

摘 要

高新技术企业的可持续发展离不开持续且充足的资金投入，因此越来越多的高新技术企业以期通过上市来缓解融资压力，但是以同股同权的形式上市，必然增加恶意收购、创始人成员股权稀释的风险，使公司急迫寻找两全其美的办法。自阿里巴巴以“合伙人制度”前往美国上市，引起社会各界的强烈关注和深度思考。因此，从2018年4月24日起，香港证券交易所允许双重股权结构公司赴港上市。2019年3月，上海证券交易所发布科创板上市规则，明确允许符合相关要求的特殊股权结构企业上市。由于我国选择以双重股权结构上市的公司较少，相关制度建设尚不成熟，选择偏离股东一股一票原则的双层股权架构是一把双刃剑。若善用得法，则会激发创始股东拼搏进取的企业家精神，若滥用至极，则会滋生创始股东私利行为，削弱公司可持续发展能力、侵害公众股东和利益相关者权益，因此有必要对实施双重股权结构公司展开深入分析。鉴于此，本文选择在上海证券交易所成功上市的公司作为研究对象，深入探究其实施双重股权结构对价值创造的影响路径和影响效果，以期为我国企业更好运用双重股权结构上市提供参考。

首先，本文梳理了双重股权结构和价值创造的相关文献，从实施双重股权结构的动因及其对公司的影响进行阐述，从内涵和实现路径对价值创造进行论述，并从积极和消极两方面剖析实施双重股权结构对价值创造的影响，最后对双重股权结构和价值创造的研究成果进行评述。其次，采用案例研究法和对比分析法，深入剖析实施双重股权结构对价值创造的影响路径和影响效果。研究表明：

（1）九号公司实施双重股权结构的动因主要是：稳定创始人控制权，促进可持续发展和实现公司发展战略的巨额融资需求；（2）九号公司实施双重股权结构对公司价值创造的影响路径包括：完善公司治理、发挥融资优势和优化经营战略；

（3）九号公司实施双重股权结构对价值创造的影响效果表现在：短期市场表现较好，明显改善了公司的盈利能力、偿债能力和成长能力，提升了企业价值，但长期市场表现较差，营运效率有待提高。因此，建议通过完善创始人权力制衡机制、引入集体诉讼制度和设置双重股权结构存续期，提高公司长期价值创造能力。

关键词：双重股权结构；价值创造；九号公司

Abstract

The sustainable development of high and new technology enterprises cannot be achieved without sustained and sufficient capital investment. Therefore, more and more high and new technology enterprises are hoping to alleviate financing pressure through listing. However, listing in the form of equal rights and shares will inevitably increase the risk of malicious acquisitions and dilution of founder member equity, making companies urgently seek a win-win solution. Since Alibaba went public in the United States under the "partnership system", it has attracted strong attention and deep reflection from all sectors of society. Therefore, starting from April 24, 2018, the Hong Kong Stock Exchange allows dual equity structured companies to go public in Hong Kong. In March 2019, the Shanghai Stock Exchange issued the Sci Tech Innovation Listing Rules, which explicitly allowed special equity structure enterprises that met relevant requirements to go public. Due to the limited number of companies in China that choose to go public with a dual equity structure and the immaturity of relevant institutional construction, choosing a dual equity structure that deviates from the principle of one share, one vote for shareholders is a double-edged sword. If used properly, it will stimulate the entrepreneurial spirit of founding shareholders to strive for progress. If abused to the extreme, it will breed selfish behavior of founding shareholders, weaken the company's sustainable development ability, and infringe on the rights and interests of public shareholders and stakeholders. Therefore, it is necessary to conduct in-depth analysis of companies implementing a dual equity structure. In view of this, this article selects companies that have successfully been listed on the Shanghai Stock Exchange as the research object, and deeply explores the impact path and effect of implementing a dual equity structure on value creation, in order to provide reference for Chinese enterprises to better utilize the dual equity structure for listing.

Firstly, this article reviews the relevant literature on dual equity structure and value creation, elaborates on the motivations for implementing dual equity structure and its impact on companies, discusses value creation from its connotation and implementation path, and analyzes the impact of implementing dual equity structure on value creation from both positive and negative aspects. Finally, the research results on dual equity structure and value creation are reviewed. Secondly, using case study and comparative analysis methods, we will deeply analyze the impact path and effect of implementing a dual equity structure on value creation. The research results

indicate that: (1) The main motivation for implementing a dual equity structure in Ninebot Limited is to stabilize the founder's control, promote sustainable development, and meet the huge financing needs of the company's development strategy; (2) The impact path of implementing a dual equity structure on the value creation of Ninebot Limited includes: improving corporate governance, leveraging financing advantages, and optimizing business strategies; (3) The impact of implementing a dual equity structure on value creation in Ninebot Limited is reflected in its short-term market performance, which significantly improves the company's profitability, debt repayment ability, and growth ability, and enhances corporate value. However, its long-term market performance is poor, and operational efficiency needs to be improved. Therefore, it is recommended to improve the long-term value creation ability of the company by improving the founder's power balance mechanism, introducing a collective litigation system, and setting up a dual equity structure duration.

Key words:Dual-Class Share Structure;Value Creating; Ninebot Limited

目 录

摘 要	I
Abstract	II
1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 关于双重股权结构的研究	2
1.2.2 关于价值创造的研究	5
1.2.3 关于双重股权结构对价值创造的影响研究	6
1.2.4 文献述评	7
1.3 研究内容与方法	8
1.3.1 研究内容	8
1.3.2 研究方法	9
1.4 研究创新	10
2 理论分析	11
2.1 理论基础	11
2.1.1 控制权理论	11
2.1.2 信息不对称理论	11
2.1.3 资源基础理论	11
2.1.4 管家理论	12
2.2 双重股权结构对价值创造的影响分析	12
2.3 企业价值创造的评价	13
3 九号公司案例介绍	15
3.1 九号公司基本情况	15
3.1.1 九号公司简介	15
3.1.2 九号公司发展历程	15
3.1.3 九号公司上市前融资情况	16
3.2 九号公司双重股权结构设置情况	17
3.3 九号公司实施双重股权结构的动因	18
3.3.1 稳定创始人控制权，促进可持续发展	18
3.3.2 实现公司发展战略的巨额融资需求	20
4 九号公司实施双重股权结构对价值创造的影响路径	21
4.1 完善公司治理	21
4.1.1 降低代理成本	21
4.1.2 保障中小股东权益	22
4.1.3 实施股权激励	23
4.2 发挥融资优势	24
4.2.1 优化创新决策	24

4.2.2 形成创新绩效	26
4.3 优化经营战略	28
4.3.1 强化品牌价值	29
4.3.2 推进产业链布局	30
4.3.3 锚定目标市场	30
5 九号公司实施双重股权结构对价值创造的影响效果	32
5.1 基于市场表现的效果分析	32
5.1.1 基于事件研究法的效果分析	32
5.1.2 基于市盈率和市净率的效果分析	33
5.1.3 基于托宾 Q 值的效果分析	35
5.2 基于财务绩效的效果分析	37
5.2.1 基于盈利能力的效果分析	37
5.2.2 基于营运能力的效果分析	39
5.2.3 基于偿债能力的效果分析	41
5.2.4 基于成长能力的效果分析	42
5.3 基于企业价值的效果分析	45
5.3.1 预测期确定	45
5.3.2 加权平均资本的确定	45
5.3.3 自由现金流量预测	46
5.3.4 九号公司估值结果	51
6 结论与建议	52
6.1 结论	52
6.2 建议	53
参考文献	55
致 谢	60

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

双重股权结构又称“二元股权结构”，是指公司在股权结构中设置不同表决权，相同现金流权的类别股，同时包括高投票权（即“一股多票”）和普通股票（即“一股一票”），是区别于同股同权的制度安排。此前，我国仅允许企业以“同股同权”形式上市，因此2014年9月，阿里巴巴以“合伙人制度”向香港交易所申请上市时遭到拒绝，进而转向纽约证券交易所上市，成为纽交所史上规模最大的IPO。随着科技的发展和经济的全球化，高新技术企业逐渐成为经济发展的重要力量。因此，2018年4月，香港交易所发布IPO新规，允许双重股权结构公司赴港上市。随后，为了满足不同企业的融资需求，2019年3月，上海证券交易所发布科创板上市规则，明确允许符合相关要求的特殊股权结构企业上市。港交所、上交所的做法打破了我国资本市场同股同权的规定，对企业的长远发展具有重要意义。

双重股权结构可分为以“AB股结构”为代表的直接双重股权结构，代表企业有京东、小米等，和以“合伙人制度”为代表的变相双重股权结构，代表企业有阿里巴巴。目前双重股权结构主要被高科技型企业所采用，此类企业需要大量资金支撑研发创新活动，仅靠创始人团队出资难以满足企业发展需求，但又希望保证创始人对公司的控制权，若采用同股同权结构，产生的收购风险、创始人团队成员股权稀释风险将被凸显，因此为了保证企业发展方向与创始人团队愿景趋同，为了实现资金需求和企业稳健营运，高技术企业更倾向于实施双重股权结构（陈德球和胡晴，2022）^[1]。但我国以双重股权结构上市的环境尚不成熟，相关制度建设也不完善，即使是在欧美资本市场中，双重股权结构依然具有较大争议（徐跃，2021）^[2]，因此，深入了解我国资本市场中以双重股权结构成功上市的公司显得尤为重要。同时，在这个全球化和技术革新不断推进的时代，我国企业面临着前所未有的压力和挑战，即要求企业高度重视企业长期价值的创造和利润的积累，所以加强对价值创造驱动因素、过程与路径的深入研究是必要的。

鉴于此，本文通过研究实施双重股权结构对价值创造的作用机制与影响效果，以期为我国企业更好运用双重股权结构，提高长期价值创造能力提供方向和理论建议，由此提出研究主题：九号公司实施双重股权结构对价值创造的影响研究。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义。虽然目前国内外关于实施双重结构的相关研究较为丰富，但大多关注实施双重股权结构的动因、及其对公司和价值创造产生的影响，而有关实施双重股权结构对价值创造作用的内在逻辑的研究成果相对较少。本文在借鉴国内外双重股权结构与价值创造研究成果的基础上，以九号公司作为案例对象，分析其双重股权结构的设置和实施动因，深入探究实施双重股权结构对价值创造的影响路径，具体表现为九号公司通过降低代理成本、保障中小股东权益、实施股权激励完善公司治理，通过优化创新决策、形成创新决策发挥融资优势，通过强化品牌价值、推进产业链布局、锚定目标市场优化经营战略，进而提升公司价值创造能力，并就实施双重股权结构对价值创造的影响效果展开评价。本文的研究一定程度上丰富了实施双重股权结构对价值创造的研究内容和成果，可为拟在科创板上市的公司提供理论指导和经验参考。

(2) 现实意义。近年来，恶意并购案例越来越多，加剧上市公司对公司控制权的担忧，实施双重股权结构，能够有效对冲恶意收购风险。随着我国市场监管环境的改善，2018年香港证券交易所允许以双重股权结构形式上市，2019年上海证券交易所明确允许符合相关要求的特殊股权结构企业上市。但是，目前我国双重股权结构制度尚不成熟，而实现价值创造是公司长远发展的必修课题，因此探究实施双重股权结构对价值创造的影响研究具有重要的价值和现实意义。本文以在科创板成功上市的九号公司作为案例对象，深入、细致探究基于我国市场背景下，实施双重股权结构对价值创造的影响路径，评价其对价值创造的影响效果，并就分析结果提出建议。本文的研究不仅可为九号公司提高长期价值创造能力提供参考，还可为拟在科创板上市的公司提供科学的决策，从中学习符合自身发展规划的经验做法，进而实现可以持续发展目标。

1.2 文献综述

1.2.1 关于双重股权结构的研究

(1) 有关实施双重股权结构的动因研究

已有文献揭示上市公司实施双重股权结构的动因有三种。第一，保障创始人团队控制权不被稀释。公司发展规模的扩大需要资金的支持，在传统同股同权公司中，创始人团队的控制权因股权融资受到威胁，导致股权逐渐分散，使创始人团队陷入困境。H. DeAngelo 和 L. DeAngelo (1985)^[3]认为双重股权结构既保证了长期投资资金的获取，又保证了创始人团队以高投票权股票实现对企业的实际控制。王春艳等 (2016)^[4]认为企业财务性资源、关系性资源及知识性资源的变化对企业的长期发展具有支持作用，且与创始人控制权相互影响。胡亦龙和马

国洋（2021）^[5]认为创始人团队在创立公司过程中往往会形成创始人专用性资产，只有借助双重股权制度，实现高额表决权，才能防止创始人团队因股权稀释导致控制权丧失。杜媛（2023）^[6]认为高成长性企业的创始股东更偏好于选择双重股权结构，避免将精心培育的企业拱手让人（2020）^[7]。胡恒强等（2020）^[8]利用2006-2016年中国非金融类A股上市公司数据，发现创新型企业更适合股权融资，相较于债务融资，股权融资具有长期性，并且不需要抵押担保和定期还款，有助于实施风险性和周期性的创新项目，降低财务风险。我国实施双重股权结构的公司多属于创新型公司，研发创新是影响创新型公司实现可持续发展的关键因素，当进行股权融资时，双重股权结构能够让创始人团队放心融资不必担忧股权稀释问题（陈菊花和马艺玲，2022）^[9]。

第二，促进公司长远发展。Smart 和 Zutter（2003）^[10]认为，实施双重股权结构能有效地让公司管理层避免短视机会主义行为，更关注企业长期利益的实现。Arugaslan 等（2010）^[11]认为，双重股权制度促使创始人团队更专注于企业的长期战略规划和实施，决策过程中更注重长远利益。而中小股东以及其他投资者，立足于当下经营业绩，更关注公司短期利益，因此促进公司长远发展是实施双重股权结构的重要动因之一。刘杰勇（2021）^[12]认为，创始人相较于其他投资者对长期规划、企业文化和企业价值等层面更为熟悉，有利于保证决策正确性，并且创始人在经营过程中积累了声誉、信任和社会关系网络，形成创始人的人力资本优势，利于公司应对激烈的市场竞争压力。

第三，避免遭受恶意收购。Chemmanur 和 Jiao（2012）^[13]指出，实施双重股权结构可有效防止恶意并购，缓解管理层失去控制权的担忧。陆宇建（2016）^[14]认为，公司的外部投资者，除了一般意义上的投资者，还包括竞争对手，若进行股权融资，极易因竞争对手的私利行为引起恶意收购，此时，同股同权公司创始人的注意力无法投入到企业的经营活动中，易陷入与外部资本争夺控制权的漩涡中。刘杰勇（2021）^[12]认为，双重股权结构是公司所有权的最优安排，能够直接增加恶意收购的难度，加强管理层的抗压能力。

（2）有关实施双重股权结构对公司的影响研究

实施双重股权结构对公司的影响表现在三方面：第一，双重股权结构实施会影响公司治理。首先，关于双重股权结构对利益相关者的影响。一方面，部分学者认为双重股权结构的实施将对利益相关者产生不利影响。林长崑（2020）^[15]认为阿里巴巴的合伙人制度使董事会的领导成员不仅控制着董事会，还直接控制着企业的经营管理，其独立董事的独立性易受到质疑。加之合伙人享有极大的权力，一定程度上其他股东无法左右合伙人的决定，股东的投票表决权浮于水面，与董事会的关联被隔断。杨菁菁等（2019）^[16]发现因双重股权结构使得控制权、现金流权相分离，导致相较于同股同权企业更不愿意支付股利，该意愿随着分离

程度的加大表现更为显著。马瑞乾（2023）^[17]认为双重股权结构下控股股东可以取得完全控制权，促进控股股东中心的形成，容易引发控股股东权力滥用问题。此时，公司需要采取更多措施来保证独立董事的独立性，保护其他股东、外部投资者的权益及股利分配，代理成本随之增加，由此产生代理问题（刘杰勇，2021^[12]；汪青松，2019^[18]）。另一方面，对利益相关者产生有利影响。林长崑（2020）^[15]认为实施双重股权结构能够预防企业扩张过程中股权稀释问题，能够保证创始人对企业控制的稳定性，不受外部投资者的影响。蓝紫文和李增泉（2022）^[19]发现借助关系型合约，双重股权结构下有利于企业建立更完善的公司治理机制，以此缓解双重股权结构产生的代理问题。其次，关于双重股权结构对信息披露的影响。杨菁菁等（2022）^[20]认为，双重股权结构公司的管理层掩盖不利信息披露的现象严重，导致信息披露的质量大幅降低，外部投资者接受的信息不完整，从而引起的市场反应与事实存在差异，投资水平大幅提高，公司股价被高估。此外，关于双重股权结构对外部审计的影响。王焯等（2022）^[21]学者认为，双重股权结构催生了代理问题，孳生了道德风险，降低了信息披露的质量，因而相较于同股同权企业，双重股权结构企业审计定价明显增加。

第二，双重股权结构实施会影响企业创新。石晓军和王鹜然（2017）^[22]认为，双重股权结构明显提高了高新技术企业的创新水平。当外部监管环境较优时，研发投入强度更为显著；当外部监管环境较差时，需通过聘用职业经理人来缓解研发投入强度不足。杨菁菁等（2019）^[16]、郑志刚等（2021）^[23]认为，研发创新效率的提升源自于企业的研发活动需要大量资金支撑，双重股权结构为企业拓宽了融资渠道，企业的研发投入明显提高。杜媛（2020）^[7]认为，创始人的工作经历、经验，社会关系网络及知识背景等形成的异质性资本激励了企业的研发创新，且激励效应随着创始人控制权的加强得到提升。同时也有研究发现，双重股权结构在 IPO 上市 5 年之后，对企业的创新可能产生消极影响（沈朝晖，2020^[24]；Baran 等，2023^[25]）。

第三，双重股权结构实施会影响企业绩效。一方面，部分学者认为双重股权结构实施对企业绩效具有积极作用。Jordan 等（2016）^[26]认为，相较于同股同权的企业价值创造的机会更多，双重股权结构能够帮助管理层关注长期发展，缓解短期内市场压力；Howell（2017）^[27]认为，双重股权结构能够发挥弱化管理层短视行为的作用，激发管理层的责任感，利于创造长期价值；郭东杰和詹梦琳（2021）^[28]研究发现，创业团队行业经历的多样和丰富的工作经验与企业的绩效成正向关系，并且人力资本的异质性会通过研发投入实现企业绩效的提高；杜媛等（2021）^[29]发现，产品市场竞争优势越强的企业更愿意采用双重股权结构，源于能够吸引更多的外部投资，刺激企业绩效的提升。另一方面，有的学者认为双重股权结构实施对企业绩效具有消极作用。McGuire 等（2014）^[30]认为，双重股权结构下过

多的投票权创造了管理防御，税收规划未能得到恰当激励，直接降低了公司避税水平；章颖芝和李曜（2020）^[31]通过分析实施双重股权结构公司的在港表现，发现双重股权结构实施吸引了外部投资者的关注，但该优势随着时间的推移不仅逐渐消失，还增加了成本压力；Cremers 等（2018）^[32]发现，在 IPO 之后，双重股权结构企业较于同股同权企业的市场反应更好，估值更高，但这种溢价会随着时间的推移消失，甚至企业估值会低于同股同权企业；杜媛等（2021）^[33]认为，在双重股权结构下，更易滋生拥有双重身份管理人员的自利行为，促使形成过高的货币性薪酬，加重了代理成本问题，降低企业绩效。

1.2.2 关于价值创造的研究

（1）论述价值创造的内涵

价值创造源于 Porter 的价值链理论，认为企业价值创造产生在一些列不同但又相互关联的企业生产经营活动中，这些创造价值的动态过程即为价值创造。Amit 和 Zott（2001）^[34]提出，价值创造揭示了价值活动的内容和利润的创造，活动的价值影响体现在对公司绩效的影响；Chesbrough 和 Rosenbloom（2002）^[35]认为价值创造由价值主张、内部价值链结构、价值网络等六个要素构成；原磊（2007）^[36]指出，价值创造体系可分为价值主张、价值网络、价值维护和价值实现等四个维度；徐光辉（2011）^[37]提出价值创造包括价值发现、价值创新和价值管理等三方面内容；孙艳霞（2012）^[38]认为，价值创造过程涵盖价值发现、价值尊重、价值认同和价值引领等四个角度；Amit 和 Han（2017）^[39]指出，价值创造是一个通过商业活动创造产出，使得组织、利益相关者、社会和环境获得价值的过程。根据已有文献研究发现，价值创造重在强调获取价值、实现价值的过程。

（2）诠释价值创造的路径

根据已有研究文献发现，价值创造从企业绩效和企业价值两方面展开，前者关注企业资产的利用效率的综合体现，后者关注企业未来发展成长的空间（刘星和安灵，2010）^[40]。

第一，通过提升企业绩效实现价值创造。一方面，通过提高企业能力来改进企业绩效。能力理论将企业看作是能力的集合体，即通过能力的匹配和组合来实现能力的优劣势互补，进而提高企业的竞争优势。王淑敏（2018）^[41]发现，技术能力与企业绩效之间存在先下降后上升的 U 型关系，而吸收能力和二元能力能够对这种关系进行调节。李逸超和戴桂林（2018）^[42]构建了基于网络能力的企业绩效评价指标体系，发现企业的网络能力通过带动企业竞争、运营收益与技术创新的提升，进而提升企业绩效。朱清香等（2022）^[43]以高技术企业为研究样本，研究发现企业自主创新能力有效促进企业绩效提升，从而助推企业在激烈的市场竞争中占据更有利地位。另一方面，通过实现企业战略提升企业绩效。王友春等（2021）^[44]认为，区位优势能够帮助企业帮助企业解决“去哪里”的问题，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/496102015213011010>