $PER$ ) 时, 借鉴谢知非 (2019)<sup>[49]</sup> 对现金股利的研究模型, 再加入控制变量生命周期 ( $ZHOUQI$ : 留存收益/所有者权益)。考虑到股权结构影响的滞后性, 模型 (3) 和模型 (4) 中的被解释变量和控制变量均使

用上市后 1~3 年的数据。

$$PER_{it} = \alpha + \beta_1 DUAL + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 DUAL \times GROWTH_{it} + \beta_i CTR_i + \varepsilon \quad (3)$$

回归结果如表 9 所示,第(1)~(3)列显示,当被解释变量分别为净资产收益率(*ROE*)、净资产息税前收益率(*EBITE*)、资产周转率(*TAT*)时,交乘项 *DUAL* × *GROWTH* 的回归系数分别为 0.236、0.156 和 0.076,均通过了显著性检验。这说明,企业的成长性越高,以双重股权结构上市越能促进企业绩效的实现。但当被解释变量为股票收益率(*YIE*)时,交乘项 *DUAL* × *GROWTH* 的回归系数为负且不显著,这表明,高成长性企业以双重股权结构上市后并未有效促进外部股东价值,内外部股东价值出现不一致。

表 9 进一步讨论:经济后果与影响因素

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ROE</i>	<i>EBITE</i>	<i>TAT</i>	<i>YIE</i>	<i>YIE</i>	<i>YIE</i>
<i>DUAL</i> × <i>GROWTH</i>	0.236* (1.877)	0.156* (1.915)	0.076*** (2.744)	-0.054 (-0.818)		
<i>BDIVID</i> × <i>GROWTH</i>					-0.042* (-1.854)	
<i>BCASH</i> × <i>GROWTH</i>						0.235* (1.916)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
常数项	-0.118 (-0.355)	-0.098 (-0.360)	-0.141 (-0.597)	-1.363* (-1.833)	0.874 (0.794)	1.411 (1.206)
观测值	505	505	505	500	124	124
R <sup>2</sup>	0.128	0.129	0.383	0.265	0.653	0.633

## 2. 双重股权结构下影响外部股东价值实现的因素探讨

前文结果表明,高成长性公司采用双重股权结构后的企业绩效与外部股东价值未能同时实现。基于奥尔森的集体选择理论(杜媛等,2021)<sup>[8]</sup>,双重股权结构的内外部两类股东具有不同的“资源禀赋”和利益目标,双方的权力不同、参与企业治理的方式不同、期望从企业获得的“价值”也不完全一致(杜媛等,2021)<sup>[50]</sup>。后文将进一步探讨,在成长性较高且采用双重股权结构的公司中,哪些制度设计会影响股东价值的实现。本文分别以资产专用性理论和代理理论为基础,从两个视角考虑可能的原因:一是高投票权股东的两权分离度(“投票权比例与现金流权比例之比”;*BDIVIDE*);二是持有高投票权的内部股东在采用双重股权结构之前所投入的物质资本数量。

(1)两权分离度的负向影响。双重股权结构的根本特征是直接造成股东现金流权与投票权的不一致。代理理论(Demsetz 和 Lehn,1985)<sup>[1]</sup>提出,两权(资本所有权与经营权)分离是引发代理问题的根本原因,它将造成大小股东间的利益不一致,导致大股东掏空公司并侵犯外部股东利益。

在双重股权公司中,低投票权的外部股东同样存在两权分离,高投票权的内部股东(通常为创始股东)也可能给外部股东带来利益损失。正如 Howell(2014)<sup>[6]</sup>所提出,双重股权结构强化了内部管理者的控制权,而对控制权利益的获取是以牺牲外部股东利益为代价的。随着投票权和

现金流权的扩大,内部管理者将获得更高的薪酬,也会更频繁地进行破坏股东价值的收购,这些都意味着,拥有比现金流权更大的超额控制权的内部股东更倾向于追求私人利益(Masulis等,2009)<sup>[51]</sup>。而高成长性公司具有更多的未来增长机会,但未来增长机会存在较大的不确定性,难以被外部利益相关者所观察与证实,这就更增加了公司内部人与外部人之间的信息不对称(Solvay和Sanglier,1998)<sup>[12]</sup>,由此增大两权分离对股东价值的负面作用。因此,本文在双重股权公司样本中考察,高投票权股东的两权分离度(BDIVIDE)是否抑制了高成长性双重股权公司实现外部股东价值。

本文构造模型(4)以检验双重股权公司中高投票权股东的两权分离度对股东价值的影响,控制变量与模型(3)保持一致,交乘项BDIVIDE × GROWTH的系数β<sub>3</sub>为重点考察变量。

$$YIE_{it} = \alpha + \beta_1 BDIVIDE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 BDIVIDE_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_i CTR_i + \varepsilon \quad (4)$$

以双重股权公司上市后三年的数据为样本,回归结果如表9第(5)列所示,交乘项BDIVIDE × GROWTH的系数为-0.042且通过了10%的显著性检验。这表明,在双重股权公司中,两权分离度越大,内部股东越能以较少的物质资本投入换取较高的投票权,即将加大内部股东与外部股东利益的不一致,高成长性企业越难以有效促进外部股东价值。因此,从外部股东利益保护视角,应限制双重股权公司使用较高的投票权倍数、要求其控制两权分离度以保护外部股东利益,这也将使双重股权结构成为内外部股东有效的集体选择。

(2) 创始股东已投入资本的锁定效应。根据资产专用性理论(Williamson,1975)<sup>[52]</sup>,物质资产具有专用性,创始股东在事前(选择双重股权结构之前)投入的物质资本具有套牢效应,锁定了创始股东与被投资企业间的利益关系,提高了创始股东投入资本的专用性。而对于放弃了大多数投票权、从而依赖内部股东以获取价值增值的外部股东而言,内部股东已产生的套牢效应在一定程度上提高了内外部股东利益的一致性,抵消了外部股东对内部股东的依赖度。因此,创始股东已投入的物质资本将有助于减弱代理问题,实现外部股东价值。

另一方面,双重股权公司的收益分配比例与各类股东的物质资本投入比例一致,即现金股利比例与现金流比例相同。当高倍投票权股东以较少的资本投入获取了较高比例的控制权时,却只能按现金流权比例分得较低份额的回报。这将诱导内部股东兼管理者更多地关注控制权价值,而较少从现金流权角度关注股东个体利益。因此,提高内部股东已投入物质资本的数量将提高内部股东与外部股东利益的一致性,促进内部股东重视外部股东价值。2019年4月,上交所发布的《科创板股票上市规则》提出,特别表决权股东应至少拥有公司全部已发行的表决权股份的10%。韦华(2020)<sup>[53]</sup>也曾发现,在既定的控制权水平下,实际控制人的现金流权越高,利益趋同效应越明显,利益侵占动机越弱。因此本文预期内部股东的已投入资本越高,高成长性双重股权公司越有助于促进外部股东价值。

本文以BCASH表示高投票权股东所投入物质资本的占比,以双重股权公司为样本,构造模型(5)以检验高投票权股东的资本投入比例对成长性促进外部股东价值(YIE)的影响,重点考察变量为交乘项BCASH × GROWTH的系数β<sub>3</sub>,控制变量与模型(3)保持一致。

$$YIE_{it} = \alpha + \beta_1 BCASH_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 BCASH_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_i CTR_i + \varepsilon \quad (5)$$

以双重股权公司上市后三年的数据为样本,回归结果如表9第(6)列所示,交乘项BCASH × GROWTH的系数为0.235且通过了10%的显著性检验。这表明,当高投票权股东具有较高的资本投入时,高成长性双重股权公司更有助于促进外部股东价值。

可见,双重股权公司中,需控制一股多权倍数,并鼓励高倍投票权股东加大其资本投入,这将有助于保护外部同股同权股东的利益。

## 七、研究结论与启示

### 1. 研究结论

本文以赴美上市的中概股双重股权公司为样本,探讨高成长性企业是否适合选择双重股权结构。首先,通过描述性统计、非参数检验、参数检验发现,成长性高的企业更愿意选择双重股权结构,尤其是创始股东具有较高异质性资源(如创始股东的个人能力和社会网络资源)或面临较多市场机遇的高成长性企业。其次,从选择后的经济后果发现,高成长性企业选择双重股权结构后更利于提高企业绩效,但却均未能有效促进外部股东价值,可见,双重股权公司的内外部股东价值并不一致。再次,创始股东的已投入资本具有锁定效应,通过抑制创始股东的两权分离度、加大其已投入资本数量,将能提升高成长性企业的外部股东价值。由此,本文从选择概率和选择结果两方面验证了高成长性企业更适合选择双重股权结构的假设。

### 2. 学术贡献

第一,丰富了双重股权结构与异质性资源识别的研究。双重股权结构是一种表面上显失公平、但实质上却反映了内外部股东集体选择的股权结构。外部股东投入了可量化可识别的物质资本,内部股东投入了包括不可度量、不可识别的异质性资源。创始股东的个人能力、所拥有的社会资源、企业拥有的市场机遇既是内部股东选择双重股权结构的筹码,也是外部股东关注的重点,但如何能让外部股东识别内部股东的异质性资源?多元化异质性资源的识别是当前学术界面临的困境,也成为双重股权结构合理使用的瓶颈。成长性可视为多种异质性资源价值的综合反映,对资源识别机制的增强将有效推动双重股权结构理论和实践的发展。

第二,深化了双重股权结构与异质性资源权利配置的研究。双重股权结构对于外部股东而言,相当于用投票权换取获得未来超额回报的机会;对于内部股东而言,则是为其投入的不可计量异质性资源寻求的控制权保护策略,以期为这些“沉没资源”争取合理的期望收益。高成长性在一定程度上显示了内部股东所掌握的异质性资源的价值,但投票权倍数、控制权与收益分配方案的合理设计更是影响内外部股东实现收益共享、获得共赢的关键。本文对两权分离度、内部股东已投入资本的研究深化了双重股权结构及异质性资源权利配置机制的研究,也有助于探索当前数字经济快速发展背景下多种异质性资源的控制权安排与收益分配问题,有助于促进数字经济的发展。

### 3. 实践启示

本文的研究发现对我国监管部门和资本市场投资者的启示主要有两点。第一,在审查双重股权拟上市公司资质时,可着重考察公司的成长性,并关注创始股东(内部股东、高倍投票权股东)的个人能力和社会网络资源,以及企业所面临的市场机遇,高成长性、且创始股东具有较多异质性资源或较多市场机遇的公司更适合使用双重股权结构。第二,监管层可将企业的投票权倍数、创始股东已投入资本占比以及公司关于外部股东利益保护的制度设计结合起来考虑,多角度综合判断企业对外部股东利益的保护机制。这是因为,一方面,投票权倍数越高,创始股东的两权分离度将越高,越不利于保护外部股东利益;另一方面,创始股东的已投入物质资本能起到减弱代理问题、保护外部股东利益的作用。因此,就双重股权公司的外部股东利益保护而言,考察创始股东的投入、企业的表现(如成长性)与治理制度设计同等重要。

对于企业来说,高成长性企业更适合选择双重股权结构,且选择后更有助于激励创始股东加强对其异质性资源的投入,有助于促进企业绩效的改善,但双重股权结构是内外部股东的集体选择,只有当内外部股东利益都得到保障时,双重股权结构才能成为稳定而有效的集体选择。因此,拥有高倍投票权的创始股东需控制两权分离度下的代理成本,加大自身对企业的资本投

入,这将有效保障外部股东利益,使双重股权公司得以长远发展,由此使自身的控制权得到真正保障。

#### 4. 研究局限与展望

本研究使用的是美国资本市场的中概股样本和数据,虽然在近几年赴美上市的中概股公司中,60%左右的公司选择了双重股权结构,显示出我国企业对双重股权结构的迫切需求,但总体来看,中概股双重股权公司的数量仍然不足 100 家,因此本文的研究结论受样本所限。伴随更多的中概股公司选择双重股权结构,以及我国双重股权结构上市公司的不断涌现,未来将有机会使用更多的中国样本探索中国的双重股权结构。

#### 参考文献

- [1] Demsetz, H., and K. Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences[J]. *Journal of Political Economy*, 1985, 93, (6): 1155 - 1177.
- [2] Deangelo, D. A. Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14, (1): 33 - 69.
- [3] Li, X. D., Y. Jiao, M. Yu, and Y. Zhao. Founders and the Decision of Chinese Dual-class IPOs in the U. S. [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, (57): 10 - 17.
- [4] 杜媛. 何种企业适合双重股权结构? ——创始人异质性资本的视角[J]. *北京: 经济管理*, 2020, (9): 160 - 175.
- [5] Gompers P A, Ishii J, and A. Metrick. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23, (3): 1051 - 1088.
- [6] Howell, J. W. The Survival of the US Dual Class Share Structure[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 44: 440 - 450.
- [7] Chemmanur, T. J., and Y. Jiao. Dual Class IPOs: A theoretical Analysis[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36, (1): 305 - 319.
- [8] 杜媛,董文婷,蒋雪桐. 产品市场竞争优势与双重股权结构选择——基于外部股东视角[J]. *北京: 会计研究*, 2021, (6): 91 - 103.
- [9] Penrose, E. T. *The Theory of the Growth of the Firm* [M]. New York: John Wiley, 1959.
- [10] 李斌,孙月静. 企业成长阶段性对于我国上市公司股权结构与公司绩效的影响分析[J]. *北京: 财贸经济*, 2007, (6): 39 - 44.
- [11] 吴世农,李常青,余玮. 我国上市公司成长性的判定分析和实证研究[J]. *天津: 南开管理评论*, 1999, (4): 49 - 57.
- [12] Solvay, J., and M. Sanglier. A Model of the Growth of Corporate Productivity[J]. *International Business Review*, 1998, 7, (5): 463 - 481.
- [13] Grossman, S. J., and O. D. Hart. One Share/One Vote and the Market for Corporate Control[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 175 - 202.
- [14] Blair, M. M. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the 21st Century* [M]. Washington, D. C.: Brookings Institution, 1995.
- [15] 夏赞,张鹏,李斯超. 企业资源使用能力与 IPO 绩效的关系——基于所有权结构的调节作用[J]. *北京: 技术经济*, 2016, (10): 72 - 78.
- [16] 王春艳,林润辉,袁庆宏,李娅,李飞. 企业控制权的获取和维持——基于创始人视角的多案例研究[J]. *北京: 中国工业经济*, 2016, (7): 144 - 160.
- [17] Zingales L. In Search of New Foundations[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55, (4): 1623 - 1653.
- [18] 李倩,焦豪. 高管团队内薪酬差距与企业绩效——顾客需求不确定性与企业成长性的双重视角[J]. *北京: 经济管理*, 2021, (6): 53 - 68.
- [19] Rajan, R. G., and L. Zingales. Power in A Theory of the Firm[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113, (2): 387 - 432.
- [20] 朱国泓,杜兴强. 控制权的来源与本质: 拓展、融合及深化[J]. *北京: 会计研究*, 2010, (5): 54 - 61.
- [21] 施丽芳,廖飞. 不确定承受、创业家人力资本与企业成长期望——基于美国 PSED II 的实证研究[J]. *北京: 经济管理*, 2014, (7): 188 - 199.
- [22] Smith, K. G., K. A. Smith, and J. D. Olian. Top Management Team Demography and Process: The Role of Social Integration and Communication[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1994, 39, (3): 412 - 438.

- [23] Gruber, M., I. C. MacMillan, and J. D. Thompson. From Minds to Markets How Human Capital Endowments Shape Market Opportunity Identification of Technology Start-ups[J]. *Journal of Management*, 2012, 38, (5): 1421 – 1449.
- [24] Randel, A. E., and K. S. Jaussi. Functional Background Identity, Diversity, and Individual Performance in Cross-functional Teams [J]. *Academy of Management Journal*, 2003, 46, (6): 763 – 774.
- [25] Levie, G. E. Founder's Human Capital, External Investment, and the Survival of New High-Technology Ventures [J]. *Research Policy*, 2010, 39, (9): 1214 – 1226.
- [26] 李维安, 刘绪光, 陈靖涵. 经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论及实证分析 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2010, (2): 4 – 15.
- [27] 姚立杰, 周颖. 管理层能力、创新水平与创新效率 [J]. *北京: 会计研究*, 2018, (6): 70 – 77.
- [28] Peng, M. W., and Y. Luo. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-macro Link. *Academy of Management Journal*, 2000, 43, (3): 486 – 501.
- [29] 刘鑫, 蒋春燕. 政治和商业网络关系与企业探索式创新: 一个整合模型 [J]. *北京: 经济管理*, 2016, (8): 68 – 81.
- [30] 陈运森, 郑登津. 董事网络关系, 信息桥与投资趋同 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2017, (3): 159 – 171.
- [31] 杨兴全, 齐云飞, 吴昊曼. 行业成长性影响公司现金持有吗? [J]. *北京: 管理世界*, 2016, (1): 153 – 169.
- [32] 王莹, 曹廷求. 董事网络增进企业债务融资的作用机理研究 [J]. *北京: 金融研究*, 2014, (7): 189 – 206.
- [33] Shleifer, A., and R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52, (2): 737 – 783.
- [34] 汪青松, 赵万一. 股份公司内部权力配置的结构变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角 [J]. *重庆: 现代法学*, 2011, (3): 32 – 42.
- [35] Berle, A. A. Non-Voting Stock and “Bankers’ Control” [J]. *Harvard Law Review*, 1926, 39, (6): 673 – 693.
- [36] 汪青松. 股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构 [J]. *北京: 比较法研究*, 2015, (1): 48 – 60.
- [37] 杨菁菁, 程俊威, 朱密. 双重股权结构对股利政策的影响——基于在美上市的中概股的经验证据 [J]. *广州: 金融经济学研究*, 2019, (6): 17 – 28.
- [38] Andrade, L. P. D., A. A. Bressan, and R. A. Iquiapaza. Dual Class Shares, Board of Directors’ Effectiveness and Firm’s Market Value: An Empirical Study [J]. *Journal of Management & Governance*, 2017, 21, (4): 1053 – 1092.
- [39] Jordan, B. D., S. Kim, H., and M. H. Liu. Growth Opportunities, Short-term Market Pressure, and Dual-class Share Structure [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, (41): 304 – 328.
- [40] Uberti, L. J. Interpreting Logit Models [J]. *The Stata Journal*, 2022, 22, (1): 60 – 76.
- [41] 周铭山, 张倩倩, 杨丹. 创业板上市公司创新投入与市场表现: 基于公司内外部的视角 [J]. *北京: 经济研究*, 2017, (11): 135 – 149.
- [42] 李云鹤, 吴文锋, 胡悦. 双层股权与企业创新: 科技董事的协同治理功能 [J]. *北京: 中国工业经济*, 2022, (5): 159 – 176.
- [43] 李杲. 中概股私有化与分拆回归 A 股的特点与影响分析 [J]. *深圳: 证券市场导报*, 2017, (11): 42 – 48.
- [44] 单标安, 鲁喜凤, 郭海, 杨亚倩. 创始人的人格特质对科技型新企业成长的影响研究 [J]. *武汉: 管理学报*, 2018, (5): 687 – 694.
- [45] Stucki, T. How the Founders’ General and Specific Human Capital Drives Export Activities of Start-Ups [J]. *Research Policy*, 2016, 45, (5): 1014 – 1030.
- [46] 石晓军, 王懿然. 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 [J]. *北京: 经济研究*, 2017, (1): 149 – 164.
- [47] Stephan, N. Dual-class Shares, External Financing Needs, and Firm Performance [J]. *Journal of Management & Governance*, 2016, 20, (3): 525 – 551.
- [48] Setiawan, A., and H. Bambang. Comparative Study: Determinant on Banking Profitability Between Buku 4 And Buku 3 Bank In Indonesia [J]. *Benefit: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 2017, 2, (1): 92 – 101.
- [49] 谢知非. 双重迎合与现金股利平稳性——基于中国 A 股上市公司的实证研究 [J]. *北京: 会计研究*, 2019, (11): 78 – 84.
- [50] 杜媛, 徐晴, 贾凡胜. 双重股权公司中双重身份高管的薪酬安排——激励还是自利? [J]. *上海财经大学学报*, 2021, (1): 91 – 106.
- [51] Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie. Agency Problems at Dual-class Companies [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64, (4): 1697 – 1727.
- [52] Williamson O. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* [M]. New York: The Free Press, 1975.
- [53] 韦华. 实际控制人, 两权分离程度与品牌投入 [J]. *北京: 中国注册会计师*, 2020, (5): 8 – 14.

# Enterprise Growth, Characteristics of Founding Shareholders, and Choice of Dual Equity Structure

DU Yuan<sup>1,2</sup>

(1. School of Management, Ocean University of China, Qingdao, Shandong, 266100, China;

2. China Business Working Capital Management Research Center, Qingdao, Shandong, 266100, China)

**Abstract:** Chinese enterprises have a strong demand for the dual-class share structure with the development of the economy these years. With the regulatory authorities in China allowing companies to be listed on the Science and Technology Innovation Board with a dual-class share structure, the issue of what kind of companies are suitable for a dual-class share structure has become a focus for regulatory and practitioners in China. The dual-class share structure is just like a double-edged sword, which can help founding shareholders avoid losing control during the process of enterprise growth, while may also be an infringe to the external shareholders under the special share structure with different rights of the cash flow rights and control rights. This makes the dual-class share structure as one of the focuses of the academic circle.

This article takes Chinese concept dual-class share companies listed in the United States from 1991 to 2019 as a sample to test whether high growth companies are suitable for the dual-class share structure during IPOs. Through various methods such as non parametric testing and large sample empirical testing, it has been found that high growth enterprises are more likely to choose a dual-class share structure, especially when the founding shareholders have high heterogeneity of resources or the enterprises face more market opportunities. From the selection results, it can be seen that the interests of internal and external shareholders in dual-class share companies are not consistent. For high growth enterprises, choosing a dual-class share structure is more likely to improving corporate performance, but it fails to effectively promote external shareholder value. Further study on the possible reasons finds that, the more physical capital the founding shareholders invested in and the lower the separation of the two rights, the more conducive to promoting the high growth dual-class share companies to achieve external shareholder value. Therefore, this article proposes that, due to concerns about protecting heterogeneous resources, diluting control rights, and the support from external shareholder, founding shareholders of high growth pre-IPO companies are suitable to choose the dual-class share structure.

This study enriches the research on dual-class share structure, identification of heterogeneous resources, and allocation of heterogeneous resource rights. For regulatory authorities, the paper suggest that they can consider the growth potential of the company, the founding shareholders' degree of separation of the two rights, and the proportion of invested capital comprehensively, to determine whether the proposed listed company is suitable for using a dual-class share structure. For enterprises, high growth enterprises are more suitable to choose a dual-class share structure, which is more conducive to incentivizing founding shareholders to strengthen their investment in heterogeneous resources and promote corporate performance. However, founding shareholders with multiple voting rights need to control the agency cost under the degree of separation of two rights, to increase their own capital investment in the enterprise, which will effectively protect the interests of external shareholders and establish a long-term mechanism for using the dual-class share structure.

**Key Words:** dual-class share structure; growth; heterogeneous resources; founding shareholder; external shareholders

**JEL Classification:** M21

**DOI:**10.19616/j.cnki.bmj.2023.07.008

(责任编辑:李先军)