

利益相关者主义 V. S. 股东至上主义*

——对当前公司治理领域两种思潮的评析

郑志刚

【摘要】作为当下公司治理领域思潮争论中代表“左”和“右”的两极,无论商业圆桌会议宣扬的利益相关者主义,还是反对双重股权结构实践的股权至上主义,在强调对控制权占有上表现出高度的一致性。本文一方面在回顾利益相关者主义兴起、发展和历史归宿基础上,论证利益相关者主义所面临的实施困难,进而讨论为什么股东中心的地位不可撼动;另一方面,在简单回顾同股不同权构架发展历史的基础上,论证投票权配置权重向创业团队倾斜的合理性,强调“同股不同权”构架并不是对股东中心的简单反对,而是基于外部治理环境的变化所进行的理性扬弃。公司治理一方面需要保障提升效率的专业化分工的持续深化,另一方面则需要使处于信息弱勢的中小股东的权益得到保护。因此,公司治理的正确理念是,追求如何在专业化分工带来效率改善与缓解代理冲突降低代理成本二者之间进行平衡,而并非利益相关主义和股权至上主义所强调的简单的“控制权占有”。

关键词: 公司治理 利益相关者 股权至上 同股不同权 控制权占有

JEL 分类号: G34 K22 O31

2019年8月19日,由苹果、百事可乐、摩根大通与沃尔玛等全球知名企业共同参与的美国工商团体“商业圆桌会议”(Business Roundtable)发表了题为《公司的目的》的宣言^①。该宣言鼓励企业界摒弃数十年来的惯例,强调除在维护股东利益外,也应该在改善员工福利与教育培训,以及环境保护方面进行投入,并且公平对待合作的供应商。该宣言写道,“我们每个企业都有自己的企业目的,但我们对所有利益相关者都有着共同的承诺。每个利益相关者都至关重要,我们致力于为所有公司、社区和国家的未来成功创造价值”。这项宣言获得美国188位顶尖企业首席执行官的联合签署。

诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨在题为《“利益相关者资本主义”真的又回来了吗?》的文章中对此评论道,“美国商业圆桌会议全体成员签署支持利益相关者资本主义的声明,引起了相当大的震动。毕竟,这些人都是美国最具影响力企业的首席执行官,他们告诉美国人和全世界,商业仅有底线是不够的。这是一个巨大的改变。或者说,这是一个巨大改变吗?”^②。而另一位诺贝尔奖得主迈克尔·斯宾塞在题为《“股东至上”的终结?》^③一文中同样指出,“商业圆桌会议近日

* 郑志刚,中国人民大学财政金融学院,教授,博士生导师,经济学博士。

① “强化社会责任角色 美国188大企业联合发布《企业的目的》宣言”,<http://www.ceccredit.org.cn/news.php?id=9229>。

② Joseph E. Stiglitz, CHAZEN GLOBAL INSIGHTS, Is Stakeholder Capitalism Really Back? Sep 3, 2019, <https://www8.gsb.columbia.edu/articles/chazen-global-insights/stakeholder-capitalism-really-back>。

③ Michael A. Spence, Project Syndicate, The End of Shareholder Primacy? Aug 26, 2019, <https://www.project-syndicate.org/commentary/shareholder-vs-multi-stakeholder-model-by-michael-spence-2019-08>。

的宣言是向多利益相关方模式迈出的重要一步”。他甚至还认为,“尽管向多利益相关方模式的转变对于朝其他社会目标取得进展是必要的,但这显然还不够”,“单靠企业无法解决人类最紧迫的全球性问题。企业将需要政府的支持,政府有责任为多利益相关模式的企业创造空间,提供工具,帮助企业最大程度地发挥其积极的社会影响”。

与此同时,在亚洲公司治理协会秘书长艾哲明先生撰写的题为《亚洲市场正面临公司治理挑战》的文章中指出,“由于面对来自美国的针对一些亚洲公司上市的激烈竞争,某些市场开始以‘保持竞争力和融资创新’为由积极推动双重股权结构。这种变化非常突然:当我们在2016年9月发布上一份公司治理观察报告时,亚洲整体对于同股不同权还持坚决的反对态度。如今,同股不同权的支持者正在试图将其变成一种新常态。通常他们还过度关注首次公开募股(IPO)的数量,认为这是衡量资本市场成功与否的唯一标准”(艾哲明,2019)。

在艾哲明先生看来,尽管双重股权结构对公平原则的负面影响在亚洲还是一种新现象,但这并非监管机构第一次对中小股东权利表现出模棱两可的态度。这使得公平对待所有股东这一公司治理核心原则在亚洲市场面临挑战。亚洲公司治理协会对于中国香港和新加坡引入双重股权结构的主要担忧之一便是,这种做法可能会在亚洲地区蔓延开来。2018年1月,韩国政府高级官员、公平贸易委员会的主席金尚祖(Kim Sang-Jo)就对允许在科斯达克证券交易所上市的公司采用双重股权结构的可能性发表了观点。而科斯达克是面向小型公司的韩国第二大股票交易所。

如果我们把在2019年8月19日商业圆桌会议宣言的发布理解为利益相关者思潮的涌动,强调CEO应该向包括客户、雇员等在内的所有利益相关者负责,那么,亚洲公司治理协会秘书长艾哲明先生对亚洲市场“非常突然”地接纳双重股权结构所表达的忧虑,无疑是在坚决捍卫“股东至上”这一传统公司治理理念和坚守公平对待每一位股东的核心公司治理原则。应该说,从1602年荷兰东印度公司诞生现代股份公司以来400多年的发展历程中,围绕利益冲突的核心经理人究竟应该向所有利益相关者负责,还是应该“公平对待每一位股东”,坚持股东中心的思潮争论长期存在。商业圆桌会议发出的宣言和亚洲公司治理协会艾哲明先生撰写的题为“亚洲市场正面临公司治理挑战”的文章这两种几乎在同一时期出现的“不同声音”其实只是这些公司治理领域思潮长期争论中“沧海之一粟”。那么,我们究竟应该如何评价近期出现的新的一轮公司治理领域思潮的争论呢?

仅仅出于表述方便的目的,本文不加以任何歧视和偏见地把强调“经理人应该向所有利益相关者负责”的观点称为“利益相关者”主义,把主张公司治理应该公平对待每一位股东的观点称为“股东至上”主义。而无论商业圆桌会议宣扬的利益相关者主义,还是反对双重股权结构实践的股权至上主义,在强调对控制权的占有上表现出高度的一致性。本文一方面在回顾利益相关者主义兴起、发展和历史归宿基础上,论证利益相关者主义所面临的实施困难,进而讨论为什么股东中心的地位不可撼动;另一方面,在简单回顾同股不同权构架发展历史的基础,论证投票权配置权重向创业团队倾斜的合理性,强调“同股不同权”构架不是对股东中心的简单反对,而是基于外部治理环境的变化所进行的理性扬弃。在上述两方面论证的基础上,本文提出我们所认为的公司治理的正确理念和对待公司治理领域思潮争论的正确态度。

鉴于公司治理一方面需要保障提升效率的专业化分工的持续深化,另一方面则需要使处于信息弱势的中小股东的权益得到保护,我们认为公司治理的正确理念是,从以往强调控制权的占有转向追求如何在专业化分工带来效率提升与缓解代理冲突降低代理成本二者之间实现平衡,而非利益相关者主义和股权至上主义所强调的简单的“控制权占有”。对待新一轮公司治理领域思潮的争论,一个正确态度的也许是,首先,鉴于股东在利益相关者中唯一能够以可承兑收入为自己做出的错误决策承担责任,因而在公司治理实践中应该坚持股东是公司治理权威;其次,在维护股东权威的前提下,投票权配置权重可以适当向创业团队倾斜,但前提是创业团队必须付出可承兑收

人,至少能够部分为自己的错误决策承担责任,同时必须“标配”投票权权重不同的股票类型之间进行转换的日落条款,实现控制权在创业团队与股东之间的“状态依存”;第三,对于其他利益相关者利益的保护则依靠(完全)合约基础上的法律救济,而不是通过控制权的分享使经理人向所有利益相关者负责。

本文其余部分内容组织如下。第1节在回顾利益相关者主义兴起、发展和历史归宿基础上,论证利益相关者主义所面临的实施困难,进而讨论为什么股东中心的地位不可撼动,以此回应利益相关者主义;第2节在简单回顾同股不同权构架发展历史的基础上,论证投票权配置权重向创业团队倾斜可能具有的合理性,强调“同股不同权”构架不是对股东中心的简单反对,以此回应股东至上主义;第3节,在总结对待新一轮公司治理领域思潮争论的正确态度的基础上,提出我们所认为的公司治理的正确理念。

一、在利益相关者中,为什么股东的中心地位不可撼动?

回顾利益相关者主义的发展历史,我们不难发现,类似商业圆桌会议发布宣言来鼓吹利益相关者主义的活动在现代股份公司400多年的发展历史上并不是第一次,当然也不会是最后一次。早在20世纪60年代,美国通用电器的首席执行官Ralph Cordiner强调,“作为受托人,高层管理者的管理责任是在股东、客户、员工、供货商、社区的利益之间实现平衡”。这被认为是利益相关者主义较早的出现。

20世纪整个80年代迎来了利益相关者主义发展的高峰。包括青木昌彦、布莱尔等在内的一批学者利用现代合作博弈等成熟理论分析工具,发展利益相关者理论。他们的核心政策建议是,既然企业的经营决策影响到所有利益相关者,经理人就应当向所有利益相关者负责,而不能只向股东(一部分利益相关者)负责(Aoki,1980;Blair,1995)。

在上述理论的影响下,1990年美国宾夕法尼亚州议会一度通过了利益相关者中心导向的36号法案。按照该法案,“董事以最有利于公司利益的方式行事,他们无须把任何特定的人群(包括股东)的利益作为公司的主导或控制利益。除非在仔细调查后有清楚和富有说服力的证据表明决策不是在善意下做出的,否则,利益无关的董事所做出的任何决定都被假定符合勤勉标准的要求。同时,除非有欺诈行为和内部交易,董事无须对他们所做的行为负责”。

这一法案通过后,《华尔街日报》发表评论称这是“一个丑陋的立法”,而《费城资讯报》则认为“这一法律并不是为本州的商业利益而精心设计的,而是为了保护Armstrong World Industries Inc和其他几家面临被兼并的公司”。到1990年10月15日,有99家公司宣布退出至少部分条款,这些宣布退出的公司占在该州注册上市的公司总数的33%;“标准普尔500”在宾州注册上市的公司有56%宣布退出,而“财富500”中的这一指标则高达61%(郑志刚,2016)。

从美国宾州公司法修改的案例中,我们不难看出,在历史上,利益相关者主义甚至比如今“商业圆桌会议”发布宣言和顶级企业CEO联合签署走得更远。我国学术界在20世纪90年代中后期围绕公司治理究竟应该是股东中心,还是利益相关者主义同样展开了激烈持久的学术争论(张维迎,1996;崔之元,1996)。

2014年诺奖得主Tirole教授曾经指出,“毫无疑问,绝大多数经济学家并不反对鼓吹利益相关者中心导向的学者和实践者所提出的目标。一个科学的争论焦点应该集中于如何实现这些目标,而不是这些目标本身”(Tirole,2001)。不得不说的是,尽管这些优秀的学者和顶尖企业首席执行官对利益相关者主义的理论描述和政策宣示不可谓不美仑美奂,惊艳动人,但它面临的最大问题是在公司治理实践中实施的困难。

首先,在利益相关者之间利益冲突的背景下,谁能为做出错误决策承担责任就成为相互冲突的利益“分割”的关键。2016年诺奖得主哈特从投资者与现代股份公司签订的合约不完全这一事实出发,发展了现代产权理论,揭开了投资者愿意成为股东的“现代股份公司之谜”(Grossman and Hart,1986;Hart and Moore,1990;Hart,1995)。概括而言,投资者之所以愿意成为股东,是由于现代股份公司向其承诺,在成为股东后投资者将享有所有者权益,有权对资产重组、战略调整等不完全合约中尚未规定的重大事项,以在股东大会上投票表决的方式进行最后裁决。

所谓的“所有者权益”,或者说“现代产权”,在哈特看来,应该包括以下两重含义。其一是剩余索取权。即成为所有者的股东,其受益顺序排在债权人、员工、供货商等合同收益者之后,并以出资额为限承担有限责任。这是股东成为所有者需要履行的义务。其二是剩余控制权。即股东有权对(不完全合约中尚未规定的)重要事项以在股东大会上投票表决的方式进行最后裁决。这是股东成为所有者可以享有的权利。我们看到,股东享有剩余控制权的前提是她牺牲了在公司分配剩余时优先获得补偿的权力,成为剩余索取者,进而能够为自己可能做出的错误决策承担责任。一方面,股东作为剩余索取者能够为自己可能做出的错误决策承担责任;另一方面,享有剩余控制权的股东有权对重要事项做出最后裁决。上述产权安排很好地体现了权力与义务匹配的原则。

一些利益相关者主义的支持者也许注意到了剩余控制权安排向股东倾斜的这一“不公平”和“不平等”事实,但股东的受益顺序排在其他利益相关者之后,默默承担经营的风险,这对于股东而言,难道不也是一种“不公平”和“不平等”吗?我们也许并不应该只看到了剩余控制权分配的“不公平”,而选择性地忽略了其后剩余索取权分配的“不公平”。

通过投资而成为股东的投资者显然不止一位。一位股东持有的股票越多意味着未来承担现代股份公司经营失败的风险就越大。因此,为了使权利与义务得到很好的匹配,股东在对现代股份公司的所有者权益集体所有的基础上,按持有数量的多寡以投票表决的方式对公司重要事项进行最后裁决。三分之二多数原则在各国公司法实践中被广泛采用,很大程度与权利与义务匹配的认识理念有关。

我们看到,正是基于哈特教授以来学术界形成的对享有剩余索取权和剩余控制权的股东作为公司治理权威的内在认识,在公司治理实践中,以 Shleifer 和 Vishny 教授为代表的主流公司治理理论强调,公司治理的目标是“确保投资者按时收回投资,并取得合理回报”(Shleifer and Vishny, 1997)。Easterbrook 和 Fischel 曾经指出,“把环境污染,以及其他道德、社会问题看作治理问题本身误导了公司治理的正确方向”(Easterbrook and Fischel,1996)。

相信给很多读者形成错觉的是,我们之前之所以强调资本的重要,形成股东中心的治理模式,是由于以往资本的稀缺。而目前似乎这一态势已得到根本扭转,在“不差钱”和“21世纪最珍贵的是人才”的今天,人力资本与物质资本相比似乎变得更加稀缺。因此,一些读者想当然地认为,如果资本稀缺时我们应该“资本雇佣劳动”,但在人力资本稀缺时,我们是不是应该“劳动雇佣资本”?

前面的分析表明,股东成为公司治理的权威不是由于资本在众多生产要素中是稀缺的,而是由于只有它才能为自己的行为真正负责,实现责任和权利的匹配。这事实上是美国宾州在36号法案通过后,大量企业宣布退出的内在原因。股东投入企业的资本由此成为一个公司之所以成为公司的根源,而离开股东的投资,公司即成为无源之水无本之木。如果连公司都不存在了,其他利益相关者利益保护又从何谈起呢?

第二,向所有利益相关者负责为经理人不向任何人负责提供了籍口,加剧了经理人的道德风险倾向,甚至成为一些公司内部人控制问题出现的制度诱因。Macey 和 Miller 曾经指出,经理人所负有的诚信责任只有被某一利益相关者独有,而不是被所有利益相关者共享时,诚信的价值才能得到很好的体现(Macey and Miller,1996)。我们知道,不同利益相关者的利益之间冲突和差异的存在

为经理人以保护一类利益相关者的利益的名义,侵占和损害另一类利益相关者的利益提供了可能。例如,同样作为利益相关者,贷款人和银行储户的利益变化方向并不一致,甚至完全相反。银行经理人一方面可以以保护储户利益的名义提高贷款利率,从而损害贷款人的利益;另一方面,可以以保护贷款人的名义降低存款利率,使储户利益受到损害。一般来说,需要经理人维护利益的利益相关者越多,经理人在进行决策时的自由裁量权就越大;当我们要求经理人对所有人负责时,意味着其不需要对任何人负责。经理人往往由此成为利益相关者中心导向下的公司治理实践的最大受益者。在上述意义上,我们有理由相信,尽管并非每一位 CEO 都能充分意识到利益相关者论的潜在危害,但至少在本能和直觉上他们大多不会反对这一看上去似乎并不会损害自身利益的宣言。

利益相关者主义在实践中陷入的困境反过来成就了股东中心导向在公司治理实践中的基础地位。正像 Hansmann 和 Kraakman 教授曾经指出的那样,“尽管在治理体系、股权结构、资本市场和商业文化公司上,不同国家之间存在显著差异,但公司法在基本形式表现出高度的一致性”,那就是,“股东优先在公司意识形态中处于不可动摇的地位”(Hansmann and Kraakman, 2001)。哈佛 Shleifer 教授领导的法与金融团队研究表明,在法律对投资者权利保护好的国家,金融发展水平高,经济增长速度快(LLSV, 1998)。这为股东中心的公司治理实践提供了直接的证据支持。

我们理解,无论从 20 世纪 60 年代提出利益相关者问题的通用电器首席执行官 Ralph Cordiner,还是现在借助商业圆桌会议再次发出利益相关者利益保护宣言的美国 188 位顶尖企业首席执行官,很大程度上只是发出在公司治理实践中不应忽视其他利益相关者利益的一个善意提醒和美好愿景。事实上,德鲁克很早即开始倡导企业在商业实践中应该向员工提供工作安全保障和训练设施等。德鲁克对此解释,这样做将有助于企业公平声誉的建立,由此吸引优质员工的加盟,并在二者之间形成长期的合作关系,最终实现合作共赢。德鲁克特别强调的是,这与传统股东中心导向的公司目的并不矛盾。

二、“同股不同权”构架不是对股东中心的简单反对

对“同股不同权”构架设计理念以及相关实践的简单回顾同样表明,投票权配置权重向部分股东倾斜,从而形成“同股不同权”构架不是最近才出现的。早在两百多年前,美国纽约州就允许推出一种名为渐减投票权(graded voting rights)的股票以限制大股东的权力,防范大股东剥削小股东。在这样的设计下,如果股东持股较少,那么股东拥有一股一票的投票权,当持股较多,则投票权要打折。例如,当一位股东只有 4 股时,她可以享有一股一票。但是当股东拥有 20 股时,她只能享有 9 股的投票权,平均每股 0.45 票。当持股数达到 100 股时,股东便只能享有 25 股的投票权,平均每股 0.25 票。Hilt 利用纽交所 1826 年的数据开展的考察发现,一家公司发行的上述构架股票的渐减程度越大,该公司的市值越高(Hilt, 2008)。200 年前的渐减投票权股票的发行的事实表明,同股未必必然“同权”,可以根据外部环境的变化因地制宜适当调整权重,毕竟股票交易是一个基于个人意愿的自愿交易行为。

艾哲明先生在“亚洲市场正面临公司治理挑战”一文中认为给亚洲市场公司治理带来“非常突然变化”的双重股权结构股票(Dual-class stocks)事实上同样已经存在上百年的历史。只不过这种形式上投票权不平等的范式被认为是不利于外部投资者权益保护的股权结构设计而长期以来遭到主流公司治理理论的唾弃。例如,在发行 AB 双重股权结构股票的公司中,A 类股票一股具有多票投票权,B 类股票一股只具有一票投票权,二者之间价格存在明显差异。Lease 等由此利用二者之间的价格差异来度量所谓的控制权私人收益(Lease et al., 1983; Lease et al., 1984; Nenova, 2003)。一个理性的投资者只有预期到通过持有 A 类股票获得公司控制权,为其带来的未来私人收益超过

她为了获取控制权付出的成本,她才有激励花费高于B类股票的价格去购买A类股票。因而A类股票和B类股票二者的价格差额反映了这个投资者获得控制权后未来可能谋求到的私人收益的理性预期。在Lease等看来,AB双重股权结构股票的发行成为实际控制人获得控制权私人收益的重要工具。双重股权结构股票发行不利于外部投资者权益保护的政策含义在上述度量控制权私人收益方法中不言而喻。

哈特等多位学者在20世纪80年代完成的理论模型分析中表明,“一股一票”架构的股权结构设计有助于抑制内部人控制,缓解经理人盘踞问题,维护中小股东利益,因此,在主流公司治理理论中,“一股一票”构架所反映的同股同权被视为股权结构设计应当遵循的基本准则(Grossman and Hart,1988;Harris and Raviv,1988)。

直到20世纪90年代末,在哈佛施莱弗教授领导的法金融研究团队展开的评价各国法律对投资者权益保护水平的工作中,是否实行一股一票仍然作为法律对投资者权力保护的重要评价指标(LLSV,1998)。施莱弗团队认为,在那些未实行一股一票的国家中,法律对投资者权益的维护力度不足。而如果一国法律对投资者权益维护力度不足,按照法金融文献的结论和政策含义,意味着该国金融发展水平将受到抑制,进而拖累该国的经济增长。在他们开展国际经验比较的49个国家和地区样本中,真正推行“一股一票”制度的只有11个样本;在意大利、挪威、加拿大、瑞典、丹麦、芬兰、墨西哥、瑞士、巴西等国家中,双重股权结构股票较为普遍,但在英国、法国、南非、澳大利亚以及智利等国家较为少见;在美国的公众公司中,虽然其市值约占美国股市总市值的8%,但约有6%的公司实行双重股权结构(LLSV,1998)。

然而,当人类进入21世纪,随着以互联网技术为标志的第四次工业革命浪潮的兴起,人们突然发现在二十年前依然被主流公司治理理论唾弃的双重股权结构股票的发行几乎在一夜之间成为很多高科技企业青睐的股权结构设计范式。谷歌、Facebook等众多高科技企业选择发行AB双重股权结构股票上市。

由于很早即接纳AB双重股权结构股票的发行,美国成为全球高科技企业选择上市的目标市场。京东、百度、优酷等大量来自中国的优秀互联网企业相继在美国以发行AB双重股权结构股票上市。我们以京东为例。京东于2014年在美国纳斯达克上市。在京东发行的AB类股票中,一股A类股票享有20票投票权,而一股B类股票只享有一票投票权。通过持有A类股票,创始人刘强东以20%的出资比例取得了京东83.7%的投票权,从而形成了对京东的绝对控制。

在双重股权结构股票发行在一些高科技企业流行的同时,Snap在2017年于美国纽交所上市时甚至发行了ABC三重股权结构股票。在此股权结构股票中,一股A类股票享有10票投票权,一股B类股票享有一票投票权,而C类股票甚至不享有普通股最基本的投票权。Snap的联合创始人Evan Spiegel与Bobby Murphy分享全部A类股票。通过上述三重股权结构股票,两位创始人共获取了Snap88.6%的投票权,由此实现了对公司的控制。

除了以发行双重,或是多重股票的方式实现“同股不同权”的股权结构设计,很多企业通过基于创业团队与主要股东达成的股权协议,以及其他内部管理制度,变相形成“同股不同权”的构架。来自中国的两家互联网企业阿里和腾讯成为这方面两个典型的例子(郑志刚等,2016;郑志刚,2017)。而无论美国的谷歌和脸书,还是中国的百度和阿里都是与互联网技术有关的高科技企业。

为了回应强调应该公平对待每一位股东的股东至上主义,这里需要回答的一个基本问题是,为什么高科技企业更加青睐投票权配置权重向创业团队倾斜的“同股不同权”构架?

第一,投票权配置权重向创业团队倾斜的“同股不同权”构架的兴起一方面顺应了互联网时代对创新导向的企业组织设计变革和企业权威重新配置的内在需求,另一方面成为分散股权时代来临防范野蛮人入侵的自然应对。

与传统企业相比,围绕业务模式创新,新经济企业创业团队和外部普通投资者之间存在更加严重的信息不对称问题。对传统企业而言,外部普通投资者习惯于应用净现值(NPV)法则来判断一个项目是否可行。然而,对于新经济企业借助平台提供的捆绑品性质的服务,基于折现现金流的净现值(NPV)法则甚至无法了解现金流从何而来。例如,有一家著名的二手车直卖网,它的广告词是,“买方直接买,卖方直接卖,没有中间商赚差价”。既然没有中间商赚差价,那提供中介服务的平台的现金流从何而来?而对于那些提供捆绑品性质的服务的新经济平台,我们知道,其业务模式创新可能恰恰在于,中介服务也许并不赚钱,但和中介业务捆绑在一起的广告以及其他衍生服务赚钱。但对于新经济企业能够赚钱的广告以及其他衍生服务现金流测算显然要比传统企业复杂得多,也难得多。

以互联网技术为标志的第四次工业革命浪潮导致的信息不对称的影响体现在方方面面。例如,技术引致的不确定性的增加导致不同投资者对于股价的看法更加不一致,那些认定股价虚高的股东很方便将其持有的股票转手对股价抱有更乐观预期的潜在投资者,这将加剧现在“股东”和将来“股东”的利益冲突程度(Bolton et. al, 2006);在互联网时代,随着专业化分工的加深,那些缺少专业会计知识与财务报表分析才能的从事其他专业的外部投资者的总体精明程度降低(Frieder and Subrahmanyam, 2006),不得不转而依赖引领业务范式创新的专业创业团队。

于是,我们看到,围绕业务模式创新,新经济企业在外部普通投资者与创业团队之间,存在着与传统企业相比更为严重的信息不对称,由此导致了新经济企业外部融资的逆向选择困境(郑志刚, 2019)。一方面,经过经济学家们的长期科普,在那些坚信“没有免费午餐”的普通投资者眼中,新经济企业创业团队往往怎么看都像是“空手套白狼”的骗子,很难获取外部普通投资者的信任;而与此同时,这些“不差钱”的投资者却苦于找不到潜在优秀的项目进行投资。

因此,互联网时代对重新配置创新导向的企业权威提出迫切要求。一方面,新的治理范式可以发挥发送信号的作用,通过向资本市场发送明确的信号破解逆向选择问题,谋求外部资金的投资;另一方面,新的治理范式有助于“让专业的人做专业的事”,通过有效防止不明就里的外部投资者的过度干预,在围绕业务模式创新方面,赋予创业团队专业决策权。而使能够对资源配置产生重大影响的企业权威向创业团队倾斜的“同股不同权”的股权结构设计无疑有助于实现以上目标。由此可见,在上百年的发展历程中饱受主流公司治理理论质疑和批评的 AB 双重股权结构恰恰满足了第四次工业革命对创新导向的高科技企业权威重新配置的内在需求,而重新获得了理论界和实务界的认同。

同样重要的是,高科技企业往往具有技术密集度高,而物质资本权重低的特点,导致估值容易产生较大波动,很容易受到资本市场的接管威胁。因此有必要设计可以有效防止“野蛮人入侵”的制度,以激励创业团队对人力资本的持续投入。

如果没有合理的控制权安排保障创始团队的决策权力,估值波动较大的高科技企业会受到资本市场的接管威胁。因为控制权安排不当,作为创始人的乔布斯一度被赶出苹果公司。在创业团队对于未来保护创业成果、防范“野蛮人入侵”持悲观态度的情形下,他们还愿意持续投入人力资本吗?我们看到,如果没有合理的控制权安排提高“野蛮人入侵”的门槛,放任野蛮人肆虐横行,以后资本市场上可能更多是巧取豪夺,这势必会挫伤创业团队的人力资本投入与技术创新激励,甚至恶化整个社会的创新文化和氛围。

实际上,防范“野蛮人入侵”对于目前中国资本市场具有特别的现实意义。我国资本市场上市公司的第一大股东平均持股比例于 2015 年下降到标志“一票否决权”相对控股的三分之一以下,这标志着我国资本市场从此进入分散股权的时代。可以预见,并购行为,甚至较为极端的控制权纷争和“野蛮人入侵”等将会比以往更加频繁地出现。例如万科股权之争与南玻 A 董事会变动等为

代表的公司治理事件。在分散股权时代,摆在公司治理理论和实务界一个重要而紧迫的课题无疑是,如何积极应对野蛮人入侵的股东机会主义行为频繁发生的问题。而投票权配置权重向创业团队倾斜为解决上述问题同样提供了可能的答案。

第二,投票权配置权重向创业团队倾斜有助于将股东和创业团队之间的短期雇佣合约转化为长期合伙合约,从而实现专业化深度分工,提升经营管理效率。

同股不同权的股权设计可以向外部资本市场发出创业团队对业务模式创新拥有足够信心的信号,帮助外部投资者识别和选择潜在投资对象,解决互联网时代由于加剧的信息不对称导致的逆向选择问题。如果说旧车市场是以质量担保的信号传递方式解决逆向选择问题的(Akerlof, 1970),那么,在资本市场,发行“不平等投票权”股票可以向外部投资者传递出创业团队对业务模式创新充满信心的信号,从而解决逆向选择问题。发行不平等投票权股票成为博弈论中的分离战略,是创业团队传递出的其独特业务模式的重要信号。通过将创业团队与传统“同股同权”的股权设计模式相区别,创业团队能够吸引外部资金对项目的投资(郑志刚等,2016)。

“同股不同权”的股权结构设计可以将以往具有代理冲突的股东和经理人之间的短期雇佣合约转化为长期合伙合约(郑志刚等,2016)。若把苹果公司的权威配置模式视作一种短期雇佣合约,那么我们可以将股东与经理人之间的关系形容为“流水的经理人,流水的股东”。比如,一个CEO糟糕的业绩表现将成为股东罢免他的理由。但“同股不同权构架”形成的投票权配置权重向创业团队倾斜将以往“流水的经理人,流水的股东”演变为“铁打的经理人,流水的股东”。对于那些以长期价值投资为目标战略投资者,甚至会变成“铁打的经理人,铁打的股东”。因此,“同股不同权构架”实质上外部投资者和创业团队之间的短期雇佣合约转化为长期合伙合约,由此建立带来双方合作共赢的长期合伙关系。例如,在以阿里合伙人制度中的“长期合伙合约”下,阿里合伙人实际上是阿里“不变的董事长”抑或“董事会中的董事会”。阿里不只属于软银雅虎等主要股东,也属于马云和他的合伙人。这也是阿里合伙人与软银雅虎等主要股东长期合伙合作共赢的坚实的制度基础。亚当·斯密在《国富论》中分析了被雇佣的“打工仔”与作为主人的“合伙人”在心理和行为表现上的差异。“在钱财的处理上,股份公司的董事是为他人尽力,而私人合伙公司的伙员,则纯为自己打算。所以,要想股份公司的董事们监视钱财用途,像私人合伙公司伙员那样用意周到,那是很难做到的。有如富家管事一样,他们往往拘泥于小节,而殊非主人的荣誉,因此他们非常容易使他们在保有荣誉这一点上置之不顾了。于是,疏忽和浪费,常为股份公司业务经营上多少难免的弊端”(斯密,2015)。

“同股不同权”的股权结构进一步促进了股东和经理人的专业化分工,使得股东可以专注负责分担风险,而经理人可以负责业务模式创新,实现管理效率的提升。在“同股不同权构架”下,对于创业团队而言,通过持有A类股票掌握公司实际控制权的创业团队可以专注业务模式创新;对于外部投资者而言,面对以互联网技术为标志的第四次工业革命浪潮导致的日益加剧的信息不对称,持有B类股票的外部投资者将决策权让渡给更具有专业知识的创业团队,而将自己的角色“退化”为有如债权人的普通投资者,专注于风险分担。可以看出,“同股不同权”的股权结构设计可以“让专业的人做专业的事”,有助于经理人和投资者之间实现更深层面的专业化分工,这也是现代股份公司所一直坚持的专业化分工思想的延续。

我们看到,正是由于投票权配置权重向创业团队倾斜的“同股不同权构架”一方面积极顺应了时代背景的现实需求,另一方面则很好体现了现代股权结构设计的理念,在过去二十年间,高科技企业的股权结构设计理念经历了从“同股同权”到“同股不同权”的变化。一度被视为违背“同股同权”原则从被主流公司治理理论所唾弃的不平等投票权,逐渐变成了各国政府鼓励创新导向的高科技企业发展的普遍政策工具。

以“同股不同权构架”为标志的投票权配置权重向创业团队倾斜正在演变为高科技企业的股权结构设计的流行范式。曾一度拒绝阿里上市的香港联交所在 2018 年 4 月完成了号称“25 年以来最具颠覆性的上市制度改革”,宣布允许“同股不同权”的公司在港申请上市。2018 年 7 月 9 日上市的小米成为了香港股市首家采取“同股不同权”架构的内地企业。而在之前的 2018 年 1 月,新加坡股票交易所率先允许“同股不同权”构架上市。2019 年 6 月上交所科创板开板。除了试水“注册制”,其中一项十分重要的改革举措是允许发行“同股不同权”构架股票上市。9 月 27 日,上交所科创板上市委在召开的第 27 次审议会议中审议通过了优刻得科技等企业的科创板首发上市申请。优刻得科技将成为我国 A 股第一家采用“同股不同权”构架的企业。

上述分析表明,投票权配置权重向创业团队倾斜的“同股不同权构架”一方面积极顺应了时代背景的现实需求,另一方面则很好体现了现代股权结构设计的理念。因而它的兴起不仅具有现实合理性,而且具有逻辑必然性。那么,我们为什么说,即使投票权配置权重向创业团队倾斜,但这并没有从根本上违反股东中心原则,它不是“简单的反对”,而是“理性的扬弃”?

第一,即使在“同股不同权构架”在新经济企业中盛行的今天,由于所具有的独一无二的责任担当能力,股东作为公司治理的权威并没有从根本上动摇。股东的权威性集中体现在股东大会作为公司最高权力机构的法律地位和公司法对股东相关权益的保护。在发行 AB 双重结构股票的公司中,“同股不同权”也只是投票权权重向创业团队倾斜,但并没有改变股东大会作为公司最高权力机构的法律地位;即使在阿里,合伙人对阿里的集体实际控制是取决于阿里合伙人与主要股东之间达成的股权协议。换句话说,如果没有主要股东的认同和背书,阿里合伙人并不会取得对阿里的实际控制。

第二,成为合作一方的创业团队需要以真金白银的投入作为可承兑收入,以便至少能部分地为自己可能做出的错误决策承担责任。在阿里的股权结构设计中,阿里合伙人团队作为实际控制人共同持有阿里 13% 的股票,而马云本人持有阿里 7.6% 的股票。上述投入构成软银和雅虎愿意与阿里合伙人合作,并同意形成“同股不同权”构架的可承兑收入。因为上述可承兑收入的存在,软银和雅虎意识到,做出错误的决策损失的不仅仅是他们,还有马云和他的合伙人本身。

第三,把业务模式创新的主导权交给创业团队,并不是意味着主要股东完全放弃控制权。随着双重股权结构股票的发行,公司往往会推出严格的日落条款,以保证控制权在创业团队与主要股东之间状态依存。所谓“日落条款”是在《公司章程》中对投票权配置权重倾斜的创业团队所持有 A 类股票转让退出,和转为 B 类股票以及创业团队权力限制的各种条款的总称。由于投票权配置权重倾斜可能对外部分散股东的潜在利益损害,日落条款在“同股不同权构架”的股权结构设计的重要性自不待言^①。“日落条款”几乎成为目前所有推出“同股不同权构架”的通例和标配。例如,在谷歌的“同股不同权”的股权结构设计下,当佩奇等人手中的 A 类股票选择上市流通,则这些 A 股

^① 我们以即将在我国 A 股市场推出的第一只“同股不同权”构架股票优刻得科技为例。季昕华、莫显峰及华琨合计三人通过《一致行动协议》而成为优刻得的实际控制人。三位实际控制人持有的 A 类股份每股拥有的表决权数量为其他股东所持有的 B 类股份每股拥有的表决权的 5 倍。在 IPO 完成后将合计直接持有 19% 的三位实控人将获得 55% 的表决权。通过建立上述投票权配置权重倾斜的股权结构安排,季昕华、莫显峰及华琨对公司的经营管理以及对需要股东大会决议的事项具有绝对控制权,限制了除共同控股股东及实际控制人外的其他股东通过股东大会对发行人重大决策的影响。为防范实际控制人 A 类股份表决权的滥用或损害公司或其他中小股东的利益,优刻得的《公司章程》对配置权重倾斜的 A 类股票相关事项作了如下规定。其一,公司股东对下列事项行使表决权时,每一 A 类股份享有的表决权数量应当与每一 B 类股份的表决权数量相同。(1)对《公司章程》作出修改;(2)改变 A 类股份享有的表决权数量;(3)聘请或者解聘公司的独立董事;(4)聘请或者解聘为公司定期报告出具审计意见的会计师事务所;(5)公司合并、分立、解散或者变更公司形式。其二,公司股票在交易所上市后,除同比例配股、转增股本情形外,不得在境内外发行 A 类股份,不得提高特别表决权比例。A 类股份不得在二级市场进行交易。其三,出现下列情形之一的,A 类股份应当按照 1:1 的比例转换为 B 类股份。持有 A 类股份的股东不再符合《上海证券交易所科创板股票上市规则》及《优刻得科技股份有限公司关于设置特别表决权股份的方案》规定的资格和最低持股要求,或者丧失相应履职能力、离任、死亡;持有 A 类股份的股东向他人转让所持有的 A 类股份,或者将 A 类股份的表决权委托他人行使。

票将被自动转换为 B 类股票。完成上述转换后,这意味着创业团队重新把控制权“归还”给股东,在“一股一票”和“同股同权”的框架下,按照最优的公司治理实践,股东可以选择能够为其带来高回报的全新管理团队。谷歌的实际控制权于是在佩奇等创业团队和股东之间实现了所谓的“状态依存”。即使在日落条款色彩并不十分明显的阿里的公司章程中,按照相关规定,只要马云持股不低于 1%,合伙人享有阿里董事会的特别提名权,即可任命半数以上董事会成员。这意味着,如果马云本人持股低于 1%,体现合伙人集体成为阿里实际控制人的阿里合伙人在董事会组织中主导作用将重新回到软银、雅虎等主要股东手中。

第四,无论签署一致行动协议还是发行双重股权结构股票,新经济企业所形成的投票权权重倾斜的治理构架属于事前的公司控制权安排,需要在 IPO 时招股说明书中予以充分信息披露。一个投资者购买该公司发行股票的决定是在充分评估投票权权重倾斜配置可能对自己投资收益和收回安全影响的基础上,对实际控制人权利大于责任具有充分预期,甚至安排了相应防范和救济措施下做出的。因而,相比于在董事会组织中实际控制人超额委派董事等事后加强公司控制的行为,上述投票权权重倾斜的治理构架道德风险倾向要小得多。

第五,“同股不同权”构架比“同股同权”构架的股票价格波动更大成为资本市场对投票权配置权重向部分股东倾斜可能带来其他股东权益保护威胁的一种市场调节。不难想象,新经济企业与传统企业相比将面对外部分散股东更加频繁的“以脚投票”。传统上,“以脚投票”是公司治理实践中维护股东权益“最后的武器”。这一招有时看似无奈,但却往往很致命。由于投票权权重倾斜配置构成外部分散股东权益的潜在威胁,以及创业团队与外部股东围绕业务模式的严重信息不对称,相比于传统产业而言,容易理解,采用“同股不同权构架”企业股价波动更加频繁,波动幅度更大。例如,在港交所完成上市制度改革后,登陆香港发行双重股权结构股票的小米等企业无一例外地遭遇在 IPO 后股价跌回,甚至跌破发行价的尴尬局面。

在上述意义上,我们看到,又被称为不平等投票权股票的“同股不同权构架”虽然在形式上看似“不平等”,但投票权配置权重向企业家倾斜的股权结构设计却并没有像其字面理解和想象得那样,由于投票权的“不平等”而使外部股东利益受到严重损害。恰恰相反,“同股不同权构架”通过投票权配置权重向企业家倾斜,往往能给外部投资者带来更多的长期回报,一定程度上弥补了其丧失控制权的精神损失,实现了收益的“平等”。从阿里上市的 2014 年到 2018 年仅四年的时间,阿里的市值从 1700 亿美元上涨到了超过 4000 亿美元,这也使得早期投资阿里的孙正义得以长期保持在日本的“首富”。而同样作为腾讯大股东的 Naspers 从 2004 年的 3200 万美元的投资实现了美股上百倍的收益,成为真正意义上的“价值投资”。

我们知道,投资者是否愿意购买和以什么价格购买与 B 类股票投票权不同的 A 类股票完全是标准的市场行为。也许可以把外部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”等原则而购买“同股不同权”的股票理解为是外部投资者愿意向创业团队的人力资本投入支付溢价。

基于以上的理由,我们倾向于认为,“同股不同权”构架显然并非对股东中心的简单反对。它是基于互联网时代来临企业外部治理环境发生变化后,现代股份公司为了提高效率,更好地实现股东和创业团队合作共赢所进行的股权结构设计的制度创新。它是一种“理性的扬弃”,而不是一种“简单的反对”。

三、对待公司治理领域思潮争论的正确态度和公司治理的正确理念

我们注意到,由于利益相关者主义所强调的经理人向所有利益相关者负责的“普惠性”往往迎合了包括客户、员工、供应商、社区和政府在内的社会各阶层中的大多数,“政治的正确”使得利益

相关者主义在宣传上极具魅惑性和鼓动力。从历史来看,几乎每隔那么一段时间,利益相关者主义就会出现一次不大不小的回潮。需要说明的是,利益相关者主义的相关观点在从计划经济向市场经济转型的我国尤其受到欢迎。20世纪90年代中后期我国学术界为此展开的激烈争论正是在上述背景下发生的。而对于在公司治理理论和实务界认识经历反复的“同股不同权”构架这一已经诞生很久的“新生事物”,相关的分析视角还在形成之中,作为成熟的理论体系也还在构建之中。对于这一新生事物的认识,仍然停留在传统的理论框架和政策含义下的“股权至上主义”不可避免地落入保守主义的窠臼。

那么,在工业革命发展阶段处于互联网时代,而在资本市场发展阶段处于分散股权时代的当下中国公司治理实践和理论研究中,我们究竟应该形成怎样相对正确的态度来对待当前公司治理领域的思潮争论?

首先,股东在利益相关者中(唯一)能够以可承兑收入为自己做出的错误决策承担责任,因而在公司治理实践中应当坚持股东作为公司治理的权威。相比于其他利益相关者,由于股东牺牲了在公司分配剩余时优先获得补偿的权力,能够为自己可能所做出的错误决策承担责任,很好地体现了权力与义务匹配原则,股东中心导向的公司治理原则并不会因为利益相关者主义的几度喧嚣和“同股不同权”的实践而发生根本的动摇。换一种说法,股东今天的权威地位是股东牺牲了在公司分配剩余时优先获得补偿的权力而换来的。我们并不应该只看到了剩余控制权分配的“不公平”,而选择性地忽略了其后剩余索取权分配的“不公平”。

其次,在公司治理实践中,对股东中心的坚持并不必然意味着可以忽视对其他利益相关者权益维护的重视。事实上,股东受益顺序排在其他利益相关者之后的事实表明,其权益保护需要依靠(不完全合约下)所有者权益体现的剩余控制权。即股东一方面作为剩余索取者,以出资作为可承兑收入为自己可能所做出的错误决策承担责任,另一方面股东享有剩余控制权,对于不完全合约尚未规定的事项通过在股东大会上集体表决的方式进行最后裁决。而对于受益顺序排在股东之前的其他利益相关者利益,他们权益的保护则更多依靠(完全)合约基础上的法律救济,而不是通过控制权的分享使经理人向所有利益相关者负责。例如,依靠政府和社区等所提供公共品性质的诸如基础设施等服务,主要依靠税法透明执法公平下的企业依法纳税;客户、员工和供应商等的权益保护则主要依靠在合同中双方的意思认同的一致,合同的严格履行和事后的法律救济。

近期发布的“商业圆桌会议”宣言承诺将给予员工公平的薪酬、为员工提供重要的福利与培训教育。该宣言同时宣示将采纳可持续生态的方式保护环境,以及促进职场环境的多元与融合,捍卫每一位员工的尊严及保证他们应得的尊重。我们注意到,这次由众多顶尖企业首席执行官联合签署的“商业圆桌会议”宣言只是对利益相关者利益保护的重视进行了公开宣示,但并未在宣言中提及任何行动计划。也许,这场188位顶尖企业首席执行官的联合签署秀仅仅是表明公司治理需要平衡股东与其他利益相关者利益的姿态,强调在股东中心的公司治理传统实践中不应该忽略以往被长期忽视的员工和客户等利益相关者利益的保护;也许,他们同样意识到,忽视实施困难的利益相关者论只是向社会各阶层描绘了一幅美轮美奂的图画,发表联合签署宣言可以,但制定行动计划具体实施却并不那么容易。在上述意义上,我们更倾向认为,这次商业圆桌会议宣言的发布只是向社会公众发出的不应忽视其他利益相关者利益保护的又一次善意提醒和美好祝愿。

而坚持股东中心对于我国现阶段公司治理具有更加重要的现实意义。当下我国上市公司的公司治理面临的最重要的问题是如何规范的问题,而对股东的尊重和股东权威地位的确立恰恰是公司治理规范的开始。

第三,在维护股东权威的前提下,投票权配置权重可以向创业团队倾斜,但前提是创业团队必须付出可承兑收入,至少能够部分为自己的错误决策承担责任,同时必须“标配”投票权权重不同

的股票类型之间进行转换的日落条款,实现控制权在创业团队与股东之间的“状态依存”。

围绕“同股不同权”构架在新经济企业中流行的现象,也许我们真正应该关注的问题是,这些股东为什么会“心甘情愿”地放弃原本属于他们的公司控制权?在第四次工业革命浪潮发生,创业团队与外部投资者围绕业务模式发展信息不对称加剧的背景下,我们注意到,一些公司通过发行投票权重倾斜的股票,股东把自己并不熟悉的业务模式创新主导权交给深谙此道的创业团队。由此将创业团队和主要股东之间的短期雇佣合约转化为长期合伙合约,深化了社会化的资本和职业化的经理人二者之间的专业化分工程度。管理效率提升后的合作共赢事实上才是这些股东“心甘情愿”放弃控制权背后的真正原因。换句话说,这些股东之所以“放权”,是因为把控制权交给那些比他们更加熟悉业务模式创新的人手中能够帮他们赚到更多的钱。我们看到,“同股不同权”构架正是由于顺应了以互联网技术为标志的第四次工业革命对创新导向的企业权威重新配置的内在要求,为分散股权时代应对野蛮人入侵提供积极的对策,由此而受到诸多高科技企业在股权结构设计时的青睐。

配置权重倾斜的股权结构设计潜在的风险是对外部分散股东利益的损害。因此,在确保控制权状态依存的日落条款成为“同股不同权”构架股权结构设计的标配的同时,资本市场将以比“同股同权”股票价格更大的波动幅度和频率来对这种投机色彩更加浓郁的股票做出调整。

第四,尽管“同股不同权构架”中,投票权配置权重向创业团队(部分股东)倾斜,但股东作为公司治理的权威并没有从根本动摇。股东的权威性集中体现在股东大会作为公司最高权力机构的法律地位和公司法对股东相关权益的保护。在发行AB双重结构股票的公司中,“同股不同权”也只是投票权重向创业团队倾斜,但并没有改变股东大会作为公司最高权力机构的法律地位,只是股东与创业团队为了建立长期合作伙伴,实现合作共赢而使投票权在特定状态条件的限定下向创业团队倾斜。

第五,尽管相比较而言,高科技企业更加青睐“同股不同权”构架,但这并不意味着传统的“一股一票”下的“同股同权构架”由此变得一无是处。我们注意到,同样是高科技企业,与苹果一样市值过万亿美元的微软、亚马逊等企业却继续采取传统的“同股同权”构架上市。因而,对股权结构设计的一个正确理念是“同股不同权”架构并非对投资者权益最不好的保护,与此同时,“一股一票”结构也并非对投资者权益最好的保护。

股权结构设计和控制权安排无疑是协调股东与经理人代理冲突的基础性的公司治理制度安排。我们注意到,尽管利益相关者主义和股权至上主义在公司治理思潮争论中代表“左”和“右”的两极,但它们在强调对控制权占有的问题上却表现出高度的一致性。前者强调,控制权应该在所有利益相关者之间分享,经理人应该向所有利益相关者负责;后者强调投票权配置权重向创业团队倾斜的“同股不同权”构架是对股东控制权的削弱。

我们知道,现代公司治理问题提出始于Berle和Means在1932年出版的《现代公司和私有财产》一书(Berle and Means, 1932)。在这本著作中,Berle和Means认为20世纪二三十年代的全球经济大萧条的出现在一定意义上和现代股份公司扮演的消极角色相关。然而回顾现代股份公司发展的历程,我们可以发现,起始于1602年在荷兰成立的东印度公司的现代股份公司不仅推动了资本主义在全球的风起云涌,而且为人类历史文明掀开了全新的一页^①。受Berle and Means(1932)

^① 按照德隆教授(Bradford DeLong)的研究,在人类历史上250万年前旧石器时代至今的漫长岁月里,99.99%的时间长度内,世界人均GDP基本没什么变化。但在过去的250年中,世界人均GDP突然有了一个几乎是垂直上升的增长。马克思同样提到“资产阶级在它的不到一百年的阶级统治中所创造的生产力,比过去一切世代创造的全部生产力还要多,还要大”。这一切事实上都离不开现代股份公司这样一种支撑社会化大生产和工业革命兴起的生产组织制度的出现。巴特勒(Nicholas Murray Butler)甚至把现代股份公司认为是“近代人类历史中一项最重要的发明”,以至于“如果没有它,连蒸汽机、电力技术发明的重要性也得大打折扣”。而现代股份公司之所以能够带来上述令人目眩的财富增长,恰恰是由于借助所有权和经营权的分离实现了经理人职业化和资本社会化的专业化分工。参见郑志刚《中国公司治理的理论与证据》第1章第4-5页。

对于大萧条反思的影响,公司治理的理论和实务界更多地关注所有权与经营权分离引致的代理冲突和由此导致的代理成本,但却在一定程度上忽视了被称为“近代人类历史中一项最重要的发明”的现代股份公司最重要的经理人职业化和资本社会化的专业化分工的作用。而近期“同股不同权”的股权结构设计反映出的对专业化分工进一步加深的重视和强调也意味着公司治理理论和实务界逐渐在理念和行动中走出 Berle and Means(1932)的误区,从以前强调控制权占有转向重视专业化分工促进效率改善的合作共赢。

经过近百年的发展,与 Berle and Means(1932)提出的公司治理问题的时代相比,今天的理论和实践对公司治理认识无疑丰富得多。例如,一方面我们认识到作为代理人的经理人与作为委托人的股东由于信息不对称可能导致委托代理冲突和代理成本的存在(Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1993; Shleifer and Vishney, 1997; Hermalin and Weisbach, 1998; Tirole, 2001 等);另一方面,我们认识到,在金字塔控股结构下作为实际控制人的大股东可能进行隧道挖掘和资源转移,侵害小股东利益(LLS, 1999; Johnson et al., 2000; Classens et al., 2002 等)。Roe(2004)把前者由于股东的所有权与经理人的经营权所“分离”导致的利益冲突称为垂直的代理问题(或者第一类代理问题),而把由于金字塔控股结构下实际控制人与所控股公司的外部分散股东之间的利益冲突称为水平的代理问题(或者第二类代理问题)。然而,无论是垂直代理问题中所有权与经营权“分离”下的股东还是水平代理问题中反映实际控制人承担责任能力的现金流权与反映其实际影响力的控制权“分离”下的外部分散股东,我们注意到,她们都远离生产经营第一线,处于信息不对称下信息不知情或信息弱势的一方。因而保护处于信息弱势,但同时付出可承兑收入能够为自己决策承担责任的中小股东权益成为公司治理的逻辑出发点,这是无论垂直还是水平这两类代理问题都需要共同解决的。而 Berle 和 Means 在 1932 年出版的《现代公司和私有财产》一书的积极意义即在于正确地指出公司治理需要保护远离实际经营,经营权与所有权分离下的外部分散股东。

我们因此看到,公司治理的现实挑战是,一方面需要保障提升效率的专业化分工的持续深化,另一方面则是使处于信息弱势的中小股东的权益得到保护。因此,我们认为,公司治理的正确理念是,追求如何在专业化分工带来效率改善与缓解代理冲突降低代理成本二者之间进行平衡,而非利益相关者主义和股权至上主义所强调的简单的“控制权占有”。因而,无论利益相关者主义还是股权至上主义,仅仅是从特定视角出发对公司治理理论研究和实践发展中以往有所忽视或重视不够的公司治理元素的提醒,但并非是提出新的元素,更不是元素的全部。

参考文献

- 艾哲明(2019):《亚洲市场正面临公司治理挑战》,《董事会》,第8期。
- 崔之元(1996):《美国二十九个州公司法变革的理论背景》,《经济研究》,第4期。
- 斯密,亚当(2005):《国富论下(英文珍藏版)》,陕西人民出版社。
- 张维迎(1996):《所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点》,《经济研究》,第9期。
- 郑志刚(2016):《中国公司治理的理论和证据》,北京大学出版社。
- 郑志刚(2017):《从万科到阿里:分散股权时代的公司治理》,北京大学出版社。
- 郑志刚(2019):《从“股东”中心到“企业家”中心:公司治理制度变革的全球趋势》,《金融评论》,第1期。
- 郑志刚、邹宇、崔丽(2016):《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》,《中国工业经济》,第10期。
- Akerlof, A. (1970): “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Aoki, M. (1980): “A Model of the Firm as a Stockholder-employee Cooperative Game”, *American Economic Review*, 70, 600-610.
- Berle, A. and G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Publishing Co.
- Blair, M. (1995): “Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the 21st Century”, Brookings Institution.

- Bolton, P., J. Scheinkman and W. Xiong (2006): "Executive Compensation and Short-termist Behaviour in Speculative Markets", *Review of Economic Studies*, 73, 577-610.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2002): "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- Easterbrook, H. and R. Fischel (1996): *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
- Frieder, L. and A. Subrahmanyam (2006): "Executive Compensation and Investor Clientele", Social Science Electronic Publishing.
- Grossman, J. and D. Hart (1986): "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- Grossman, J. and D. Hart (1988): "One Share-one Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Hansmann, H. and R. Kraakman (2001): "The End of History for Corporate Law", Yale School of Management Working Papers, 89, 439-468.
- Harris, M. and A. Raviv (1988): "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
- Hart, O. (1995): *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Clarendon Press.
- Hart, O. and J. Moore (1990): "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- Hermalin, E. and S. Weisbach (1998): "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hilt, E. (2008): "When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century", *Journal of Economic History*, 68, 645-685.
- Jensen, C. and H. Meckling (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, C. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Johnson, R., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000): "Tunneling", *American Economic Review*, 90, 22-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999): "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- Lease, C., J. McConnell and H. Mikkelsen (1983): "The Market Value of Control in Publicly-traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, 11, 439-471.
- Lease, C., J. McConnell and H. Mikkelsen (1984): "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations", *Journal of Business*, 4, 443-467.
- Macey, R. and P. Miller (1996): "An Economic Analysis of Conflict of Interest Regulation", *Iowa Law Review*, 82, 965.
- Nenova, T. (2003): "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Roe, J. (2004): *Convergence and Persistence in Corporate Governance Systems*, Cambridge University Press.
- Shleifer, A. and W. Vishny (1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Tirole, J. (2001): "Corporate Governance", *Econometrica*, 69, 1-35.

(责任编辑:罗 滢)

Stakeholder Doctrine V. S. Shareholder Supremacy

——Comments on the Two Trends of Thought in the Field of
Corporate Governance

ZHENG Zhigang

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: As the two poles of “left” and “right” in the current ideological are debating in the field of corporate governance, no matter the Stakeholder Doctrine advocated by the Business Roundtable or the Shareholder Supremacy against the practice of dual equity structure, it shows a high degree of consistency in emphasizing the possession of control rights. On the one hand, based on the review of the rise, development, and historical destination of stakeholder doctrine, this paper demonstrates the implementation difficulties faced by stakeholder doctrine, and then discusses why the status of shareholder center cannot be shaken; on the other hand, on the basis of simply reviewing the development history of “different rights of same shares” structure, this paper demonstrates the rationality of the weight of voting right allocation inclining to entrepreneurial teams, emphasizing that “different rights of same shares” structure is not a simple objection to shareholder center, but a rational development based on the change of external governance environment. Corporate governance not only needs to ensure the continuous deepening of specialization which can improve efficiency but also to protect the rights and interests of small and medium-sized shareholders who are vulnerable to information. Therefore, the correct concept of corporate governance is to seek a balance between the improvement of efficiency brought by specialization and the alleviation of agency conflicts and the reduction of agency costs, rather than the simple “control possession” emphasized by stakeholder doctrine and shareholder supremacy.

Key Words: Corporate Governance; Stakeholders; Equity Supremacy; Different Rights of Same Shares; Possession of Control

JEL Classification: G34; K22; O31

Does the Opening of the High-Speed Rail Increase the Efficiency of the Capital Market?

——A Study Based on Stock Price Synchronicity

SHEN Haomin^[a] CHENG Xiaoke^[b] YANG Mingjing^[c]

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, 100044, China^[a,b];

School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074, China^[c])

Abstract: From the perspective of stock price synchronization, this paper examines the impact of the opening of the