

从“股东”中心到“企业家”中心： 公司治理制度变革的全球趋势*

郑志刚

〔摘要〕“同股不同权”股票的发行长期以来被认为是与“一股一票”的“同股同权”相比，不利于投资者利益保护的股权设计。然而，近二十年来，伴随着第四次工业革命浪潮的深入，越来越多的互联网相关企业选择发行 AB 双重股权结构股票上市。来自中国的阿里通过合伙人制度，腾讯通过“大股东背书”模式变相实现了“不平等投票权”股票的发行。公司治理制度变革由此出现从传统的股东中心向企业家中心的全球变革趋势，在股权结构设计上体现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”，在董事会制度建设上体现为从专职的内部董事为主转变为以兼职的独立董事为主，而在对外部接管角色认识上，则体现为从被视为重要的外部治理机制转变为在反并购条款中加入相关限制。本文在剖析公司治理范式从股东中心到企业家中心全球变革趋势下的理论和现实背景的基础上，从股权结构设计、董事会组织和反并购条款等三个方面梳理和总结了企业家中心公司治理范式全球变革特征，并揭示这种全球变革趋势背后所包含的经济学逻辑，为公司治理理论和实务界未来如何顺应这种全球变革趋势进行理论和实践的准备。

关键词：企业家中心 股东中心 不平等投票权 公司治理

JEL 分类号：G34 K22 O31

公司治理是伴随着现代股份公司兴起和权益融资需求满足衍生出来的一种同时涉及公司行为和国家法律环境的金融制度安排。Shleifer and Vishny (1997) 将其概括为“使资金的提供者按时收回投资并获得合理回报的各种方法的总称”。按照 Coase (1937)，不同于依赖“看不见的手”价格机制调节的市场，企业是通过权威的指令来进行资源配置的。企业权威的分配和实施由此被 Coase 认为是现代公司治理的本意 (Coase, 1937)。围绕企业“权威”如何在现代股份公司治理利益冲突双方——所聘用的负责经营管理的职业经理人与出资设立股份公司的股东之间的分配问题，公司治理实践中至少形成两种典型的范式。

一类为强调“股权至上”，股东为公司治理权威的股东中心的治理范式。我们以美国苹果公司为例。在苹果发展历史上，对苹果做出突出贡献的乔布斯作为职业经理人一度被苹果的股东扫地出门；作为职业经理人，2018 财年库克共收入 1.36 亿美元，其中 300 万美元基本薪酬，年终奖金 1200 万美元，价值 1.21 亿美元的股票和 68.2 万美元的津贴。与今天一些公司 IPO 创始人身价动辄上千亿美元相比，库克职业经理人的色彩浓郁；虽然富含高科技元素的苹果并非传统的制造业，但

* 郑志刚，中国人民大学财政金融学院，中国财政金融政策研究中心教授。作者感谢国家自然科学基金面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”（项目批准号：71472177）对本项研究的资助。作者同时感谢南开大学公司治理研究院绿色治理研讨会上李维安、曹廷求、武立东、古志辉等和江西财经大学“公司金融”研讨会上卢福才、王小平、桂荷发、周冬华、张洪辉等对本文所提的建设性意见和建议。作者文责自负。

在中国郑州“苹果城”雇员超过 25 万的富士康为苹果代工的事实一定程度表明苹果依然属于制造业。

来自 IT 行业的谷歌从 2004 年在美国纳斯达克上市起就选择了一种与苹果完全不同的企业权威分配模式。谷歌发行的股票分为 A、B 两类。向外部投资人发行的为每股只有 1 票投票权的 A 类股票,而谷歌的两位共同创始人佩奇和布林以及 CEO 施密特持有的则是每股有 10 票投票权的 B 类股票。通过发行具有不平等投票权的 AB 双重股权结构股票,创业团队将谷歌控制权牢牢把握在手中,从而形成了以企业家为公司治理权威的企业家中心的治理范式。

长期以来,发行 AB 双重股权结构股票的“不平等投票权”被认为是与“同股同权”相比不利于对外部分散股东权益保护的控股权安排(Grossman and Hart,1987;Harris and Raviv,1988)。例如,在 La Porta et al. (LLSV,1998)等完成的著名的主要国家和地区投资者权力法律保护评估研究中,采用“一股一票”被认为是向投资者权力提供好的保护的指标之一。在 20 世纪 90 年代只有约 6% 的美国公司采用这种股权结构,其市值约占美国股市总市值的 8%。

然而,近二十年来,伴随着以互联网技术为标志的第四次工业革命浪潮的深入,包括谷歌、脸书等在内的越来越多的互联网相关企业选择发行 AB 双重股权结构股票上市。在美国纽交所上市的 Snap 公司甚至推出 ABC 三重股权结构股票的股权结构设计。

由于我国内地尚不允许发行不平等投票权股票,截至 2018 年上半年,包括京东、微博、爱奇艺等 33 家内地公司采用了不同投票权架构在美国上市,市值高达 5610 亿美元,占有所有在美国上市 116 家内地公司市值的 84%。而中国新经济企业的代表阿里和腾讯则以“合伙人制度”和“大股东背书”的模式完成了以企业家为中心的股权结构设计的制度创新。曾一度拒绝阿里上市的香港联合交易所在 2018 年 4 月正式宣布将允许“同股不同权”构架的公司赴港上市。2018 年 7 月 9 日 IPO 的小米成为以 AB 股在港上市的第一家内地企业。早在 2018 年 1 月新加坡股票交易所就修改上市规则,推出了类似政策。而围绕如何使独角兽回归到 A 股,我国内地监管当局出台政策允许在境外上市的“独角兽”企业同时在内地资本市场发行中国存托凭证(CDR)。在国务院 2018 年 9 月 26 日发布的《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》中,我国正式提出未来将“允许同股不同权”,支持尚未盈利的创新型企业在国内 A 股上市。

我们看到,过去的二十年见证了股权结构设计理念从“同股同权”到“不平等投票权”的转变:不平等投票权股票的发行从被认为不利于外部投资者权益保护,到如今成为各国鼓励创新型企业快速发展的普遍政策工具;从一度视作违背“同股同权”原则而被拒绝上市到今天各国和地区纷纷修改上市规则“拥抱”发行不平等投票权股票的新经济企业。以不平等投票权为标志的企业家中心的公司治理范式正在演变为公司治理制度变革的全球趋势。

本文剖析了公司治理范式从股东中心到企业家中心全球变革趋势下的理论和现实背景,梳理和总结了企业家中心公司治理范式全球变革的特征,揭示这种全球变革趋势背后所包含的经济学逻辑,为公司治理理论和实务界未来如何顺应这种全球变革趋势进行理论和实践的准备。本文其余部分的内容组织如下:第一节讨论以企业家为中心的公司治理制度全球变革趋势形成的理论和现实背景;第二节分析企业家中心的不平等投票股权结构设计理念和实践背后所遵循的经济逻辑;在第三节和第四节我们分别预测企业家中心公司治理制度变革趋势在董事会制度建设和反并购等公司章程条款设计层面的可能反映;最后简单总结全文。

一、以企业家为中心的公司治理制度全球变革 趋势形成的理论和现实背景

(一)对“Berle and Means 误导”的校准

Berle and Means(1932)在《现代公司和私有财产》一书中正式提出了影响至今的现代公司治理

问题。在这本以反思 20 世纪 20、30 年代全球经济大萧条的金融制度根源为题材的著作中, Berle and Means 认为大萧条的出现一定程度与现代股份公司所扮演的消极角色有关。他们在书中抱怨,“随着公司财富的所有权变得更加广为分散,对这些财富的所有权与控制权已经变得越来越少地集中于同一个人之手。在公司制度下,对行业财富的控制可以而且正在被以最少的所有权利益来完成。财富所有权没有相应的控制权,而财富的控制权没有相应的所有权,这似乎是公司演进的逻辑结果”。在所有权和经营权分离的现代股份公司,失去财富所有权的外部分散股东将面临只有控制权的职业经理人的挥霍和滥用,终将使股东蒙受巨大损失,这不仅成为 20 世纪 20、30 年代大萧条爆发的金融制度根源,而且“对过去三个世纪赖以生存的经济秩序构成威胁”(Berle and Means, 1932)。

Jensen and Meckling(1976)在 Berle and Means(1932)提出公司治理问题的基础上把委托代理理论的框架应用到经理人与股东利益冲突的分析中,成为公司治理学术研究开始的标志。他们的研究表明,代理冲突会产生代理成本,损害外部分散股东的利益。从 Jensen and Meckling(1976)开始,“缓解代理冲突,降低代理成本”被公司治理理论研究者 and 实践工作者概括为公司治理的政策目标。从上述经理人与股东代理冲突的逻辑出发,公司治理关注如何保护处于信息弱势的外部分散股东的利益,因而在理论研究和政策实践中主要围绕如何约束经理人(以及控股股东等内部人)利用私人信息谋取私人利益开展公司治理制度设计。我们把上述公司治理研究和实践范式称为“股东”中心的公司治理范式。在一定意义上,正是由于股东中心范式的成功推出,公司治理逐步成为成熟的学术研究和政策实践领域。

随着 La Porta et al. (1999)提出“全球大企业中最重要代理问题已经转为如何限制大股东剥削小股东利益的问题”,借助金字塔结构、交叉持股等获得实际控制权的主要股东与外部分散股东之间的利益冲突开始受到公司治理理论和实务界的重视。虽然股东内部的利益冲突被 Gordon and Roe(2004)称为水平代理冲突,用以区分经理人与股东之间的“垂直代理冲突”,但不难看出,无论主要股东还是经理人,对私人利益追求离不开私人信息的占有,损害的依然是处于信息弱势的外部分散股东(Gordon and Roe, 2004)。在很多情形中,作为实际控制人的主要股东谋取控制权私人收益离不开经理人合谋,甚至帮凶。我们看到,尽管从 LLS(1999)开始,公司治理理论和实务界从单纯关注股东与经理人之间的代理冲突转为同时关心垂直和水平两类代理问题,但以“缓解代理冲突,降低代理成本”为目的的“股东”中心公司治理范式并没有改变。

回顾现代股份公司的发展历史,我们发现,发轫于 1602 年在荷兰成立的东印度公司的现代股份公司不仅推动了资本主义在全球的风起云涌,而且为人类历史文明掀开了全新的一页。按照德隆教授的研究,在人类历史上 250 万年前旧石器时代至今的漫长岁月里,99.99% 的时间长度内,世界人均 GDP 基本没什么变化。但在过去的 250 年中,世界人均 GDP 突然有了一个几乎是垂直上升的增长。这可以从马克思的观察“资产阶级在它的不到一百年的阶级统治中所创造的生产力,比过去一切世代创造的全部生产力还要多,还要大”中得到侧面证明。这一切事实上都离不开现代股份公司这样一种支撑社会化大生产和工业革命兴起的生产组织制度的出现。巴特勒甚至把现代股份公司认为是“近代人类历史中一项最重要的发明”,以至于“如果没有它,连蒸汽机、电力技术发明的重要性也得大打折扣”。而现代股份公司之所以能够带来上述令人目眩的财富增长,恰恰是由于借助所有权和经营权的分离实现了经理人职业化和资本社会化的专业化分工(郑志刚, 2016)。

同样是构成现代股份公司基本特征的所有权和经营权的分离,我们看到,它一方面带来了经理人和股东之间的“经理人职业化”与“资本社会化”的专业化分工,使效率得以极大提升;另一方面则成为股东和经理人之间代理冲突的根源,产生代理成本。然而,让我们感到十分遗憾的是,受

Berle and Means(1932)反思大萧条情结的影响,公司治理的理论和实务界看到的更多是现代股份公司由于所有权与经营权分离产生的代理冲突和形成的代理成本,而把之所以成为“近代人类历史中一项最重要的发明”的现代股份公司最重要的经理人职业化和资本社会化的专业化分工在一定程度上忽略了。正确的公司治理制度设计理念应该是如何在现代股份公司专业化分工带来的效率提升和所有权和经营权分离衍生出来的代理冲突之间进行平衡。

而随着以互联网技术为标志的第四次工业革命的兴起,对创新导向的企业组织架构设计理念和对企业精神的重视为我们重新审视传统以股东为中心的公司治理范式提供了契机。

(二)第四次工业革命对创新导向的企业组织架构设计理念的现实需求

当人类步入互联网时代,“大数据”的数据采集方式和“云计算”的数据处理能力在公司现金流识别问题上带来两方面深刻的变化。一方面,它使得资本市场投融资双方的信息不对称问题有所缓解。例如,阿里集团旗下新零售旗舰银泰商厦基于大数据分析可以将22到25岁的女性识别为目标客户,进行精准营销。但另一方面,基于互联网技术的新兴产业发展日新月异,投融资双方围绕业务发展模式,从而现金流来源的信息不对称更为加剧。长期以来,投资者习惯于基于现金流分析,利用净现值(NPV)法则判断一个项目是否可行。现在突然发现,对一些与互联网相关的业务我们甚至很难理解特定业务模式的现金流是如何产生的。例如,在一些二手车直卖网中,它们家喻户晓的广告词是,“买主直接买,卖主直接卖”,“没有中间商赚差价”。那么,这些平台的现金流又是从哪儿来,我们又是如何估算的呢?我们看到,这些平台不再做传统中间商的生意,通过价差形成现金流,而是依靠网络点击等“流量”吸引第三方进行广告投入,赚取所谓的“流量红利”。而流量红利显然比可观察甚至可证实的价差(例如银行业务现金流的存贷利率差)难以估算得多。以至于有人说:“做好是互联网金融,做不好是非法集资诈骗”。当二者的边界十分模糊时,显然不是每一个投资者都可以正确识别甚至把握业务模式的。小米的雷军曾经有句名言;“只要站在风口,猪也能飞起来”。但问题是谁有能力识别那只能即将飞起来的猪?更加重要的,谁有能力识别是否站在风口?我们看到,随着第四次工业革命的深入和互联网时代的来临,外部投资者对业务模式创新的信息不对称程度不是减缓了,反而是加剧了。“专业的人办专业的事”,对于围绕业务模式创新的专业决策,外部分散投资者不得不交给少数“术业有专攻”的企业家来完成。

Bolton et al. (2006)指出,技术产生的不确定性甚至使得不同投资者之间观点变得更加不一致,以至于认为股价虚高的股东很容易将所持有的股票转手给那些认为股价依然有上升空间的潜在投资者,使得现在“股东”与将来“股东”之间的利益冲突严重。与此同时,由于互联网时代专业化分工的深入,外部投资者缺乏专业的知识和分析能力,总体精明程度下降,甚至无法从财务信息披露本身判断一个经理人的薪酬是否合理(Frieder and Subrahmanyam,2007)。

由于上述围绕业务模式创新在投融资双方之间愈加严重的信息不对称,在互联网时代,一个优秀的互联网创业团队如果依靠传统的“股权至上”、“同股同权”控制权安排模式来进行外部融资会出现怎样的结果呢?我们看到,由于信息不对称,业务模式创新的独特之处并不为外部投资者所知的互联网创业团队不得不向外部投资者让渡与出资比例对称的控制权,以换取外部资金支持。而失去控制权进而独特业务模式开发的主导权显然并非互联网创业团队所愿意看到的结果。于是,信息不对称下通常面临的逆向选择问题出现了:一方面希望获得外部资金支持来加速独特业务模式发展的创业团队由于无法说清楚现金流从何而来,总是被人怀疑是“骗子”,很难获得外部融资,而另一方面“不差钱”外部投资者则很难找到具有潜在投资价值的项目,资本市场资金空转踩踏事件时有发生。因此,伴随互联网时代围绕业务模式创新的信息不对称迫切需要资本市场出现一种创新导向的企业组织架构,以鼓励和保护创业团队的人力资本投资,同时向资本市场发出明确的对业务模式创新自信的信号。

(三)对并购浪潮中的“野蛮人入侵”现象和如何鼓励人力资本投资的制度安排的反思

发生在美国 20 世纪 70、80 年代的并购浪潮为探索创新导向的企业组织构架设计积累了宝贵的教训和经验。除了认识到并购重组在缓解产能过剩、接管威胁在改善公司治理的重要作用,理论和实务界同样意识到以“野蛮人敲门”方式实现的外部接管对创业团队人力资本投资的巨大威胁。例如,乔布斯由于控制权的不当安排一度被迫离开自己亲手创办的苹果公司。如果预期到辛勤打拼创建的企业未来将轻易地被野蛮人闯入,沉浸在“早知如此,何必当初”反思情结中的创业团队的人力资本投资激励显然将大为降低。而没有对野蛮人入侵设置足够高的门槛挫伤的不仅是创业团队人力资本投资的积极性,甚至会伤及整个社会创新的推动和效率的提升。值得庆幸的是,乔布斯后来又回到苹果。以至于有人说,“如果没有乔布斯,也许我们今天使用的可能不是‘苹果’(iPhone),而是‘鸭梨’”!

防范“野蛮人入侵”事实上对中国资本市场发展具有特殊的现实意义。从 2015 年开始,我国上市公司第一大股东平均持股比例低于用于“一票否决”的代表相对控股权的三分之一,我国资本市场进入分散股权时代。一个可以预见的结果是,并购行为将会比以往任何时候更加频繁,甚至不惜以相对极端的“野蛮人闯入”和控制权纷争面貌出现。相应地,我国上市公司治理以往常见的经理人内部人控制等传统经理人机会主义行为倾向,将逐步被门外野蛮人入侵等股东机会主义行为所代替。包括我国在内全球公司治理理论和实务界迫切地需要探索互联网时代公司治理制度设计,以积极应对互联网时代围绕业务模式愈加加剧的信息不对称和野蛮人入侵的股东机会主义行为频繁发生等问题。

在上述理论和现实背景下,我们注意到,公司治理范式开始从股东中心向企业家中心转变,并逐渐演变为公司治理范式转变的全球趋势。这种以企业家为中心的公司治理范式体现在各个方面。在股权结构设计上,体现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”;在董事会制度建设上,体现为从专职的内部董事到兼职的独立董事;在对外部接管角色重新认识上,体现为从外部治理机制到反并购条款中的相关限制。

二、不平等投票权和企业家中心的股权结构设计理念

资本投入反映的责任承担能力的现金流权与股东大会表决的投票权不一致的双重(Dual-class stocks),甚至多重股权结构股票的存在已有上百年的历史。在发行 AB 双重股权结构股票的公司中,Lease et al. (1983,1984)观察到,一股具有多票投票权的 B 类股票的市场价值高于一股具有一票投票权的 A 类股票。不同投票权的股票市场价值的差异由此可以被用来度量实际控制人通过 B 类股票的持有预期可能获得的控制权私人收益(Lease et al.,1983,1984;Nenova,2004)。

从现实中合约总是不够完全详备的视角出发,现代产权理论(Grossman and Hart,1986;Hart and Moore,1990;Hart,1995)认为,由于担心在不完全合约下投资后会被敲竹杠,投资者进行(专用性)投资的(事前)激励就会不足。为了鼓励投资者进行投资,现代股份公司应该承诺,一方面使投资者以出资额为限(对错误决策)承担有限责任,另一方面股东以在股东大会投票表决的方式对不完全合约未规定事项拥有最后裁决权。前者是反映股东责任承担能力的“剩余索取权”(residual claim),而后者是股东体现所有者权益所享有的“剩余控制权”(residual control),剩余索取权与剩余控制权的匹配由此成为产权安排的基本原则。“同股同权”和“一股一票”所反映的股东集体享有所有者权益的事实被认为能更好地确立股东公司治理的权威,保护股东的投资权益。一些文献的研究进一步表明,“一股一票”股东投票表决机制有助于减少经理人盘踞和内部人控制问题,保护中小股东权益,因而“一股一票”的同股同权被认为是股权设计的基本原则(Grossman and Hart,

1987; Harris and Raviv, 1988)。

受上述文献影响,在 LLSV(1998)开展的评价各国法律对投资者权力保护程度的著名工作中,他们也把是否实行一股一票作为评价法律对投资者权力保护的重要指标,没有采用一股一票的国家被认为法律对投资者权益保护不足。在 LLSV(1998)的 49 个样本国家中,真正实行“一股一票”的只有 11 个国家。从表面看,又被称为“不平等”投票权股票的双重股权结构股票似乎就与同股同权所宣扬的“股权平等”格格不入。

然而,与上述理论预期相反的是,从 21 世纪初以来,越来越多的高科技企业选择发行具有不平等投票权的 AB 双重股权结构股票。除了谷歌(Google, 2004 上市)、脸书(Facebook, 2012 上市)等来自美国的高科技企业,来自中国的大量基于互联网的知名企业京东、百度、奇虎、搜房、优酷、猎豹移动、YY 语音等相继在美国以发行 AB 双重股权结构股票上市。美国由于允许发行双层股权结构股票,成为全球高科技企业选择上市的目标市场。我们以 2014 年在美国纳斯达克上市的京东为例。在京东同时发行的两类股票中, A 类一股具有一票投票权,而 B 类一股则具有 20 票投票权。出资规模只占 20% 的创始人刘强东通过持有 B 类股票,获得 83.7% 的投票权,实现了对京东的绝对控制。2017 年 3 月 2 日在美国纽交所上市的 Snap 甚至推出三重股权结构股票。其中, A 类股票没有投票权, B 类股票每股一份投票权,而 C 类股票每股十份投票权。分享全部 C 股的两位联合创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 共拥有该公司 88.6% 的投票权, Snap 由此被牢牢掌控在两位联合创始人手中(参见郑志刚, 2018)。

除了以发行双重,甚至多重股票直接实现的不平等投票权的股权设计,来自中国的阿里则通过创建合伙人制度在“同股同权”的构架下变相地实现了不平等投票权结构股票发行的目的(郑志刚等, 2016; 郑志刚, 2017)。2009 年设立的阿里合伙人制度,由于源于阿里合伙人早期创业的“湖畔花园公寓”,因此又被称为“湖畔花园合伙人制度”。其设立的初衷是希望改变以往股东和管理团队之间简单雇佣模式,打破传统管理模式的等级制度,“用合伙人取代创始人”(蔡崇信)。成为阿里合伙人需要具备的条件包括必须在阿里巴巴工作五年以上,具备优秀的领导能力,高度认同公司文化,并且对公司发展有积极性贡献,愿意为公司文化和使命传承竭尽全力等。合伙人每年通过提名程序向合伙委员会提名新合伙人候选人。在被提名阿里合伙人之后,先要通过为期一年的考察期,然后进行合伙人投票,得票数不得低于 75% 方能通过。合伙人由此“既是公司的运营者,业务的建设者,文化的传承者,同时又是股东,因而最有可能坚持公司的使命和长期利益,为客户、员工和股东创造长期价值”(马云)。

2014 年 9 月 19 日阿里在美国纽交所上市。从阿里上市时的股权结构来看,第一大股东日本孙正义控股的软银和第二大股东雅虎分别持有阿里 31.8% 和 15.3% 的股份。阿里合伙人共同持有 13%,其中马云本人持股仅 7.6%。那些没有跳出“同股同权”思维和受我国“一股独大”公司治理模式实践影响的学者一度认为“阿里是软银和雅虎等外资控股的企业”。

然而,阿里董事会的组织其实并非我们熟悉的“一股独大”在“第一大股东”软银主导下的大包大揽。根据阿里公司章程的相关规定,以马云为首的 28 位(目前 36 位)合伙人有权力任命阿里董事会的大多数成员。在阿里由 11 人组成的董事会中,除了 6 名外部董事,5 位执行董事全部由合伙人提名。阿里的主要执行董事和核心高管都由阿里合伙人成员出任。而大股东软银在阿里董事会中仅仅委派了一名没有表决权的观察员。上述董事会组织安排意味着阿里合伙人在股东认同和公司章程背书下获得了委派超过持股比例董事的所谓“超级控制权”,成为阿里的实际控制人。我们看到,虽然没有发行 AB 股的阿里却通过阿里合伙人制度在一股一票的传统构架下变相实现了“不平等投票权”股票的发行。这事实上同样是并没有发行 AB 双重股权结构股票的阿里当时申请在香港上市时,却被认为违反“同股同权”原则遭拒而不得不远赴美国上市的原因。

除了阿里,我们从更早 2004 年以“大股东背书”模式在港交所上市的腾讯身上同样能观察到企业家中心的股权设计制度创新的影子。从持股比例来看,2004 年腾讯在香港上市时马化腾和联合创始人张志东持股比例合计仅为 20.86%,远远低于来自南非的大股东 Naspers。但大股东 Naspers 同意在董事会的人员配比与创始人对等委派,每边各占两位。CEO 由马化腾提名,CFO 由 Naspers 来提名。在重大的董事会决议和股东大会决议上,必须超过 75% 赞成才能通过。相对于马化腾等创始人合计持有的 20.86% 的股份,这样的规定一定程度上可以保证他们在重大事项表决上具有一票否决权。我们看到,阿里和腾讯作为中国异军突起的互联网巨头能走到今天,除了他们的业务模式创新的独特之处,还与他们企业家中心的股权结构的独具匠心的创立和设计分不开。

对照现代产权理论(Grossman and Hart,1986;Hart and Moore,1990;Hart,1995)强调的“当合约不完全时,只有享有剩余控制权,一个投资者才有激励投资成为股东”,我们注意到,在不平等投票权的双重或多重股票股权结构下,股东部分放弃(例如京东的 A 类股票持有人和阿里的软银雅虎等),甚至全部放弃(例如 Snap 中的 A 类股票持有人)控制权,却依然愿意购买上述公司的股票成为其股东。在一定意义上,企业家中心的“同股不同权”股权设计实践事实上向 2016 年诺奖得主 Hart 的现代产权理论提出了挑战。产权安排的一个新理念也许是并非为了控制而控制,而是为了更好地在参与各方之间实现合作共赢。

那么,不平等投票权股权结构设计又是如何实现在 B 类股票持有人(Snap 中的 C 类股票持有人)对公司的实际控制与 A 类股票持有人的投资者权益保护二者之间进行平衡,从而实现双方合作共赢?

第一,通过“同股不同权”的股权结构设计,以往代理冲突的双方股东与经理人实现了从短期雇佣合约向长期合伙合约的转化(郑志刚等,2016)。如果我们把苹果的权威配置模式理解为一种短期雇佣合约,股东与经理人之间的关系可以描述为“流水的经理人,流水的股东”。例如,苹果 CEO 库克任何糟糕的业绩表现都会成为股东罢免他的理由。而不平等投票权构架则造就了一种企业家中心的权威配置模式,将“流水的经理人,流水的股东”演变为“铁打的经理人,流水的股东”。对于一些进行长期价值投资的战略投资者,甚至演变为“铁打的经理人,铁打的股东”。因此不平等投票权构架实质是完成了创业团队与外部投资者从短期雇佣合约到长期合伙合约的转化,由此在二者之间建立了合作共赢的长期合伙关系。我们以阿里合伙人制度为例。在“长期合伙合约”下的阿里合伙人成为阿里事实上的“不变的董事长”或者说“董事会中的董事会”。阿里由此不仅是软银雅虎的,而且是马云合伙人的,从而为双方长期合伙合作共赢打下了坚实的制度基础。

亚当·斯密在《国富论》中为我们描述了被雇佣的“打工仔”和作为主人的“合伙人”无论在心理还是行为上的差异。“在钱财的处理上,股份公司的董事是为他人尽力,而私人合伙公司的伙员,则纯为自己打算。所以,要想股份公司的董事们监视钱财用途,像私人合伙公司伙员那样用意周到,那是很难做到的。有如富家管事一样,他们往往拘泥于小节,而殊非主人的荣誉,因此他们非常容易使他们自己在保有荣誉这一点上置之不顾了。于是,疏忽和浪费,常为股份公司业务经营上多少难免的弊端”(Smith,1776)。

第二,通过“同股不同权”的股权结构设计,股东负责“分担风险”和经理人负责“业务模式创新”之间的专业化分工进一步加深。现代股份公司由于实现了“资本社会化”和“经理人职业化”的专业化分工,与控制权与经营权不分的新古典资本主义企业相比,极大地提升了管理经营效率,带来了人类财富的快速增长。在不平等投票权的股权结构下,一方面由 B 类股票持有人(阿里合伙人)掌握控制权,专注业务模式创新;另一方面,面对基于互联网技术的新兴产业快速发展日益加剧的信息不对称,A 类股票的持有人(软银雅虎等)则“退化”为类似债权人的普通投资者,把自己并不熟悉的业务模式创新决策让渡给 B 类股票持有人,而使自己则更加专注风险分担。“让专业

的人做专业的事”，从而使资本社会化和经理人职业化之间的专业化分工在更深的层面展开。这事实上是现代股份公司诞生以来所秉持的专业化分工逻辑的延续，它同样是亚当·斯密在《国富论》中讨论“别针工厂”时提及的专业化分工思想的体现。“同股不同权”的股权结构设计对专业化分工加深的重视和强调也标志着公司治理理论和实务界逐步在理念和行动中走出 Berle and Means (1932) 的误导，从以往强调控制权占有转向追求专业化分工带来效率改善的合作共赢。

第三，同股不同权的股权结构设计为创业团队防范野蛮人入侵设置重要门槛，鼓励创业团队围绕业务模式创新进行更多人力资本投资，迎合了互联网时代对创新导向的组织架构的内在需求。这一点对于进入分散股权时代的我国资本市场现实意义尤为重大。以 2015 年万科股权之争为标志，野蛮人出没和控制权纷争从此成为进入分散股权时代的我国资本市场的常态。然而，当万科创始人王石率领的管理团队由于险资企业宝能的举牌而焦头烂额，寝食难安时，刘强东、阿里合伙人通过直接发行双重股权结构股票或推出合伙人制度，将京东、阿里等的控制权牢牢掌握在自己的手中，可以心无旁骛地致力于业务模式的创新，致使业务发展一日千里。我们看到，一方面是王石团队与宝能等围绕“谁的万科”争论不休，另一方面，“阿里不仅是软银雅虎的，而且是马云创业团队的，是大家的阿里”。这事实上同样是双重股权结构股票在经历了近百年的“不平等”指责后重新获得理论界与实务界认同背后的重要原因之一。

第四，面对资本市场中众多的潜在投资项目，同股不同权的股权设计向投资者展示了实际控制人对业务模式创新的自信，成为投资者识别独特业务模式和投资对象的信号。正如前面分析所指出，新兴产业日新月异的发展使得创业团队与外部投资者之间围绕业务发展模式创新的信息不对称日益加剧。一方面希望获得外部资金支持来加速独特业务模式发展的创业团队却很难获得外部融资的支持，而另一方面外部投资者则很难找到具有投资价值的项目，出现逆向选择的困境。如果说旧车市场是靠质量担保传递旧车质量的信号来解决逆向选择问题的，那么，资本市场很大程度是通过“不平等投票权”股票的发行向外部投资者传递实际控制人对业务模式创新自信的信号来解决资本市场新的逆向选择问题。在上述意义上，不平等投票权股票的发行构成了博弈论中所谓的分离战略，成为创业团队传递业务模式独特性的重要信号。这一信号使创业团队与“同股同权”等传统股权结构设计模式相区别，吸引外部投资者选择创业团队的项目作为投资对象。

总结同股不同权的股权结构设计理念，我们看到，它是在长期合伙基础下实现的合作共赢，而不是简单的“谁雇佣谁”。在阿里，马云合伙人绝不是被软银和雅虎的“资本”简单雇佣的“劳动”。同样的，软银和雅虎的“资本”也不是被马云合伙人“劳动”简单雇佣的“资本”。雇佣关系背后体现的主仆关系很难形成平等的合作伙伴关系，长期合伙下的合作共赢更是难上加难。在上述意义上，我们在此呼吁，在公司治理实践中，应该摒弃“你雇佣我”还是“我雇佣你”的思维，而是树立全新的合作共赢的合作伙伴的新思维。

事实上，不平等投票权股票的发行虽然在形式上是“不平等”的，但它却给投资者带来更多的长期回报，实现了股东收益最大化，最终使合作双方在结果是“平等”的。阿里 2014 年上市时的市值为 1700 亿美元，仅仅四年的时间，阿里的市值超过 4000 亿美元。软银的孙正义曾经表示，在他投资的 800 多个项目中很多项目投资是失败的。但投资阿里的成功使其长期保持日本的“首富”。而 2004 年上市时仅仅投资 3200 万美元的腾讯大股东 Naspers 在今年上半年第一次减持时每股收益翻了数千倍，成为真正意义上的“价值投资”。给定投资者是否愿意购买和以什么价格购买与 B 类股票投票权不同的 A 类股票完全是标准的市场行为，我们可以把外部股东之所以愿意放弃坚持资本市场通行的“同股同权”、“股权至上”等原则而购买“同股不同权”的股票理解为是外部投资者愿意向创业团队的人力资本投入支付溢价。

我们注意到，无论是阿里合伙人制度还是腾讯“大股东背书”模式，它们没有发行 AB 双重股权

结构股票,但变相实现了“不平等投票权”股票的发行,成为股权结构设计的重要制度创新。它们同时为新兴产业快速发展过程中面对存在的信息不对称和合约不完全问题时如何自发形成市场化解决方案提供了重要的借鉴。改革开放四十年以来我国持续进行市场导向的经济转型,除了带来我国经济持续增长和国民经济翻天覆地的变化外,一个潜在的作用是市场经济根植和造就了企业市场的基因。作为市场主体的企业为了有效适应外部市场环境的变化,需要不断内生地创造出一些新的权威配置模式和股权结构设计理念。

三、企业家中心的董事会制度建设:从以专职的内部董事为主到以兼职的独立董事为主

按照科斯的原意,企业治理包括权威的分配和实施两个层面(Coase,1937)。如果说同股不同权的股权结构设计是企业家中心的公司治理制度变革全球趋势在企业权威分配层面的体现,与上述变化趋势相呼应,那么在权威的实施层面,企业家中心的公司治理制度变革主要体现为从专职的内部董事为主到兼职的独立董事(以下简称独董)为主的企业家中心的董事会制度建设趋势和对外部接管威胁的重新认识两个方面。

与需要严格履行忠诚义务和勤勉义务的经理人相比,往往来自公司外部,利益中性的独董,其工作属性是兼职性质。从事独董工作的往往是其他公司的高管、律师和会计师事务所的执业律师和会计师,以及相关专业的大学教授。对于这些成为独董的社会精英,他们更加看重的是其职业声誉,相对微薄的津贴至少不是他们十分看重的。这决定了独董重要的激励来源是出于对其职业声誉的考虑。上述这些特征使得独董往往不涉及生存压力的问题,“大不了一走了事”,因而挑战董事会决议的成本比内部董事低得多。独董制度由此被认为是保护外部分散股东利益,对抗内部人控制的重要公司治理制度安排,在各国公司治理实践中被普遍采用。

我国从2002年开始推出独董制度,长期以来上市公司一直执行独董比例不能低于董事会全体成员的三分之一的规定。然而,从我国资本市场推出独董制度起,独董就与“橡皮印章”和“花瓶”等联系在一起。这其中既有独董的产生机制(从朋友和朋友的朋友中产生,并没有形成一个成熟的独董市场,参见郑志刚等2014)、聘请独董的复杂动机(当初不少企业通过聘期前政府官员担任独董建立政治关联)、独董自身的激励不足(津贴性的独董薪酬,不与独董自身的努力与风险分担挂钩,参见郑志刚等,2017)等制度层面的原因,又有逆淘汰说不独董的任人唯亲文化等文化层面的原因(郑志刚等,2012)。

如同在我国独董制度饱受批评一样,事实上,围绕董事会独立性应该加强和削弱的问题,在其他国家的公司治理实践中同样存在争议(郑志刚,2018)。2001年安然会计丑闻爆发后,有学者把它的董事会结构与同期巴菲特领导的Berkshire Hathaway公司的董事会结构进行了比较。在安然由17人组成的董事会中,除了担任董事局主席的Kenneth L. Lay和担任CEO的Jeffrey K. Skilling为安然的内部董事外,其余15人全部为来自其他公司高管、非政府组织机构负责人和大学教授的外部董事。安然的公司治理结构无疑堪称董事会组织的典范。然而对照同期Berkshire的董事会结构,在由7人组成的董事会中光来自巴菲特家族的即有3人,其中尚不包括他的两位被称为黄金搭档的长期合伙人Charles Thomas Munger和Ronald L. Olson。然而,令人费解的是,为什么偏偏在堪称董事会组织典范的安然爆发了会计丑闻,而以任人唯亲的董事会结构著称的Berkshire Hathaway却波澜不惊?

类似的疑问还来自次贷危机前后美国国际保险集团(以下简称AIG)的公司治理变革相关实践。一些学者把AIG在次贷危机中“不仅不保险,而且成为全球性风险的策源地”的原因部分归咎

于危机爆发前其“公司治理结构的突变”。针对格林伯格时代 AIG 公司治理制度设计存在的缺陷, AIG 在其离职后的 2005 年结合全球公司治理改革潮流, 主要进行了以下三方面的调整。其一是缩小了董事会的规模, 由原来的 18 人降为危机爆发前的 14 人; 其二是提升了外部董事的比例, 由原来占比约 56% (18 人中 10 人为外部董事) 调整为危机爆发前的 86% (14 人中 12 人为外部董事); 其三, 根据董事会不同职能方向, 增设了提名等专业委员会。例如董事提名从由以前职责笼统模糊的“董事和管理层提名”改为由职责明确的专门提名委员会提名。那些批评上述治理结构调整的学者认为, “外部董事主导的董事会, 看上去更加独立, 但是这份独立的代价是专业性的丧失和内部控制的松懈”, 由此成为导致 AIG 危机爆发的诱因之一。

2018 年是次贷危机引发的全球金融风暴爆发十周年。在不断总结经验和教训中成长的 AIG 会在董事会结构上做出哪些重要改革和调整? 出乎上述学者意料的是, 在 AIG 目前由 15 人组成的董事会中, 除了 CEO 外其余的 14 位成员全部为外部董事, 董事会独立性在次贷危机发生十年后不是调低了而是进一步提高了。我们不妨再看一看当年安然事件爆发后由于采取传统董事会组织结构而名噪一时的 Berkshire 董事会结构。值得我们关注的是, 在过去十年中, Berkshire 同样提高了其董事会的独立性。在 12 位董事会成员中, 外部董事占到其中的 8 位, 占比达到 67%。

我们注意到, AIG 与 Berkshire 提高董事会独立性的做法事实上与近二十年来公司治理实践逐步走出“Berle and Means (1932) 的误导”, 形成企业家中心的公司治理范式不谋而合。按照 Jensen (1993), 一个流行的董事会组织模式甚至是除了 CEO 外, 其他全部为独立 (外部) 董事。除了由于挑战成本低更易于监督经理人外 (股东中心治理范式理念的体现), 董事会独立性提高至少在以下两个方面有助于企业家中心的公司治理范式的形成。其一是从内部董事的“随时监督”到“董事会开会时的监督”; 其二是从“日常经营”的监督到“重大事项”的监督。这两种转变无疑将增加经理人的自由裁量权, 使经理人的经营权与股东的所有权实现更大程度的有效分离。

上述董事会独立性加强的董事会制度建设全球趋势最终体现为独董监督效率的改善。一方面, 董事会独立性提高把以往董事应当监督到位的重大事项通过引入利益中性、来自外部、更加注重声誉的独董来加强监督; 另一方面则通过“开会监督”和“重大事项监督”, 使独董摆脱对具体业务过多的指手画脚, 避免出现监督过度问题。二者的结合使独董监督效率得以改善。我们看到, 这一变化趋势的背后很好地体现了企业家中心治理范式所强调的如何在通过所有权与经营权的有效分离实现专业化分工带来的效率提升和二者分离衍生出来的代理冲突之间进行平衡的理念。董事会独立性的增强由此成为企业家中心公司治理制度全球变革趋势在董事会制度建设层面的反映。

鉴于目前我国很多上市公司“中国式内部人控制”问题泛滥, 我们看到, 董事会独立性在我国上市公司中同样不是是否应该削弱的问题, 而是应该如何加强的问题。在我国很多上市公司中, 由于金字塔式控股结构下所形成的所有者缺位和大股东的“不作为”, 董事长成为公司的实际控制人。在改革开放以来并不太长的现代企业发展历程中, 几乎每一个成功企业的背后都有一位作为企业灵魂和精神领袖的企业家。透过种种有形无形的社会连接和政治关联, 这些网络和链条共同交织在一起, 使得看起来并没有持有太多股份, 从而相应的责任承担能力的董事长成为典型的“中国式内部人控制”。这些“内部人”可以利用实际所享有超过责任承担能力的控制权, 做出谋求高管私人收益的决策, 但决策后果由股东被迫承担, 造成股东利益受损。之所以称其为“中国式内部人控制”, 是由于在我国一些上市公司中, 内部人控制形成的原因并非引发英美等国传统内部人控制问题的股权高度分散和向管理层推行股权激励计划, 而是与中国资本市场制度背景下特殊的社会、历史、文化和利益等因素联系在一起 (郑志刚, 2018)。

通过提高董事会的独立性, 形成对内部人控制的制衡显然对于缓解我国公司治理实践中普遍存在的中国式内部人问题十分重要。从推行独董制度十多年的经验证据来看, 我国上市公司在引

入独董制度后企业绩效确实得到改善。这表现在独董比例与企业绩效呈现显著和稳健的正相关关系。毕竟独董需要在关联交易、抵押担保等涉嫌损害股东利益的重要问题上需要出具独立意见,客观上增加了信息的透明度和内部人损害股东利益的成本;而且一些独董在有损股东利益的议案中出具了否定性意见(唐雪松等,2010;郑志刚等,2016)。从解决中国式内部人控制问题的现实需求出发,提高董事会中独立董事的比例,使来自外部、身份独立、注重声誉的独董成为制衡内部人控制的重要力量。

为了更好地发挥独董力量制衡和居中调停的功能,在一些国家的公司治理实践中,甚至推出首席独立(外部)董事制度。我们以特斯拉为例。马斯克自2004年起担任董事会主席,到2018年由于特斯拉私有化不实信息披露遭受美国证监会处罚辞去董事长已逾十四年。从特斯拉2010年上市以来,时任董事长马斯克一直兼任公司的CEO。而公司现任董事Kimbal Musk是马斯克的弟弟。一个成熟的公司治理制度设计需要独立的第三方来制衡管理层,履行监督管理层和协调股东与管理层利益的职能,以此减少因担任董事长兼CEO职位而可能产生的任何潜在利益冲突。鉴于此,特斯拉从2010年上市之初即开始设立首席外部董事。目前的首席外部董事是Antonio J. Gracias。

在资本市场进入分散股权时代后,内部人遭遇野蛮人所引发的股权纷争将成为很多公司不得不面对的公司治理议题(郑志刚,2018)。理论上,独董并非单纯的外部人,毕竟独董比其他任何第三方更加了解公司经营管理的实际情况;同时独董也非存在利益瓜葛的内部人。因此以信息更加对称、身份相对独立和利益趋于中性,“身在其中,同时能置身事外”的独董在管理层与野蛮人的控制权纷争中扮演重要的居中调节角色。例如,当出现控制权纷争时,独董(甚至首席独立董事)可以居中协调,并最终通过股东大会表决,向在位企业家推出金降落伞计划,使其主动放弃反并购抵抗;独董主导的董事会提名委员会可以在听取在位企业家和新入主股东意见的基础上,遴选和聘任新的经营管理团队,避免控制权转移给公司发展带来的危机和阵痛,使公司能够持续稳定发展。

当然,由于目前我国上市公司独董力量相对弱小,同时在保持自身的独立性和建立良好的市场声誉上存在这样那样的问题,在股权纷争发生后,独董是否能够成功扮演可能的居中调节者角色,中国资本市场仍然还有很长的路要走。

四、企业家中心范式下对外部接管威胁的重新认识: 从外部治理机制到反并购条款的制定

传统上,除了缓解产能过剩,实现并购重组等资源重新配置功能,接管威胁还被认为是有助于迫使绩效差强人意的管理层更迭,缓解内部人控制问题的重要外部治理机制(Scharfstein,1988;Hirshleifer and Thakor,1994;Harford,2003)。从对接管威胁社会和经济功能认识的已有文献来看,早期学术界和实务界对接管威胁的正面评价多于负面评价。然而,近二十年来,随着对美国20世纪70、80年代并购浪潮和“野蛮人入侵”现象反思的深入,人们逐步认识到接管威胁作为“双刃剑”的另外一面。即接管威胁,尤其是极端情形下的“野蛮人撞门”,并不利于鼓励创业团队人力资本的持续投入,损害的不仅是创业团队人力资本投资的激励(例如苹果“同股同权”构架下一度被扫地出门的乔布斯),而且不利于社会范围内的制度创新和技术进步。但鉴于接管威胁和野蛮人入侵的诱因恰恰是由于内部人控制导致的股价偏离真实价值,因此理论界与实务界在围绕接管威胁的角色,进而公司章程中反并购条款设计所达到的共识程度远远低于在股权结构设计和董事会制度建设等层面开展的企业家中心的相关公司治理制度变革。

概括而言,在公司章程和相关公司治理制度建设中,围绕如何鼓励企业家人力资本投入,提高接管威胁和野蛮人入侵门槛的反并购条款设计主要集中在以下几个方面。

首先是争议相对较小的任期交错的分类董事会制度(郑志刚,2016,2018)。例如,特斯拉把董事会全体成员分为三类,每一类董事的任期为三年,交错任期。包括马斯克在内的一类董事将从2017年任职到2020年股东大会召开时;包括首席外部董事 Antonio J. Gracias 和马斯克弟弟 Kimbal Musk 在内的二类董事的任期从2018年开始到2021年换届完成结束;而包括 Brad Buss 的三类董事则将于2019年进行换届选举。任期交错的分类董事会意味着完成全部董事会的重组,实现全面接管至少需要三年的时间。这是接管商在发起接管前不得不考虑的制度和时间成本,分类董事会制度由此可以起到延迟或阻止公司控制权转移的作用。事实上,任期交错分类董事会制度在防范野蛮人入侵的重要性已经引起我国一些上市公司的重视。我们注意到,在2015年万科股权之争之后掀起的我国上市公司新一轮《公司章程》修改中,一些公司推出了任期交错的分类董事会制度。

除了延迟或阻止公司控制权转移的节奏,任期交错的分类董事还有助于董事会实现平稳运行,使每位独董更好地履行监督职能。每次仅仅更换部分董事无疑避免了全部是新人需要花时间重新熟悉了解公司的尴尬和相应学习成本;老的董事的存在有助于相关公司政策的延续,从而使公司政策保持稳定。向不合理的董事会议案出具否定意见被认为是独董履行监督职能的重要体现(唐雪松等,2010)。我国资本市场规定独董的任期不超过两届。为了获得第二届连任的提名,我们观察到,独董较少在第一任期出具否定意见,以免换届选举时被具有影响力的大股东逆淘汰。而在即将结束全部任期的第二任期内,声誉和违规处罚的担心将战胜连任的动机,独董此时出具否定意见的可能性更大(郑志刚,2016)。所谓“人之将死其言也善”。如果在我国资本市场普遍推行任期交错的分类董事会制度,一个可以预期的结果是,在每一阶段都存在处于不同任期阶段的独董,独董从整体上将更加稳定和流畅地履行监督职能。

其次是重大事项从简单多数到大多数通过。在特斯拉《公司章程》中,关于修改和重述公司章程须经至少三分之二以上有表决权的股东批准规定无疑将增加接管发生的难度和成本。而在腾讯“大股东背书”的案例中,公司所有股东大会或董事会决议案,必须由股东大会或者董事会出席投票的75%通过才有效。这意味着8名董事会成员,如果超过2名成员反对,则任何决议案都无法通过。而在腾讯董事会8名成员中,有4名由创始人提名,这些“一致行动人”的存在使马化腾对重要事项的否决权始终可以大于等于50%。这样做的好处是在大股东的背书下,上述制度安排排除了马化腾等担心“野蛮人入侵”的后顾之忧,使他们心无旁骛地致力于业务模式的创新。然而这样做的坏处是,容易形成内部人控制格局和盘踞效应,使外部股东的利益受到损害。

在实践中,围绕公司章程中的反并购条款制定,一些公司还引入了其他富有启发性的条款设计理念。然而,这些条款设计理念带来的启发和争议一样大。例如,在特斯拉《公司章程》中规定,“限制股东召集特别会议的权力”。特别股东会议只能由董事会主席、首席执行官或董事会召集,股东不得召开特别会议。特斯拉《公司章程》同时规定,“股东没有累积投票权”。由于缺乏累积投票权,持股比例有限的股东很难推选代表自己利益的董事进入董事会,从而难以围绕经营战略调整等重大事项上在董事会中发挥影响力。我们看到,这些条款的规定在看似有助于防范野蛮人入侵,确保创业团队对公司实际控制的同时,也在一定程度不利于中小股东权益的保护。一个合理的公司治理制度安排是在保障外部股东权益和鼓励创业团队围绕业务模理念创新进行人力资本投资之间的平衡,而不是顾此失彼。

五、结 论

与“一股一票”的“同股同权”相比,存在上百年之久的“同股不同权”股票的发行长期以来被认为是**不利于投资者利益保护的股权设计。然而在沉寂了**近百年,经历了美国 20 世纪 70、80 年代并购浪潮的洗礼后,“同股不同权”的股票发行作为防范野蛮人入侵,鼓励企业家人力资本投入的股权结构设计理念重新获得了理论界和学术界的认同。在过去的二十年,以谷歌等 AB 股双重股权结构股票为代表的“直接完成”和来自阿里合伙人制度和腾讯“大股东背书”模式“变相实现”的“不平等投票权”的股权设计理念的兴起,标志着公司治理制度变革出现从传统的股东中心向企业家中心的全球变革趋势。

概括而言,从股东中心向企业家中心的公司治理制度变革全球趋势的出现基于以下理论和现实背景。其一是对“Berle 和 Means 误导”的纠编。受 Berle and Means(1932)反思大萧条情结的影响,长期以来,公司治理的理论和实务界看到的更多是现代股份公司由于所有权与经营权分离产生的代理冲突和形成的代理成本,而忽略了正是由于二者的分离才实现的经理人职业化和资本社会化专业化分工。实务工作者从现实需求出发,迫切需要探索确保经营权从所有权分离出来的制度安排,于是我们观察到,理论和实务界不仅形成了对 AB 双重股权结构股票发行的重新认识,更有来自阿里合伙人制度和腾讯“大股东背书”模式变相实现的“不平等投票权”的股权设计理念创新。理论界和实务界由此逐步走出“Berle and Means 误导”,朝着企业家中心的公司治理制度变革方面迈进。

其二,第四次工业革命对创新导向的企业组织架构设计理念的内在需求。随着第四次工业革命的深入和互联网时代的来临,“大数据”的数据采集方式和“云计算”的数据处理能力使长期困扰资本市场投融资双方的信息不对称问题有所减缓。但另一方面,投融资双方对业务模式创新的信息不对称程度反而加剧了。对于业务模式创新等专业决策,外部投资者不得不交给少数“术业有专攻”的企业家来完成。于是,在第四次工业革命中,创新导向的企业组织架构设计理念对于企业权威从股东中心转向企业家中心提出现实需求。

其三,对并购浪潮中出现的“野蛮人入侵”现象和如何鼓励创业团队人力资本投资的制度安排的反思。没有设置足够高的门槛,野蛮人入侵挫伤的不仅是创业团队人力资本投资的积极性,甚至会伤及整个社会创新的推动和效率的提升。从 2015 年开始,我国资本市场进入分散股权时代,“野蛮人闯入”和控制权纷争成为常态。因而,如何形成有助于防范“野蛮人入侵”的公司治理制度安排对我国资本市场发展具有特殊的现实意义。

我们看到,正是在上述理论和实现背景下,公司治理范式开始发生从股东中心向企业家中心转变,并逐渐演变为公司治理范式转变的全球趋势。这种以企业家为中心的公司治理范式在股权结构设计上体现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”;在董事会制度建设上则体现为从专职的内部董事到兼职的独立董事;而在对外部接管角色重新认识上,体现为从外部治理机制到反并购条款中的相关限制。

与股东中心相比,企业家中心的股权结构设计理念从以下方面实现了效率的提升。

第一,通过“同股不同权”的股权结构设计,传统代理冲突双方股东与经理人实现了从短期雇佣合约向长期合伙合约的转化。不平等投票权构架则造就了一种企业家中心的权威配置模式,将“流水的经理人,流水的股东”演变为“铁打的经理人,流水的股东”,甚至“铁打的经理人,铁打的股东”。由此同股不同权的股权结构设计在创业团队与外部投资者之间建立了合作共赢的长期合伙关系。

第二,通过“同股不同权”的股权结构设计,外部股东和创业团队围绕“分担风险”和“业务模式

创新”之间的专业化分工加深,迎合了互联网时代对创新导向的组织架构的内在需求。在不平等投票权的股权结构下,一方面由创业团队掌握公司控制权,专注业务模式创新;另一方面,面对基于互联网技术的新兴产业快速发展日益加剧的信息不对称,外部股东把自己并不熟悉的业务模式创新相关决策让渡给创业团队,“让专业的人做专业的事”,从而“退化”为类似债权人的普通投资者,使自己更加专注风险分担,由此使资本社会化和经理人职业化之间的专业化分工在更深的层面展开。

第三,同股不同权的股权结构设计为防范野蛮人入侵设置重要门槛,以此鼓励创业团队围绕业务模式创新进行更多人力资本投资。

第四,面对资本市场中众多的潜在投资项目,同股不同权的股权设计向投资者展示了实际控制人对业务模式创新的自信,成为投资者识别独特业务模式和投资对象的信号,使围绕项目投资出现的逆向选择问题得到缓解。

上述从股东中心到企业家中心公司治理变革全球趋势和相关实践有助于我们在公司治理制度建设和设计理念形成以下全新的认识和思考。第一,在股东与经理人传统代理冲突关系的认识上,我们应该从以往简单粗暴的“谁雇佣谁”,转变为“合作共赢”。总结同股不同权的股权结构设计理念,我们看到,它是在长期合伙基础下实现的合作共赢,而不是简单的“谁雇佣谁”。在阿里,马云合伙人绝不是被软银和雅虎的“资本”简单雇佣的“劳动”。同样,软银和雅虎的“资本”也不是被马云合伙人“劳动”简单雇佣的“资本”。雇佣关系背后体现的主仆关系无助于利益冲突双方形成平等的合作伙伴关系,难以实现长期合伙下的合作共赢。

第二,在对公司治理中最重要的控制权安排(企业权威配置)的认识上,我们应该从以往一味简单强调“对控制权的占有”,转变为控制权安排围绕如何形成有利于创新导向的组织设计。面对激烈的市场竞争,新兴产业的发展仍然必须依赖企业家来识别风险、承担责任,企业家过去、现在和将来依然是市场环境下十分稀缺的资源。企业家不再是以往 Berle and Means(1932)眼中的“代理冲突的缘起”(trouble-maker),而是“经济增长的国王”(熊彼特)。我们需要在公司治理实践中通过企业家中心的公司治理制度变革和创新大力培育企业家精神,让企业家真正成为“经济增长的国王”。在上述意义上,控制权不是用来占有的,而是用来放弃的。软银等看似放弃了原本属于第一大股东的控制权,但通过放弃控制权软银等从中赚得钵满盆满。

第三,对现代股份公司所有权与经营权分离的认识上,我们应该从以往公司治理理论和实践强调的避免所有权与经营权的分离,以免出现代理冲突,甚至于“防火,防盗,防经理人”到应该通过合理的制度安排,使企业经营权能够从控制权中合理有效分离。

第四,对股权设计中股东权益“平等”保护理念的认识上,我们应该从简单强调投票权的“形式上”的平等转变为关注投资回报收益“结果上”的平等。不平等投票权股票的发行虽然在形式上是“不平等”的,但它却给投资者带来更多的长期回报,实现了股东收益最大化,最终使合作双方在结果是“平等”的。

最后,在对公司治理政策目标的认识上,我们应该从简单缓解代理冲突降低代理成本,转变为专业化分工实现的效率改善与代理成本降低之间的权衡。我们看到,无论谷歌、京东等以双重股权结构股票发行直接实现,还是来自中国的阿里通过合伙人制度,腾讯通过“大股东背书”模式变相实现的不平等投票权结构股票发行,实质上都做到了上述两方面的兼顾,在保障创业团队主导业务模式创新决策的同时兼顾外部股东的投资回报的最大化,实现了双方长期合作共赢。

参考文献

- 唐雪松、申慧、杜军(2010):《独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据》,《管理世界》,第9期。
- 郑志刚、孙娟娟、Rui, O. (2012):《任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题》,《经济研究》,第12期。

郑志刚、梁昕雯、吴新春(2014):《经理人产生来源与企业未来绩效改善》,《经济研究》,第4期。

郑志刚、李俊强、黄继承、胡波(2016a):《独立董事否定意见发表与换届未连任》,《金融研究》,第12期。

郑志刚、邹宇、崔丽(2016b):《合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究》,《中国工业经济》,第10期。

郑志刚(2016):《中国公司治理的理论与实践》,北京大学出版社。

郑志刚(2017):《从万科到阿里:分散股权时代的公司治理》,北京大学出版社。

郑志刚、梁昕雯、黄继承(2017):《中国上市公司应如何为独立董事制定薪酬激励合约》,《中国工业经济》,第2期。

郑志刚(2018):《当野蛮人遭遇内部人——中国公司治理现实困境》,北京大学出版社。

Berle, A. and G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.

Bolton, P., J. Scheinkman and W. Xiong (2006): “Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets”, *Review of Economic Studies*, 73, 577–610.

Coase, H. (1937): “The Nature of the Firm”, *Economica*, 4, 386–405.

Desai, M. (2017): “Capitalism the Apple Way vs. Capitalism the Google Way”, *Atlantic*, 10.

Frieder, L. and A. Subrahmanyam (2007): “Executive Compensation and Investor Clientele”, Purdue University Working Paper.

Gordon, N. and M. Roe (2004): *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press.

Grossman, J. and O. Hart (1986): “The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration”, *Journal of Political Economy*, 94, 691–719.

Grossman, J. and O. Hart (1987): “One Share-One Vote and The Market For Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 20, 175–202.

Harford, J. (2003): “Takeover Bids and Target Directors’ Incentives: The Impact of a Bid on Directors’ Wealth and Board Seats”, *Journal of Financial Economics*, 69, 51–83.

Harris, M. and A. Raviv (1988): “Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules”, *Journal of Financial Economics*, 20, 203–235.

Hart, O. and J. Moore (1990): “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98, 1119–1158.

Hart, O. (1995): “Corporate Governance—Some Theory and Implications”, *Economic Journal*, 105, 678–689.

Hirshleifer, D. and A. Thakor (1994): “Managerial Performance, Board of Directors and Takeover bidding”, *Journal of Corporate Finance*, 1, 63–90.

Jensen, M. (1993): “The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure Of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, 48, 831–880.

Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

Lease, R., J. McConnell and W. Mikkelsen (1983): “The Market Value of Control in Publicly-traded Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 11, 439–471.

Lease, R., J. McConnell and W. Mikkelsen (1984): “The Market value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations”, *Journal of Business*, 57, 443–467.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, (1998): “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (1999): “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, 54, 471–517.

Nenova, T. (2004): “The Value of Corporate Voting Rights and Control: a Cross-country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 68, 325–351.

Scharfstein, D. (1988): “The Disciplinary Role of Takeovers”, *Review of Economic Studies*, 55, 185–199.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737–783.

Smith, A. (1937): *The Wealth of Nations*, New York: The Modern Library.

(责任编辑:罗 滢)

demand by using the data of public cash utilization survey in 2017. The results show that the level of regional economic development reduces the total cash demand by reducing the demand for cash transactions; the level of income, the quality of the cash and the convenience of the exchange of cash can promote the increase in cash demand; the increase in age reduces the total demand for cash by reducing the demand for cash storage; the rise in academic qualifications reduces the total demand for cash. Further studies show that the impact of education level, quality of large denomination cash and convenience of money exchange on cash demand are more obvious, the effects of individual characteristics of residents and characteristic variables of banknotes on cash demand were obviously different among different age groups and education groups. The conclusion of this paper helps to understand some specious knowledge about cash demand. In order to improve the quality of cash supply, differentiated cash services should be provided for different characteristic groups and should continue to improve the quality of the large denomination cash, improve the convenience of the exchange of money in the whole country, and increase the strength of the anti-counterfeit currency in a constant way.

Key Words: Household Cash Demand; Transaction Motive; Storage Motivation

JEL Classification: E41; E42; E51

China’s M2/GDP : A Review

DANG Yin WANG Yang

(China Institute of Industrial Relations, Beijing, 100048, China;

Institute of Finance, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang, 330013, China)

Abstract: China’s M2/GDP ratio has been rising since 1990s, and scholars have looked for reasons for the high ratio and explained respectively from the perspectives of numerator, denominator and the overall situation. This paper reviews the internal logic of various interpretations and their relations with each other, analyzes some potential bottlenecks in interpretation, and discusses the underlying causes of high M2/GDP. We argue that high M2/GDP, high M2/GDP with low price index are two problems that have connection and essential difference. While china’s economic growth is lead by investment and export, money supply increases with the increase of foreign exchange, and in the bank dominated financial system under the background of high investment, money supply increases with the increase of corporate loans. As the real economy yields is lower than the virtual economy, a lot of money flows to the virtual economy rather than the real economy, leading to the long lasting low prices in real economy. The funds flowing to the real economy, due to the reduced viability of enterprises, did not create GDP or only create fewer GDP, so that the role of money supply pulling GDP weakened, showing M2/GDP high. This paper also provides clear decision-making reference for financial reform and economic reform.

Key Words: M2/GDP; Economic Growth Model; Financing Model; Enterprise Viability

JEL Classification: E42; E44; E63

From Shareholder-centered to Entrepreneur-centered Paradigm : The Global Trend of Corporate Governance Reform

ZHENG Zhigang

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

Abstract: “Unequal voting rights” scheme for stock issuance has been considered as the ownership structure design going against the principle of investor protection compared with the “one-stock-one-vote” scheme. However, the past two decades have witnessed more and more IT enterprises have issued dual-class stocks among the fourth industrial revolution.

Alibaba’s partnership and Tencent’s controlling shareholder endorsement model are also practically the form of unequal voting rights structure under the “one-stock-one-vote” scheme. In addition to the ownership structure shifting from ‘one-share-one-vote’ to ‘unequal voting rights’, the board of directors’ system has changed from the full-time internal director to the part-time independent director, while the external takeover has been regarded as from external governance mechanism into the restrictions in anti-merger terms. The reform of corporate governance system has therefore evolved into the global trend of corporate governance from shareholder-centered to entrepreneur-centered paradigm. Base on the analysis of the theoretical and practical background of corporate governance paradigm from the shareholder-centered into the entrepreneur-centered, this paper summarizes the reform feature of entrepreneur-centered corporate governance paradigm on the following aspects: the ownership structure, the board of directors’ system and anti-merger terms, and finally reveals the economic logic behind this global trend. This paper has both theoretical and practical implications on how to reform corporate governance structure in order to follow the global trend from shareholder-centered to entrepreneur-centered paradigm.

Key Words: Entrepreneur-centered; Shareholder-centered; Dual-class Stock; Corporate Governance

JEL Classification: G34; K22; O31

A Research on the Impact of Independent Directors’ Participation on CEO Excess Return: Based on the Perspective of Width and Depth

LIU Xin ZHANG Wenyu

(School of Economics and Management, Hebei University of Technology, Tianjin, 300401, China;

Business School, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China)

Abstract: We examine the impact of independent directors’ participation on CEO excess return from the perspective of width and depth with China’s specific regulations and policies on independent directors in Chinese listed companies. With the sample of 2274 Chinese listed companies of Shenzhen and Shanghai stock market from the period 2008 to 2015, we find that the independents’ tenure reflecting depth of their participation has a negative effect on CEO excess return, and the independents’ interlocks reflecting width of their participation has a positive effect on CEO excess return. Our findings are robust to a battery of tests, including endogeneity checks using instrumental variables, Heckman two-stage regression. Our findings document that under the restriction of China’s regulations and policies on independent directors, longer independent directors’ tenure means more effective board monitoring function while more interlocks undertaken by independent directors would hinder their monitoring role in the board.

Key Words: Independent Director; CEO Excess Return; Participation Depth; Participation Width

JEL Classification: G14; G34; G35

Would the Extending of Credit Intermediaries Chain Stretching Raise the Financing Cost of the Real Economy Significantly?

GUO Qiang ZHANG Ming LIU Yang

(School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China;

Institute of World Economy and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China;

School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China)

Abstract: The paper aims at measuring the length of China’s credit intermediary chain and financing cost, and on the basis of these, to investigate the impact of credit intermediary chain on financing cost. Firstly, we use the data of aggregate