

文章编号:1005-9679(2018)05-0020-05

同股不同权架构下的博弈分析

陆晓龙

(上海汽车集团股份有限公司 董事会办公室, 上海 200041)

摘要: 同股不同权架构,是对公司普通股收益权和投票权的分离,表现为公司的多重股权结构,是人才智力资本与金融资本在市场化博弈过程中,在公司股权层面形成的治理制度安排,由一部分持有少数比例普通股的股东通过此架构占有多数比例表决权,实现对公司的控制。尽管同股不同权架构可以作为有效的激励机制,促使创始人投入更多创新能力和人力资本,但同时也存在削弱外部投资人权利、危害投资者利益的潜在风险。针对同股不同权架构潜在风险的形成原因,采用了完全信息静态博弈、混合策略纳什均衡等模型,对初创公司引入投资时的博弈、同股不同权公司内控制人与大股东的博弈进行了分析,并对普通股权结构公司通过股权重组实现多重股权结构的博弈情况进行了简要阐述。

关键词: 博弈;同股不同权;多重股权结构;智力资本;控制人;投资人

中图分类号: F 270 **文献标志码:** A

The Game Analysis under the Different Weight Structure of the Same Share

LU Xiaolong

(BOD Office, SAIC Motor Corporation Limited, Shanghai 200041, China)

Abstract: A listed company choosing the structure of different classes of common stock separates the income right and the voting right of common stock, forming company's multiple-class shares structure. In the process of market-oriented game between intellectual capital and financial capital, the structure different classes of common stock is the corporation governance arrangement at the equity level, helping the shareholder holding a minority share of common stock have a majority of the voting rights through this framework and achieve control over the company. Although the structure can be used as an effective incentive mechanism to encourage founders to invest more innovative capacity and other intellectual capital, however, at the same time it is possible to weaken the external investor rights and do potential harm to the interests of investors. In terms of the potential risks, the complete information static game model and the mixed strategy Nash equilibrium model are used to analyze the game of start-up companies in the course of introducing investment and the game between the actual controller and the major shareholder in the company. Meanwhile, this paper gives a brief account of the game situation in the course of transferring the common equity structure company to the multiple-class shares structure company through equity reorganization.

Key words: game; different classes of common stock; multiple-class shares structure; intellectual capital; actual controller; external investor

收稿日期:2018-08-10

作者简介:陆晓龙(1976—),男,上海人,上海汽车集团股份有限公司董事会办公室综合科高级总监,高级经济师,金融学硕士,研究方向:上市公司治理与企业经济理论,E-mail: luxiaolongmail@qq.com。

0 引言

同股不同权,是指同一家公司股东持有的每一股份虽然具有相同的经济性权利,主要为获得公司分红派息的权利,但不具有相同的参与性权利,主要为对重大事项的表决权,在公司所有权层面形成双重(或多重)股权结构,公司所有权与公司治理出现分离。这里的同股,指的是股份公司的普通股,而不是优先股。同股不同权架构可以有效激励创新公司创始人及其团队利用自身专业知识与行业判断力投入更多的创新能力和资本,有助于改变创始人利益与资本控制之间的格局,可在很大程度上提高创新企业到资本市场上募集资金的积极性,有利于实现公司的长期价值。但是,由于同股不同权的多重股权结构对于创始人及其团队表决权的保护,在一些情况下,可能会给公司的其他投资人及公众投资者的权益带来损害。在这样的利弊关系中,蕴含着公司创始人及其团队与投资人之间的博弈。

1 同股不同权的实践与监管

1.1 同股不同权的主要形式

同股不同权架构较多表现为股份公司发行 A、B 两类股票。其中,A 类股票一股具有一份投票权,B 类股票一股则具有 10 份、20 份甚至更多的投票权。2014 年在美国纳斯达克(NASDAQ)上市的京东就采用这样的股权结构,出资 20% 的创始人刘强东通过持有 B 类股票,获得 83.7% 的投票权,实现了对京东的绝对控制。2017 年在美国纽约证券交易所(NYSE)上市的 Snap 公司甚至推出三重股权结构股票。其中,A 类股票没有投票权,B 类股票每股 1 份投票权,而 C 类股票每股 10 份投票权。阿里巴巴虽然没有发行双重股权结构股票 AB 股,在形式上遵循同股同权的构架,但其通过特有的合伙人制度控制了董事会提名权,实现了实质上的同股不同权。阿里巴巴在公司章程中规定持有少数股份的合伙人有权提名除外部董事外的全部执行董事,并提交股东大会表决,若合伙人提名的董事未获股东大会通过,合伙人可以再另行提名人选。第一大股东软银和第二大股东雅虎,均没有代表进入阿里巴巴董事会,阿里巴巴合伙人由此成为公司实际上的控制人。

1.2 对同股不同权上市公司的法规监管

对于公司同股不同权架构的态度,各国各地均有差异。大体而言,美国和欧洲国家法律对同股不同权的态度更加宽容。法国、丹麦、荷兰、匈牙利、芬兰和瑞典等国都允许公司以简单多数超过 2/3 的股

东赞成作为条件,发行具有不同表决权的普通股。英国对同股不同权则非常严格,要求超过 3/4 的股东同意,公司方可施行同股不同权,并对公司治理及股东权益保护提出了更多要求。英国仅允许在部分板块中应用双重股权结构,如公共事业类板块。英国主板市场分为上市和标准上市,其中高级上市较为严格,标准上市只需适用欧盟最低要求。2014 年,英国金融监管局正式禁止在伦敦证券交易所主板高级上市的公司采用同股不同权。在法律上长期追随英国的香港地区和新加坡也对同股不同权采取抵制态度,直到 2016 年才开始研究修订相应的上市规则。2018 年 4 月 30 日,香港联交所新修订的《上市规则》正式生效,同股不同权的生物、科技等新经济公司可以在港交所申请上市。

在中国现行的法律框架下,对于公司始终坚持的是同股同权、同股同价的大原则,思维定势是认为同股应该同权。《公司法》对股份有限公司的有关规定是:“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”“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权”;而对应于有限责任公司的规定则略有放松:“股东会会议由股东按照出资比例行使表决权;但是,公司章程另有规定的除外”。《公司法》的这一规定允许有限责任公司在章程内自行约定表决权比例,也就是在有限责任公司内出资可以与表决权不成比例。对在我国证券市场上市的上市公司,法律法规还是坚持同股同权的原则。

2 同股不同权的博弈分析

同股不同权,本质上是一部分持有少数比例普通股的股东,通过多重股权结构占有多数比例表决权,实现对公司的完全控制,成为公司实际的控制人。此类股东大多为公司创始人及核心高管。出现同股不同权多重股权结构的场景往往在创新型的初创公司,此类公司创始人团队一般拥有较高的智力资本,但缺乏货币资本,获取外部融资成为此类公司快速扩张的必由之路。经过多轮融资,创始人团队的股份往往会被严重稀释,创始人团队如要保持对公司的绝对控制、维护公司的稳定和经营方针的连续性,就要采用同股不同权的多重股权结构。这也符合当前知识经济蓬勃发展的趋势。知识经济是智力资源消耗型的经济,主要依赖于知识、智力的投入。在新兴业务领域中,明星创新公司的核心团队的地位具有不可替代性。在这样的背景下,为获得此类优势企业的股权,投资人会选择放弃相应的控制权。多重股权结构普遍出现在创新型的上市公司

中,可以认为是代表新兴生产力的智力资本在与传统的货币资本的博弈中,尽管让渡了股权收益,但赢得了投资人的信任和控制公司的优势。

在现有的市场环境中,投资人一般比较强势,都是以具备格式条款的投资协议强加于公司创始人团队。只有当面对市场优势明显,创始人团队专业化能力独一无二的初创公司时,投资人迫于可投资源的稀缺性以及竞争的压力,才会与创始人团队展开是否引入多重股权结构的博弈。

2.1 初创公司创始人团队与投资人的博弈

2.1.1 明星初创公司引入投资的博弈

这里所谓的明星初创公司,指的是具有较强的市场和技术优势、具有不可替代能力的一类初创公司。此类初创公司的创始人团队一般都会倾向于多重股权结构,实现少持股、全控制的优势地位,将外部资本为己所用,达到决定自己做、后果共同担的境界。如果创始人团队的意志比较强,对公司控制的诉求强烈,他们与投资人收益矩阵可以简单表示为:

		投资人	
		投资	放弃
创始人团队	多重股权结构	3, 2	2, 1
	普通股权结构	1, 3	1, 1

*注:收益矩阵中的数字仅表示相对关系,用于比较分析

在这个完全信息静态博弈中,创始人团队的策略空间有两个:选择多重股权结构或普通股权结构;投资人的策略空间也有两个:投资或放弃。由于该类企业的创始人具有很强的谈判优势,对于选择多重股权结构的诉求比较坚定,同时也认为具有较多的候选投资人,所以无论投资人的策略如何,他们的占优策略始终是选择多重股权结构。从投资人角度,由于此类企业的稀缺性,且存在较多的竞争方,放弃该项目的期望收益会低于投资的期望收益,尽管多重股权结构会压缩他们的表决权,经济利益还是作为首要考量。多重股权结构成为了此类博弈的唯一纳什均衡,一致预测性也会强化均衡的实现。

2.1.2 一般初创公司引入投资的博弈

大多数初创公司具备一定领先度的技术能力和商业模式,但无法形成垄断性的优势。这样的企业对于融资的需求更为紧迫,货币资本的快速聚集可以帮助初创公司快速扩大市场份额,强化自身的局部优势,抑制同类型企业,实现在细分市场上的全面领先。这样的场景中,投资人的优势会比较明显,尽管创始人也会有多重股权结构的意愿,但很难成为现实。他们与投资人收益矩阵可以简单表示为:

		投资人	
		投资	放弃
创始人团队	多重股权结构 (r)	3, 1	1, 2
	普通股权结构 (1-r)	1, X	2, 1

*注:收益矩阵中的数字仅表示相对关系,用于比较分析

创始人团队与投资人的策略空间不变,但博弈双方均不存在优势策略。投资人的收益空间中,当博弈方创始人团队选择普通股权结构时,博弈方投资人投资的收益是 X,放弃的收益是 1,在此类场景的博弈中 $X > 1$, 否则就存在投资的可能性。本博弈不存在纯策略纳什均衡,可收敛至混合策略纳什均衡。如博弈方创始人团队随机选择多重股权结构和普通股权结构的策略,概率分别为 r 和 (1-r), 博弈方投资人选择投资和放弃的期望收益相等,既是 $1 * r + X(1-r) = 2r + 1 * (1-r)$ 。当 $X = 2$ 时, $r = 1/2$; $X = 3$ 时, $r = 1/3$; X 越大, r 越小。现实意义是,在普通股权结构条件下的投资人投资收益越大,创始人团队越不可能选择多重股权结构。

2.2 多重股权结构公司内控制人与大股东的博弈

同股不同权可以使公司内的控制人,一般为公司创立者与管理层,更加专注于贯彻其长期经营方针,特别是当这种长期经营方针的短期效益并不显著的时候,激励其投入更多有益的前期成本,培育和经营这家公司特定的知识和能力。同时,这还能抵御外部市场的恶意收购,防止公司控制权被资本市场上的“野蛮人”轻易夺走,防止创立人及其团队遭受严重损失,避免类似“宝万之争”的情况发生。同股不同权的多重股权结构确保了创立者与管理层的控制权,当出现有利的投资机会,需要为公司募集新的资金的时候,管理层不会因为担心自己的表决权被稀释而拒绝增发新股,进而放弃新的发展机遇,或者转而求助于成本更高的融资方式。

同股不同权的多重股权结构固然存在诸多优势,却也不乏风险与不足。作为公司控制人,除了与普通投资人一同享受股权利益,还能享受控制权给他们带来的私人利益。这种私人利益形式多样,譬如取得高额报酬、享受超标福利、扩大裙带关联等有形利益,还可以按自己的偏好确定经营方针、保护特权、塑造个人名望等无形利益。当然,很多私人利益并不违反法律,甚至是对管理者勤勉工作的合理报偿,但这种合理性的边界并不清晰,也缺乏约束机制。如果控制人控制着公司的重大资源,享受着各种待遇却不努力工作,不努力为股东创造价值,其他投资人并没有太多的办法约束,假设发生欺诈、不诚信的行为尚可由法律应对,对于纯粹的懒惰或者愚蠢,法律就很难约束了。在普通股权结构的公司中,

可以通过市场竞争,通过大股东投票,在管理权流动的过程中,替换公司的劣质管理人员,让优秀的管理人才进入公司。而在同股不同权架构的公司中,公司股权所对应的控制权的自由流动被阻断之后,公司治理可能会变得僵化,市场竞争和大股东均无法约束公司控制人,公司股东面临的代理人成本大大增加,公司的系统性风险会上升。

在同股不同权多重股价结构的公司内,公司控制人可能会将私人利益放在首位,即选择“徇私”,也可能以公司利益为重,即选择“忠实”。大股东不具备多数表决权,但受到流动性、经济收益以及监管限制等因素的约束,一般不会轻易撤出。大股东为保障对应股权的经济利益,大多可能被动地信任公司控制人,即选择“放任”,也可能采取特殊机制强化对于控制人的监督,即选择“监督”。

多重股权结构公司内控制人和大股东的博弈中,假设控制人分别以 p 和 $1-p$ 的概率随机选择“徇私”的策略和“忠实”的策略,大股东分别以 q 和 $1-q$ 的概率随机选择“放任”的策略和“监督”的策略,双方都不能通过改变策略或概率改善自己的期望收益,这将构成混合策略纳什均衡,也是该博弈唯一的纳什均衡。

先看控制人选择“徇私”和“忠实”两种策略的确定,图 1 中横轴表示控制人选择“徇私”策略的概率 p ,分布在 $[0, 1]$;纵轴是对应于控制人“徇私”的概率,大股东选择“放任”策略的收益,图中从 G 到 $-L$ 连线就是大股东对应的期望得益。

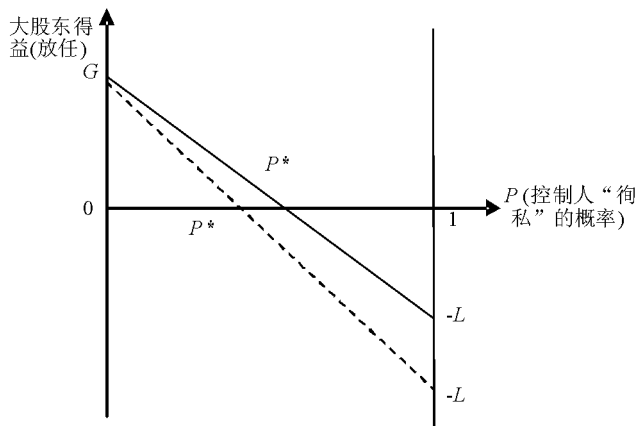


图 1 控制人的混合策略

图 1 中交点 p^* 为控制人选择“徇私”概率的最优值,选择“忠实”的最优值则为 $1-p^*$,大股东选择“放任”策略的期望得益为 $G(1-p^*) + (-L)p^*$ 。如果控制人“徇私”行为对大股东的损害增大,大股东增加“监督”措施,或是受外部法规要求大股东加

大风险控制,制衡控制人,将会提高大股东“放任”策略的成本。在图 1 中表示为,当控制人“徇私”的概率为 1 时,大股东得益 $-L$ 将下移至 $-L'$,控制人选择“徇私”概率的最优值也从 p^* 降低到 p^* ,达到新的混合策略均衡,控制人“徇私”的均衡概率下降。

大股东采取“放任”和“监督”的混合策略概率分布,也可以用同样的方法来确定,见图 2。图 2 中横轴表示大股东选择“放任”策略的概率 q ,纵轴是控制人选择“徇私”策略的收益。

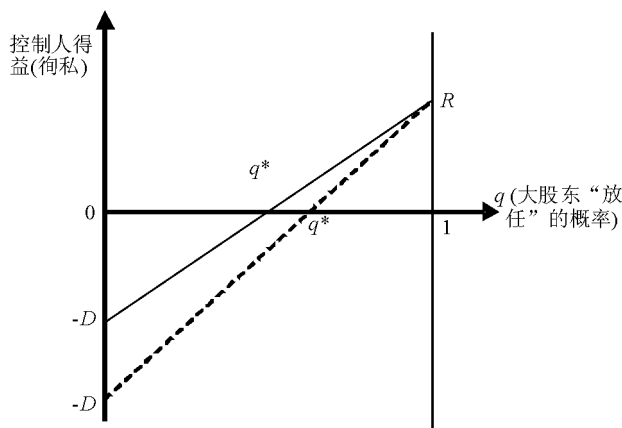


图 2 大股东的混合策略

图 2 的结论是 q^* 和 $1-q^*$ 为大股东的最佳概率选择。如果外部监管为避免出现内部人控制甚至违法违规行为,对于控制人的违规行为加大惩罚力度,在图 2 中相当于 $-D$ 下移到 $-D'$,如果大股东的 q^* 不变,短期内控制人“徇私”的期望收益会变为负值,控制人会放弃“徇私”策略。但长期看,控制人不再“徇私”会促使大股东提高“放任”的概率,即从 q^* 提高到 q^* ,达到新的均衡,控制人“徇私”的期望得益又恢复到 0,他会重新选择混合策略,以 p^* 的概率选择“徇私”策略。因此,外部监管加重惩罚,短期内能抑制控制人“徇私”的发生率,但长期而言,主要作用是使得大股东可以更大概率选择“放任”的策略。

对于同股不同权公司的投资人,尤其是大股东而言,在放弃表决权的同时,对公司控制人,一般为创始人及其团队,实施一定的监督约束,既能发挥创始人团队及管理层的积极性,又能避免内部人控制的问题,降低代理成本。基于以上的博弈分析,要降低多重股权结构公司内控制人谋私的均衡概率,主要是靠公司内部的监督和制衡。外部监管的惩罚有效果,但会促使大股东更加松懈放任。结论是应以公司内部监督、制衡为主导,辅之外部监管,才能达到期望的效果,即降低控制人“徇私”的均衡概率。具体做法,从公司内部管理角度,对于公司控制人的约束,可以通过在公司章程内约定,在公司内控制度

中加以防控等方式,约束超级投票权、强制实施相关信息披露、增加赔偿条款等,适当时还需要外部监管机构制定有针对性的法规条例,强制规范公司内部的相关制度。从证券管理部门外部监管角度,对于已上市的多重股权结构的公众公司,在现有相关法律法规及上市规则的基础上,不仅需要对于公司控制人进一步实施差异化监管,如限制超级投票权的市场流通、明确退出机制等,而且需要增加大股东保护更为弱势的中小股东权益的职责。

2.3 普通股权结构公司通过股权重组实现多重股权结构的博弈

公司可以在首次公开发行时就建立起同股不同权的架构,并向公众投资人明确披露。还有一类情况,上市公司在 IPO 之时并不存在多重股权结构,但之后通过股权重组的方式,将原本单一组别的普通股转变为部分股票具有不同表决权,即上市后搭建同股不同权架构。各国各地对于此类情况,一般持不欢迎态度,甚至是禁止的。因为这种做法往往会对公众投资人造成损害,且无法事先给予充分的估值准备。

将单一股权结构转换为多重股权结构(一般为双层结构)有以下几种常见的重组方案。

第一种方案为要约转换方案。先由公司发行一种新组别股票,其表决权是原普通股的 $n(n>1)$ 倍,而其股息收益会略低于原普通股,例如相当于原先股息的 90%。新发行的这种具有超级表决权的股票往往伴有转让限制,一经转让,超级表决权就会变成普通表决权。随后,公司向公众投资人发出收购要约,邀请公众投资人将原先的股票转换为超级表决权股。收购要约是一次性的,并且有时间限定。在此过程中,管理层会完成自己股票的转换,而大多数中小股东一般不会转换自己的股票。这进入了类似“囚徒困境”的博弈,任何一位理性的公众投资人,无论其公众投资人如何选择,他个人的占优策略都是不将自己的低表决权股转换成超级表决权股,因为一旦转换,股息收益将下降,且自己增加的表决权不会对公司产生任何影响,不转换是该博弈的纳什均衡。

		公众投资人 1	
		不转换	转换
公众投资人 2	不转换	1, 1	1, 0.9
	转换	0.9, 1	0.9, 0.9

*注:收益矩阵中的数字仅表示相对关系,用于比较分析

第二种方案为特别配股方案。同样先由公司发行新组别的超级表决权股,然后再以 1:1 的比例向全体股东配发这种新股,新股通常低股息甚至无股息,转让同样受到限制,否则将会变为普通表决权

股。伴随公众投资人调整其投资组合,出售超级表决权股,那些紧握超级表决权股的内部人士所拥有的表决权比例就会不断升高。在此过程中,投资人之间的博弈依旧类似“囚徒困境”。

第三种方案为表决权转化方案。先是修改章程将公司既已发行的股票指定为“长期股票”,而后再发行的股票则被当作“短期股票”。前者的表决权数是后者的 $n(n>1)$ 倍,但所有股票的股息权利相同。如果在章程修改之后一段时间内长期股票被出售,它就将转化为短期股票;相反,假如短期股票的股东连续持股超过这一时限,其股票则将转化为长期股票。公众投资人之间的博弈与前两种类似,权衡的因素变为了持股时间。

3 结论

同股不同权架构,是对公司普通股收益权和投票权的分离,是智力资本与货币资本在市场化博弈过程中,在公司股权层面形成的治理制度安排。同股不同权架构更加认同创始人及管理层团队对于公司的价值,更加体现社会化分工原则下的价值创造最大化,有助于发挥优秀团队的潜力和积极性,推动企业长远发展,更有助于创新精神的持续繁荣。与此同时,同股不同权架构对于外部股东权利和公众投资人的利益存在潜在危害。复杂的多重股权结构,需要同样精巧、针对性强的制度约束,如对超级投票权的运用进行适度限制,对超级投票权限制流通并明确相应的退出机制,加强治理监管,强制信息披露制度等。好的制度安排应发挥应有的积极作用,对于同股不同权架构公司要求制定完善的内部控制制度,并采取灵活适当的外部监督,这样才能最大限度地避免内部人控制问题,避免好的制度被滥用,实现创始人及管理层和其他股东的双赢、智力资本和货币资本的互补互赢。

参考文献:

[1] 卢文道,王文心. 双层股权结构及其对一股一权规则的背离[J]. 证券法苑, 2013(9): 179-204.

[2] 巴曙松,巴晴. 双重股权架构的香港实践[J]. 中国金融, 2018(11): 76-78.

[3] 郑志刚. 港交所上市制度改革的“苦心”[EB/OL]. (2018-01-02). <http://www.ftchinese.com/story/>.

[4] 谢识予. 经济博弈论[M]. 3版. 上海: 复旦大学出版社, 2013.

[5] 清澄君. 揭开公司“同股不同权”的是是非非[EB/OL]. (2015-12-25). <http://www.360doc.com/content/>