

“烧钱”行为与新经济企业的 公司治理制度设计^{*}

郑志刚 金 天 张 浩 黄继承

内容提要:为寻求市场快速扩张和业务模式加速成熟,新经济企业在外部融资推动下表现出独特的“烧钱”行为。这一内嵌于新经济企业的典型特征带来区别于传统企业的“蜘蛛状”现金流分布,以及特殊且复杂的权益融资结构,引发了本文对于“投资能否按时收回并取得合理回报”的公司治理问题的担心。本文以 2009—2021 年上市的美中概股企业为例,实证检验“烧钱”行为对新经济企业公司治理制度设计的影响。研究发现,存在“烧钱”行为的新经济企业在上市时更倾向于采用双重股权结构,并通过创业团队成员兼任董事长或 CEO 形成控制权配置权重向创业团队倾斜的制度安排;而放弃部分控制权的外部投资者以签署具有董事安排限制条款的股东协议谋求控制权倾斜风险下的自我保护。由此上述兼顾创业团队和外部投资者利益的制度设计实现了新经济企业公司治理在创新鼓励与权益保护二者之间的平衡。本文的研究将为新经济企业的公司治理制度设计和上市制度改革带来积极的启发。

关键词:新经济企业 公司治理制度设计 “烧钱”行为 控制权配置权重倾斜 投资者权益保护

作者简介:郑志刚,中国人民大学财政金融学院教授,中国人民大学中国财政金融政策研究中心研究员,100872;

金 天(通讯作者),中国人民大学财政金融学院博士研究生,100872;

张 浩,首都经济贸易大学工商管理学院讲师,100070;

黄继承,中国人民大学财政金融学院副教授,中国人民大学中国财政金融政策研究中心研究员,100872。

中图分类号:F271 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2023)10-0057-16

一、引 言

“新经济”一词最早出现在 1996 年 12 月美国《商业周刊》发表的评论文章中。在 2016 年召开的两会上,“新经济”一词首次进入《政府工作报告》。所谓“新经济”,指的是在经济全球化和信息

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“新经济企业的公司治理制度设计研究”(72172150);国家自然科学基金青年科学基金项目“数字经济时代下 CVC 信息不对称治理与劳动和资本合作模式设计研究”(72302163)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵建议,文责自负。金天电子邮箱:jintian@ruc.edu.cn。

化背景下,由信息技术及其应用产生的新技术、新产业、新业态、新模式等新型经济形态(戚聿东、李颖,2018)。自2017年国家统计局进行“新产业、新业态、新商业模式”经济统计以来,新经济增加值占GDP的比重逐年上升,2021年已达17.25%,增速超过同期GDP现价增速3.8个百分点。

本文注意到,伴随着新经济的蓬勃发展,一些新经济企业在创立初期选择了在传统企业看来难以理喻和想象的“当期收益无法覆盖成本”的“烧钱”模式,在外部融资的推动下,以牺牲前期利润(王俊喆,2018)为代价寻求市场快速扩张和业务模式加速成熟,形成新经济业务发展过程中十分独特的“烧钱”现象。

而“烧钱”行为必然需要来自IPO前,甚至IPO后多轮的融资支撑。以新经济在工业行业的标志性领域“新能源汽车”为例,本文注意到,来自IPO前后的巨额融资支持为蔚来汽车的持续“烧钱”带来了源源不断的现金流,而“烧钱”一方面导致了营业利润上的巨额亏损,另一方面帮助蔚来汽车实现了营业总收入和总市值的双料超额增长。^①与此同时,以京东为代表的一批新经济企业,在经历了早期的“烧钱”扩张、IPO前多轮融资“输血”、前期巨额亏损后,目前已经形成稳定的业务模式并逐渐实现盈利。“烧钱”在互联网时代缔造了越来越多的商业神话,相比短期“坏的盈利”,致力于培育和创造市场的“好的亏损”似乎成为新经济企业创业早期的必然战略选择。

但“烧钱”行为绝不仅仅是市场营销领域的战略选择,本文理解“烧钱”行为一方面释放了企业未来发展前景良好的积极信号,另一方面成为新经济企业凭借信息优势获取信息租金和在边际收益递增背景下获取未来可能的高额预期收益的理性选择,从而成为内嵌于新经济企业的典型特征和数字经济时期企业创新的积极信号。而新经济企业发展普遍呈现的上述“烧钱”行为必然带来短期内大量筹资流入和投资流出的“蜘蛛状”的现金流分布,进而带来融资模式不同于传统企业的非常规的变化,特别是权益融资结构的差异。这一变化引发了对“投资能否按时收回并取得合理回报”的公司治理问题的担心。

本文选取2009—2021年与中国A股市场相比更早接纳尚未盈利的股票上市,允许以双重股权结构上市,汇聚了中国大量优秀新经济企业的美国中概股为研究对象。在系统梳理和总结“烧钱”行为影响新经济企业公司治理制度设计的内在机理的同时,实证检验“烧钱”行为对新经济企业初始公司治理制度设计的影响。研究发现,IPO前存在“烧钱”行为的新经济企业,在获得外部资金支持的同时为保持对业务模式的主导,更可能采用双重股权结构上市,并由创业团队成员兼任董事长或CEO形成控制权配置权重向创业团队倾斜的制度安排。而上述以创业团队为核心的公司治理制度安排同时受到参与新经济企业IPO前融资从而推动“烧钱”行为的外部投资者的制约。通过签署具有董事安排限制条款的股东协议,以书面形式明确规定创业团队和其他大股东有权委派的董事数量,外部投资者完成控制权倾斜风险下保护自身权益的制度设计。在此基础上,本文对上述新经济企业上市时公司治理制度设计的实际效果进行评估,研究表明上述兼顾创业团队和外部投资者利益的制度设计实现了在创新鼓励与权益保护二者之间的平衡。

本文从以下几个方面对新经济企业公司治理制度设计文献做出新的贡献。(1)本文系统梳理和论证了新经济企业区别于传统企业的“烧钱”行为的内在逻辑,并通过对现金流分布和权益融资

① 自2014年11月成立至2018年9月上市的不到4年时间内,蔚来汽车完成了总融资金额超过22亿美元的7轮融资,引入了包括高瓴资本、红杉中国在内的27家知名风险投资机构。而IPO后迄今已完成超过8轮再融资,并于2022年3月赴港二次上市。融资轮数与融资金额远远超过传统工业企业。自2018年上市以来,2018—2020年累计亏损近37亿美元,与百济神州、拼多多、爱奇艺和小鹏汽车跻身“2020年中概股亏损排名前五的上市公司”。与此同时,2019年营业总收入同比增长58.04%,2020年营业总收入同比增长107.77%。以每年最后一个交易日市值计算,2018年末总市值66.94亿美元,2019年末总市值42.79亿美元,2020年末总市值744.04亿美元,上市三年内市值增长超过10倍。

结构的分析揭示了新经济企业“烧钱”模式下独特的公司治理问题,成为最早探讨新经济企业“烧钱”模式对其公司治理制度设计影响的文献。与现有文献对“烧钱”行为的探讨多局限于市场营销领域(杜传忠、刘志鹏,2017;燕志雄、唐振武,2019;王念新等,2021)不同,本文立足于新经济企业投资者与创业团队之间信息不对称加剧的现实背景,基于信号传递理论和边际收益递增规律阐明了“烧钱”行为成为新经济企业典型特征的内在逻辑,并从“烧钱”模式下新经济企业不同于传统企业的“蜘蛛状”现金流所引发的特殊权益融资结构这一逻辑出发探讨新经济企业的公司治理制度设计问题。(2)本文通过分析创业团队和外部投资者对新经济企业的控制权安排所施加的差异性影响,揭示了“烧钱”模式下新经济企业创业团队和外部投资者利益兼容所实现的业务模式创新和投资者权益保护的“双赢”,构成对创业团队控制权保护和投资者权益保护两方面文献新的贡献。一方面,本文在新经济企业 IPO 前表现出独特的“烧钱”行为这一特定情景下,对其倾向于采用双重股权结构上市这一制度安排的揭示,构成对以往双重股权结构影响因素考察相关文献(Jarrell 和 Poulsen, 1988;Lehn 等,1990;Chemmanur 和 Jiao,2012)的重要补充和扩展;另一方面,本文揭示了对董事安排做出限制的股东协议成为在控制权配置权重向创业团队倾斜下保护外部投资者权益的重要制度安排,构成了以往控制权倾斜背景下投资者权益保护相关文献(郑志刚等,2021)的重要补充和扩展。

二、理论分析与研究假说

(一)理论分析:“烧钱”行为对新经济企业公司治理制度设计提出新的要求

在以互联网技术为代表的第四次工业革命浪潮的冲击下,围绕业务发展模式的创新加剧了新经济企业创业团队与外部普通投资者之间的信息不对称,催生了与传统企业发展截然不同的新经济企业“烧钱”行为。这一区别于传统企业的典型特征带来对新经济企业现金流分布、融资模式选择、公司治理制度设计的潜在影响。

一方面,新经济企业创业团队与外部普通投资者围绕业务模式创新加剧的信息不对称必然带来传统的逆向选择问题(Ueda,2004)。传递关于业务发展前景良好的积极信号成为缓解新经济企业信息不对称下逆向选择的可能途径之一(Spence,1973)。以牺牲短期利润为代价、旨在培育和创造市场的“烧钱”行为向外部投资者传递了创业团队对业务模式创新的自信和企业经营的长期价值导向,支撑新经济企业“烧钱”行为的外部融资同样传递了外部投资者对新经济企业业务模式和预期收益的充足信心,并且这一信号作用在存在具有价值证明信号的风险投资机构时更为显著(Meggison 和 Weiss,1991)。与此同时,与外部投资者相比,新经济企业创业团队围绕业务模式创新拥有的私人信息为其创造了获取超额收益——信息租金的可能(Grossman 和 Stiglitz,1976;曾庆生、程博,2019)。在此基础上,创业团队凭借信息优势在 IPO 前获得与传统企业相比更多的融资支持,成为推动新经济企业“烧钱”行为的内在诱因。

另一方面,生产要素重要性的转变和数据资源的可再生性带来了新经济企业发展过程中的边际收益递增和网络外部性。知识和技术作为新经济发展过程中最重要的生产要素,彻底打破了新古典增长模型对于技术不变的前提假设,由此出现要素的边际收益递增(Romer,1986)。而伴随着数据资源在互联网时代重要性的增加,这一并不有限或稀缺的资源会随着使用频率的增加和使用范围的扩大,带来效用的递增且使用者能从其他用户的使用中获益,从而出现网络外部性(Katz 和 Shapiro,1985)。新经济企业的上述特征在一定程度上抵消和克服了传统经济边际成本递增和边际收益递减的问题,“强者愈强”的正反馈使新经济发展过程中存在“赢者通吃”的可能性。在这

一意义上,新经济企业为获取竞争优势所表现出的短期大量资金流入与流出的“烧钱”行为,成为企业创新过程中“好的亏损”和边际收益递增背景下获取预期高额收益的理性选择。

从上述两方面不难看出,“烧钱”行为已经成为内嵌于新经济企业的典型特征。这集中反映在新经济企业区别于传统企业的现金流分布情况^①以及融资模式选择上。如果将传统企业始终较为稳定的现金流分布描述为“蜈蚣状”(见图 1),那么新经济企业在短时间内通过大量的筹资流入和投资流出实现价值快速增加的现金流分布可以描述为“蜘蛛状”(见图 2)。^②

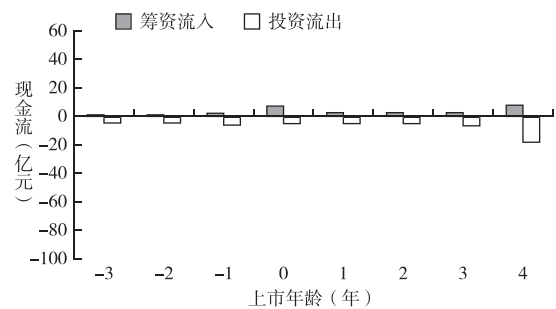


图 1 传统企业“蜈蚣状”现金流分布

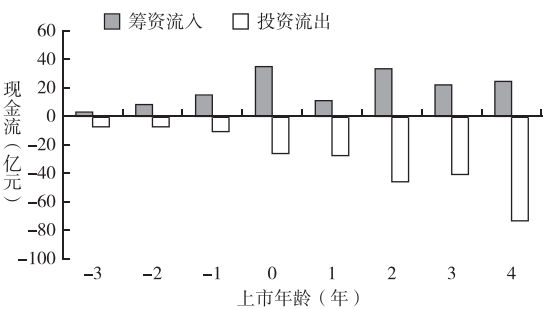


图 2 新经济企业“蜘蛛状”现金流分布

这一现金流分布的差异自然带来融资模式不同于传统企业的非常规的变化,尤其是权益融资结构。公司治理制度设计作为“确保投资者按时收回,并取得合理回报的各种制度的总称”(Shleifer 和 Vishny, 1997)由权益融资的实现方式自然引发。与债务融资相比,权益融资之所以能够实现“无抵押、无担保、陌生人之间的资金借贷”,很重要的原因在于作为权益融资的基础制度安排的公司治理制度设计。面对“烧钱”的新经济企业与传统企业完全不同的现金流分布,一个自然的担心是,投资者帮助新经济企业“烧钱”的投资是安全的吗?能够确保“按时收回并取得合理回报”吗?以往研究已经证明,融资结构是公司治理的基础(Williamson, 1988; Hart 和 Moore, 1995)。相比承诺按期还本付息且在企业正常经营状态下不改变企业控制权的债务融资,以出让部分所有权来换取外部投资者资金投入的权益融资对公司治理制度安排的影响更加深远,尤其表现在企业控制权的归属上。对于 IPO 前进行多轮融资以支撑“烧钱”行为的新经济企业,大量外部投资者的引入使其权益融资结构更为复杂,加剧的丧失企业控制权的治理风险决定了与传统企业相比,新经济企业在上市时公司治理制度设计的特殊性。

(二)研究假说

在引入外部投资者以获得新经济企业发展必需的外部权益融资支持与创业团队希望保留控制权以主导业务模式创新的现实冲突下,新经济企业突破传统“股权至上”的控制权安排模式,形

① 这里基于 2009—2021 年上市的美中概股中 201 家新经济企业和 52 家传统企业(与下文实证部分样本选择保持一致)的筹资流入与投资流出基础数据,按照上市年龄逐年求均值,分别绘制新经济企业和传统企业的现金流分布图。以图 2 上市年龄“-3”为例,基于可获得的各家新经济样本企业中上市前第三年的筹资流入和投资流出数据,分别求得筹资流入和投资流出的平均数,作为新经济企业现金流分布图中上市年龄为“-3”时的筹资流入和投资流出数值,依此类推。分别以“筹资活动产生的现金流入=债务增加+股本增加”和“投资活动产生的现金流出=资本性支出+投资增加”衡量筹资流入和投资流出情况。“债务增加”“股本增加”“资本性支出”“投资增加”数据均来自 Wind 数据库。

② 蜈蚣身体扁平,自第二节起每体节有一对对称且相对较小的脚生于两侧,与传统企业始终较为稳定的现金流分布类似。因此,本文将传统企业的现金流分布描述为“蜈蚣状”;蜘蛛有四对足,且长短不一,并且通常会现多只长足,与新经济企业 IPO 前后大量的筹资流入和投资流出,即市场所表现出的“烧钱”行为类似。因此,本文将新经济企业的现金流分布描述为“蜘蛛状”。

成控制权配置权重向创业团队实际倾斜的制度安排。

传统以股东为中心的公司治理围绕控制权的研究认为股权是控制权的基础,股东通过直接或间接持股,以持股比例分享公司剩余控制权(Grossman 和 Hart,1986)。而对于为获得外部融资支持以支撑“烧钱”行为的新经济企业来说,创业团队在引入外部投资者的过程中持股比例逐渐降低,如果继续实行“股权至上”的控制权安排模式,既无法发挥创业团队人力资本优势主导业务模式创新,也将面临控制权旁落至外部投资者的风险。因此,双重股权结构应运成为众多新经济企业上市时的选择。与传统“一股一票”投票权制度下创业团队对企业的实际控制权可能受到威胁不同,双重股权结构在保证受到融资约束的私人公司上市获取长期投资资金的同时,以创业团队持有高投票权股票实现有限资金投入下对企业的实际控制,保证创业团队控制权不被稀释(H. DeAngelo 和 L. DeAngelo,1985)。同样地,区别于传统股东与董事会及管理层的简单雇佣关系,人力资本成为业务模式创新的新经济企业的稀缺且难以替代的关键资源。因而,掌握公司经营管理决策权的董事会及管理层成为已让渡部分所有权的创业团队加强实际控制权的关键环节。一方面,董事会作为公司治理的核心,承担着公司决策通过与否的关键职责,能否有效管理董事会直接体现创始人的控制权强弱(Baldenius 等,2014;张继德、刘卓,2018)。董事长作为董事会的领导核心,成为创业团队争夺董事会关键席位的重中之重。另一方面,深谙新经济企业业务发展模式的创业团队不再局限于创始股东身份,转而成为引领企业未来发展的灵魂人物。对于面临众多投资需求从而表现出“烧钱”行为的新经济企业,相比职业经理人,创业团队成员兼任 CEO 表现出对投资和资本支出的更高意愿(Kim 和 Koo,2018),在提高风险承担能力的同时,规避了可能受到短期业绩考核压力和资本市场短期利益行为干扰的职业经理人短期性和自利性行为,从而有效降低第一类代理成本(Khilstrom 和 Laffont,1979;Nelson,2003)。基于以上讨论,本文提出假说 1。

假说 1:IPO 前存在“烧钱”行为的新经济企业,在上市时倾向于形成控制权配置权重向创业团队倾斜的治理模式,具体表现为采用双重股权结构上市,并由创业团队成员兼任董事长或 CEO 的可能性提高。

在控制权配置权重向创业团队倾斜的制度安排下,分离的控制权与现金流权可能导致“内部人控制”问题,进而缺失的外部接管威胁使公司治理中传统的外部治理手段——控制权争夺市场失效(Morck 等,1989),造成对外部分散股东潜在利益的可能损害(Masulis 等,2009)。因此,建立控制权倾斜风险下外部投资者权益保护的制度安排成为具有“烧钱”特征新经济企业的一般性公司治理模式需要。尽管已有研究表明,引入“日落条款”的双重股权结构在一定程度上能够缓解所有权与控制权高度分离带来的外部接管威胁不足,保护外部投资者权益(郑志刚等,2021),但在投票表决权外,委派董事作为增强企业控制权的重要手段之一(Aghion 和 Tirole,1997;程敏英、魏明海,2013),创业团队对董事会和管理层的实际控制同样可能对处于信息劣势的外部投资者造成侵害。因此,签署股东协议,形成对由创业团队主导的董事会及管理层的权力制衡机制,成为控制权倾斜背景下投资者权益保护的重要环节。具体来说,新经济企业外部投资者以签署书面股东协议的方式对创业团队和其他大股东委派董事数量的情况加以限制(覃家琦等,2021),^①以约束创业团队成员担任执行董事

① 以 IPO 前进行过 6 轮融资的挚文集团为例,2014 年采用双重股权结构于纳斯达克交易所上市,联合创始人唐岩兼任董事长和 CEO。招股说明书“Shareholders Agreement”规定,董事会需包含 9 名董事,其中包含本次发行后持股 20.4% 的阿里巴巴指定的 2 名董事、持股 17.7% 的 Matrix Partners 指定的 2 名董事、持股 5% 的 Sequoia Funds 指定的 1 名董事、持股 5% 的 Rich Moon 指定的 1 名董事和持股 26.3% 的联合创始人之一唐岩指定的 3 名董事。

的数量,防止创业团队在董事会层面实际控制权的无限扩张。基于以上讨论,本文提出假说 2。

假说 2:面临控制权倾斜风险的新经济企业外部投资者,通过签署具有董事安排限制条款的股东协议实现投资者权益的自我保护,具体表现为以书面条款约束和限制创业团队与其他大股东有权委派的董事数量。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

自 2009 年起,中国企业赴美上市呈现可选消费、信息技术等新经济代表行业占比显著提升的结构性变化,并开启新一轮中国企业赴美上市热潮。因此,本文选择 2009—2021 年上市的美国中概股作为研究对象,剔除上市未满一年即摘牌或退市的公司、金融行业公司和主要变量缺失的样本,共得到 253 家在样本观察期 IPO 的上市公司。为了降低异常值的影响,所有连续变量均在 1% 和 99% 分位数上进行 Winsorize 处理。对于研究所需要的衡量公司“烧钱”行为的数据,本文通过 CVSource、天眼查、企查查等数据库手工整理 IPO 前融资情况和引入投资者情况而成。关于双重股权结构、董事会成员安排、创始人兼任董事长或 CEO 情况、股东协议相关数据,通过手工整理招股说明书得到。关于公司特征和治理特征的数据均来自 Wind 数据库。

(二)模型设定与变量定义

1. 模型设定

在围绕具有“烧钱”行为业务模式特征的新经济企业的公司治理制度设计考察中,本文采用如下模型开展研究:

$$Governance_Structure_i = \beta_0 + \beta_1 Financing_i + \delta X + \varepsilon_i$$

(1)

其中,被解释变量(*Governance_Structure*)代表本文考察的各项公司治理制度设计方面的变量,包括 IPO 时是否采用双重股权结构(*Dual*)、董事会话语权(*Founder_Chairman*、*Num_Cofounders_Executive*、*Ratio_Executive_Cofounders*、*Ratio_Cofounders_Executive*),创业团队成员是否兼任 CEO(*Founder_CEO*)和股东协议中是否存在董事安排限制条款(*Board_Member_Arrangements*)。主要解释变量为衡量公司“烧钱”行为的变量(*Financing*)。具体包括 IPO 前融资轮数(*Financing_Rounds*),引入 PE/VC 投资者数量(*Num_PE/VC1*)和“烧钱”程度(*Financing_Class*)。当被解释变量为取值 0 和 1 的虚拟变量时,采用 Probit 模型,同时汇报普通最小二乘(OLS)模型回归结果以保证结论的稳健性。控制向量(*X*)为 IPO 前一年的公司特征和公司治理向量,包括公司规模(*Size*)、公司成长性(*Growth*)、资产负债率(*Leverage*)、盈利能力(*Profit*)、现金持有量(*Cash*)、股权集中度(*Big1*)、董事会独立性(*Independence*)。 ε_i 是随机扰动项。模型(1)控制了 IPO 年份和行业。^① 同时,对于式(1)的横截面数据回归采用异方差稳健标准误。

2. 变量定义

(1)衡量公司“烧钱”行为的变量(*Financing*)。首先,本文以对数化的 IPO 前融资轮数加 1 作为衡量“烧钱”的关键变量之一(*Financing_Rounds*)。值得注意的是,并购情况在天眼查、企查查、CVSource 等数据库中往往也被视为 1 轮融资。本文认为若该上市公司为并购方则视为 1 轮融资,

^① 本文所使用的数据是截面数据,因此在回归分析中没有控制个体固定效应。

62

若为被并购方则不认为是 1 轮融资。其次,相比一般投资机构或个人投资者,风险投资的增值效应和创新倾向在发掘富有成长潜力的新经济企业方面具有重要作用。能够吸引更多的风险投资机构参与投资,从侧面证明了企业“烧钱”行为下的潜在价值被更多投资者认可。因此,本文以引入 PE/VC 投资者数量($Num_PE/VC1$)作为衡量“烧钱”行为的代理变量,加总每一轮融资中参与投资的 PE 或 VC 数量,并进行对数化处理。上述两个变量分别从“烧钱”的“量”和“质”两方面对新经济企业的“烧钱”行为进行刻画。最后,不同数据库对于 IPO 前融资轮数的统计存在细微差异,为避免手工整理数据可能存在的变量误差,进一步构建表示 IPO 前“烧钱”程度的序数变量($Financing_Class$):^①当融资轮数为 0 轮时,为第一类,完全不烧钱;当融资轮数为 1 轮和 2 轮时,为第二类,一般烧钱;当融资轮数为 3 轮、4 轮、5 轮时,为第三类,比较烧钱;当融资轮数大于或等于 6 轮时,为第四类,非常烧钱。分别将 $Financing_Class$ 赋值为 1、2、3、4。^②(2) 衡量是否为新经济企业的变量(New)。根据国家统计局发布的《新产业新业态新商业模式统计分类(2018)》,本文将 Wind 数据库三级或四级行业与该统计标准逐一对照,最终确定业务范畴重点体现先进制造业、互联网、创新创业、跨界综合管理等“新产业、新业态、新商业模式”内容的企业为新经济企业。^③ 接下来的实证分析将基于式(1),针对按上述标准匹配得到的 201 家新经济企业样本展开研究。

主要变量的定义和具体计算方法如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义或计算方法
Panel A:衡量公司“烧钱”行为的变量		
IPO 前融资轮数	$Financing_Rounds$	$\ln(\text{IPO 前融资轮数} + 1)$
引入 PE/VC 投资者数量(含重复)	$Num_PE/VC1$	$\ln(\text{每轮融资引入的 PE/VC 数量} + 1)$
“烧钱”程度	$Financing_Class$	序数变量,取值为 1、2、3、4
Panel B:被解释变量		
IPO 时是否采用双重股权结构	$Dual$	虚拟变量,采用双重股权结构上市时取 1,否则取 0
董事会话语权	$Founder_Chairman$	虚拟变量,创业团队成员兼任董事长时取 1,否则取 0
	$Num_Cofounders_Executive$	创业团队成员担任执行董事的数量
	$Ratio_Executive_Cofounders$	创业团队成员担任执行董事数量/创业团队成员数量
	$Ratio_Cofounders_Executive$	创业团队成员担任执行董事数量/执行董事数量

① 初步以每类样本数量接近整体样本的四分位数进行划分,在后续的稳健性检验中,将采取更为严格的“烧钱”程度的划分。

② 关于“烧钱”行为的变量度量有以下两点说明。一是关于投资者数据。本文根据 CVSource 数据库,通过比对公司名称、成立日期、经营业务等,从 272151 条基础数据中得到关于本文研究样本的 2353 条投资者数据。投资者类型包括 PE、VC、早期投资机构、券商、孵化器、企业、战略投资者和人物。其中,1761 次投资由 PE 或 VC 完成。这里需要说明的是,很多投资机构同时存在 PE 业务和 VC 业务,比如 IDG 资本、君联资本等,因此无法详细区分 PE 和 VC,而是以投资者类型是否属于 PE/VC 为标准衡量获得风险投资的情况。二是关于为何不以为更为直观的“融资规模”度量“烧钱”行为。根据 CVSource 数据库,其中 740 条融资数据中有 111 轮融资,显示融资金额为“未披露”,无法获取信息。此外,仍有 91 轮融资金额无具体数值,而是以“数千万美元”“上亿(级)美元”等词语描述。由于数据缺失可能导致“融资金额”这一数据的准确性不足,本文暂时无法开展关于以“融资规模”衡量“烧钱”程度的大样本研究,但本文从描述性统计和均值差异检验的角度证明了“融资规模”与“融资轮数”的相关性。

③ 限于篇幅,Wind 行业分类与《新产业新业态新商业模式统计分类(2018)》的具体比对结果未展示,留存被索。

续表 1

变量名称	变量符号	变量定义或计算方法
创业团队成员是否兼任 CEO	<i>Founder_CEO</i>	虚拟变量,创业团队成员兼任 CEO 时取 1,否则取 0
股东协议中是否存在董事安排限制条款	<i>Board_Member_Arrangements</i>	虚拟变量,招股说明书(股东协议)中书面规定创业团队或其他大股东有权任命的董事数量时取 1,否则取 0
Panel C:控制变量		
公司规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
公司成长性	<i>Growth</i>	营业总收入同比增长率
资产负债率	<i>Leverage</i>	负债合计/资产合计
盈利能力	<i>Profit</i>	总资产收益率
现金持有量	<i>Cash</i>	现金及现金等价物/总资产
股权集中度	<i>Big1</i>	第一大股东持股比例
董事会独立性	<i>Independence</i>	独立董事人数/董事会人数

(三)描述性统计^①

围绕样本期内 253 家美国中概股企业 IPO 前融资轮数的描述性统计结果显示,85 家美国中概股企业在 IPO 前没有进行过融资,占比 33.60%,10.67% 的样本仅进行过 1 轮融资,但有超过 50% 的样本在 IPO 前进行了 2 轮及以上融资,其中融资最多的优客工场完成了 18 轮融资。进一步分别针对 201 家新经济企业和 52 家传统企业的描述性统计结果表明,在 201 家新经济企业中,25.37% 的新经济企业在 IPO 前未进行融资,这一比例远低于传统企业的 65.38%,但这一结果表明并非所有新经济企业都会在 IPO 前进行多轮融资从而表现出“烧钱”行为,新经济企业内部“烧钱”程度存在较大差异。均值差异检验结果表明,相比传统企业,新经济企业 IPO 前融资轮数和引入 PE/VC 投资者显著更多,表现出更为明显的“烧钱”行为。

进一步地,本文分别基于 Wind 数据库一级行业分类和上市年份分类考察新经济企业 with 全样本企业(新经济企业 + 传统企业)的样本数量和 IPO 前融资情况。结果表明,新经济企业集中于信息技术、可选消费、医疗保健行业,且在 2018 年及以后上市的新经济企业数量超过样本期内上市公司的 50%。所属上述行业 and 上市年份的新经济企业 IPO 前融资轮数较多,与近年来新经济业务发展过程中呈现的“烧钱”现象相符合。其他主要变量的描述性统计结果与以往研究基本一致,此处不再赘述。

四、经验分析

(一)“烧钱”行为对控制权配置权重向创业团队倾斜的制度设计的影响

1. 股权结构设计

表 2 报告了式(1)模型的回归结果。被解释变量为 IPO 时是否采用双重股权结构(*Dual*),第(1)~(6)列结果表明,衡量公司“烧钱”行为的指标——IPO 前融资轮数(*Financing_Rounds*)、引入 PE/VC 投资者数量(*Num_PE/VC1*)和“烧钱”程度(*Financing_Class*)的回归系数均在 1% 的水平下显著大于零。这表明 IPO 前存在“烧钱”行为的新经济企业更可能采用双重股权结构上市,实现控制权配置权重向创业团队倾斜。

^① 限于篇幅,相关描述性统计结果未展示,留存被索。

表 2“烧钱”行为对股权结构设计的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Dual					
	Probit	OLS	Probit	OLS	Probit	OLS
Financing_Rounds	0. 8474 *** (4. 5442)	0. 2710 *** (4. 6641)				
Num_PE/VC1			0. 6153 *** (4. 9573)	0. 1858 *** (4. 8161)		
Financing_Class					0. 6715 *** (4. 9594)	0. 2032 *** (5. 2631)
常数项/控制变量 (IPO 年份、行业)	是	是	是	是	是	是
样本量	199	201	199	201	199	201
R ²	0. 3416	0. 4008	0. 3462	0. 4007	0. 3567	0. 4122

注:括号内为经异方差调整的 z 值或 t 值,*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著;样本略有缺失的原因在于 Probit 回归过程中的部分完美预测;OLS 模型汇报 R²,Probit 模型汇报 Pseudo R²。如无特殊说明,下表同。

2. 董事会组织与管理层任命

表 3 报告了基于式(1)的回归结果,被解释变量分别为创业团队成员是否兼任董事长(Founder_Chairman)和创业团队成员是否兼任 CEO(Founder_CEO),如果兼任则赋值为 1,否则为 0。表 3 结果^①表明,IPO 前存在“烧钱”行为的新经济企业,创业团队成员兼任董事长或 CEO 的可能性显著提高。

表 3“烧钱”行为对创业团队成员兼任董事长或 CEO 的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Founder_Chairman		Founder_CEO	
	Probit	OLS	Probit	OLS
Financing_Rounds	0. 5494 *** (2. 9984)	0. 1422 *** (2. 7198)	0. 3875 ** (2. 0929)	0. 1172 ** (1. 9849)
Dum_Cofounders	0. 5518 ** (2. 0981)	0. 1212 * (1. 9270)	0. 7305 *** (2. 9449)	0. 2097 *** (2. 9571)
常数项/控制变量 (IPO 年份、行业)	是	是	是	是
样本量	194	201	192	201
R ²	0. 2380	0. 2397	0. 1823	0. 2332

与此同时,本文关注到很多新经济企业存在多个联合创始人,因此同时考虑“是否存在联合创始人”(Dum_Cofounders)对创业团队成员兼任董事长或 CEO 的可能影响。回归结果显示,Dum_

① 限于篇幅,仅报告以 Financing_Rounds 作为衡量“烧钱”行为代理变量的估计结果。以 Num_PEV/C1 和 Financing_Class 衡量“烧钱”行为时,结果保持不变。

Cofounders 的估计系数显著为正,表明相比只有一个创始人,存在联合创始人新经济企业的董事长和CEO 更有可能由其创业团队成员兼任,符合现实观察。

(二)“烧钱”行为对控制权倾斜风险下投资者权益保护的制度设计的影响

1. 外部投资者对创业团队成员兼任执行董事的限制

上述研究表明,“是否存在联合创始人”会对新经济企业的董事会组织和管理层任命产生影响。那么对于存在多个联合创始人的新经济企业,在创业团队成员兼任董事长的基础上,是否还会通过更多的创业团队成员担任执行董事,以争取在“一人一票”的董事会投票决策时有更多的董事会话语权,从而进一步扩大创业团队在企业经营管理中的影响力呢? 本文设置如下代理变量考察对于存在多个联合创始人的新经济企业,前期“烧钱”行为对董事会成员构成情况产生的影响。被解释变量具体包含创业团队成员中担任执行董事的数量(*Num_Cofounders_Executive*)和比例(*Ratio_Executive_Cofounders*)以及执行董事中创业团队成员所占比例(*Ratio_Cofounders_Executive*)。

针对存在联合创始人的新经济企业样本,回归结果^①表明,衡量公司“烧钱”行为的变量的回归系数均不显著。这在一定程度上表明,对于 IPO 前存在“烧钱”行为的新经济企业来说,通过争取更多的董事会席位以扩大创业团队在企业经营管理决策中的影响力的方式,在现实的公司治理环境中是不存在的。本文将通过接下来的讨论尝试对这一结果进行解释。

2. 股东协议对外部投资者权益的保护

创业团队进一步扩大董事会层面影响力受阻,让本文开始关注在双重股权结构下部分放弃控制权的外部投资者可能对新经济企业公司治理制度设计产生的影响。在上述围绕董事会席位讨论的基础上,本文对美国中概股企业招股说明书进行了详细的文本分析,发现在招股说明书股东协议部分,^②部分中概股企业以书面形式对董事会成员委派等事项进行了明确的规定,即明确规定创业团队有权委派的董事数量和其他大股东有权委派的董事数量,构成董事会表决权安排方面保护外部投资者权益的重要途径之一。基于此,本文考察这一投资者权益保护的限制规定是否与新经济企业 IPO 前的“烧钱”行为有关。

表 4 报告了基于式(1)的回归结果,被解释变量为股东协议中是否存在董事安排限制条款(*Board_Member_Arrangements*)。同样地,根据上文董事会组织方面的研究,解释变量在原有表示“烧钱”行为变量的基础上,加入“是否存在联合创始人”(*Dum_Cofounders*)的虚拟变量。其中,第(1)~(3)列为新经济企业的全样本回归,第(4)~(6)列为不存在联合创始人的新经济企业样本回归,第(7)~(9)列为存在联合创始人的新经济企业样本回归。

回归结果表明,对于全样本企业和存在联合创始人的新经济企业,IPO 前的“烧钱”行为显著增加了股东协议中存在董事安排限制条款的可能性,而这一结果在无联合创始人的新经济企业样本中并不显著。进一步观察回归结果,在存在联合创始人的子样本中,衡量公司“烧钱”行为变量的回归系数和 t 值均明显大于全样本中的相关结果。这表明外部投资者对存在“烧钱”行为的新经济企业形成的控制权配置权重向创业团队倾斜的制度设计导致的道德风险保持警惕,并通过签署具有董事安排限制条款的股东协议保留足够的董事会表决权以防止创业团队可能的“内部人控制”从而保护自身权益。这一投资者权益保护方式在存在联合创始人、具有更大倾向争取更多董事会席位的新经济企业中应用更为广泛。

① 限于篇幅,该回归结果未展示,留存被索。

② 一般出现在招股说明书的两个地方:一是“Terms of Directors and Officers”,二是“Shareholders Agreement”。

表 4 “烧钱”行为对股东协议董事会成员构成事项的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Board_Member_Arrangements								
	全样本			不存在联合创始人			存在联合创始人		
Financing_Rounds	0. 6656 *** (3. 0713)			0. 1953 (0. 5848)			2. 1512 *** (3. 5136)		
Num_PE/VC1		0. 5683 *** (3. 8065)			0. 2666 (1. 1550)			1. 6116 *** (3. 9408)	
Financing_Class			0. 4061 *** (2. 8723)			0. 1857 (0. 7829)			0. 8497 *** (3. 0670)
Dum_Cofounders	0. 0546 (0. 2251)	0. 0507 (0. 2060)	0. 1085 (0. 4442)						
常数项/控制变量 (IPO 年份、行业)	是	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	199	199	199	106	106	106	79	79	79
Pseudo R ²	0. 2985	0. 3195	0. 2922	0. 3957	0. 4035	0. 3976	0. 3359	0. 3901	0. 2843

注:限于篇幅问题,这里汇报基于 Probit 模型估计的结果。同时采用 OLS 模型进行稳健性检验,结果保持不变。

(三)稳健性检验①

1. 内生性问题的控制

本文采用工具变量法解决可能存在的内生性问题。围绕“烧钱”行为对新经济企业公司治理制度设计的影响,本文选择“对数化的本次发行前持股超过 5% 的股东数量”(Number_over5)作为“烧钱”行为的工具变量;在此基础上,围绕“烧钱”行为对股权结构选择的影响,进一步选用“以创业团队成员是否具有创业经历/特定教育背景/具有融资资源的工作经历衡量的创始人特征”(Founder_Character)作为工具变量。上述变量满足工具变量的相关性及外生性条件。2SLS 回归结果显示,无论将 Number_over5、Founder_Character 分别还是同时作为工具变量放入回归方程,②本文的基本结果依然存在。此外,本文采用 PSM 方法,围绕是否为“烧钱”企业开展其对新经济企业公司治理制度安排影响的研究。基于匹配之后样本的回归结果与基准回归结果保持一致。

2. 其他稳健性问题的控制

为保证主要回归结果的稳健性,本文同时进行了以下方面的稳健性检验。第一,针对样本选择。在原有新经济企业基础上将基于新一代信息技术的现代互联网金融行业纳入样本选择范围,以研究区间内上市的全部美国中概股企业替代原有新经济企业样本。第二,针对数据区间选取。考虑到以《外国公司问责法案》出台为代表的美国对中概股监管政策的收紧可能对中国企业赴美上市及其融资产生影响,因此剔除 2021 年上市的样本。第三,围绕“烧钱”行为的度量方式,从以下三个维度进行稳健性检验。其一,改变“烧钱”程度(Financing_Class)的分类方式,调整融资轮数

① 限于篇幅,该回归结果未展示,留存被索。

② Founder_Character 仅在围绕股权结构设计的讨论中作为“烧钱”行为的工具变量,因此仅在“烧钱”行为对股权结构设计影响的讨论中,存在将 Number_over5、Founder_Character 分别或同时作为工具变量加入回归方程的情况。其余讨论均均以 Number_over5 作为工具变量。

大于或等于 7 轮的企业为“非常烧钱”, *Financing_Class* 赋值为 4, 保留更多极端“烧钱”信息; 其二, 进一步筛选有 PE/VC 投资者参与的融资轮数 (*Financing_Rounds_PE/VC*) 作为替代指标; 其三, 考虑到很多 PE 或 VC 投资者会参与一家企业上市前的多轮融资, 进一步以引入不同的 PE/VC 投资者数量 (*Num_PE/VC2*) 作为替代指标。第四, 当被解释变量是 0-1 变量时, 采用 Logit 模型进行稳健性检验。第五, 以 PE/VC 投资者热点投资板块 (*Field*) 替代 Wind 数据库一级行业分类 (*Industry*)。第六, 考虑到企业集团创投出于投资版图战略构建目的或大型企业集团内部孵化对新经济企业公司治理架构的可能影响, 分别加入“新经济企业第一大股东是否企业集团主导的创投基金” (*Enterprise_Group*) 和“新经济企业是否由企业集团内部孵化” (*Enterprise_Incubation*) 作为控制变量。基于上述角度分别重复本文主要检验, 回归结果与基准结果均保持一致。

五、拓展性研究: 新经济企业公司治理制度设计影响结果的考察

上述讨论表明, 具有“烧钱”行为的新经济企业在上市时往往形成控制权配置权重向创业团队倾斜和面临控制权倾斜风险下外部投资者权益保护二者之间平衡的公司治理制度设计。那么, 上述兼顾创业团队和外部投资者利益的制度设计能否真正实现新经济企业在创新鼓励与权益保护之间的平衡呢? 在拓展性研究中, 我们将围绕新经济企业公司治理制度安排的影响结果展开讨论。

(一) 对鼓励人力资本投入主导业务模式创新的影响

双重股权结构以创业团队持有高投票权股票、外部投资者持有低投票权股票实现控制权配置权重向创业团队倾斜, 这一制度安排在实现创业团队在有限资金投入下实际控制企业的基础上, 有助于发挥创业团队人力资本优势主导业务模式创新。本文从是否提高企业研发投入的角度, 考察采用双重股权结构上市对创新鼓励的实际作用。以企业研发投入 *RD* 和 *RD_adj* 两个指标作为衡量企业创新的代理变量(胡国柳等, 2019)。其中, *RD* 以企业研发支出与期末总资产的比重进行衡量, *RD_adj* 对 *RD* 进行行业中位数调整。回归结果^①表明, 实施双重股权结构的新经济企业研发投入更多, 证实了双重股权结构设计对鼓励新经济企业创业团队创新有正向影响。

(二) 对降低代理冲突保护投资者权益的影响

1. 签署具有董事安排限制条款的股东协议对投资者权益保护的影响

控制权配置向创业团队倾斜的治理模式存在使创始人降低努力程度、做出不利于股东权益的经营决策与财务决策的可能, 进而引发一系列代理问题, 造成对外部分散股东潜在利益的可能损害。因此, 本文从是否降低代理成本的角度, 考察股东协议中董事安排限制条款对投资者权益保护的的实际效果。以资产利用率 (*STA*) 作为度量代理成本的变量 (Ang 等, 2000)。资产利用率越高, 经理人对资产的利用能力和投资决策能力越强, 代理成本越低, 投资者权益保护效果越好。回归结果^②表明, 签署具有董事安排限制条款的股东协议能够提高新经济企业的资产利用效率, 降低代理成本。进一步选择四个存在控制权配置权重向创业团队倾斜(或倾斜可能)制度安排的子样本, 分别为采用双重股权结构上市的子样本、创业团队成员兼任董事长的子样本、创业团队成员兼任 CEO 的子样本和存在联合创始人(存在争取更多董事会席位的可能)的子样本。结果显示, *Board_Member_Arrangements* 的回归系数均显著为正, 表明具有董事安排限制条款的股东协议

① 限于篇幅, 该回归结果未展示, 留存被索。

② 限于篇幅, 该回归结果未展示, 留存被索。

成为控制权倾斜背景下外部投资者权益保护的重要治理机制之一。

2. “日落条款”与董事安排限制条款对投资者权益保护实际效果的比较

围绕控制权倾斜背景下外部投资者权益保护机制的现有研究表明,在实施双重股权结构的同时引入“日落条款”有助于通过加强对高投票权股东的权力限制形成内部监督机制,实现对外部分散股东潜在利益的保护(郑志刚等,2021)。那么,引入“日落条款”与具有董事安排限制条款的股东协议,这两种内部治理机制对外部投资者权益的保护哪个更有效呢?本文针对采用双重股权结构上市的新经济企业样本,从是否有助于降低代理成本角度,考察上述两种内部治理机制对投资者权益保护的的实际效果。同样,以资产利用率(*STA*)作为衡量代理成本的代理变量。解释变量方面,是否引入“日落条款”(*Sunset*)和股东协议中是否存在董事安排限制条款(*Board_Member_Arrangements*)均以0-1虚拟变量设置。

表5结果表明,在全样本回归中,*Sunset*和*Board_Member_Arrangements*的回归系数均显著为正,而*Sunset*的回归系数大于*Board_Member_Arrangements*,说明整体来看,引入“日落条款”能够起到更好的代理成本抑制作用以督促企业提高资产利用率,实现投资者权益保护的效果更好。进一步通过分组回归对比这两种投资者权益保护机制在IPO短期和长期对降低代理成本的影响。以IPO后第2年为节点将样本分为两组,IPO后第1年为短期,IPO后第2年及以后为长期。第(2)、(3)列结果表明,这两种投资者权益保护机制在短期和长期内对投资者权益保护的效果存在差异:短期内签署具有董事安排限制条款的股东协议对代理成本抑制的效果更好,而从长期来看,引入“日落条款”对代理成本抑制的效果更好。

表 5 外部投资者权益保护条款的效果考察:基于代理成本角度

	(1)	(2)	(3)
	<i>STA</i>		
	全样本	短期(IPO后第1年)	长期(IPO后第2年及以后)
<i>Sunset</i>	0.2209** (2.5367)	0.1892 (1.1576)	0.1842* (1.6749)
<i>Board_Member_Arrangements</i>	0.1353** (2.0426)	0.3155* (1.7108)	0.1495* (1.8645)
常数项/控制变量/ 年份固定效应/行业固定效应	是	是	是
样本量	328	88	240
R ²	0.2658	0.3551	0.3123

进一步参考Ye等(2015)的研究,使用重要性分析方法(Dominance Analysis)确定在回归中不同解释变量对决定系数(R²)的贡献程度,判断两种投资者权益保护机制的实际效果差异,分析结果与表5所得结果保持一致。^①本部分的讨论启示我们,签署具有董事安排限制条款的股东协议和引入“日落条款”都是未来改善我国资本市场新兴的股权设计实践、实现外部投资者权益保护可供考虑的
内部治理机制,其中前者在短期内对外部投资者权益保护更为有效,而后者从长期来看更为有效。

① 限于篇幅,该结果未展示,留存备案。

六、结 论

自 2016 年“新经济”被写入《政府工作报告》，中国涌现出一批由信息技术及其应用产生的以“新产业、新业态、新商业模式”等新型经济形态为代表的新经济企业。一些新经济企业在创立初期选择了在传统企业看来难以理喻和想象的“当期收益无法覆盖成本”的“烧钱”模式。“烧钱”行为一方面释放了企业未来发展前景良好的积极信号，另一方面成为新经济企业凭借信息优势获取信息租金和在边际收益递增背景下获取未来可能的高额预期收益的理性选择，从而成为内嵌于新经济企业的典型特征。而“烧钱”行为必然带来“蜘蛛状”的现金流分布，进而带来融资模式不同于传统企业的非常规变化，从而引发本文对于“投资能否按时收回并取得合理回报”的公司治理问题的担心。

本文运用 2009—2021 年上市的美中概股企业数据，实证考察“烧钱”行为对新经济企业公司治理制度设计的影响。研究发现，存在“烧钱”行为的新经济企业基于对创新导向组织重构的内在需求，在上市时形成控制权配置权重适度倾斜与外部投资者权益保护二者之间平衡的制度安排。一方面，对于业务模式创新高度依赖创业团队的新经济企业，在经历前期“烧钱”引入大量外部投资者的背景下，上市时更倾向于采用双重股权结构，并由创业团队成员兼任董事长或 CEO 形成控制权配置权重向创业团队倾斜的制度安排；另一方面，放弃部分控制权的外部投资者以签署具有董事安排限制条款的股东协议对创业团队和自身有权委派的董事数量做出明确规定，通过保留足够的董事会表决权防止创业团队可能的“内部人控制”，实现控制权倾斜风险下的自我保护。本文进一步对上述兼顾创业团队与外部投资者利益的制度安排的实际效果进行评估，研究表明采用双重股权结构上市显著提高了企业的研发投入，而签署具有董事安排限制条款的股东协议具有显著的代理成本抑制作用，与引入“日落条款”这一内部治理机制共同构成控制权倾斜风险下外部投资者权益保护的重要制度安排。

长期以来，中国 A 股资本市场对于持续盈利能力及禁止同股不同权公司上市的严格要求，导致了大量新经济企业流向制度设计更为灵活的境外资本市场。随着以“新产业、新业态、新商业模式”为代表的新经济成为中国经济转型的方向，我国科创板和创业板相继试行注册制，降低 IPO 门槛，设置多套上市市值及财务标准，允许具有不同表决权安排的企业上市。2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，A 股进入全面注册制时代。在此背景下，本文从新经济企业“烧钱”这一典型行为出发，以美国中概股企业为例，对新经济企业公司治理制度设计的评估和考察将有助于我国资本市场从美国中概股的实践中汲取经验教训，改进和完善正在积极推进的新经济企业公司治理制度设计和上市制度改革，推动我国资本市场改革行稳致远。

参考文献：

1. 程敏英、魏明海：《关系股东的权力超额配置》，《中国工业经济》2013 年第 10 期。
2. 杜传忠、刘志鹏：《互联网创业公司的用户补贴与烧钱：盲目竞争还是理性选择》，《现代财经（天津财经大学学报）》2017 年第 7 期。
3. 胡国柳、赵阳、胡珺：《D&O 保险、风险容忍与企业自主创新》，《管理世界》2019 年第 8 期。
4. 戚聿东、李颖：《新经济与规制改革》，《中国工业经济》2018 年第 3 期。
5. 覃家琦、杨玉晨、王力军、杨雪：《企业家控制权、创业资本与资本配置效率——来自中国民营上市公司的证据》，《经济研究》2021 年第 3 期。
6. 王俊喆：《“烧钱”的神话：公司 IPO 初期的增长战略选择》，《商业研究》2018 年第 5 期。

7. 王念新、周春阳、万兴、葛世伦：《共享经济平台构建初期“烧钱”战略有用性的实证研究》，《管理评论》2021 年第 3 期。
8. 燕志雄、唐振武：《用户规模、市场结构与平台定价》，《统计研究》2019 年第 12 期。
9. 曾庆生、程博：《影响公司高管交易行为内部差异的因素：“信息优势”还是“收入补偿动机”》，《南开管理评论》2019 年第 6 期。
10. 张继德、刘卓：《我国在美上市互联网企业创始人控制权保护研究——以阿里巴巴实行“合伙人制度”为例》，《北京工商大学学报(社会科学版)》2018 年第 5 期。
11. 郑志刚、朱光顺、李倩、黄继承：《双重股权结构、日落条款与企业创新——来自美国中概股企业的证据》，《经济研究》2021 年第 12 期。
12. Aghion, P., & Tirole, J., Formal and Real Authority in Organizations. *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 1, 1997, pp. 1 – 29.
13. Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W., Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, pp. 81 – 106.
14. Baldenius, T., Melumad, N., & Meng, X. J., Board Composition and CEO Power. *Journal of Financial Economics*, Vol. 112, No. 1, 2014, pp. 53 – 68.
15. Chemmanur, T. J., & Jiao, Y. W., Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, No. 1, 2012, pp. 305 – 319.
16. DeAngelo, H., & DeAngelo, L., Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1, 1985, pp. 33 – 69.
17. Grossman, S. J., & Hart, O. D., The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, 1986, pp. 691 – 719.
18. Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E., Information and Competitive Price Systems. *American Economic Review*, Vol. 66, No. 2, 1976, pp. 246 – 253.
19. Hart, O., & Moore, J., Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, 1995, pp. 567 – 585.
20. Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B., Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1 – 2, 1988, pp. 129 – 152.
21. Katz, M. L., & Shapiro, C., Network Externalities, Competition, and Compatibility. *American Economic Review*, Vol. 75, No. 3, 1985, pp. 424 – 440.
22. Khilstrom, R. E., & Laffont, J. J., A General Equilibrium Entrepreneurial Theory of Firms Based on Risk Aversion. *Journal of Political Economy*, Vol. 87, No. 4, 1979, pp. 719 – 748.
23. Kim, J., & Koo, K., Are Founder CEOs Effective Innovators?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 47, No. 3, 2018, pp. 426 – 448.
24. Lehn, K., Netter, J., & Poulsen, A., Consolidating Corporate Control: Dual-class Recapitalizations versus Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, 1990, pp. 557 – 580.
25. Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F., Agency Problems at Dual-class Companies. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 4, 2009, pp. 1697 – 1727.
26. Megginson, W. L., & Weiss, K. A., Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3, 1991, pp. 879 – 903.
27. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W., Alternative Mechanisms for Corporate Control. *American Economic Review*, Vol. 79, No. 4, 1989, pp. 842 – 852.
28. Nelson, T., The Persistence of Founder Influence: Management Ownership and Performance Effects at Initial Public Offering. *Strategic Management Journal*, Vol. 24, No. 8, 2003, pp. 707 – 724.
29. Romer, P. M., Increasing Return and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 5, 1986, pp. 1002 – 1037.
30. Shleifer, A., & Vishny, R. W., A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp. 737 – 783.
31. Spence, M., Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, 1973, pp. 355 – 374.
32. Ueda, M., Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The Journal of Finance*, Vol. 59,

No. 2, 2004, pp. 601 – 621.

33. Williamson, O. E., Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, 1988, pp. 567 – 591.

34. Ye, D. Z., Ng, Y. K., & Lian, Y. J., Culture and Happiness. *Social Indicators Research*, Vol. 123, No. 2, 2015, pp. 519 – 547.

The “Burning Money” Behavior and the Corporate Governance System Design of New Economy Enterprises

ZHENG Zhigang, JIN Tian, HUANG Jicheng (Renmin University of China, 100872)

ZHANG Hao (Capital University of Economics and Business, 100070)

Summary: In order to seek rapid market expansion and accelerate the business model to mature, new economy enterprises would seek external financing, “burn money” and spend beyond their means, a behavior that is hard for traditional enterprises to understand. As a typical characteristic of new economy enterprises, “burning money” brings about a “spider” structure of cash flow distribution and thus an unconventional change in the financing pattern different from that of traditional enterprises. It raises corporate governance concerns about whether the investment can be recovered on time and with reasonable returns.

We used the China Concepts Stocks data of US-listed Chinese firms from 2009 to 2021 to empirically examine the influence of “burning money” behavior on the design of corporate governance system in new economy enterprises. The study finds that new economy enterprises that have raised multiple rounds of financing before IPO and are known for “burning money” tend to choose the control rights arrangement that tilts toward the founding team. They are more likely to go public with dual-class share structures, with founding members serving as both chairman and CEO. The external investors who give up some control rights would seek to protect themselves from the risk of control tilt by signing the shareholder agreement with the restriction clause of directors’ arrangement. By taking into account the interests of the founding team and external investors, the design of corporate governance system strikes a balance between innovation incentivizing and rights protection in corporate governance of new economy enterprises.

The conclusion of our research has the following three contributions. First, this paper systematically demonstrates the internal logic of “burning money” behavior of new economy enterprises, which are different from traditional enterprises. On this basis, through the analysis of cash flow distribution and equity financing structure, this paper is among the first to reveal the unique corporate governance problems facing the money-burning new economy enterprises. Secondly, by analyzing the differential influence exerted by the founding team and external investors on the control rights arrangement of new economy enterprises, this paper contributes to the literature on the protection of control rights of the founding team and the protection of investors’ interests. Thirdly, this paper draws lessons from the practice of US-listed Chinese firms, and brings positive reference and useful inspiration for the design of corporate governance system and the listing system reform of new economy enterprises.

Keywords: New Economy Enterprises, Corporate Governance System Design, “Burning Money” Behavior, Tilted Control Rights Allocation, Protection of Investor Interests

JEL: G32, G34, M13

责任编辑:诗 华