



金融研究简报

第四十九期

中国人民大学重阳金融研究院

2014年11月28日

合伙人制度的创新与挑战

——“从阿里巴巴美国上市看新兴企业公司治理创新”研讨会纪要

2014年9月19日，阿里巴巴公司在美国纽交所上市，总共募集资金250亿美元，刷新了史上最大的IPO交易记录。阿里巴巴无疑走出了一条新兴企业公司治理的新路。11月28日，中国人民大学重阳金融研究院邀请到人大财金学院教授、著名公司治理专家郑志刚围绕“从阿里巴巴美国上市看新兴企业公司治理创新”这一主题，讲解了大数据时代传统同股同权公司如何改革公司管理制度。

合伙人制度的合理性与挑战

郑志刚（中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师、应用金融系主任）：2014 已到岁末，过去资本市场发生的大事莫过于阿里巴巴在美国的上市。阿里巴巴 9 月 19 号在纽交所成功上市，其 IPO 价值市值创造了纽交所的新神话，阿里巴巴终以合伙人制度完成上市。下面，我们从以下三方面谈谈这一制度的合理性：

一、上市与资本市场的“同股同权原则”

阿里上市之前，中国很多民营企业都选择在纽交所或者纳斯达克上市，因为他们一是担心内地 A 股上市门槛高，二是我国审批过程漫长，无法保障上市速度和上市成本。

那阿里为什么没到港交所上市？因为阿里管理团队对公司控股权的“过度”要求与上市的“同股同权原则”发生冲突。同股同权是很多国家奉行的保护投资者，特别是中小投资者利益的基本制度保障。该制度有利于选择有效率的管理团队，避免经理人采取反接管措施，形成盘踞。阿里在相关材料中称其合伙人制度“不同于双层股权结构”，但其实质内涵依然是双层股权结构，马云等创始人团队借此制度将公司控制权牢牢握在手中。阿里在香港上市失败就是因为港监局不允许违背同股同权原则，而在美国之所以成功，恰恰是由于它推出的合伙人制度。

二、治理结构的创新：合伙人制度

随着近十几年来新兴产业的发展，出现了包括阿里推出的合伙人制度等新模式。很多 IT 行业的双层股权结构都是不平等投票权模式，它是对传

统的同股同权，或者一股一票原则的违背。

2004 年 Google 持有 B 种股票的三位创始人，通过上述模式对公司的控股权超过 5%。2009 年 facebook 规定，若持有 B 级股票的股东在上市之后选择出售股份，那么这些股票将被自动转换为 A 级股。

阿里在香港上市失败和在美国上市成功的核心问题是：是否允许马云等核心成员对阿里的绝对控制。阿里集团 CEO 陆兆禧先生在阿里放弃香港上市后曾提到，“今天的香港市场，对新兴企业的治理结构创新还需要时间研究和消化”。

按照阿里相关上市材料的介绍，合伙人既是公司的营运者、业务的建设者、文化的传承者，同时又是股东。包括马云在内的 27 个合伙人其控股权主要体现在对董事会人选进行提名，而非以往同股同权制度按照持有股份的比例来分配董事提名权。

阿里的合伙人只能提名董事，但不能直接任命，董事的任命仍需经过股东大会的投票通过。如果董事候选人遭到股东反对，合伙人可以重新提交候选名单。合伙人的入选标准是任职集团不少于 5 年，且 75% 的合伙人按一股一票原则同意才可以入选。

阿里治理结构的创新体现就在合伙人制度。这一制度又不同于双重股权结构，实质是在阿里的股权结构中推翻了通常采用的同股同权、股权平等原则，推出了高于普通投票权的第二类或超级投票权

从理论和实践上，我们觉得应该鼓励一股一票、同股同权，但问题是为什么越来越多的新兴企业选择双层股权结构，这一看起来对投资者利益保护不足的股权发放模式？为什么外部投资者预期到存在利益被盘剥的风险还依然愿意选择购买上述公司的股票？

这是因为新兴产业快速发展对“同股同权原则”的挑战。一，新兴产业的快速发展使投资者无法理解业务模式；二，技术产生的不确定性可能

加剧投资者之间观点不一致和利益冲突；三，由于缺乏专业的知识和分析能力，外部分散投资者总体精明程度的下降。

针对上述挑战，以阿里为代表的新兴产业通过双层股权结构等控制权实现形式完成的公司治理结构的创新背后包含如下合理成分：1、新兴产业业务模式的不确定性使得投资者不得不依赖创始人的专业知识，而使自身退化为简单的“资金的提供者”；2、双层股权结构的推出成为投资者识别（具有独特业务模式并有相应解决机制的潜在）投资对象的信号；3、看起来比普通股票价格更高的不平等投票权的转让价格包涵着对创始人人力资本价值的补偿因素，是对创始人人力资本的间接定价。

通过这些问题，监管当局应正视并积极回应上述公司治理结构创新的合理性，并着手研究，以在未来适当时机推出适应上述创新的更加灵活的上市政策。

此外，对国企混合所有制改革的启发是，国有资本应该像阿里的股东学习，通过持有优先股，放弃表决权来实现国有资本增值保值、增进社会福利的目的。

三、合伙人制度未来传承与监管新挑战

除了双层股权结构，公司在治理实践中还可以选择股东之间的表决协议、超过投票控制的董事代表比例以及家族成员作为 CEO 或董事长等方式来“人为制造”事实上的“不平等投票权”，以加强对企业的控制权。

阿里在美国上市过程中推出的“合伙人制度”十分类似于投票表决协议。通过合伙人的一致行动来实现对控制权的把握，主要体现在“有权力任命董事会的大多数成员”。合伙人制度的潜在好处表现在，一、实现公司的控制；二、可以避免官僚主义和等级制度；三、有利于“保证合伙人精神，确保公司的使命、愿景和价值观的持续发展”。

在阿里的合伙人制度中，除了马云和蔡崇信为永久合伙人外，新的合伙人将依据“品德、价值观、对公司的贡献”等软性标准产生。

然而这个制度是双刃剑。上述软性标准无法在法律上被证实，甚至是不可观察，这显然会为未来的阿里合伙人制度的执行带来某种不确定性。而包括投票表决协议在内的不平等投票权的实现机制所要面临的最大挑战是，创始人独一无二的不可替代的核心作用。于是很多人说，“离开马云的阿里可能就不再是阿里”，那这怎么办？

上述公司治理结构创新为新兴产业的投资和相应监管实践带来的潜在挑战。对于“不平等投票权”，Facebook的实践是若持有B级股票的股东在上市之后选择出售股份，那么这些股票将被自动转换为A级股。对于“合伙人制度”，马云和他的阿里巴巴天然带着“市场”这一良好的“基因”，也许可以通过未来进一步的制度创新，来克服今天公司治理结构创新所带来的挑战。

管理上有中国特色，注意管控风险

刘志勤（中国人民大学重阳金融研究院高级研究员，前瑞士苏黎士州银行北京代表处首席代表）：马云的合伙人制度有它的独特性，但不好复制。

一、管理上的中国特色。马云最早办翻译公司，后来买卖一些普通商品。到他做淘宝网的时候，我感觉他是典型的中国商人——跟着感觉走，跟着市场走，与时俱进，与时俱变。他随时调整自己的发展战略，所以他的成功有偶然性也有必然性。其次，马云很有中国特色。中国原先的IPO体制完全照搬西方，搞一股一票，但20年后居然被马云推翻了。马云把中国IPO带回到原来的体制——“我拼的不是谁钱多，是谁相信我马云谁就来”。这种管理模式很有中国的基因，特色就是发挥强势创始人的作用，这一点

正好与我们目前中国正在讨论的强势政府类似。马云把这个特色融入到了市场经济中，用市场规律加以规范化，加以增值、增效，使得中国的管理模式在世界上独树一帜。马云现在成为美国股市最成功的 IPO，至少证明他的合伙人制度是对的，证明强势管理体制是对的。所谓的强势管理就是发行人、创始人说一不二，其它人只需给钱，到时候保证其它人能分红就可以了。这使市场上其它的公司体制面临很大挑战。

二、需要管控风险。马云的成功也伴随着这样那样的风险，最大的风险是面临垄断的挑战。因为强势必须跟垄断相结合，要垄断市场、垄断客源、垄断手段（包括支付手段），这种垄断在一段时间内会起到促进作用，过一段时间就会对其它行业产生挤压，竞争一旦激化，大家会挑战它的权威性、不可替代性。这种情况下马云的压力会非常大，马云必须考虑如何在合伙人制度下进一步改革，增加其他人的权利，这样才会走得更稳妥，否则他会面临来自内部和外部的关于垄断的双重挑战。

马云对整个市场的风险控制还缺少一些有效的措施，他只满足于大盘上的交易量增加，但是对于具体的风险我个人认为防范措施还不够。普华永道的调查报告显示，最近网络上的诈骗已经在全国造成了好几百万的损失，2014 年的网络诈骗和损失率增加了 33%。这给马云公司一个警示，如何将风险降到最低，加强网络管制是非常重要的。

美国资本市场为合伙人制度提供空间

董裕平（中国社科院金融研究所研究员、所长助理）：阿里巴巴从 A 股到港交所上市都未成功，到美国却成功了，大家一定觉得还是美国制度好，那我们是不是就应该效仿美国的治理制度？从这个角度讲，资本市

场制度确实提供了更多的创新空间，使经济部门的创新活力能更好地发挥出来。

同股同权的价值是保护投资者，从更深层次上讲是人权问题，在法律的价值上也是这样延续下来的，所以它有合理性和合法性。但美国迄今为止没有一部统一的《联邦公司法》。美国的法律体系介于英、法之间，因为它是纯移民的国家，没有任何历史包袱。他把欧洲历史上的经验教训总结得很透彻，它打造的这套制度反映在经济层面是非常深刻的。马云的合伙人制度从某种角度跟大多数国家法典是违背的，但是美国可以有这样的空间让这一制度实现。这就决定了我们不能简单认为把制度引进来就解决问题了。

我们预期互联网、阿里巴巴还会有很大的成长空间，初始的这批投资者已经享受股票发行溢价的好处，但后面再跟进的投资者就会有很大问题，因为他们是高价进入的。美国有一些后续的制约手段，比如股东的集体诉讼。合伙人制度一旦被合理怀疑因操作不透明对公司造成损失，即让股东蒙受损失，就可以在美国法院被起诉。所以，后续可能出现的这些问题对阿里来说才是真正的麻烦。

投资者为什么会去买这种投票权缩水的股票？是不是应该思考中小股东在这个企业中到底是什么地位？监管者应该用什么制度去保护投资者？如果他就是跟着大多数人分点钱，而投票权对他来说没有多大意义，那还有必要保护他的投票权吗？怎样才能是制度设计更合理？这些问题可以继续深入思考。

互联网时代产生多层面创新驱动

宋斐（阿里巴巴集团研究院网络公司研究专家）：信息时代的企业模式是什么？企业和市场的边界有何变化？企业规模的大小有何变化？像互联网的大协作市场化，使得通过市场协作的效率更高、成本更低，企业之间的篱笆墙被拆掉一部分，相应的市场会越来越小。很多行业原来都是垂直一体化的，而现在被互联网改造的过程中，变成了“云加端”的结构，就是一个大平台加很多小端，外围又有一个富生态，即大平台、小前端、富生态的组织方式。平台化会蔓延到越来越多的行业。这是企业跟市场的关系，企业的规模在变小。产业的动态过程是网状化的过程，从企业的内联网到供应链的外网，还有社会化的大联网。

具体的看，企业内部明显体现了自下而上、自外而内的驱动力传递过程。像海尔公司有两千多个自主经营体，即把大公司变小。像网上的女装品牌“韩都衣舍”，经过三四年的时间从两三个人扩展到上千人的规模，该公司推出的买手制也变成了一个“云加端”的结构。

阿里巴巴在做一些管理上的创新，有经验，也有教训。有一段时间是七个子公司，后来是二三十个业务部门。公司外部要生态化，内部也要生态化，怎么让自己更加互联网化，这是公司组织层面所要关心的问题。

监管可做保税区的尝试

袁渊（清华大学经济管理学院博士后）：从现在中国创新型企业发展角度来讲，合伙人机制可能有其必然性。马云当时面临的情况是，中国的风投很弱，融资有难度，各种配套性政策不健全，他选择合伙人制度也是

行业发展的必然选择。

我们做过调研，现在中关村很多创新企业没有选择改变股民结构，也没有选择合伙人制度，因为他们现在钱多了，没有那么难融资，他们还是选择传统融资方式和个人融资方式相结合。

目前来看，现在中国股权结构还是更偏向一些有独特竞争力的、有专业特长的互联网企业，而不是一般的只用互联网方式解决产业效率问题的创业型企业。

关于监管和放开国内股市的问题，我个人感觉从策略和设计角度来说，还是类似于向资本市场开放一个保税区的政策较合适。可以开放一个独特的互联网板块或者新兴板块，这里面允许双重股权结构，以此来解决互联网企业融资上市的问题。从理论的角度来看，这也是保护创新者的控制权、创新的激情。很多传统企业的创始人基于个人目的也会要求类似的政策。这一政策从短期来看，更多的是成为资本市场的实验区。中国的改革都是摸着石头走，如果实验区做得好会有进一步拓展的空间。

风险与机遇并存，制度建设任重道远

郑志刚：包括美国在内的西方国家的文化制度是长期积累实践的结果。美国还有很多很好的制度，所以即使你以不平等投票权，或者说以合伙人制度在美国上市了，但它还有后续的监督保障制度，我觉得这才是最重要的精髓。关于这点，我从董老师那里受到非常大的启发。

很多中国的早期企业选择在美国上市，后来又不得不退出，阿里巴巴是不是会有这一天？我们在未来中国的制度建设方面，如刚才袁老师所言，应该有一个特区或者实验区，保护创始人的热情，这相当于用特殊的专利

制度来保护创新。此外，还必须要完善制度本身，包括未来能不能制定集体诉讼等一系列配套制度，只有这样才能真正保证制度的长期发展。

阿里上市带来一些新的思考，我十分同意董老师的建议，职业经理人可以通过机构投资者或者其他的团队扮演内幕信息者的角色。一个理性成熟的市场应该有多元的选择，可以选择传统同股同权的方式上市，也可以有特区，而对像阿里、Google 这样的特殊产业，不妨再多一点选择。

我们看到，这些不同上市方式的背后对股东而言都是理性的，不管他购买的是同股同权的股票还是其它股票，基于传统的融资分析的逻辑，当他认为可以保障投资收益的时候，他就会采取同股同权的方式；反过来，若他不能确定，但他信任马云或者有其他机制时，他就会考虑别的选择。

法律上允许你同股同权上市，同时也允许你不同股同权上市，你做选择的时候也传递出了你的独特优势，我们将这称作信息识别机制。如产业板块方面的问题，如果机构对产业的识别是有分歧的，但是通过建立制度，可以选择在不同地方上市，但后续会有很多宽进严出的制度约束，这对对投资者、市场而言都是理性的。

怎么看待阿里未来的风险？阿里是年轻的团队，它在不断地学习，有很好的机遇和市场，未来可以在变革中把风险降到最低。5 年以内可能没有问题，而 5 年之后的情况还要通过长期观察才能判断。

刘志勤：阿里的合伙人制度就像国内的混合所有制。所谓混合体制无非就是国企和民营之间混合。马云的模式对这种体制有什么影响？

郑志刚：核心问题是谁应该持有更多的控制权，基于信息分布，答案是谁有信息优势谁就有控制权。回到阿里的的问题，谁更有信息优势呢？当然是 IT 精英，因为他对业务模式更了解。由于马云他们拥有更多的信息，

所以他们拥有更多的控制权。对于所有制的改革，对于国有资本来说，很多问题在于所有权的缺位，这是长长的委托代理链条造成的，即企业是谁的说不清楚。现在中国公司里实行党管干部，企业看起来有董事会，但是董事会作用有限。

刘志勤：危险就在于此，信息掌控和信息垄断是非常危险的，比如无论黑客技术还是金融网络技术，对个人、企业、行业背景进行信息垄断，这绝对是不公平的，前端危险也在这里。所以，不要单纯以信息控制、信息掌控决定决定权，这个风险太大了。

郑志刚：我们这里讲的信息本身，不是我们一般意义上的信息，我们只是从信息不对称角度来强调。对一个实体公司而言，一定是内部机制和外部机制整合的作用，但控制权是解决问题的最重要途径和最根本问题。如果你不懂，但还要高高在上，干预很多，肯定是不好的。反之，如果放弃控制权的话，可能更有利于企业实现增值保值。

刘志勤：就是自以为掌握了信息，但实际上没掌握，或者没有真正掌握，这对市场冲击很大。

董裕平：2004年召开金融系统论坛时，我提交的论文涉及国有银行商业改革的问题。对于股东结构问题，我觉得政府股东在这里面可以扮演黄金股的角色，给它一支金股，然后形成从原来的政府单边到多边的治理结构。