

公司治理模式的再审视

——以阿里巴巴合伙人制度为视角

秦芳菊

【摘要】 尽管“一股一权”原则拥有牢固的法理支持，但双层股权结构能够成为公司上市时保护创始人控制权的重要工具。本文从探析阿里巴巴“合伙人”制度与双层股权结构角度出发，审视西方双层股权结构的功能异化导致的公司管理层监管不足及控制权滥用问题。国外对于双层股权结构的研究表明，其在满足公司所有者与创始人需求之间发挥了积极功能，而阿里巴巴合伙人制度无疑是对双层股权结构制度在防范管理层滥用控制权等方面进行了有益修正。

【关键词】 创始人控制权 合伙人制度 双层股权结构

【中图分类号】 D922.291 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1000-2952 (2016) 02-0073-05

资本市场百余历程中，公司所有权与公司控制权、公司创始人与公司投资人之间的利益博弈从未停息。创始人在为公司扩张而引入外来资本的同时，自身控制权也面临被稀释的风险。现代公司制度在为公司融资带来便利的同时，也在平衡创始股东控制权与投资人收益的悖论之间不断探索新出路。双层股权结构的出现，在很大程度上解决了增资扩股过程中创始人因股权稀释而被边缘化的窘境。但这种违背人类本性的制度设计，在公司投资人保护方面却又显乏力，而阿里巴巴架构的合伙人制度是对传统投行合伙人制度及双层股权结构制度的一次融合和改进，其或许能为破解上述困境提供全新的制度路径安排。

一、传统双层股权结构的价值与现实困境

(一) 传统双层股权结构的价值

双层股权结构在美国和加拿大已成为一种广为应用的股权结构。双层股权结构模式下，公司通常发行 A、B 两种不同功能的股票，A 股遵守“同股同权”原则，而 B 股则通常由公司创始人持有，其具有数倍于 A 股的表决权。通过在公司创始人和投资人之间分配不同的表决权，以实现创始人对公司的控制。2004 年谷歌首次公开发行 (IPO)，披露公司将采用双层股权结构的资本模式，公司内部管理者持有 B 股具有 10 份表决权，而公众持有的 A 股仅有 1 份表决权。这种结构兴起于美国上世纪 80 年代，公司管理层意在通过持有高投票权的股票来保护公司，防止机构投资者的敌意收购。纳斯达克

克股票市场(NASDAQ)及纽约证券交易所一直允许此类股权结构的公司上市交易,然而纽约证券交易所(NYSE)之后修改了相关规则。1988年,美国证券交易委员会开始通过禁止上市交易的方式,着手治理双层股权结构的公司(以及类似限制股东投票权的制度设计)。市场需求往往催生制度不断革新,美国资本市场对双层股权结构的公司在经历或允许或禁止的演化后,最终实现了在上述三市场中均可采用双层股权结构进行IPO的规则。

目前,我国公司法对于有限责任公司规定中,并没有完全禁止双层股权结构的适用,将其交由公司章程规定。由于有限责任公司人数较少且体现为人合性,允许股东自由分配表决权能够实现决策效率的最大化。但面对人数众多的公众公司时,各国公司法普遍坚持较为谨慎的态度。

双层股权结构在防止外部投资者的敌意收购、优化公司的股份结构、实现社会资源的有效配置方面的作用不可替代。国内已有学者对于双层股权结构的价值(积极功能)进行探讨,综其所述:1.从功能视角来看,双层股权结构是实现创始人开展融资,实现公司长期利益的重要手段。持此观点的学者认为:(1)使管理团队既可以进入资本市场募集资金,又不必稀释其对公司的控制权。(2)帮助企业更有效地抵御控制权收购,从而使管理团队可实施长期战略。^①2.从理论视角来看,双层股权结构是创始人与投资者双方理性选择的结果,并通过契约安排加以实现。持此观点的学者认为:(1)有效代理角度,认为这种制度安排是股东之间的有效代理。(2)合作性努力角度,认为股东和创始人有一个共同合作的契约。(3)投票权本身不具有财产属性,可以在所有权中让与他人,只要收益权平等即可体现公平,不一定要决策权平等。^②毋庸置疑,双层股权结构的上述优势,足以确立其在创新型企业融资中的地位。对美国上市公司采用双层股权结构比例进行分析的结论,显示双层股权结构被广泛应用于各个领域行业中,总体而言该结构主要分布在信息机话程度较高的行业,例如电子设备、通讯传播、商业服务业中,而在传统行业中有减少的趋势。^③

(二) 双层股权结构的现实困境

1. 双层股权结构公司缺乏对管理者的有效监管

支持双层股权结构的最有力的一条理论依据便是:公司管理层能够有效地制定公司长期目标,利于公司创新。这种结构为公司创始人在股权不被稀释的情况下进入资本市场提供了可行策略。仍以谷歌公司IPO为例,最初,A类股票的持有者(公众持股人)每股具有一份表决权,B类股票的持有者为执行主席埃里克·施密特、创始人拉里·佩奇和谢尔盖·布林拥有每股十票的表决权,且B类股票仅为上述三创始人持有。这意味着谷歌决策层三人拥有66.2%股东投票的权利。实际上,这种给予公司管理者过高决策权而缺乏有效制衡的决策权分配模式,削弱了股东对于公司创始人决策的监管。但赞同双层股权结构的学者认为,只要公司拥有完美的管理层,一个称职的董事会,以及强大的公司管理文化,这些数字对公司治理的影响甚微。^④Facebook创始人马克·艾略特·扎克伯格的成功也有力地支持了这一观点,尽管他在双层股权结构中添加了更为苛刻的“霸王条款”来实现对公司的控制。^⑤

公司治理关注的重要问题之一便是监督公司管理者,防止其利用管理公司的便利谋取个人利益,损害普通股东利益。根据伯利(Berle)和米恩斯(Means)的观点来看,由于所有权和

- ① 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6期;刘道远:《效率与公平:公司法制度设计的价值选择——以阿里巴巴合伙人结构风波为例》,《中国工商管理研究》2013年第12期。
- ② 马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界——以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象》,《中外法学》2014年第3期。
- ③ 马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界——以双层股权结构和马云“中国合伙人制”为研究对象》,《中外法学》2014年第3期。
- ④ James Kristie, *Dual-Class Stock: Governance at the Edge, Directors & Boards*, Third Quarter 2012, p. 38.
- ⑤ 吴建国、黄俊铭、毕曙明:《扎克伯格如何掌握控制权?即使经过10次融资,依然牢牢控制公司》,《经理人》2012年第9期。

控制权分离,^① 决定了传统观念上的公司治理模式是由股东选举董事会负责公司的运营, 并且由董事会来决定公司 CEO 人选。但是在双层股权结构公司中, 董事会难以发挥其对 CEO 应有的监督功能, 因为是由 CEO 来选择董事会成员, 而他们通常是掌握多数表决权的创始人股东。^② 如果董事的命运可以被一个人或者一小部分人控制时, 他们会难以兑现对所有股东附有的信义义务。在股东利益和董事私人利益之间发生冲突时, 我们难以要求董事抛弃利己的理性, 选择作出为全体股东考虑的决策。由此可见, 双层股权结构在赋予公司创始人绝对保护的同时, 架空了“同股同权”机制下股东对创始人的有效控制, 创始人在面对不成比例的边际成本和边际收益的情形下, 难以善待自己的投票权。^③

2. 双层股权结构易被管理者滥用

双层股权结构除削弱股东对管理层的有效监管外, 还有可能会被公司的管理者滥用。正如诺布尔 (Noble) 解释的: “尽管这双层股权结构与单一股权结构公司整体上很相似, 但是一个拥有双层股权结构的公司不同于传统上单一股权结构公司, 因为至少在后者中, 股东拥有相应成比例的经济利益。”^④ 如前所述, 拥有成比例的表决权与收益权, 是在市场机制下降低代理成本的最佳选择。通常而言, 在公司经营管理状况出现问题时, 股东会要求更换董事会成员来使公司摆脱困境。但是在双层股权结构的公司中, 由于创始人的投票权利超过普通股股东的表决权, 借由此种股权结构设计, 其将自身从公司治理机制中独立出来, 导致公司呈现出被没有控制权的股东所控制的局面。因此, 在多数情况下, 创始人从不担心因自己的行为不当而被股东会罢免。^⑤

从本质上来说, 公众投资者在选择投资双层股权结构公司时, 其购买的实际上是公司管理者所创造的价值, 但是当公司管理者与股东存在利益分歧时, 股东无法通过投票表决的方式更换董事会成员。这就是为何鲁珀特 (Rupert) 和詹姆斯·默多克 (James Murdoch) 父子一再被卷入电话窃听的刑事调查后, 依然能够保持其在新闻集团的地位。尽管大量无控制

权的股东赞成更换股东会, 且要求废除默多克借以掌控公司的双层股权结构, 让没有投票权的股东们获得投票权, 但是其二人掌有的投票权足以稳固他们的地位。^⑥ 可见, 一旦公司创始人不再能够有效领导公司或者将控制权转移给下一代领导者时, 管理层将可能难以实现最初对股东承诺的愿景。

双层股权结构在赋予创始人对公司绝对控制权的同时, 也是对公司表决权效率实现的挑战。尽管支持双层股权结构的学者认为, 在双层股权结构公司上市之初, 对于公司控制权结构是完全公开的。理性投资者在选择是否投资时, 应是默许了其愿意承担未来可能的一切风险, 否则他们可以选择不投资。但是在很多时候, 对于投资者预期能力的过高要求也不尽合理。在高昂的代理成本境况下, 我们不得不反思是否可以在极端的“投资者保护”和“创始人保护”两种模式下, 寻找二者利益平衡的中间道路。

二、阿里巴巴合伙人制度： 双层股权结构的修正

笔者认为, 阿里巴巴合伙人制度在实现公司控制权功能目的上与双层股权结构一致, 但是其对于双层股权结构业已暴露出的弊端从多个层面展开了修正。

(一) 修正之一：稳定公司控制权

尽管双层股权结构为公司创始人掌控公司控制权提供了可行路径, 但是其所设定的特定投票权比例仍然难以在多轮融资中仍然保证公

① [美] 伯利、[美] 米恩斯著：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，商务印书馆 2005 年版，第 30 页。

② James Kristie, Dual-Class Stock: Governance at the Edge, Directors & Boards, Third Quarter 2012, p. 39.

③ 罗培新：《公司法的法律经济学研究》，北京大学出版社 2008 年版，第 128~130 页。

④ James Kristie, Dual-Class Stock: Governance at the Edge, Directors & Boards, Third Quarter 2012, p. 38.

⑤ James Kristie, Dual-Class Stock: Governance at the Edge, Directors & Boards, Third Quarter 2012, p. 44.

⑥ 约翰·加普：《默多克该让位了》[EB/OL], <http://www.ftchinese.com/story/001039805>, 2011-7-27 日。

司创始人的控制权，融资与股权稀释是该结构难以克服的困境。因此，Facebook 通过与其他股东签订投票权授权协议，以此方式限制其他股东的表决权来实现对于公司的绝对控制，但是通过频繁修改协议也给公司带来过多的成本费用。“当然，不是任何一家公司都能够制定上述诸多的不平等条款，Facebook 能够这样做源于其巨大的财富效应所带来的融资过程中的强势地位。Facebook 上市之前已经实现盈利，凭借巨大的注册用户数量和盈利渠道，未来的业绩增长完全可期。”^①可见 Facebook 的成功或许难以再次复制，并不是每个公司都能拥有这样一位优秀的创始人和可预期的成长业绩。

阿里巴巴合伙人制度的核心之一便是确立了合伙人享有提名一半以上非独立董事的权利，并且可以要求在任何情况下确保其在董事会中过半数的席位。合伙人制度以确保在董事会中的多数席位实现了创始人的控制权，最大程度上保证了董事会发挥其应有的功能，进而避免了因公司创始人所享有超级投票权，迫使董事陷入在私人利益和信义义务之间的选择困境。同时，避免了因股权稀释而可能导致的创始人控制权丧失问题。

（二）修正之二：文化传承与管理团队

无论是 Facebook 的成功抑或是默多克新闻集团的没落都反映出—个共性问题，即优秀创始人和管理层是双层股权结构赖以存在的核心，双层股权结构公司的发展与创始人精神和人格魅力有高度的契合性。当管理层不再一如既往具有远见卓识，双层股权结构将难以保护投资者权益的实现。

优秀的管理是双层股权结构公司吸引投资者的重要因素。无论是 Google、Facebook 还是赴美上市国内公司（例如，京东、百度等），其背后都有一个强大的管理团队，但在这种创始人控制权过大的情形，在很大程度上也阻碍了对于优秀人才吸纳的有效渠道。反观阿里巴巴合伙人制度设计，其借鉴了高盛、麦肯锡的合伙人制度创设的激励机制，降低了成为合伙人的门槛，员工只要在公司工作 5 年以上具有突出能力，都有机会成为公司合伙人。阿里巴巴的制度设计在公司中形成了一套优秀管理人员的培养机制，员工依据自己的个人能力和对公

司的贡献度竞争成为公司董事的机会，而避免了由股东会完全以利益驱使决策的弊端。同时，通过设立合伙人委员会制度建立类似元老院的模式，高级合伙人（根据招股说明书中的说明，合伙人委员会由 5 人组成）负责合伙人的甄选，这在合伙人内部可以避免默多克新闻集团世袭罔替的弊端，保障了投资人所购买实质内容——公司管理者所创造的价值——的实现。

（三）修正之三：投资人与创始人的利益平衡

失去对公司管理层的监控往往是投资人面对双层股权结构时的最大顾虑，为减少投资者与创始人之间的矛盾，Facebook 以配给上市前的投资者 B 股的方式来赢得机构投资人的青睐，但是这似乎并没有根本上实现股东会对公司管理者的有效监管。依据约翰·阿莫等的观点，降低所有者与经营者之间代理成本的有效“治理策略”是实现所有者有效的事前任选和事后罢免权。^②但双层股权结构会使股东会对董事会的事前监督失效，迫使公众投资者通过其他途径寻求事后的救济。因此，也有学者认为双层股权结构已经变得不是那么必要，因为一些公司在章程中已经规定了防止恶意收购条款，即便没有采用双层股权结构也足以实现上述目的。^③而双层股权结构则成了公司治理的“梦魇”，加剧了潜在的代理问题。

阿里巴巴合伙人制度中规定，合伙人将有权任命董事会的大多数成员，如果董事候选人遭到股东反对，合伙人可以重新提交候选人名单。与双层股权结构相比，合伙人制度更有利于股东利益的保护。尽管公司合伙人掌握了董事会半数以上董事的提名权，但其让渡了董事任免权限，修正了双层股权结构下公司创始人控制权过大的弊端。通常而言大股东相比于小

① 吴建国、黄俊铭、毕曙明：《扎克伯格如何掌握控制权？即使经过 10 次融资，依然牢牢控制公司》，《经理人》2012 年第 9 期。

② [美] 莱纳·克拉克曼等著：《公司法剖析：比较与功能的视角》，罗培新译，法律出版社 2012 年版，第 211 页。

③ Ronald Barusch, At Facebook, Governance = Zuckerberg, Wall St. J. (Feb. 1, 2012), <http://blogs.wsj.com/deals/2012/02/01/at-facebook-governance-zuckerberg>.

股东更有动力监督公司行为，机构投资者的崛起验证了这一真理。^①公司控制权市场的变化已经开始影响到机构投资者的态度，机构投资者通常会通过行使投票等方式督促公司改进治理机制。^②在阿里巴巴合伙人制度模式下，董事会看似成为合伙人控制公司的延伸，但提名与任命（或提名、否定、任命临时董事、再提名）的过程最大程度上降低了未来可能产生的代理成本，同时也尊重了现代公司治理的基本原则与精神，最大程度上尊重了股东决策权，符合剩余价值索取与投票权相匹配的效率安排，实现了股东与公司创始人之间的利益平衡。

同时，我们也必须承认，任何精妙的制度设计都会存在漏洞。尽管阿里巴巴合伙人制度克服了双层股权结构中股东对管理者监督不足的缺陷，提供了完善的事前监督机制，但招股说明书中的“如果董事会提名没有得到股东会通过或者因任何原因离开董事会，合伙人有权利在下次股东会召开前，指派其他人担任临时董事”规定条款，则可能会成为未来公司治理中出现公司内部矛盾僵局，甚至合伙人滥用控制权的关键性因素。因此，对于合伙人的监督和约束，可以通过约定合伙人在滥用控制权情形下的赔偿条款等方式完善事后救济手段。

结语：双层股权结构在资本市场中历经近

百余年发展历程，期间经历数次修改，仍旧表现出非凡的生命力。不可否认，阿里巴巴合伙人制度是对传统双层股权结构的一次重要修正，其继承了双层股权结构中创始人和投资人之间“合作性努力”的基本思想。相比于 Facebook 公司马克·艾略特·扎克伯格创设表决代理协议的独断专行，阿里巴巴合伙人制度则显示出中国文化中的独特意蕴，不仅解决了融资过程中因股权稀释引发的公司控制权问题，同时也修正了双层股权结构中最为关键的两大困境，即公司管理者监管及管理者控制权滥用问题，在一定程度上化解了公司治理中实际经营者的道德风险和逆向选择。

本文作者：吉林财经大学法学院讲师，吉林大学经济学院 2015 级博士研究生
责任编辑：赵俊

- ① See Bernard S. Black, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, 39 UCLA L. Rev. 811, 821 (1992).
- ② Melvin Aron Eisenberg & James D. Cox, Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials (10th ed. 2011). p. 304.

Revisiting the Corporate Governance Model: The Perspective of Alibaba Partnership

Qin Fangju

Abstract: Although the one—share—one—vote principle has a strong jurisprudential theory basis, dual—class share structure can be an important tool for the protection of the company founder’s control right when it is listed. This article analyzes the Alibaba Partnership and dual—class share structure, examines the functional change of the dual—class share structure which leads to insufficient supervision by the company management and abuse of control right. Foreign research shows that dual—class share structure has to play a positive role in meeting the requirements of the company owner and that of its founder. And obviously, Alibaba Partnership fixes the defects of dual—class share structure and prevents the management from abuse of control right.

Keywords: the founder’s control right; Alibaba Partnership; dual—class share structure