

双重股权制度与中小投资者现金股利

——基于中概股上市公司的经验证据

郑鹏¹,魏嘉辉²

(1. 浙江科技大学 经济与管理学院,浙江 杭州 310023;2. 仲恺农业工程学院 经贸学院,广东 广州 510632)

摘要:双重股权制度使企业创始人免除了控制权市场的威胁,同时也容易诱发其自利行为,侵害中小投资者利益。以2008—2018年中概股上市公司为研究对象,理论分析与实证检验了双重股权制度对中小投资者现金股利的影响效应及作用机制。研究表明:与单一股权制度相比,双重股权制度并未给中小投资者带来更多的现金股利,其原因主要为权利滥用导致的资金占用问题。异质性分析显示,双重股权制度对中小投资者利益的负向影响效应在自由现金流充足和管理者权利较大的企业中更加明显。进一步研究发现,以企业价值最大化为目标的创始人具备的管理者能力可以正向调节双重股权制度对中小投资者股利获取的不利影响。研究结论丰富了双重股权制度本土化的相关文献,为维护中小投资者权益提供了政策启示。

关键词:双重股权制度;中小投资者利益保护;资金占用;委托代理

中图分类号:F274 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2024)01-0033-11

一、引言

2019年3月1日,上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板股票上市规则》,设专节规定了表决权差异安排。2020年8月26日,深圳市六届人大常委会第四十四次会议表决通过了《深圳经济特区科技创新条例》,允许在深注册的科技企业实施“同股不同权”,在扩大企业融资渠道的同时保护其稳定发展。随着国内证券市场改革的不断深入,双重股权制度已成为企业上市过程中股权结构的重要选择。传统的公司治理观点认为,投资者必须以相同的比例分享公司的现金流和控制权^[1-2],即“同股同权”;而在双重股权制度下,企业向公众投资者发行的是“一股一票”的A类股,而向公司创始人发行的是附着数倍于A类股表决权的B类股,即“同股不同权”。

双重股权制度通过将企业控制权赋予公司创始人,使其可以在募集资金的同时,免除控制权市场的威胁,而证券市场广大中小股民关注的重点通常是上市公司能否盈利、股价如何波动。在对上市公司的投资中,中小投资者获得的收益主要来自两个方面:一是,股权价值收益,即股息,又分为现金股利和股票股利;二是,股票交易收益,即反映在股价上的买卖利差所得。按出资比例分取红利是普通股股东享有的基本权利,在国外的双重股权制公司中,许多公司在低投票权股的股票类别上支付更高

收稿日期:2023-09-21;修回日期:2023-12-23

基金项目:浙江省哲学社会科学规划青年项目“制造业企业数字化驱动节能降碳的影响机制与实施路径研究”(24NDQN171YBM);国家自然科学基金青年项目“数字时代公众参与助力工业协同降碳减污的机制与路径研究”(72304240);广东省基础与应用基础研究基金项目“上市公司实施双重股权制度行为研究:动机、方式和企业绩效”(2021A1515011729)

作者简介:郑鹏(1990—),男,山东泰安人,经济学博士,浙江科技大学经济与管理学院讲师,研究方向为公司治理;魏嘉辉(1991—),男,广东广州人,经济学博士,仲恺农业工程学院经贸学院讲师,研究方向为产业结构。

的股息,以补偿减少的投票权。那么在双重股权制度下,随着两权的分离,让渡出企业控制权的小投资者能否获得更多的股利收益,抑或是能否保证自己应有的利益?双重股权制企业实际控制人在获得投资者让渡出的控制权后会“投桃报李”还是“得鱼忘筌”?对该问题的解决有助于证券主管部门在推进证券市场改革中切实保护好中小投资者的权益。

双重股权制度对中小投资者利益产生作用具体是通过增加效应还是侵蚀效应?国内外学者对此存在较大的争议。一种观点认为,双重股权制度为公司创始人提供了更强的职位安全保障,同时也更为紧密地链接了公司创始人与中小投资者之间的关系,能够减少其自利行为和短视行为。因而,双重股权制度具有对企业长期价值的提升功能,可以有效保护中小投资者的利益^[3]。与单一股权制公司相比,双重股权制公司股票回报和会计表现更好^[4-5],现金股利支付和总派息更高^[6]。另一种观点则认为,双重股权制度弱化了企业外部治理机制发挥作用^[7-8],公司创始人可以利用自身投票权的优势侵占中小股东利益^[9-12],两权分离程度的增加容易滋生创始人的掏空行为^[13-15]。Masulis *et al.*^[16]研究发现,采用双重股权制度的公司向 CEO 支付更高的超额薪酬,会进行更多破坏价值的收购。区别于现有文献关注双重股权制度对企业本身及中小投资者利益的影响,本文试图探究在双重股权制度引发的价值创造效应和委托代理效应两个维度下中小投资者股利获取的机理和路径。鉴于此,本文以 2008—2018 年中概股上市公司的数据为研究样本,实证检验双重股权制度对中小投资者现金股利获取的影响,以期探明与“同股同权”的单一股权制度相比,双重股权制度能否为中小投资者带来更多的现金股利。

本文的研究贡献主要体现在以下三方面:第一,丰富了有关双重股权制度经济后果的相关研究。随着公司治理实践的不断深入,有关股权结构的研究逐渐丰富,然而目前有关双重股权制度的公司治理效应还存在争议。本文探讨双重股权制度对中小投资者的影响,丰富了双重股权制度的相关研究。第二,拓展了关于中小投资者利益保护影响因素的研究。本文在机制分析中发现,管理者股票权利的滥用是导致现金股利发放较少的重要原因。本文结论是对中小投资者利益保护机制以及影响因素研究的有益拓展。第三,从中小投资者利益保护的视角拓展了关于双重股权制度本土化经济后果研究领域的学术探讨,为证券主管部门在推进“同股不同权”改革进程中重视中小投资者的利益保护问题及切实做好双重股权制企业的监管工作提供了理论依据。

二、理论分析与研究假设

传统的两权分离理论重点研究“同股同权”原则下的两权分离。全体股东,无论是外部投资者还是内部经营团队,都拥有平等且对称的投票权和现金流权。随着生产力水平的提高和融资方式的多元化,物质资本(主要指股权)逐渐沦为一般性的生产要素^[17],人力和智力资本愈发重要,为同股不同权的发展和流行提供了条件。在双重股权制度下,企业创始人拥有数倍于普通股东的控制权。与单一股权制度相比,双重股权制度的价值提升效应主要体现在以下几个方面:第一,双重股权制度能够增加企业专用性人力资本的投资意愿。当企业与专用性人才雇佣关系不稳定时,专用性人力资本容易受到外部竞争的侵占。双重股权制度可以保护公司创始人的控制权地位,防止了野蛮人的入侵,创始人可以实行符合公司长远发展的战略性项目,对专用性人力资本的投资意愿也更加强烈。第二,减少公司创始人的短视行为。长期投资项目通常具有信息不对称程度高和风险大的特点,公司创始人可能迫于短期市场压力选择净现值高的短期项目,从而放弃需要长期投资的高价值项目。在双重股权制度下,企业家不必因为短期绩效的高低来调整项目,与控制权市场的隔绝使得创始人的经营和发展理念得以延续。双重股权结构可以使企业家免受外部替代威胁的同时增加融资,为企业长期项目投资提供资本^[18]。第三,防御不知情收购。在信息高度不对称下,外部人员可能会根据其对公司的有限知识来进行收购^[19]。公司创始人需要采取代价高昂的措施向外界释放公司运作良好的信号才能防止“野蛮人”的恶意收购,包括高负债权益比率、股息变动或股票回购等,双重股权制度可以降低该信号成本。为了基于代理理论控制自由现金流以及基于信号理论向外界传导有关企业与管理层声誉的有利信号,上市公司会选择发放更多的现金股利。双重股权制度将企业创始人与投资者的利益关联在一起,赋予创始人更多的使命感和责任感,控制权和能力的保障使企业创始人饮水思源,增加

对中小投资者股利的发放,提高投资者的个人收益。基于上述分析,本文提出研究假说1。

假说1:与单一股权制公司相比,双重股权制公司的中小股东获得的现金股利更高。

委托代理问题产生的根本原因在于委托人与代理人的利益不一致^[20]。由于监管成本的存在,在股权分散的条件下,外部投资者往往采取搭便车行为即放弃投票权成为“不在的所有者”,导致内部人控制。降低代理成本的方法之一是公司存在兼具所有权和管理权的控股股东^[19],外加完善控制权市场和经理劳务市场等外部治理机制、健全董事会、完善经理薪酬结构等内部治理机制。然而,双重股权制度处在“同股不同权”的框架之下,双重股权制公司中的创始人通常掌握多数控制权,但由于股权结构本身的特点,创始人占有的现金流较少,随着现金流权的降低其便会产生转移公司资源以满足个人利益的倾向^[10]。双重股权制度的弊端主要在于该制度缺乏对公司创始人的监督机制,无论是外部治理还是内部治理均难以有效地发挥作用。例如,控制权市场作为重要的外部治理监督机制,可以及时约束和处罚持续表现不佳的公司^[19],而双重股权结构本身具有的不平等投票权将公司创始人与控制权市场完全隔离开来,为企业低效提供了天然的保护。根据“征用假说”预测,双重股权制公司向股东支付的股利更少,根深蒂固的创始人希望最大化控制资产的价值和相关的私人利益。

双重股权制度引发的代理问题源于控制权与现金流权的分离,这便使双重股权制度内生了代理冲突,而这些问题主要体现在管理者股票权利过大引发的资金占用等方面。管理层权利与企业代理问题密切相关,权力过大会滋生管理者的自利行为,创始人如果以最大化私人收益为目标,又会进一步巩固和加强自己的权利,进而陷入掏空股东利益的恶性循环。王茂林等^[21]认为管理层权力大小与现金股利支付率高低显著负相关,企业管理层利用“权力”影响上市公司的现金股利发放,管理层权力越大,股利支付率越低。管理层权力不受限制,又会诱发更多的委托代理问题^[22],使用企业自由现金流进行过度投资是管理者获取私利的重要手段^[23]。当企业创始人不再以提升企业价值作为目标时,双重股权制度赋予的绝对控制权会阻碍企业的内部和外部治理机制发挥作用,追求最大化私有收益的创始人倾向于在企业中留存更多的自由现金,以方便进行在职消费、低效率投资等自利行为。基于上述分析,本文提出研究假说2。

假说2:与单一股权制公司相比,双重股权制公司的中小股东获得的现金股利更低。

三、实证研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取在美国证券市场上市的中国概念股作为初始样本,研究期间为2008—2018年。按照以下方式对初始样本进行处理:(1)剔除金融类上市公司样本;(2)剔除样本研究期间退市的公司;(3)剔除主要变量存在数据缺失的样本。中概股公司的财务信息来源于Wind数据库、国泰安CSMAR数据库、Bloomberg数据库以及东方财富网等,企业双重股权制度信息来源于美国三大交易所网站、美国证监会披露的上市公司年报和招股说明书等,部分财务数据通过搜集到的信息手工计算获得。本文对所有连续变量按1%的水平进行了双侧Winsorize处理,以消除离群值对研究结果的干扰。

(二) 变量测度与说明

1. 被解释变量

本文所提到的中小投资者收益特指获得的现金股利,以股利支付率和是否支付现金股利表征上市公司的现金股利支付水平。股利支付率为每股现金股利与每股收益的比值,记为 $Divyield$;是否支付现金股利为二元虚拟变量,以 Div 表示,当年支付记为1,未支付记为0。

2. 核心解释变量

本文的核心解释变量为上市公司是否采用双重股权制度。该变量为虚拟变量,采用双重股权制度的公司记为1,采用单一股权制度的公司记为0,以 $Dual$ 表示。

3. 控制变量

借鉴相关研究成果,本文选取以下控制变量:①公司盈利能力,以公司净资产收益率衡量,记为 Roe ;②公司的偿债能力,以流动比率来表示,记为 Ldr ;③股权集中度,以公司第一大股东的持股比例

来表示,记为 *Block*;④ 公司的风险程度,以公司的资产负债率来表示,记为 *Leve*;⑤ 营运能力,以公司的总资产周转率来表示,记为 *Tat*。

(三) 模型构建

本文使用上市公司是否支付现金股利来分析双重股权制度对中小投资者现金股利获得的影响,二元选择 Logit 模型更适合本文的研究。此外,由于上市公司并不会在每年都发放现金股利,因此对于现金股利支付率,存在的值均为 0 值和正值,属于受限被解释变量。如果不发放现金股利,则股利支付率的最优解为边角解,即股利支付为 0;反之,如果发放现金股利,则股利支付一定为正数。本文的数据结构属于左归并且归并点为 0 的类型,使用传统的线性回归分析会产生偏误,因而本文使用 Tobit 模型对股利支付率进行归并回归。回归模型如下:

$$\text{Logit}(\text{Div}) = \alpha + \beta_1 \text{Dual} + \beta_k \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Tobit}(\text{Divyield}) = \alpha + \beta_1 \text{Dual} + \beta_k \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (2)$$

其中, *Div* 为是否支付现金股利的虚拟变量, *Divyield* 为现金股利支付率; *Dual* 为企业是否采用双重股权制度的虚拟变量;控制变量 *Controls* 包括 *Roe*、*Ldr*、*Block*、*Leve* 和 *Tat* 五个变量; *Industry* 表示行业固定效应, *Year* 表示年份固定效应, ε 为残差。本文对行业和年份的固定效应予以控制,行业效应按照 Wind 行业分类标准进行分类。此外,为了保证回归结果的稳健性,本文所有检验的标准误都经过异方差和行业层面的聚类处理。

(四) 描述性统计

表 1 变量描述性统计

表 1 为主要变量的描述性统计结果。其中,被解释变量是否支付现金股利 (*Div*) 的样本均值为 0.188,中位数为 0,表明样本公司发放现金股利的比例相对较少。现金股利支付率 (*Divyield*) 的均值为 1.185,标准差为 2.501,最大值为 7.311。核心解释变量是否为双重股权制度 (*Dual*) 为虚拟变量,样本中位数为 0,说明在中概股中实行双重股权制度的公司占少数。

变量	符号	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
是否支付现金股利	<i>Div</i>	1 050	0.188	0.391	0	0	1
现金股利支付水平	<i>Divyield</i>	1 050	1.185	2.501	0.000	0.000	7.311
是否双重股权制度	<i>Dual</i>	1 050	0.144	0.351	0	0	1
盈利能力	<i>Roe</i>	1 050	-0.021	0.522	-3.133	0.057	1.534
偿债能力	<i>Ldr</i>	1 050	2.582	2.525	0.180	1.800	16.630
股权集中度	<i>Block</i>	1 050	0.321	0.204	0.020	0.291	0.900
风险程度	<i>Leve</i>	1 050	0.434	0.264	0.044	0.392	1.769
营运能力	<i>Tat</i>	1 050	0.669	0.551	0.000	0.550	3.020

四、实证分析与结果

(一) 基准回归结果

在表 2 的基准回归结果中,列(1)至列(3)的被解释变量为是否支付现金股利 (*Div*),列(4)至列(6)的被解释变量为现金股利支付率 (*Divyield*),分别为单变量、加入控制变量回归和控制行业、年份固定效应以及控制变量的回归结果。由模型的回归结果列(3)和列(6)可以看出,双重股权制度 (*Dual*) 的回归系数分别为 -0.821 和 -2.778,均在 1% 的水平下显著为负。基准回归结果表明,采用双重股权制度的上市公司现金股利支付率和支付水平明显低于采用单一股权制度的上市公司。相比单一股权制公司,双重股权制公司的中小投资者并未获得更高的收益,其原因可能在于双重股权制度缺乏相应的监督机制,容易诱发自利行为,由此可以验证研究假说 2。

表 2 基准回归结果

变量	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Div</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Divyield</i>	(5) <i>Divyield</i>	(6) <i>Divyield</i>
<i>Dual</i>	-0.917*** (-2.95)	-0.939*** (-3.11)	-0.821*** (-3.25)	-4.535*** (-3.16)	-4.419*** (-2.98)	-2.778*** (-3.44)

表 2(续)

变量	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Div</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Divyield</i>	(5) <i>Divyield</i>	(6) <i>Divyield</i>
<i>Roe</i>		1.274*** (3.69)	1.499** (1.98)		6.731*** (3.33)	6.018** (2.13)
<i>Ldr</i>		-0.194 (-1.29)	-0.109 (-0.95)		-0.747 (-1.32)	-0.386 (-1.15)
<i>Block</i>		2.216** (2.41)	1.111 (0.75)		10.348*** (2.69)	3.57 (0.70)
<i>Leve</i>		-1.728* (-1.96)	-2.039** (-2.07)		-7.950* (-1.93)	-7.605** (-2.12)
<i>Tat</i>		0.055 (0.16)	0.28 (0.48)		0.124 (0.07)	0.677 (0.39)
<i>Cons</i>	-1.364*** (-4.70)	-1.053 (-1.41)	-1.436 (-0.86)	-7.807*** (-3.22)	-5.911 (-1.62)	-46.407*** (-8.67)
年度效应	No	No	Yes	No	No	Yes
行业效应	No	No	Yes	No	No	Yes
样本量	1 050	1 050	854	1 050	1 050	1 050
R ²	0.011 8	0.098 3	0.285 1	0.005 6	0.047 0	0.183 3

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

(二) 内生性与稳健性检验

1. 工具变量检验

以本文的研究主题来看:一方面,双重股权制度会对现金股利发放产生影响,同时,倾向少发放现金股利的企业也可能主动选择双重股权制度,因此,双重股权制度与现金股利发放存在一定程度的因果内生关系;另一方面,影响企业发放现金股利的因素较多,目前数据所涉及的控制变量难以防止遗漏变量的产生。由于可能存在的反向因果和遗漏变量问题,本文使用工具变量法缓解内生性问题。借鉴 Ben-Nasr *et al.* [24] 构建工具变量的思路,以上年度该公司所在行业双重股权制度类型的公司占比 (*IV_indt*) 作为双重股权制度 (*Dual*) 的工具变量进行两阶段回归。单个企业采用的股权结构通常会受到所处行业上年度的股权结构影响,满足相关性要求。同时,企业是否发放现金股利不能影响到整个行业的历史和平均股权结构,因而满足排他性要求。

由表 3 的回归结果可知,第一阶段工具变量 (*IV_indt*) 的回归系数在 1% 的水平下显著为正, Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量为 38.575, 大于 Stock-Yogo 弱识别检验在 10% 水平下的临界值, 通过了弱工具变量检验, 表明该工具变量的选用具备合理性。第二阶段回归结果显示, 在考虑内生性后, 采用双重股权制度的公司现金股利发放水平依然低于单一股权制度公司, 基准回归结果是稳健的。

表 3 工具变量检验的回归结果

变量	(1) <i>Dual</i>	(2) <i>Divyield2</i>	(3) <i>Div</i>
<i>IV_indt</i>	0.072*** (53.60)		
<i>Dual</i>		-0.076* (-1.77)	-0.493* (-1.80)
<i>Roe</i>	-0.001 (-1.18)	0.083*** (4.07)	0.533*** (4.07)
<i>Ldr</i>	0.000* (1.67)	-0.009 (-0.95)	-0.05 (-0.87)
<i>Block</i>	-0.007*** (-2.96)	0.173 (0.92)	1.166 (0.98)
<i>Leve</i>	0.001 (0.80)	-0.168 (-1.62)	-1.039 (-1.60)
<i>Tat</i>	0.001 (0.76)	0.064 (1.02)	0.409 (1.02)
<i>Cons</i>	0.002 (0.62)	-0.231** (-2.41)	-1.527** (-2.52)
年度效应	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes
样本量	883	883	883
F	38.575		
R ²	0.816 8	0.470 2	0.469 5

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

2. PSM 检验

股权与控制权结构的选择是一个高度内生的过程,与市场环境、企业特点和公司治理情况高度相关。在美国上市的中概股公司中,实行双重股权制度的有 34 家,实行非双重股权公司制度的有 136 家,采用单一股权制公司的样本数量大于采用双重股权制度的公司,其基本面与双重股权制公司本身可能存在较大差异。本文以倾向得分匹配方法

表 4 PSM 平衡性检验结果

变量	样本	处理组均值	对照组均值	标准偏误 (%)	标准误绝对值减少 (%)	t 值	p 值
Roe	U	0.141	-0.048	40.7	92.0	4.16	0.000
	M	0.141	0.126	3.2		0.35	0.726
Ldr	U	2.794	2.547	10.9	35.8	1.11	0.266
	M	2.794	2.953	-7.0		-0.56	0.574
Block	U	0.279	0.328	-26.1	99.0	-2.74	0.006
	M	0.279	0.280	-0.30		-0.02	0.980
Leve	U	0.423	0.436	-5.0	61.5	-0.56	0.576
	M	0.423	0.402	8.1		0.69	0.488
Tat	U	0.763	0.653	20.4	76.7	2.27	0.023
	M	0.763	0.789	-4.8		-0.37	0.709

(PSM)构建控制组的方式处理样本选择偏差问题,根据是否实行双重股权制度(Dual)将样本划分为两组,然后以正文模型(1)中的控制变量作为协变量进行 1:1 有放回的最近邻匹配。平衡性检验如表 4 所示,可以看出在经过 PSM 配对后,实验组和控制组在盈利能力、偿债能力、股权集中度、风险程度以及营运能力的标准误绝对值减少了 35.8% ~ 99.0%,匹配后 t 检验的结果不拒绝实验组和对照组系数无显著差异的原假设。

3. 替换被解释变量

本文改变被解释变量的衡量方式,以每股现金股利表征股利支付率,记为 Dps;以每股现金股利与每股营业收入的比值替换被解释变量,记为 Divyield2,回归结果如表 5 的列(1)和列(2)所示。由表 5 的回归结果可以看出,Dps 和 Divyield2 的回归系数分别为 -1.129 和 -2.252,均在 1% 的水平下显著,与基准回归结果一致。

4. 滞后解释变量

鉴于企业本期所受的业绩压力与财务约束主要取决于其上期表现,本文将所有控制变量滞后一期进行回归进一步检验,结果见表 5 的列(3)和列(4)。由结果可以看到,Div 和 Divyield 的回归结果分别为 -0.781 和 -2.664,均在 1% 的水平下显著,与基准回归结果一致。

表 5 稳健性检验回归结果

变量	(1) Dps	(2) Divyield2	(3) Div	(4) Divyield	(5) Div	(6) Divyield
Dual	-1.129*** (-4.71)	-2.252*** (-9.75)	-0.781*** (-3.95)	-2.664*** (-4.47)	-0.827*** (-3.16)	-2.778*** (-3.44)
Roe	2.301** (2.37)	2.292 (1.35)	2.207** (2.21)	7.892** (2.52)	1.503** (1.98)	6.021** (2.12)
Ldr	-0.186 (-1.39)	-0.084 (-0.36)	-0.126 (-1.11)	-0.411 (-1.31)	-0.107 (-0.94)	-0.385 (-1.14)
Block	2.077 (1.53)	3.374** (2.12)	0.702 (0.44)	2.415 (0.48)	1.171 (0.76)	3.592 (0.69)
Leve	-2.019** (-2.07)	-3.367*** (-2.64)	-2.894*** (-2.79)	-9.881*** (-2.70)	-2.004** (-2.09)	-7.589** (-2.11)
Tat	0.861 (1.31)	0.651 (0.66)	0.423 (0.67)	0.916 (0.53)	0.276 (0.48)	0.676 (0.39)
Cons	-23.125*** (-7.01)	-31.969*** (-6.53)	-1.076 (-0.85)	-44.791*** (-9.09)	-131.967 (-0.48)	-49.055 (-1.08)
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	1 050	1 050	717	883	854	1 050
R ²	0.241 3	0.275 2	0.293 9	0.183 4	0.285 4	0.183 3

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

5. 控制年份与行业固定效应

虽然前文基准回归模型控制了时间和行业固定效应,但随着时间的推移,行业内部结构特征和外部市场环境不断发生变化,不同行业在时序上的发展也存在差异,可能会影响双重股权制度与中小投资者现金股利之间的关系。为此,本文在基准回归的基础上进一步控制了年份与行业的交乘项,以减少该因素对本文研究结论的影响。实证结果如表 5 的列(5)和列(6)所示,回归系数分别为 -0.827 和 -2.778,与基准回归结果一致。

五、进一步分析

(一) 机制分析

前文已经证实了双重股权制度会降低中小投资者获得的现金收益,那么其影响的路径和机理是什么?如前文所述,董事长和总经理职能重合,使企业创始人拥有了凌驾于董事会之上的契约拟定权,虽然能够免除控制权市场的威胁,但权利的不受限制也容易诱发其自利行为。企业创始人有能力和动机利用控制权优势转移公司财富,其中资金占用是最为常见的掏空行为。因而,本文进一步检验相比单一股权制度双重股权制度是否因为资金占用而降低中小投资者现金股利发放。参照江艇^[25]在因果推断研究中提出的中介效应检验方法,本文以逐步回归法考察资金占用在双重股权制度与中小投资者现金股利关系中的机制作用。具体来说,本文借鉴 Jiang *et al.*^[26]、王亮亮^[27]的研究,以其他应收款与期末总资产的比值衡量创始人的资金占用情况(*DA_ratio*)。构建模型如下:

$$DA_ratio = \alpha + \beta_1 Dual + \beta_k Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

$$Logit(Div) = \alpha + \beta_1 Dual + \beta_2 DA_ratio + \beta_k Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$Tobit(Divyield) = \alpha + \beta_1 Dual + \beta_2 DA_ratio + \beta_k Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

表 6 中的列(1)和列(3)为机制分析第一阶段的回归结果,双重股权制度(*Dual*)的系数为 0.056,显著为正。第二阶段回归结果的系数分别为 -0.809 和 -2.718,均在 1% 的水平下显著为负。研究结果表明,相比单一股权制度,实施双重股权制度的上市公司资金占用程度较高,从而降低了对中小投资者现金股利的发放。本文进一步进行 Bootstrap 检验以稳健中介效应结果,在经过 500 次抽样结果后发现,95% 置信区间分别为 [-0.156, -0.042]、[-0.990, -0.253],均不包含 0,进一步验证了资金占用的中介效应。由此,证实了本文的研究假说,即在双重股权制度下,权利滥用引发的资金占用导致了中小投资者的权益受损。

表 6 机制分析回归结果

变量	(1) <i>DA_ratio</i>	(2) <i>Div</i>	(3) <i>DA_ratio</i>	(4) <i>Divyield</i>
<i>Dual</i>	0.056* (2.08)	-0.809*** (-3.13)	0.056* (2.08)	-2.718*** (-3.30)
<i>DA_ratio</i>		-0.397 (-0.97)		-1.43 (-1.01)
<i>Cons</i>	3.140*** (33.12)	-0.261 (-0.12)	3.140*** (33.12)	-41.029*** (-4.84)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
Bootstrap 检验	[-0.156, -0.042]		[-0.990, -0.253]	
样本量	1050	854	1050	1050
R ²	0.8547	0.2862	0.8547	0.1838

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

(二) 异质性分析

1. 自由现金流

根据自由现金流假说,充足的自由现金流容易引发在职消费,从而侵害投资者的利益,本文进一步检验双重股权制度对中小投资者现金股利的影响是否在不同现金流水平的公司中存在差异。借鉴 Richardson^[28]、肖珉^[29]的研究,构建企业自由现金流水平(*Fcf*)变量,并根据中位数分为两组分别进行回归,结果如表 7 所示。可以发现,当企业内部自由现金流充足时(*Fcfhigh*),回归系数分别为 -0.838

和-2.960,在1%的水平下显著为负,双重股权制企业中小股东获得的收益更小,表明当企业自由现金流充足时,更容易引发创始人的掏空行为。

2. 管理者权利

就企业创始人而言,采用双重股权制度的主要目的是在获得外部融资和分散风险的同时,保持对企业的控制。然而,权利的过于集中又容易诱发掏空行为。为考察这一问题,本文进一步检验在管理者股票权利大小不同的企业当中,双重股权制度在中小投资者的现金股利发放情况中是否存在差异。以两职是否合一指代管理者权利,当两职合一时企业管理者股票权利相对较大,记为 $Powerhigh$;反之,记为 $Powerlow$ 。分组回归结果如表8所示,当管理者股票权利较高时,回归系数显著为负,分别为-1.430和-5.456,而当管理者股票权利相对较小时,回归系数则不显著。研究结果表明,在管理者股票权利较大的企业当中,双重股权制度下的中小股东现金收益更低。

(三) 管理者能力的调节效应

借鉴 Chemmanur and Jiao^[18]以及石晓军和王懿然^[30]的研究方法,本文进一步构建一个两阶段博弈模型,分析公司创始人、中小投资者和外部竞争者三方在最大化自身利益的前提下,企业选取不同的股权制度对中小投资者股利获得的不同影响,可以为辩证看待双重股权结构的制度效果提供系统性证据。博弈分为三个时期:在0期,公司创始人可以选择公司的股权制度,选择以最大化控制权私有收益为目标还是以企业价值最大化为目标。在1期,公司创始人向外部投资者融资,中小投资者和外部竞争者可以观察到企业的短期业绩,但无法观测长期项目的业绩,在单股制下外部竞争者参与竞争可以更换创始人,双股制下外部竞争者无法通过竞争获得公司控制权,中小投资者在1期根据企业短期业绩情况选择投票给公司创始人还是外部竞争者。在2期,公司获得收益并进行股利分红。

在0期,公司创始人对公司的股权制度进行选择,双股制相比于单股制的优势在于外部竞争者无法通过股权竞争夺取创始人的控制权,公司创始人可以实行短期业绩不明显但对公司长远发展有显著作用的战略性项目,其中多数创新性项目都有高投入、高风险、周期长的特点。在单股制下,由于这类战略性项目短期业绩不明显,创始人容易被外部竞争者夺取控制权,因此不得不实行短期业绩良好的短期项目。我们假定在长期来看(即2期),长期项目的企业绩效、股利分红等产出严格优于短期项目。因此,在公司创始人以企业价值最大化为目标的情况下,采用双重股权制度具有价值创造效应,给中小投资者带来的股利分红大于单一股权制度。

表7 自由现金流异质性回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Div-Fcflow$	$Div-Fcflow$	$Divyield-Fcflow$	$Divyield-Fcflow$
<i>Dual</i>	-0.838*** (-2.72)	-0.833 (-1.14)	-2.960*** (-3.34)	-2.491 (-1.22)
<i>Cons</i>	0.683 (0.41)	0.491 (0.42)	-38.915*** (-5.65)	-79.624*** (-11.68)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	488	337	619	431
R ²	0.2874	0.3460	0.1952	0.2105

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

表8 管理者权利异质性回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Div-Powerhigh$	$Div-Powerlow$	$Divyield-Powerhigh$	$Divyield-Powerlow$
<i>Dual</i>	-1.430*** (-3.26)	0.085 (0.13)	-5.456*** (-3.42)	0.510 (0.29)
<i>Cons</i>	1.508 (1.22)	-2.083 (-0.96)	-78.015*** (-11.84)	-36.797*** (-4.84)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	377	351	631	419
R ²	0.2499	0.4058	0.2153	0.2404

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

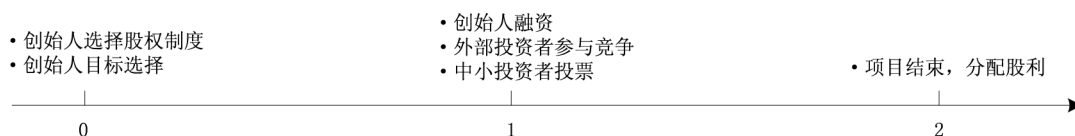


图1 公司创始人股权制度选择博弈的时序

当公司创始人以最大化控制权私有收益为目标时,企业委托代理问题开始凸显。此时,企业在单股制下,如果对中小投资者利益的掏空程度过大,在1期时公司业绩表现较差,外部竞争者进入与创始人争夺控制权,中小股东便会投票给外部竞争者以减少自己的损失,公司创始人会失去控制权。纪律效应对单股制下的公司创始人行为产生监督作用,因担心自己控制权会丢失,创始人会对自利行为有所节制,确保在1期公司业绩相对较好,使中小投资者投票给自己而不是外部竞争者,以此来最大化自己的控制权。而在双股制下,公司创始人不会因为1期公司业绩差而失去控制权,中小股东无法通过投票的方式维护自身权益,因此创始人会更加肆无忌惮地最大化控制权私有收益,掏空中小投资者的利益。因此,当公司创始人以最大化控制权私有收益为目标时,采用双重股权制度具有委托代理效应,单一股权制度下中小投资者获得的股利分红多于双重股权制度下的股利分红。

根据上述理论分析,当公司创始人以企业价值最大化为目标时,采用双重股权制度具有价值创造效应,给中小投资者带来的股利分红大于单一股权制度。公司创始人存在异质性,高管的个人特征会影响其行为选择,有理由相信,以企业价值最大化为目标的创始人会更多关注企业成长和中小投资者利益,在工作中更加尽职尽责,而不是将精力用于自利,其个人价值的实现体现在创始人在企业经营管理中表现出的管理者能力。

根据上述分析,本文借鉴 Demerjian *et al.*^[31] 构建管理者能力指标的思路,使用数据包络分析(DEA)分离由企业特征带来的效率与管理者能力带来的企业效率,得出管理者能力的量化指标(*Ability*),以考察管理者能力在双重股权制度对中小投资者现金股利影响中的调节作用。由表9的回归结果可以看出,二者的交乘项(*Dual × Ability*)在5%的水平下显著为正,表明在双重股权制对中小投资者利益的影响中,管理者能力起到了正向的调节作用。

六、研究结论与展望

目前,上交所和深交所开始允许双重股权制企业注册上市,双重股权制度已越来越多地被国内企业和投资者了解和接受。虽然现有研究已对双重股权制度进行了初步探讨,但中小投资者利益的保护问题并没有得到充分的关注。本文基于2008—2018年170家中概股公司数据,分析双重股权制度对中小投资者股利获得的影响,并检验了其作用的机理。研究发现:(1)与“同股同权”的单一股权制度相比,双重股权制度并不能为中小投资者带来更多的现金股利。在经过内生性和稳健性检验后,该结论依然成立。(2)权力滥用导致的资金占用是中小投资者股利获取减少的重要原因。双重股权制度对中小投资者利益的负向影响在自由现金流充足和管理者股票权利较大的企业中更加显著。(3)管理者能力可以正向调节双重股权制度对中小投资者股利获取的不利影响。

基于上述结论,本文得到如下启示:一方面,中小投资者将企业控制权让渡给公司创始人,使得公司创始人免除了控制权市场的威胁,而证券市场广大中小股民的利益在这一股权制度安排下没有得到应有的重视和保护。产生这一问题的根源是创始人权利的不受限制,解决中小投资者利益保护问

表9 调节效应回归结果

变量	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Divyield</i>
<i>Dual × Ability</i>	4.194 ** (2.24)	3.582 ** (2.56)
<i>Dual</i>	-1.395 *** (-3.49)	-1.116 *** (-3.06)
<i>Ability</i>	-1.351 (-0.71)	-1.321 (-0.97)
<i>Cons</i>	-1.24 (-0.73)	-0.980 * (-1.67)
控制变量	Yes	Yes
年度效应	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes
样本量	854	1050
R ²	0.2893	0.0788

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

题的关键在于是否具备相应的约束机制,公司的内部与外部需要能够对控股股东起监督作用。因而,我国在推行双重股权制度的过程中,应持续有针对性地提升法律环境、信息披露等外部治理机制的有效性,建立外部审查制度,发挥政府主管部门、证券交易所以及网络舆论关注的力量,构建一个完善的企业外部治理监督体系。同时,应完善企业内部治理机制,落实内部监督与审计制度,保持独立董事和监事会的独立性,切实加强和有效发挥独立董事和监事会的作用。另一方面,不同于传统的所有权与控制权的分离,双重股权制度这种控制权与现金流权的分离形式产生了新的代理问题,而这种代理问题更加隐蔽。双重股权制度能否起到保护中小投资者利益的作用,这取决于企业家是以最大化企业价值为目标还是以最大化私人收益为目标,当企业家以企业价值为目标时,价值提升产生的正效应超过了委托代理效应。双重股权制度放大了管理者权利和管理者能力在企业治理中的作用,让以企业价值最大化的企业家更加优秀,让以控制权私人收益最大化的企业家变本加厉。因而,中小投资者在进行投资时要充分了解企业实际控制人的信息,做好甄别工作。

参考文献:

- [1] GROSSMAN S J, HART O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. *Journal of financial economics*, 1988,20:175 - 202.
- [2] HARRIS M, RAVIV A. Corporate control contests and capital structure[J]. *Journal of financial economics*,1988,20:55 - 86.
- [3] 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[J]. *中国工业经济*,2017(1):174 - 192.
- [4] BOEHMER E, SANGER G, VARSHNEY S, et al. The effect of consolidated control on firm performance: the case of dual-class IPOs[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*,1995,22(2):187 - 196.
- [5] DIMITROV V, JAIN P C. Recapitalization of one class of common stock into dual-class: growth and long-run stock returns[J]. *Journal of corporate finance*,2003,12(2):342 - 366.
- [6] JORDAN B D, KIM S, LIU M H. Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure[J]. *Journal of corporate finance*,2016,41:304 - 328.
- [7] LEASE R C, MCCONNELL J J, MIKELSON W H. The market value of differential voting rights in closely held corporations[J]. *Journal of business*, 1984,57(4):443 - 467.
- [8] NENOVA T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis[J]. *Journal of financial economics*, 2003, 68(3):325 - 351.
- [9] MCGUIRE S T, WANG D, WILSON R J. Dual class ownership and tax avoidance[J]. *The accounting review*,2014,89(4):1487 - 1516.
- [10] LI T, ZAIATS N. Information environment and earnings management of dual class firms around the world[J]. *Journal of banking and finance*,2017,74:1 - 23.
- [11] 张继德,陈昌或. 双重股权结构相关理论综述与国内推行展望[J]. *会计研究*,2017(8):62 - 67 + 95.
- [12] 郑鹏. 双层股权结构与公司治理绩效[J]. *技术经济与管理研究*,2021(10):54 - 58.
- [13] 陈海声,梁喜. 投资者法律保护、两权分离与资金占用——来自中国 2006 年度公司法调整前后的并购公司数据[J]. *南开管理评论*,2010,13(5):53 - 60.
- [14] 王鹜然,胡波. 双层股权结构研究进展[J]. *经济学动态*,2018(9):115 - 127.
- [15] 杨国超. 外部治理机制缺失下制度创新的代价——基于阿里巴巴“合伙人制度”的案例研究[J]. *会计研究*,2020(1):126 - 134.
- [16] MASULIS R W, WANG C, XIE F. Agency problems at dual-class companies[J]. *The journal of finance*,2009,64(4):1697 - 1727.
- [17] 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[J]. *中国工业经济*,2018(1):156 - 173.

- [18] CHEMMANUR T J, JIAO Y. Dual class IPOs: a theoretical analysis[J]. *Journal of banking & finance*, 2012, 36(1): 305 – 319.
- [19] HOWELL J W. The survival of the U. S. dual class share structure[J]. *Journal of corporate finance*, 2017, 44: 440 – 450.
- [20] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of financial economics*, 1976, 3(4): 305 – 360.
- [21] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. *南开管理评论*, 2014, 17(2): 13 – 22.
- [22] 陈俊杰, 王亚男, 钟昌标. 网络媒体报道对公司现金股利政策的影响研究——基于管理者逐利短视视角的考察[J]. *南京财经大学学报*, 2023(5): 47 – 58.
- [23] 杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. *管理世界*, 2007(9): 99 – 106 + 116 + 172.
- [24] BEN-NASR H, BOUBAKER S, ROUATBI W. Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity[J]. *Journal of corporate finance*, 2015, 35: 265 – 285.
- [25] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. *中国工业经济*, 2022(5): 100 – 120.
- [26] JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience[J]. *Journal of financial economics*, 2010, 98(1): 1 – 20.
- [27] 王亮亮. 控股股东“掏空”与“支持”: 企业所得税的影响[J]. *金融研究*, 2018(2): 172 – 189.
- [28] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of accounting studies*, 2006, 11: 159 – 189.
- [29] 肖珉. 现金股利、内部现金流与投资效率[J]. *金融研究*, 2010(10): 117 – 134.
- [30] 石晓军, 王骞然. 独特公司治理机制对企业创新的影响——来自互联网公司双重股权制的全球证据[J]. *经济研究*, 2017, 52(1): 149 – 164.
- [31] DEMERJIAN P, LEV B, MCVAY S. Quantifying managerial ability: a new measure and validity tests[J]. *Management science*, 2012, 58(7): 1229 – 1248.

(责任编辑: 刘淑浩; 英文校对: 谈书墨)

Dual Class Share Structures and Cash Dividends: Empirical Evidence Based on China's Concepts Stocks

ZHENG Peng¹, WEI Jiahui²

(1. School of Economics and Management, Zhejiang University of Science and Technology, Hangzhou 310023, China;

2. College of Economy and Trade, Zhongkai University of Agriculture and Engineering, Guangzhou 510225, China)

Abstract: Dual class shareholding exempts corporate founders from the threat of market control, and it is easy to criticize their self-interested behavior as it appears to infringe on the interests of small and medium-sized investors. This paper takes data from Chinese listed companies from 2008 to 2018 as the research object by which to theoretically analyse and empirically test the effect of the dual equity system on the cash dividends flowing to small and medium-sized investors, as well as the mechanisms of action. The results show that, compared with the single equity system, the dual equity system does not deliver more cash dividends to small and medium-sized investors, mainly due to the problem of capital appropriation caused by the abuse of rights. Heterogeneity analysis shows that the negative effect of the dual equity system on the interests of small and medium-sized investors is more obvious in firms with significant free cash flow and managerial rights. Further research finds that the managerial competence of the founders in maximizing company value can positively moderate the negative impact of the dual equity system on dividend acquisition by small and medium-sized investors. The research in this paper enriches the literature related to the localization of dual equity systems and provides policy insights for safeguarding the rights and interests of small and medium-sized investors.

Key words: dual class share structure; interest protection of minority shareholder; capital expenditure; principal-agent problem