

# 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

郑志刚, 邹宇, 崔丽

**[摘要]** 伴随新兴产业的快速发展,阿里创业团队在进行以业务模式创新为特征的人力资本投资时同时面临信息不对称和合约不完全问题。基于阿里合伙人制度的案例研究,本文研究表明,阿里借助合伙人制度事实上完成了创业团队与外部投资者之间从短期雇佣合约到长期合伙合约的转换,实现了阿里创业团队与外部投资者之间的信息共享和风险分担,节省了交易成本。合伙人制度由此不仅成为信息不对称下外部投资者识别阿里独特业务模式的信号,而且成为合约不完全下激励创业团队进行人力资本投资的重要控制权安排实现形式。与此同时,“长期合伙合约”下的马云创业团队事实上成为阿里“不变的董事长”或“董事会中的董事会”,实现了“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”,使交易成本进一步节省。但缺乏双层股权结构从B股转为A股的退出机制、依靠文化和价值观形成的“软”约束,以及创始人独一无二不可替代的作用都会为未来合伙人制度的执行带来某种不确定性。

**[关键词]** 合伙人制度; 双层股权结构; 控制权状态依存; 管理团队事前组建; 公司治理机制前置

**[中图分类号]**F271.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)10-0126-18

### 一、问题提出

2014年9月19日,阿里巴巴网络技术有限公司(以下简称阿里或阿里巴巴集团)在美国纽约证券交易所(以下简称美国纽交所)成功上市。从阿里的股权结构看,第一大股东软银(日本孙正义控股)和第二大股东雅虎分别持股31.8%和15.3%,远超阿里合伙人团队所共同持有的13%,而马云本人持股仅7.6%。然而,根据阿里公司章程的相关规定,以马云为首的34位合伙人有权力任命董事会的大多数成员,成为公司的实际控制人。传统上,我们习惯将外部分散股东对管理团队的聘

**[收稿日期]** 2016-07-13

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“独立董事激励机制的影响因素和激励效果——来自我国上市公司的证据”(批准号71272159);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’”(批准号71472177)。

**[作者简介]** 郑志刚(1970—),男,山西大同人,中国人民大学财政金融学院教授,博士生导师,经济学博士;邹宇(1994—),女,江西南昌人,中国人民大学财政金融学院硕士研究生;崔丽(1990—),女,北京人,美国约翰霍普金斯大学凯瑞商学院硕士研究生。通讯作者:郑志刚,电子邮箱:zhengzhigang@ruc.edu.cn。感谢在案例调研访谈过程中阿里研究院崔瀚文先生提供的大力支持和帮助。同时,感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

用概括为“资本雇佣劳动”,而将上述管理团队成为实际控制人的现象概括为“劳动雇佣资本”。

无独有偶,最近十多年来包括 Google、Facebook 等越来越多的新兴企业选择发行具有不平等投票权的双层股权结构股票(Dual-class Stocks)来实现创业团队对公司实际控制的目的,频繁演绎互联网时代“劳动雇佣资本”的神话。而美国等一些国家由于允许发行双层股权结构股票,成为百度、奇虎、搜房、优酷、猎豹移动、YY 语音等中国知名企业选择上市的目标市场。以京东为例,2014 年在美国纳斯达克上市的京东同时发行两类股票。其中,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。

由于合伙人制度和双层股权结构等通过“不平等投票权”的控制权安排在形式上似乎突破了以往流行的“股东利益保护导向”范式,被一些学者认为是公司治理从传统“股东利益保护导向”范式转向“利益相关者利益保护导向”范式的新证据。然而,本文注意到上述控制权安排模式呈现出一些与利益相关者理论与预测不尽相同的特征。①在双层股权结构和合伙人制度推出之前,无论马克思<sup>[1]</sup>从阶级斗争的视角揭示资本对劳动的剥削还是 Blair<sup>[2]</sup>呼吁应该由利益相关者“共同治理”,都反映了一个基本事实:资本对公司控制权的放弃显得不情不愿。而合伙人制度这一新控制权安排模式的出现表明,主要股东软银和雅虎心甘情愿地将阿里的实际控制权交给马云创业团队。②通过合伙人制度和双层股权结构所实现的不平等投票权并非像利益相关者理论所预期的那样由利益相关者共同分享控制权,经理人向全体利益相关者共同负责<sup>[3]</sup>,而是将控制权更加集中地掌握到阿里合伙人团队或持有 B 股的创业团队手中。上述新特征迫使我们去思考以不平等投票权为特征的新的控制权安排模式出现的现实合理性和理论逻辑。

基于阿里合伙人制度的案例研究表明,阿里创业团队在进行以业务模式创新为特征的人力资本投资时同时面临信息不对称和合约不完全问题。借助合伙人制度,阿里完成了创业团队与外部投资者之间长期合伙合约对短期雇佣合约的替代,实现了信息不对称下的信息的共享和合约不完全下的风险的分担,最终节省了交易成本。面对一些有潜质的项目存在被外部投资者逆向选择的可能性,合伙人制度首先成为信息不对称下外部投资者在众多潜在项目中识别阿里独特业务模式的信号和双方建立长期合作共赢“合伙人”关系的开始;而面对创业团队具有谋取私人利益损害股东利益的道德风险倾向,通过合伙人制度实现的长期合伙合约对短期雇佣合约的替代,外部投资者可以放心地把自己无法把握的业务模式相关决策交给具有信息优势同时值得信赖的“合伙人”马云创业团队;而对于由于合约不完全导致的创业团队未来遭受外部野蛮人入侵等股东机会主义行为的可能性增加的问题,合伙人制度通过对未来剩余分配具有实质影响的特殊的控制权安排,把马云创业团队与大股东之间雇佣与被雇佣关系转变为风险共担的合伙人,由此鼓励了他们在充满不确定性的阿里业务发展模式中积极进行人力资本投资;与此同时,“长期合伙合约”下的马云合伙人团队成为阿里事实上的“不变的董事长”或“董事会中的董事会”,实现了“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”。前者通过优秀人才的储备和管理团队磨合成本的减少,后者通过雇员持股计划的推出和共同认同的企业文化的培育,共同使阿里的管理效率得到极大提升,进而使交易成本进一步节省。在一定意义上,阿里主要股东软银和雅虎之所以愿意放弃对“同股同权”原则和传统股东主导的控制权安排模式的坚持,事实是向具有“业务模式发展引领者”的良好声誉和拥有以“与员工、供货商、银行和政府建立长期稳定关系为特征”的巨大社会资本,同时通过“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”极大提升管理效率的阿里创业团队——阿里合伙人团队支付溢价。

虽然在“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”等方面优于双层股权结构,然而,合伙人制

度并不具有后者从 B 股转为 A 股的退出机制。合伙人制度中依靠文化和价值观形成的“软”约束,以及创始人独一无二不可替代的作用都会为未来合伙人制度的执行带来某种不确定性。

本文的内容组织如下:第二节在利益相关者理论的基础上,结合来自控制权安排新实践的挑战,提出本文假说;第三节介绍阿里合伙人制度及其基本运行情况;第四节利用阿里合伙人制度的实践来检验第二节提出的假说;最后,总结全文。

## 二、理论假说的发展

长期以来,公司治理实践围绕公司控制权的安排存在着股东利益和利益相关者利益保护两种不同的导向。在 20 世纪 90 年代美国发生的 29 个州公司法变革被认为是公司治理实践中利益相关者利益保护导向新的开始。按照 1990 年美国宾州议会通过的 36 号法案,董事应该考虑受他们决策影响的股东、客户、员工、供货商、社区等所有利益相关者的利益,并寻求在所有利益相关者之间实现利益的平衡。由于包括合伙人制度和双层股权结构实现的“不平等投票权”控制权安排看似突破了以往股东利益保护导向,而被一些学者认为是公司治理从传统“股东利益保护导向”范式转向“利益相关者利益保护导向”范式的新证据。

### 1. 以不平等投票权为特征的控制权安排新实践呈现的新特征

利益相关者理论从资产专用性和资源关键程度的新扩展看似可以用来部分解释为什么持股比例微弱的马云及其合伙人团队可以获得对阿里的实际控制<sup>[2]</sup>。例如,马云创业团队的人力资本与软银和雅虎的投资一样全都是阿里的专用性资产;不仅如此,马云创业团队的人力资本还成为“掌握对企业持续生存所必需的关键资源的个人、组织和团体”,因而企业组织必须关注他们的需求。按照上述理论的一个简单预测是,由于阿里中马云创业团队资产专用性和资源关键程度的提高,阿里的控制权应该由马云创业团队与软银等股东分享,而不是由软银等股东独享。

然而,以不平等投票权为特征的新兴控制权安排模式选择实践呈现出与利益相关者理论预期相反的一些特征。①在双层股权结构和合伙人制度推出之前,无论马克思从阶级斗争的视角揭示资本对劳动的剥削<sup>[1]</sup>,还是 Blair<sup>[2,9]</sup>呼吁企业应该由利益相关者“共同治理”都反映了一个基本事实:资本对公司控制权的放弃显得不情不愿。1990 年美国宾州议会通过 36 号法案后很多企业宣布“退出”的反应很好地表明了这一点。而合伙人制度、双层股权结构这些新兴控制权安排模式的出现表明,不仅阿里主要股东软银、雅虎心甘情愿把控制权交给马云的创业团队,而且愿意购买并持有 A 股股票的外部分散股东用行动表明愿意接受持有 B 股的创业团队对公司实际控制的事实。②通过双层股权结构和合伙人制度所实现的不平等投票权并非像利益相关者理论预期的那样由利益相关者共同分享控制权,经理人向全体利益相关者共同负责,而是将控制权更加集中地掌握在合伙人或持有 B 股的创业团队手中。

本文的问题是:难道软银等股东不再认为其投资还具有专用性,或者说不再认为其投资是阿里的关键资源?为什么软银、雅虎心甘情愿(而不是不情不愿)地放弃控制权与马云创业团队的分享?①事实上,正如 Hart<sup>[3,4]</sup>所指出的,在利益相关者之间并不能通过简单的“控制权分享”来实现各自利益的保障。如果没有资金投入的其他利益相关者(诸如普通雇员等)与软银和马云合伙人团队一起分享阿里控制权,由于他们缺乏足够的可承兑收入(Pledgeable Income)表明其所做出的未来承担风险的承诺是可置信的,由此将对软银等股东未来投资激励产生影响。②让经理人向所有利益相关者负责将加剧经理人的道德风险倾向。向所有利益相关者负责的结果是使经理人具有一个扩大的诚信责任,原本在法律上难以证实的诚信责任变得更加模糊和无法证实。由于不同利益相关者的利益



并不一致,当损害一个利益相关者的利益时,经理人完全可以以保护另一个利益相关者的利益为借口。经理人所负责的利益相关者越多,经理人实际决策的自由度越大;对所有人负责,则可能意味着对任何人都不必负责。③利益相关者理论新扩展中所提出的资产专用性程度和资源关键程度由于缺乏经济研究十分看重的可检验的意蕴(Testable Implication)和明确的公司治理政策含义而在实践中缺乏可操作性。不难理解,确定哪个资源在企业环境中更重要,事实上如同确定哪种投资是专用性资产一样困难。企业的利益相关者各方将围绕资产专用性程度的高低和资源关键程度陷入无休止的争论中。因此,我们有必要发展新的理论来解释以不平等投票权为特征的新兴控制权安排模式出现的现实合理性和理论逻辑。

## 2. 假说:长期合伙合约对短期雇佣合约的替代

从公司治理控制权安排新实践,可以看到,以不平等投票权为特征的新兴控制权安排模式选择一定意义上超越了资产“谁”更专用,或资源“谁”更重要的“孰优孰劣”的争论和“优方”雇佣“劣方”,或“劣方”被迫让渡部分控制权给“优方”的模式,而是开启了“合作共赢”新模式。马云创业团队不仅作为阿里股份的实际持有人具有可承兑收入,而且通过与员工、供货商、银行和政府建立长期稳定关系形成巨大的社会资本,同时长期以来在新兴产业形成“业务模式发展引领者”的良好声誉。这些因素共同构成了阿里创业团队与软银等股东构建长期合伙合约关系的基础。而借助合伙人制度阿里最终从三个方面完成了马云创业团队与软银等股东从短期雇佣合约到长期合伙合约的转换,实现了交易成本的节省。①通过合伙人制度,马云创业团队成为软银等投资者值得信赖的合作伙伴,由此缓解了由于信息不对称引发的逆向选择和道德风险问题。伴随新兴产业的快速发展,阿里创业团队与外部投资者之间围绕业务发展模式的信息不对称程度加剧。这使得阿里创业团队不仅面临一些有潜质的项目存在被外部投资者逆向选择的可能性,而且创业团队本身具有谋取私人利益损害股东利益的道德风险倾向。而合伙人制度成为外部投资者在众多潜在项目中识别阿里独特业务模式的信号,进而成为马云创业团队与软银等股东建立长期合作共赢的“合伙人”关系的开始。借助合伙人制度所实现的长期合伙合约对短期雇佣合约的替代,软银等股东可以把自己无法把握的业务模式相关决策交给具有信息优势同时值得信赖的“合伙人”马云创业团队,实现信息的分享。②合伙人制度成为合约不完全下阿里创业团队防御野蛮人入侵等股东机会主义行为的重要门槛,因而成为鼓励创业团队进行更多的人力资本投资的控制权安排模式。除了信息不对称,马云创业团队与软银等外部投资者所签订的合约是不完全的。这使得创业团队未来遭受包括外部野蛮人入侵等股东机会主义行为的可能性增加。而合伙人制度的出现通过对未来剩余分配具有实质影响的特殊的控制权安排,将马云创业团队与软银等股东之间雇佣与被雇佣关系转变为风险共担的合伙人,由此鼓励了他们在充满不确定性的阿里业务发展模式中积极进行人力资本投资。③“长期合伙合约”下的马云合伙人团队事实上成为阿里“不变的董事长”或“董事会中的董事会”,通过“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”,实现交易成本的进一步节省。前者通过优秀人才的储备和管理团队磨合成本的减少,后者通过雇员持股计划的推出和共同认同的企业文化的培育,共同使阿里的管理效率得到极大提升。在一定意义上,阿里主要股东软银和雅虎之所以愿意放弃对“同股同权”原则和传统股东主导的控制权安排模式的坚持,事实是向具有“业务模式发展引领者”的良好声誉和拥有以“与员工、供货商、银行和政府建立长期稳定关系为特征”的巨大社会资本,同时通过“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”极大提升管理效率的阿里创业团队——阿里合伙人支付溢价。

基于以上讨论,本文尝试提出以下假说:以不平等投票权为特征的新的控制权安排模式选择通过从短期雇佣合约向长期合伙合约的转换,实现了交易成本的节省。

### 三、案例介绍:阿里合伙人制度

本节介绍阿里合伙人制度及其基本运行情况。本文采用的数据来自阿里公开发布的招股说明书、公司章程、年报以及阿里集团官网发布的公开信息等。

#### 1. 阿里合伙人制度运行的制度基础

2014年9月,阿里在美国纽交所上市。按照公司章程,在开曼群岛注册的阿里巴巴集团可变利益实体(VIE<sup>①</sup>)通过股权或协议(直接或间接)控制阿里巴巴集团旗下的320个子公司及其在中国运营不同网站的许可证和牌照等。图1为阿里的VIE组织架构,其中实线为股权控制,虚线为协议控制。这里看到,阿里在纽交所发行的并非Facebook、Google等国际IT巨头以及京东、百度等中国企业在美国上市通常选择的双层股权结构模式,而是普通股,实行一股一票。

从持股比例看,软银和雅虎分别持股31.8%和15.3%,成为阿里的第一大股东和第二大股东。阿里永久合伙人马云和蔡崇信分别持股7.6%和3.1%,其他高管和董事个人持股均低于1%。阿里合

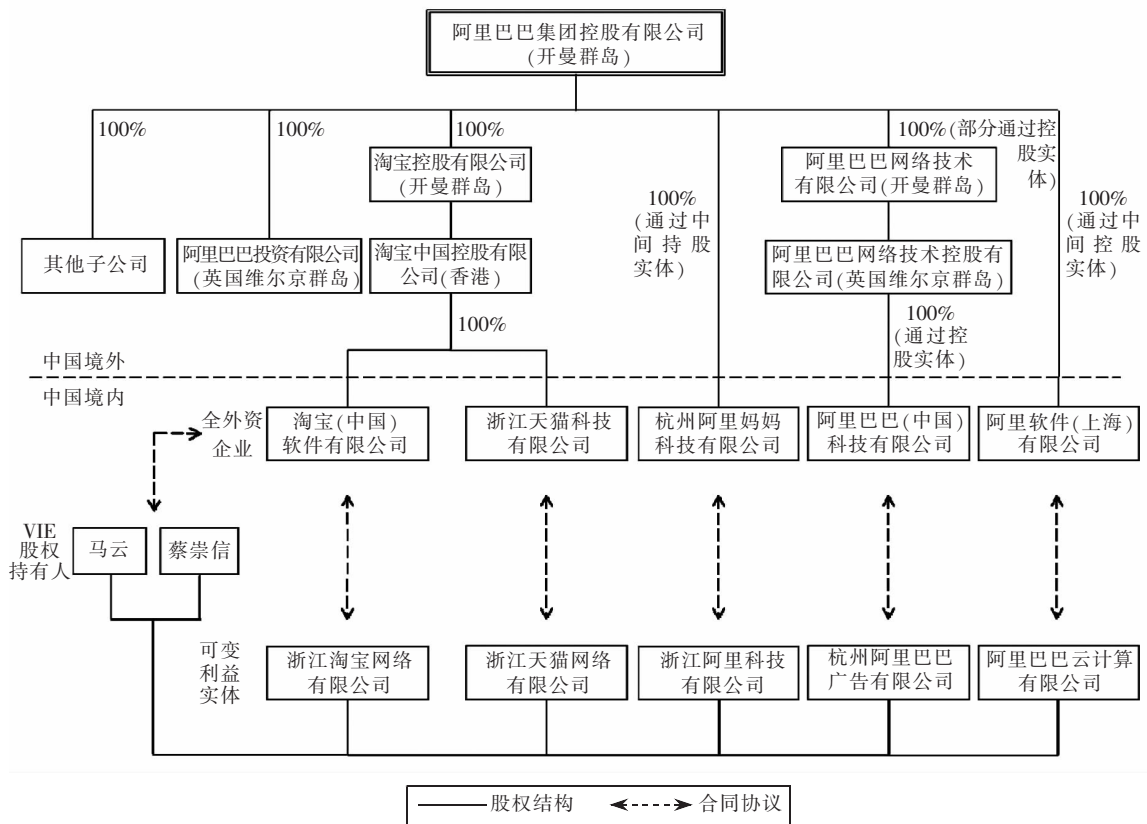


图1 阿里巴巴集团VIE结构

资料来源:阿里巴巴2014年年报。

① VIE是指境外上市实体与境内运营实体相分离,境外上市实体通过协议的方式控制境内运营实体,使该运营实体成为上市实体的可变利益实体。这种安排可以通过控制协议将境内运营实体的利益转移至境外上市实体,使境外上市实体的股东(即境外投资人)实际享有境内运营实体经营所产生的利益。一方面将利润、资产的合并报表呈报给境外投资者,另一方面以境内运营实体的身份面对法律和监管。

伙人团队合计持股达 13.1%。可以看到,无论马云本人,还是阿里合伙人团队整体,持股比例不仅远低于第一大股东软银,甚至低于第二大股东雅虎。虽然在公司治理制度层面,在美国上市的阿里同样设立了董事会、董事会委员会和高级管理层,但是这里按照“一股一票”的传统思维把软银理解为阿里控股股东,因而阿里董事会的实际组织和运行受到软银的影响,那就误入歧途。原因是,马云和他的永久合伙人蔡崇信与软银和雅虎在阿里上市前达成了一致行动协议。按照上述一致行动协议,软银超出 30% 的股票投票权将转交马云、蔡崇信代理,而在 30% 权限内的投票权将支持阿里合伙人提名的董事候选人。作为交换,只要软银持有 15% 以上的普通股,即可提名一位董事候选人出任董事会观察员,履行投票记录等事宜。该候选人将得到马云、蔡崇信的投票支持。雅虎则统一将至多 1.215 亿普通股(雅虎当时所持的 1/3,约占阿里总股本的 4.85%) 的投票权交由马云、蔡崇信代理。以上协议在马云持股比例低于 1% 时自动终止。上述一系列一致行动协议最终以公司章程等法律文件形式公布于众,并在软银等主要股东的支持下获得了股东大会的批准。按照阿里公司章程的相关规定,以马云为首的合伙人团队拥有对董事的特别提名权,可任命半数以上的董事会成员。而上述规定只有获得 95% 以上的股东选票(本人或代理)方可修改。通过上述制度安排,阿里确立了以马云为首的合伙人团队对阿里董事会组织发挥重要影响,从而实际控制阿里的法律地位和股东认同。这事实上构成阿里合伙人制度运行的制度基础。同时也是本文把合伙人制度与双层股权结构并列作为创业团队可供选择的“不平等投票权”控制权安排实现模式的重要原因。

## 2. 阿里合伙人制度的历史回顾

需要说明的是,阿里合伙人制度并非为了在美国上市而临时推出的制度安排。这一制度最早创立于 2010 年 7 月。因其创建于湖畔花园,故阿里合伙人制度又被称为“湖畔花园合伙人制度”。制度设立的初衷是延续马云等联合创始人最初创立公司的理想,实现公司既定的使命和愿景,希望通过合伙人制度的推出打破传统管理体系的等级制度,改变以往合伙人之间简单雇佣关系的治理模式,使不同合伙人形成共同的价值观和愿景反过来培育阿里独特的企业文化,以提升阿里的管理效率。按照阿里合伙人制度的相关规定,合伙人每年可以推选一次。推选时,需要由现任合伙人向合伙人委员会推荐和提名,并须获得至少 3/4 合伙人的同意,才能成为新的合伙人。阿里在 2014 年美国上市时合伙人的成员仅为 27 人,经过几轮推选,目前合伙人成员已达 34 人。被推荐的候选合伙人需要满足以下基本要求:品德高尚,正直诚实;认同阿里企业文化和价值观;在阿里或附属公司至少连续工作 5 年;对阿里有突出贡献;持有一定比例的阿里股票。不容忽视的是,在成为合伙人后,合伙人被要求任期前 3 年持股总数不能低于任职日所持股票的 60%,3 年后则不得低于 40%。

按照 2014 年阿里发布的包含合伙人年龄信息的公告,在当时的 30 位合伙人中,合伙人的平均年龄为 43.6 岁,平均工作年限为 13.3 年。2015 年后新增的 4 位合伙人全部为 80 后,因此阿里合伙人年轻的优势保持不变。在阿里目前的 34 位合伙人中,有 25 人来自阿里管理层,6 人来自蚂蚁金融服务管理层(其中彭蕾同时兼任集团和蚂蚁金融管理层),1 人来自菜鸟科技管理层,1 人来自阿里妈妈管理层(兼任集团移动事业群总裁),1 人来自农村淘宝。表 1 描述了目前阿里合伙人的基本情况。

需要说明的是,在阿里合伙人内部,并非没有科层等级,虽然合伙人制度推出的初衷是为了打破传统管理体系的等级制度。阿里合伙人至少可以分为三个层次。第一层次为目前只有马云、蔡崇信两人的阿里永久合伙人。永久合伙人可一直作为合伙人直到其退休、身故、丧失行为能力或被选举除名。永久合伙人在达到最低持股比例要求的合伙人中由即将退休或现任的永久合伙人指定产生。第二层次是作为阿里合伙人中的“常设机构”的合伙人委员会。目前该委员会由马云、蔡崇信、彭

表 1 阿里合伙人基本信息

名字	性别	年龄	入职年份	现任职务	所在关联公司
Jingxian CAI(蔡景现)	男	39	2000	首席工程师	
Li CHENG(程立)	男	41	2005	首席技术官	蚂蚁金服
Trudy Shan DAI(戴珊)	女	39	1999	首席客户官	
Luyuan FAN(樊路远)	男	43	2007	总裁,支付业务	蚂蚁金服
Yongxin FANG(方永新)	男	42	2000	总监,人力	
Simon Xiaoming HU(胡晓明)	男	46	2005	总裁	阿里云计算
Fang JIANG(蒋芳)	女	42	1999	副总裁,公司信誉与人力资源副执行官	
Peng JIANG(姜鹏)	男	42	2000	总裁	云 OS
Jianhang JIN(金建杭)	男	46	1999	总裁	
Eric Xiandong JING(井贤栋)	男	43	2007	总裁	蚂蚁金服
Zhenfei LIU(刘振飞)	男	44	2006	首席风控官	
Jonathan Zhaoxi LU(陆兆禧)+	男	46	2000	副主席	
Jack Yun MA(马云)+	男	51	1999	执行主席	
Xingjun NI(倪行军)	男	38	2003	首席工程师	蚂蚁金服
Lucy Lei PENG(彭蕾)+	女	42	1999	首席人力官,阿里集团;CEO,蚂蚁金服	蚂蚁金服
Sabrina Yijie PENG(彭翼捷)	女	37	2000	经理,国际业务	蚂蚁金服
Xiaofeng SHAO(邵晓峰)	男	50	2005	高级副总裁,总监,主席办公室	
Timothy A. STEINERT	男	56	2007	法律顾问与秘书	
Lijun SUN(孙利军)	男	/	2002	经理	农村淘宝
Judy Wenhong TONG(童文红)	女	45	2000	总裁	菜鸟科技
Joseph C. TSAI(蔡崇信)+	男	52	1999	执行副主席	
Jian WANG(王坚)	男	53	2008	技术委员会主席	
Shuai WANG(王帅)	男	41	2003	高级副总裁	
Sophie Minzhi WU(吴敏芝)	女	40	2000	市场批发业务总裁	
Maggie Wei WU(武卫)	女	48	2007	首席财务官	
Eddie Yongming WU(吴泳铭)	男	41	1999	主席	阿里健康
Sara Siying YU(俞思瑛)	女	41	2005	中华区法律顾问助理	
Yongfu YU(俞永福)	男	40	2014	移动事业群及阿里妈妈总裁	阿里妈妈
Ming ZENG(曾鸣)+	男	47	2006	执行副主席	
Jeff Jianfeng ZHANG(张建锋)	男	42	2004	中台业务总裁	
Daniel Yong ZHANG(张勇)	男	44	2007	首席执行官	
Yu ZHANG(张宇)	女	46	2004	副总裁,公司发展	
Ying ZHAO(赵颖)	女	/	2005	客户资金部经理	蚂蚁金服
Jessie Junfang ZHENG(郑俊芳)	女	/	2010	副 CFO,市场主管	

注:+为合伙人委员会成员;/表示无公开资料。

资料来源:作者根据阿里巴巴集团官网整理。

蕾、陆兆禧和曾鸣五名合伙人组成。该委员会负责主持合伙人遴选及其年终奖金分配等事宜。3年任期的合伙人委员会成员,经合伙人投票差额选举产生,可以连选连任。选举时,在目前合伙人委员会人数的基础上按照超额3人的人数限制提名下一届合伙人委员会成员候选人名单。票数最少的三人将无缘合伙人委员会,剩余候选人将组成新一届合伙人委员会。第三层次是在合伙人委员会下



面目前人数为 34 人的合伙人。不同于永久合伙人,一般合伙人一旦年满 60 岁或离职都必须退出合伙人。正常情况下,满足一定的年龄条件或服务要求的合伙人在退出后可被合伙人委员会推举成为荣誉合伙人。荣誉合伙人有权获得延期奖金作为退休金,但不具有合伙人的相应权利。对于那些未能履行合伙人的义务,不能践行公司的使命、愿景和价值观,存在欺诈、严重不当行为或重大过失的合伙人,可以经过半数出席的合伙人同意,免去其合伙人资格。通过以上三个层次,阿里事实上建立了以马云为核心的层级式的合伙人组织结构。图 2 描述了阿里合伙人层级式组织结构。

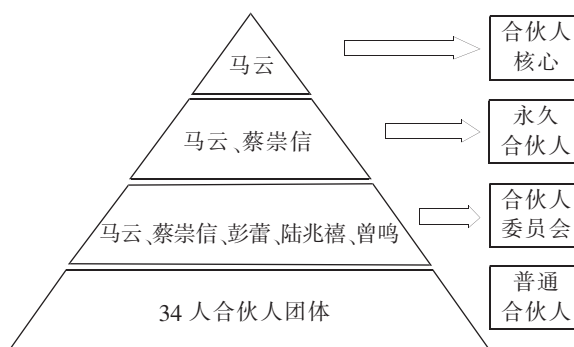


图 2 阿里合伙人内部架构

资料来源:作者根据阿里巴巴集团公开信息整理。

合伙人的收入则由两部分组成:一部分是承担阿里管理层实际工作获得的岗位薪酬,另一部分则是作为合伙人的分红收入。作为阿里管理层的一员,合伙人岗位薪酬部分的薪酬计划制定和实施与其他高管一样同样由阿里董事会决定。除了岗位薪酬,合伙人另外一个重要的收入来源是从合伙人奖金池中拿到的分红收入。每年年终,该分配比例由合伙人委员会按照每位合伙人对阿里文化、价值观、使命的贡献程度决定。合伙人资金池则是从公司累计留存收益中按照与股东事先商定的比例并经董事会同意注入。从上述薪酬和奖金分配顺序上,可以看到,合伙人排在非合伙人的管理层之后,成为阿里的剩余索取者。通过上述收入分配构架和对合伙人持股的相关限定,阿里合伙人制度将所有合伙人团队成员与软银等股东的利益紧紧捆绑在一起,共同作为剩余索取者和最后责任人来承担阿里未来的经营风险。

### 3. 合伙人对阿里董事会的组织

按照阿里在美国上市后发布的公司章程,合伙人对阿里董事会拥有特别提名权,可任命半数以上的董事会成员。被提名的董事候选人在股东大会上接受股东的投票选举。如果阿里合伙人提名的董事候选人未通过股东大会的批准,或因任何原因在选举后退出董事会,阿里合伙人则有权推荐新的人选出任临时董事填补空缺,直至下一次股东大会召开。而由阿里合伙人提名的董事候选人或临时指派者原则上需为阿里合伙人成员,且需要获得半数以上合伙人同意。包括独立董事在内的阿里其他董事则由阿里董事会提名与公司治理委员会提名,并经年度股东大会以简单多数原则表决同意产生。值得注意的是,公司章程规定,阿里合伙人的提名权等相关条款只有获得 95% 以上的股东选票(本人或代理)方可修改。这意味着马云合伙人团队对阿里的实际控制格局在正常情形下很难撼动。

表 2 报告目前阿里董事会和管理层组成情况。在目前组成阿里董事会的 11 位董事中,5 位执行董事全部由阿里合伙人提名。不仅如此,除了总裁 Michael Evans 外,其余 4 位执行董事均由阿里合伙人出任。合伙人身份的执行董事占到全部执行董事的 80%。董事会中 5 位非执行独立董事的提名则由阿里董事会提名和公司治理委员会负责。董事会成员中同时包括由第一大股东软银提名和委派的董事会观察员。值得注意的是,在阿里集团的董事和高管中,除了阿里合伙人提名的 4 名执行董事由合伙人出任外,其他诸如首席财务官、首席人力官等主要高管同样来自阿里合伙人。表 2 的阿里董事会和管理团队的构成和来源表明,合伙人在阿里管理团队的组建和维持阿里正常运营中处于举足轻重的地位。按照 2015 年财务报告的相关说明,董事会分为三个组,每组任期 3 年。



表 2 阿里董事会和管理层的情况

	名字	年龄	职位	董事所在委员会	是否 合伙人	由谁提名
董事会	Jack Yun MA(马云)	51	执行主席, 高管层	提名和公司治理委员会	是	合伙人
	Joseph C. TSAI(蔡崇信)	52	执行副主席, 高管层	薪酬委员会	是	合伙人
	Jonathan Zhaoxi LU(陆兆禧)	46	副主席		是	合伙人
	Daniel Yong ZHANG(张勇)	44	董事兼 CEO, 高管层		是	合伙人
	Masayoshi SON(孙正义)	58	董事	委员会观察员		软银
	CheeHwa TUNG(董建华)	79	独立董事	提名和公司治理委员会		提名和公司治理委员会
	Walter Teh Ming KWAK(郭德明)	63	独立董事	审计委员会, 薪酬委员会		提名和公司治理委员会
	J. Michael EVANS	58	董事兼总裁, 高管层			合伙人
	Jerry YANG(杨致远)	47	独立董事	薪酬委员会, 提名和公司治理委员会		提名和公司治理委员会
	Börje E. EKHOLM	54	独立董事	审计委员会		提名和公司治理委员会
11 人	WanLing Martello(龚万仁)	58	独立董事	审计委员会		提名和公司治理委员会
其他 高管	Lucy Lei PENG(彭蕾)	42	首席人力官		是	
	Maggie Wei WU(武卫)	48	首席财务官		是	
	Zhenfei LIU(刘振飞)	44	首席风险官		是	
	Trudy Shan DAI(戴珊)	39	首席客户官		是	
	Timothy A. STEINERT	56	首席法务官兼秘书		是	
	Jianhang JIN(金建杭)	46	总裁		是	
	Jian WANG(王坚)	53	技术委员会主席		是	
	Jeff Jianfeng ZHANG(张建锋)	42	中国零售市场总裁		是	
	Yongfu YU(俞永福)	39	移动互联网和阿里妈妈总裁		是	
	Simon Xiaoming HU(胡晓明)	46	阿里云计算总裁		是	
Sophie Minzhi WU(吴敏芝)	40	批发市场总裁		是		
12 人	Peng JIANG(姜鹏)	42	云 OS 总裁		是	

注:董事会和管理层于 2015 会计年度共收到 16900 万元、13000000 股认购权和 3801500 股的限制股权。

资料来源:作者根据阿里 2014 年年报和阿里官网公开资料整理。

#### 四、基于阿里合伙人制度案例的假说检验

从第三节的案例介绍中不难发现,阿里合伙人制度呈现出与以往控制权安排模式不同的新特点:①与传统模式由某一特定自然人成为公司董事长不同,阿里以合伙人团队集体履行正常董事会

组织中的董事长的部分功能,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”,实现了“铁打的经理人,流水的股东”局面;②主要由合伙人团队成员来出任阿里的董事和高管,负责阿里管理团队的组建和维持阿里正常营运管理;③阿里合伙人收入分配构架和对合伙人持股的相关限定将所有合伙人团队成员与软银等股东的利益紧紧捆绑在一起,共同作为剩余索取者和最后责任人来承担阿里相应的经营风险;④直到2014年在美国上市时才广为人知的阿里合伙人制度事实上早在2010年就已建立,只不过在上市时以公司章程的形式明确其在阿里董事会组织中的特殊作用。可以看到,以马云为首的阿里创业团队通过合伙人制度这一特殊的控制权安排形式,以有限的出资额,实现了对资产规模庞大的阿里集团的控制,演绎了互联网时代“劳动雇佣资本”的新神话。

本节基于阿里合伙人制度的案例来检验第二节提出的假说:以不平等投票权为特征的新的控制权安排模式选择通过从短期雇佣合约向长期合伙合约的转换,实现了交易成本的节省。

### 1. 构建长期合伙合约的基础:阿里创业团队作为“业务模式发展引领者”的良好声誉

2014年美国上市使合伙人制度引起广为关注之前,创立于1999年的阿里早已成为驰名全球的企业间电子商务(B2B)的著名品牌。由于2004年推出第三方支付平台——支付宝,阿里进一步在互联网移动支付业务声名鹊起。从2009年起人为打造的“双十一”网购狂欢节,在2015年11月11日创下全天交易额912.17亿元的记录。它不仅成为中国电子商务行业的年度盛事,并且逐渐影响国际电子商务行业。这些电子商务业务发展“领头羊”的良好声誉使得阿里在与外部投资者合作的讨价还价过程中居于十分有利的地位。此外,马云创业团队不仅作为阿里股份的实际持有人具有可承兑收入,而且通过与员工、供货商、银行和政府建立长期稳定关系形成巨大的社会资本。这些因素共同构成了阿里创业团队与软银等股东构建长期合伙合约关系的基础。

### 2. 长期合伙合约替代短期雇佣合约:信息不对称下的信息共享

当外部投资者习惯于基于现金流分析利用净现值法来判断一个生命周期特征明显的传统产业项目是否可行时,以互联网为代表的新兴产业快速发展使得他们甚至很难理解特定业务模式的现金流是如何产生的。可以看到,一方面,技术产生的不确定性使得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<sup>①</sup>;另一方面,由于缺乏专业的知识和分析能力,外部投资者总体精明程度下降<sup>②</sup>,不得不转而依赖引领业务模式创新的创业团队。因而,在互联网时代,大数据的出现在使投融资双方信息不对称问题有所减缓的同时,新兴产业快速发展反而使创业团队与外部投资者之间围绕业务发展模式的信息不对称加剧。

在围绕新兴产业业务发展模式问题上,马云创业团队与外部投资者同样面临信息不对称问题。这显然是由于马云创业团队长期引领业务模式的创新,与外部投资者相比,他们对业务模式的现状以及未来发展趋势具有更多的了解和把握。因而,阿里创业团队与外部投资者相比,对业务发展模式拥有更多的私人信息。面对资本市场各种鱼龙混杂的项目,希望寻找到具有潜在投资价值的项目的外部投资者由于信息不对称将面临逆向选择问题。这里可以将寻求外部资金支持的阿里创业团队与软银雅虎等寻找具有潜在投资价值的项目的外部投资者之间围绕信息不对称产生的逆向选择问题描述为如下的博弈过程。当马云并非以合伙人制度实现的“不平等投票权”而是传统的“股权至上”、“同股同权”控制权安排模式来进行外部融资时,由于信息不对称,业务模式的独特之处并不为外部投资者所知的阿里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(这一问题事实上还与合约不完全下的控制权安排有关,在接下来的讨论中进一步展开)显然并非马云创业团队所愿意看到的结果。作为由

于信息不对称所导致的逆向选择的后果,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阿里创业团队很难获得外部融资,另一方面外部投资者则很难找到具有投资价值的项目。此时,鼓吹合伙人制度的阿里对这些业务模式缺乏了解的外部投资者则发出了不同于以往“同股同权”控制权安排模式的新的信号。通过要求“不平等投票权”实现对公司的实质控制,马云创业团队明白无误地告诉外部投资者,“业务模式你们不懂,但我们懂,你们只需要做一个普通出资者就够了”。这一信号使阿里与其他基于“同股同权”的传统控制权安排模式的项目相区别,并在众多的项目中脱颖而出。可以看到,合伙人制度之所以成为识别具有潜质项目的信号与阿里创业团队所具有的良好声誉和巨大社会资本不无关系。在识别马云创业团队通过合伙人制度发出的信号后,外部投资者将进一步通过研究机构的分析和媒体的解读建立对马云创业团队进一步的信任,最终为马云创业团队与外部投资者建立长期合作共赢的“合伙人”关系打下坚实的基础。

合伙人制度由此成为外部投资者在潜在项目中识别阿里独特业务模式的信号,并进一步成为与马云创业团队建立长期合作共赢的“合伙人”关系的开始。

除了可能导致的逆向选择问题,马云创业团队与外部投资者之间围绕业务模式的信息不对称,在传统的股权至上的控制权安排模式下,还可能使创业团队通过隐蔽的业务流程进行关联交易以谋取私人利益。围绕业务模式的信息不对称在创业团队与外部投资者之间开展的新的博弈均衡是,一方面软银等股东理性地选择把无法把握的业务模式相关决策交给具有信息优势的阿里创业团队;另一方面,引领业务模式创新的马云合伙人团队为软银等股东带来更加丰厚的投资回报<sup>①</sup>。换句话说,在信息不对称条件下,软银等外部投资者以放弃控制权的方式向具有业务发展模式私人信息的阿里合伙人团队支付“信息租金”,鼓励他们“讲真话”,“办实事”,以此来改变他们可能具有的道德风险倾向。于是,在马云创业团队和软银等股东之间通过认同合伙人制度彼此确立了长期合作共赢的“合伙人”(合作伙伴)关系,实现了从短期雇佣合约向长期合伙合约的转化。最终,促使软银等股东可以放心地把自己无法把握的业务模式相关决策交给具有信息优势、同时值得信赖的“合作伙伴”马云创业团队。这事实上是本文观察到的随着以互联网为代表的新兴产业的快速发展,外部投资者开始逐渐放弃对“同股同权”和“股权至上”原则的坚持,转而接纳并允许创业团队以双层股权结构、合伙人制度等方式实现“不平等投票权”控制权安排背后的原因。毕竟,对于这些外部投资者,业务模式的把握并非所长。通过控制权分享甚至独占实现的业务发展模式的主导有时不是增加,而是减少外部投资者可能获得的高额投资回报。

在解决围绕新兴产业业务发展模式的信息不对称引发的道德风险和逆向选择问题上,双层股权结构具有与阿里合伙人制度类似的功能。一方面,双层股权结构构成持有B股的创业团队向外部投资者发出识别项目潜在投资价值信号的“市场解决方案”,成为分别持有A股和B股的股东建立长期合作共赢的“合伙人”(合作伙伴)关系的开始;另一方面,面对眼花缭乱应接不暇的新兴产业业务模式创新,把具有更大投票权比例的B类股票交给引领业务模式创新的创业团队持有将是外部投资者的理性选择。由此,在持有B股的创业团队和持有A股的外部分散股东之间建立长期合作共赢的合伙人关系。通过借助创业团队对业务发展模式的把握,外部投资者从基于互联网的新兴产

<sup>①</sup> 据新浪科技(<http://tech.sina.com.cn/it/2016-07-18/doc-ifxupavs8728520.shtml>)报道,2000年,软银向当初仍然是一家小型电子商务公司的阿里投资2000万美元,获得了阿里34.4%的股份。然而14年之后,当阿里在美国纽交所上市时,孙正义的软银所持有的股份市值达580亿美元。孙正义一夜暴富成为日本首富。该报道同时提到,股神巴菲特从14岁开始投资,到83岁近70年的时间,个人财富才超过580亿美元,而孙正义在阿里14年就达到了580亿美元。



业快速发展中分到一杯羹。上述功能的存在使得双层股权结构在美国等一些国家不仅没有由于受到对外部投资者权利保护不足指责而衰减,反而逆势上涨,成为很多新兴产业创业团队优先考虑的控制权安排模式。

### 3. 长期合伙合约替代短期雇佣合约:合约不完全下的风险分担

除了信息不对称,马云创业团队面临同样重要的挑战是与外部投资者签订的合约总是不完全的。传统的合约不完全理论<sup>[3,7,8]</sup>主要用来解释为什么股东以在股东大会投票表决的方式对公司资产重组等重要事项进行裁决,而成为现代股份公司的最终控制者。容易理解,在决定是否投资该公司的一刻,无论是投资者还是现代股份公司所聘用的职业经理人都无法预期企业未来是否会发生重大资产重组和经营战略的调整,因而外部投资者与职业经理人之间签订的投资合约总是不完全的。由于合约不完全,一旦投资,投资者将遭受职业经理人以资产重组等之名所行掏空公司之实的机会主义行为。预期到这一点,投资者显然并不愿意出资,这使得利用资本社会化和经理人职业化提升效率的现代股份公司无法形成。反过来,如果外部投资者享有该公司受法律保护的剩余控制权,即投资者有权通过股东大会投票表决的方式对未来可能出现的诸如资产重组等事项进行最终裁决,投资者就开始愿意出资,成为该公司的股东。通过上述控制权安排,现代股份公司在一定程度上解决了以往由于合约不完全所导致的投资者专用性投资激励不足问题,名副其实地成为“近代人类历史中一项最重要的发明”。

传统不完全合约理论的理论分析和政策含义主要针对资本相对稀缺,在与经理人形成的委托—代理关系中投资者处于信息劣势,因而资本处于资源配置中心的所谓“资本雇佣劳动”的制度背景。随着人类社会财富的积累和资本市场制度的发展成熟,特别是互联网金融时代所带来的基于大数据等数据基础和云计算等分析技术使得信息不对称程度缓解,外部融资门槛降低,以往相对稀缺的资本退化为普通的生产资料。需要资金支持的项目可以借助基于互联网的多种新金融模式实现外部融资,而不再受到资本预算瓶颈的限制。业务模式竞争背后更多反映的是“人力资本的竞争”。“劳动(创新的业务模式)雇佣资本(通过互联网实现外部融资)”的时代悄然来临。在劳动雇佣资本时代,作为新兴产业业务发展模式的引领者与管理效率的提升者的创业团队的人力资本逐渐成为稀缺资源,合约不完全所引发的事前专用性投资激励不足问题,从以往经理人利用资产重组掏空公司资产等传统经理人机会主义行为倾向,逐步被门外野蛮人入侵等股东机会主义行为威胁所代替。本文把上述分析总结为不完全合约理论在互联网时代的新扩展。

随着人类社会从原来“资本雇佣劳动”主导演进到“资本雇佣劳动”和“劳动雇佣资本”并重,甚至“劳动雇佣资本”占据主导,控制权安排的关键从倾向于物质资本到倾向于人力资本。但这并不意味着不完全合约理论的逻辑发生根本的改变。合约不完全下的控制权安排的重点依然在于解决面临机会主义行为威胁下专用性投资一方投资激励不足的问题。即通过将控制权交给进行专用性投资一方,避免其未来由于合约不完全被敲竹杠,以此鼓励其进行专用性投资。只不过这里的专用性投资既可以指物质资本,也可以指人力资本。在“资本雇佣劳动”范式下,物质资本成为专用性投资的激励对象,而在“劳动雇佣资本”范式下,人力资本则成为专用性投资的激励对象,从而成为控制权安排的关键。

不完全合约下控制权安排关键发生的上述转变事实上还与最近几十年资本市场出现的门外野蛮人闯入现象的频繁发生这一大的时代背景有关。发生在20世纪七八十年代的美国并购浪潮不仅使理论和实务界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,同时也使人们意识到外部接管对创业团队人力资本投资的巨大威胁。这就是近期通过万科股权之争而使中



国资本市场开始熟悉的“门外野蛮人闯入”现象。宝能通过举牌成为万科的第一大股东,一度曾提议召开特别股东大会,罢免以王石为首的万科创业团队。在美国等一些成熟市场经济国家,这种利用外部接管实现对企业的控制,甚至将创业团队扫地出门的“门外野蛮人闯入”现象更是屡见不鲜。其中最著名的例子是,乔布斯同样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,以业务模式创新为特征的创业团队的人力资本投资激励将大为降低。因而,没有对野蛮人入侵设置足够高的门槛将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。

正如已经意识到的,“门外野蛮人入侵”如同重大资产重组和经营战略调整一样都是合约通常无法预期和涵盖的内容,因而在一定程度上都与合约的不完全有关。那么,面对合约不完全下“门外野蛮人入侵”等股东机会主义行为威胁,如何改变创业团队由于担心被扫地出门而人力资本投资激励不足的现状呢?经历接管并购浪潮和对野蛮人入侵现象的反思,一度被认为违反“同股同权原则”不利于投资者权利保护的双层股权结构在鼓励创业团队在合约不完全下进行人力资本投资的价值重新获得了公司治理理论和实务界的认同,并成为以互联网为代表新兴产业中创业团队流行的控制权安排模式。美国互联网巨头 Facebook、Google,以及中国著名互联网企业京东和百度全都选择发行具有不平等投票权的双层股权结构股票上市。

而阿里在美国上市采用的合伙人制度很大程度类似于 Facebook、京东等采用的双层股权结构,即以有限的出资额实现了对公司的实际控制。给定面对不完全合约下创业团队未来被控股股东随时扫地出门等风险,以马云为首的创业团队并不情愿进行太多的以业务模式创新为特征的人力资本投资,这将使得阿里未来发展后劲不足。而这同样并不是包括软银在内的股东愿意看到的结果。在软银等股东的认同下,阿里创业团队以合伙人制度实现对阿里的实际控制,使得他们可以对不完全合约中尚未涉及的事项的事后处置具有重要的影响力。按照公司章程,合伙人对阿里董事会拥有特别提名权,可任命半数以上的董事会成员。预期到阿里未来的运营管理将牢牢地控制在以马云为首的创业团队手中,他们对未来被控股股东扫地出门,甚至外部野蛮人入侵等股东机会主义行为威胁变得不再担心。阿里合伙人团队由此将以极大的热情进行人力资本投资,不断创新业务模式,持续引领互联网行业的“天之骄子”阿里稳健发展。如果说,面对合约不完全,在资本雇佣劳动范式下为了鼓励资本的专用性投资应该通过产权安排使其成为拥有剩余控制权和剩余索取权的股东,那么,在劳动雇佣资本范式下则应该鼓励创业团队通过合伙人制度或双层股权结构等控制权安排形式来对公司未来不确定情形的事后处置具有更大的影响力。合伙人制度由此和双层股权结构一样不仅构成了防御野蛮人入侵等股东机会主义行为的重要门槛,而且成为合约不完全下激励创业团队人力资本投资的重要控制权安排实现形式。

在一定意义上,不完全合约理论在互联网时代的新扩展是对利益相关者理论关于决定控制权安排的专用性资产概念内涵的延拓以及资源依赖理论等思想的借鉴<sup>[2,9]</sup>。需要说明的是,不同于利益相关者理论强调控制权在不同利益相关者之间根据资产专用性程度或资源关键程度进行分享,遵循不完全合约理论的传统,这里强调控制权安排在给定的状态下是排他的,只不过在不同的状态下控制权安排可以进行状态依存(State-contingent)。回到阿里的场景,以提名主要董事为特征的阿里控制权或者在企业经营正常时由马云创业团队掌握,或者在马云持股低于1%时由软银等主要股东在掌握。但绝不会出现,控制权同时在阿里创业团队、股东以及普通雇员等其他利益相关者间分享,从而管理团队同时向所有利益相关者共同负责的局面。之所以是马云创业团队与软银、雅虎等股东之间控制权的状态依存,而不涉及其他利益相关者,则与普通雇员等其他利益相关者缺乏足够的可

承兑收入有关。按照 Hart<sup>[3,4]</sup>,如果没有投入资金的其他利益相关者同样成为剩余权利的所有者,由于其缺乏足够的可承兑收入来使外部投资者相信他们所做出承担未来风险的承诺是可置信的,将影响外部投资者未来投资激励。

综上所述,合伙人制度的出现通过对未来剩余分配具有实质影响的特殊的控制权安排,将马云创业团队与软银等股东之间雇佣与被雇佣关系转变为风险共担的合伙人,由此鼓励了马云创业团队在充满不确定性的阿里业务发展模式中积极进行人力资本投资。

#### 4. 长期合伙合约替代短期雇佣合约:通过“董事会中的董事会”实现管理效率的提升

前面分析表明,与双层股权结构类似,阿里合伙人制度通过长期合伙合约对短期雇佣合约的替代,实现了在信息不对称下的信息共享和合约不完全下的风险分担。除了上述共同之处,本文还注意到阿里合伙人制度不同于双层股权结构的独特之处。

(1)与通常由某一特定自然人成为公司董事长不同,“长期合伙合约”下的阿里合伙人团体集体履行正常董事会组织中的董事长的部分功能。按照公司章程,阿里合伙人不仅负责董事会中执行董事的提名,而且对董事会成员的更迭过程负有责任。例如,董事会成员任期内由于意外原因无法履行董事职责,阿里合伙人需要负责从合伙人团队中推荐新的人选出任临时董事,完成过渡,直至依据公司章程的相关规定产生新的董事。上述一系列规定使得阿里创业团队不再以雇佣者身份而是以合伙人(合作伙伴)身份成为阿里中事实上的“不变的董事长”或者说“董事会中的董事会”,实现了“铁打的经理人,流水的股东”局面。

(2)通过管理团队的“事前组建”,合伙人制度提升了阿里的管理效率。绝大多数的公司在上市时根据公司章程的相关规定,由代表不同股东利益的董事会提出候选管理团队名单,经股东大会批准这一流程来组建管理团队。阿里如果由第一大股东软银主导在公司成立时通过全球招聘形成一支管理团队,则来自不同地域和文化的个性鲜明有时甚至桀骜不驯傲慢自负的高管在形成一个高效率的管理团队前不可避免地需要经过长时间的磨合。在磨合过程中所形成的各种隐性和显性成本最终都将由股东“埋单”。例如,股东往往需要向经理人提供强的薪酬激励计划,以协调经理人与股东之间的代理冲突等。然而,如果观察阿里管理团队建立过程,在美国上市相关发布提及合伙人制度,并为人所知之前,阿里很早就开始运行合伙人制度,因而是典型的“先有管理团队,后有公司上市”。阿里合伙人制度创立于2010年7月,合伙人的人数也从早期的二十几人增加到目前的34人。按照阿里公司章程的相关规定,由阿里合伙人提名的董事候选人或临时指派者原则上均需为阿里合伙人成员,且需获得半数以上合伙人同意。表2表明,在阿里目前由11人组成的董事会中,5名执行董事全部由阿里合伙人提名。阿里80%的执行董事和几乎全部高管全都由阿里合伙人出任。可以看到,合伙人团队不仅事前形成阿里上市时管理团队的基本构架,而且成为阿里未来管理团队稳定的人才储备库。

(3)通过“事前组建”的管理团队,合伙人制度事实上同时实现了公司治理机制的前置。对于无法回避的公司治理问题,现代股份公司通过董事会监督、经理人薪酬合约设计等公司治理机制来减缓代理冲突,降低代理成本。而阿里通过“事前组建”的管理团队,预先通过共同认同的价值文化体系的培育和雇员持股计划的推行,使公司治理制度设计试图降低的私人收益不再成为合伙人追求的目标,从而使代理问题一定程度得以事前解决。可以看到,成为阿里合伙人的高管往往来自公司的核心团队,工作年限平均在10年以上。经过长期磨练,其文化价值观念与公司保持一致。这使得公司文化理念持续传承,延续公司的价值创造力成为可能。同样重要的是,阿里合伙人团队成员同时是雇员持股计划的实施对象,持有公司为数不少的股票。阿里合伙人制度由此通过事前长期共同

文化价值体系的构建、收入分配构架和对合伙人持股的相关限定,阿里在美国上市前,将所有合伙人从精神到物质(利益)紧紧捆绑在一起,与软银等股东共同作为阿里的最后责任人来承担阿里未来经营风险。通过公司治理机制的前置,阿里进一步实现了管理效率的提升。

综上,借助合伙人制度实现的在阿里创业团队与软银等股东之间从短期雇佣合约向长期合伙合约的转换,“长期合伙合约”下的合伙人团队成为阿里中“不变的董事长”和“董事会中的董事会”。通过事前组建“管理团队”和前置“公司治理机制”,合伙人制度使管理效率得到极大的提升。这是合伙人制度优于同样可以实现“不平等投票权”控制权安排的双层股权结构的地方。在一定意义上,软银等阿里主要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,是向具有良好声誉和巨大社会资本,同时“事前组建管理团队”和“公司治理机制前置”的阿里创业团队支付溢价。以上四个方面的讨论一定程度支持了本文第二节提出的假说,即以不平等投票权为特征新的控制权安排模式选择通过从短期雇佣合约向长期合伙合约的转换,实现了交易成本的节省。

### 5. 合伙人制度面临的挑战

合伙人制度与双层股权结构一样体现了面对新兴产业快速发展带来的业务模式的信息不对称和合约不完全下公司治理制度创新,成为新兴企业创业团队可资借鉴的实现“不平等投票权”控制权安排模式。如果说通过“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”实现的管理效率提升是阿里合伙人制度与 Google、Facebook、京东等采用的双层股权结构相比的优势,那么,阿里合伙人制度与双层股权结构相比存在哪些不足呢?概括而言,阿里合伙人制度作为控制权安排的实现形式主要存在以下不足。

(1)缺乏明确规范的退出机制。与双层股权结构相比,缺乏明确规范的退出机制是阿里合伙人制度设计存在的潜在缺陷之一。简单地观察发现,Facebook 在发行双层股权结构股票时同时规定: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 级股票。这意味着,如果创业团队对未来业务模式的创新仍然有信心,就由创业团队继续成为公司的实际控制人,引领公司向前发展;如果创业团队对业务模式创新和新兴产业发展趋势不再具有很好的理解和把握,适时地退出则成为明智之举。此时,通过把 B 股转为 A 股,创业团队重新把控制权“归还”给股东,由股东根据利益原则以及相关公司治理最优实践来选择能够为股东带来高回报的全新管理团队。因此,对于双层股权结构,控制权是在持有 B 股的创业团队与持有 A 股的外部分散投资者之间状态依存的。可以看到,与合伙人制度相比,不平等投票权在鼓励创业团队进行人力资本投资的同时,还设置了功能完善自由转换的退出机制,实现了从人力资本投资激励保护到物质资本投资保护的自然而过渡。

(2)制度中充斥“软”的标准。除实现公司控制目的外,阿里合伙人制度设计初衷还包括“避免官僚主义和等级制度”,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”。按照阿里合伙人制度的相关规定,新的合伙人将依据“品德、价值观,对公司的贡献”等产生,“合伙人既是公司的营运者,业务的建设者,又是文化的传承者,同时又是股东”。然而,上述“软”的无法在法律上证实,甚至不可观察的标准和规定很难在实际执行过程中形成共识,势必影响实际执行效果。这将为未来的阿里合伙人制度的持续推行带来某种不确定性。

(3)实施需要满足声誉良好等先决条件。本文注意到,并非所有的创业团队都可以通过推出合伙人制度而实现对公司的实际控制,而是需要满足一些先决条件。例如,创业团队在新兴市场是否已经具有类似于阿里的“业务模式发展引领者”的良好声誉和形成以“与员工、供货商、银行和政府建立长期稳定关系为特征”的巨大社会资本。这使得一些人担心,阿里推出的合伙人制度可能并不



完全适合所有的新兴产业创业团队的控制权安排选择,而是具有一定的不可复制性。出于同样的理由,创始人马云在阿里独一无二不可替代的核心作用同样使我们担心阿里合伙人制度无法复制。毕竟,离开马云的阿里还能否是阿里值得怀疑。庆幸的是,马云和他的阿里天然带着“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制度创新过程中所面临的新挑战。

这里把阿里合伙人制度与其他控制权安排的表现形式的主要差异总结在表 3 中。

**表 3 不同控制权模式下的表现形式差异**

控制权模式	股权至上	合伙人制度	双层股权结构	利益相关者
表现形式				
控制权安排模式	同股同权	不平等投票权	不平等投票权	控制权分享
控制权是否分享	股东独享	股东与创业团队控制权状态依存	股东与创业团队控制权状态依存	控制权在不同利益相关者之间分享
信息不对称	信息不分享	信息分享	信息分享	信息分享
合约不完全	风险不共担	风险共担	风险共担	风险不共担
管理团队事前组建	否	是	否	否
公司治理机制前置	否	是	否	否
短期雇佣合约/长期合伙合约	短期雇佣合约	长期合伙合约	长期合伙合约	长期合伙合约

资料来源:作者分析整理。

在近期发生的万科股权之争中,万科以项目跟投和员工持股为特征的事业合伙人制度被一些媒体批评为管理层掏空上市公司,实现内部人控制的手段。需要说明的是,阿里在美国上市推出的合伙人制度与包括万科在内的中国很多企业推行的事业合伙人制度并不完全相同。前者通过在与控股股东的一致行动协议和公司章程的明确规定,使合伙人对阿里董事会组织具有实质性影响。这使得阿里合伙人制度成为受法律保护的控制权安排行为。而万科等推行的事业合伙人制度则由于缺乏法律和股东的认同,在很大程度上演变为一种员工自组织行为。

## 五、结论与政策含义

### 1. 结论

有利于中小投资者利益保护的“同股同权”、“股权至上”等原则长期以来是各国企业控制权安排实践的标准范式。然而,最近几十年来各国涌现出的许多新实践不断挑战这些旨在保护外部投资者利益的通行原则。除了 Google、京东等所选择的发行双层股权结构外,阿里 2014 年在美国上市采用的合伙人制度同样成为“不平等投票权”控制权安排模式的新典范。持股比例远远低于软银和雅虎的马云通过合伙人制度实现了对阿里的实际控制,演绎了互联网时代“劳动雇佣资本”的新神话。

阿里之所以选择合伙人制度作为其控制权安排实现形式,很大程度体现了马云创业团队在进行以业务模式创新为特征的人力资本投资时尝试解决所面对的由于新兴产业快速发展所引起的信息不对称与合约不完全问题的努力。我们看到,以不平等投票权为特征的新的控制权安排模式通过用长期合伙合约替代短期雇佣合约,实现了长期合作伙伴之间信息的共享和风险的分担,节省了交易成本。<sup>①</sup>围绕新兴产业业务模式的信息不对称,阿里合伙人制度的推出使阿里与为数众多的基于“同股同权”的传统控制权安排模式的项目相区别,成为信息不对称下外部投资者识别阿里独特业



务模式的信号。合伙人制度由此成为面对信息不对称问题困扰的创业团队寻找到的逆向选择问题的“市场解决方案”,并成为阿里创业团队与软银等股东建立长期合作共赢的“合伙人”关系的开始。②由于新兴产业快速发展所带来的创业团队与外部投资者围绕业务发展模式的信息不对称,软银、雅虎等外部投资者将理性地选择把无法把握的业务模式的相关决策交给不断引领业务模式创新实践具有信息优势的马云创业团队,自己在放弃部分控制权后一定程度退化为类似于“储户”的资金提供者。在一定意义上,外部投资者以放弃部分控制权的方式向对业务模式具有专业知识,从而具有私人信息的创业团队支付“信息租金”,以此来解决由于信息不对称导致的道德风险问题。而通过合伙人制度在马云创业团队和软银雅虎等股东之间所建立的长期合伙合约使软银雅虎等股东可以放心地把自己无法把握的业务模式相关决策交给具有信息优势,同时值得信赖的“合伙人”(合作伙伴)马云创业团队。③面对由于合约不完全存在的创业团队被扫地出门、外部野蛮人闯入等股东机会主义行为威胁,合伙人制度的出现通过对未来剩余分配具有实质影响的特殊的控制权安排,把马云创业团队与软银等股东之间雇佣与被雇佣关系转变为风险共担的合伙人,由此鼓励了创业团队在充满不确定性的阿里业务发展模式中积极进行人力资本投资。合伙人制度因而不仅构成了创业团队防御野蛮人闯入的重要门槛,而且成为合约不完全下激励创业团队人力资本投资的重要控制权安排实现形式。④“长期合伙合约”下的阿里合伙人事实上成为阿里“不变的董事长”和“董事会中的董事会”,实现了“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”,使公司的管理效率得到极大提升。前者通过优秀人才的储备和管理团队磨合成本的降低来实现,后者则通过雇员持股计划的推出和共同认同的企业文化的培育来推动。外部投资者之所以愿意放弃对“同股同权”原则的坚持,事实是向具有“业务模式发展引领者”的良好声誉和拥有以“与员工、供货商、银行和政府建立长期稳定关系为特征”的巨大社会资本,同时通过“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”极大提升管理效率的创业团队支付溢价。

## 2. 政策含义

本文对于中国公司治理实践具有以下政策含义。①合伙人制度的出现是阿里在新兴产业快速发展过程中面对信息不对称和合约不完全问题时自发选择的市场化解决方案。阿里的实践再次告诉我们,理论是灰色的,但生命之树常青。这事实上同样是中国从改革开放以来持续进行市场导向的经济转型的背后原因,因为市场总会内生地创造出一些新的控制权安排模式以更加有效地适应外部环境的变化。就作者的有限知识,本文也是对阿里合伙人制度这一实践中全新的控制权安排模式背后所包含的现实合理性和理论逻辑的首次梳理和剖析。②从本文展示的阿里合伙人制度案例看到,软银并没有像预期的一样强调自己的第一大股东的身份,而是选择放弃控制权,在某些人看来不可思议地成为被马云创新团队这一“劳动”雇佣的“资本”。因此,在中国公司治理实践中,我们应该摒弃“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,像合伙人制度一样,实现从短期雇佣合约到长期合伙合约的转换。③未来中国资本市场应逐步放松对一股一票原则的要求,允许新兴产业创业团队以发行具有双层股权结构的股票上市,甚至像阿里一样推出合伙人制度。对于双层股权结构,不仅在形式上而且在实质上,创业团队与外部投资者的投票权是不平等的;而对于合伙人制度,尽管形式上是平等的,但通过与控股股东的一致行动协议和公司章程相关规定实现了投票权的实质不平等。是否有投资者愿意购买形式或实质具有不平等投票权的股票,并以什么价格购买,市场将会形成理性的判断。而上述制度的实际推出则不仅需要中国资本市场在法律层面突破上市公司发行“一股一票”的限制,而且需要赋予上市公司在公司章程等制定上具有更多的自由裁量权。

阿里在美国上市时, 时任 CEO 的陆兆禧先生在阿里放弃中国香港上市后曾提到, “今天的中国香港市场, 对新兴企业的治理结构创新还需要时间研究和消化”。阿里最终选择了允许以“合伙人制度”变相推出不平等投票权的美国纽交所上市。有趣的是, 当初以违反同股同权原则为由拒绝阿里上市的香港证券交易所在 2015 年中发布公告, 拟有条件允许公司采用“同股不同权”架构在港上市。

[参考文献]

- [1][德]马克思·卡尔. 资本论[M]. 北京: 人民出版社, 1968.
- [2]Blair, M. M. Corporate “Ownership”: A Misleading Word Muddies the Corporate Governance Debate [J]. *Brookings Review*, 1995, 13(1):16-19.
- [3]Hart, O. Corporate Governance—Some Theory and Implications [J]. *Economic Journal*, 1995, 105 (430):678-689.
- [4]Hart, O. Financial Contracting[J]. *Journal of Economic Literature*, 2000, 39(4):1079-1100.
- [5]Bolton, P., J. Scheinkman, and W. Xiong. Pay for Short-term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets[R]. NBER Working Paper, 2006.
- [6]Frieder, L., and A. Subrahmanyam. Executive Compensation and Investor Clientele [R]. Purdue University Working Paper, 2007.
- [7]Grossman, S. J., and O. D. Hart. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. *The Journal of Political Economy*, 1986, 94(4):691-719.
- [8]Hart, O., and J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm [J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98 (6):1119-1158.
- [9]Pfeffer, J., and G. R. Salancik. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*[M]. New York: Harper & Row, 1978.

**Partnership and Choice of Control Arrangement for Startup Team  
——A Case Study of Alibaba Group**

ZHENG Zhi-gang<sup>1</sup>, ZOU Yu<sup>1</sup>, CUI Li<sup>2</sup>

- (1. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China;  
2. Carey Business School, Johns Hopkins University, Baltimore 21218, U.S.)

**Abstract:** With the rapid expansion of emerging industry, startup teams like Ali are faced with two challenges from the information asymmetry and the incomplete contracts. Based on this case study on Ali, we find that Ali has transformed the short-term employment contract to long-term partnership agreement with partnership structure, sharing both information and risk, as well as saving transaction cost. Alibaba’s partnership not only sends investors signal on unique business model, but also becomes an important arrangement to motivate human capital investment under incomplete contract. In the meanwhile, the partnership structure makes Jack Ma’s startup team ‘constant board chairman’ as well as ‘head of the board’, achieving ‘building management team beforehand’ and ‘prioritizing company management’, as well as saving money. However, unlike dual-class stock, the lack of withdrawal mechanism from B to A as well as the irreplaceability of the founder may bring uncertainty to the executing of the partnership structure in the near future.

**Key Words:** partnership; dual class stocks; state-contingent control; building management team beforehand; prioritizing corporate governance mechanism

**JEL Classification:** G32 G28 G33

[责任编辑: 鲁舟]