

## 博弈视角下的激励机制与 双层股权结构

蒋昇洋\*

**摘要:**从博弈激励的视角考察,双层股权结构公司中的控制股东与公众投资者通过资本市场的渠道形成了长期博弈关系,公众投资者基于退出公司的行为策略对控制股东的经营管理行为构成监督与威慑,从而形成了对控制股东的有效激励。博弈激励解释避免了增加代理成本、损害公司与中小股东利益、控制权交易市场监督机制失灵三个方面对双层股权结构的责难。

**关键词:**双层股权结构 博弈 激励机制 控制股东 公众投资者

阿里巴巴于2014年9月19日正式在美国纽交所挂牌交易。而于此之前,阿里巴巴在招股说明书中所披露的“湖畔合伙人制”备受瞩目与争议。阿里巴巴在招股说明书中规定:阿里合伙人拥有独家提名超过半数董事会成员的权利,被提名者经阿里巴巴股东大会投票通过,如果发生股东大会未通过阿里合伙人提名的董事候选人等意外事件,阿里合伙

---

\* 西南财经大学法学院民商法学硕士研究生。

人可直接任命临时董事,而无需经过股东大会通过。<sup>[1]</sup> 这种管理架构确保由阿里合伙人选出的董事绝对控制董事会。<sup>[2]</sup> 此公司治理安排是双层股权结构的另类演化模式,它与双层股权结构的共同点在于均可以使得持有相对少数股份的股东把控公司经营决策的控制权。双层股权结构的公司治理模式在美国上市公司中被较为广泛地采用,<sup>[3]</sup> 并且在新兴科技领域运用较为普遍。<sup>[4]</sup> 多数欧洲国家以及日本也对双层股权结构这一公司治理模式表示了接受与承认。<sup>[5]</sup>

我国《公司法》第 103 条第 1 款、第 126 条第 1 款明确了一股一票和同股同权原则,但同时,《公司法》第 131 条的规定表明我国并未禁止发行其他不同种类的股份。<sup>[6]</sup> 面对国外资本市场接受双层股权结构

- 
- [1] 参见李淑萍:“帝国之治:阿里合伙人制暗藏传承计划”,载澎湃新闻网,[http://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_1267809](http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1267809),2015年7月2日访问。
- [2] 参见戚鸣:“阿里巴巴上市面临挑战:独特的‘合伙人’制度”,载新浪网,<http://tech.sina.com.cn/i/2014-09-24/11329640622.shtml>,2015年7月2日访问。
- [3] 有研究发现,从1988年到2007年,美国采用双层股权结构的公司数量占有上市公司数量之比一直保持在7%上下,双层股权结构公司的市值占有上市公司市值之比从6.2%上升至9.4%。参见马一:“股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界”,载《中外法学》2014年第3期。
- [4] 例如,谷歌公司、Facebook以及通过设立离岸公司赴美国上市的百度公司均采用了双层股权结构。谷歌公司在2004年发行股票时将普通股划分为1份投票权和10份投票权的A、B两类股票发行,且只有公司创始人和高管才能拥有B类股票,B类股票转让于他人之手时自动变更为A类股票,参见“谷歌公司招股说明书”,载SEC官方网站,<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504143377/d424b4.htm>,第105~110页。Facebook在发行上市时不仅对普通股投票权进行区分,而且还在其招股说明书中加入了表决权委托代理协议的设计,要求所有投资者同意将投票权授权给Facebook创始人扎克伯格行使,参见“Facebook招股说明书”,载SEC官方网站,<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512240111/d287954d424b4.htm>,第148~151页。百度公司在其发行的股票中同样添加了A、B两类普通股投票权份额的区分设计,参见“百度公司招股说明书”,载SEC官方网站,[http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1329099/000119312505159073/d424b4.htm#rom13000\\_19](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1329099/000119312505159073/d424b4.htm#rom13000_19),第117~119页。以上电子文献的访问时间均为2015年7月2日。
- [5] See Kristian Rydqvist, *Dual - Class Shares: A Review*, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 8, No. 3, Autumn 1992, p. 45.
- [6] 我国《公司法》第103条第1款规定:股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。但是,公司持有的本公司股份没有表决权;第126条第1款规定:股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。第131条规定:国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。

构的制度安排而附随的竞争压力,我国是否也需迎合世界潮流接受双层股权结构的公司治理模式。申言之,双层股权结构与一股一票原则的背离是否会引发负面效应,从而衍生出如下质疑:双层股权结构是否会因股份与投票权的非比例性而增加公司运作的代理成本、是否会扩大控制股东损害公司与中小股东利益的道德风险、是否会因控制权交易市场监管机制的失灵而失去公司良好治理的激励?凡此种质疑都可归结于一个本质性的追问,即双层股权结构是否具有可责难性?

本文以博弈论为基础展开一个公司法法理考辨。本文认为,双层股权结构公司的控制股东与公众投资者通过资本市场所形成的长期博弈关系,激励着公司控制股东采取规范内部治理行为、提升公司经营业绩的合作策略,该激励机制的发挥足以降低监督导向下的代理成本、避免控制股东损害公司和中小股东的利益,并形成了一股新的外部监督力量,由此,在博弈激励的分析视角下,双层股权结构的可责难性并不显著。

## 一、双层股权结构现有解释进路的梳理与反思

自美国 20 世纪初期某些家族企业或者银行为保持公司控制权而发行优先股之时开始,双层股权结构的公司治理模式就备受学界关注与争议。截至目前,国内外已经累积了丰厚的研究成果。其中,为双层股权结构提供正当性解释的观点思路主要存在以下几种。

第一,股东内部“异质化”为双层股权结构预设了现实基础。一股一票与同股同权原则是在股东“同质化”这一假设前提下展开的。“同质化”即为股东在追求自身投资利益最大化和追求公司利益最大化方面具有相同价值目标,且此目标通过股东大会的形式结合成为统一整体。<sup>[7]</sup>然而,一股一票、同股同权这种看似民主的公司治理模式,其实

---

[7] See Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *One Share, One Vote and The False Promise of Homogeneity*, *Cardozo Law Review*, Vol. 30, No. 2, November 2008, p. 492.

质上对股东利益最大化存在威胁,因为其每个股东具有同等利益与偏好并能够在投票权的行使过程中得到有效实现的假定是错误的。〔8〕随着社会多元化的演进,股东内部出现了“异质化”的现实,该“异质化”现实表现为投资者目的与认知的差异化,股权享有与股权行使、股权具体权能与股权的不断分离等基本面相。〔9〕该“异质化”的现实基础打破了原一股一票、同股同权原则的预设前提,股权与投票权比例的分离与差异是股东“异质化”的逻辑推演结果,股东内部异质化的现实基础正是双层股权结构的内核机理之所在。

第二,双层股权结构赋予创始人股东选择公司最佳资本与融资模式的空间。〔10〕当公司缺乏资金时,求助于资本市场或许是一个不错的选择,但是高比例的股票发行使得公司创始人所持股份不断被稀释并最终失去公司经营决策权。而创始人股东同比例认购股份则会基于创始人资金有限的缘故并不具有可行性,即便创始人股东拥有大量资金也同样缺乏足够动力对股份予以同比例认购,因为创始人股东的人力资本投入和资金投入都难以得到有效分散,其投资风险较公众投资者更高,一旦经营失败,创始人股东很难抽身脱逃,而经营成功所获收益却在所有股东间共同分享,即构成了风险与收益不成比例的局面,因而也就形成了创始人股东按比例认购股份的阻碍因素。双层股权结构的公司治理模式使创始人股东在保持原有股份份额的同时掌控着公司的经营决策权,有效地缓解了扩充公司规模与稀释创始人股东控制权之间的紧张关系。

第三,双层股权结构利于人力资本的专用性投资。〔11〕双层股权结构使得公司管理层或者某个家族长期掌控某公司成为可能,该可预见的控制权关系激励着管理层(或者家族)毫无顾虑地向该公司投入高

---

〔8〕 See Grant M. Hayden, *The False Promise of One Person, One Vote*, Michigan Law Review, Vol. 102, No. 2, (November 2003), pp. 230-236.

〔9〕 参见汪青松、赵万一:“股份公司内部权力配置的结构变革——以股东‘同质化’假定到‘异质化’现实的演进为视角”,载《现代法学》2011年第5期。

〔10〕 See Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, University of Chicago Law Review, Vol. 54, No. 1, Winter 1987, p. 139.

〔11〕 See Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, University of Chicago Law Review, Vol. 54, No. 1, Winter 1987, p. 137.

强度的人力资本。该人力资本基于“公司管理层在本公司中浸淫日深,才获得了专用于该公司的技能和‘专业知识’”,<sup>[12]</sup>故而具有较弱的可替代性。弱替代性的专用人力资本的投入对于公司而言意义重大:一方面,公司管理层专属于本公司的“专业技能与知识”使得其在指导公司运作和作出公司投资决策时更符合本公司的价值理念和商业定位,让公司的运行更富效率;另一方面,公司管理层的专属人力资本向公司高强度、长时间的投入可隐性地减少公司运行成本,因为管理层专用于该公司的特定技能与知识的获得需要一定时间周期,如若人力资源较为频繁地更换,则公司须经常承担该周期内管理层的“适应性”成本,双层股权结构的治理模式则可以尽可能地减少这一成本。

第四,双层股权结构避免高透明低价值的投资决策,并为公司收购获取高额溢价。<sup>[13]</sup>在公司管理层的控制地位不稳固的场域下,其更富有动机作出市场信息传递效率较强的高透明的公司计划与投资决策,因为该信息的传导为公司带来利好效应,从而降低了敌意收购的可能,但是高披露性、无任何商业秘密可言的决策对公司而言并非最有价值。然而,双层股权结构下的公司管理层无需面临敌意收购使自身管理职位堪虞的威胁,从而更易于做出符合公司长远利益的低透明高价值的公司计划与投资决策。另外,即便公司难逃被收购的厄运,双层股权结构下的公司管理层也可一定程度地避免集体行动难题,与收购方谈判协商为公司投资者争取到更高的收购溢价。然而在公司股份与表决权较为分散的状态下,很难形成与收购方讨价还价的合力,再加之公众股东“搭便车”的投机心理更是为提高收购价格事宜的商榷增添一份偶然性。

第五,产品市场的竞争状态激励双层股权结构公司控制权主体提

---

[12] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第97页。

[13] See Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, *University of Chicago Law Review*, Vol. 54, No. 1, Winter 1987, pp. 138 - 139.

高公司业绩。<sup>[14]</sup> 双层股权结构使得公司管理层掌控着公司经营决策权,中小股东手中微不足道的投票权份额无法对其形成实质性的监督与激励。但产品市场的竞争促使公司的管理层必须提高公司产品质量、改善服务水平、提振公司声誉与影响,从而维持并提高市场占有率,以免公司被划入淘汰队列之中或者成为潜在的收购对象。此时的产品市场就为公司管理层与其他市场竞争主体造就了一个博弈场域,基于公司产品、公司服务的长期博弈对公司管理层的行为起着监督与激励作用。

除此之外,还有学者通过将双层股权结构视为投资者与创始人间的合作性契约,<sup>[15]</sup>从双层股权结构有利于公司创始人追求自己的经营理念<sup>[16]</sup>等方面为双层股权结构这一公司治理模式的非可责难性提供理论拱卫。

虽然以上种种解释进路占据各种视角为双层股权结构提供了积极正当性的辩护与支撑,但是该种种思路终究没有对双层股权结构到底是否会因其与一股一票背离的特质而衍生出公司代理成本增加、公司管理层损害公司与中小股东利益、外部控制权交易市场监管机制失灵等风险与弊端作出解答。股东内部“异质化”为双层股权结构预设了合理的现实基础,但其无法掩盖“异质化”表征下的投资份额与表决权分离所带来代理成本问题;双层股权结构为公司创始人股东提供了一套最佳的资本融资模式的同时,也招徕了其作为公司管理层的专用人力资本的投入,但资本融资模式和专用人力资本的视角无法抵御公司管理层(创始人股东)滥用控制权地位攫取公司和公众投资者利益方面的责难;双层股权结构避免了市场信息传递效应下的低效率决策、避免了因集体行动难题而带来的低收购溢价,但资本市场本就以外部人通过信息传递对公司价值作出评判为前提,因而双层股权结构可避免

---

[14] See Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, *Virginia Law Review*, Vol. 73, No. 5, August 1987, p. 831.

[15] 参见马一:“股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界”,载《中外法学》2014年第3期。

[16] 参见张舫:“一股一票原则与不同投票权股的发行”,载《重庆大学学报》(社会科学版)2013年第1期。

信息传递成本的论断也许并非可靠,另外,现代公司法已为管理层提供了多种反收购手段,利用双层股权结构反收购与提高收购溢价实属画蛇添足;〔17〕产品市场监督机制虽使双层股权结构避免了公司控制权主体缺乏监督激励的可责难性,但其仅考虑了外部产品市场主体所形成的竞争压力,忽略了公司内部以及外部资本市场的监督激励,为控制权主体压迫中小股东的理论责难留下空间;合作契约视角和公司经营理念继续视角同样无法对双层股权结构的理论责难构成实质性回应。综上所述,以上种种思路未从本质上对双层股权结构的正当性抑或是可责难性作出明晰的判断。因此,面对如上学理思路的片面性及其自身的疑义,我们亟须寻找一条新的解释与分析进路对双层股权结构作出判断与剖析,并对双层股权结构到底是否具有可责难性作出解答,从而对双层股权结构的具体运用提供一定原则性意见。

双层股权结构的核心矛盾其实是控制股东的超级投票权与公众投资者的单一投票权间的不对等关系,对双层股权结构的各种质疑与责难也是从此处衍生开来。那么,对双层股权结构是否具有可责难性的分析,我们不妨将视线聚焦于控制股东与公众投资者二者之间的矛盾关系,探究二者在双层股权结构下所采取的行为策略将会对对方形成怎样的约束与激励,该约束与激励是否又将会对控制股东与公众投资者造成一定的反作用。由此来揭示双层股权结构的公司治理模式是否会引发与一股一票原则相背离的负面后果,并试图为双层股权结构提供新的解释论进路。

## 二、双层股权结构的博弈论机理及其激励机制

每个社会主体都处于博弈结构中,且每个社会主体的最优决策都依赖于他人的行为选择,此规律对于双层股权结构下公司控制股东与

---

〔17〕 See Jeffrey N. Gordon, *Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, California Law Review, Vol. 76, No. 1, January 1988, pp. 11 - 14.

公众投资者也毫不例外。若控制股东仰仗其超级投票权肆意攫取公司股价以外的额外利益,不顾及公众投资者的利益诉求,致使投资者的投资目的不能实现,那么投资者就完全可以通过资本市场作出退出公司的决策。控制股东基于该公众投资者退出公司决策的威胁,其会预先通过规范其公司治理行为以提高公司绩效,以求资本市场的优质声誉而获得更多源源不断的外源性融资。因此,就本文的分析而言,就形成了控制股东与公众投资者双方的博弈构造。

### (一) 公司控制股东与公众投资者的长期博弈关系

“博弈关系持续的时间长度取决于退出成本的高低,如果终止某一博弈关系所带来的收益损失无法在博弈场域之外找到同等替代,或者替代成本过高,以至于终止博弈成为不可欲的选择,那么这里就有一个足够高昂的退出成本激励行为人精心保持原有的博弈关系。”<sup>[18]</sup>公司在资本市场上发行股票这种融资方式具有明显的弱替代性,公司选择其他融资方式将会使得公司承受巨大的替代成本,因此控制股东与公众投资者通过资本市场这一媒介始终处于长期的博弈关系。

在控制股东与公众投资者这对博弈关系中,控制股东是一个长期参与者,而某特定公众投资者是一次性参与者,一旦公众投资者未能在公司股价中获得预期收益,其便会作出“用脚投票”的退出策略,其当然也就从与控制股东的博弈关系中消失。然而此现象并不意味着控制股东与公众投资者的博弈关系是一个短期博弈,因为此时公司的筹资行为是一个重复交易行为,“公司必须不断的筹集资金(即使公司不打算发行新股,仍可能时时举债),这就使得公司——指的是公司管理层——必须不停接受资本市场的检验”<sup>[19]</sup>。若双层股权结构下的公司控制股东(公司管理层)表现差强人意,未能满足公众投资者的投资欲求甚至榨取公众投资者的应得利益份额,该消极信息在资本市场上将会转化为该公司的不良声誉,当其再次因金融融资求助于资本市场时,潜在的公众投资者将放弃该公司作为投资对象以示惩罚。此时,潜在

[18] 吴元元:“双重博弈结构中的激励效应与运动式执法——以法律经济学为解释视角”,载《法商研究》2015年第1期。

[19] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第95页。



的公众投资者就充当了检验公司的第三方,其在实施惩罚机制时就类似地在提供某一类公共产品。<sup>[20]</sup> 该类公共产品的提供就使得无数的潜在公众投资者对公司控制股东进行着潜在的、长期的监督与约束。因此,公众投资者的单一投资行为使得公众投资者与控制股东间所构造的看似是一个一次性的短期博弈,但从资本市场的整体视角来看,单一的投资行为并不是孤立地存在,其已被嵌入到了整个资本市场中作为第三方惩罚机制的一环,与公司控制股东进行着重复的长期博弈。

## (二) 公众投资者对公司控制股东的激励机制

长期博弈是一个无限次数的重复的博弈形式,博弈双方将在未来构造无数个交锋回合。如果博弈双方中的某一方在上一轮交锋中不采取合作策略,那么在下一轮交锋中将会受到来自对方的惩罚。因此“在无限次博弈中,双方都有动机选择合作,其最优策略将会是一报还一报——如果另一个决策者在上一轮选择合作,那么你也选择合作;如果他在上一轮背叛,那么你也在这一轮背叛。”<sup>[21]</sup> 基于下一轮交锋中受到惩罚的威慑,一个理性的行为人当然是选择合作策略予以应对,并且该合作策略之于所有交锋回合都生效,因为一旦行为人选择背叛,对方将选择永不与其合作作为惩罚。由此,博弈关系主体对博弈相对方的行为策略选择便形成了有效的激励机制。

长期博弈对相对方所形成的激励机制在双层股权结构下公司控制股东与公众投资者之间的应用即为:基于公众投资者对控制股东在下一轮交锋中进行惩罚的威慑,形成了对控制股东必须采取合作策略的激励机制。如果公司的控制股东利用其超级投票权滥用其经营管理决策的控制地位,亦即在与公众投资者的交锋中不采取合作策略,公众投资者将会对控制股东采取惩罚措施。该惩罚措施分为两个部分:其中一部分是就既有的公司的公众投资者而言,其可选择终止博弈关系的惩罚策略,即通过资本市场向其他投资者抛售股票以退出该公司;另一部分则是就潜在的公众投资者而言,资本市场通过其有效的定价机制

[20] 参见张维迎:《博弈与社会》,北京大学出版社2013年版,第146页。

[21] [美]罗伯特·考特、托马斯·尤伦:《法和经济学》,史晋川、董雪兵等译,格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社2012年版,第33页。

将既有公众投资者抛售股票的行为反映在股票价格上,股票价格呈现出下挫态势,而该股价下挫的市场信息将会在信号传导机制的帮助下反映出该只股票所对应公司的劣质的经营状况,从而市场潜在的公众投资者将会用放弃投资该公司的行为策略对控制股东实施惩罚(前文所述的第三方提供的类似于公共产品性质的功能即在此刻实现)。来自公众投资者退出公司和放弃投资的行为,将会使得公司失去重复交易(在资本市场上再融资)的机会,从而大幅增加其融资成本,公司若需再融资就只得被迫求助于发行债券、贷款等高成本的融资替代方式。因此,在严厉的惩罚措施的激励效应下,控制股东不得不避免其滥用控制权的行为转而采取迎合公众投资者利益导向的合作策略予以应对。

公众投资者基于激励机制迫使控制股东所采取的合作策略的具体内容可划分为两个维度。其一,提高公司业绩与拓展市场竞争力的外向维度。对于向双层股权结构公司进行投资的公众投资者而言,参与公司的经营管理与事务决策处于次要地位,能够获得稳定的投资收益与回报才是其核心目的。若公司不能满足公众投资者获得收益与回报的投资偏好,公司的既有投资者将会采取退出公司、潜在投资者在信号传递的作用下也将会把此公司排除在投资目标之外作为惩罚措施。因此,控制股东就具有提高公司产品的市场占有率、提升公司业绩、为公司赚取高额利润的强烈动机,因为只有此方式才能提振公司股票价格,为公众投资者换取较大回报,从而避免来自既有投资者与潜在投资者的惩罚机制。其二,规范公司内部治理的内向维度。控制股东必须以认真、积极、谨慎、勤勉的态度对公司事务作出决策,并以公司整体利益最大化为目标行使其管理与控制职能。若控制股东利用其超级投票权耗费公司资源、谋取公司交易机会、攫取公司股价以外的额外收益、损害公司利益,或者控制股东滥用其控制权压榨中小股东(公众投资者)、侵害中小股东利益,既有投资者与潜在投资者同样也会实施其退出公司、放弃投资的惩罚措施。处于长期博弈场域的控制股东预想到该惩罚措施的不可挽救性,就会敦促其规范公司内部治理行为,从而形成了对控制股东的有效激励。基于该激励机制作用下所形成的外在市场和内部治理两个维度的合作策略,控制股东与公众投资者博弈视角下的激励理论规避了产品市场监督理论仅从外在市场构造监

督框架的分析视角的单一性,优化了双层股权结构正当性与积极性的解释进路。

### 三、博弈激励解释对双层股权结构质疑论的回应

双层股权结构下超级投票权股的发行引起的最大问题是控制权与现金流请求权的高度背离,控制权与现金流请求权的背离使控制股东的利益与公司整体利益(全体股东利益)之间存在差异,<sup>[22]</sup>从而迫使股东加大对控制股东的监督力度,推高了代理成本;控制股东超级投票权的行使实质架空了公司股东大会、独立董事等组织机构的监督职能,使得公司治理的内部监督机制失灵;控制股东超级投票权股的存在破灭了敌意收购方控制公司的意图,使得控制权交易市场的外部监督机制失效。高企的监督代理成本和公司内外监督机制失控的弊病引发了对双层股权结构公司治理模式的质疑。面对如此种种异议,控制股东与公众投资者间的博弈关系对公司监督激励机制进行了重构,其二者间的激励约束作用弥补了公司内外监督机制的失控,并自发地避免了因每一投票权与风险损失承担配比的分离而加重的监督代理成本。

#### (一)对“双层股权结构增加公司运作的代理成本”的回应

现代公司因控制权与所有权(股权)的分离,在公司股东与公司管理层(双层股权结构下即为公司控制股东)间形成了“委托代理关系”,该委托代理双方基于追求各自效用最大化的动机而与帕累托效率相悖。<sup>[23]</sup>因此,委托人采取监控措施与激励制度以防范自身利益被代理人侵蚀也就成为必然,委托人所承受的该监控措施与激励制度的成本即产生了代理成本问题。<sup>[24]</sup>伊斯特布鲁克和费希尔从剩余索取权的

[22] 参见张舫:“美国‘一股一权’制度的兴衰及其启示”,载《现代法学》2012年第2期。

[23] See Stephen A. Ross, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, May 1973, p. 138.

[24] See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, October 1976, pp. 305 - 360.

角度强调一股一表决权假定的重要性,“投票权与投票者在公司中的剩余利益如影随形,剩余利益的相等份额必须带有相同的表决权重,否则在公司管理层面将产生不必要的代理成本。如果投票者的表决权与其剩余索取权不成比例,则他们无法获得自己努力所带来的等同于其表决权比例的利益份额,也无须按其表决权比例承担可能造成的损失,这(利益和风险机制的匮乏)使得他们不可能作出理想的选择”。<sup>[25]</sup>若将双层股权结构置于代理成本的分析理路之下,双层股权结构的超级投票权股所导致的一股多票将会使剩余利益份额与表决权重严重偏离,在委托人采取监控与激励措施的基础上大幅创造代理成本。

然而,若将双层股权结构的分析理路置换于博弈视角下的激励机制,结论将有所不同。处于长期博弈场域的双方——控制股东与公众投资者,将会依据对方的行为模式采取不同的对应策略,公众投资者通过资本市场的途径采取退出公司的行为策略已然对控制股东形成有效的制约与威慑,时刻激励着控制股东采取提高公司业绩和规范内部治理两个维度的合作策略,该博弈关系所自发形成的激励机制对公众投资者刻意采取监控与激励措施形成了替代效应,从而降低了该监督导向下的代理成本。控制股东基于博弈关系的激励效应所采取的合作策略已经成为其公司职权行使的必然选择,甚至转化为其作为公司管理层的职业使命,公司的管理理念、经营决策必须迎合公众投资者的投资欲求,满足公众投资者的投资目的,故而即便股权所对应的剩余利益与表决权重不成比例,并可能致使因超级投票权的行使所招致的风险与损失由全体股东共同承担,控制股东依旧会认真善待其投票权,作出理想的、对公司有益的选择与决策。另外,双层股权结构实质已形成股权的集束与聚合,解决了因股权分散、投票权分散而带来的集体选择问题,有利于公司降低集体行动成本、作出连贯且高效的经营管理决策。<sup>[26]</sup>综上所述,双层股权结构的公司治理模式在博弈的激励机制这一分析理路之下并不会推高公司运作的代理成本,因此并不具有代理

[25] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第73页。

[26] 同注[25],第65~66页、71页。

成本方面的可责难性。

## (二)对“双层股权结构滋生控制股东损害公司与中小股东利益的道德风险”的回应

股东的投票表决权是实现参与公司决策的途径,通过行使表决权可对董事会成员的选举和股东大会的公司决策进行一定影响并在一定程度上制衡公司控制股东和董事,<sup>[27]</sup>而双层股权结构剥夺了股东参与公司经营事务的可能,公司民主遭到了破坏。在双层股权结构的公司治理模式下,独立董事基于被控制股东解雇的威胁也无法真正行使其监督职能。<sup>[28]</sup>鉴于公司内部组织机构监督职能在双层股权结构的公司治理模式下已无法真正实现,控制股东在为自己谋取私利而牺牲公司利益时会更加肆无忌惮,<sup>[29]</sup>也更加易于利用超级投票权压制中小股东的诉求与主张,从而损害中小股东的利益。总而言之,双层股权结构的公司治理模式使公司内部监督机制失灵,增加了控制股东的机会主义倾向,从而滋生了控制股东损害公司与中小股东利益的道德风险。

双层股权结构确有可能削弱股东大会、独立董事等公司组织机构对控制股东的监督功效,但此并不意味着必然会增强控制股东的机会主义倾向从而损害公司以及中小股东的利益。在博弈激励解释视角下,控制股东与公众投资者之间的博弈不仅是一种长期博弈而且也是一种动态博弈,也即由博弈双方先后采取行为策略,且后一方的行为策略是在知悉前一方的行为策略信息的基础上作出。在控制股东为一己私利而作出攫取公司资源、损害中小股东利益的管理行为、公司决策后,既有投资者(中小股东)和潜在投资者便会采取使公司融资成本巨幅提振的退出公司和放弃投资的行为策略予以回应。巨幅提振的融资

[27] See Manning Gilbert Warren III, *One Share, One Vote: A Perception of Legitimacy*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 14, No. 1, September 1988, p. 99.

[28] See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, *George Washington Law Review*, Vol. 54, No. 5, August 1986, p. 722.

[29] 参见陈若英:“论双层股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对”,载《证券市场导报》2014年第3期。

成本将在未来转化为公司高额的直接运作成本和间接利益损失,这对公司控制股东而言,也许远远超过了其当初滥用经营管理决策地位损害公司与中小股东利益所获得的蝇头小利,此消极效应对于控制股东多为公司创始人或者家族企业的双层股权结构公司而言体现得甚是明显。“由于博弈多次重复,参与人关心的不仅仅是现阶段的收益,还包括未来的收益”,<sup>[30]</sup>控制股东在未来收益巨额贬损的不良预期下,不得不采取与公司、与中小股东利益相符合的合作策略,亦即,在博弈关系激励机制的效用下,控制股东不得不收敛其损人利己的机会主义倾向,规范其公司管理行为。

### (三)对“双层股权结构使控制权交易市场的监督机制失效”的回应

公司股份投票权的分配结构是阻碍公司控制权转移的因素之一。<sup>[31]</sup>双层股权结构下的公司可发行不同投票权股,使得以控制权为目标的敌意收购无法实现,从而外部控制权交易市场的监督机制失效。<sup>[32]</sup>这是因为超级投票权股均掌控于公司控制股东(一般是公司创始人、家族企业)手中,真正于市场流通的、能够为敌意收购方所购买的股票仅是普通投票权股,即便购买到超级投票权股也会基于协议约定而将其自动转化为普通投票权股,因此,敌意收购方根本无法通过收购目标公司股票的方式实现控制该公司的目的。同时,还有学者认为通过双层股权结构进行反控制权收购的措施已经危害到了公司普通股东的利益,违反了有关公司治理的公共政策,应当对其予以禁止。<sup>[33]</sup>双层股权结构下公司的控制权异常稳固,无法通过控制权转移更换公司管理层的方式对管理层的公司治理行为形成监督与约束。

---

[30] 张维迎:《博弈与社会》,北京大学出版社2013年版,第128~129页。

[31] See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *One Share - one Vote and the Market for Corporate Control*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1 - 2, February 1988, p. 176.

[32] See Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, *George Washington Law Review*, Vol. 54, No. 5, August 1986, p. 722.

[33] See Peter L. Simmons, *Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Right*, *Columbia Law Review*, Vol. 87, No. 1, January 1987, pp. 117 - 118.

虽然控制权交易市场的外部监督功效已被双层股权结构的投票权分配结构消耗殆尽,但是若将视角投向控制股东与公众投资者的长期博弈关系,我们会发现潜在的公众投资者已在资本市场上为双层股权结构公司的外部监督开辟了另一条蹊径。控制股东的不良公司治理行为必然致使公司绩效下滑、股价下挫,该股价下挫的信息会招致敌意收购方的关注,同样也会引起潜在公众投资者的警惕。股价下挫的市场表现通过信号传递最终被市场主体解读为利空信息,潜在投资者在此时会基于该公司管理层的失望表现并不能满足其投资目的考虑,而会选择实施放弃投资该公司的行为策略。潜在投资者作为重复交易行为的一方当事人与控制股东进行着重复的长期博弈,此次博弈回合中放弃投资的行为策略将会直接决定下一回合博弈中的行为策略,即同样选择放弃投资。潜在投资者的该项行为策略将会产生资本市场上投资主体的“羊群效应”,使该公司逐渐丢失投资者的信任基础,并在融资市场上建立起纳入投资者主观认知的恶性声誉,使公司未来外源性融资计划的实现举步维艰,而公司的接续运转和长远发展与融资需求紧密关联,外源性融资渠道的堵塞将使公司面临严重的资金流困境,甚至出现公司破产的经营危险。潜在投资者的行为策略所引致的此般消极后果的最终承担者终将是双层股权结构公司的控制股东。就此而言,潜在的公众投资者通过资本市场这一渠道为双层股权结构公司搭建起了另一个外部监督与激励的平台,弥补了控制权交易市场监督机制失效的不足。

#### 四、博弈激励效应模式下运用双层股权结构的基本条件

双层股权结构在控制股东与公众投资者博弈激励的分析视角下,其可责难性体现得似乎并不明显。但是,欲将该激励效应在双层股权结构的公司治理中得到有效发挥,还需要高效透明资本市场的制度环境和市场主体自由的制度原则作为前置基础与后续辅助。

##### (一) 资本市场的高效透明是博弈激励效应发挥的前置性条件

在双层股权结构下,公众投资者通过退出公司与放弃投资的行为

策略对公司控制股东形成有效激励,该激励机制约束着控制股东的公司管理行为,使其产生提高公司业绩与市场竞争力、规范公司治理的内在动力,从而降低代理成本、避免损害公司和中小股东利益,并形成一股新的外部监督力量。但是,以上效用的实现与发挥都有赖于一个能够有效定价且信息透明的资本市场,这是因为:其一,既有公众投资者的退出公司行为需要一个有效的资本市场渠道以使得其可以卖出持有的股票,若不具备该退出渠道,那么公众投资者退出公司的威慑行为将无法完成;其二,潜在公众投资者放弃投资行为地作出依赖于股价的信号传递与市场信息的解读,也即资本市场须将市场主体的行为信息(如既有投资者抛售股票退出公司的行为)与公司经营状况较为准确地反应于公司股价之上,并通过信息的有效传递为市场主体所知悉。若市场主体的行为无法映射于股价,且公司的重大决策、业绩表现等信息的披露不完全、不真实或信息披露滞后、迟延,则该公司股价的上扬或下挫就无法真实准确地反映该公司的市场行情信息,市场信息的解读也无法保证其精确性,从而潜在投资者放弃投资行为能否对公司控制股东形成激励约束效用也就存在疑问。因此,欲求博弈激励效应在双层股权结构的运用中得到有效发挥,必须以高效透明的资本市场为前提与基础。

在此值得提出的是,固守公司法传统的学者认定资本市场并非是一个能够高效运转的市场,公众投资者在发行人与投资银行的鼓吹劝诱下难以凭靠公开的市场信息作出符合自己利益的理性的投资选择,<sup>[34]</sup>故而资本市场难以替代一股一票、同股同权原则对公司管理者作出有效的监督与防御。虽然资本市场的确无法做到百分之百的高效,公众投资者的确也会受到发行人或投行的蛊惑甚至误导,但是传统公司法学者依旧低估了资本市场的价格效应、轻视了公众投资者的理性程度。第一,市场终究是通过价格传递信息,即便该价格完全有可能无法准确地反映公司的经营治理状况,但“和其他方式相比,价格比其他任何方式都能更好地传递信息,任何人从其他任何途径中所能获得的信息也都能通过价格

---

[34] See Louis Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, *Columbia Law Review*, Vol. 89, No. 5, June 1989, pp. 979-1014.



而得到”<sup>[35]</sup>亦即,无论如何,市场价格所包含的信息量远远大于其他市场信息传播媒介、市场价格所附随的效率值也远远高于其他社会评价机制,价格效应虽无法做到完美无瑕,但其所拥有的相对比较优势足以证成其自身价值。第二,公众投资者面对公众公司双层股权结构的投资要约便会自觉产生较高风险的心理预期,若公司在融资市场上还具有不良“前科”的声誉积累则会加剧公众投资者的心理戒备,如此一来,与投资者投资预期相勾连的股票发行价格无疑将呈走低态势,融资额度也将受到极大限缩,更何况,公众投资者完全可以在职业投资者进行信息解读的基础上,采用“搭便车”的方式与职业投资者一同作出价格相同的市场交易,由此便保证了公众投资者的投资理性。故而综合以上所言,资本市场可以为双层股权结构公司控制股东与公众投资者之间的博弈激励机制提供一个有效的制度环境。

## (二) 市场主体自由原则是博弈激励效应发挥的辅助性条件

在控制股东与公众投资者博弈激励的语境下,市场主体自由主要指代控制股东与公众投资者二者的选择自由,既包括公司控制股东发行普通投票权股抑或发行超级投票权股的选择自由,也包括公众投资者向普通股权结构公司投资抑或向双层股权结构公司投资的选择自由。根据哈耶克“分立的个人知识”理论,知识的分工特性(或知识的不分立性、分散性)决定了知识存在的个体性,决定了我们只能把决策交给熟悉那些特定情势的分立个体。<sup>[36]</sup>控制股东的“个人知识”——是否需要为公司经营理念的继续、是否需要为公司经营决策权的把控,决定其是否有必要付出一定代价发行超级投票权股实行双层股权结构的公司治理模式,公众投资者的“个人知识”——不同的投资目的、不同的投资偏好以及对公司经营事务关心的不同程度,决定其是否对双层股权结构公司进行投资。市场主体的发行选择与投资选择都是市场主

---

[35] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第19页。

[36] 参见邓正来:《哈耶克法律哲学》,复旦大学出版社2009年版,第167~168页。

体根据自己意愿所进行的协议约定,<sup>[37]</sup>是市场主体对自身的特殊需求做出的最佳判断,是市场主体意思自治的体现,也是市场主体对权利的一种处分,法律不应当对此强行加以干预。<sup>[38]</sup>

控制股东若选择双层股权结构的公司治理模式,其一方面将会受到博弈关系对方——公众投资者——退出公司与放弃投资使公司融资成本提振等威慑性后果所带来的激励与约束;另一方面将承受较高的发行成本(因为投资者认识到双层股权结构公司的投资风险较高而股票收益可能较低的投资后果,所以投资者仅愿意对股票的购买支付较低的对价,从而压低普通投票权股的发行价格),<sup>[39]</sup>因而控制股东将在对双层股权结构的优势与代价、成本与收益进行具体权衡后再作出发行选择。<sup>[40]</sup> 公众投资者若选择投资双层股权结构公司,其一方面将会基于博弈关系中的激励机制而受到来自于资本市场自发地保护,但另一方面其也必须认识到难以插足公司事务、无法影响公司表决事项的风险与弊端,因而公众投资者也将对利害关系进行仔细掂量后再作出投资选择。如若市场主体并不具有发行与投资的选择自由,那么市场主体将会根据事先预设的制度安排作出发行与投资决策,资本市场的博弈激励效应就无法真正地影响市场主体发行与投资的选择结果,从而博弈激励效应也就未能得到充分发挥。因此,欲求博弈激励效应在双层股权结构的运用中得到有效发挥,必须以市场主体自由原则作为

---

[37] See Peter N. Flocos, *Toward a Liability Rule Approach to the "One Share, One Vote" Controversy: An Epitaph for the SEC's Rule 19c-4?*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 138, No. 6, June 1990, p. 1784.

[38] 比如,执美国公司法之牛耳的特拉华州公司法,就允许市场主体通过私人协议对股票的投票权加以变更。See Lawrence A. Hamermesh, *The Policy Foundations of Delaware Corporate Law*, Columbia Law Review, Vol. 106, No. 7, November 2006, p. 1783.

[39] See Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual - Class Stock*, Saint John's Law Review, Vol. 68, No. 4, October 1994, pp. 882 - 883.

[40] 在欧洲的资本市场实践中,就已有多家公司迫于双层股权结构在市场中融资难度较高和融资额度有限的压力,不得不主动放弃双层股权结构的公司治理模式转而采用一股一票的资本结构。See Anete Pajuste, *Determinants and Consequences of the Unification of Dual - class Shares*, European Central Bank (ECB) Working Paper No. 465, March 2005.

后续辅助性条件。

## 五、结论

博弈视角下,公众投资者对控制股东的公司管理行为形成约束与激励,正是该更为显著的激励效用,使得采用双层股权结构的公司并不会产生比普通公众公司更为泛滥的管理层投机行为,从而也不会产生比普通公众公司更为严重的与公司、与中小股东利益相悖的不良后果。因此可以说,博弈关系中资本市场自发形成的激励机制抵消了双层股权结构因背离一股一票而附随的可责难性。

控制股东与公众投资者间的博弈激励是市场决定资源配置在公司治理中的运用,因而欲求倚赖控制股东与公众投资者长期博弈关系下的激励机制来抹平双层股权结构的“棱角”,还须高效透明的资本市场和市场主体自由原则作为制度支撑与理念辅助。