

双重股权结构下的中小投资者利益保护

——基于 Facebook 收购 WhatsApp 的案例研究

李海英, 李双海, 毕晓方

[摘要] 企业股权安排的核心是寻求“控制权”和“现金流权”的有效匹配和均衡,基于股东同质性假定的“一股一票”投票权设计,因其与股东异质性现实的偏离,并不一定是唯一以及最优的匹配方式。以股东异质性客观事实为基础进行投票权制度创新,或许能提供新的洞见。本文以 Facebook 收购 WhatsApp 为研究案例,从股东异质性视角,采用案例研究方法探讨双重股权结构对创始人控制权保持和中小投资者利益保护的治理机理,及其产生中小投资者利益保护效应的作用路径。研究表明:创始人与外部股东在投资目的、资源基础,以及风险承担方面存在明显的差异,此时双重股权结构作为适应股东异质性现实的制度创新,能通过制度化控制权来源保持创始人控制权,并通过维持和保护独特的企业文化、贯彻企业长期战略、提升管理层抗压能力、提高管理层决策效率路径产生中小投资者利益保护效应。并且,这种中小投资者利益保护效应的产生依赖于基于心理所有权和资产专用性投入的创始人自我约束机制控制以及激烈的产品市场竞争约束。本文从股东异质性视角深化了对双重股权结构治理机理的理解,也为化解当前企业发展过程中的“融资与创始人控制权保持”矛盾提供了必要的实践启示。

[关键词] 双重股权结构; 创始人控制权; 中小投资者利益保护; 股东异质性

[中图分类号]F271 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)01-0174-19

一、问题提出

企业创始人通常对其所创立企业拥有强烈的心理所有权(Begley, 1995),他们怀着梦想,像哺育孩子一样创立企业、经营企业,由创始人控制企业,并将创始之初的企业理念或文化加以贯彻和传承,无疑对企业成长至关重要。Lerong(2008)发现创始人控制的企业通常需要较少的管理层激励措施,并能带来更好的企业绩效。然而,企业成长过程中往往需要多轮融资,相应地创始人的股权将经历多次稀释,如果创始人失去对企业发展方向、运营模式的控制,企业则可能夭折在外部投资者手

[收稿日期] 2016-11-16

[基金项目] 教育部人文社会科学基金青年项目“制度环境、公司层面股东权利配置与中小投资者利益保护”(批准号 13YJC630074); 国家自然科学基金面上项目“终极控制人、资本市场环境与企业风险承担”(批准号 71472096)。

[作者简介] 李海英(1974—),女,河北平山人,天津财经大学商学院副教授;李双海(1971—),男,河北平山人,四川大学商学院副教授;毕晓方(1978—),女,山东荣成人,天津财经大学商学院副教授。通讯作者:李海英,电子邮箱:lily209@163.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

中。2016年的“大娘水饺风波”显示,大娘水饺自2013年引入私募基金(CVC Capital Partners,以下简称CVC),并由其掌握企业控制权后,企业销售额连年下滑;餐饮企业俏江南在引入私募基金为其发展融资的过程中,创始人逐渐失去对企业的控制权,特别是在私募基金CVC取得企业控制权并将其转卖后,其创始人彻底从董事会出局,企业发展前景难测;房地产龙头企业万科则不断在创始人与资本方的控制权争夺中踟躇前行,尤其是1994年的“君万”之争,以及2015年开始的“宝万”之争,使企业的未来发展充满变数。而阿里巴巴和京东这些优质企业则为了保持创始人控制权并顺利融资,更是不惜远走他乡,赴美国上市。由此,产生了一个学术界和实务界亟待解决的现实难题:如何在企业融资过程中保持创始人控制,以有利于企业的长期可持续发展?进一步而言,如果通过制度设计保持了创始人控制权,那么又如何约束创始人的控制行为,保护其他出资人的利益,尤其是在企业上市以后,如何保护中小投资者的利益?这些问题不仅关乎企业的生存发展,而且对吸引优质企业,繁荣本国资本市场具有重要的现实意义。

创始人寻求企业控制权的渠道包括对物质资产的占有(Hart and Moore,1990),对专业技能和信息优势的掌握(Aghion and Tirole,1997),对资产、创意(Ideas)和人才等关键资源的接近和使用(Rajan and Zingales,1998),以及制度安排(Lawrence,2008)。王春艳等(2016)指出,由于来源于关系性资源和知识性资源控制权的不稳定性,以及来源于财务性资源的控制权将随着融资而稀释,通过制度安排保持对企业的控制权是创始人的重要选择。双重股权结构(Dual-class Share Structure)作为一种制度创新,能够较大程度上保持创始人及其团队对企业的控制权,并有助于维持和保护一种独特的企业文化。然而,双重股权结构对传统的“一股一票”股份平等原则的偏离,致使其受到广泛的质疑;而其在形式上促使股票上的“投票权”与“现金流权”产生分离,则被认为可能产生高昂的代理成本,并导致企业控制人对其他资本投入者进行利益剥夺。但是,美国作为允许企业设置双重股权结构的国家,其企业的蓬勃发展和资本市场的持续繁荣用不争的事实说明,在有效的制度设计下,双重股权结构不一定会盘剥中小投资者,相反中小投资者可能通过“搭便车”获得更好的投资收益,并能推动资本市场的持续繁荣。已有文献中关于双重股权结构的研究主要集中在从法律视角探讨股票上的“投票权”能否与“现金流权”分离(Alchian,1969),以及二者分离的法律边界(马一,2014);双重股权结构在稳定创始人控制权(王春艳等,2016),以及应对敌意收购等方面的积极作用(蒋学跃,2014);双重股权结构下由于“投票权”与“现金流权”偏离产生的代理问题(Bebchuk et al.,2000)及其可能带来的控制人攫取控制权私利问题(La Porta et al.,1999),较少关注双重股权结构可能带来的中小投资者利益保护效应及其作用机理。如何在保持创始人控制权的同时,保证其他资本方的利益,以确保治理效率,是双重股权结构必须直面的问题,这需要充分考虑企业控制权配置标准,并基于控制权理论,探讨双重股权结构在企业控制权配置机制中的选择动因及其作用路径。为此,本文试图从股东异质性出发,考虑创始人控制权来源的制度安排,通过对典型案例Facebook收购WhatsApp事件的过程及其效果进行分析,探讨企业引入双重股权结构的行为动机,分析其对中小投资者利益保护的作用机理,并尝试从股东异质性视角构建双重股权结构对创始人控制权保持与中小投资者利益保护的治理框架。

二、理论基础与分析框架建构

1. 股东异质性与投票权设计

(1) 契约理论下的投票权设计。依据契约理论,企业本质上是一系列契约(合同)的联结(Coase,1937),契约具有不完备性,从而导致了所有权安排的重要性(Hart,1995)。经典的不完全契约理论

通过剩余索取权和剩余控制权来界定企业所有权,并普遍认为最优^①的企业所有权安排是剩余索取权与剩余控制权尽量对应(Matching)(Milgrom and Roberts,1992)。早期的不完全契约理论强调物质资产所有权在投资激励中的关键作用,并认为物质资产所有权是剩余控制权的直接来源(杨瑞龙和聂辉华,2006),剩余控制权具体表现在投票权(Vote Right)上,拥有了投票权也就拥有了对契约中未写明事项的决策权(张维迎,1996)。投票权以及剩余索取权等权利附着在证券上,以证券为载体,并由公司治理相关的契约(主要包括公司法等相关法律,以及公司章程等)所规定和保护。

由于商业法规的“可塑性特征”(Enabling Feature),企业相关法律主要规定一些所有企业都会遇到的共性问题,比如企业的“股”和“票”不能分开出售,企业的重大交易活动必须通过投票决定,以节约讨价还价的成本,并应尽量多的给企业保留比较多的选择余地和自治空间,以使不同特性的企业可以根据自身情况进行个性化安排,充分发挥契约的灵活性。比如,美国绝大多数州的公司法律允许企业建立多种类型的投票制度;Delaware州的公司法律允许一股多票(甚至无票),允许给予债权人投票权,企业可以自由选择投票的方式,投票权是否可以累积,都可以由有投票权的人通过投票决定(Easterbrook and Fischel,1991)。因此,企业通常有较大的自由通过公司章程等设置投票权制度,而不是由法律强制性规定;企业采取什么类型的投票权制度,应该是所有参与者之间(显性或隐性)讨价还价的结果(张维迎,1996)。

(2)股东异质性现实下的投票权设计创新。在早期的不完全契约模型中,股东是作为一个同质的整体,相应地证券设计也往往遵循“一股一票”的投票权制度安排。并且,“一股一票”投票权制度设计所诠释出来的“股份平等”往往被阐释为民法平等原则在公司领域内的自然延伸,而其衍生出来的“资本多数决”则被描绘成一种经济民主理念,任何对“一股一票”偏离的投票权制度都要受到诸多的质疑(汪青松和赵万一,2011)。事实上,这种以无差异的资本作为企业内部权力配置的标准,隐含了一种股东同质性(Shareholder Homogeneity)逻辑假定。该假定是基于公司管理层滥用代理权进行自利行为的背景,在防范机制设计时的一种逻辑假定,并对传统的公司内部权力配置,尤其是投票权制度设计产生了深远的影响。Easterbrook and Fischel(1983)在对公司投票制度分析中指出:在特定的时间,特定公司的股东就他们对公司的希望而言是一个相当同质的群体。Blair and Stout(1999)则在其“团队生产模型”中明确指出:在股份价值最大化方面,股东拥有相对同质化的利益,由股东进行的复数投票可以较少导致寻租,并呈现较少的病态。

股东同质性是一种非常严格的假定,包含了“人性同质”和“利益同质”^②。在现实中,企业的不同股东除了持股数量不同以外,其自身的资源基础、对企业的利益诉求、对企业经营的关切度,以及其行使权利的方式和途径等可能存在明显的差异。因此,建立在以股东同质性为前提假定的“一股一票”投票权基础上的企业内部权力配置,并不如其形式上看起来那么客观、公正。^①其以无差异的资本作为企业内部权力配置标准所衍生出来的“股份平等”原则,强调企业内部权力配置时,作为股

① 在不完备契约下,企业所有权安排一般不可能达到帕累托最优。这里的“最优”仅仅是所有权安排的价值最大化原则(Value-maximum Principle)(张维迎,1996),指最接近帕累托最优,最有利于资源有效配置。并且,按照经济学逻辑,所有权赋予谁,并无价值判断,也不能说所有权拥有者的处境会更好,所有权只是达到最终目的的手段。

② “人性同质”主要包括资本层面的功能同质,即股东是无差异的资本载体;“股东能力同质”,即相同的缔约能力,信息获得和理解能力,对代理人测评、监督和约束的能力,不谋求超过资本份额的利益等;“股东目标同质”,即追求自身利益最大化,并对股东利益最大化有着相同的理解。“利益同质”则主要指股东之间以及股东与公司之间的利益是一致的(汪青松和赵万一,2011)。

权客体的股份(主要体现在资本方面)平等,而忽略了股权主体(股东)的个性化和差异化。虽然,民商法以“平等”原则为最重要的原则之一,企业制度在处理股东之间以及股东与企业之间关系时,也必须遵循这一基本原则,然而民商法强调的是当事人在法律地位上的无差异性,而股东同质性假定所推导出来的股份平等,则被简化为抽象的股权客体的股份“资本”方面的平等。^②由其派生出来的“资本多数决”原则以抽象的、形式上的“资本平等”掩盖了股东之间权利和义务的实质不平等(汪青松和赵万一,2011)。尤其是相关配套监管制度不够完善时,这种投票原则极易被大股东滥用,成为大股东盘剥中小股东,谋求控制权私利的工具。因此,尽管股东同质性假定可以简化企业内部权力配置的制度设计^①,并在很大程度上体现经济理论中的效率优先,尤其在对企业管理层滥用代理权自利行为的防范机制设计方面发挥了积极的作用。但是,其以资本平等代替股东平等的简单抽象,注定了构建于其上的投票权制度存在先天性不足,尤其是当这种“股份平等”的投票权导致企业的剩余索取权和剩余控制权配置出现更大程度的扭曲时,其可能带来极大的效率损失和实质上的不公平。

在不完全契约理论的发展中,物质资产不再被认为是企业权力的唯一来源,Rajan and Zingales(1998)认为企业并不是资产的简单集合,强调了创意(Ideas)和人才等关键资源的重要性,并指出权力的另一种来源:通道(Access)——接近和使用资产、创意(Ideas)和人才等关键资源的能力。Aghion and Tirole(1997)则将控制权进一步细分为实际控制权和名义控制权,强调了信息和专业决策技能的重要性,并将其作为控制权的一种来源。权力的各种来源中,除了来源于物质资产的权力通过法律对产权的保护实现外,来源于其他资源的权力主要通过知识壁垒实现(Miller and Shamsie,1996),或者隐匿于对方的依赖之中。然而,王春艳等(2016)发现这些基于知识壁垒或者对方依赖的权力通道,随着环境的变化具有不稳定性,容易发生控制权争夺,而通过双重股权结构制度安排将其契约化或法律化则有助于控制权的稳定。Lawrence(2008)指出,权力来源于资源配置,也可以来源于制度安排。如果企业股东在这些关键的权力来源资源方面存在很大的异质性(在这方面,兼具所有者、管理者和控制者多重角色的创始人与外部股东之间存在着显著的不同),通过投票权设计的制度安排无疑有助于控制权的稳定,而“一股一票”投票权设计显然无法胜任这一任务,因此,在股东异质性现实下,投票权设计面临创新的挑战。

经济学家们也逐渐认识到企业制度下股东的差异性,并开始将公司治理关注的重点转移到股东异质性以及异质性股东关系的处理方面。Kang and Aage(1999)指出:不同类型的股东具有不同的收益权和使用权,代理理论关于股东同质性的假定缺乏权威证据。Bagwell(1991)从股权供给曲线弹性视角界定了股东异质性(Shareholder Heterogeneity)。此外,大量的文献从投资者投资目的差异(Anabtawi,2006),股东的流动性需求差异和投资偏好差异(Wang and Liu,2014),股东利益最大化实现观点的差异(Bagwell,1992)等角度,探讨股东异质性及其可能产生的经济后果。毫无疑问,不同股东在投资目的、投资偏好以及认知等方面的巨大差异,导致其在股份持有和投票行为方面产生很大的不同,并在实质上承担着不同的风险,股东投票行为模型的构建,需要将这些变量包括进来(Edelman and Thomas,2005)。

^① Black(1958)针对“阿罗悖论”提出了单峰偏好理论(Single-Peaked Preference Theory),指出如果每个选民的偏好均为单峰偏好,简单多数规则可以产生唯一的均衡解,投票结果就可以避免“阿罗悖论”。这种单峰偏好,也是“股东同质性”的基本要义,可以简化现实中的投票规则,并为股东投票权制度的“资本多数决”原则提供相应理论支撑。Demsetz(1967)指出,如果企业的每项决策均需要其所有股东参与,公司将很快被高昂的谈判成本压垮。

企业内部权力配置实践中,也出现了大量迎合股东异质性的股权创新。比如,有负担股份(Encumbered Shares)^①的产生,以及类别股份^②的日渐流行;同时,投票权制度也在相应地进行着结构性变革。比如,股东大会决议在“资本多数决”原则上,开始引入类别股东表决制,以使经由股东大会决议形成的公司意志能够体现不同类别股东的意思表示;比如,在中国股权分置改革中,曾使用过的流通股和非流通股分类表决制^③;法国公司法明确规定:提请股东大会表决的特定议案,须经特定类别股东同意,才能获得通过(汪青松和赵万一,2011),并且通过建立股份表决权限制与排除制度,以矫正大股东与中小股东之间的决策权分配失衡。

总之,建立在股东同质性假定基础上的“一股一票”投票权设计,仅仅体现了“股份平等”而非“股东平等”,由此推导出来的“资本多数决”原则,也并不如设计者当初预期的那样能兼顾公平和效率。其对企业现实的偏离,致使“一股一票”投票权设计,并不比建立在股东异质性基础上偏离“一股一票”的投票权设计,更符合民商法的原则。股东异质性作为客观存在的事实,正在深刻地影响着投票权设计的理论与实践,以股东异质性客观事实为基础进行投票权制度创新,或许能构建出更符合法律的实质平等和效率原则的投票权机制。而法律作为适用于大多数企业的公共契约,通常需要给企业留有比较大的自治空间,以便更好地体现法律的实质公平和经济的效率原则。比如,美国很多州的公司法对公司股票的经济权利和投票权利不成比例以及相互分离,确立默认规则,这些问题几乎可以不受限制地通过私人协议改变(Hamermesh,2006)。

2. 基于股东异质性现实的双重股权结构:创始人控制与中小投资者利益保护分析框架

(1) 股东异质性现实下双重股权结构的合理性及其创始人控制权保持功能。双重股权结构作为一种类别股权创新,是指在企业投票权设计时,将投票权股份分为“一股多票”的普通股和“一股一票”的普通股,二者在收益权上是一致的,在投票权方面前者是后者的数倍,一般是2—10倍左右(蒋学跃,2014)。双重股权结构着眼于股东异质性,是股东在投资目的、资源占用,以及风险承担等方面的异质性在投票权上的一种体现。

创始人通常对所创立企业存在强烈的心理所有权(Begley,1995),其创办企业的目的除了金钱方面的考虑外,可能还存在对事业的追求、成就感、荣誉感、自我实现等。Hart and Holmstrom(2010)在讨论企业边界时,强调了管理者的“私人收益”在企业边界决策中的关键作用,指出完成战略目标是获得控制权的潜在原因。因此,创始人在创立、经营企业的过程中,通常把企业的经营发展当做其事业,进行大量的资产专用性投资,关注企业长期战略的实现,有强烈的愿望控制企业,并将创始之初的企业理念或文化加以贯彻和传承,为了保持企业的控制权甚至愿意牺牲部分金钱收益(蒋学

① 按创造方式不同,有负担股份可以分为有经济负担股份(Economically Encumbered Shares)和有法律负担股份(Legally Encumbered Shares)。前者是指将其他投资安排和股份搭配在一起,如股东在持有股份的同时持有空头头寸或其他衍生品,从而股东具有不同于纯粹剩余索取权的动机;后者是指那些被在投票上有法律障碍的股东持有的股份,如股东将股份出借给了空头卖方或者经纪人(Martin and Partnoy,2005)。

② 类别股份是指在企业股权配置中,由于认购股份的时间不同、价格不同、认购者身份不同,以及认购股份的交易场所不同,从而在流通性、权利和义务上有所不同的股份(罗培新,2004),常见的比如优先股份、多重投票权股份等。类别股份的出现至少可以追溯到19世纪晚期,这一时期美国铁路公司由于融资的需要,开始发行多种具有不同财务权利的股票类别,风险资本和债务资本的分界开始淡化(Skog,2004)。

③ 2004年12月7日,中国证监会为配合股权分置改革,发布《关于加强社会公众股东权益保护的若干规定》,明确提出实施分类表决制,以落实“国九条”对公众投资者合法权益保护,并作为过渡性政策措施助推股权分置改革。

跃,2014)。相比之下,企业引入外部股东的主要原因是为企业发展融资,因此提供资金是外部股东进入企业的重要功能,相应地获得对所投资金的资本回报是其投资的主要目的。当然,外部的产业投资者还可能谋求一些组织间合作利益,但这种利益来自于组织之间,并非要内化到组织内部,控制企业的生产经营^①。并且,创始人对外部股东的引入具有一定的控制能力,能够将其功能主要限制在资金提供领域^②。

在不同的投资目的下,创始人和外部股东具有不同的资源基础。创始人对企业的心理所有权及其作为企业的创立者和经营管理者的身份,促使其兼具财务资本、人力资本和社会资本于一身(张伟华等,2016)。创始人的财务资本体现在其对企业各种形式的物质资本的所有权方面;其人力资本体现在创始人的经营管理才能、经验以及创新能力等方面;创始人的社会资本则主要体现在其关系性资源及其数量和结构带来的价值(王春艳等,2016)。显然,创始人除了是企业的物质资本提供者,并拥有财务资本带来的控制权外,还是企业的非财务资源提供者,拥有企业管理者的信息优势和专业决策能力等人力资本资源,以及关系资本等社会资源,这些非财务资源也是其控制权的来源,但相对于法律通过产权对财务资本所有权的保护而言,具有不稳定性(王春艳等,2016)。在企业融资情景下,外部股东进入企业的主要职能是提供财务资本。当然,在融资的过程中,通过创始人与外部股东的相互搜寻和选择,促使外部股东在投入财务资本的同时,也注入了一些非财务资源,如投资银行等机构投资者的公司治理经验和资本市场运作经验,以及产业资本的市场网络和技术优势(张伟华等,2016)。但是,这些自然注入的非财务资本并非对企业的专用性投资。外部股东中的中小投资者为企业提供财务资本,并稀释创始人的控制权。

不同的投资目的和资源基础上,创始人和外部股东具有不同的风险承担。创始人专用性资产的大量投入,致使其成为被锁定的管理者,在企业经营中创始人承担着极大的风险。而创始人对企业的心理所有权,使其很少考虑使用资本市场机制(比如,通过资本市场的流动性,“用脚投票”)退出企业,进一步加大了创始人的风险承担。相比之下,外部股东可以通过“用脚投票”退出企业;并且,通过多角化投资,外部股东可以将其投资的某项单个企业经营不善的风险内化于其效用函数中,抵消单个企业的公司特有风险。这在一定程度上可以理解为资本市场的股票投资者通过风险分散实现了对投票权的替代。

创始人和外部股东在投资目的、资源基础,以及风险承担方面存在明显的差异,创始人有强烈的愿望控制企业的经营,并承担着相对较高的风险;外部股东通常不把投票权的行使作为其重要获利手段。并且,权利行使的外部性(Externality),致使外部股东往往没有很大的动力去行使投票权^③(Hart,1995),而是选择搭便车,即由其他股东行使权利并承担相应的权利行使成本,自己分享其他股东行使权利所带来的收益。Fama(1980)证实股票投资者通常由于持有的股票过于多样化,以至于缺乏对某一特定公司行使权利的兴趣。在某种条件下,外部股东甚至愿意将自己的投票权转移给创始人。

在“一股一票”投票权制度下,随着外部股东财务资本的增加,以及创始人非财务资源控制权通

① 如果产业资本进入企业的目的是获取组织内的利益,这就演化为一体化并购问题以及企业边界问题,超出了本文的研究主题。

② 在一定程度上,创始人可以选择融资对象,并控制融资速度。

③ 随着20世纪80年代股东积极主义兴起,机构投资者越来越关注投票权行使,但无论如何机构投资者的专业特长在公司治理和资本运作方面,生产经营管理非其专长,各国法律通常也会对机构投资者控制企业生产经营有所限制。

道的不稳定性,创始人对企业的控制权可能受到威胁,甚至引发控制权争夺。通过双重股权结构制度安排将非财务资源控制权契约化或法律化则有助于控制权的稳定。Blair(1995)也指出,对于对企业做了大量难以另作他用的专用性投资的利益相关者,应该从立法角度,赋予其对公司治理一定的影响能力。双重股权结构正是基于这些股东异质性的一种投票权制度创新,体现了通过契约化或法律化维持创始人控制权的一种逻辑。

(2)创始人投票权行使的创始人自我约束机制控制和激烈的产品市场竞争约束。尽管双重股权结构基于股东异质性现实,但其在形式上导致股票上的“控制权”和“现金流权”发生偏离,可能带来严重的代理问题,而对创始人利用控制权掠夺的担忧也使双重股权结构备受争议,但创始人自我约束机制和激烈产品市场竞争,可以约束和控制创始人的控制行为,促使双重股权结构发挥其治理效应。

创始人自我约束机制源自于创始人对所创立企业的心理所有权和资产专用性投入。创始人普遍对其所创立企业存在强烈的心理所有权(Begley, 1995),马云曾提及:我们是企业的父母,要掌握企业的未来;资本家是企业的舅舅,只能赚取利益。王石将资本市场上对万科的敌意收购称为:野蛮人叩门。心理所有权是对应于正式所有权的一个概念,由Pierce et al.(1991)在研究员工持股计划时提出,并希望以此解释正式所有权无法解释的一些所有权行为,心理所有权区别于法律层面的正式所有权,是心理层面的所有权,一种感觉目标物被自己所拥有的心理状态。Pierce et al.(2001)指出,心理所有权产生的根源在于个体3个基本的动机:效能追求、自我认同和个体空间,并由此产生了心理所有权的3条生成途径:①目标物控制。个体对目标物的控制能对其产生拥有感,进而容易将其看做自我延伸的一部分。同时,对目标物的控制强度与对目标物的拥有感正相关,强度越大,拥有感越强。②紧密了解。个体对目标物的紧密了解,能够促使自我形成与目标物的融合,从而个体对目标物产生拥有感。个体对目标物的了解越深刻,越关心目标物的命运,对目标物的拥有感就越强烈。③个体投入。个体对目标物在时间、努力、精力,以及注意力等方面的投入,能够促使自我与目标物产生融合,进而发展出对目标物的拥有感。个体对目标物的投入越多,对目标物的拥有感就越强。生成心理所有权的这三条途径相互关联,共同促成了心理所有权的产生。

创始人作为企业的创立者和经营管理者,在企业的创立初期,对企业资源拥有强力控制权并投入了大量的时间、精力和汗水;对自己一手创建的企业十分熟悉;这些都促成了创始人对所创立企业心理所有权的形成。并且,随着企业的发展,创始人的心理所有权进一步强化了其对企业的时间、精力等方面的投入,加强了创始人对企业的了解,从而更加强了创始人对其所创立企业的心理所有权,心理所有权的这种自我强化功能,贯穿在企业的创立和发展过程中,从而,创始人对所创立企业通常拥有强烈的心理所有权(Begley, 1995)。

心理所有权能够增强个体责任感(Avey et al., 2009),促进主人翁精神产生。因此,创始人对所创立企业的心理所有权能够加强创始人对企业的责任感,激发其内在约束动机。创始人通常将企业视为生命或家族事业的传承,对企业像生命一样的珍视,创始人对企业的经营和控制往往超越了纯粹的金钱等利益诉求(蒋学跃, 2014),因此心理所有权所激发的内在约束机制对创始人的控制行为往往发挥着异乎寻常的制约作用。Wasserman(2006)发现,在持股比例相当的情况下,相比于非创始人的高层管理人员,创始人存在更低的薪酬,并认为这是创始人对企业强烈的心理所有权所致。

创始人对所创立企业大量的时间、精力投入以及在经营管理中所形成的管理经验,逐渐形成创始人对企业的人力资本,创始人的这种人力资本不仅稀缺,且具有高度专用性特征,风险可分散程度低(张伟华等, 2016),从而创始人成为被锁定的管理者,这种风险难以分散的专用性资产的投入,在一定程度上可以约束创始人的控制行为。并且创始人专用性资产的投入与其对所创立企业的心

理所有权具有相互加强的作用,二者的共同作用对创始人的控制行为形成一个能够自我实现的创始人自我约束机制。但是,这种创始人自我约束机制的有效性依赖于创始人对所创立企业的心理所有权和资产专用性投入,所以双重股权结构一般都限制B类股自由转让,并设定多重投票权股份的退出机制,例如,如果持有人转让股份或者死亡,多重投票权自动转为一股一票的普通投票权。

此外,随时可能将企业淘汰出局的激烈的产品市场竞争是对创始人控制行为的外部约束机制。为了维持企业的生存和发展,对其产品市场份额的维持和提升的压力,促使创始人尽其所能地提高企业经营效率,提升企业价值而不是通过自利行为掏空企业。此时,产品市场竞争在一定程度上约束了创始人的自利行为,替代了控制权市场对企业控制人的约束功能。Gilson(1987)指出,产品市场竞争能够替代控制权市场对新兴行业公司的管理层进行监督。

(3)双重股权结构通过提升企业价值保护中小投资者利益。双重股权结构通过制度安排强力维持了创始人的控制权,在创始人的控制行为受到约束的条件下,可能带来对企业长期价值的提升功能,并保护中小投资者利益。①维持和保护一种独特的企业文化。稳定的控制权,有助于创始人将创始之初形成的企业文化加以贯彻和发展,进而深远地影响企业的各项决策和管理行为。陈若英(2014)指出,媒体类企业对出版物独特价值取向和风格的需求,往往迫切需要稳定的控制权制度安排。美国资本市场中采用双重股权结构的企业主要集中在媒体企业和IT科技公司(蒋学跃,2014)。②对企业长期战略的贯彻。稳定的控制权有助于创始人更注重企业的长期利益,在制定企业战略和策略时,更注重企业的长远发展(陈若英,2014),不需要为了股价等因素做一些急功近利的“表面文章”;在融资方式和资本结构方面拥有更大的自由空间,创始人可以选择最符合企业利益的融资方式和资本结构,而不必过多地考虑维持其控制权的措施。③加强管理层抗压能力。创始人稳定的控制权促使管理层决策时着眼于企业的长远利益,免受短视股东的压力(蒋学跃,2014),不易被错误的舆论或激动的中小股东所误导。④管理层决策效率的提升。创始人稳定的控制权能够加强创始人的控制权威,减少信息传递成本(蒋学跃,2014),有助于管理决策效率的提升。双重股权结构下,对企业文化的传承,对长期战略的贯彻,以及管理层抗压能力的增强和决策效率的提高无疑有助于企业价值的提升。由于中小投资者的投资目的主要在赚取投资回报方面,企业价值的提升无疑可以保护中小投资者的利益。

综上所述,在股东异质性现实下,创始人的控制行为受到基于心理所有权和资产专用性投入的创始人自我约束机制控制以及外部激烈的产品市场竞争约束时,双重股权结构设计既可以稳定创始人的控制权,又无需过分担心创始人控制权的滥用,有利于企业经营效率的提高和企业价值的提升,并能进一步保护其他投资者,尤其是中小投资者的利益。Ashton(1994)指出,企业发行不同投票权的股份,可以促使公司控制权转移到能够使其价值最大化的股东手中,促使企业控制权的潜在价值得以实现,进而实现帕累托最优。基于以上所述,本文构建的理论分析框架如图1所示。

三、研究设计与案例介绍

1. 研究设计

(1)研究方法。本文采用纵向单案例研究方法。本文旨在回答,在股东异质性现实下,为什么双重股权结构能够保持创始人的控制,并产生中小投资者利益保护效应;它是如何通过提升企业价值产生中小投资者利益保护效应的。属于“为什么”和“如何”的问题,同时本文研究焦点是当前问题,研究过程不能控制,适于采用案例研究方法。并且,本文试图通过对收购过程及其效果系统和深入的探讨,验证相关理论,完整地回答研究问题。Yin(1994)指出纵向单案例研究能够展示案例事件发

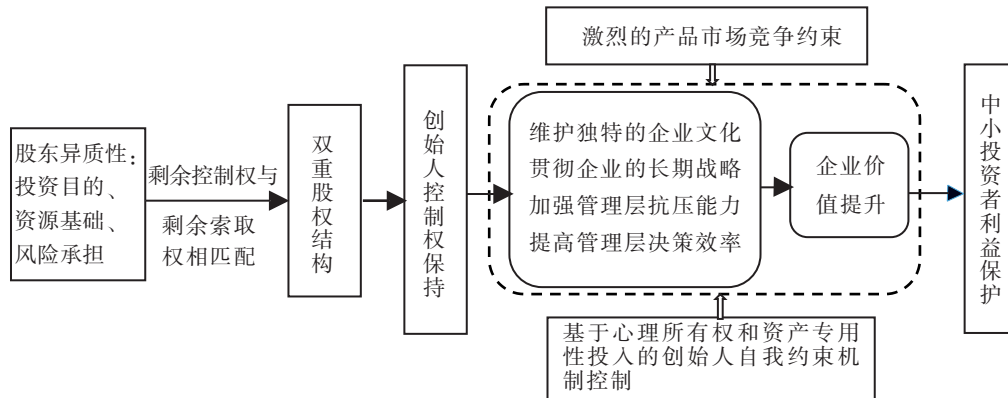


图1 双重股权结构对创始人控制权保持与中小投资者利益保护的治理模型

资料来源：作者绘制。

生的动态过程,有助于揭示变量之间的内在关系。基于以上原因,本文选择纵向单案例研究方法。

(2)案例选择。本文选择 Facebook 对 WhatsApp 的收购事件作为研究案例。本文的案例选择,主要基于以下考虑:①典型性。Facebook 是典型的采用双重股权结构的企业,从 2004 年企业创建到 2012 年 IPO 前,经历了多轮融资,创始人扎克伯格(Mark Zuckerberg)的持股比例从 65%下降到 28.1%,但依靠 2009 年开始实施的双重股权结构,以及代理投票权协议,在 2012 年 IPO 前,扎克伯格保持了 56.5%的投票权。并且 Facebook 所处的互联网行业竞争异常激烈;Facebook 对 WhatsApp 的收购事件速度快、估值高、市场反应忧虑,这些特征能有效匹配研究情景和研究问题,具有案例选择的典型性。②资料可获得性。Facebook 作为迅速崛起的社交互联网霸主,受到国内外学术界和媒体的高度关注。并且,作为上市公司,Facebook 具有比较完备的信息披露,从而能够多渠道获取档案和文件资料。

(3)数据收集。依据研究问题,本研究数据收集的重点在 Facebook 的股东构成、持股比例以及投票权比例,Facebook 的行业竞争、企业文化、发展战略、并购过程及特征以及并购后的市场反应。这些数据资料均来自于公开信息,主要包括:Facebook 的招股说明书、经审计的财务报告、扎克伯格的官方声明书、Facebook 的官方信息披露、数据调查公司的调查报告、雅虎财经的股价数据、扎克伯格的演讲以及新闻报道等。多元化的资料来源以及对同一资料的不同维度分析有助于形成三角验证,同时上述信息资料构建了相对完整的证据链,能较大程度上保证研究的建构效度和信度。

2. 案例介绍

(1)Facebook 的双重股权结构。Facebook 创办于 2004 年,当时创始人扎克伯格的持股比例为 65%,中间经历多轮融资,到 2009 年扎克伯格的持股比例被稀释到 25%,并通过双重股权结构维持创始人的控制。公司存在两种类别的普通股,B 类普通股和 A 类普通股。B 类普通股股东包括公司的 CEO、雇员、董事及其附属,其投票权为每股 10 票;A 类普通股投票权为每股 1 票,即 B 类普通股和 A 类普通股之间投票权比例是 10:1,B 类普通股股东只要至少能够代表公司普通股(包括 A 类普通股和 B 类普通股)的 9.1%,公司就将被 B 类普通股共同控制。同时,在公司 IPO 之前,创始人兼 CEO 扎克伯格与一些普通股股东签署了一系列与投票权有关的协议,其中包括:这些普通股股东按照其持有股权的比例,授权由扎克伯格对公司所有事项自由裁量,并授予扎克伯格对其所持股份不可撤销的代理权,这些协议在公司 IPO 以后仍然保持效力。按照 Facebook 招股说明书披露,这些授权股东包括一些公司董事和持股比例大于 5%的股东。公司 IPO 前后的股权结构如表 1 所示。

表 1 IPO 前后 Facebook 股权结构 单位:%

股东类别	持股人	职务或性质	A 类普通股股份		B 类普通股股份		总投票权	
			比例		比例			
			IPO 前	IPO 后	IPO 前	IPO 后	IPO 前	IPO 后
执行高管	Zuckerberg	首席执行官	—	—	28.1	32.2	27.9	30.9
	Zuckerberg 代理股份	代理股票权	36.1	1.1	30.4	28.8	30.5	27.6
	以上两项合计		36.1	1.1	56.6	59.8	56.5	57.6
	Sheryl K.Sandberg	首席运营官	—	—	*	*	*	*
	David A.Ebersman	首席财务官	—	—	*	*	*	*
	Mike Schroepfer	工程副总裁	—	—	*	*	*	*
	Theodore W. Ullyot	法律顾问	—	—	*	*	*	*
董事	Marc L. Andreessen		—	—	*	*	*	*
	Erskine B. Bowles		—	—	—	—	—	—
	James W. Breyer		—	21.4	11.3	*	11.2	1.4
	Donald E. Graham		—	—	—	—	—	—
	Reed Hastings		—	—	—	—	—	—
	Peter A. Thiel		—	2.9	2.5	*	2.5	*
其他持股超过 5% 股东	Accel Partners	风险投资	—	21.4	11.3	*	11.2	1.4
	DST Global	风险投资	31.2	*	5.3	5.4	5.5	5.2
	Dustin Moskovitz	联合创始人	—	—	7.5	8.9	7.5	8.5
	Goldman Sachs	投资公司	56.1	6.6	—	—	*	*
	T.Rowe Price Associates	投资公司	5.1	1.0	*	*	*	*

注:“-”表示不存在;“*”表示持股比例小于 1%。①按照 IPO 前 Facebook 的代理投票权协议(该协议在公司 IPO 后仍然有效),一些董事和持股超过 5% 的股票持有人授权给扎克伯格(Zuckerberg)不可撤销的投票代理权。②表中“以上两项合计”是指扎克伯格持股和代理股份总和,由于计算小数点误差,其与持股加代理股份之和数据有微小的差异,并且代理股份的存在使得股份存在重复计算,导致股份比例项的加总之和可能大于 100%。

资料来源:作者根据 Facebook 招股说明书编制。

在 Facebook IPO 之后,创始人扎克伯格通过双重股权结构以及代理投票权协议保持对公司的有效控制,IPO 后创始人和外部股东投票权变化,见表 2。

(2)WhatsApp 被并购前简介。WhatsApp 是一款应用于智能手机之间通讯的跨平台应用程序,于 2009 年创办,创始人兼 CEO 库姆,并购前拥有员工 50 多人,尚未盈利。WhatsApp 在全球具有较高的市场占有率。移动数据分析公司 Onavo 调查得到的即时通讯 APP 的全球市场分布如表 3 所示。Facebook 的收购声明显示,并购前 WhatsApp 用户总量超过 4.5 亿人,而日活跃用户比例高达 70%,新注册用户每日超过 100 万人,并且,即时通讯用户黏性高、可作为其他应用入口等特点,使移动即时通讯应用成为众多厂商的竞争重点。

(3)并购过程及特点。2014 年 2 月 20 日, Facebook 宣布收购移动通讯应用 WhatsApp。在声明发布后,Facebook 召开的电话会议中,扎克伯格称 WhatsApp 的创始人兼 CEO 库姆是位“有思想的合作伙伴”,两人在大约 11 天前的周日晚上第一次谈起收购事项。收购协议方案中,Facebook 支付总价约 190 亿美元。交易过后,WhatsApp 品牌继续保留,其创始人库姆进入 Facebook 董事会。

Facebook 并购 WhatsApp 的典型特点:①并购速度快,这场耗资 190 亿美元的并购活动,耗时仅 11 天,可以称为闪电收购;②并购金额高,高达 190 亿美元的收购总价,当时被认为是继 2001 年美国在线与时代华纳合并后,互联网行业规模最大的并购交易;③市场反应忧虑,190 亿美元收购一家

表 2 IPO 后创始人和持股比例 5% 以上外部股东的投票权变化 单位: %

时间	创始人投票权	外部股东投票权				
	扎克伯格	Dustin Moskovitz	Eduardo Saverin	Fidelity	BlackRock	Vanguard
2013-03	67.2	8.3	6.3	—	—	—
2014-02	61.6	6.9	6.9	1.8	—	—
2015-03	60.1	6.2	6.1	1.8	1.5	1.4
2016-03	60.1	6.3	6.1	1.9	1.6	1.7

注:“—”表示该公司持股比例未达到 5%,未在 Facebook 股权结构报告中披露。

资料来源:作者根据 Facebook 股权结构报告编制。

表 3 即时通讯 APP 的全球市场分布 单位: %

区域	国家	FB Messenger	Kakao Talk	Line	Pinger	WeChat	WhatsApp
盎格鲁	美国	12	1	1	8	1	9
	加拿大	17	1	2	—	2	18
	英国	15	—	1	—	1	49
	澳大利亚	19	1	4	—	5	22
拉丁美洲	阿根廷	29	—	—	—	—	96
	巴西	32	—	4	—	—	90
	哥伦比亚	27	—	26	—	—	96
	墨西哥	31	—	14	—	—	94
欧洲	德国	29	—	1	—	—	91
	西班牙	13	—	44	—	—	99
	法国	19	—	1	—	—	17
	意大利	33	—	3	—	—	93
亚洲	中国	—	2	11	—	82	15
	香港	21	3	46	—	53	96
	日本	18	9	71	—	6	8
	韩国	6	95	12	—	—	3

注:“—”表示市场占有率小于 1%。

资料来源:作者根据 Onavo 公司调查数据编制。

仅 50 多人尚未盈利的初创企业,社会各界对如此高的交易价格表现出忧虑,Facebook 股价也在第二天的盘前交易中下跌 2%。

四、案例分析与发现

作为多年采用双重股权结构的上市公司,Facebook 的创始人与外部股东存在明显的差异性,而其对 WhatsApp 的收购活动和收购后的市场反应,为本文分析双重股权结构对创始人控制权保持,以及中小投资者利益保护提供了研究契机。本文通过对案例研究中所搜集数据的深度分析,揭示了在股东异质性现实下,双重股权结构对创始人控制权保持和中小投资者利益保护的治理机理,发现了双重股权结构的中小投资者利益保护路径。

1. 双重股权结构的股东异质性现实及其对创始人控制权的保持

从表 1 中可以看出,Facebook 的股东类型主要包括创始人兼 CEO 扎克伯格及其管理团队的管理层股东和以机构投资者为代表的外部股东。IPO 前,管理层持有 B 股股份,扎克伯格还拥有

36.1%的A股代理投票权,管理层投票权合计69.4%。其中,扎克伯格的投票权高达56.5%,保持绝对控制。IPO后,一些董事开始持有一些A股,但管理层仍以持有B股为主,管理层投票权合计59.8%,其中扎克伯格投票权57.6%,仍绝对控股。相比之下,以机构投资者为代表的外部股东,在IPO前后主要持有A类普通股,也持有少量的B类普通股,并且很多人与扎克伯格签署了代理投票权协议,外部股东投票权只有一家风险投资公司超过10%,为11.2%。表2显示,IPO后,扎克伯格仍然以大比例投票权保持对公司的绝对控制。

从IPO前后的股权变动可以看出,创始人与外部股东在投资目的上的差异。扎克伯格通过双重股权结构和代理投票权始终对公司绝对控股,显示了创始人控制公司的强烈愿望。外部股东则在通过IPO获得满意的回报后大量撤出或减持股份。表1显示,投资公司Goldman Sachs和风险投资公司DST Global在IPO前分别持A股56.1%和31.2%;IPO后分别降至6.6%和1%之下。可见其持有公司股票的目的主要是赚取投资收益。实质上,扎克伯格作为公司的创始人兼CEO,除了投入财务资源外,还投入了大量的人力资本等关键性资源,从最初的一个创意到迈出校门成为社交网络霸主,扎克伯格投入了大量的心血和汗水。同时,扎克伯格借助在公司运作和组建方面经验丰富的帕克重组公司,将公司牢牢掌控在创始人手中。显然,扎克伯格的关系性资源促进了企业的发展。

表1和表2显示,自公司IPO以来,创始人扎克伯格始终保持对Facebook的绝对控制,从而限制了资本市场为保护股东设计的流动性机制功能的发挥,即“用脚投票”退出公司的机制设计,进而使扎克伯格承担了较大的风险。同时,他在培育公司过程中投入的大量人力资本进一步加大了他的风险承担。相比之下,外部股东在获取投资收益的目的下,主要投入了财务资源,IPO后的大量减持,显示了其在通过资本市场退出通道降低风险。可见,外部股东具有较低的风险承担。

Facebook股东在投资目的、资源基础以及风险承担方面存在的明显异质性,促使外部股东缺乏主动行使投票权的动力,很多人甚至愿意把自己的投票权授予扎克伯格^①。创始人扎克伯格不仅有强烈的愿望控制企业,并且承担着相对较大的风险。通过双重股权结构设计,促使投票权稳定在创始人扎克伯格身上,无疑更有助于满足不同类型股东的利益诉求,并且更符合契约理论的风险承担和决策权匹配的原则,有助于公司的长期发展和经营绩效提高。

2. 创始人控制权行使的自我约束机制和激烈的产品市场竞争约束

双重股权结构稳定企业控制权的功能,弱化了传统内部治理机制以及外部控制权市场的监督和约束。对控制人掠夺其他股东的担忧,是双重股权结构饱受质疑的重要原因,若没有对控制人权力有效的监督和控制,双重股权结构无论如何都不会被社会各界所接受。

创始人对所创立企业强烈的心理所有权(Begley, 1995),能够加强创始人对企业的责任感和主人翁精神,激发创始人的内在自我约束动机。而创始人对企业大量的专用性人力资本投资进一步加强了创始人的心理所有权,并加重了创始人的风险承担,二者的共同作用形成了对创始人控制的自我约束机制。扎克伯格在创立和哺育Facebook企业新生命过程中,投入了大量的精力和时间,并且他不仅把公司当做一个商业,更是一份事业,一份理念的彰显,正如其在招股说明书里所说:“Facebook是为了提供更好的服务而挣钱,而不是为了挣钱而提供服务”,“Facebook相信将拥有机会为世界带来重大影响,并建立一家基业长青的公司”。蒋学跃(2014)指出,当创始人把企业视做生命或事业传承,对公司战略发展存在重大影响时,金钱的激励会让位于声誉机制,声誉机制将对创始人控制行为产生异乎寻常的制约作用。显然,创始人扎克伯格以企业发展为事业的追求,促使其

^① 如IPO前,扎克伯格与一些董事和持股超过5%的股票持有人签订了授权给扎克伯格不可撤销的投票代理权协议。

对企业的经营和控制远远超越了纯粹的金钱等利益诉求。扎克伯格一直保持对 Facebook 的高比例投票权,也体现了他控制企业的强烈愿望和努力。甚至,在扎克伯格的请求下,公司薪酬委员会同意其从 2013 年开始只领取 1 美元的基本薪酬;而在 2011 年,扎克伯格获得薪酬总额 148.7 万美元,这一薪酬总额中包含了基本年薪、奖金及其他报酬;首席运营官雪莉·桑德伯格 2011 年的总薪酬则为 3087.3 万美元。对薪酬的较低需求正是创始人心理所有权的体现(Wasserman,2006),体现了基于心里所有权和资产专用性投入的自我约束机制对创始人控制行为具有的巨大约束作用。并且,Facebook 规定了 B 类股份股东向社会公众出售股份时,这些被转让的 B 类股份将自动转变为 A 类股份,从而将 B 类股份与特定股东绑定。

激烈的产品市场竞争也促使创始人为了企业的生存和发展,尽其所能地提高企业价值,从而在一定程度上替代了控制权市场对企业控制人的约束功能。2012 年,Facebook 在其招股说明书的“风险因素”中指出:“Facebook 从事的行业竞争异常激烈,竞争对企业业务是一种持续威胁”,“谷歌、推特的竞争是 Facebook 持续的威胁”,包括谷歌、微软、推特以及韩国的 Cyword、日本的 Mixit 等公司均是其重要的竞争对手。招股说明书还指出:如果 Facebook 不能留住现有用户或增加新用户,或者用户降低与 Facebook 的互动,其财务数据可能严重受损。显然,这种稍有不慎就被淘汰的激烈的产品市场竞争,激励和迫使创始人尽其所能提高经营效率。

3. 双重股权结构下基于创始人控制的中小投资者利益保护路径

(1)维持和保护一种独特的企业文化。企业创始人在创建和发展企业新生命过程中逐渐形成的独特的企业文化可以增强员工的归属感和凝聚力,促进企业持续发展。双重股权结构有助于维持和保护这样一种独特的文化,激励员工投入高度匹配的人力资本,促进企业增长,进而保护中小投资者的利益。扎克伯克在 IPO 前的公开信中声称: Facebook 的创建目的是为了践行一种“让世界更加开放,更加紧密相连”的社会使命而非成为一家公司,并通过“建设一家富有价值的强大企业”来实现这种使命;通过独特的企业文化——“黑客文化”(Hacker Way)来建设富有价值的强大企业。他把“黑客”定义为“快速开发,或是挑战力所能为之界限”,认为“黑客文化是一种持续改进和衍变创新的做事方法”。在这种文化驱动下,员工思想活跃,迅速开发产品并测试其有效性,而不是花几天时间来争论一个“新念头”是否可行,并将“为世界创造真正价值”这一理念融入每位员工所做的每件事情。2014 年 2 月,Facebook 收购 WhatsApp 耗时仅仅 11 天,确定价格只用了一周的时间,Facebook 就斥资 190 亿美元,天价收购了只有 50 多名员工的 WhatsApp。这一收购事件是 Facebook 企业文化和管理风格的典型体现。正是这种独特的企业文化,促使 Facebook 在扎克伯克及其团队带领下,从创建到发展成为互联网社交巨头仅仅用了不到十年的时间,并且给公司股东带来了丰厚的回报。2004 年公司上线时,天使投资投入 50 万美元,公司估值 500 万美元;公司 IPO 前的 2011 年度,其营业收入达到 37.1 亿美元,净利润 10 亿美元,IPO 估值大约 1040 亿美元;公司 2012 年 5 月 18 日 IPO 股价为 38 美元,到 2016 年 7 月 20 日其收盘价则高达 121.92 美元。

(2)贯彻企业的长期战略。双重股权结构下拥有稳定控制权的管理层更注重企业的长期利益,在制定公司战略和策略时,更注重企业的长远发展,进而保护中小投资者可持续的投资利益。Facebook 收购 WhatsApp 后,扎克伯格指出:Facebook 以高价收购 WhatsApp,并不考虑 WhatsApp 的当前盈利,而是看中智能手机的未来。显然,在这场天价收购中,Facebook 并非看重当前利益,而是着眼于长期战略布局。在这场收购中,Facebook 不仅把优秀人才库姆及其团队收入囊中,而且弥补了其在移动社交平台的劣势,减少了一个潜在的竞争对手。

事实上,自 2007 年 7 月 19 日 Facebook 收购创业公司 Parakey,完成首次收购以来,截至 2014

年2月20日,Facebook共收购了41家公司。在2010年底之前的收购中,被收购公司规模通常比较小,收购的主要目的是获取对方的优秀人才。正如扎克伯格2010年在斯坦福大学开学典礼的演讲中所言:“Facebook从没有为了收购一家公司而进行收购,其收购的目的是为了获得优秀人才。”2011年之后的收购则更注重营收价值的挖掘和在移动互联网的布局。Facebook的系列收购动作体现出了Facebook的战略思路:网罗更多人才助其保持竞争优势,并不断丰富社交功能,提升用户使用体验和黏性,同时快速布局移动互联网,用以应对互联网的飞速发展。而2013年Facebook的年报中也指出:我们还处在让世界更加开放和紧密相连使命的早期阶段,我们战略的关键点包括:增加移动应用程序等产品,以使世界各地的人更容易获得Facebook;开发增加参与的新产品,包括新独立应用程序,增加用户参与度是我们的策略,为此我们愿意牺牲短期货币利益。从Facebook对WhatsApp的收购事件,可以看到管理层对公司长期战略的贯彻。

(3)提升管理层抗压能力,避免选择短期行为。双重股权结构的一项重要功能是通过稳定控制权,促使企业控制人着眼于企业长期利益,而不需要为了股价等因素做一些急功近利的“表面文章”,决策不易被错误的舆论或激动的中小股东所误导。很多分析人士(包括一些投资者)认为Facebook对WhatsApp的收购价格过高^①,体现了交易的非理性繁荣。华尔街也并不看好这笔交易,股价在第二天盘前交易中下跌2%,市值缩水30多亿美元。甚至Facebook的一些员工也表示:“听到这笔交易后,我经历一个糟糕的时刻……”。

根据表3显示的移动数据分析公司Onavo的调查,WhatsApp虽然当时盈利能力很弱,但在很多国家覆盖率都超过90%,而且即时通讯用户的黏性较大。从长远来看,随着移动互联网的迅猛发展,其为Facebook带来的以数十亿计的活跃用户可能为Facebook带来丰厚的收益。并且,在瞬息万变的移动互联网时代,Facebook还消灭了一个潜在的竞争对手。显然,Facebook的双重股权结构一定程度上使管理层免受市场短视的压力,选择有利于公司长期发展的决策。

(4)降低信息传递成本,提高管理层决策效率。双重股权结构通过稳定的控制权可以降低投资决策中的信息传递成本,提高决策效率,为企业创造先发优势。Facebook收购WhatsApp的典型特点之一就是闪电收购。耗资190亿美元的巨额收购,整个过程耗时仅仅11天,确定价格只用了一周的时间。这种高效率的投资在降低信息传递成本的同时,也为企业发展创造了先发优势,这一点在竞争激烈的互联网领域更是意义非凡。

4. 双重股权结构的中小投资者利益保护效应:市场反应证据

对于以获取投资收益为投资目的的中小投资者,获取丰厚的投资收益是对其利益的根本保证。本部分分别从Facebook收购WhatsApp事件的短期、一年期和长期股票收益来分析双重股权结构对中小投资者的利益保护。本部分调整后股票价格数据来源于雅虎财经。

(1)短时间窗口的股票收益。图2显示了在并购日前后5天,Facebook(简称FB)、谷歌(简称GOOG)和纳斯达克指数(简称NASDAQ)的日收益率变化。从图中可以看出,并购第二天Facebook股价相对纳斯达克指数和谷歌有比较大的下滑,可见Facebook对WhatsApp的高价收购并不被投资者理解,当然随着收购后Facebook高管电话会议的召开等信息披露,股价在24号又迅速反弹。正是双重股权结构对企业控制权的稳定作用使管理层做出更符合公司长远发展的决策,而无需太多顾虑股价反应,中小投资者也可以通过“搭便车”获得较高的投资收益。

(2)一年期窗口的股票收益。Facebook收购WhatsApp看重的是企业的长远发展和战略布局,图3显示了收购后一年内Facebook、谷歌和纳斯达克指数的月收益率变化。Facebook、谷歌和纳斯达克

^① 毕竟谷歌收购有80年历史的摩托罗拉只花了125亿美元,微软则花费72亿美元收购了诺基亚手机业务。

指数三者按月计算的一年的总收益率分别为 0.25、-0.04、0.20，显然 Facebook 的收益率跑赢^①了大盘和谷歌，给中小投资者带来了较高的投资回报。

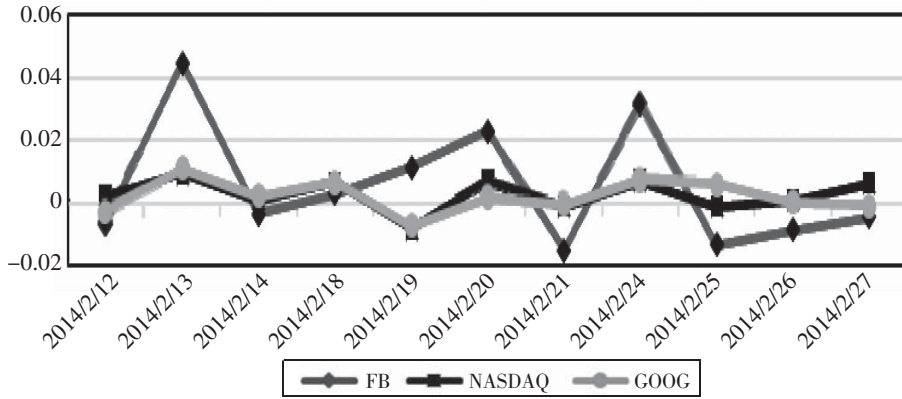


图 2 并购前后 5 天的股票收益率

资料来源：作者绘制。

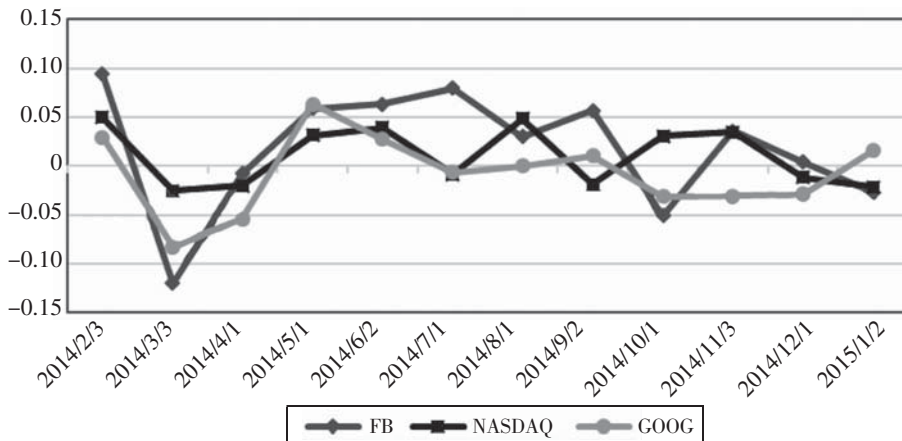


图 3 并购后一年的股票收益率

资料来源：作者绘制。

(3)对中小投资者利益保护的长期价值效应。收购 WhatsApp 作为 Facebook 的一项战略布局，其战略价值可能需要很长时间才能显现出来。图 4 显示了 2014 年并购发生日至 2016 年 8 月的股票收益率变化。从图中可以看出，相对于大盘指数和重要竞争者谷歌，Facebook 在整个期间的收益率相对较高，2014 年 2 月至 2016 年 8 月，Facebook、谷歌和纳斯达克指数三者按月计算的累计收益率分别是 0.75、0.33^②、0.27，可见，从长期看，施行双重股权结构的谷歌和 Facebook 均能跑赢大盘，Facebook 取得了更好的收益，并为以赚取投资收益为目的的中小投资者带来了丰厚的回报。

① 因为 1 年发生了很多事件，所以这种收益率的提升不一定完全是由收购 WhatsApp 带来的，但这一收购行为是 Facebook 的一项战略布局，对企业随后的盈利能力必定产生影响。

② 2015 年 8 月 10 日，谷歌宣布调整企业架构。通过创办 Alphabet “伞形公司”，将其研发投资部门与旗下的搜索、YouTube、其他网络子公司分离。Alphabet 取代谷歌成为上市实体公司，新谷歌成为 Alphabet 的全资子公司，所有谷歌股票自动转换为相同数量的 Alphabet 股票，并享有同等权利。

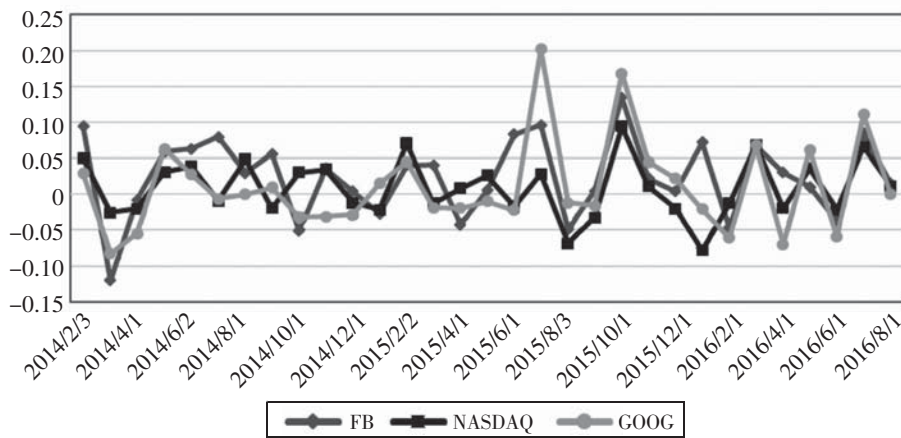


图4 并购后的长期股票收益率

资料来源:作者绘制。

五、结论与讨论

1. 研究结论

从“Facebook 收购 WhatsApp”案例分析中不难发现,在一定条件下,双重股权结构能化解企业发展过程中“融资与创始人控制权保持”的矛盾,并产生中小投资者利益保护效应。具体结论如下:

(1)创始人与外部股东在投资目的、资源基础,以及风险承担方面存在明显差异的条件下,基于股东同质性假定的“一股一票”投票权制度将无法适应企业现实,而着眼于股东异质性的双重股权结构具有存在的合理性。在来源于财务资源的控制权随着融资不断被稀释的情况下,双重股权结构通过将来源于非财务资源的控制权契约化或法律化,保持创始人的控制权。

(2)双重股权结构对创始人控制权的稳定功能,弱化了传统内部治理机制以及外部控制权市场的监督和约束,但其基于心理所有权和资产专用性投入的创始人自我约束机制和激烈的产品市场竞争可以替代传统公司治理机制,约束创始人的控制行为,并通过维持和保护独特的企业文化、贯彻企业长期战略、提升管理层抗压能力、提高管理层决策效率路径提升企业价值,产生中小投资者利益保护效应。

本文主要探讨双重股权结构的合理性及其治理机理,但其治理效率的充分发挥还需要有效的制度保障。公平博弈的市场制度设计和对控制人更严格的审查制度是其发挥治理功能的制度保障。同其他商品类似,股票的买卖基于双方自愿的基础上,但买卖双方均需充分掌握商品的重要信息,以维护公平的交易。双重股权结构下,企业成为受控制的企业,不同类别的股份代表着不同的权利,而公平博弈的市场制度建立,可以保证各类股东对企业的股份类别、权利和义务均有充分的信息,并促使投资者和发行人通过市场的博弈机制,相互之间达成对自己有利的契约,防止出现对低投票权股东的“胁迫”等不公平问题。例如,美国的上市政策中明确规定:公司在 IPO 中可以发行投票权不同的股票;公司在 IPO 之后可以发行低投票权的股份,但禁止发行投票权高于已发行在外股票的股票类别。并且要求发行人在招股说明书中突出披露公司的双重股权结构设置可能带来的风险以及危害(例如,Facebook 的招股说明书多次提到其是受控制的公司,并用很大的篇幅披露这些内容)。同时,在认可双重股权结构的国家,通常对双重股权结构下的控制人施加更加严苛的信托责任,并对其行为进行严格的司法审查,以降低其攫取控制权私利的能力,并增加相应的风险。

2. 研究创新与研究局限

不同于以往对双重股权结构的规范性评价,本文着眼于股东异质性现实,通过对控制权来源的分析,探讨通过双重股权结构保持创始人控制的合理性,并更进一步分析了其通过提升企业价值带来的中小投资者利益保护效应。文章的理论贡献主要体现在两个方面:一是将股权安排研究推进到个性化股东层面,考虑持股数量之外的股东差异性,通过对资源配置和制度安排两种控制权来源的分析,探讨双重股权结构通过契约化或法律化方式,维持创始人控制权的逻辑合理性及其带来的实质公平,并创造性地提出约束创始人控制行为的基于心理所有权和资产专用性投入的创始人自我约束机制,深化了对双重股权结构治理功能的理解。二是以往对中小投资者保护的研究集中在基于股份客体的“资本平等”基础上,对控制人剥夺的限制和倾向性地赋予中小股东权力让其自保,本文试图从股份主体的股东差异性视角,针对不同股东在投资目的、资源基础和风险承担等方面的差异性,探讨中小投资者利益保护的途径,拓展了这一领域的研究文献。

需要指出的是,本文仅以 Facebook 收购 WhatsApp 个案作为研究对象,尽管选择了典型性的研究案例,但研究结论的普适性还有待多案例研究的检验和完善。并且,由于中国法律禁止双重股权结构,本文选择了美国上市的 Facebook 作为案例研究企业,鉴于两国在文化、制度方面的差异,研究结论在中国的适应性还需进一步考证。但无论如何,针对特定行业、特定类型的企业,中国有条件地放开对双重股权结构的法律限制,无疑是未来大势所趋,否则其溢出效应将不利于中国资本市场的发展,阿里巴巴和京东远赴美国上市就是一个很好的例证。

[参考文献]

- [1]陈若英. 论双层股权结构的公司实践及制度配套[J]. 证券市场导报, 2014,(3):4-9.
- [2]蒋学跃. 公司双重股权结构问题研究[J]. 证券法苑, 2014,(13):27-44.
- [3]罗培新. 公司法的合同解释[M]. 北京:北京大学出版社, 2004.
- [4]马一. 股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界[J]. 中外法学, 2014,26(3):714-729.
- [5]王春艳,林润辉,袁庆宏,李娅,李飞. 企业控制权的获取和维持[J]. 中国工业经济, 2016,(7):144-160.
- [6]汪青松,赵万一. 股份公司内部权力配置的结构变革[J]. 现代法学, 2011,33(3):32-42.
- [7]杨瑞龙,聂辉华. 不完全契约理论:一个综述[J]. 经济研究, 2006,(2):104-115
- [8]张伟华,王斌,宋春霞. 股东资源、实际控制与公司控制权争夺[J]. 中国软科学, 2016,(10):109-122.
- [9]张维迎. 所有制、治理结构及委托—代理关系[J]. 经济研究, 1996,(9):3-15.
- [10]Aghion, P., and J. Tirole. Formal and Real Authority in Organizations [J]. Journal of Political Economy, 1997,105(1):1-29.
- [11]Alchian, A. A. Corporate Management and Property Rights [A]. Manne, H. G. Economic Policy and The Regulation of Securities[C]. Washington, DC: The George Washington University Press, 1969.
- [12]Anabtawi, I. Some Skepticism about Increasing Shareholder Power[J]. UCLA Law Review, 2006,53(3):561-600.
- [13]Ashton, D. C. Revisiting Dual-Class Stock[J]. St. John's Law Review, 1994,68(4):863-960.
- [14]Avey, G., B. James, and J. Bruce. Psychological Ownership: Theoretical Extensions, Measurement and Relation to Work Outcomes[J]. Journal of Organizational Behavior, 2009,30(2):173-191.
- [15]Bagwell, L. S. Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications [J]. American Economic Review, 1991,81(2):218-221.
- [16]Bagwell, L. S. Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity [J]. The Journal of Finance, 1992,47(1):71-105.
- [17]Behchuk, L. A., K. Reinier, and T. George. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The

- Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights [A]. Morck, R. K. Concentrated Corporate Ownership [C]. Chicago:University of Chicago Press, 2000.
- [18]Begley, T. M. Using Founder Status, Age of Firm, and Company Growth Rate as the Basis for Distinguishing Entrepreneurs from Managers of Smaller Businesses[J]. Journal of Business Venturing, 1995,10(3):249-263.
- [19]Black, D. The Theory of Committees and Elections[M]. Cambridge :Cambridge University Press, 1958.
- [20]Blair, M. M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century [M]. Washington: The Brookings Institution, 1995.
- [21]Blair, M. M., and L. A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law[J]. Virginia Law Review, 1999,85(2):247-328.
- [22]Coase, R. H. The Nature of the Firm[J]. Economica, 1937,4(16):386-405.
- [23]Demsetz, H. Towards a Theory of Property Rights[J]. American Economic Review, 1967,57(2):347-359.
- [24]Easterbrook, F.H., and D. R. Fischel. The Economic Structure of Corporate Law [M]. Cambridge: Harvard University Press. 1991.
- [25]Easterbrook, F. H., and D. R. Fischel. Voting in Corporate Law [J]. Journal of Law & Economics, 1983,26(2):395-427.
- [26]Edelman, P. H., and R. S. Thomas. Corporate Voting and the Takeover Debate [J]. Vanderbilt Law Review, 2005,58(2):453-498.
- [27]Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm[J]. The Journal of Political Economy, 1980,88(2):288-307.
- [28]Gilson, R. J. Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes [J]. Virginia Law Review, 1987,73(5):807-844.
- [29]Hamermesh, D. S. Changing Looks and Changing “Discrimination”: The Beauty of Economists [J]. Economics Letters, 2006,93(3):405-412.
- [30]Hart, O. Firms, Contracts and Financial Structure[M]. New York: Oxford University Press, 1995.
- [31]Hart, O., and B. Holmstrom. A Theory of Firm Scope[J]. Quarterly Journal of Economics, 2010,125(2):483-513.
- [32]Hart, O., and J. Moore. Property Rights and Nature of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1990,98(6):1119-1158.
- [33]Kang, D. L., and A. B. Sorensen. Ownership Organization and Firm Performance [J]. Annual Review of Sociology, 1999,(25):121-144.
- [34]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and S. Andrei. Corporate Ownership around the World [J]. The Journal of Finance, 1999,54(2):471-517.
- [35]Lawrence, T. B. Power, Institutions and Organizations [A]. Greenwood, R., C. Oliver, K. Sahlin, and R. Suddaby. The Sage Handbook of Organizational Institutionalism[C]. London: Sage, 2008.
- [36]Lerong, H. Do Founders Matter? A Study of Executive Compensation, Governance Structure and Firm Performance[J]. Journal of Business Venturing, 2008,23(3):257-279.
- [37]Martin, S. P., and F. Partnoy. Encumbered Shares[J]. University of Illinois Law Review, 2005,(3):775-813.
- [38]Milgrom, J., and J. Roberts. Economics, Organization and Management [M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall. 1992.
- [39]Miller, D., and J. Shamsie. The Resource-Based View of the Firm in Two Environment: The Hollywood Film Studios from 1936 to 1965[J]. Academy of Management Journal, 1996,39(3):519-543.
- [40]Pierce, J. L., S. A. Rubenfel, and S. Morgan. Employee Ownership: A Conceptual Model of Process and Effects[J]. Academy of Management Review, 1991,16(1):121-144.

- [41]Pierce, J. L., T. Kostova, and K. T. Dirks. Toward a Theory of Psychological Ownership in Organizations[J]. *Academy of Management Review*, 2001,26(2):298-310.
- [42]Rajan, R. G., and L. Zingales. Power in a Theory of the Firm [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1998,113(2):387-432.
- [43]Skog, R. The Takeover Directive, the “Breakthrough” Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock[J]. *European Business Law Review*, 2004,15(6):1439-1451.
- [44]Wang, H, and X. Liu. The Impact of Investor Heterogeneity in Beliefs on Share Repurchase [J]. *International Journal of Econometrics and Financial Management*, 2014,2(3):102-113.
- [45]Wasserman, N. Stewards, Agents, and the Founder Discount: Executive Compensation in New Ventures[J]. *Academy of Management Journal*, 2006,49(5):960 -976.
- [46]Yin, R. *Case Study Research: Design and Methods* (2nd ed.)[M]. Beverly Hills,CA: Sage Publishing, 1994.

Interest Protection of Minority Shareholder under Dual-class Share Structure——A Case Study Based on the Facebook Acquisition of WhatsApp

LI Hai-ying¹, LI Shuang-hai², BI Xiao-fang¹

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

2. Business School of Sichuan University, Chengdu 610065, China)

Abstract: The core of corporate ownership arrangement is to search for the effective matching and balancing of “control right” and “cash flow right”, and the voting design of “one share, one vote” is not necessarily the only or best way of rights matching for its deviations from the reality of shareholder heterogeneity in corporation. The innovation of voting rights system based on the reality of shareholder heterogeneity in corporation may provide new insights into corporate ownership arrangement. Based on the Facebook acquisition of WhatsApp, and from shareholder heterogeneity perspective, this paper uses a case study to analyze the governance mechanism of dual-class share structure to the founder’s control maintenance and minority shareholder interest protection, and explore the pathway of minority shareholder interest protection of dual-share structure in corporation. The research indicates that on the condition of being marked difference between founder and outside shareholders, dual-share structure as voting rights innovation can maintain the control of founder through institutionalizing control source, and protect the interests of minority shareholder through the path of maintaining a unique corporate culture, carrying out the corporate long-term strategy, enhancing management ability under pressure and improving the efficiency of management decision-making. Furthermore, the effect of interest protection of minority shareholder depends on the constraint mechanisms of self-constraint mechanism of founder based on the “psychological ownership” and “special assets investment” and fierce competitive product markets. This paper explains the governance mechanism of dual-class share structure to founder’s control maintenance and minority shareholder interest protection from shareholder heterogeneity perspective, and provides a practical inspiration for defusing the conflict of “finance and founder control maintainance” during the development of corporation.

Key Words: dual-class share structure; control maintenance of founder; interest protection of minority shareholder; shareholder heterogeneity

JEL Classification: G30 G32 G34

〔责任编辑:湘学〕