

科技创新型企业双层股权制度研究

——基于京东商城和阿里巴巴的案例分析

宋建波 文雯 张海晴

(中国人民大学商学院, 北京 100872)

摘要: 大批优秀的中国科技创新型企业赴美上市融资, 使得本土优质上市资源流失, 值得我国资本市场进行深刻反思。海外资本市场对于股权结构的包容性是吸引科技创新型企业的重要原因。本文基于北京京东世纪商贸有限公司和阿里巴巴网络有限公司这两家实行双层股权制度并在美国上市的科技创新型企业的典型案例, 研究科技创新型企业主动选择双层股权制度的影响因素及其效果。本文研究发现, 科技创新型企业的成长周期及融资特征、IPO 前创始人团队与投资者之间力量博弈是企业选择双层股权结构的重要因素。京东商城和阿里巴巴通过实行双层股权制度, 使得创始人团队树立的企业信条和企业文化得以延续, 较好地解决了企业战略的制定和企业管理层选聘和传承的治理问题, 有益抵制了对公司的恶意收购。在新股发行注册制改革及“大众创业、万众创新”的宏观背景下, 探讨双层股权制度在中国的适用性具有重要的实践意义。

关键词: 双层股权结构; 京东商城; 阿里巴巴; 制度创新; 公司治理

A Study on Dual Class System on Technological Innovation-oriented Enterprises

——Case studies on JD.com Limited and Alibaba.com Limited

SONG Jian-bo, WEN Wen, Zhang Hai-qing

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

Abstract: The fact that a large number of excellent technological innovation-oriented enterprises are listed in US capital market is worth reflecting on since it is a great loss for domestic capital market. Inclusiveness of oversea capital market to equity structures is one of the greatest attractions for technological innovation-oriented enterprises. Based on case studies of JD.com Limited and Alibaba.com Limited, this paper investigates why technological innovation-oriented enterprises select dual class systems and its economic consequences. We find that the growth cycle and financing features, as well as the balancing power of the founding teams and investors before IPO are the main factors that technological innovation-oriented enterprises select dual class structures. By implementing dual class systems, JD.com Limited and Alibaba.com Limited continue the corporate culture and core value of the founders'. Also, it solved the governance

基金项目: 本文为中国人民大学科研基金“研究品牌计划”项目(15XNI010)的阶段性成果。

作者简介: 宋建波, 女, 辽宁沈阳人, 博士, 中国人民大学商学院教授, 主要研究方向为管理会计、财务会计; 文雯, 女, 安徽芜湖人, 中国人民大学商学院博士研究生, 主要研究方向为公司治理、财务会计; 张海晴, 女, 辽宁盘锦人, 中国人民大学商学院硕博连续研究生, 研究方向为管理会计、公司财务。文雯是本文的通讯作者。

problems of strategic options and management inheritance, and is beneficial to resist hostile takeovers. In the macro background of IPO registration system reform and the “public entrepreneurship and innovation” policy, to discuss the applicability of dual class systems is of crucial practical significance.

Key Words: dual class structure; JD.com Limited; Alibaba.com Limited; institutional innovation; corporate governance

一、引言

近年来,中国企业集中赴美上市,出现中概股赴美热潮。根据清科研究中心发布的中国企业上市年度研究报告,2014年共有15家中国企业在美国资本市场上市,总融资额达253.68亿美元。其中,阿里巴巴融资217.67亿美元,成为纽约证券交易所最大IPO(Initial Public Offerings,首次公开发行股票)。阿里巴巴高管坦言,选择赴美上市乃是无奈之举,股权结构的制度障碍是他们摒弃境内资本市场的的核心原因。根据瑞格(Ropes & Gray)律师事务所的统计数据,在2013年1月至2014年上半年赴美上市的中概股公司中,仅有一家没有采用双层股权结构。海外资本市场对于股权结构的包容性是吸引科技创新型产业的重要原因。而中国本土资本市场对于“同股同权”制度的坚持在一定程度上使国内证券交易所流失了大量潜在的优质上市公司资源,国内的投资者亦失去对这些高速增长公司的投资机会,无法分享丰厚投资收益,对我国资本市场的发展造成一定的损失。

双层股权结构(Dual class structure)是一种特殊的股权结构设计模式,通过为不同层级的股票赋予不同比例的表决权确保公司创始人和大股东在公司上市后的控制权和影响力。典型的双层股权结构公司将普通股分成优先级股票(Superior class share)和次级股票(Inferior class share)两种级别。两层股票享用相同的收益权,但优先级股票拥有一股多份(通常为十份)投票权,主要由创始人及公司内部人持有,而次级股票仍遵循“一股一票”的原则,通常由外部投资者持有。优先级股票一般无法上市交易,但可以在一定的年限(一般为三年)后转为次级股票,次级股票可以上市交易。通过对公司股份进行不同层级的划分,使得公司创始人和大股东牢牢掌握对公司决策和未来发展方向的影响力。

现有对双层股权制度的研究理论主要从抵御收购、股票价值低估、代理成本、管理层薪酬、机构投资者及外部投资者保护等角度展开,探讨双层股权制度对于公司及资本市场的影响。但是,已有研究主要是基于美国和欧洲等发达国家的研究,缺乏对转型经济国家对于双层股权制度的需求及实施效果的深入探讨。特别是由于中国法律制度中对于“同股同权”的严格规定,以中国为背景的双层股权制度研究主要停留在法律层面的适用性探讨阶段,对于中国企业如何应用双层股权制度及其经济效果鲜有涉及。相比美国和欧洲的金融体系和企业,转型国家面临的制度环境与发达国家存在很大差异^[1],制度环境的差异也可能导致企业选择双层股权制度的影响因素和经济效果具有显著不同。因此,基于美国和欧洲企业获得的研究

结论可能无法很好解释中国企业双层股权制度的需求和实施现状。

现阶段，我国资本市场已形成多层次的市场结构——主板、中小板、创业板、新三板共存，能够为不同生命周期的企业提供全方位的融资。更为重要的是破冰多年的审核制即将改为公司上市的注册制，新股发行注册制取消了强制性的盈利指标限制，降低了企业的上市门槛，使得一部分前景良好但尚未盈利的新兴产业公司有望上市融资，增强资本市场在资源配置中的作用，有利于拓宽中小企业和新兴产业的融资渠道。这也标志着不同类型的公司会选择不同的融资市场，也应该有权选择不同的股权结构及公司治理模式。因此，研究双层股权结构制度具有重要的实践意义。

京东商城公司（NASDAQ: JD）（以下简称“京东”）于 2014 年 5 月在美国纳斯达克股票交易所挂牌交易，上市伊始便实行双层股权制度。阿里巴巴网络有限公司（NYSE: BABA）（以下简称“阿里巴巴”）于 2014 年 12 月在美国纽约证券交易所挂牌交易，并在基本双层股权制度的基础上设立创新型的“湖畔合伙人制度”。作为中国科技创新型企业海外上市的典型代表，京东商城和阿里巴巴的制度创新为我们提供了很好的研究案例来分析中国企业主动选择双层股权结构制度的主要影响因素及其效果。

本文采取案例研究和理论分析相结合的方法，从企业特征、融资环境和宏观环境等维度来分析科技创新型企业主动选择双层股权制度的内在机理、影响因素及其经济效果。在案例研究的基础上，进一步提炼转型国家科技创新型企业实现双层股权制度的需求及条件，以及制度层面尚可优化及改进的方式，为转型经济国家的双层股权制度实践提供有益的理论借鉴，并将以中国为背景的双层股权制度研究由法律层面的适用性探讨阶段进一步延伸至中国企业为何主动选择该制度以及具体的实施效果层面，以期完善以双层股权制度为代表的新型股权设计模式的理论研究框架。

本文的后续结构如下：第二部分为相关研究评述；第三部分介绍研究方法，并阐述京东和阿里巴巴的双层股权制度实践；第四部分为案例分析及讨论；第五部分得出研究结论与启示。

二、相关研究综述

1. 双层股权结构的应用与实践

双层股权结构作为一种特殊的股权结构设计模式，在世界很多国家获得了法律保护 and 制度认可。双层股权结构在美国、加拿大、德国、丹麦、挪威等国家较为普遍。纽约证券交易所（New York Stock Exchange）和纳斯达克市场（NASDAQ Stock Market）均允许上市公司采用这样的股权结构。由于双层股权制度可以使创始人及其他大股东在公司上市后仍能保留足够的表决权来控制公司，因此受到诸多上市公司的欢迎，包括谷歌（Google）、脸书（Facebook）、纽约时报（New York Times）等著名公司均采用双层股权制度。从 1990 年 1 月至 1994 年 5 月间，共有约 7% 的美国 IPO 公司采用双层股权结构方案，其市场价值约占

同期上市公司总量的约 11%。而从 1994 年 6 月到 1998 年 10 月间，这个数据显著增长，约有 12% 的 IPO 公司采用双层股权结构，且这些公司的 IPO 市场价值约占同期公司的 31%^[2]。随着更多的新型公司采用这种特殊的股权设计，双层股权的重要性在美国市场上愈显重要，约有 6% 的美国上市公司采用了双层股权，约占所有上市公司市值的 8%^[3]。然而，双层股权结构在我国并不受到法律的认可和保护，我国《公司法》始终坚持“同股同权”制度²。中外对于双层股权结构制度认可程度的差异也构成中国企业竞相海外上市的原因之一。

表 1 优先级股票和次级股票的对比

Table 1 Comparisons between superior class shares and inferior class shares

		优先级股票	次优级股票
区别	投票权	一股多份投票权（通常为 10 份）	一股一份投票权
	是否上市交易	基本不上市交易	上市交易
	持有者	大多为内部人	外部投资者
相同点	收益权相同		

资料来源：作者整理

2. 双层股权结构的利弊分析

现有研究认为，双层股权结构能够保护私人控制权，有利于实现公司的长期价值^[2,4-7]。创始人及创始人团队具有长期的管理经验、敏锐的市场判断、强大的个人魅力和威信，对于公司的稳定发展、长期目标、使命的达成有着不可替代的作用。特别是对于科技创新型企业而言，创始人一般拥有过人的胆识和资深的行业背景，在企业中拥有无与伦比的影响力和感召力。双层股权制度使得创始人能通过较高比例的投票权对公司实行控制，延续公司的经营政策和重大决策，保持稳定的战略和思路，避免过分关注股价波动等短视行为，即使牺牲短期收益也要执行商业模式和战略布局，更加专注公司的长期发展，提升公司的长远收益。

同时，双层股权结构是一种最强烈和极端的反并购保护措施。采用双层股权结构的公司双层股权结构的公司寿命更长，很难成为恶意并购的目标^[8]，最能抵御恶意收购行为，保持公司的稳定经营。由于管理层被替代的威胁更小，其通过激进的避税行为最大化业绩的动机更弱，双层股权结构公司的避税程度相对较轻^[9]。

由于双层股权制度违背“同股同权”的原则，也引发了学者的质疑。双层股权制度使得控制权和现金流权的分离，可能导致较为严重的代理问题，增加管理层的道德风险，具体表现为内部人的私人利益攫取和侵占、管理层过高的薪酬和津贴待遇、对公司重大决策的不负责履行等方面^[10-11]。内部人对于公司利益的侵占和对外部股东利益的剥夺可能会损害公司的价值^[12-13]。Khurana 等采用 Basu 及时亏损确认模型检验美国双层股权结构公司的会计稳健

²我国《公司法》第 130 条规定“股份的发行，实行公开、公平、公正的原则，必须同股同权，同股同利”；《公司法》第 104 条规定“股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权”。

性，发现双层股权结构公司相对于单层股权结构公司更不容易及时确认亏损，还会推迟披露盈余的坏消息，使得公司的透明度降低^[14]。同时，双层股权结构会对高管薪酬水平、薪酬业绩敏感性及薪酬自愿性信息披露产生影响。Tinaikar 发现双层股权结构公司中高管薪酬的披露水平更低，且自愿披露水平与经理人持股和家族控制权密切相关^[15]。Smart 等研究发现，在双层股权结构公司中，CEO 会计业绩-薪酬敏感性更低；而在单层股权结构的公司中，CEO 的离职率对业绩的敏感性更高，CEO 离职的概率更大。此外，双层股权结构制度还可能引发关联交易行为^[2]。

对于双层股权结构是否会影响机构投资者的决策，学术界尚未达成一致观点。部分学者认为双层股权结构不会影响机构投资者的决策，原因在于机构投资者一般为逐利的经济人，而以往的研究证明双层或单层股权结构公司的业绩并无显著区别，且美国等发达国家的证券法及公司治理机制完善，对中小股东的保护措施健全，双层股权结构公司中的外部股东利益较少可能受到侵占。而另一部分学者认为，诸多因素阻碍了机构投资者对双层股权结构公司的投资决策，原因具体表现在三个方面：首先，机构投资者在面临投资决策时更加谨慎和讲究原则的约束^[16]，机构投资者会尽力减少购入使他们承担更多法律责任的股票。其次，由于很多机构投资者秉持双层股权具有负向影响的结论，组合投资经理出于职业生涯的考虑，会尽量避免在双层股权结构公司投资。业绩较差的基金经理更可能因为投资更多权重于双层股权结构公司而被解雇^[17]。再次，机构投资者更倾向于单层股权结构公司因为他们可以通过大比重的投票权影响公司决策，而股东的投票权显著影响了机构投资决策^[18]，双层股权结构公司中的机构投资者持股比例显著低于单层股权结构公司，这种影响在注重长期价值的机构投资者中更加显著，即具有长期信托责任、在公司治理中较为活跃的投资公司。因此机构投资者是否会对实行双层股权结构的公司“另眼相看”仍需进一步的经验证据。

三、研究方法 with 案例介绍

1. 研究方法

本文采用双案例研究方法对研究内容进行深入分析。Eisenhardt 指出当我们对一个研究领域知之甚少或者以全新的视角切入时，案例研究将具有启发意义^[19]。案例研究更适用于对某一现象的理解，从而寻找出新的思路，创建理论。本文选择京东商城和阿里巴巴的双层股权制度进行案例研究的主要原因是：①因数据的限制，我们很难用大样本实证研究方法系统地分析科技创新型企业施行双层股权结构制度的动机、过程和经济效果，因而通过案例研究可以清晰地描述科技创新型企业实现双层股权结构的背景和影响；②京东商城和阿里巴巴是中国科技创新型企业海外上市的典型代表，且具有较高的知名度和影响力，具备研究科技创新型企业施行双层股权结构的动机和经济效果等完整研究要素。因此，对两者进行案例研究获得的结论具有一定的完整性；③相对于单案例而言，通过对京东商城和阿里巴巴双案例之间的比较和分析，对于研究结论形成更为有力的支持，提高了研究的效度。

2.京东商城的案例介绍

(1) 京东商城的创立、发展与融资历程

京东于 1998 年由创始人刘强东在北京中关村创立，以销售光磁类产品起家。2004 年，京东放弃了门店扩张计划，转战电子商务领域，实行线上销售。2007 年 8 月，京东赢得知名风险投资基金——今日资本的投资，首轮融资千万美元，为进一步扩展版图奠定了坚实基础。2010 年，京东商城实现了年销售额 102 亿的重大突破，注册用户、日订单量及市场份额高速增长。时至今日，京东商城已成为中国首屈一指的综合型电商平台，因其创新的仓储物流模式，占领了 B2C 电商市场的半壁江山，同时扩展金融、通讯等领域的业务范围。历经多年的打拼，京东商城从一家普通的在线电脑产品零售商发展成为中国第二大电子商务平台。2014 年被英国《金融时报》评为“全球十大互联网企业”之一。

京东的发展离不开不断的资本注入，融资方式的选择也考验着创始人的智慧。在成长的早期，京东采用了优先股的融资方式，在 2007 至 2010 年共发行了 A、B、C 三轮“可转可赎回优先股”，具体融资情况见表 2 所示。通过三轮融资，京东获得了 1.69 亿美元，由于优先股股东只享有有限表决权，不能参加公司的经营管理，因此该策略的采用也使得创始人刘强东保有控制权。

表 2 京东的早期融资情况表
Table 2 Financing situation of JD in early stage

融资轮次	融资时间	融资金额	投资方	融资方式
A 轮融资	2007 年 3 月	1000 万美元	今日资本	发行 1.55 亿“A 类可赎回可转优先股”，附带 1.31 亿份购股权
B 轮融资	2009 年 1 月	2100 万美元	今日资本、雄牛及梁伯韬	发行 2.35 亿“B 类可赎回可转优先股”
C 轮融资	2010 年 9 月	1.38 亿美元	高瓴资本	发行 1.78 亿“C 类可赎回可转优先股”

资料来源：作者根据公开资料收集整理

但是，优先股融资的额度十分有限。从 2011 年起京东开始发售普通股融资，相继引入了俄罗斯投资公司 DST、老虎基金、红杉资本、腾讯等实力雄厚公司的投资，累计发售 8 亿普通股，获得 18.57 亿美元的现金及腾讯公司旗下的三家电子商务品牌。在大规模融资过程中，刘强东要求投资人排它性地将股票的投票权授予他在英属维京群岛注册的两家公司（Max Smart 和 Fortune Rising），因此，通过排它性投票权委托制度，刘强东获得了 55.90% 的投票权，以微弱的优势维持了对公司的控制权。其后，出于战略布局的考量，京东决定上市融资。

(2) 京东商城实行双层股权制度的动机与实践

京东做出上市的决策后，无法回避普通股的数量增加、创始人所持有的股份比例也会大幅稀释的问题。创始人刘强东的股权有限，如果不进行股权结构设计，会在上市后丧失控制权。

双层股权制度模式可以有效解决刘强东面临的难题。双层股权结构制度通过对不同层级股票投票权的设计使得管理团队既可以通过股权融资方式在资本市场上筹集资金，又不必担心股权稀释导致的控制权旁落问题。因此，京东采用了典型的双层股权制度，在招股说明书中约定了 A/B 类股权制度。其中，A 级（次级）股票每股只有一票投票权，而 B 级（优先级）股票每股享有 20 份投票权。公司董事长兼首席执行官刘强东团队合计持有京东 23.10% 的股权³，而招股说明书中规定，仅有刘强东个人以及他实际控制的 Fortune Rising Holdings Limited 与 Max Smart Limited 两家公司拥有 B 类股份，因此凭借 20 份投票权的特殊股票，刘强东实际控制了公司 83.70% 的投票权。如果没有刘强东的出席，京东的董事会甚至无法举行正式的会议。京东上市前后的股权与投票权对比如表 3 所示。

表 3 京东上市前后股权与投票权对比

Table 3 Comparison of JD's stock rights and voting rights before and after IPO

股东	2014 年上市前	2014 年上市后	2014 年上市前	2014 年上市后
	股权比例	股权比例	投票权比例	投票权比例
刘强东团队	23.70%	23.10%	55.90%	83.70%
老虎基金	22.10%	18.10%	18.10%	3.20%
黄河投资（腾讯）	17.30%	14.30%	14.30%	3.70%
高瓴资本	15.80%	13.00%	13.00%	2.30%
俄罗斯 DST	11.20%	9.20%	9.20%	1.60%
今日资本	9.50%	7.80%	7.80%	1.40%
红杉资本	2.00%	1.60%	1.60%	0.30%

资料来源：作者根据京东商城招股说明书及相关资料整理

（3）双层股权制度对京东商城的影响

2014 年 5 月 22 日，京东正式在美国纳斯达克证券交易所挂牌上市，股票代码为 JD，成为中国第一家在美成功上市的大型综合电子商务公司。京东商城此次上市融资 17.8 亿美元，加上腾讯公司认购的超过 30 亿美元的金额，以京东开盘价 21.75 美元计算，京东的市值已经高达 297 亿美元。

通过双层股权制度，京东虽已上市融资，但创始人刘强东仍牢牢掌握了公司的控制权，确保了创始人的话语权，保证管理层的重大决策不会受到股东的干扰，也抵御了恶意的收购行为。该制度保证了京东从创立伊始便树立的企业目标和信条得以延续，使公司免于决策权频繁更迭而产生的冲突，减少了短期利益争夺。京东商城将创新写入企业的价值观中，注重产品的更新换代，专注于保持科技领先地位，促进企业的长期稳定发展。

3. 阿里巴巴的案例介绍

（1）阿里巴巴的创立、发展与融资历程

³考虑到位于英属维京群岛的公司 Fortune Rising Holdings Limited 以及 Max Smart Limited 公司的唯一股东和董事均为刘强东，因此合并计算其持股份额，最终刘强东的持股比例为 23.70%。

阿里巴巴集团由马云等 18 人创立于 1999 年，总部设于浙江省杭州市，是一家经营多元化互联网业务的国际互联网公司，业务包括 B2B 贸易、网上零售、第三方支付、购物搜索引擎和云计算服务等。整个集团通过原有的电商平台为基石，建立了各种端口导流和金融业务以及其他生活服务领域商圈，致力于满足消费者需求的阿里生态系统。集团的子公司包括淘宝网、天猫等著名的线上交易网站。2016 年 4 月 6 日，阿里巴巴正式宣布已超越沃尔玛，成为全球最大的零售交易平台⁴。

阿里巴巴的发展壮大离不开持续的融资。从 1999 年至 2004 年，阿里先后获得三轮风险投资，为阿里的发展壮大奠定了基础，使其熬过创业之初的“漫漫寒冬”。2005 年，雅虎以 10 亿美元现金和雅虎中国的全部资产获得阿里集团 39% 的股权（投票权仅为 35%），这一举措解除了阿里的资金燃眉之急，却为之后的控制权之争埋下了隐患。2007 年 11 月，阿里在香港联交所上市，2008 年 3 月，阿里成为恒生综合指数及恒生流通指数成分股。阿里的五轮融资情况详见表 4。

表 4 阿里巴巴融资情况表
Table 4 Financing situations of Alibaba

融资轮次	融资时间	融资金额	投资方
第一轮融资	1999 年 10 月	500 万美元	高盛、新加坡汇亚、瑞典 Investor AB 和新加坡政府科技发展基金
第二轮融资	2000 年 1 月	2500 万美元	软银、富达、汇亚资金、TDF、Investor AB、日本亚洲投资公司
第三轮融资	2004 年 2 月	8200 万美元	软银、富达、TDF 和 GGV
第四轮融资	2005 年 8 月	10 亿美元加雅虎中国资产	雅虎
第五轮融资	2007 年 11 月	近 17 亿美元	IPO 公众及投资人

资料来源：作者根据公开资料收集整理

与融资相伴的是阿里巴巴与大股东雅虎之间长达八年的控制权争夺（具体事件详见表 5）。阿里巴巴与雅虎的渊源始于 2005 年，根据协议约定，由于雅虎对阿里巴巴进行了大规模投资，五年后即从 2010 年 10 月起，雅虎的投票权将由 35.0% 增至 39.0%，而以马云为首的管理层的投票权则从 35.7% 降至 31.7%，同时雅虎将增加在阿里巴巴董事会中的席位，这就意味着到约定期限时马云等阿里巴巴的创始人将开始丧失控制权。其后，由于雅虎 CEO 人选的更换，雅虎与阿里巴巴的合作理念发生冲突。2009 年，在阿里巴巴十周年庆典之际，雅虎为提振自身下滑的股价，出人意料地抛售了阿里巴巴 1% 的股权，并在其后违反约定宣布进军中国内地互联网市场，此举直接挑战了阿里巴巴的价值底线。为了防止控制权旁落，从 2010 年 2 月起，阿里巴巴多次向雅虎发起回购，均被拒绝。2011 年，阿里巴巴与雅虎就

⁴ 资料来源：2016 年 4 月 6 日证券时报网（www.stcn.com）的报道“阿里巴巴集团：已正式成为全球最大零售体”。

支付宝股权构架问题爆发冲突，马云在未经董事会同意的情况下将支付宝从阿里巴巴集团中剥离，将两者的矛盾搬至台面。2012年5月，阿里巴巴宣布回购雅虎股票，并于2012年9月18日与雅虎达成协议，将耗资76亿美元从雅虎手中收回21%的股权，并且约定如果阿里巴巴在2015年12月31日之前按规定的条件上市，便有权以IPO价格回购雅虎持有的剩余50%股权。至此，“雅巴之争”落下帷幕。

表 5 阿里巴巴与雅虎的控制权争夺事件

Table 5 Battles for corporate control between Alibaba and Yahoo!

时间	事件
2005年8月	雅虎以10亿美元外加雅虎中国的全部资产参股阿里巴巴，并获得其约39%的股份，并约定五年后的雅虎的投票权升至39%。
2009年1月	雅虎任命巴茨担任雅虎CEO，原CEO杨致远辞职，为“雅巴之争”埋下伏笔。
2009年9月	阿里举行十周年庆典之时，雅虎为提振自身股价抛售其持有的阿里1%的股份。
2010年9月	雅虎宣布进军中国内地市场，吸引内地客户投放广告，违背其不在中国内地开展互联网业务的承诺，触及阿里的价值底线。
2011年3月	马云“暗度陈仓”将支付宝从阿里集团中剥离，将“雅巴矛盾”搬到台面。
2011年9月	阿里通过员工股折现方式引入DST、银湖、淡马锡等私募投资，降低阿里集团的市场估值。
2012年5月	阿里宣布回购雅虎股票。
2012年9月	阿里与雅虎签订协议，阿里将耗资76亿美元收回雅虎21%的股份，并约定上市后的股票回购计划。

(2) 阿里巴巴实行“湖畔合伙人制度”的动机与实践

2012年5月，阿里巴巴从香港联交所退市，并利用退市的机遇期完成了企业转型^[20]。经过阿里巴巴的控制权之争、支付宝的所有权风波以及从香港证券交易所退市等一系列事件，马云深切的感受到了“控制权争夺之痛”，深刻认识到如果无法牢牢掌握企业控制权，将对企业长期的战略实践和发展带来隐忧，于是开始思考如何在公司快速发展、不断获得资本市场融资的同时，仍然不失去创始人对于企业的控制权。

2010年，阿里巴巴提出以创新的治理结构实现公司治理的转型，借鉴双层股权制度的基本模式，并在此基础上创造性地推行“湖畔合伙人制度”。“湖畔合伙人制度”的核心内容是以公司控制权为手段保证创始人团队和管理层的权益，并传承他们所代表的企业文化。但“湖畔合伙人制度”突破了双层股权结构制度的一般范畴，不仅使公司的核心管理者拥有公司的战略决策权，而且几乎一劳永逸地消除了创始人股份被稀释的可能性。具体来说，其“湖畔合伙人”并不等同于法律意义上的合伙人，而是指与马云一起在湖畔花园最早创业的团队。“湖畔合伙人”的任职资格和要求包括硬性和软性两个方面。任职的硬性要求包括必须在阿里服务满5年、合伙人必须持有公司股份并且限售等，如果有新的合伙人希望加入公司，必须经过现有合伙人委员会的投票选举，在合伙人一人一票的前提下，获得超过四分之三的投

票同意后才能获准其加入合伙人团队。合伙人任职的软性要求包括对公司发展有积极贡献、高度认同公司的文化、愿意为公司使命、愿景和核心价值观竭尽全力等。此外，“湖畔合伙人”拥有半数以上董事会成员的提名权，如股东不同意选举合伙人任命的董事，合伙人可以任命新的临时董事直至下一年度的股东大会。不仅如此，在任何时间，不论任何原因，当董事会成员小于合伙人所提名的简单多数时，合伙人有权指定不足的董事会成员，以保证董事会成员中简单多数是由合伙人提名。由此，“湖畔合伙人”团队成为公司发展的中坚力量，合伙人既是股东，参与企业的重大决策，又是对公司文化具有高度认同的管理层。

(3) “湖畔合伙人制度”对阿里巴巴的影响

实行“合伙人制度”后，阿里巴巴谋求再上市。作为一家绝大部分业务位于中国内地的企业，阿里巴巴公开表示香港市场是其 IPO 的“第一选择”⁵。然而，阿里巴巴实行的“湖畔合伙人制度”与香港证券交易所奉行的“同股同权”制度存在冲突，经过艰难的谈判和博弈，香港证券交易机构终究未能为阿里巴巴破例，阿里巴巴 IPO 正式驶离“维多利亚港”。2013年10月24日，美国纳斯达克证券交易所 CEO 向阿里巴巴伸出橄榄枝。与此同时，美国纽约证券交易所也热情邀请阿里巴巴赴纽交所上市，并与纳斯达克展开争夺战。2014年9月，阿里巴巴成功在美国纽约证券交易所挂牌上市，并以 217.67 亿美元创下纽交所 IPO 融资额纪录，并被视为全球最有价值的科技公司之一。

阿里巴巴施行的“合伙人制度”事实上是一种变相的双层股权制度，“合伙人制度”虽然看起来不如传统的双层股权制那么清晰易懂，但其核心仍然是创始人、管理层拥有更大的决定权。由于合伙人选拔条款中规定合伙人“必须对公司文化高度认同，愿意为公司使命、愿景和价值观竭尽全力”，因此，合伙人成为公司文化的继承者和发扬者。阿里巴巴通过“湖畔合伙人”制度，较好地解决了企业战略的制定和企业管理层选聘和传承的治理问题，保证了原创团队和管理层对企业的绝对控制权，几乎一劳永逸地解决了未来企业控制权争夺的隐忧，使得阿里原创团队的理念和企业文化得以延续和发扬。阿里巴巴以差异化的产品在市场上脱颖而出，并在扩张的过程中，不断研发新产品和技术，通过持续的兼并和收购拓展相关领域业务，积极争夺蓝海市场，拥有巨大的发展潜力和广阔的发展前景。

四、案例分析与讨论

1. 京东和阿里巴巴的双层股权制度实施情况对比

表 6 从对比了京东商城和阿里巴巴双层股权制度实施情况。具体而言，京东实行了较为典型的双层股权制度模式，将公司的股票分成 A、B 两种，B 级股票拥有 1: 20 的投票权，创始人刘强东虽只持有 23.10% 的股份，但凭借所持有的 B 级股票获得了 83.70% 的投票权，将公司控制权牢牢掌握在自己手中。京东利用资本市场现有的、传统的双层股权制度模式，

⁵ 阿里巴巴在开曼群岛注册成立，是一家在海外注册的、实行 VIE 结构（协议控制）的企业，最大的投资方是雅虎集团和日本软银公司，而中国《证券法》和中国证监会要求申请 A 股上市的公司主体必须是境内的股份有限公司，因此阿里巴巴无法在 A 股上市，H 股是其“第一选择”。

更容易让美国的投资者理解和接受，降低了公司未来遭受诉讼的风险。

对比而言，阿里巴巴的“湖畔合伙人制度”显得新奇而复杂，公司并未从超级投票权的角
度入手，而是直接通过公司章程规定合伙人拥有的董事会提名权，将董事会多数的任命决
策牢牢掌握在创始人团队手中，通过选拔具有共同理念和价值观念的合伙人实现对公司的实
际控制。相比于传统的双层股权制度，阿里的“湖畔合伙人制度”增加了投资者的理解难度
和可接受程度，未来遭遇诉讼风险的可能性也相对较大。那么，阿里为何不选择传统的双层
股权制度呢？通过对两家公司股权结构的对比不难发现，阿里的创始人持股比例过低，如果
采用双层股权制度，优先级股票的投票权比例势必过高⁶。同时，阿里 IPO 后所得款项中需
支出一大部分用于赎回雅虎的股权，且在上市后不断再融资的可能性较大，如果采用传统的
双层股权制度模式，优先级股票的投票权被稀释到 50% 以下的潜在风险较大，控制权旁落
的隐忧始终未被消除。因此，选择“湖畔合伙人制度”对于阿里而言是明智、也是迫不得已
之举。

表 6 京东商城和阿里巴巴双层股权结构制度实施情况对比
Table 6 Comparisons of dual class structures between JD and Alibaba

	京东商城	阿里巴巴
上市地点	2014 年 5 月	2014 年 9 月
上市时间	美国纳斯达克证券交易所	美国纽约证券交易所
制度特点	典型的双层股权结构制度	创新型“湖畔合伙人制度”
创始人持股比例	23.10%	13.50%
创始人投票比例	83.70%	未披露
实施方法	将股权集中在少数初始股东手中，通 过超级投票权实现管理层对公司的 控制	通过公司章程直接规定合伙人拥有 董事会的提名权，通过决定董事会多 数的任命实现对公司的控制
目标	保证创始人对于公司的控制权	保证创始人团队对于公司的控制权
传承基础	通过股权的分配实现公司传承	通过选聘具有共同理念和价值观念 的管理团队实现公司传承

资料来源：作者根据阿里巴巴和京东商城 IPO 招股说明书及相关资料整理

2. 科技创新型企业主动选择双层股权结构的影响因素

科技创新型企业的成长周期及融资特征是促使其选择双层股权结构的内在动力。以互联
网公司为例，其发展大体要经历“创立、起步——融资——烧钱亏损——形成规模效应——
公司上市”的阶段。资金是维系科技创新型企业运转、扩大知名度和达到规模效应的必要条
件。而在这一阶段中，债务融资对于这类企业而言可行性较低，原因在于银行融资成本较高
且需要担保及抵押物，这对于轻资产的科技创新型企业而言显得“高不可攀”；民间借款的
融资成本同样很高，且偿还期限较短，偿债压力较大，也不适合具有一定成长周期的科技创

⁶ 一般而言，优先级股票的投票权比例为 1:10，绝大多数不超过 1:20。

新型企业。相反，股权融资的成本相对较低，新颖且具有发展潜力的商业模式较容易吸引具有投资眼光的风险投资者，因而股权融资是这类企业早期融资的最优选择，京东和阿里巴巴均在成长和扩张过程中经历了数轮股权投资，为企业发展奠定了坚实基础。但是，股权融资的弊端在于创始人的股权面临被不断稀释的过程，甚至在公司能够上市融资时，创始人已经沦为公司的小股东，如何既能融集大量资金又能保持对公司的控制权是科技创新型企业不得不思考的关键问题。

具体到本文的案例中，刘强东等创始人团队在京东 2014 年上市前的持股比例仅为 23.70%，勉强通过排它性投票权委托掌握了公司 55.90%的控制权；阿里巴巴在上市前已与大股东雅虎经历长达八年的控制权争夺战，为股权融资所引发的股权稀释付出了沉重的代价。因此，公司创始人团队为了规避控制权旁落的风险，需要通过特殊的机制设计来安排公司的管理权限，通过股权结构的规划保持对公司控制权。双层股权结构制度是国际上广为使用的维持公司控制权的利器，通过对不同层级股票的投票权设计使得管理团队既可以通过股权融资方式在资本市场上筹集资金，又不必担心股权稀释导致的控制权旁落问题，因此受到科技创新型企业的广泛欢迎。由于 IPO 是公司股权稀释程度最大的时点，因而大多公司在 IPO 之前选择是否采用双层股权结构制度，京东和阿里巴巴均在 IPO 之前完成了股权结构的转型。

IPO 前创始人团队和投资者之间的力量博弈是决定企业最终能否采用双层股权结构的关键因素。在公司 IPO 之前，公司主要被经理层、风险投资者以及一些私人投资者控制。当公司面临 IPO 决策时，股东的利益发生了分歧：经理层等内部人（Insiders）希望在公司上市后仍在公司中发挥积极作用，尽可能保留控制权，而风险投资家及其他投资者（Investors）则希望以最高的价格卖出他们持有的股权获取现实利益，并与公司脱离。经理层等内部人希望借用双层股权制度来巩固他们对公司的控制，避免上市后的控制权旁落；而机构投资者则会担忧公司价值因双层股权制度而被低估，因而反对该制度的实施。所以，内部人与投资者之间博弈结果决定了公司是否会选择双层股权制度。如果控制权的利益超过了股票价值的减损，公司更有可能在 IPO 前选择采用双层股权结构。

具体到本文的案例中，京东和阿里巴巴之所以能顺利实践双层股权制度，得益于创始人的强势态度以及其他股东对于创始人团队的信任与支持。京东由刘强东一手创立，京东的每一次重大战略决策均出自他手，刘强东本人也被媒体誉为“中国最清楚电商业务各个环节的企业家”，京东始终在刘强东的强势掌控下，因而在刘强东提出要通过双层股权制度掌控公司的控制权时并未遭到股东的强烈反对。相反，京东需要这样一个强势的领导带领其不断前进。再看阿里巴巴，阿里巴巴历史上的多次“控制权争夺战”促使以马云为首的创始人团队对企业控制权的掌控态度异常坚决，特别是当阿里巴巴在香港的上市计划因股权制度的障碍未得到香港证券交易机构的批准时，马云在给阿里集团员工的信中仍力挺“合伙人制度”，他表示“阿里巴巴不在乎在哪里上市，但未来的上市地应支持公司这种开放、创新、承担责

任的文化”。此外，阿里巴巴的合伙人制度得到了大股东软银的全力支持，软银董事长孙正义极度看好马云团队并坚信阿里巴巴的发展潜力，当阿里巴巴宣布实行合伙人制度时，孙正义公开发表声明表示全力支持，“阿里巴巴为股东创造了巨大的财富，其特殊的企业文化是其成功的核心”。鉴于马云在企业中的权威性以及管理层对阿里巴巴发展的重要性，即使另一大股东雅虎与管理层在控制权上的意见相左，也不敢轻举妄动。

3. 双层股权制度的经济效果

双层股权制度给京东和阿里巴巴带来了较为深远的影响。首先，双层股权制度有效巩固了管理层的控制权。京东和阿里巴巴的双层股权制度实践方式虽有不同，但都实现了巩固创始人控制的核心目的，刘强东掌握了京东 83.70%的绝对投票权，阿里巴巴则是通过“合伙人制度”几乎一劳永逸地消除了控制权旁落的可能性。其次，双层股权制度消除了外部投资者对公司的敌意收购动机，有利于公司的稳定和长远发展。由于双层股权结构下创始人团队掌握了绝对的控制权，避免了股权分散而导致的面对敌意收购时凝聚力低下的问题，增强了企业抵御恶意收购的能力，保证了企业经营的稳定性，避免因控股股东频繁变更而导致的内部管理混乱及业绩波动，减少管理层的短视行为。最后，双层股权制度促进了企业文化的传承与发展。在双层股权制度下，企业通过选拔与企业文化契合的管理层，最大程度的延续创始人团队的经营理念和价值观念。在阿里巴巴的招股说明书中将“合伙人制度”描述为运营、决策、文化结合的核心管理团队，其设立目的是保证“合伙人精神、确保公司的使命、愿景和价值观的持续发展”。

但是，双层股权制度使得创始人团队掌握了绝对的控制权，中小股东的话语权十分有限，一旦实际控制人的决策失误，可能给企业带来难以估量的损失。由于两家案例公司实行双层股权制度的时间相对较短，该制度所伴随的控制权和收益权的分离是否会导致较为严重利益侵占有待时间的进一步检验。

五、研究结论与启示

通过京东和阿里巴巴的双案例研究，我们发现对创始人控制权的保护是双层股权结构的最大特色，而科技创新型企业之所以主动选择双层股权制度是源于这类企业特有的成长周期及融资特征，此外，公司内部人与投资者之间的博弈等是科技创新型企业是否能成功采用双层股权制度的重要因素。在经济效果方面，双层股权结构制度作为一项包容性制度，是对单层股权结构的有益补充，在企业投融资过程中发挥了促进作用，有效巩固了管理层的控制权，抵御了敌意收购，促进了企业的稳定经营，并能在最大程度上延续创始人树立的企业文化。本文的研究贡献体现在三个方面。首先，现有关于双层股权制度的理论文献绝大多数以发达资本市场为背景，缺乏对于新兴市场国家的深入探讨。本文以案例研究为基础，进一步分析新兴市场国家双层股权制度的需求与实践，为双层股权结构制度在新兴市场中的治理作用提供了新的经验证据。其次，原有以中国为背景的研究主要停留在法律适用性的探讨阶段，

本文在案例分析的基础上提炼科技创新型企业主动选择双层股权制度的影响因素及经济后果，拓展了该领域的研究。再次，从实践层面看，在“大众创业，万众创新”政策及 IPO 注册制改革的宏观背景下，对于双层股权制度的研究和探讨有助于激发创新、创业活力，推进我国创新型国家战略的实施。

双层股权制度自 20 世纪 20 年代在美国兴起，已走过近百年的历史。相对于美国等发达国家，中国公司的双层股权结构制度实践相对较晚，在经济全球化和资本国际化的大潮中，一批中国优秀的科技创新型企业，如阿里巴巴、京东、百度等采用双层股权结构并在成功运用双层股权制度赴美上市，已有研究认为，双层股权制度在我国的众多实践领域均存在一定需求，包括海外上市企业、国际企业、国有企业及家族企业等^[21]，因而我国资本市场应当正视^[22]。2014 年 5 月，深交所总经理宋丽萍曾呼吁应为科技创新型企业实践双层股权制度预留空间⁷。2015 年 5 月 7 日，国务院发布的《国务院关于大力发展电子商务 加快培育经济新动力的意见》中，也曾要求有关部门研究鼓励符合条件的互联网企业在境内上市的相关政策。中国经济已步入新常态，经济结构必须转型升级，承认双层股权结构是促进科技企业创新发展的重要路径。本文认为，我国可以有条件地引入双层股权制度模式，构建双层股权结构的规则体系，并为其顺利实施给予相应配套政策。因此，本文提出以下四点政策建议：

第一，建议采取试点方式渐进推行双层股权结构制度。科技创新型行业是试行双层股权制度的可行选择，高科技行业创始人的控制权对于企业的未来发展至关重要，借助双层股权制度能有效抵御控制权收购的优势，保护对国家发展具有战略意义的优质企业，能够更好地促进我国经济结构的转型升级。

第二，健全信息披露制度，加强企业决策的公开透明性。在企业首发上市的时候，即对是否采用双层股权结构制度、拟采用何种形式的双层股权结构予以详细披露，详尽说明采纳此制度的必要性及对投资者的潜在影响，使公众股东事先知悉双层股权结构的事项和运行规则，在知晓风险的前提下自主地进行投资决策。

第三，完善公众投资者救济机制，为中小股东提供更多的维权渠道。中国的中小投资者规模庞大，中小投资者的话语权较弱，且因专业知识和能力的匮乏，往往是资本市场风险的承担者。因此建议创立对中小股东的风险提示制度，同时提供更多的维权方式，并建立相应的救济机制，促进我国证券市场的可持续发展。

第四，健全权力监督机制，防止控股股东的决策权滥用。双层股权结构导致决策权与所有权分离，此时公司利益相关者对于决策权的有效监督尤为重要。必须健全双层股权结构的外部监督机制，制衡利益冲突，防止控股股东滥用决策权。

虽然双层股权结构在公司投融资中发挥了重要的作用，但我们也应该清醒的认识到该制度实施过程中可能面临的弊端和困境，特别是在投资者法律保护不健全的条件下，该制度对

⁷ 2014 年 5 月，深交所总经理宋丽萍在“第四节中国（西部）高新技术产业与金融资本对接推进会”上发言呼吁：“针对由科技人才创立并主要依靠科研人员创新能力发展的企业，公司法、证券法在修订时，可以考虑为双层股权结构预留一些空间。”资料来源：网易财经。

中小投资者利益的潜在威胁。但是，潜在的困难并不应阻碍制度创新的步伐，我国监管部门应当在充分认识双层股权制度的优势的前提下，为我国企业自主选择双层股权结构制度预留空间，推动特殊股权结构类企业在境内上市，同时制定相应的制约机制，保护公众投资者利益，促进我国资本市场的持续健康发展。

参考文献

- [1] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [2] Smart, S., Zutter, C., Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual- and single-class IPOs [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(1): 85–110.
- [3] Gompers P A, Ishii J, Metrick A. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(3): 1051-1088.
- [4] Partch, M M., The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 1987, 18(2), 313-339.
- [5] Lehn, K., J. Netter, Poulsen A, Consolidating Corporate Control: Dual-Class Recapitalizations versus Leverage Buyouts, *Journal of Financial Economics* 1990, 27, 557-580.
- [6] Denis, D.J. and D.K. Denis, 1994, Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency, *Journal of Corporate Finance* 1, 94-118.
- [7] 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, 342-366.
- [8] Bebchuk, L., and Cohen A. The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 2005, 78 (2):409–533.
- [9] McGuire S T, Wang D, Wilson R J. Dual class ownership and tax avoidance [J]. *The Accounting Review*, 2014, 89(4): 1487-1516.
- [10] Bertrand M, Mullainathan S. Are Emily and Greg more employable than Lakisha and Jamal? A field experiment on labor market discrimination[R]. National Bureau of Economic Research, 2003.
- [11] Faccio M, Lang L H P. The ultimate ownership of Western European corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3): 365-395.
- [12] Mikkelsen, W.H. and M.M. Partch, The Consequences of Unbundling Managers' Voting Rights and Equity Claims, *Journal of Corporate Finance*, 1994, 1(2), 175-199.
- [13] Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 2002, 57(6), 2741-2771.
- [14] Khurana I K, Raman K K, Wang D. Weakened outside shareholder rights in dual-class firms and timely loss reporting [J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2013, 9(2): 203-220.
- [15] Tinaikar S. Voluntary disclosure and ownership structure: An analysis of dual class firms [J]. *Journal of Management & Governance*, 2014, 18(2): 373-417.
- [16] Del Guercio D. The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 40(1): 31-62.
- [17] Badrinath, S.G., G.D. Gay, and Kale J. Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial 'Safety-Net' Hypothesis, *Journal of Risk and Insurance* 1989, 56, 605-629.
- [18] Li K, Ortiz - Molina H, Zhao X. Do voting rights affect institutional investment decisions? Evidence from dual - class firms [J]. *Financial Management*, 2008, 37(4): 713-745.
- [19] Eisenhardt K M. Building theories from case study research [J]. *Academy of management review*, 1989, 14(4): 532-550.
- [20] 祝继高, 隋津, 汤谷良. 上市公司为什么要退市——基于盛大互动和阿里巴巴的案例研究[J]. *中国工业经济*, 2014 (1): 127-139.

[21] 吴新春, 邢梅等. 承认双层股权结构, 适应新型公司治理实践, 上海证券交易所研究报告, 2015.

[22] 陈若英. 论双层股权结构公司实践与制度配套——兼论我国的监管应对[J], 证券市场导报, 2014(3): 4-9.