

# A股市场引入双层股权结构可行吗

## ——基于交易空间与交易市场视角的分析\*

华 生 林 辉 钟 腾 卢 遥

内容提要: 本文从效用角度解释了双层股权可能给交易双方带来的福利改善, 从交易空间角度给出了双层股权结构产生的清晰几何解释, 并进一步从交易市场视角出发, 分析了双层股权在 A 股市场的适用性, 发现改革后的沪深市场将具有显著竞争优势。但由于沪深市场特殊结构下的管制价格, 可能出现逆向选择, 沪深市场若引入双层股权会带来隐含风险。因此, 需要对双层股权公司上市设立较高的准入门槛, 将其限制在以新经济为主的比较小的范围, 从而既有利于保护投资者, 又能增强沪深市场的竞争力。

关键词: 双层股权 新经济 制度创新 交易空间 交易市场

作者简介: 华 生, 东南大学经济管理学院资深教授, 211189; 武汉大学董辅初经济社会发展研究院教授、博士生导师, 430072;

林 辉, 武汉大学董辅初经济社会发展研究院助理研究员, 430072;

钟 腾( 通讯作者), 对外经济贸易大学金融学院讲师, 430072;

卢 遥, 武汉大学董辅初经济社会发展研究院博士研究生, 430072。

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1002 - 8102( 2019) 11 - 0098 - 15

### 一、引言

目前上海证券交易所科创板允许表决权差异安排, 即实践中最常见的双层股权结构。所谓双层股权结构, 是指一家公司“同股不同权”, 同时发行两类股份, 一类为较少投票权甚至无投票权的股票, 另一类为具有较高投票权的股票, 因此现金流权与投票权发生一定程度的分离。采用双层股权制的企业, 允许创始人仅持有较少的股份, 却拥有较高的投票权, 以维持对企业的掌控。<sup>①</sup>

允许双层股权结构发行上市这一制度创新, 是各国交易所在争夺新经济企业浪潮中做出的适应性变革。在互联网、生物科技等新经济行业中, 有一个显著的特点, 就是这类企业的成功非常依赖于创始人的才能同时又极为消耗现金资本, 因而双层股权结构在新经济中更为流行。但双层股

\* 基金项目: 国家自然科学基金青年项目“房价膨胀的资源重配效应、企业创新与经济绩效: 理论和微观实证”( 71703018)。感谢匿名审稿人的宝贵建议。当然, 文责自负。

① 例如京东刘强东仅持有 23.70% 的股份, 却拥有高达 83.70% 的投票权, 以至于他不出席, 董事会就无法达到法定人数。

权结构并非新生事物,从 1898 年的国际银业公司(马立行,2013),到当代最负盛名的谷歌和作为资本市场传奇的伯克希尔·哈撒韦,再到 2018 年的小米香港证券交易所上市,双层股权结构已经走过了 120 年的历史。纵观其发展演变历程,似乎存在一个规律,不论早期的福特汽车、道奇公司、道琼斯公司,还是今天的谷歌、脸书、百度、京东,这些采用双层股权模式的企业,都是其所处时代的产业创新代表。从这个角度来说,上交所科创板、港交所进行制度创新以吸纳双层股权公司,颇有试图站上时代潮流的意味。也正是这个原因,国内如深交所等也在不同场合呼吁推进双层股权结构(宋丽萍,2014)。

相对于交易所的力主推进,监管层与法学界显得颇为慎重。北京大学法学院陈若英(2014)认为,可以回应企业与市场的诉求,但需要考虑适应我国法律与市场特点的配套制度安排;中国证监会安邦坤(2018)认为应当审慎推进双层股权结构公司上市。港交所做出这一制度创新也进行了艰难的抉择。2014 年港交所坚持同股同权的原则,拒绝接纳阿里巴巴的同股不同权结构,促使阿里巴巴转而赴美上市,这一错失在香港财经界引起了广泛的讨论。在征集意见之后,港交所权衡了错失新经济企业的代价与允许同股不同权的投资者保护问题,选择了附带诸多条件地允许双层股权结构企业上市。<sup>①</sup> 学界也对这一制度创新进行了大量讨论,主要集中在双层股权结构所可能带来的委托代理问题和投资者保护问题,并围绕实证检验证据讨论双层股权结构的成因与利弊,但迄今尚无定论,因此,这一研究可能尚处于范式前期。本文从交易效用和交易空间角度解释了双层股权的成因,给出了清晰的几何解释。在实务层面,双层股权近几十年的流行与互联网等新经济的发展高度相关,为了在新经济中占得一席之地,吸引新经济企业上市,以纳斯达克为代表的交易所在发行制度上松绑,允许双层股权结构公司对公众发行股份。国内也有允许双层股权结构企业发行上市的争论,但大部分停留在案例层面,很少有明确结论。本文则从理论上论证,由于沪深市场溢价,若允许采用双层股权结构发行,则在其他条件类似时,沪深市场相对纳斯达克或香港交易所会具有显著的竞争优势,但另一方面,由于我国沪深市场特殊结构下的管制价格发行,若允许双层股权结构上市,可能最后会形成一个充斥着无投票权股份的交易市场,从而带来隐含风险。

本文对双层股权结构进行建模显示,作为发行方的企业采取双层股权机制发行时,可以使不谋求控制权或重大影响的普通买方效用增加;同时,企业家在发行股权时,会在获得更高财务收益与掌握控制权之间权衡,是否采用双层股权机制,取决于企业家对控制权的重视程度以及交易市场制度对外部性的控制,由此从交易效用角度论述了双层股权的成因。进一步,本文从交易空间角度给出了双层股权结构产生的清晰几何解释,这一解释在相关文献中尚未见到。由于企业最终 IPO 时,必定会选择—个确定的资本市场,而不同市场的制度与运行有较大差异,特别是直接影响企业出让股权的定价溢价差异,本文建模探讨了允许双层股权机制的香港市场与暂不允许双层股权机制的沪深市场之间对企业的吸引力竞争,一定程度上,港交所在允许企业双层股权结构发行时会具有制度创新带来的竞争优势。由于资本市场一直有关于沪深市场进行双层股权机制改革的呼声,本文也建模讨论了引入双层股权机制的沪深市场对企业的吸引力,由于沪深市场的高溢价,若引入双层股权机制,相对港交所等市场将具有显著的竞争优势,这也是当前沪深交易所进行制度创新的理论基础。但考虑到沪深市场特殊结构(华生,2013)下的管制价格时,发现可能会出现逆向选择,因此,我们要注意沪深市场引入双层股权结构可能带来的隐含风险。

<sup>①</sup> 附带诸多条件是允许双层股权结构企业上市的交易所的普遍要求,例如纳斯达克的日落条款,要求在某一确定期限,较高投票权的 B 种股票将转变为一般投票权的 A 种股票。这意味着对双层股权机制所隐含风险的慎重。

## 二、文献回顾

双层股权结构已有 120 年的历史,在国外尤其是美国走过了一个允许—禁止—再允许的历程。最近,双层股权的兴起来自 20 世纪 80 年代频繁发生的敌意收购,双层股权结构为管理层提供了很好的保护,这可能是双层股权的形成动力,但双层股权削弱了中小股东的监督权力,从而削弱了传统公司治理的基础,并可能给投资者造成损害,降低公司价值,相应的研究文献也多从这一主题开始,大体上可以分为三类。第一类文献主要从规范角度研究一般情形下的股权结构,如 Demsetz 和 Lehn(1985)从一般情形上研究了所有权集中程度与会计利润的关系, Pagano 和 Röell(1998)讨论了公司发行股份尤其是成为公众公司时在财务融资获益与控制权上的权衡及其与所有权结构的关系。第二类文献主要讨论双层股权结构中有投票权的股份相对于无投票权股份的溢价问题, H. DeAngelo 和 L. DeAngelo(1985)发现管理层或家族持股的中位数结构是持有 56.9% 的投票权和 24.0% 的现金流权,投票权在收购时会体现溢价; Smith 和 Amoako-Adu(1995)通过对多伦多交易所的双层股权结构公司并购数据进行分析,证实较高投票权的股票享有溢价; Zingales(1995)发现,投票权所享有的溢价约有 30% 来自未来争夺控制权的收购发生时投票权可能得到的额外支付; Hauser 和 Lauterbach(2003)发现双层股权结构公司在回归单一股权制公司时,投票权股份会获得补偿对价。第三类文献从投资者保护角度讨论双层股权,但是观点差异较大,一方认为双层股权结构并未伤害投资者反而会增进公司价值,如 Partch(1987)认为未有证据显示双层股权结构对持有投票权受限股票的投资者造成伤害, Dimitrov 和 Jain(2006)研究发现重组为双层股权结构能给股东带来较高的超额收益;另一方则认为双层股权结构会伤害投资者,降低公司价值, Jarrell 和 Poulsen(1988)发现已上市公司在宣布采用双层股权结构以抵御敌意收购后,股价回报会有反常的下降,最高可达 2%; Smart 和 Zutter(2003)认为获得控制权的私人利益可以解释双层股权结构公司相对单一股权结构公司一定程度的价格折让; Dittmann 和 Ulbricht(2008)考察了德国市场的双层股权结构公司不同类别股份合并整合为单一股权结构公司的过程,发现自合并之日起,公司市值平均增长 4%,这个增长部分来自股权结构调整,部分来自流动性的增加; Smart 等(2008)指出,对双层股权结构公司治理的担忧可能是这类公司定价相对偏低的原因; Gompers 等(2009)发现现金流权部分的所有权与公司估值呈正向关系,而投票权部分的所有权与公司估值呈负向关系。由上述文献可以看出,对于有投票权股份相对于无投票权股份的溢价,文献观点较为一致,这也符合直觉,毕竟投票权是有价值的;在双层股权的成因上,目前的认识还比较模糊;在双层股权究竟是增进公司价值、有利于投资者,还是损害了公司价值、不利于投资者方面,不同的文献观点几乎针锋相对。

随着国外实证文献的累积和理论工作的探索,围绕双层股权结构的成因及其代理成本和股东回报上的优劣,逐渐形成三种主要观点:第一种观点建立在 Alchian 和 Demsetz(1972)的工作基础上,考虑到经济组织中的信息成本,长期投资项目的价值要获得外部股东的理解与支持较为困难,这种情况下,管理层倾向于保留控制权以推进投资项目,所以采用双层股权结构(Attari 和 Banerjee, 2005; Banerjee, 2006; Chemmanur 和 Jiao, 2012);第二种观点是一种收益最大化思路,即把现金流权采用类似于拍卖的方式卖给尽可能广泛的股东,把投票权通过直接讨价还价的方式卖给最看重控制权私人利益的人,所以采用双层股权结构(Zingales, 1995; Bebchuk 和 Zingales, 2000; Nenova, 2003),但 Field 和 Karpoff(2002)的研究结果不支持这一观点;第三种观点认为,采用双层股权结构是因为管理层想在获得多样化的融资来源的同时保留控制权(Lehn 等, 1990; Bodnaruk

等,2007)。Arugaslan等(2010)使用1980—2008年的IPO数据进行检验,发现第一种观点与第二种观点都未得到有力的支持,相反,实证显示管理层可能只是想在获得多样化融资来源的同时保持控制权。但此类文献均未从效用角度考察交易双方为何就双层股权结构达成交易,更未利用交易空间几何解释其成因。其中,Chemmanur和Jiao(2012)是通过构建不完全信息动态博弈模型将管理层才能和项目质量作为隐藏信息进行处理的,石晓军和王鹜然(2017)在他们的工作基础上进一步考察了海外上市的中国企业选择双层股权结构对于企业创新的影响,认为双层股权结构有利于创新,但中国互联网企业实行双层股权的创新作用并不明显,因此在中国实行双层股权结构尚不成熟。郑志刚等(2016)考察了阿里巴巴的股权结构,李海英等(2017)则考察了脸书的案例,彭真明和曹晓路(2016)从法律角度探讨了双层股权的引入,韩宝山(2018)则对国外的双层股权数据和理论争议进行了梳理并担忧引入双层股权可能“移橘为枳”。金帆和张雪(2018)从库恩的范式视角考察了双层股权所代表的范式变迁,认为双层股权可能是一种从财务资本导向到智力资本导向的长期变迁趋势的体现。这一类文献对双层股权的价值做了有意义的探索,但对于我国沪深市场是否应该学习纳斯达克和香港联交所允许双层股权结构发行、沪深市场允许双层股权结构发行有何利弊,没有做出明确回答。本文从交易市场角度分析了沪深市场若采取双重股权制的经济后果,以求对我国的资本市场建设提供一定的理论指导。

目前的文献多利用国外双层股权结构公司上市后的交易数据进行研究,国外大量的IPO上市数据为研究双层股权结构提供了便利,在这个基础上构建假说并进行检验具有合理性,但也容易忽略很多双层股权结构公司在IPO上市之前,就已经采用双层股权结构的事实。例如,脸书与京东均在上市前进行了多轮融资,在融资过程中已经达成投票权代理协议,即允许扎克伯格与刘强东拥有超出他们所占有的现金流权比例的投票权,IPO上市采用双层股权结构只是把这个协议制度化、规范化的过程,现金流权与控制权的分离、双层股权结构的运行,其实在IPO之前就已经存在了。那么一个自然而然的问题是,为何会出现控制权与现金流权的分离?为何会达成投票权代理协议从而为制度化的双层股权结构提供前奏?在IPO上市前的融资过程中,投资机构通常对于投资谈判具有充分的经验,可以说是精明的投资者,为何他们会接受这种与同股同权相背离的交易?双层股权结构真的会给交易双方带来好处吗?双层股权结构是必要的吗?如果对于新经济是必要的,那么沪深市场能否允许双层股权结构发行?允许采用双层股权结构会有何优势与风险?目前尚未有文献做出明确回答。从这里出发,我们开始对双层股权结构进行探索。

### 三、基准模型: 双层股权下的交易双方效用

#### (一) 双层股权下不谋求控制权或重大影响的买方效用

双层股权是指股权区分为较高投票权与较低投票权或无投票权的股份。设想一个买方只是想做财务投资者,并不谋求董事会席位,既无精力管理也无兴趣,所以控制权或重大影响的投票权并不是很重要,他既可以接受有较高投票权的股票,也可以接受有较低投票权的股票。

假定某一股权的买方可能接受的定价区间为  $[a, b]$ , 买方意愿出价  $p$  在区间  $[a, b]$  上的分布为  $F(p)$ , 买方效用函数为  $w(p)$ , 效用函数  $w(p)$  一阶连续可导, 且  $w'(p) < 0$ , 即价格越高, 买方的效用越低。卖方按照可能定价区间的最高者  $p_{su}$  定价, 买方在此定价下的效用函数为  $w(p_{su})$ 。

于是, 采用单一股权制时, 只有一个定价, 买方效用为:

$$U_{bso} = Ew(p) = w(b) [F(b) - F(a)] \quad (1)$$

采用双层股权结构时,根据已有文献(Smith 和 Amoako-Adu, 1995; Zingales, 1995; Hauser 和 Lauterbach, 2003; Smart 等, 2008; Gompers 等, 2009),对于无投票权的股权,可能的定价区间会出现一定程度的收缩,为  $[a, p_1] \subset [a, b]$ ,  $p_1 \in (a, b)$  为双层股权结构下无投票权股份可能的定价区间上限。于是在考虑采用双层股权时,作为买方的投资者可以有两个选择,一是按照同股同权来定价购买股权,股权含有投票权,可能的定价范围为  $(p_1, b]$ ,二是按照双层股权结构来定价购买股权,价格可能稍低,投票权较少,可能的定价范围为  $[a, p_1]$ 。那么投资者与企业家在协商投资交易结构时,若考虑采用双层股权结构,买方会多出一个选择,此时买方效用为:

$$U_{bdu} = Ew(p) = w(b) [F(b) - F(p_1)] + w(p_1) [F(p_1) - F(a)] \quad (2)$$

那么,买方在双层股权结构下与单一股权制下的效用之差为:

$$U_{bdu} - U_{bso} = [w(b) - w(p_1)] [F(a) - F(p_1)] \quad (3)$$

$$\text{我们知道 } w'(p) < 0, \text{ 所以 } [w(b) - w(p_1)] < 0 \quad (4)$$

$$\text{而由分布函数的性质知 } [F(a) - F(p_1)] < 0 \quad (5)$$

$$\text{所以 } U_{bdu} - U_{bso} = [w(b) - w(p_1)] [F(a) - F(p_1)] > 0 \quad (6)$$

所以,双层股权结构会带来买方效用的增加。对于一个主要追求财务收益的买方来说,他首先要确定一个企业是值得投资的、企业的股份是值得购买的,进而就要确定以什么方式进入,如何防范风险,最后影响投资收益率的还有价格。对于财务投资方来说,定价越低,付出的资金就越少,最后的收益率就会相对更高。投票权是财务投资方一定程度上可以防范风险的工具,比如可以通过参与董事会来确保经营方向不损害自身的投资与回报;但如果持股较少、不足以提名董事,或者经营过于专业,即使进入董事会也做不了什么,又或者企业家才能较为稀缺、换另一个代理人就经营不了,那么投票权对于投资方的价值就比较小了。双层股权结构提供了一个可能的选择,作为让步,股权出让方的定价可能会比单一股权制下的定价低,因而对于买方来说,效用并没受到损害,反而会有所增加。

## (二) 双层股权下关心控制权或经营自主的卖方效用

关心控制权的卖方出卖股权时的效用 = 股权定价的财务效用 - 控制权效用,即卖方效用为:

$$U_s = Fi(P) - \psi \quad (7)$$

其中  $P$  为有投票权的单位股权定价,  $\psi$  为出让有投票权的单位股权时所带来的控制权损失效用,  $Fi(P)$  表示卖方出卖单位股权时的财务收益带来的效用,可以简化为:

$$Fi(P) = P \quad (8)$$

于是,出让的股权影响控制权时,卖方效用为:

$$U_{s1} = P - \psi \quad (9)$$

出让不影响控制权的较低投票权甚或无投票权的股权时,卖方效用为:

$$U_{s2} = p_1 \quad (10)$$

其中  $p_1$  为采用双层股权结构发行时,无投票权的股权定价,且  $p_1 < P$ ,单一股权制下出让股份

有投票权时,定价更高,财务效用更大,但也会牺牲控制权效用。

假定,共有  $m+n$  的股份待出让定价,其中  $m$  与  $n$  可以是股份数也可以是股权比例,对结果无影响。 $m$  股份有投票权, $n$  股份无投票权,双层股权定价下的卖方效用为:

$$U_{sdu} = m(P - \psi) + np_1 \quad (11)$$

单一股权制下, $m+n$  股份均有投票权,单一股权定价下的卖方:

$$U_{sso} = (m+n)(P - \psi) \quad (12)$$

则卖方在双层股权定价下与单一股权定价下的效用之差为:

$$U_{sdu} - U_{sso} = n\psi - n(P - p_1) = n(\psi + p_1 - P) \quad (13)$$

其中, $n\psi$  为保留这部分控制权带来的效用, $n(P - p_1)$  为保留控制权所付出的财务代价。要使式(13)大于0,必须有:

$$\psi + p_1 - P > 0 \quad (14)$$

只有当出让部分的股权对控制权的影响在卖方看来比较重要时,卖方保留这部分控制权的效用才会大于相应付出的财务代价,双层股权才会带给卖方较高的效用。

双层股权并不必然带给卖方更高效用,例如  $\psi = 0$  时:

$$U_{sdu} - U_{sso} = n(p_1 - P) < 0 \quad (15)$$

即出让部分的股权对控制权的影响在卖方看来并不重要时,卖方并无保留这部分控制权的效用,反而付出了财务代价。

如果一个企业,对于现金资本的消耗并不是特别巨大,融资时需要出让的股权份额不会威胁到企业家对公司的控制,那么企业家可能并不在乎这部分出让股份所附带的投票权。如果考虑到单一股权制下有投票权的股份定价可能比双层股权结构下的较低投票权的股票定价高,那么同等数量的股份可能带给企业更多的融资额度。在企业更在乎融资额度而对应的控制权影响较小时,企业可能不会选择双层股权结构融资。但是当企业需要巨量的现金资本时,如果在单一股权制下能够融资成功,那么企业家的股份就会被稀释到无足轻重的程度,同时,企业家又极为珍视对企业的掌控,这时双层股权结构带给企业家的效用就比较大了。在投资方认可企业家的才能不可替代、企业的发展前景良好的情形下,企业家选择双层股权结构就会被认可。

#### 四、双层股权的交易空间视角

交易双方在采用双层股权结构时效用增加,说明企业股权的发行方与投资方可在双层股权结构下达成交易,双层股权结构可在双方协商一致时形成。但从效用角度出发并不直观,不能帮助我们清晰地理解为何双层股权结构必然产生。接下来本文从交易空间角度直观地揭示这一点。

##### (一) 无交易空间的情形

设想一个新经济企业需要进行融资,例如电子商务,极其需要现金流,同时创始人又有卓越的才能,投资方并不认为可以轻易找到能代替他的人,而该创始人又对公司的控制权极为珍视。创始人向投资方融资时,需要的资金较多,投资方由此认为,该创始人的现金流权比例  $c$  应当满足  $c \leq c_1$ 。

考虑同股同权的限制条件  $V = 1 \times C$ , 在此条件下, 该创始人的投票权比例应为  $v \leq v_1$ 。

其中,  $v_1 = 1 \times c_1$ , 但该创始人对控制权极为珍视, 他希望的投票权比例满足  $v \geq v_2 > v_1$ 。

如果我们让创始人占有的现金流权比例与控制权比例张成二维空间  $(c, v) \in R \times R$ , 以作为卖方的创始人的现金流权占比为横坐标, 投票权占比为纵坐标。考虑到现实中的限制, 应有现金流权比例  $c \in [0, 1]$ , 控制权比例  $v \in [0, 1]$ , 于是作为企业股权卖方的创始人占有的现金流权与控制权就位于第一象限边长为 1 的正方形内, 如图 1 所示。

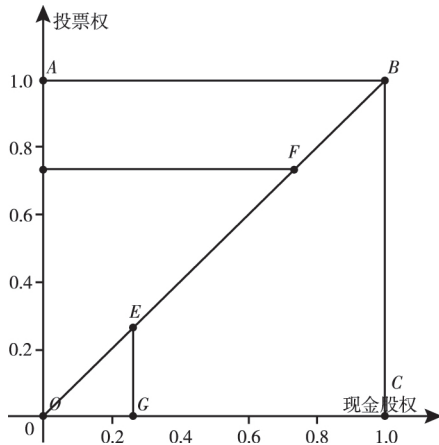


图 1 无交易空间的情形

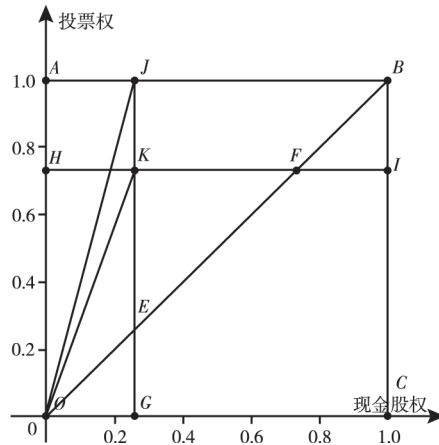


图 2 交易空间的形成

由于同股同权的限制条件  $V = 1 \times C$ , 意味着买卖双方只能在线段  $OB$  上寻找交易空间, 线段  $OB$  为同股同权约束线, 则买方要求的交易空间上限为点  $E(c_1, v_1)$ , 对应的交易空间为线段  $OE$ 。

$$L_{oe} = \{ (c, v) \mid 0 \leq c \leq c_1, v = 1 \times c \} \quad (16)$$

作为股权卖方的创始人要求的交易空间下限为点  $F(c_2, v_2)$ , 对应的交易空间为线段  $FB$ 。

$$L_{fb} = \{ (c, v) \mid v_2 \leq v \leq 1, c = 1 \times v \} \quad (17)$$

$$\text{由于当 } v_2 > v_1 \text{ 时, } L_{oe} \cap L_{fb} = \emptyset \quad (18)$$

线段  $OE$  与线段  $FB$  无交集, 不存在交易空间。这说明, 在同股同权的限制下, 由于作为卖方的创始人想拥有较多的控制权, 但是他需要的资金太多, 以至于无论如何核算, 能获得的现金流权比例都较低, 在要求现金流权与投票权 1:1 对应时, 创始人能获得的投票权将远远低于他想要的程度, 此时投融资双方根本无法谈拢。这显然并不是好结果, 因为企业家需要资金, 而投资方希望获得收益, 成功的企业对社会具有正的外部性。

### (二) 交易空间的形成

投资方考虑到实际上并没有合适的人选来代替创始人, 又或者伟大的企业、激动人心的投资机会非常稀缺, 因而更看重现金流权及其对应的收益, 对于控制权要求不高, 此时买方提出的交易空间如图 2 所示, 为:

$$S_{oajg} = \{ (c, v) \mid 0 \leq c \leq c_1, 0 \leq v \leq 1 \} \quad (19)$$

即图 2 中矩形  $OAJG$ 。此时  $c = c_1$  为买方认为创始人可获得的现金流权的边界条件, 投资方根据

投入资金和企业估值,计算作为创始人的企业家能够获得的现金流权上限,但对投票权不做限制。

卖方提出的交易空间为:

$$S_{ABIH} = \{ (c, v) \mid 0 \leq c \leq 1, v_2 \leq v \leq 1 \} \quad (20)$$

即图 2 中矩形  $ABIH$ 。此时  $v = v_2$  为作为股权卖方的创始人试图保留的投票权的边界,创始人要求无论如何,自己要确保足够的控制权以维持对公司的掌控,但对于现金流权的确定保持一个开放的态度,对于根据公司估值与融资金额计算的现金流权比例予以认可。

此时买卖双方提出的交易空间的交集为:

$$S_{OAJG} \cap S_{ABIH} = S_{AJKH} \quad (21)$$

即图 2 中矩形  $AJKH$  部分。这就意味着,在投资方对作为创始人的企业家的才能高度认可,从而愿意在控制权上做出让步时,就有了达成交易的空间。作为股权买方的投资方与作为股权卖方的企业家可以在这个交易空间内讨价还价,投资方的资金有了良好的载体就有了获得收益的前景,企业家拿到较高投票权就能确保自己对企业的掌控,同时还获得了企业发展所需要的资金,可以说是一个双赢的约定。

易得图 2 中  $K$  点坐标为  $K(c_1, v_2)$ ,若该点为交易双方谈判达成的均衡点,容易看出线段  $OG$  为作为股权卖方的创始人所获得的现金流权占比,线段  $GK$  为其获得的投票权占比,线段  $OK$  斜率大于 1,作为股权卖方的创始人将获得超出其所持有的现金流权比例的控制权。

$$\lambda_s = \frac{v_2}{c_1} = \frac{c_2}{c_1} > 1 \quad (22)$$

即创始人将获得较高投票权的股票,不再是一股一票。相应地,买方获得的现金流权占比由线段  $KI$  表示,投票权占比由线段  $IB$  表示,线段  $KB$  斜率小于 1,买方将获得较低投票权的股票。

$$\lambda_b = \frac{1 - v_2}{1 - c_1} = \frac{1 - c_2}{1 - c_1} < 1 \quad (23)$$

在特定情形下,可能出现交易双方谈判达成的均衡点在  $J(c_1, 1)$ ,此时线段  $JB$  呈水平。

$$\lambda_b = \frac{1 - 1}{1 - c_1} = 0 \quad (24)$$

即出现了买方获得无投票权的股票。现实中,双层股权结构已有无投票权股票的实例,与我们的模型一致。很容易看出,在买卖双方审慎评估之后,放松了对投票权与现金流权一致的同股同权约束,能够形成对双方都有利的交易空间。但这个交易空间偏离了同股同权的约束线  $V = 1 \times C$ ,双方谈判达成的均衡点位于同股同权约束线  $V = 1 \times C$  的上方,从斜率上可以看出,此时企业家所持现金流权对应的投票权比例高于 1,而投资方的投票权比例会低于所持现金流权比例。这意味着,在这类特殊情形下,要获得双方满意的交易结果,就必定突破同股同权的约束,导致较高和较低投票权的股票出现。

### (三) 同股同权的情形

在传统经济立法与实践,同股同权是默认规则。在我们的模型中,同股同权对应的情形如图 3 所示。买卖双方可能达成的交易空间矩形  $AHIE$  与约束线  $V = 1 \times C$  有重合点  $I$ ,此时,限定同股同权无碍于买卖双方达成交易。在新经济之外的大多数情形中,作为股权卖方的创始人对于资



金可能没有那么渴求,投资方可能也不认为换一个代理人就无法经营,因而讨价还价的空间就比较大,双方谈判可以在同股同权约束线上选择均衡点,做出同股同权的限制并不影响投融资运行。

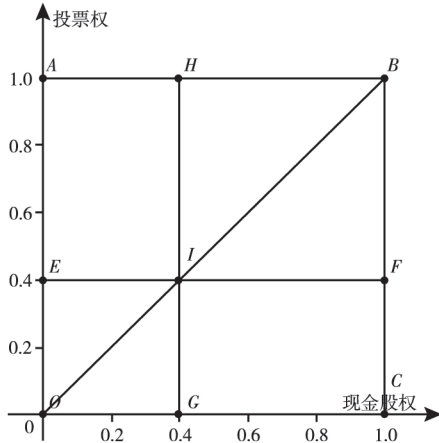


图3 同股同权的适用情形

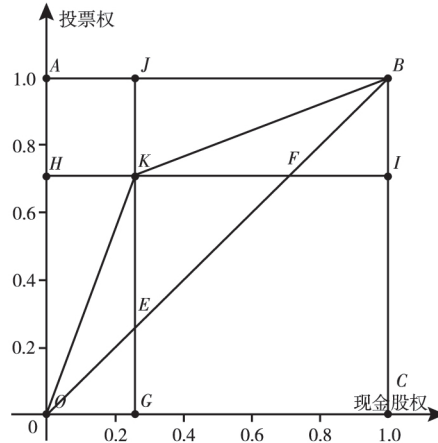


图4 偏离的几何度量

(四) 双层股权偏离同股同权的几何度量

由图3的同股同权的情形可知,均衡点位于同股同权约束线  $V = 1 \times C$  上时,没有偏离;在图2的交易空间达成双层股权的均衡时,均衡点位于同股同权约束线外。由此,我们可以用均衡点与原点、顶点B构成的三角形OKB来度量双层股权对同股同权的偏离(见图4)。为使此度量值在  $[0, 1]$  内,我们取相对值,即三角形OKB与三角形OAB的面积之比来计算偏离度。当均衡点位于同股同权约束线上时,易得偏离度为0;假设均衡点处于点A,则偏离度为1。

一般地,点K位于三角形OAB内部时,由点K坐标  $K(c_1, v_2)$ ,可以计算出三角形OKB面积。

$$S_{OKB} = S_{OAB} - S_{AJKH} - S_{OKH} - S_{KBJ} \tag{25}$$

其中,  $S_{OAB} = \frac{1}{2}$ ,  $S_{AJKH} = c_1(1 - v_2)$ ,  $S_{OKH} = \frac{1}{2}c_1v_2$ ,  $S_{KBJ} = \frac{1}{2}(1 - c_1)(1 - v_2)$ 。于是,三角形OKB面积为:

$$S_{OKB} = \frac{1}{2}(v_2 - c_1) \tag{26}$$

偏离度  $\eta$  为三角形OKB与三角形OAB面积之比,则:

$$\eta = \frac{S_{OKB}}{S_{OAB}} = v_2 - c_1 = c_1 \left( \frac{v_2}{c_1} - 1 \right) = c_1(\lambda_s - 1) \tag{27}$$

这是一个简洁的代数结果,意味着双层股权对同股同权的偏离可以简单地用卖方所掌握的投票权扣除他的现金流权来衡量。 $\lambda_s$  为OK的斜率,即作为卖方的控制企业的创始人团队投票权与现金流权之比,在线段OK向纵轴靠近的过程中, $\lambda_s$  会越来越大,此时现金流权趋于0,即:

$$\lim_{c_1 \rightarrow 0} \lambda_s = +\infty \tag{28}$$

也就是说,控制企业的人所掌握的现金流权越小,并趋于0时,可能会出现奇点,此时产生经

典的委托代理问题。现在流行的股权激励方式实质是通过赋予管理团队一定的现金流权来避开奇点, 困扰我国国企治理的问题一定程度上也来源于奇点。于是, 这一简洁的数学形式将不同领域的理论联结起来, 尽管其数学性质或许还需要更多的探索。

(五) 现实中的双层股权实例

作为一种检验, 我们以创始人所拥有的现金流权比例为横坐标, 投票权比例为纵坐标, 将部分知名的双层股权结构企业绘制到坐标图中, 结果如图 5 所示。

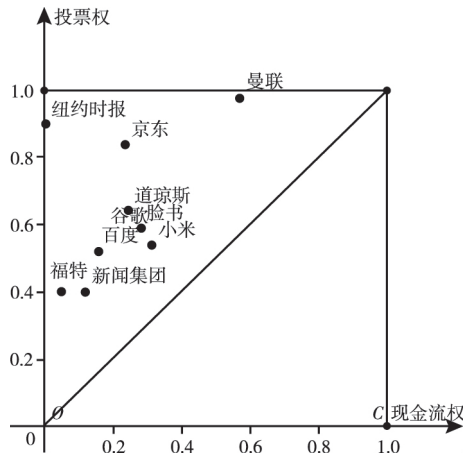


图 5 双层股权实例

容易看出, 诸如谷歌、百度、福特、纽约时报等都位于同股同权约束线  $V = 1 \times C$  的上方。在被新闻集团收购前, 纽约时报苏兹贝格家族的持股所占现金流权比例为 0.6% 而投票权比例为 90.10%。福特家族以 5.1% 的现金流权握有 40% 的投票权, 曼联以 58% 的现金流权对应 98.70% 的投票权, 这都是比较惊人的例子。相形之下, 京东刘强东以 23.7% 的现金流权掌握 83.7% 的投票权并不算特别突出。这里我们没有绘出阿里巴巴, 是因为阿里巴巴采用合伙人制, 并未制度化规定股票的投票权差别; 也没有绘出腾讯, 是因为腾讯大股东虽然尊重马化腾的自主管理, 但也未在投票权上做出正式的差别性规定。

至此, 我们给出了双层股权结构的清晰交易空间解释, 并与现实中的实例相印证。

五、扩展模型: 交易市场视角

(一) 不同交易市场机制的竞争

股权发行时, 总要选择一个市场, 不同交易市场之间定价上的溢价不同, 所以财务定价  $P$  上应加上一个溢价系数。我们假定对控制权重视与否的效用  $\psi$  不受市场溢价影响。

我们用  $\alpha_H$  表示香港交易市场的溢价系数( 其实理解为纳斯达克市场也不影响结论),  $\alpha_S$  表示上海交易市场的溢价系数, 如我们所知,  $\alpha_H < \alpha_S$ , 即上海市场享有更高的溢价。香港市场允许双层股权结构上市, 那么一个重视控制权的企业家选择香港市场双层股权上市的效用为:

$$U_H = m(\alpha_H P - \psi) + n\alpha_H p_1 \tag{29}$$

而选择无法双层股权结构上市的沪深交易所单一股权上市时, 效用为:

$$U_S = (m + n)(\alpha_S P - \psi) \quad (30)$$

香港上市与沪深上市的效用之差为

$$U_H - U_S = m(\alpha_H - \alpha_S)P + n(\alpha_H P_1 - \alpha_S P) + n\psi \quad (31)$$

其中,  $m(\alpha_H - \alpha_S)P$  为有投票权股份的市场溢价损失,  $n(\alpha_H P_1 - \alpha_S P)$  为无投票权股份的市场溢价代价与控制权定价代价,  $n\psi$  为选择可以双层股权结构上市的交易市场带来的控制权效用获益。由于前两项为负, 仅第三项为正, 所以其他条件相同时, 当企业家选择香港市场还是沪深交易所上市, 取决于企业家的控制权效用评估与市场溢价损失、控制权代价之间的权衡。当企业家比较看重经营控制权时, 有可能选择香港上市, 但如果不看重控制权而看重溢价, 则愿意选择沪深市场。

一定程度上, 这可能造成逆向选择, 即不看重经营而只想获取溢价的公司主动选择沪深市场, 看重经营谋求控制权追求长远发展的公司反而可能不会选择沪深市场, 而看重长远经营的优质企业恰好又是沪深市场渴求的。香港联交所以及美国纳斯达克等允许企业采用双层股权结构上市, 可能对追求长远经营的企业家有比较强的吸引力, 在美国上市的中国新经济公司, 大部分都采用了双层股权结构。这类公司有显著的创新, 增长快, 上市后的回报也非常好, 国内民众没有享受到这么好的可投资资源、无法分享新经济公司成长的收益, 不能不说是一个遗憾。

## (二) 跨市场发行

此时我们假设发行总量为  $m + n + l$ , 其中  $m + n$  股份选择在香港市场双层股权结构发行,  $m$  股份有投票权,  $n$  股份无投票权,  $l$  股份选择在上海市场单一股权结构发行。那么跨市场发行的效用为:

$$U_{HS} = m(\alpha_H P - \psi) + n\alpha_H P_1 + l(\alpha_S P - \psi) \quad (32)$$

若企业总量为  $m + n + l$  的股权选择全部在香港市场上市,  $m + l$  股份有投票权,  $n$  股份无投票权:

$$U_{HEX} = (m + l)(\alpha_H P - \psi) + n\alpha_H P_1 \quad (33)$$

那么, 跨市场发行带来的效用增加为:

$$U_{HS} - U_{HEX} = l(\alpha_S - \alpha_H)P \quad (34)$$

由于沪深市场溢价  $\alpha_S$  高于香港市场溢价  $\alpha_H$ , 所以香港上市企业回沪深市场跨市场发行的效用恒为正, 可以推断理性的企业家必定会选择回沪深市场跨市场发行。这也可以一定程度上解释当沪深市场放松海外上市公司回归时, 涌现了一大批公司纷纷拆 VIE 结构回归 A 股。对于沪深交易所, 吸引到新经济中的代表企业, 更有利于确定自己的地位, 同时也有利于国内投资者寻找良好的投资机会, 从这个角度说, 允许海外上市公司发行中国存托凭证 (Chinese Depository Receipt, CDR) 是比较不错的选择。由于我国新股发行制度仍以审批为主, 市场甄别功能较弱, 没有像香港等市场那样, 通过大的投资机构谈判询价以确定公允价格的定价机制, 因而市场可能对公司定价偏离比较大。此外, 以沪深市场的股价结构, 即使采用机构询价, 投资机构考虑二级市场的价格, 询价最终也会是偏离的, 无法进行甄别与合理定价。考虑到新经济公司虽然高成长, 如果不加以识别, 其中大量公司其实风险很高, 存活期也比较短, 如果这一类公司直接在沪深市场上市, 可能会带给投资者较大损失。此时, 由纳斯达克、联交所等市场进行识别之后, 接受其中优异的公司回沪深市场发行 CDR, 对于这些企业自是多了一个融资机会, 对于沪深市场的投资者, 也多了一个分享成长收益的机会, 可以说是一个改进。但在发行时机的选择上, 对监管层的制度创新是一个较大的

考验,例如在美国证券市场处于高位、互联网行业有步入寒冬的迹象时,允许海外公司回国发行,就可能让 CDR 一开始就出现历史价格的顶点,投资者买入即套牢,从而给这一创新蒙上阴影。

### (三) 改革后的沪深高溢价市场

设想沪深市场进行制度改革创新,允许优秀企业选择双层股权上市, $m$  股份有投票权, $n$  股份无投票权,双层股权定价下企业家的沪深市场发行效用为:

$$U_{SR} = m(\alpha_S P - \psi) + n\alpha_S p_1 \quad (35)$$

那么,企业选择改革后的沪深市场双层股权结构发行,相对于选择香港市场的效用增加为:

$$U_{SR} - U_H = (\alpha_S - \alpha_H)(mP + np_1) \quad (36)$$

显然,由于  $\alpha_S > \alpha_H$ ,所以式(36)大于 0。可见,由于沪深市场的溢价优势,企业选择沪深市场上市的效用大于香港上市的效用。这意味着改革后的沪深市场相对于香港市场具有极强的竞争力。从长远来看,沪深市场享有优势,并且这个优势值得通过制度创新发挥出来。在改革与制度创新上,或许应该给沪深交易所多一点探索空间。

### (四) 沪深市场管制价格下的逆向选择

我们知道,沪深市场是一个有管制的市场,由于沪深市场的特殊价格结构(华生,2013),导致其溢价较高,因此不仅在发行价格上进行管制,还在发行速度与发行量上进行管制。这是因为,如果不进行价格与募集金额管制,则先发行的企业会定价较高、募集金额极高,使后来的企业可能面临无钱可募的局面。这并不是因为先发行的企业有特别的吸引力,而是由沪深市场的特殊价格与供求结构决定的。设  $P_g$  为管制价格,在一定情况下,可能出现:

$$P_g \leq p_1 \quad (37)$$

即管制价格不高于公司在采用双层股权结构时的无投票权股份价格。此时发行有投票权普通股的卖方效用为:

$$U_1 = m(\alpha_S P_g - \psi) \quad (38)$$

发行较低投票权或无投票权股份的卖方效用为:

$$U_2 = m(\alpha_S p_1 - \psi) \quad (39)$$

两者效用之差为:

$$U_1 - U_2 = m\alpha_S(P_g - p_1) < 0 \quad (40)$$

即管制价格下发行有投票权股票的效用小于发行较低投票权甚至无投票股份的效用。

这时,发行企业会有什么考虑呢?我们知道,沪深市场一直存在申购新股即打新股的资金,打新股是一种套利行为,即管制价格  $P_g$  低于二级市场的可比价格所形成的套利空间带来的投机行为。如果这个管制价格甚至低于采用双层股权结构时的无投票权股份价格,那么考虑到市场对新股的追捧,即使无投票权,应该也是不难发行的。对于发行企业来说,如果可以采用双层股权结构发行,反正是限定了必须低价发行,为何不拿走投票权呢?于是可能采用双层股权结构发行大量无投票权或低投票权股份。这种情况如果累积下去,就会出现沪深交易所充斥着无投票权的股份交易,这里面隐含的公司治理、投资者保护风险是不能忽视的。国外允许双层股权结构的交易所,

双层股权结构上市公司的数量占比并不多,大概在 10% 到 20% 之间,但市值占比很高,接近 60% (石晓军、王鹜然,2017)。考虑到我国主要大型企业基本上市,互联网巨头也已海外上市,那么实行双层股权结构可能出现与国外完全相反的结果,即双层股权结构公司数量庞大而市值占比却很小,那就与新经济的内涵背道而驰了。按照拉·波特等(La Porta 等,1999,2002)的研究,我国证券市场投资者的保护力度可能还不够强,大股东可能掌握较多控制权,很容易损害中小股东的合法权益,在这种情况下,若允许大股东持有更高的投票权,就可能使大股东损害中小股东的权力制度化,这恐怕不是监管层和市场参与者所愿意看到的。

## 六、结 论

本文从交易效用角度考察了双层股权结构带给企业与投资者的选择,对于投资者来说,双层股权结构是可以增加投资者效用的;对于融资企业来说,效用是否增加,取决于企业家在融资与控制权之间的权衡,如果出让股份并未影响到控制权,那么双层股权结构可能并非必要,但是当出让股份较多、企业家看重控制权时,双层股权结构允许企业家拥有高于现金流权的投票权以保持控制权,就很有价值了。

从交易空间角度,若限定必须同股同权、一股一票,我们看到有时会出现双方没有交易空间的情形。企业需要巨量的现金资本,这些现金资本的进入必定会摊薄创始人的股权比例至很低的程度,若一股一票,则创始人或管理层团队就有沦为无足轻重的小股东的危险。但若给这类企业过高的估值,以减轻企业家所持股权的摊薄程度,则投资方的收益会极低,甚至会出现较大损失的风险,从而不愿投资。要达成一个比较好的结果,就只有突破同股同权、一股一票的约束线,从而使双方提出的交易空间存在交集,并在这个范围内谈判达成均衡点。最终的结果就是创始人或管理层团队拥有较高投票权,现金流权与投票权发生了一定程度的分离。

企业融资在上市前就已发生,融资谈判带来的现金流权与投票权的分离为上市时的正式双层股权结构提供了前奏。但考虑到双层股权结构同股不同权可能带来的外部性尤其是投资者保护问题,是否允许双层股权结构发行,取决于交易所的制度规范。交易所之间又有各种差别,例如上市速度、上市成本以及我们考察的估值水平。沪深市场相对香港联交所具有显著的估值溢价,但是香港联交所及纳斯达克允许双层股权结构的制度创新,对于新经济企业有更强的吸引力。那么,在吸引新经济企业的竞争中,沪深市场虽拥有高溢价高流动性,却没有合适的机制发挥其潜力,一定程度处于弱势。若沪深市场进行双层股权结构的制度创新,由于其高溢价,在其他服务条件改善到一致时,可能相对于香港等市场具有明显的竞争优势,这对大陆的经济发展的很有利的。但是沪深市场的股价结构较为特殊,其估值水平远远高于全球主要市场的合理估值,以至于不得不对新股发行进行一定程度的管制。若管制价格低于双层股权结构发行下的较低投票权或无投票权股票的可能发行价格,企业会更倾向于发行较低投票权或无投票权的股份,并且仍然很容易发行成功。最终沪深市场可能成为一个充斥着无投票权股份的市场,与国外交易所双层股权结构上市公司的数量占比不超过 20%、市值占比接近 60% 的结构完全相反,这里面隐含的公司治理、投资者保护风险就不能不加以深思。

因此,应综合考虑资本市场竞争力和投资者保护的隐含风险。既然纽约交易所、香港证券交易所、新加坡交易所对双层股权结构存在疑虑的情况下,仍然先后接纳了双层股权结构的企业上市,那么从增强我国资本市场竞争力考虑,双层股权结构应当成为沪深市场一个长期规划的方向。但短期内,考虑到沪深市场的新股发行定价特征、投资者成熟度、投资者保护力度,双层股权

结构不宜大面积引进。在具体操作策略上,可以设立较高的准入门槛,例如对公司估值、营业收入等财务指标或活跃用户数、有效订单数等运营指标提出较高的要求,只允许达到较高门槛的双层股权企业上市,从而将双层股权企业限制在一个以新经济为主的比较小的范围,既有利于积累治理经验、保护投资者、防范潜在的风险,又能吸引有价值的新经济公司,增强沪深市场的竞争力。

参考文献:

1. 安邦坤 《审慎推动双重股权结构公司上市》,《中国金融》2018年第8期。
2. 陈若英 《论双层股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对》,《证券市场导报》2014年第3期。
3. 韩宝山 《橘兮? 枳兮? ——权变视角下国外双重股权研究中的争议》,《外国经济与管理》2018年第7期。
4. 华生 《中国股市:假问题和真问题》,东方出版社2013年版。
5. 金帆、张雪 《从财务资本导向到智力资本导向:公司治理范式的演进研究》,《中国工业经济》2018年第1期。
6. 李海英、李双海、毕晓方 《双重股权结构下的中小投资者利益保护:基于 Facebook 收购 WhatsApp 的案例研究》,《中国工业经济》2017年第1期。
7. 马立行 《美国双层股权结构的经验及其对我国的启示》,《世界经济研究》2013年第4期。
8. 彭真明、曹晓路 《控制权博弈中的双层股权结构探析——以破解股权融资与稀释的困境为视角》,《证券市场导报》2016年第7期。
9. 石晓军、王骞然 《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》,《经济研究》2017年第1期。
10. 宋丽萍 《科技型企业可考虑为双层股权结构预留空间》,第四届中国(西部)高新技术产业与金融资本对接推进会,2014年5月。
11. 郑志刚、邹宇、崔丽 《合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择》,《中国工业经济》2016年第10期。
12. Alchian, A. A., & Demsetz, H., Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, Vol. 62, No. 5, 1972, pp. 777 - 795.
13. Arugaslan, O., Cook, D. O., & Kieschnick, R., On the Decision to Go Public with Dual Class Stock. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No. 2, 2010, pp. 170 - 181.
14. Attari, M., & Banerjee, S., Strategic Under-investment, Managerial Entrenchment and Ownership Structure of a Firm. Unpublished Working Paper, Tulane University, 2005.
15. Banerjee, S., Dual-Class Share Issues and Mitigating the Costs of Corporate Democracy. Tulane University Working Paper, 2006.
16. Bebchuk, L. A., & Zingales, L., Ownership Structures and the Decision to Go Public: Private versus Social Optimality. R. K. Morck (Ed.), *In Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, pp. 55 - 80.
17. Bodnaruk, A., Kandel, E., Massa, M., & Simonov, A., Shareholder Diversification and the Decision to Go Public. *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 6, 2007, pp. 2779 - 2824.
18. Chemmanur, T. J., & Jiao, Y., Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, No. 1, 2012, pp. 305 - 319.
19. DeAngelo, H., & DeAngelo, L., Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1, 1985, pp. 33 - 69.
20. Demsetz, H., & Lehn, K., The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, 1985, pp. 1155 - 1177.
21. Dimitrov, V., & Jain, P. C., Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-run Stock Returns. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, 2006, pp. 342 - 366.
22. Dittmann, I., & Ulbricht, N., Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications. *European Financial Management*, Vol. 14, No. 1, 2008, pp. 163 - 196.
23. Field, L. C., & Karpoff, J. M., Takeover Defenses of IPO Firms. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5, 2002, pp. 1857 - 1889.
24. Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A., Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 3, 2009, pp. 1051 - 1088.

25. Hauser, S. , & Lauterbach, B., The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-class Stock Unifications. *Review of Financial Studies*, Vol. 17, No. 4, 2003, pp. 1167 – 1184.
26. Jarrell, G. A. , & Poulsen, A. B. , Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 129 – 152.
27. Lehn, K. , Netter, J. , & Poulsen, A., Consolidating Corporate Control: Dual-Class Recapitalizations versus Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, 1990, pp. 557 – 580.
28. Nenova, T. , The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, No. 3, 2003, pp. 325 – 351.
29. Pagano, M. , & Röell, A., The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 1, 1998, pp. 187 – 225.
30. Partch, M. M. , The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, No. 2, 1987, pp. 313 – 339.
31. La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleifer, A. , Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, 1999, pp. 471 – 517.
32. La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , Shleifer, A. , & Vishny, R. , Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, 2002, pp. 1147 – 1170.
33. Smart, S. B. , & Zutter, C. J. , Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual and Single-Class IPOs. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 1, 2003, pp. 85 – 110.
34. Smart, S. B. , Thirumalai, R. S. , & Zutter, C. J. , What's in a Vote? The Short and Long-run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 1, 2008, pp. 94 – 115.
35. Smith, B. F. , & Amoako-Adu, B. , Relative Prices of Dual Class Shares. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, No. 2, 1995, pp. 223 – 239.
36. Zingales, L. , What Determines the Value of Corporate Votes? . *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 4, 1995, pp. 1047 – 1073.

## **Is It Feasible to Adopt Dual-Class Share Structure in A-Share Market? An Analysis Based on Trading Space and Trading Markets**

HUA Sheng ( Southeast University, 211189)

LIN Hui, LU Yao ( Wuhan University, 430072)

ZHONG Teng ( University of International Business and Economics, 100029)

**Abstract:** First, the paper explains from the utility point of view that dual-class shares may bring benefits to both parties. Further, it gives a clear geometric interpretation of the dual-class share structure from the perspective of trading space. As to the applicability of dual-class shares in the A-share market, it constructs a model from the perspective of trading markets and finds that the reform would significantly strengthen the competitiveness of Shanghai and Shenzhen stock markets. But when considering the regulatory price under the special structure of the Shanghai and Shenzhen stock markets, there would be adverse selection with implicit risks. Therefore, this paper proposes to set a higher entry threshold for dual-class-share companies to be listed, and confine it to a relatively small group dominated by the new-economy firms. This will be conducive to protecting investors and enhancing the competitiveness of the Shanghai and Shenzhen stock markets.

**Keywords:** Dual-Class Share, New Economy, Institutional Innovation, Trading Space, Trading Market

**JEL:** G34, C59, D02

责任编辑: 无 明