



# 阿裡巴巴為何選擇合夥人制度？

## ——兼論雙層股權結構的經濟合理性

**摘要：**目前有關雙層股權結構的爭論多聚焦於管理層對股東利益的侵佔。然而這一觀點，不但忽略了股權結構選擇背後的效率動因，而且漠視了公司在治理代理問題方面的諸多努力。本文分析認為，雙層股權結構本質上是一種分權方式，股東和董事會通過雙層股權結構將多數投票權（實際是決策權）授予擁有決策知識的管理層，以此實現決策權與知識的匹配，提高決策的效率和效果。而這一分權方式，由知識的類型、分佈及其傳遞成本決定，也受到外部環境諸如不確定性、競爭的影響。同時，為克服分權帶來的代理問題，公司會採取一系列替代性治理機制來約束管理層的機會主義行為。本文以阿裡巴巴選擇合夥人制度為例，對此進行了深入分析。本文有助於人們更深刻地認識雙層股權結構的成因和治理，更全面地看待它與股東利益保護之間的關係，並為股權結構和公司治理的未來研究提供啟示。此外，本文對證監機構重新審視和改革同股同權的管制規則也有借鑒意義。

**關鍵字：**雙層股權結構 知識 分權 代理成本 治理

## Why Does Alibaba Choose Partnership?

### An Efficiency Perspective on Dual-Class Share Structure

**Abstract:** Current debates about dual-class share structure mostly focus on managerial extraction of shareholder wealth. However, this view not only neglects the efficiency motivation behind the share structure choice, but also disregards related governance mechanisms designed to control agency cost. In this paper, dual-class share structure is viewed as a decentralization approach, through which shareholder and board grant majority voting rights (decision right essentially) to management who have decision-relevant knowledge, so as to achieve a better matching between decision rights and knowledge and then improve decision efficiency and quality. This decentralization approach is determined by the type, distribution and transferring cost of the knowledge, and is also affected by company's external environment properties such as uncertainty and competition. Meanwhile, in order to control the agency problem accompanied by decentralization, company will establish alternative governance mechanisms to discipline managerial opportunism. We analyze Alibaba's partnership choice to illustrate these points. This paper contributes to a deeper understanding of the cause and governance of dual-class share structure, and a more comprehensive view on the relationship between dual-class share structure and shareholder interests. It also provides insights for future research on ownership structure and corporate governance, and provides references for the regulatory body to reexamine and reform the one-share-one-vote rule.

**Key Word:** Dual-Class Share Structure; Knowledge; Decentralization; Agency Cost; Governance

**JEL Classification:** G32, G34, L23

本文是國家自然科學基金項目（批准號 71302105）的階段性成果。

## 一、引言

2014年9月，迄今最重量級的互聯網公司——阿裡巴巴在美國紐約交易所掛牌上市。回顧阿裡巴巴的上市歷程，卻遠非一帆風順，其原先籌畫在香港上市，但因與香港交易所談判破裂，才不得不選擇赴美上市。此次波折之關節點，也是香港交易所拒絕阿裡巴巴上市的主要原因，便是其備受爭議的“合夥人制度”。阿裡巴巴為何選擇合夥人制度？本文即對此展開分析。

按照合夥人制度，阿裡巴巴內部產生的合夥人將擁有不受持股比例限制的董事會多數席位的提名權（詳見第二部分）。這意味著即使持有少數股權（現金流權），合夥人也可以控制董事會，從而操控整個公司的決策權，而缺乏話語權的外部股東則可能任人宰割。有評論家將這種“同股不同權”的制度直斥為“霸王條款”，而致力於保護投資者利益的香港證監機構亦因阿裡巴巴違背“同股同權”的上市規則而拒絕豁免；但另一方面，阿裡巴巴的主要股東日本軟銀的總裁孫正義卻力挺合夥人制度，稱其是阿裡巴巴成功的核心；一些知名企業家也紛紛站出來表達對此制度的理解與支持<sup>1</sup>。總體來看，阿裡巴巴的合夥人制度是有利於還是有害於股東利益，至今仍然毀譽參半。

實際上，阿裡巴巴的合夥人制度並非孤例。在股東權利安排上採取“同股不同權”這一做法的公司早已屢見不鮮（比如福特汽車、Nike），在新近的互聯網等新興行業中更是呈現爆發之勢（比如 Google、Facebook），它們均採用一種雙層股權結構（dual-class share structure）的安排：即發行高、低兩類不同投票權的股票，管理層持有高投票權股票（每股 N 票投票權），外部股東持有低投票權股票（一股一票），使得管理層不必持有多數股權（現金流權）就可以擁有多數投票權，從而控制董事會以及公司的決策權。阿裡巴巴雖未發行兩類股票，但通過規定合夥人對多數董事的提名權也能達到管理層對公司決策權的類似控制，故與雙層股權結構並無二致。因此，本文將阿裡巴巴的合夥人制度也視為雙層股權結構的一種類型，以使討論更具一般性<sup>2</sup>。

阿裡巴巴合夥人制度引起的爭議也並非首例。在上世紀 20 年代雙層股權結構誕生之初，這一頗顯另類的股權結構就引起了學術界、監管層與公眾的強烈質疑；1986 年紐約交易所正式宣佈放棄“一股一票”原則、允許具有不同等投票權的股票上市交易，此舉也引發了各界對股東權利問題的廣泛討論<sup>3</sup>；2003 年歐盟委員會提出擬在歐盟國家推行“一股一票”原則，同樣導致極大爭議（Burkart and Lee, 2008; 張舫, 2012）。此次阿裡巴巴上市，只不過再次將雙層股權結構的話題置於各界注目的焦點。但迄今為止，有關雙層股權結構與股東利益之間關係的探討和爭論，包括學術研究在內，均未獲一致結論（Adams and Ferreira 2008; Burkart and Lee, 2008）。

與此同時，雙層股權結構帶來的困惑卻層出不窮。首先，從直覺上講，雙層股權結構讓管理層對決策只承擔部分經濟後果，同時董事會和控制權市場卻無法發揮監督作用，這將導致和加重管理層的機會主義動機。由此，一個合理推斷就是，此類公司必定因嚴重的代理問題而業績堪憂，甚至早被淘汰。但令人矚目的是，在採用雙層股權結構的一長串公司名單中，既不乏像福特汽車、Coors 啤酒、Cross 鋼筆、Jack Daniels Whiskey、《紐約時報》、《華盛頓郵報》等聲譽卓著的百年老店，也囊括了諸如 Google、Facebook、阿裡巴巴、百度、京東等弄潮於互聯網等新興行業的市場新貴。這引發了第一個疑問：為何眾多採用雙層股權結構的

<sup>1</sup> 上述觀點分別參見《馬雲為何“死扛”合夥人制度》（信海光，《企業觀察家》，2013 年 11 期）；《軟銀孫正義力挺阿裡合夥人制，稱是其成功核心》（網址是 [http://finance.ifeng.com/a/20130927/10774021\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20130927/10774021_0.shtml)），《柳傳志：理解阿裡巴巴“合夥人制度”》（網址是 <http://tech.qq.com/a/20131012/011540.htm>）。

<sup>2</sup> 實際上，現有研究均將不同類別股東分組選舉不同比例的董事作為雙層股權結構的一種類型，參見 DeAngelo and DeAngelo（1985, p.40）、Zingales（1995, p.1058）、Gompers et al.（2010, p.1057）。

<sup>3</sup> Journal of Financial Economics 在 1987 年召開“公司經理、股東與董事之間的權利配置”（The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors）主題研討會，並於 1988 年出版專刊。

公司並未受困於代理問題的不利影響，反而發展良好、甚至業績長青？其次，新制度經濟學告訴我們，企業產品競爭的背後，實質是協調生產要素的組織形式的競爭，而最終勝出而生存下來的，必定那些是能夠有效降低成本、尤其是代理成本的組織形式（Fama and Jensen, 1983）。以此推之，代理成本高昂的雙層股權結構理應在組織形式的競爭中漸趨消亡。但現實卻是，採用雙層股權結構的公司日益增多<sup>4</sup>，尤其在互聯網等新興行業，其幾乎成為企業不約而同的選擇。這引出了第二個疑問：為何越來越多的公司選擇這種代理成本高昂的股權結構，又為何此類公司越來越多地集中出現於互聯網等新興行業而不是其他行業？另外，我們查閱資料發現，眾多機構投資者竟將數量可觀的投票權委託給管理層<sup>5</sup>，這是一個更讓人費解的疑問：假如中小股東因不夠理性或集體行動的邏輯而放棄投票權（Ruback, 1988），為何連一些精明老練並持有大量股權的機構投資者也不顧利益侵佔之虞，竟甘願將投票權拱手讓人呢？

這一系列困惑不由得讓人對雙層股權結構進行一番重新審視，對隱藏其後的奧秘一探究竟。公司為何要選擇雙層股權結構？雙層股權結構與股東利益之間到底是什麼關係？以及如何解釋這些令人困惑的現象？遺憾的是，我們並未從現有的紛繁的理論中找到令人滿意的答案（詳見第三部分）。不過，這也給了我們理論創新的機會。於是，借助阿裡巴巴合夥人制度這一案例，本文力圖構建解釋雙層股權結構成因的新的理論框架，並對上述問題做出回答。

我們認為，雙層股權結構本質上是一種分權方式，董事會和股東通過雙層股權結構將多數投票權（實際是決策權）授予擁有決策所需知識的管理層，主要是為了達成“決策權與知識相匹配”這一關鍵原則，從而提高決策效率、增進決策效果。而這種分權方式，由知識的類型、分佈及其傳遞成本決定，也受到外部環境諸如不確定性、競爭等影響。同時，為克服分權帶來的代理問題，公司有動機運用甚至創新一系列替代性治理機制來約束管理層的機會主義行為。這一分權加治理的框架可以一併解答有關雙層股權結構的一系列疑問和困惑，並解釋阿裡巴巴為何選擇合夥人制度。本文強調，要想全面認識和恰當評估雙層股權結構，不可忽略其背後蘊含的提升經濟效率方面的動因，也不應漠視公司在減少代理成本方面所做的種種努力。總之，本文的研究力圖廓清有關雙層股權結構的爭論，增進人們對雙層股權結構的理解和認識，並對股權結構和公司治理領域的未來研究提供啟示。此外，本文的研究也有助於證監機構重新思考同股同權的管制規則，改善資本市場的監管。

本文其餘部分安排如下。第二部分將簡要介紹阿裡巴巴及其合夥人制度；第三部分對雙層股權結構的相關理論觀點進行梳理和評價；在此基礎上，第四部分將提出本文的理論框架，並結合阿裡巴巴這一案例進行討論；第五部分則在本文的理論框架下，重新評估現有實證研究的發現，以期為未來研究提供啟發；第六部分將分析香港證監機構拒絕阿裡巴巴上市決定的可能原因，並對資本市場的管制規則提出建議；最後是總結。

## 二、案例介紹：阿裡巴巴及其合夥人制度<sup>6</sup>

<sup>4</sup> 美國 IPO 市場在 1990 年 1 月-1994 年 5 月，採用雙層股權結構的公司數量占 IPO 總數的 7%（市值的 11%）；在 1994 年 6 月-1998 年 10 月，這一比例上升至 IPO 總數的 12%（市值的 31%）；在 2001 年和 2002 年，採用雙層股權結構的公司分別占 IPO 總數的 11% 和 16.5%（Smart and Zutter, 2003, p.90; Chemmanur and Jiao, 2012, p.305）。

<sup>5</sup> 比如，京東的主要投資機構（包括騰訊、高瓴資本、老虎基金、DST、今日資本、凱鵬華盈、紅杉資本等）均將投票權委託給創始人劉強東（參見《京東美國上市 劉強東更加集權》，網址是 <http://member.forbeschina.com/review/201405/0033021.shtml>）；持有騰訊 34% 股權的大股東南非 MIH 集團將投票權委託給僅持股 10% 的創始人馬化騰（參見《誰是國內互聯網巨頭幕後老闆》，網址是 [http://epaper.yynet.com/html/2013-11/05/content\\_21148.htm?div=-1](http://epaper.yynet.com/html/2013-11/05/content_21148.htm?div=-1)）；此外，投資 Facebook、阿裡巴巴、京東和小米的俄羅斯 DST 投資集團 CEO Yuri Milner 直言其更傾向將投票權交個管理層（參見《DST CEO 談為何把投票權交給創業者：不需反對他們》，網址是 <http://tech.qq.com/a/20131023/004100.htm>）。

<sup>6</sup> 根據招股說明書和其他公開資料整理。

## （一）阿裡巴巴的發展歷程

阿裡巴巴由馬雲及其團隊於 1999 年初在杭州成立。秉持“讓天下沒有難做的生意”的使命，阿裡巴巴先後創建了 B2B 電子商務平臺阿裡巴巴國際交易市場（alibaba.com）和中國交易市場（1688.com）（1999 年）、個人網上交易平臺（C2C）淘寶網（2003 年）、協力廠商支付平臺支付寶（2004 年）、廣告網路平臺阿裡媽媽（後與淘寶網合併，2007 年）、商業零售平臺（B2C）淘寶商城（後更名天貓，2008 年）、雲計算與資料管理平臺阿裡雲（2009 年）、團購網站聚划算和外貿線上交易平臺全球速賣通（2010 年），並與復星、銀泰、萬向等集團聯合成立阿裡巴巴小額貸款公司（2010 年），領銜投資建設覆蓋全國的現代物流體系（2011 年）。2012 年至今，通過一系列投資和收購，阿裡巴巴已初步建成一個覆蓋無邊界生活圈的生態系統。此次上市資產包括阿裡巴巴 B2B 平臺、淘寶網、天貓、全球速賣通、聚划算和阿裡雲。

伴隨著阿裡巴巴高速發展的是大量資本的注入和股權結構的演變。1999 年高盛等首輪投資 500 萬美元，2000 年、2004 年軟銀等分兩次投入 2500 萬和 8200 萬美元，2005 年雅虎以雅虎中國和 10 億美元換取近 40% 的股權和 35% 的投票權。自此，軟銀和雅虎成為常年持股 30% 和 40% 左右的主要股東。2011 年淡馬錫等投資 20 億美元換取 5.7% 的股權，並將投票權委託給管理層。2012 年中投等投資 20 億美元換取約 5% 的股權，幫助阿裡巴巴以 76 億美元回購雅虎所持 20% 的股權。截至 2014 年 8 月，軟銀、雅虎和馬雲及其團隊分別持有阿裡巴巴 34.3%、22.5% 和 16.2% 的股權，其中馬雲個人持股 8.9%。

值得一提的是，馬雲及其團隊雖未持有多數股份，但對公司決策權的控制卻十分有效，這主要由三個方面促成：（1）2005 年至今，董事會一直保持著 2:1:1 的比例，其中管理層佔有兩席（馬雲和蔡崇信<sup>7</sup>），軟銀和雅虎各占一席；（2）諸多機構投資者都將投票權委託給管理層；（3）雅虎一度承諾放棄對公司戰略和經營決策的否決權。

## （二）阿裡巴巴的合夥人制度

阿裡巴巴此次上市，最富爭議的便是其獨特的合夥人制度。但此處的合夥人不同于通常所講的合夥企業的合夥人（指投資和經營合夥企業、並對企業債務承擔無限連帶責任的自然人），而是指由阿裡巴巴創始團隊和管理層組成的一個共同體。目前，該共同體共有合夥人 30 名：其中包括馬雲等聯合創始人 7 名，已在阿裡巴巴工作超過 10 年的高管 12 名，其餘則是 2004 年後從各界引進的高管，涉及財務、法律、技術等領域，共計 11 名。

合夥人制度中，引發最多質疑的，就是有關董事提名權的規定。合夥人有權提名董事會的多數席位<sup>8</sup>，僅須年度股東大會表決通過；如未獲股東大會通過，或通過後該名董事在任內離職，合夥人都有權委派另外人選擔任臨時董事，直至下屆股東大會召開，彼時再由全體股東表決合夥人新的提名。此外，軟銀、雅虎在股東大會上必須投票支持合夥人的董事提名，並且軟銀所持超過 30% 的股份對應的投票權也應授予馬雲和蔡崇信。上述多數董事的提名權以及與主要股東達成的投票權協定意味著，以馬雲為首的管理層不必持有多數股權就可以主導董事會和控制公司的決策權。

除了董事提名權，合夥人制度還詳細規定了共同體的運作規則，包括合夥人委員會、合夥人的遴選和退出、以及合夥人的獎金分配等方面。（1）合夥人委員會，由五名合夥人組成，主要職責是負責合夥人的遴選和獎金分配事宜。每三年一次換屆選舉，由全體合夥人就合夥人委員會推薦的八名合夥人投票，得票最多的五人當選下屆委員（可連任）。（2）新合夥人每年遴選一次，在滿足個人品行出眾、對公司貢獻良多、認同公司價值文化、並且在阿裡巴巴或其關聯公司工作滿五年等一系列條件下，經全體合夥人一人一票投票，獲 75% 以上同意

<sup>7</sup> 現任阿裡巴巴集團董事局執行副主席。

<sup>8</sup> 具體流程是，由阿裡巴巴的合夥人委員會提出董事候選人名單，經全體合夥人投票，如超過簡單多數，則形成向股東大會推薦的董事提名人選。

才可當選。至於退出，除馬雲和蔡崇信之外，現任合夥人離開阿裡巴巴或其關聯公司，即退出合夥人；包括馬雲和蔡崇信在內，任何合夥人均可經全體合夥人投票，超過半數即可罷免。此外，合夥人在任期間必須持有足夠數量的股份，並且嚴格限制減持比例。比如，自擔任合夥人之日起三年內，持股比例不得低於任職之初持股的 60%；三年後如獲連任，持股比例不得低於任職之初持股的 40%。(3) 獎金分配方面，採用遞延獎金 (deferred bonus) 的方法：根據稅前利潤提取年度獎金，薪酬委員會從中確定分配給非合夥人的管理層的份額，其餘則歸兼任合夥人的管理層 (partner members of management) 所有，不過這部分獎金並非當期完全給付，而是經合夥人委員會提議，薪酬委員會批准，保留一定比例遞延到以後各期派發。

需要指出的是，合夥人制度應當是一個有機整體，各部分之間有其用意，但目前人們的態度卻不免攻其一點，不及其餘——只抓住董事提名權一項便認定管理層蓄意侵佔股東利益，對合夥人共同體的運作規則則缺乏深刻體察。如果管理層出於侵佔股東利益的目的，為何在合夥人制度當中要附加強制持股、限制減持以及遞延獎金等自縛手腳的規定？如果事實並非如此，那麼其用意何在？我們將在第四部分對此進行分析。

### 三、文獻述評

時至今日，有關雙層股權結構與股東利益之間的討論仍然眾說紛紜，無論是理論研究，還是實證證據，都沒有得到一致結論。在這一部分，我們將對這方面的文獻進行述評，尤其是對雙層股權結構成因的諸多理論解釋詳加研判，指出其存在的問題，以期為新的理論構建夯實基礎，提供借鑒。

#### (一) 雙層股權結構與股東利益：理論觀點

目前，通過解釋公司選擇雙層股權結構的動因，來探討雙層股權結構和股東利益之間關係的理論研究，可分為兩派觀點<sup>9</sup>。反對觀點認為雙層股權結構只是便利管理層侵佔股東利益的有效工具；一些支援觀點則認為雙層股權結構有助於增加效率，對股東有利，但這些支持觀點的出發點也不盡相同。我們將結合阿裡巴巴的案例分述之。

##### (1) 反對觀點：控制權私利 (private benefits of control)

反對觀點認為，管理層是為了獲取控制權私利才採用雙層股權結構 (Smart and Zutter, 2003; Masulis et al., 2009; Gompers et al., 2010)。這種控制權私利可以是貨幣化的 (比如侵吞資產、在職消費)，也可以是精神上的 (比如從控制中獲得滿足)。雙層股權結構通過賦予管理層與其持股比例不相稱的多數投票權，不但使其不必承擔決策的全部後果，而且還使董事會和控制權市場喪失了監督功能，因此，必定導致管理層對股東利益的大肆侵佔。

這一觀點看似合理，在邏輯上卻面臨不少挑戰。首先，在一個有效市場中，投資者能夠預期到可能的利益侵佔並以股票折價來保護自身利益，因而管理層實際已為控制權私利支付了代價，並沒有侵佔到股東利益 (Demsetz, 1983)。其次，即便市場不完全有效，管理層對股東利益的侵佔還受到一整套投資者保護制度的約束 (Nenova, 2003; Dyck and Zingales, 2004)。Zingales (1995) 發現，美國嚴峻的監管環境使得雙層股權結構公司高投票權股票的控制權溢價 (voting premium) 僅為低投票權股票價格的 3%<sup>10</sup> (中位數)——經濟意義上如此微弱的控制權私利似乎難以構成美國眾多上市公司 (包括阿裡巴巴) 選擇雙層股權結構的主要動因。最後，控制權私利也無法解釋為何眾多機構投資者會將投票權拱手相讓來便利管理層的侵佔行為，以及阿裡巴巴的合夥人制度為何附加諸多自縛手腳的規定。

不過，以 Masulis et al. (2009) 為代表的研究，還是提供了管理層利用雙層股權結構攫

<sup>9</sup> 還有一類理論研究以並購為情境，來比較雙層股權結構和同股同權結構，誰更有利於股東利益以致社會福利，但也未能取得一致意見 (參見 Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988; Stulz, 1988; Burkart et al., 1998; Burkart and Lee, 2008)。儘管此類研究有助於瞭解雙層股權結構的公司在並購中的財富分配，但它們無力解釋也無意解釋公司為何要選擇雙層股權結構，因而本文未將此類文獻納入評述範圍。

<sup>10</sup> 相反，在投資者保護不力的國家，如義大利，控制權溢價高達 81% (Zingales, 1994)。

取控制權私利的系統證據（包括濫用資金、謀取高薪、並購失誤和低效投資）。但因研究設計上存在重大缺陷，這些證據往往似是而非、不足採信，我們將在第五部分對此展開討論。

#### （2）支持觀點：專用性投資（firm-specific investment）

一種支援觀點認為，雙層股權結構可以鼓勵管理層的專用性人力資本投資。如果管理層的人力資本投資具有專用性，一旦被董事會解聘或因控制權之爭離職，管理層就無法收回其人力資本投資的全部收益。為打消其後顧之憂，採用雙層股權結構可鞏固管理層的地位，增強其專用性投資的意願，從而有利於提高公司業績，增加股東財富（DeAngelo and DeAngelo, 1985）。不過，管理層人力資本的專用性與雙層股權結構的選擇是否確有上述關係，尚無直接證據。很多情況下，它只是作為一個理論上可能的作用機制，用於預測和解釋雙層股權結構和公司業績之間的關係（Lehn and Poulsen, 1990; Taylor and Whittred, 1998）。

但這一觀點沒有回答，公司為何不選用其他更直接、也更低成本的方式來確保管理層可收回其專用性投資，比如在公司章程中增加反收購條款，或直接在聘約中附上金色降落傘（golden parachute）的補償規定？此外，更重要的是，這一觀點對於那些雙層股權結構集中出現的行業，比如媒體以及互聯網等新興行業，缺乏解釋力。我們查閱了這些行業的管理層從公司離職或創業失敗後的下一份工作與之前工作的相似性，以此評估其人力資本的專用性程度。資料顯示，這些管理層的前後工作高度相似、甚至完全一樣。例如，胡舒立，原《財經》雜誌主編，2009年離職後創辦財新傳媒；王興，原校內網創始人，2006年退出後創辦美團網；陳年，原卓越網副總裁，2004年離職後創辦同是B2C的凡客誠品；至於阿裡巴巴的創始人馬雲，早年亦歷經過中國最早的一家互聯網公司“中國黃頁”的創業失敗……這些例子無不表明，至少在媒體和互聯網等新興行業中，管理層人力資本的專用性極為有限——而這與專用性投資理論的假設嚴重不符。因此，專用性投資至少並不適用於解釋這些行業雙層股權結構的成因。

#### （3）支持觀點：風險分散（risk diversification）

也有觀點認為，雙層股權結構有利於解決管理層的風險分散問題。在同股同權結構下，管理層要持有多數股權才能保證對決策權的控制。但這將導致管理層的財富過於集中，風險無法分散，造成管理層冒險不足（under risk taking）和公司過度多元化（over-diversification）。雙層股權結構則能讓管理層控制決策權的同時有效分散其風險，從而糾正上述決策偏差，增加股東財富。Bauguess et al.（2012）利用美國上市公司由同股同權結構轉變為雙層股權結構的142家股權重置（recapitalization）樣本提供了支援這一觀點的證據。

但分散風險只回答了問題的一半，即為何要讓管理層持有少量現金流權，卻回避了問題的另一半——為何要讓管理層持有多數投票權（決策權）？後者顯然更為關鍵。另外，Bauguess et al.（2012）的研究顯示，管理層在股權重置三年後才套現2.4%，僅占其持股比例47.1%的5%（p.1248）——這意味著分散風險並未捕捉到公司選擇雙層股權結構的主要動因。

#### （4）支持觀點：信息不對稱

還有觀點認為，在資訊不對稱的條件下，雙層股權結構可以讓管理層不再擔心股東因短期業績的誤判而解雇自己，從而更願意選擇高淨現值但股東未必理解的項目，而不是低淨現值但股東容易看到業績的項目，股東財富也由此增加（DeAngelo and DeAngelo, 1985; Chemmanur and Jiao, 2012）。雖然這一觀點頗有見地，但對資訊不對稱的根源及約束條件卻缺乏深入探討。譬如，是什麼原因造成管理層與股東之間的資訊不對稱？既然資訊不對稱，為何不通過資訊傳遞（比如會計資訊披露、管理層討論與分析、分析師報告等）來加以緩解？如果難以緩解，又是因為什麼原因？總之，不把這些問題弄清楚，我們就很難理解為何雙層股權結構會成為公司的一個必要選擇。

### （二）雙層股權結構與股東利益：實證證據

有關雙層股權結構和股東利益之間關係的實證研究，也未獲一致結論。有不少研究利用公司由同股同權結構轉變為雙層股權結構的股權重置事件來觀察短期市場反應，有的發現顯著為正（Partch, 1987; Cornett and Vetsuypens, 1989），有的發現顯著為負（Jarrell and Poulsen, 1988），有的沒有發現結果（Dimitrov and Jain, 2006）。也有不少研究考察長期業績，有的發現公司在股權重置之後業績得到改善（Lehn et al., 1990; Dimitrov and Jain, 2006），有的發現股權重置之後公司業績顯著下滑（Mikkelsen and Partch, 1994），還有的則發現雙層股權結構公司的業績與同股同權公司並不存在顯著差異（Taylor and Whittred, 1998; Smart et al., 2008）。

這些實證發現的不一致，固然有期間選取、樣本構成等方面的原因，但最重要的可能還是對股權結構內生性問題的忽略，後者將嚴重削弱研究結論的可信度。比如，Gompers et al. (2010) 的研究顯示，如不考慮內生性問題，公司價值與雙層股權結構中現金流權和投票權的分離度顯著負相關，但如果用工具變數對內生性加以控制之後，上述負向關係就變得十分微弱或不再顯著<sup>11</sup>。

歸納文獻可以發現，現有研究對於雙層股權結構的成因與經濟後果的認識仍無突破性進展。理論研究或面臨邏輯困境，或未切中要害，以致無法解釋現實中的諸多現象；實證研究則因缺乏理論指引而結果紛紜，莫衷一是。這無疑給評判雙層股權結構的利弊得失帶來困擾。因此，亟需構建一個邏輯嚴密、解釋力強的新的理論框架，既能就雙層股權結構的成因做出解釋，又能回答與之相關的種種疑惑。

#### 四、重新認識雙層股權結構

##### （一）理論框架

##### （1）決策權與知識相匹配的原則

任何好的決策，都必須建立在決策者擁有相關知識的基礎上。但很多情況下，有權決策的人沒有知識，或者有知識的人無權決策。因此，一個經濟體系中，如何解決決策權與知識的匹配問題，成為決定經濟績效的關鍵（Hayek, 1945）。

如何讓決策權與知識匹配？有兩種方法：一是將知識傳遞給有決策權的人（集權），二是將決策權授予有知識的人（分權）。但這兩種方法都不是無成本的，知識的傳遞有時會面臨一系列困難，而決策權的授予則帶來代理問題。組織面臨的問題便是如何在集權與分權之間做出權衡（Jensen and Meckling, 1992）。

##### （2）知識的類型、分佈及其傳遞成本

借鑒 Jensen and Meckling (1992) 的定義，我們將知識分為一般知識 (general knowledge) 和特定知識 (specific knowledge)。一般知識，是指那些便於傳遞、容易理解的那類知識，比如數量和價格的變動，它們很容易低成本地以資料的形式傳遞。特定知識，則是指難以傳遞、或即使傳遞也難以理解的那類知識，受制於人類有限的認知能力和資料處理能力<sup>12</sup>（March and Simon, 1958），特定知識的傳遞即使可能，成本也十分高昂。本文將特定知識具體分為經驗知識、天才知識和到場知識來加以討論。

第一種特定知識是經驗知識 (experience knowledge)，這類知識的獲得需要長期實踐的積累，而無法通過短期學習（知識傳遞）一蹴而就。譬如，職業經理人的管理經驗需要在工作中才能獲得，而不能單靠 MBA 教育。經驗往往難於表達，即使有心傳授，也無法悉數傳遞；經驗也難於理解，即使傳遞，接收者也不能完全掌握，因此，這類知識本身難以有效傳遞。

經驗知識有三點值得注意。（1）雖然難以傳遞，但經驗知識可以通過實踐習得（複製），

<sup>11</sup> 不過，即使意識到內生性問題，但由於缺乏理論指引，他們選擇的工具變數效力很弱，導致上述發現仍有偏誤（Gompers et al., 2010, p.1081）。

<sup>12</sup> 人類的認知和資料處理系統不具備在暫態完成接收、存儲、處理、傳遞大量複雜資訊的能力。

以至躋身某一領域的專家和內行。譬如，商學院的畢業生經過歷練可以成長為職業經理人。

(2) 經驗知識的可習得性(可複製性)，決定了這類人力資本在勞動力市場的充裕程度和薪酬水準，同時，也為控制權市場和經理人市場發揮監督功能提供了必要條件，如管理層表現不佳則替換他人。(3) 經驗知識的難以傳遞，只是針對沒有此類知識的“外行”而言，對於“內行”，其傳遞並不困難。這也是為何會計師事務所的監督採用同業檢查(peer review)，公司管理層的監督可以由其他職業經理人組成的董事會(外部董事)負責的緣故。因此，對於內行，經驗知識只是一般知識，不再是傳遞成本高昂的特定知識。

第二種特定知識是充滿創意的天才知識(talent knowledge)，比如創作的靈感、發明的直覺等。在商業上，這類天才知識則表現為對市場和趨勢敏銳的洞察力，對新產品和服務的想像力與創造力，以及對新的商業模式的先見之明。很大程度上，它與熊彼特意義上的“企業家才能”非常接近(Schumpeter, 1934)。天才知識幾乎是無法傳遞的，因為它不僅微妙、難以言表，而且由於太過創新，以致顛覆了常人的思維，因而這類知識總是難以獲得別人的理解和認可，直到事後才證明是遠見卓識。

天才知識有三點需要說明。(1) 天才知識絕非通過學習和實踐就能獲得，它更多是一種稟賦，這與經驗知識大異其趣。職業經理人也許可以通過 MBA 教育和商業實踐來培養，但企業家則幾無可能以同樣方式鍛造。(2) 天才知識的不可習得(不可複製)，決定了這類人力資本的稀缺性，故在薪酬上必定有所反映。同時，天才知識的不可複製也決定了控制權市場和經理人市場的監督功能的失效，因為不是所有的職業經理人都是企業家(Schumpeter, 1934)。(3) 對於天才知識，只有他自身(有時包括他的團隊)才能理解，而一般意義上的所謂內行，也是外行。外行不可能監督內行，於是董事會(外部董事)的監督功能也一併失效。這也意味著利用天才知識的同時如何治理，需要另覓他途。

第三種特定知識是在場知識(local knowledge)，它是一種關於特定時間地點(specific to time and place)的具體情況的資訊集，只有“身臨其境”才能完全掌握。譬如，將領要比皇帝更瞭解作戰前線的天氣、地形、敵我狀態；分部經理也比總部更熟悉當時當地的制度環境、客戶供應商、競爭者等。在場知識的傳遞，由於以下原因，有時面臨很高的成本。其一，資訊損失。事無巨細地傳遞所有資訊對雙方都太過費時費力，故資訊都是經過篩選、整理後才傳遞，但不少有價值的原始資訊也因“擇其概要”而被捨棄。其二，難以言傳。考慮到實際中許多情況十分微妙複雜，以致難以形容，資訊損失會更嚴重。其三，誤傳誤解。即使並非有意，也可能詞不達意，理解上也有偏差，這些錯誤可能導致決策失誤。其四，故意扭曲。代理人可能瞞報和謊報，誤導委託人。其五，信息過時。及時的資訊才有價值，在場知識在歷經篩選、整理、傳遞、接收、處理這一長串鏈條後，可能早已錯過決策的最佳時機。上述幾個方面共同導致在場知識的傳遞往往面臨很高的成本。

在場知識也有三點說明。(1) 不像經驗知識有內行外行之分，在場知識僅取決於是否在場，如不在場，內行也沒有在場知識。譬如，總部的 CEO 作為內行擁有更多管理經驗，但終歸不如分部經理瞭解當地情況。(2) 在場知識有一種動態特徵，會隨著所在環境的變化而不斷更新、擴充，而經驗知識和天才知識則相對靜態。(3) 在場知識的傳遞成本受到外部環境的重大影響。比如，當外部環境的不確定性越高、越瞬息萬變，在場知識的更新就越快，知識總量的擴充就越大，傳遞成本也就越大。當競爭越激烈，對稍縱即逝的機會的捕捉就越重要，對及時性的要求就越高，從而知識傳遞的成本也就越大。

上述知識的分類和特點參見表 1。也可拿戰場作一譬喻。對外作戰，皇帝要遴選經驗豐富的職業將領掛帥，這是利用其經驗知識，並由此引入分權。所選將領若能用兵如神、屢建奇功，為利用其軍事上的天才知識，則會授予其更多的決策權(比如指揮更多軍隊)，分權的程度亦由此加深。由於戰場上不確定性極高、競爭極為激烈，為有效利用豐富的在場知識，並節省傳遞成本，皇帝甚至允許“將在外，君命有所不受”，從而達到一種更徹底的分權。至

於軍需多少，以資料體現，屬於傳遞成本較低的一般知識，故糧草調配多由後方負責。從這個例子中也可看出，為達成決策權與知識（尤其是特定知識）相匹配的原則，知識的類型、分佈及其傳遞成本深刻地影響著分權的程度。

表 1 知識的分類及特點

類型	特點	傳遞成本
一般知識	容易傳遞	低
特定知識-經驗知識	(1) 可複製 (2) 充裕 (3) 有內外行之分	外行高，內行低
特定知識-天才知識	(1) 不可複製 (2) 稀缺 (3) 內行也是外行	高
特定知識-在場知識	(1) 取決於是否在場 (2) 動態	受外部環境影響

### (3) 分權與治理：知識的作用

商場如戰場。決策權與知識相匹配的原則具有廣泛的適用性。Jensen and Meckling (1992) 曾就知識對組織內部上下級之間分權的作用做了詳細論述，而本文則聚焦於股東與管理層之間，探討知識對股東與管理層之間的分權以及治理的影響。接下來，我們將首先提出本文的理論框架，並結合常見的組織形式（業主制、公司制、合夥制）進行闡釋，在此基礎上，再運用這一理論來重新審視雙層股權結構。

組織形式必須考慮生產函數的特點，也必須考慮知識的利用。生產函數決定了是否需要大量的物質資本投入，由此決定了是否需要對外融資和分散風險。知識的利用則意味著要考慮知識的類型、分佈及其傳遞成本。當某些特定知識為代理人所獨有，這些知識難以傳遞或傳遞成本過高的時候，將決策權授予擁有知識的代理人（分權）要比將知識傳遞給委託人（集權）更能增進決策效率、提高決策品質。但分權會導致代理問題，故有必要結合知識的特點，採取一系列治理機制來減少代理成本，才能使分權在整體上利大於弊。因此，除了考慮生產函數的特點，還要在決策權與知識相匹配的原則下適度分權，並在分權的同時治理好代理問題，才能形成有效率的組織形式，才能在競爭中生存下來。

最簡單的組織形式是業主制。由於規模極小，故沒有對外融資和分散風險的需求。同時，由於業務簡單或是本人專長，業主擁有的知識足以勝任，故無需聘請經理人。因此，業主制讓業主自籌資金、自主決策、自負盈虧，將股東與管理層合為一體，談不上分權，也沒有代理問題。

相對複雜的組織形式是公司制。當企業規模擴張，生產上需要投入大量物質資本的時候，或因自有資金不足，或因大量資金投入單個企業風險太大，於是就產生了對外發行股票的融資需求和分散風險的需求。企業規模擴張的同時，管理的難度也在加大，難堪此任的股東於是就產生了聘請職業經理人以利用其專業的管理知識和經驗的需求，股東與管理層的分權亦由此形成。為減少分權帶來的代理成本，公司採用了一系列治理機制來約束管理層的行為，包括將薪酬與業績掛鉤的激勵合約、管理層持股、董事會的監督、控制權市場的約束等。

值得一提的是，公司治理機制的選擇背後也體現了對知識的考慮。這從董事會的人員構成和監督流程便可窺見一斑。儘管股東是外行，難以在具體事務上監督管理層，但股東選舉的董事會則多由其他公司的職業經理人和相關領域的專家構成，他們是擁有豐富管理知識和

經驗的內行。由於經驗知識在內行之間傳遞成本較低，故內行監督內行更為可行。此外，雖然同為內行，但管理層仍要比外部董事更瞭解公司的具體情況（擁有更多的在場知識），為充分利用這些知識，董事會也非大權獨攬，而是將決策權一分為四，授予管理層決策的建議權（initiation）和執行權（implementation），而保留決策建議的審批權（ratification）和決策執行的監督權（monitoring）（Fama and Jensen, 1983）。

比較特別的是合夥制。這類組織形式多見於為客戶提供專業化服務的律師、會計師、諮詢等行業。與公司制不同，這類企業在生產上主要依靠人力資本而不是物質資本投入，故無需對外融資和分散風險。由於常常針對特定客戶的具體情況提供服務，有時還要現場執業，為利用在此過程中產生的大量在場知識並節省其傳遞成本，有必要將決策權授予負責具體業務的代理人。但分權會帶來代理問題，甚至招致訴訟、聲譽受損等不良後果，為此，合夥企業也採取了一系列治理機制來減少代理成本。比如，讓業務負責人分享剩餘索取權而成為合夥人（類似於股東）；同時還規定合夥人承擔無限連帶責任，以促使同為內行的合夥人的相互監督。此外，大型合夥企業還引入類似公司董事會的合夥人管理委員會，來負責企業層面的重大決策的審批權和監督權。但與董事會不同的是，由於合夥人都是擁有知識的內行，因此管理委員會由合夥人內部選舉產生，而不必再聘請外部專家。

由此可見，上述組織形式在結合生產函數特點的同時，無不考慮了知識的利用。並且，知識的類型、分佈及其傳遞成本不但決定了組織分權的程度，還影響到治理機制的選擇。

## （二）重新認識雙層股權結構：分權與治理

### （1）雙層股權結構的成因：決策權與知識的匹配

雙層股權結構的核心特徵是持有少量現金流權的管理層卻能擁有多數投票權，從而可以主導董事會和掌控公司的決策權。以 Fama and Jensen（1983）的觀點視之，這一安排實質上是將董事會的決策審批權和決策監督權全權授予本來只擁有決策建議權和決策執行權的管理層，從而達到一種更徹底的分權——管理層對公司重大事項從此擁有完整的決策權。分權固然會導致代理問題，同時董事會的監督功能也大為削弱，但是否可據此就判定雙層股權結構是一種有損股東利益因而沒有效率的組織形式呢？

Stigler and Friedland（1983）曾指出，在對任何現行實踐提出嚴肅批評之前，都有必要對那些使之得以存在的經濟力量做一番透徹瞭解。假如相信市場競爭會如大浪淘沙一般篩選出最有效率的組織形式，那麼，對於雙層股權結構這樣一種頗顯另類、卻日益流行的組織形式，我們理應首先考察它的背後是否存在經濟效率的一面。

我們猜測，雙層股權結構之所以被市場選擇，必定在某些方面產生了足以抵消其代理成本的可觀收益。根據本文的理論框架，我們認為，這一收益的主要源泉很可能就是對知識的利用，即通過雙層股權結構這一更徹底的分權方式，實現了決策權與管理層所擁有的知識（尤其是特定知識）的匹配，在節省知識傳遞成本的同時，提高了決策的效率和效果。因此，我們預期，當管理層擁有的特定知識越多、傳遞成本越大，從而分權帶來的收益越多，公司就越傾向於選擇雙層股權結構。於是，我們提出假說一：

**H1：當管理層擁有的特定知識越多，傳遞成本越大，公司越可能採用雙層股權結構。**

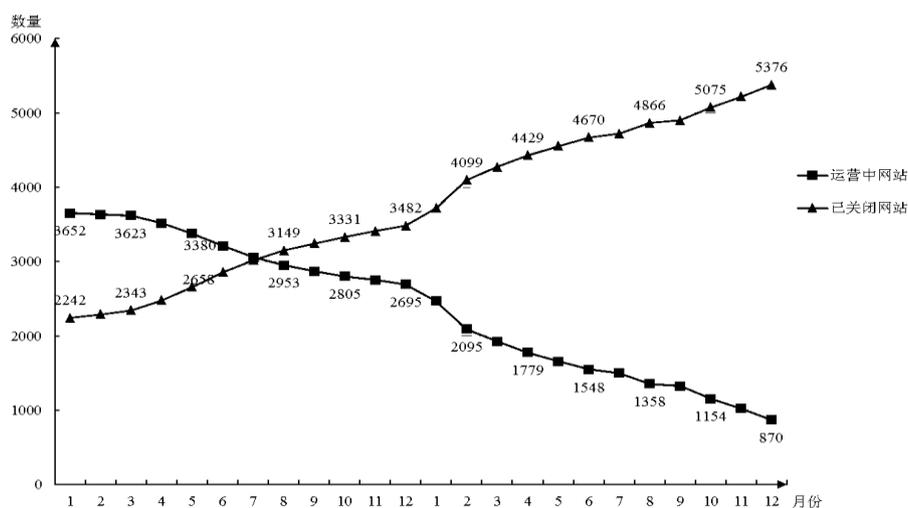
我們以阿裡巴巴為例，對上述假說進行檢驗。我們將著重考察阿裡巴巴管理層所擁有的特定知識。從經驗知識來看，馬雲等阿裡巴巴聯合創始人，是中國互聯網企業的第一代創業者，其合夥人共同體中大部分成員也都供職阿裡巴巴十餘年，故對互聯網企業的運營和發展都是內行。但由於互聯網行業處於技術前沿，又引領商業模式變革，並且行業競爭極為激烈，這導致很難從市場上找到足量的既懂行又不是競爭對手的職業經理人來擔任外部董事。這也意味著以外部董事（外行）為主的董事會將很難理解管理層（內行）所傳遞的知識，並據此做出高品質的決策。

從天才知識來看，那些充滿創意、太過創新的天才想法則幾乎無法傳遞，或即使傳遞

也難獲理解。馬雲便屢屢被當作騙子和瘋子。早在 1995 年多數人尚不知互聯網為何物之時，馬雲就極敏銳地意識到網路搜索的價值，創辦和推銷中國最早的一家互聯網企業“中國黃頁”，但很多人認為他是騙子。1999 年馬雲第一次提出阿裡巴巴創業計畫時，又被很多人認為是瘋子，因為根據著名的“二八定律”，20%的大客戶可以為企業帶來 80%的盈利，比如亞馬遜網站便主要為 20%的大企業服務，但馬雲卻獨闢蹊徑，選擇為 80%的中小企業服務。此外，雖同為互聯網企業，但馬雲並不照抄雅虎的門戶網站模式、亞馬遜的 B2C 模式和 eBay 的 C2C 模式，而是獨創 B2B 模式，這一“瘋子設想”誕生了“世界互聯網的第四種模式”。更瘋狂的是，在 2003 年跨國巨頭 eBay 已佔領中國近 90%的 C2C 市場份額的情況下，馬雲力排眾議創立淘寶網，業界震驚，都說馬雲徹底瘋了，但兩年後淘寶網問鼎國內 C2C 市場，次年 eBay 退出中國，“瘋子”再次成功。這些例子無不證明，不可思議、難獲理解的天才知識的有效傳遞是何等困難。

從在場知識來看，阿裡巴巴管理層不但諳熟互聯網行業發展的來龍去脈，還對紛繁複雜、瞬息萬變的行業動態瞭若指掌。這些知識雖對決策十分有用，但外部環境的不確定性和行業競爭卻使其傳遞成本十分高昂。與成熟行業不同，互聯網行業具有高度的不確定性，這不單體現在技術發展的日新月異、產品應用的層出不窮，還體現在市場地位的興衰無常、商業模式的顛覆革命<sup>13</sup>，這種高度不確定性使得在場知識處於一種頻繁更新、不斷擴充的狀態之中，導致知識的傳遞成本大大增加。同時，互聯網行業的競爭也異常激烈。這從近年來當當網、亞馬遜和京東之間的圖書大戰，京東和蘇甯、國美之間的電商大戰，以及阿裡巴巴和騰訊兩大巨頭在金融、移動支付、即時通訊、電商、打車軟體等多個領域展開的全面較量就可略見端倪。央視紀錄片《商戰之電商風雲》更是從用戶戰、價格戰、物流戰、品牌戰、資本戰、大資料等方面全面揭示了互聯網行業各領域的競爭。以團購業務為例，資料顯示，自 2010 年起，截至 2013 年底，全國共誕生團購網站 6246 家，但尚在運營的僅剩 870 家，關閉數量達到 5376 家，倒閉率高達 86%<sup>14</sup>（見圖 1），而阿裡巴巴旗下的聚划算僅列第 7<sup>15</sup>。如此激烈的競爭環境，對於資訊及時性的要求大為增加，企業必須根據最新情況迅速決策才能把握機會。但知識在歷經一系列傳遞環節之後則喪失了及時性，其決策價值也就大打折扣。

圖 1 2012-2013 年中國市場團購網站數量變化趨勢



資料來源：中國電子商務研究中心《2012、2013 年度中國電子商務市場資料監測報告》。

<sup>13</sup> 比如，隨著移動通信技術的迅猛發展和智慧手機的迅速普及，互聯網企業的戰略重心已從 PC 端轉移到移動端，無數應用軟體（如高德地圖、快的打車等）應運而生，餘額寶甫一出現就對基金和銀行業的原有格局造成衝擊，商業模式也從 B2C、C2C、B2B 逐漸發展到最近的 O2O（Online To Offline，從線上到線下）。

<sup>14</sup> 參見《2013 年度中國電子商務市場資料監測報告》，網址是 <http://www.100ec.cn/zt/2013ndbg/>。

<sup>15</sup> 參見 <http://top.chinaz.com/top500?t=249>，查詢時間是 2014 年 8 月 31 日。

綜上所述，阿裡巴巴管理層擁有包括經驗知識、天才知識和在場知識在內的大量特定知識，但因知識本身的性質或外部環境的影響，這些知識難以傳遞或傳遞成本十分高昂。因此，為利用這些知識，只有將決策權授予管理層，而不是將知識傳遞給董事會和股東，才能在節省知識傳遞成本的同時，達成決策權與知識匹配的原則。此時，阿裡巴巴的合夥人制度，以及更一般的雙層股權結構，才作為一種更徹底的分權方式，被企業理性地選擇。

如果將雙層股權結構與業主制、合夥制、公司制（同股同權）作一比較，我們就更能深刻地體會到組織形式在生產函數和知識利用方面的精細考量（參見圖 2）。比如，像阿裡巴巴這樣的互聯網企業，從一開始就需要大量的物質資本投入（俗稱“燒錢”），故有強烈的對外融資和分散風險的需求，這就決定了它們不可能採用小規模的業主制，也不可能像主要依靠人力資本投入的事務所那樣採用合夥制，而只能採用公司制。但由於知識方面的特殊性——由管理層擁有大量傳遞成本高昂的特定知識，為利用這些知識，這類企業無法再像同股同權的一般公司那樣，由職業經理人負責公司的專業化管理，由股東一股一票選出的董事會負責對管理層決策建議（傳遞知識）的審批和決策執行的監督，而只能通過雙層股權結構的方式將決策權徹底地授予管理層，來低本地達到決策權與知識的匹配。其結果自然是對同股同權原則的摒棄。

圖 2 組織形式的比較



## (2) 雙層股權結構的治理：替代性治理機制

雙層股權結構固然可以節約知識的傳遞成本，實現決策權與知識匹配的好處，但也不可避免地帶來了代理問題。如何有效地降低代理成本，使分權在總體上利大於弊，便成為組織形式在競爭中勝出的關鍵。同時，考慮到投資者也會對管理層的機會主義行為有所預期，並以股票折價的方式保護自己，為降低融資成本，管理層也有動機採取一系列治理機制以減少代理成本（Jensen and Meckling, 1976）。

前已述及，在治理機制方面，並不存在一個普遍適用的統一模式，而是不同的組織形式根據自身情況（尤其是知識的特點）而因事制宜。換言之，治理機制之間存在替代關係，如果某些機制缺失或失靈，競爭會促使組織選擇其他治理機制來控制代理問題（Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983）。因此，我們預期，雖然雙層股權結構使董事會和控制權市場都無法發揮監督作用，但為了提高生存概率和減少股票折價，公司必定會採取其他替代性治理機制。至此，我們提出假說二：

**H2：如果採用雙層股權結構，公司將採取替代性治理機制來減少代理成本。**

我們仍以阿裡巴巴為例，對假說二進行檢驗。我們發現，儘管阿裡巴巴合夥人制度規定的多數董事提名權和主要股東之間的投票權協議讓管理層免受董事會和控制權市場的監督，但公司卻在其他方面採取和創新了一系列替代性治理機制來減少代理成本，具體如下。

首先，是管理層持股。Jensen and Meckling（1976）指出，讓管理層持有一定數量的股

權，將個人財富與自身行為掛鉤，可減少管理層的機會主義行為。這一觀點得到了 Morck et al. (1988) 的證據支持，他們發現，當管理層持股超過 25%，激勵協同效應 (incentive alignment effect) 將超過壟斷效應 (entrenchment effect)，公司價值隨管理層持股而增加。據 Gompers et al. (2010) 統計，美國雙層股權結構公司的管理層持股 (現金流權) 已達 40% (投票權是 60%)，這大大超過了 Morck et al. (1988) 25% 的臨界點。這意味著雙層股權結構公司已通過讓管理層持有更多而不是較少的現金流權，來協調管理層的動機與股東利益一致。至於阿裡巴巴，管理層目前持股 16% 左右 (其中馬雲個人持股 8.9%)，看似低於美國雙層股權結構公司 40% 的均值，也低於 Morck et al. (1988) 25% 的臨界點。但如果考慮財富規模——美國雙層股權結構公司的平均市值只有 20.52 億美元 (中位數是 2.95 億美元) (Gompers et al., 2010)，而阿裡巴巴的市場估值已超過 1500 億美元，就不難發現，持有阿裡巴巴 16% 的現金流權所產生的財富效應已足以激勵管理層了。

其次，是產品市場競爭。如果產品市場競爭激烈，那麼只要稍有懈怠，公司就可能被競爭對手擊敗，導致虧損甚至破產，管理層的職位和個人財富也因之蕩然無存。因此，競爭可以作為一種外部治理機制來督促管理層努力工作 (Schmidt, 1997; Dyck and Zingales, 2004)。前面提到，阿裡巴巴所在的互聯網行業，競爭異常激烈。只要客戶點擊滑鼠，便可幾乎零成本地轉換電商，這種無處不在、無時不在的競爭使得管理層無暇偷懶也不敢鬆懈，而只能通過努力工作來服務客戶，從而為股東創造價值。因此，競爭客觀上起到了監督管理層的作用。

最後，非常重要且頗具創新的，是阿裡巴巴合夥人制度所構建的內部經理人市場。Fama (1980) 指出，如果公司外部缺乏一個有效運轉的控制權市場，一個替代性治理機制便是內部經理人市場，晉升競爭和相互監督可以約束經理人的機會主義行為。我們認為，阿裡巴巴合夥人的遴選和退出機制，正是在公司內部建立了這樣一個經理人市場。按照規定，需滿足品行出眾、對公司貢獻良多等條件才能獲得提名，經全體合夥人投票，獲 75% 以上同意才能正式當選。這意味著只有經理人的表現符合擁有剩餘索取權的合夥人共同體的利益 (合夥人制度規定合夥人必須持股) 並取得廣泛認同的時候，才可能獲得晉升。另一方面，一旦其行為有損公司利益 (同時也損害了持股的合夥人的利益)，經由全體合夥人投票，超過半數即可罷免，即使馬雲也不能例外。這樣一種遴選和退出機制，可促使尚未成為合夥人的經理人為晉升合夥人而努力工作，同時約束已成為合夥人的經理人為保留職位而恪盡職守，因而能有效地降低代理成本。

值得一提的是，這一治理機制也體現了對知識的深刻考慮。(1) 目前合夥人共同體由聯合創始人和資深高管組成，未來新加入的合夥人也要在公司工作五年以上，這意味著他們都是互聯網領域經驗豐富的內行。由此也保證了合夥人的遴選和退出、合夥人對多數董事的提名，是建立在知識基礎上的內行遴選內行、內行監督內行，這要比股東和外部董事的外行遴選內行、外行監督內行有效的多。同時，為使合夥人有動機認真遴選和監督，合夥人制度還規定在任的合夥人必須持有足夠數量的股份 (meaningful level)，並嚴格限制減持比例。(2) 現任合夥人共計 30 名，今後每年遴選，還會進一步增加。如果將合夥人共同體視作一個知識池 (knowledge pool)，那麼，新的合夥人的加入，則是為這個池子不斷注入新的知識。對於互聯網這樣迅猛發展的行業，及時吸納新的知識，保持決策知識的與時俱進，無疑具有重大意義。

需要補充的是，雙層股權結構公司的管理層還常常身兼大股東 (甚至是控股股東)，由此導致雙層股權結構的代理問題不僅體現為管理層與外部股東之間的利益衝突 (第一類代理問題)，比如偷懶、在職消費等；還包括大小股東之間的利益衝突 (第二類代理問題)，比如通過關聯交易向大股東輸送利益。對第一類代理問題，上述機制固然已在相當程度上發揮了治理作用，對第二類代理問題，公司又將採取何種措施來加以約束呢？

我們查閱招股說明書發現，阿裡巴巴至少採取了以下措施來治理大小股東之間的代理問

題。(1)馬雲承諾在三到五年內將他在阿裡巴巴上市公司最重要的關聯方——阿裡小微金融服務集團的直接和間接經濟利益，逐步減持至不超過他在上市公司中的持股比例，並且馬雲及其附屬企業不會從這一減持中獲取任何經濟利益。這一減持承諾將直接削弱馬雲向關聯企業輸送利益的動機。(2)阿裡巴巴上市公司與阿裡小微金融服務集團簽訂同業競爭禁止性協定，規定關聯方不得侵佔上市公司的商業機會。(3)所有的關聯交易必須向外部董事披露並獲其批准；對於重要的關聯交易，包括涉及阿裡小微金融服務集團的股權和資產交易，以及向支付寶(阿裡小微金融服務集團子公司)付費的費率確定，必須獲得由軟銀(目前持股 34%)指派的一名董事和外部董事共同組成的獨立委員會的批准。需要說明的是，軟銀指派的董事將會代表股東利益，但如何保證外部董事也勤勉盡職對股東負責呢？我們發現，除了股東對外部董事擁有選舉權以及 Fama and Jensen (1983) 提到的聲譽機制之外，公司還規定外部董事不以現金形式領薪，而是授予其股權激勵(期權或限制性股票)，並附有四年的等待期和分次行權的規定。顯然，這種長期激勵將有助於確保外部董事的動機與股東利益一致，並使其更注重公司的長遠發展。值得一提的是，讓外部董事監督關聯交易也有知識的考慮。外部董事在公司戰略方面固然外行，因此難以監督(也不應干預)作為內行的管理層的決策，但關聯交易是否存在利益輸送問題則容易判斷，在這方面外部董事不再是外行，因而也有能力監督。因此，上述安排實際上是讓外部董事有動機也有能力來監督關聯交易，保護股東利益。

此外，我們還發現，公司甚至考慮了管理層(股東)和債權人之間的代理問題。比如，合夥人制度中有關遞延獎金(deferred bonus)的規定——對於兼任合夥人的管理層，其獎金不在當期全部給付，而是保留一定比例遞延到以後各期派發，這一薪酬設計實際上構造了一項內部債務(inside debt)，讓管理層也成為公司的債權人，促使其在決策時能自動地兼顧債權人的利益，從而降低債務的代理成本(Edmans and Liu, 2011)。

綜上所述，儘管採用雙層股權結構致使董事會和控制權市場的監督失效，但公司還是在諸多方面採取甚至創新了一系列替代性治理機制。這些治理機制不僅結合了公司的需求，還考慮了知識的特點，做到因事制宜，因而可以有效地降低代理成本。自此，雙層股權結構一方面通過更徹底的分權來充分利用管理層的特定知識，節約高昂的知識傳遞成本，另一方面又通過一整套治理機制來確保代理成本處於可控範圍，以使得分權的收益大於成本。雙層股權結構因此成為一種有效率的組織形式。

### (3) 重新認識雙層股權結構：釋疑解惑

至此，有關雙層股權結構的諸多疑惑也迎刃而解。(1)為何眾多採用雙層股權結構的公司並未受困於代理問題的不利影響，反而發展良好、甚至業績長青？這固然與公司採取了其他替代性治理機制來減少代理成本有關，更重要的是，雙層股權結構通過分權實現了決策權與知識的匹配，在節省知識傳遞成本的同時，提高了決策的效率和效果，從而有利於公司業績。(2)為何越來越多的公司選擇雙層股權結構，並且此類公司更多地出現於互聯網等新興行業而不是其他行業？這本質上是由不同行業中知識的類型、分佈及其傳遞成本決定。互聯網等新興行業中，與決策相關的大量特定知識為管理層所擁有，尤其是充滿創意卻無法傳遞的天才知識，以及受不確定性和競爭影響而傳遞成本高昂的在場知識，這就決定了在這類行業而不是其他行業採用雙層股權結構是一種更有效率的分權安排。(3)為何一些精明老練並持有大量股權的機構投資者也不顧利益侵佔之虞，而將投票權委託給管理層？通過更徹底的分權，來達到決策權和知識的匹配，正是這些機構投資者的精明之處。但這並不意味投資者的利益從此失去保障，相反，公司會採取一整套治理機制來協調管理層的動機和約束其機會主義行為。對於不需要特定知識的決策事項(比如關聯交易)，投資者也並未放棄監督。(4)為何在阿裡巴巴的合夥人制度要附加強制持股、限制減持和遞延獎金等“自縛手腳”的規定？這只不過是一整套治理機制的一部分，目的無非是通過降低代理成本來取信投資者，以減少融資成本，提高生存概率。

## 五、對現有研究的再評估及未來方向

### (一) 重新評估現有證據

在這一部分，我們將在本文提出的理論框架下，重新評估現有實證證據。由於這一評估涉及雙層股權結構和股東利益之間關係的澄清，將不僅影響到人們對雙層股權結構利弊得失的評判，還關係到資本市場管制規則的制定（見第六部分），因而十分必要。

前面提到，目前雙層股權結構的實證研究的最大問題，就是沒有考慮股權結構的內生性。雖然這與現有理論研究未能就其成因做出令人信服的解釋不無關係（見第三部分），但對內生性問題的忽略，必將損害研究結論的可信度，並導致對雙層股權結構的經濟後果的誤判。我們以 Masulis et al. (2009) 提供的一份代表性證據來舉例說明，並在此基礎上，對未來的研究提出若干建議。

之所以選取 Masulis et al. (2009)，是因為它是我們看到的雙層股權結構的實證研究中樣本量最大、方法主流、考察細緻，並且觀點流行的一份研究。他們發現，在美國採用雙層股權結構的公司中，投票權和現金流權的分離度（以此衡量管理層的機會主義動機）越大，（1）現金持有對於公司價值的邊際貢獻越低；（2）CEO 薪酬越高；（3）市場對管理層並購決策的評價越低；（4）資本支出對於公司價值的邊際貢獻越低。由此作者得出結論，雙層股權結構帶來了嚴重的代理問題，管理層通過濫用資金、超額薪酬、並購失誤和低效投資等管道，嚴重損害了股東利益。

按照本文的分析，雙層股權結構在知識利用上有其獨特優勢，忽略這一優勢而只看代理問題，未經一番利弊權衡就斷定雙層股權結構有損股東利益，不免言之過早。更重要的是，這些證明“代理問題”的證據本身因內生性問題而難為採信。根據本文的理論框架，雙層股權結構——投票權與現金流權的分離的背後，其實是管理層擁有的特定知識在驅動。當管理層擁有的特定知識越多，傳遞成本越大，公司將越分權，由此投票權與現金流權的分離度也就越大。假如以知識與分權的視角來重新看待投票權與現金流權的分離，我們將發現，上述相關關係只是反映了公司間知識的差異，而根本不是所謂的代理問題。

（1）現金持有和資本支出。公司的生產函數不同，物質資本和人力資本對於公司價值創造的重要性也就不同，邊際貢獻也就不同。當公司的價值創造主要依賴物質資本，物質資本的增加會帶來較大幅度的公司價值提升，邊際貢獻就大。當公司的價值創造主要依賴人力資本（比如諮詢公司），物質資本只是提供必要條件時，物質資本的增加則無法帶來公司價值相應幅度的提升，邊際貢獻就小。如果考慮上述生產函數的差異，Masulis et al. (2009) 提供的現金持有和資本支出的證據就有了另一種解讀。對於管理層擁有較多特定知識的公司，決定公司價值的更多是人力資本（知識）而不是物質資本，因而超出流動性水準之後，現金持有的增加將不會帶來更多的公司價值提升，邊際貢獻也就較小。同理，資本支出亦然。同時，管理層擁有較多特定知識的公司，更傾向分權，因而投票權和現金流權的分離度也就越大。因此，Masulis et al. (2009) 發現的投票權和現金流權的分離度與現金持有和資本支出對於公司價值的邊際貢獻負相關，背後可能只是由管理層擁有的特定知識驅動，而未必證明濫用資金和低效投資。

（2）CEO 薪酬。不同公司管理層擁有的知識是不同的，有的是擁有經驗知識的職業經理人，有的是擁有天才知識的企業家。經驗知識可以複製，故供應充足，內行之間也易於傳遞；天才知識則無法複製，故極為稀缺，也難有內行可以理解。Masulis et al. (2009) 在控制了規模、業績、風險等因素之後，發現 CEO 薪酬與投票權和現金流權的分離度正相關，就此斷言 CEO 謀取超額薪酬，無疑是忽略了 CEO 知識上差異<sup>16</sup>。如果 CEO 擁有更多的天才知識，稀缺性將使其獲得更高報酬；同時，天才知識因難以傳遞將更多地分權，投票權和現金流權的分離度也就更大。因此，CEO 薪酬與投票權和現金流權的分離度的正向關係很

<sup>16</sup> Zingales (1995) 和 Smart and Zutter (2003) 也通過類似方法得出類似結論。

可能是由於知識的作用，而未必是超額薪酬。

(3) 並購決策。用並購事件的市場反應作為對並購決策的評價，其前提是外部股東擁有和管理層相同（甚至更多）的知識。當知識（尤其是天才知識和在場知識）為管理層所擁有，股東只是外行的時候，他們將難以理解並購決策，評價也就越低。同時，這些特定知識也意味著更為分權，投票權和現金流權的分離度也就越大。因此，Masulis et al. (2009) 發現並購決策的市場反應與投票權和現金流權的分離度負相關，可能只是知識在股東和管理層之間的分佈不同所致，而未必證明並購失誤。

綜上所述，由於 Masulis et al. (2009) 將股權結構視作外生，並隱含地假設不同公司的生產函數相同、管理層擁有的知識相同、股東和管理層擁有的知識相同——這些假設都很值得商榷，上述四個檢驗無不面臨遺漏變數的內生性問題，由此得出雙層股權結構有損股東利益的結論也就不免“似是而非”，難以採信了。這一點在各方據此作為評判雙層股權結構利弊得失的證據的時候，或者證監機構據此作為制定管制規則的參考依據的時候，尤其需要注意。

## (二) 未來研究方向

未來一個重要的研究方向是從知識與分權的視角來重新探討雙層股權結構的成因。有關知識與分權的關係，實際上已得到一些證據支援。比如，Christie et al. (2003) 發現，當公司面臨更多成長機會和不確定性，知識的傳遞成本就更高，CEO 下屬部門就更傾向採用利潤中心而不是成本中心。Acemoglu et al. (2007) 發現，當公司越處於技術前沿、技術異構性 (technological heterogeneity) 越強，總部的知識就越有限，業務單元就越可能採用利潤中心而不是成本中心，分部經理就有更大的投資權。Bloom et al. (2010) 發現，當公司面臨的競爭越激烈，在場知識就越重要，分部經理就有更多的決策權。不過這些研究都是聚焦於知識對於公司內部層級之間分權的影響，並未涉及到股東、董事會和管理層之間的分權；另外，對於知識的探討也較為零散。未來的研究可以將雙層股權結構也視作一種分權方式，並參考本文關於知識的分類，更為系統地探討知識對於組織分權（尤其是雙層股權結構的成因）的影響。

另一個重要的研究方向是雙層股權結構的治理機制的研究。雙層股權結構作為一種更徹底的分權方式，必然會帶來代理問題，但公司也必然會採取一系列替代性機制來加以治理。然而，我們目前對此還知之甚少，唯一比較確鑿的就是管理層持股更多 (Gompers et al., 2010)。阿裡巴巴的案例給我們不少啟發，比如合夥人制度構建的內部經理人市場、對關聯交易的治理、授予外部董事股權激勵等。但這些實踐是否是普遍的？是否還有其他治理機制？這些還有待於未來研究的探索、發現和更系統的記錄。

需要注意的是，考察治理機制不能照搬固定模式，而應契合公司的特點，尤其是知識的特點。對於雙層股權結構的公司，考察董事會的獨立性（外部董事占比）、管理層薪酬和離職對業績的敏感性就沒有意義，也不會發現有意義的結果（比如 Taylor and Whitted, 1998; Smart et al., 2008），因為此時外部董事（外行）不可能監督管理層（內行）(Coles et al., 2008)，傳統的業績指標（會計利潤和股價表現）噪音太大也不會被公司採用<sup>17</sup>。有價值的研究方向應是考察外部董事的職權範圍，比如是否獨享關聯交易的監督權（像阿裡巴巴那樣）；或者公司是否採用了其他業績指標和薪酬設計，比如 Huang et al. (2013) 發現有更多成長機會的公司更多考核收入，更少考核利潤。

## 六、對證監機構管制的討論

此次香港證監機構因合夥人制度拒絕阿裡巴巴上市，既有自身利益的考慮（比如塑造保護投資者的形象、避免未來發生危機的責任），也無法排除意識形態和認知局限方面的原因。

<sup>17</sup> Masulis et al. (2009) 發現，雙層股權結構公司的 CEO 薪酬與會計利潤和股價表現都不相關 (p.1707)。

在這一部分，我們更願意就後者加以討論，因為這樣更能呼應香港證監機構最近在管制規則方面的反思和試圖改革的舉措，並指出當中存在的問題，對於其他資本市場的管制也更有借鑒意義。

我們注意到，此次事件前後，香港交易所行政總裁李小加曾就股權結構與投資者保護問題多次撰文，對各方觀點反復思辨<sup>18</sup>。此後，2014年8月底，香港交易所在官網發佈《不同投票權架構概念檔》，就香港是否應當允許同股不同權的上市架構啟動公開諮詢<sup>19</sup>。據稱，這份諮詢檔是上市委員會、香港證監會和香港交易所上市科經歷無數熱烈討論才起草出來的。我們認為，這些思辨和討論固然表明香港證監機構不乏探索和改革管制規則的勇氣，但另一方面，也反映出目前包括香港證監機構在內的各方對雙層股權結構與股東利益保護的關係還存在不少認知上的局限和意識形態上的誤區。而意識形態和認知將影響判斷，最終影響政策制定（Grossman and Helpman, 2001）。此外，我們還注意到，《不同投票權架構概念檔》引用了大量實證研究成果，這或許反映了香港證監機構的務實態度——更關心雙層股權結構所產生的經濟後果，但前文的分析表明，這些實證證據並不可靠。而基於這些實證證據所制定的政策也將是危險的。

因此，本文的一個目的就是通過對雙層股權結構的成因和治理的探討，來讓各方更深入、全面、公允地認識這一特殊的股權結構。既看到它在決策權與知識匹配方面的好處，又看到公司在治理代理問題方面的措施，從而認識到雙層股權結構背後所蘊含的經濟效率和合理性，進而破除將雙層股權結構等同於侵佔股東利益的認知局限，走出將同股同權等同於保護股東利益的意識形態誤區。同時，本文對現有實證證據的重新評估，也提醒證監機構在制定政策時應當更為審慎地看待現有證據。

對於同股同權的管制規則，我們也補充幾點意見。第一，除了自我僱傭的業主制之外，任何組織形式都有分權，都會產生代理問題，但這不能成為否定任何組織形式的充分理由。關鍵在於，對於特定的生產活動，這種組織形式是否利大於弊。關於這點，實踐是最好的檢驗。曾幾何時，也有不少人為公司制的兩權分離擔心不已（Berle and Means, 1932），但如今這看上去實在有點杞人憂天（Demsetz, 1983; Stigler and Friedland, 1983）。公司制固然帶來代理問題，但它在其他方面的優勢以及對於代理成本的控制，使其瑕不掩瑜。與公司制（同股同權）相比，雙層股權結構（同股不同權）只不過在分權的道路上走得更遠一些罷了，但這種更徹底的分權方式有其經濟效率的動因，不應盲目否定和橫加干涉。我們還想強調，任何人都不能具備遴選最有效率的組織形式的全部知識，即使出於好意。保持開放態度、允許各種組織形式充分競爭、讓市場來選擇的做法似乎更為明智，況且從試錯中獲得的知識對於人類社會也是有價值的。

第二，同股同權的管制規則本身也無法得到有意義的執行。它只會造成資源錯配，或因改變締約方式而增加交易成本，或兼而有之（Cheung, 1974）。如果強制要求同股同權，一部分在經濟效率上要求採用雙層股權結構的企業就可能放棄上市融資，錯失成長機會，而投資者也失去投資機會（這也是損害股東利益），由此造成資源錯配。或此類公司改用其他締約方式繞開管制，比如股東之間簽訂投票權委託協議<sup>20</sup>，甚至構造金字塔結構，從而增加交易成本。或兼而有之，例如此次阿裡巴巴轉赴美國上市，香港的中小投資者因無法投資美股而失去了投資機會，而阿裡巴巴則為繞開管制大大增加了上市成本（改與美國證監機構和美國

<sup>18</sup> 參見《投資者保障雜誌》、《“夢談”之後 路在何方？——股權結構八問八答》、《我們問對問題了嗎——關於香港市場核心價值的思考》，網址是

[http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/blog\\_c.htm](http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/blog/blog_c.htm)。

<sup>19</sup> 網址是 [http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082\\_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082_c.pdf)。

<sup>20</sup> 比如，持有香港上市公司騰訊 34% 股權的大股東南非 MIH 集團將投票權委託給僅持股 10% 的創始人馬化騰。

投資者締約)。

第三，證監機構應適時推進制度建設。我們可以理解，或因目前香港資本市場在制度方面尚不完善，證監機構不得不審慎決策，暫時維持同股同權的管制規則。但前面提到，管制會帶來效率損失，也難以落實，終非長久之計。在當今全球資本市場日趨激烈的競爭中，香港若想維持和提高現有地位，有必要借鑒其他發達市場公認的成熟做法，比如嚴格資訊披露、允許集體訴訟、打擊內幕交易、引入機構投資者等。這些制度建設才是保護投資者利益的治本之策。同時，證監機構也應對市場的自發力量抱有信心，這包括投資者的自我保護、市場的聲譽機制、公司的治理創新、以及無遠弗屆的媒體監督。

最後，值得一提的是，雖然本文的討論主要針對香港證監機構，但由於不少國家也採取同股同權的強制要求 (La Porta et al., 1998, p.1130-1131)，因而我們的觀點對其他資本市場的管制同樣具有借鑒意義。我們也希望，本文的討論可以引起中國證監機構的更多思考，如何改善中國資本市場的管制規則和制度設施，才能將阿裡巴巴這樣的優秀企業留在本土上市，讓國內投資者也可以分享中國經濟發展和企業成長帶來的收益。

## 七、總結

本文以阿裡巴巴選擇合夥人制度為例，對雙層股權結構的成因和治理進行了詳盡的分析。我們認為，雙層股權結構作為一種更徹底的分權方式，實現了決策權與管理層擁有的特定知識的匹配，在節省知識的傳遞成本的同時，提高了決策的效率和效果，故有其經濟效率的優勢。同時，為解決分權帶來的代理問題，公司也採取了一系列替代性治理機制來降低代理成本，以使分權在總體上利大於弊。這一分權與治理的框架，有助於廓清有關雙層股權結構的爭論，增進人們對於雙層股權結構的理解，也有助於重新評估雙層股權結構與股東利益保護之間的關係。由於雙層股權結構涉及到股東、董事會與管理層之間的權利配置，故本文也為股權結構和公司治理領域的未來研究提供了啟示。最後，本文的研究對於資本市場的監管也有借鑒意義，對雙層股權結構認識的澄清將有助於證監機構重新思考同股同權管制規則的合理性，以及制度改革和建設的必要性。

## 參考文獻

- (1) 張舫：《美國“一股一權”制度的興衰及其啟示》，《現代法學》，2012年第3期。
- (2) Adams, R., and D. Ferreira, 2008, “One share-one vote: The empirical evidence”, *Review of Finance*, 12(1), pp.51-91.
- (3) Bauguess, S. W., M. B. Slovin, and M. E. Sushka, 2012, “Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights”, *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp.1244-1253.
- (4) Berle A. A., and G. C. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- (5) Bloom, N., R. Sadun, and J. Van Reenen, 2010, “Does product market competition lead firms to decentralize?”, *The American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100, pp.434-438.
- (6) Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi, 1998, “Why higher takeover premia protect minority shareholders”, *Journal of Political Economy*, 106(1), pp.172-204.
- (7) Burkart, M., and S. Lee, 2008, “One share-one vote: The theory”, *Review of Finance*, 12(1), pp.1-49.
- (8) Cheung, S. N., 1974, “A theory of price control”, *Journal of Law and Economics*, 17(1), pp.53-71.
- (9) Christie, A. A., M. P. Joye, and R. L. Watts, 2003, “Decentralization of the firm: Theory and evidence”, *Journal of Corporate Finance*, 9(1), pp.3-36.
- (10) Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen, 2008, “Boards: Does one size fit all?”, *Journal of Financial Economics*, 87(2), pp.329-356.
- (11) Cornett, M. M., and M. R. Vetsuypens, 1989, “Voting rights and shareholder wealth the issuance of limited voting common stock”, *Managerial and Decision Economics*, 10(3), pp.175-188.
- (12) DeAngelo, H., and L. DeAngelo, 1985, “Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock”, *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp.33-69.
- (13) Demsetz, H., 1983, “The structure of ownership and the theory of the firm”, *Journal of Law and Economics*, 26, pp.375-390.
- (14) Dimitrov, V., and P. C. Jain, 2006, “Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns”, *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp.342-366.
- (15) Dyck, A., and L. Zingales, 2004, “Private benefits of control: An international comparison”, *Journal of Finance*, 59(2), pp.537-600.
- (16) Edmans, A., and Q. Liu, 2011, “Inside debt”, *Review of Finance*, 15(1), pp.75-102.
- (17) Fama, E. F., 1980, “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, 88, pp.288-307.
- (18) Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- (19) Grossman, G., and E. Helpman, 2001, *Special Interest Politics*, MIT Press, Cambridge, MA.
- (20) Grossman, S. J., and O. D. Hart, 1988, “One share-one vote and the market for corporate control”, *Journal of financial economics*, 20, pp.175-202.
- (21) Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick, 2010, “Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States”, *Review of Financial Studies*, 23(3), pp.1051-1088.
- (22) Harris, M., and A. Raviv, 1988, “Corporate governance: Voting rights and majority rules”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.203-235.
- (23) Jarrell, G. A., and A. B. Poulsen, 1988, “Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.129-152.
- (24) Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and

- ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- (25) Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1992, “Specific and general knowledge, and organizational structure”. In: Werin, L., and H. Wijkander, (Eds.), *Main Currents in Contract Economics*, Blackwell, Oxford, UK.
- (26) Huang, Y., Li, N., and J. Ng, 2013, “Performance measures in CEO annual bonus contracts”, University of Texas at Austin Working paper.
- (27) La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1998, “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, 106(6), pp.1113-1155.
- (28) Lehn, K., J. Netter, and A. Poulsen, 1990, “Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.557-580.
- (29) March, J.G., and H.A. Simon, 1958, *Organizations*, John Wiley and Sons, New York.
- (30) Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie, 2009, “Agency problems at dual-class companies”, *Journal of Finance*, 64(4), pp.1697-1727.
- (31) Mikkelsen, W. H., and M. M. Partch, 1994, “The consequences of unbundling managers' voting rights and equity claims”, *Journal of Corporate Finance*, 1(2), pp.175-199.
- (32) Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1988, “Management ownership and market valuation: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- (33) Nenova, T., 2003, “The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics*, 68(3), pp.325-351.
- (34) Partch, M. M., 1987, “The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth”, *Journal of Financial Economics*, 18(2), pp.313-339.
- (35) Ruback, R. S., 1988, “Coercive dual-class exchange offers”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.153-173.
- (36) Schmidt, K. M., 1997, “Managerial incentives and product market competition”, *Review of Economic Studies*, 64(2), pp.191-213.
- (37) Schumpeter, J., 1934, *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- (38) Smart, S. B., and C. J. Zutter, 2003, “Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single-class IPOs”, *Journal of Financial Economics*, 69(1), pp.85-110.
- (39) Smart, S. B., R. S. Thirumalai, and C. J. Zutter, 2008, “What's in a vote? The short-and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values”, *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp.94-115.
- (40) Stulz, R., 1988, “Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.25-54.
- (41) Taylor, S., and G. Whitted, 1998, “Security design and the allocation of voting rights: Evidence from the Australian IPO market”, *Journal of Corporate Finance*, 4(2), pp.107-131.
- (42) Zingales, L., 1994, “The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience”, *Review of Financial Studies*, 7(1), pp.125-148.
- (43) Zingales, L., 1995, “What determines the value of corporate votes?”, *The Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pp.1047-1073.