

从万科到阿里

分散股权时代的公司治理

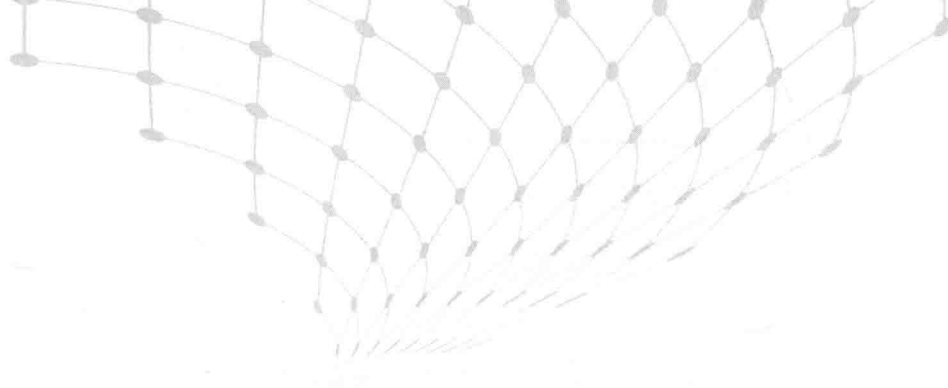
From **Wanke** to **Alibaba**

Corporate Governance in the
Dispersed Shareholding Era

郑志刚◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



从万科到阿里

分散股权时代的公司治理

From **Wanke** to **Alibaba**

Corporate Governance in the
Dispersed Shareholding Era

郑志刚◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

从万科到阿里:分散股权时代的公司治理/郑志刚著. —北京:北京大学出版社, 2017.4

ISBN 978-7-301-28224-3

I. ①从… II. ①郑… III. ①上市公司—股权管理—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 061644 号

书 名 从万科到阿里:分散股权时代的公司治理
CONG WANKE DAO ALI: FENSAN GUQUAN SHIDAI DE
GONGSI ZHILI

著作责任者 郑志刚 著

策划编辑 张 燕

责任编辑 张 燕

标准书号 ISBN 978-7-301-28224-3

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博: @北京大学出版社

电子信箱 em@pup.cn

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印刷者 北京中科印刷有限公司

经 销 者 新华书店

890 毫米 × 1240 毫米 32 开本 7.75 印张 141 千字

2017 年 4 月第 1 版 2017 年 4 月第 1 次印刷

定 价 45.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

目录 Contents

第一篇

“万科股权之争”与我国资本市场

分散股权时代的来临

万科股权之争：我国资本市场分散股权结构时代的来临？ / 3

从狭义产权保护到人力资本投资激励的全覆盖 / 9

谁来保护中小股东的利益？ / 16

“险资举牌”是单纯的并购吗？ / 21

“血洗”董事会：上市公司不堪承受之重？

——南玻 A 高管集体辞职事件引发的思考 / 28

第二篇

国企改革与混合所有制

理解混合所有制 / 39

国有企业未来需要一场“现代公司革命” / 46

完善治理结构：国企薪酬问题的根本出路 / 56

国企混改，我们应该期待什么样的员工持股方案？ / 63

从万科到阿里：

分散股权时代的公司治理

第三篇

对产权内涵的重新认识

哈特的不完全合约理论与“现代股份公司之谜” / 71

霍姆斯特姆和他的激励合约设计理论 / 78

对哈特不完全合约理论的几个误解 / 86

国企整合难治霾 / 96

我们应该如何保护非公产权？ / 106

民资成为控股股东就可以“为所欲为”吗？ / 109

上市公司第一大股东性质的转变有那么重要吗？ / 116

第四篇

从万科到阿里：公司控制权

安排的新革命

阿里上市启示录 / 127

互联网金融时代的公司治理 / 136

从万科到阿里：公司控制权安排的新革命 / 145

第五篇

如何为公司治理营造积极的外部环境？

产业政策的边界究竟在哪里？ / 167

政府具有制定产业政策的能力吗？ / 172

市值管理的“误区”与公司治理的回归 / 178

互联网金融的实质与监管理念 / 185

“三位一体”的互联网金融监管框架的构建 / 194

第六篇

在分散股权时代如何选择公司治理模式？

从葛文耀到董明珠：从国企改制而来的上市公司特殊的传承
问题 / 201

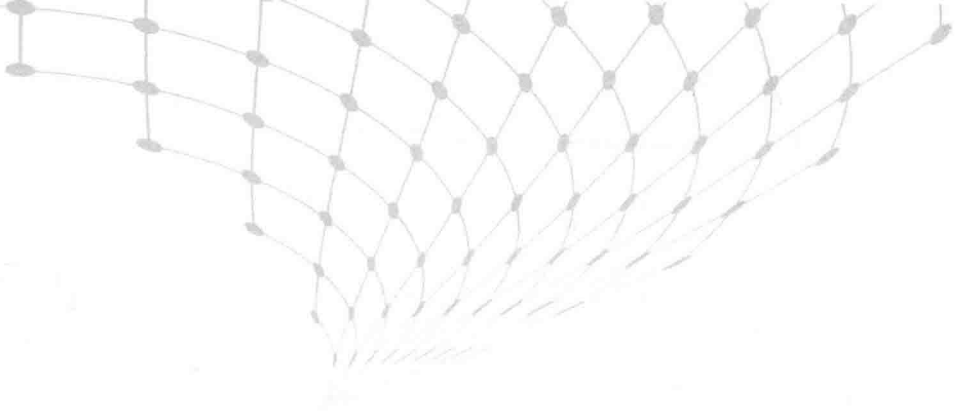
如何使险资、养老金成为合格的机构投资者？ / 207

谁抢了监事会的饭碗？ / 214

我国上市公司独董为什么没有发挥预期的作用？ / 218

公司章程修改，股东为什么会投反对票？ / 224

在分散股权时代如何选择公司治理模式？ / 231



第一篇

“万科股权之争”与我国资本市场 分散股权时代的来临

万科股权之争：我国资本市场分散 股权结构时代的来临？*

万科股权之争的发生并非偶然。随着我国资本市场进入后股权分置时代，全流通为以股权变更实现资产重组带来便利。这使得分散股权结构的形成具有可能性。而 2014 年以来我国资本市场频繁发生的“小股民起义”使我们感受到股权结构多元化并不遥远。^① 很多第二大股东通过在二级市场公开收购股票，一举成为控股股东，从而引发所谓的“小股民起义”，个别公司甚至同时出现两个董事会。目前我国国有企业改革进程中积极推进的混合所有制改革，通过并购重组实现的去产能，国企改革从“管企业”到“管资本”的国有资产管理理念转变，以及缩短国企金字塔结构控股链条等举措，进一步为

* 本文曾以“‘万科之争’背后：股权分散时代来临”为题发表于财新网，2016 年 6 月 27 日。

① 参见张玥、陈李娜，“‘股票就是选票’，股民也是股东”，《南方周末》，2014 年 7 月 4 日。

从万科到阿里：

分散股权时代的公司治理

分散股权结构时代的来临提供了积极的政策环境。

在上述时代背景和政策环境下，万科股权之争发生了。我们看到，万科股权之争从一开始就呈现出不同于以往资本市场控制权转移的新特点。其一，不存在绝对控股的大股东，“一股独大”成为历史。无论原来的控股股东华润还是目前的控股股东宝能，以及未来可能通过发行股份购买资产实现控股的深圳地铁，其持股比例都在 20% 左右，与其他第二到第五大股东之间的持股比例相差不大。其二，同时存在两个甚至多个持股比例接近的股东。其三，“门口的野蛮人”在不断“撞门”。万科股权之争从早期的宝能到最近华润试图增持的举动，再到深圳地铁加入混战，我们都能强烈感受到“门口野蛮人”试图“闯入”的冲动。其四，管理层不再是温顺的“待宰羔羊”。从面对宝能并购的一刻起，王石团队即开始采取包括说服原大股东华润增持、积极引进战略投资者深圳地铁，以及其他反接管行为。这使得王石团队始终成为万科股权之争这幕大剧中的绝对主角。

万科股权之争的上述特点一定程度上预示了我国资本市场分散股权结构时代的来临。那么，在分散股权结构下，上市公司应该如何形成合理的治理构架呢？

第一，从一股独大到几家股东的分权控制（shared control）。理论上，几家大股东分权控制将会导致有利于外部分散股东利

益保护的折中效应 (compromise effect) 的出现 (Gomes and Novaes, 2001; 等等)。这是因为尽管处于控制性地位的几家股东有极强的愿望避免发生观点的不一致, 但事后的讨价还价最终形成的决议, 往往能够阻止经理人做出符合控股股东利益但损害中小股东利益的商业决定。因此, 随着分散股权结构时代的来临, 我国资本市场无论投资方还是管理层都需要摒弃“一股独大”模式下为了争夺控股权的你死我活和权力斗争的逻辑, 转而以提升公司的长远价值为己任, 实现合作共赢。事实上, 现代股份公司之所以成为一项在短短 250 年内帮助人类实现财富爆发式积累的“伟大的发明”, 恰恰在于通过资本社会化与经理人职业化实现了专业化基础上的深度分工合作。^①

第二, 公司治理的权威从控股股东转到董事会。以往“一股独大”股权结构下的董事会典型运作模式是: 作为法人代表的董事长的任何行为都会被解读为控股股东意志的体现; 董事长主导下的各项看起来兼具合理性与合法性的议案在经过一些必要流程后通过成为必然; 鲜有 (独立) 董事出具否定意见。由于“真正”所有者缺位和依赖长的委托代理链条来实现对公司的控制, 我国国有上市公司逐步形成了以董事长这一公司

^① 参见郑志刚, “国有企业未来需要一场现代公司革命”, 《经济观察报》, 2016 年 4 月 30 日。

从万科到阿里： 分散股权时代的公司治理

实际控制人为中心的内部人控制格局。在“一股独大”的股权结构下，董事会显然并非公司治理真正的权威。然而，不同于“一股独大”下的股权结构，在分散股东结构下，公司治理权威从控股股东回归到董事会。代表各个股东的董事基于商议性民主形成保护股东利益的最大共识；董事会运行更多地与“各抒己见”“以理服人”以及“和而不同”等字眼联系在一起；董事会更像是代议制民主下的听证会和现代大学的博士论文答辩会。分散股权结构下的董事长则退化为董事会的召集人，甚至由代表主要股东的董事轮值；董事会在充分沟通讨论基础上形成的决议由股东大会按持股比例进行最后表决。通过上述制度安排，董事会成为公司治理真正的权威。

第三，管理层成为与外部分散股东博弈的一方，主动参与公司治理。与“一股独大”股权结构下的管理层以“打工仔”自居，被动接受股东和股东授权的董事会的监督不同，分散股权结构时代的管理层或者通过雇员持股计划成为股东的一部分，或者通过实施事业合伙人制度实现从雇员到雇主的转变。特别地，在一些允许发行不平等投票权的国家，创业团队持有高于一股一票的B类股票，对公司具有与持股比例不匹配的控制权。一个典型的例子来自2014年9月在美国上市的阿里巴巴。持股13%的马云合伙人（马云本人持股仅7.6%）通过推出对董事提名具有实质影响的合伙人制度变相实现了不平等投

票权的发行，使阿里的实际控制权牢牢掌握在以马云为首的合伙人团队手中。我们看到，第一大股东软银（持股 31.8%，日本孙正义）和第二大股东雅虎（持股 15.3%）之所以心甘情愿地放弃我国资本市场投资者所熟悉的控股股东地位和相应的控制权，恰恰是出于业务模式把握的困难，预期干预事倍功半、适得其反，不如“退化为普通投资者”，把业务决策交给更加专业的马云合伙人团队。^① 通过上述一系列的制度安排，在分散股权结构下，无论作为雇员持股计划的股东代表还是管理层本身，管理层能够从原来被动接受监督，变为现在积极主动参与公司治理。而管理层实现公司治理参与的平台依然是基于商议性民主的董事会。

如果我们用一句话来概括以万科股权之争为标志的分散股权结构时代的来临带给我国资本市场的变化，那就是：在一股独大股权结构时代，“控股股东说了算”；而在分散股权结构时代，“大家商量着来”。在上述意义上，分散股权结构时代的来临一定程度也意味着“控股股东说了算”的时代的结束。

对于此次处于风口浪尖的万科股权之争，我们在此呼吁：万科不仅是王石的万科、华润的万科、宝能的万科，作为公众公司更是投资者的万科。无论投资方还是管理层都应该顺应股

① 参见郑志刚，“阿里上市启示录”，《21 世纪商业评论》，2014 年第 23 期。

从万科到阿里：

分散股权时代的公司治理

权分散时代来临的趋势，摒弃“一股独大”模式下控制权争夺的思维，共同回到“董事会的圆桌”旁，围绕万科持续经营发展集思广益，合作共赢。希望通过这次股权之争，万科也为未来分散股东结构时代公司治理构架的形成开展积极有益的探索，并树立成功的典范。

从狭义产权保护到人力资本投资 激励的全覆盖^{*}

万科的股权之争从宝能开始举牌就注定了该案例将成为我国资本市场的经典案例。这不仅是因为万科是我国房地产行业最优秀的企业之一，万科的管理团队被认为是最优秀的管理团队之一，而且因为宝能是较早通过资本市场举牌的方式获得传统上被认为是国有控股的万科的控制性股份的民企之一。更重要的是，该案例由于并购对象万科的管理层是以王石为首的创业团队，使万科股权之争很快陷入是应该遵循资本市场的股权至上的逻辑，还是应该对创业企业家的人力资本投资予以充分激励的争论之中。由于上述几个方面的原因，这起看似普通的控制权之争变得不再那么简单。

在讨论万科股权之争之前，让我们简单回顾在 20 世纪七

^{*} 本文曾以“万科之争：从狭义产权保护到人力资本投资激励”为题发表于财新网，2016 年 7 月 5 日。

从万科到阿里：

分散股权时代的公司治理

八十年代美国经历的并购浪潮曾经带给公司治理理论和实务界的不同思考。伴随着接管完成，经营不善的管理团队往往被辞退。上述风险使得接管威胁成为公司治理重要的外部治理机制，迫使管理团队努力工作。外部接管威胁由此被认为是使投资者“按时收回投资并取得合理回报”可资借鉴的手段和途径。然而一些学者同时发现，外部接管也会使“门外野蛮人”乘虚而入，实现对新型企业的控制，甚至将创业企业家扫地出门。甚至连苹果的创业者库克都难逃类似厄运。这一现象就是今天我们大家开始熟悉的“门外野蛮人入侵”现象。如果预期到经过辛勤打拼创建的新型企业未来将轻易地被“野蛮人”闯入，企业家创业的激励将降低。因而，没有对“野蛮人的入侵”设置足够高的门槛，不仅会挫伤企业家创业的积极性，而且会伤及社会发展和文明进步。

因此，并购浪潮后公司治理理论和实务界开始深入反思：如何避免像类似库克这样的创新企业家被“门外野蛮人”驱逐？除了像库克一样借助资本市场的游戏规则重新控制苹果外（并不能排除王石团队未来会像宝能一样通过举牌重新获得对万科控制的可能，毕竟资本市场的游戏规则是透明而且一定程度上是公平的），一度被认为不利于投资者权利保护的不平等投票权在鼓励企业家创业方面的价值重新获得了公司治理理论和实务界的认同，并在 IT 等产业中广为应用。如今我们所熟

知的 Facebook、Google，以及在美国上市的百度和京东全都选择发行超过普通股一股一票的 B 类股票。而我国资本市场目前并不允许发行具有不平等投票权的股票。

在很多国家不再限制发行具有不平等投票权的股票的同时，对控制性股份的持有在一些资本市场也变得不再像以往一样至关重要。一个典型的例子是，持股 31.8% 的阿里第一控股股东软银和持股 15.3% 的第二控股股东雅虎愿意放弃实际控制权，而同意持股 13% 的马云合伙人（马云本人持股仅 7.6%）通过合伙人制度变相推出的不平等投票权来实现对阿里的实际控制。毕竟，投资者更加看重的是获得高额的投资回报，而业务模式的把握并非这些投资者所擅长，孙正义事实上也从对阿里的投资和对阿里控制权的放弃中赚得钵满盆满。我们设想一下，如果孙正义并不愿意放弃对阿里的实际控制，甚至通过发起召开股东大会把马云团队罢免，孙正义是否能够在阿里的投资上全身而退则不得而知。

我们注意到，无论是允许具有不平等投票权的股票的发行，还是控制性股份的持有的重要性的下降，都在一定程度上体现了美国公司治理理论和实务界从狭义产权保护到人力资本投资激励的全覆盖的转变。换句话说，以往公司治理实践更加强调对物质资本投资者利益进行保护，而目前则转为强调对包括创新团队人力资本投资激励在内的更加广泛的保护。我们把