

## 公司控制权与特质愿景\*

[美]佐哈·戈申 阿瑟夫·哈姆达尼\*\*

林少伟 许瀛彪\*\*\*译

摘要:本文的核心主张是,企业家珍视公司控

---

\* 本文发表于 *Yale Law Journal* 2016 年 1 月刊。

\*\* 佐哈·戈申:哥伦比亚大学法学院艾尔弗雷德·布莱斯勒讲席法学教授、以色列奥诺学术学院教授;阿瑟夫·哈姆达尼:耶路撒冷希伯来大学 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 公司法教授。我们感谢 John Coffee, Luca Enriques, Deng Feng, Merritt Fox, Jesse Fried, Ronald Gilson, Andrew Gold, Victor Goldberg, Jeff Gordon, Henry Hansmann, Robert Jackson, Curtis Milhaupt, Gideon Parchomovsky, Ariel Porat, Alex Raskolnikov, Ruth Ronen, Alan Schwartz, Robert Scott, Alex Stein, Yishay Yafeh 等人对本文提出的有益建议,感谢哥伦比亚大学法学院教师讨论会、纽约大学与宾夕法尼亚大学法律与金融学术研讨会、美国法与经济学会第 23 届年会、哥本哈根大学商学院 2013 年公司所有权责任与问责研讨会、苏黎世联邦理工大学、瑞士大学与哈佛大学法学院法与经济学研讨会以及牛津大学法律与金融学术研讨会的各位参会者。我们对 Daniel Belke, Yosef Kalmanovich, Ray Koh, Jason Schnier, Brooke Sgambati, Anna Shifflet 和 Alex Zbrozek 等几位卓越的研究协助和周到的编辑工作表示感激。我们同样感谢密尔顿·汉德勒教师研究资助、格雷斯·P. 托梅捐赠基金以及希伯来大学法律与决策实证研究中心的资助。

\*\*\* 林少伟:西南政法大学民商法学院副教授,特华博士后科研工作站博士后;许瀛彪:西南政法大学民商法学院硕士研究生。本文是重庆市社会科学规划项目(编号:2014BS050)、重庆市教委 2016 年课题、中国法学会 2016 年课题[编号:CLS(2016)C27]、司法部 2016 年课题(16SFB3035)以及 2015 年西南政法大学重点资助项目(编号:2015XZZD-08)阶段性成果。

制权是因其允许企业家以自认合适之方式追求其愿景(比如,企业家确信会产生高于市场水平回报的商业战略)。基于信息不对称及观点差异,本文在企业家追求特质愿景和降低代理成本以保护投资者之间确定了一个基本权衡点。不同的所有权结构意味着控制权和现金流权的不同分配。例如,集中所有权结构对控制股东和少数股东而言皆创造了价值。公司法应平衡好控制人追求特质愿景与少数股东保护的需要。

**关键词:**公司控制权 特质愿景 现金流权 投资者保护 所有权结构

## 引 言

近些年来,数个著名的科技公司,包括谷歌<sup>[1]</sup>和脸书公司<sup>[2]</sup>在内,采用了饱受争议的双层股权结构上市,创始人持有具有优先表决权的股权。开创有史以来规模最大 IPO 纪录的中国公司——阿里巴巴公司决定在纽约而不是在香港上市,以便可以采用双层股权结构。<sup>[3]</sup> 质言之,双层股权结构目标在于允许控股股东无期限且无争议地掌握公司控制权。<sup>[4]</sup> 评论家批评双层股权结构,认为其会产生治理

[1] Simon C. Y. Wong, *Google's Stock - Split Plan Would Replace Stewardship with Dictatorship*, Harv. Bus. Rev. (Apr. 18, 2012), <https://hbr.org/2012/04/googles-stock-split-plan-would> [<https://perma.cc/B8T9-6YBU>].

[2] Brad Stone, *Facebook Will form 2 Classes of Stock*, N. Y. TIMES (Nov. 24, 2009), <http://www.nytimes.com/2009/11/25/technology/internet/25facebook.html> [<http://perma.cc/AW79-7FRP>]; James Surowiecki, *Unequal Shares*, New Yorker (May 28, 2012), <http://www.newyorker.com/magazine/2012/05/28/unequal-shares> [<http://perma.cc/R3AS-FUS3>].

[3] Neil Gough, *After Loss of Alibaba I. P. O., Hong Kong Weighs Changes to Its Listing Rules*, N. Y. TIMES: DEALBOOK (Aug. 29, 2014, 7:31 AM), <http://dealbook.nytimes.com/2014/08/29/hong-kong-begins-thinking-aloud-about-issue-that-lost-it-alibabas-i-p-o/> [<http://perma.cc/7VY3-LF6W>].

[4] 持有多数表决权的控股股东,其控制权是无可争议的,因为敌意收购无从谈起。

风险,<sup>[5]</sup>但为何企业家纷纷将掌握控制权视为刻不容缓的头等大事呢?

对这一问题的回答对公司法极具启示。全球范围内,许多上市公司存在控股股东,<sup>[6]</sup>集中所有权结构在美国也广泛存在,<sup>[7]</sup>譬如脸书、谷歌以及维亚康姆公司皆具有控股股东。<sup>[8]</sup>在集中所有权结构中,公司控股股东(一人或一实体组织)持有公司多数有效的表决权及

- 
- [5] e. g., Lucian Arye Bebchuk et al., *Stock Pyramids, Cross - Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash - Flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership* 295, 301 - 05 (Randall K. Morck ed., 2000).
- [6] e. g., Marco Becht & Colin Mayer, *Introduction to the Control of Corporate Europe* 1, 19 (Fabrizio Barca & Marco Becht eds., 2002) (表明半数的荷兰、法国和西班牙公司, 控股股东分别持有超过 43.5%、20%、34.5% 表决权); Stijn Claessens et al., *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 J. FIN. ECON. 81, 82(2000) (“超过三分之二的东亚公司由单一股东控制”); Mara Faccio & Larry H. P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 65 J. Fin. Econ. 365, 378(2002) (报告指出, 只有大约 37% 的西欧公司被广泛持股); Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership around the World*, 54 J. FIN. 471, 471(1999) (调查 27 个国家的大型企业后发现, “相当少的公司被广泛持股”。
- [7] 集中所有权与分散所有权结构相反, 其是美国与英国最普遍的结构, 采用该结构的大多数公司的股票被广泛持有。See Ronald C. Anderson & David M. Reeb, *Founding - Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S & P 500*, 58 J. Fin. 1301, 1301(2003) (表明大约 30% 的标普 500 公司有家族控股股东); Marco Becht & J. Bradford DeLong, *Why Has There Been So Little Block Holding in America?*, in *History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers* 613 (Randall K. Morck ed., 2005). But see Clifford G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 Rev. Fin. Stud. 1377(2009) (提出质疑美国上市公司是否实际上是分散的证据)。
- [8] Kobi Kastiel, *Executive Compensation in Controlled Companies*, 90 Ind. L. J. 1131, 1133 (2015) (noting that Viacom has a controlling shareholder who holds eighty percent of the votes) (指出维亚康姆控股股东持有 80% 表决权); Floyd Norris, *The Many Classes of Google Stock*, N. Y. Times: Economix (Apr. 2, 2014, 6:03 PM), <http://economix.blogs.nytimes.com/2014/04/02/the-many-classes-of-google-stock> [<http://perma.cc/SR9C-XFRH>]; Harriet Taylor, *What's Happening at Facebook's Shareholder Meeting*, CNBC (June 11, 2015, 10:39 AM), <http://www.cnbc.com/2015/06/11/facebook-annual-shareholder-meeting-what-to-expect.html> [<http://perma.cc/2XHC-MHMT>].

股权。<sup>[9]</sup> 具有控股股东的公司与分散所有权公司所引发的相关治理问题可谓大相径庭。然而,公司法学者在很大程度上忽略了集中所有权结构的公司所引发的治理问题。<sup>[10]</sup> 此外,正如本文述及,特拉华州关于控股股东之论述常常令人困惑不已,且前后矛盾。<sup>[11]</sup>

不同于多元的少数股东,控股股东在极大程度上背负着单一且非流动的额外成本。<sup>[12]</sup> 既然如此,为何控股股东会不顾成本地坚持大额控制性控股呢?<sup>[13]</sup>

对此问题,代表性回答之一是控制权私人收益说。<sup>[14]</sup> 控制权私人收益说认为,企业家寻求控制权的目的是利用对公司的主导地位,从公司或投资者处转移价值从而获取私人收益。与之分庭抗礼的最优奖励说则比较乐观地认为,允许企业家获取一定程度的私人收益是激励其进行有效监督和积极表现的必要成本。<sup>[15]</sup> 根据这一理论,控制人虽然牺牲投资者利益来获取私益,但作为一种平衡手段,控制人这种行为是有利于投资者与公司整体利益的。

上述两种理论皆直指企业家希望取得公司控制权是为私人收益。然而,控股股东被私人收益所驱使也好,或被奖励也罢,这些解释从事实与规范的立场来看均无说服力。一方面,可能有充分理由怀疑世界

[9] 现阶段集中所有权结构公司,控股股东持有有效多数表决权足以免于敌意收购干扰(通常是50%以上表决权与股权)。我们不在此讨论能使投资者不必持有多数股权就可以掌握无可争议的控制权的所有权结构,如双层股权结构、金字塔、杠杆收购。See *infra* Section III. A. 2(讨论双层股权结构)。我们也不讨论在公司中处于主导地位,虽没有锁定控制但能施加显著影响的外部大股东。

[10] For a notable exception, see Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1663 - 64 (2006).

[11] See *infra* Part IV.

[12] But see Mara Faccio et al., *Large Shareholder Diversification and Corporate Risk - Taking*, 24 Rev. Fin. Stud. 3601, 3636 (2011) (发现大股东分散投资程度不均)。

[13] 换言之,何不将管理与投资分离? 作为一个富有的投资者,企业家可以持有多元化投资组合获取市场回报。与此同时,该公司可以聘任其为首席执行官并酬报其努力和天赋。

[14] See *infra* notes 30 - 39 and accompanying text (描述集中所有权控制权私人收益理论)。

[15] See *infra* notes 40 - 49 and accompanying text (描述集中所有权监督理论)。

上大多数控股股东是以利用少数股东保护制度漏洞为投资动机的投机主义者。另一方面,投资者、法院和立法者实际上应该在多大程度上容忍控股股东为激励其监督管理者而进行价值转移的行为,这一问题仍不清晰。

本文提出对企业家掌握控制权价值的新见解。本文中,控制权允许企业家通过以自认合适之方式追求自己确信的“特质愿景”,以便实施能产生高于市场水平回报的商业战略。企业家珍视控制权,是因为控制权能够保护企业家,使其愿景或能力免受投资者的事中质疑及反对。

因为经营理念需要时间来实现,所以控制权至关重要。这种经营理念包罗万象,从日常管理问题,到重大战略选择,诸多决策均被囊括在内。最重要的决策是决定是否继续经营、变更计划或终止经营。然而,投资者和企业家经常在信息不对称或存在观点差异的情况下做出这些决策。投资者无法总是观察到企业家的努力、天赋和行动。因此,投资者很难确定公司表现不佳的真正原因:可能是企业家的能力不足或懒惰,抑或是临时受挫,又或仅是运气不佳。因为通常而言,企业家比投资者更了解公司业务及自身努力与天赋,企业家有能力通过自己的经营方式来利用投资者(谋取私益)。投资者也希望通过维持关闭企业或解雇企业家的权利抑制引发这种代理成本的风险。由于商业复杂性以及未来不确定性,纵使投资者和企业家有相同信息,也可能会对业务潜在的成功与失败产生不同观点。因此,在存在信息不对称或观点差异时,企业家与投资者可能对业务继续与否以及以何方式实施观点相左、判断不一。

因此,本文认为,投资者与企业家皆珍视控制权,但二者背后原因大相径庭。企业家对管理决策保持控制是为追求“特质愿景”,以图产出高于市场水平的回报。换言之,控制权令企业家能获取实现“特质

愿景”的价值。<sup>[16]</sup> 与之不同,投资者珍视控制权则是为降低代理成本。<sup>[17]</sup>

亨利·福特(Henry Ford)的故事能够很好地阐释本文理论。福特本人没有发明汽车,自己也没拥有任何有价值的专利技术。他与无数企业家竞争,试图创造一种“无马马车”(horseless carriage)。然而,福特对汽车生产有独特的预想。他创立了第一家公司——底特律汽车公司,这家公司是由投资者控制的。<sup>[18]</sup> 当投资者要求汽车快速生产与销售时,福特坚持以完善设计为优先事项,这使延迟与挫折并现,双方的紧张关系最终令投资者关闭公司。<sup>[19]</sup>

福特的第二次尝试——亨利·福特公司,也是由投资者控制。在设计一款汽车后,福特拒绝投资者提出直接生产该汽车的决策。<sup>[20]</sup> 最终,福特的固执促使投资者以亨利·利兰(Henry Leland)将之取代,亨利·利兰将公司更名为凯迪拉克汽车公司,并成功生产福特设计的汽车。<sup>[21]</sup> 在福特的第三次尝试——福特汽车公司中,他本人坚持保留控制权。这一次,没有外部投资者的干扰,福特将他对汽车设计生产的创

---

[16] Alessio M. Paces, *Rethinking Corporate Governance: the Law and Economics of Control Powers* 93-94 (2012). 尽管其分析是基于控制权私人收益的特殊形式,但其框架在突出企业家递延酬劳方面与我们的观点相似。See also Alessio M. Paces, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control* 12 (European Corp. Governance Inst., Working Paper No. 131/2009, 2009), <http://ssrn.com/abstract=1448164> [<http://perma.cc/T2MR-43RR>] [hereinafter Paces, *Control Matters*] (解释了如个人满足等控制权特质私人收益如何在市场变现)。

[17] 当投资者保证代理人有权做影响投资者价值决策时代理成本显现。See generally Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976) (发展了代理成本规范分析)。

[18] M. Todd Henderson, *The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old is New Again*, in *Corporate Law Stories* 37, 40 (J. Mark Ramseyer ed., 2009).

[19] See *id.*

[20] See *id.* at 45.

[21] See *id.*

新理念付诸实践,并为世人带来最伟大企业的成功故事。<sup>[22]</sup>

在本文论述中,企业家的特质愿景有两个鲜明特点。其一,它反映了部分企业家的经营理念,这种理念是外界可能无法观察或进行验证的。这可能是因为企业家不能说服投资者其是继续运行公司最好的人选或其商业计划将产生更高回报。其二,它反映了如果业务成功,企业家所期望高于市场水平的经济回报,将按比例与投资者共同分配。重要的是,特质愿景无须关注创新或发明:只要企业家有一个计划,其主观认为该计划将产生高于市场水平的回报,此即特质愿景。

企业家涉足一项业务旨在获取高于市场水平的回报,且他们担心与投资者意见分歧会挫败他们的愿景,尽管这看起来直观,但这一解释在既有经济学研究成果中尚付阙如。经济学家拒绝获取高于市场水平回报的观点,认为投资只产出正常的市场水平回报。经济学家迄今拒绝观点差异的看法——反对信息不对称,因为当合理预期的理性行动者共有相同信息时,他们不可能各持己见,存在观点差异。<sup>[23]</sup> 经济学家们据此认为,私人收益是控制的主要动机,并对此加以集中关注。本文观察到控制人往往是希望实现自己愿景以此提升公司价值的企业家。基于这一观察,我们提出对控制所有权更符合现实经验的解释,因此也提出了优越的政策处方。事实上,直到最近,经济学家才逐渐开始承认追求高于市场水平的回报<sup>[24]</sup>和观点差

---

[22] See *id.* at 47. 凯迪拉克汽车公司同样成为一家成功企业。不同的是,这个例子没有旨在表明企业家是经常正确的。我们用这一例子表明了,即便有投资者反对,企业家仍然珍视实现“特质愿景”的能力。最后,公司在所有权结构频谱有所变动,福特的孙子亨利二世使公司以双层股权结构形式在1956年上市,确保福特家族直至今日仍保有控制权。See *id.* at 72。

[23] Robert J. Aumann, *Agreeing to Disagree*, 4 *Annals Stat.* 1236, 1236 (1976) (表明对过去事件存有共识的两个人对未来事件的可能性持有同样看法)。

[24] e. g., Raghuram G. Rajan, *Presidential Address: The Corporation in Finance*, 67 *J. Fin.* 1173, 1177 (2012). (“为了创造净现值,企业家必须承担风险,将其与其他潜在竞争者区分,因此才可能获取足额利润。创造净现值的过程中一定意味着差异——是否创造新产品或者生产其他商家还没生产制造的产品,创新高效生产模式或探寻至今仍未挖掘的目标客户需要”)。

异确实存在。<sup>[25]</sup> 因此,本文对公司控制权理论作出了一个重要贡献。

本文论述展开如下:在第一部分中,我们阐述现有公司控制权解释的局限性。少数股东剥削说认为在世界各地的控股股东都是投机主义者,力图剥削少数股东获取私人收益。最优奖励说认为控股股东提供有价值的监督管理者的服务,表明最优私人收益应被允许,以便有效监督。然而,这些论述均未能解释为何在投资者权利保护很充分的国家。比如在美国,也普遍存在具有控股股东的公司。这些国家在关于治理具有控股股东的公司方面,其法律规范机制也非常有限。

在第二部分中,我们将深化公司控制权理论,并用其分析公司所有权结构的基本架构。我们明确一个基本的紧张关系:当企业家从投资者处筹集资金时,由于信息不对称与观点差异,企业家追求自由的实现自身愿景,而投资者则从代理成本处寻求保护自身。随后我们将表明,企业家和投资者可以使用不同控制权与现金流权的组合来平衡投资者对代理成本的担忧与企业家追求特质愿景之间的冲突。

在第三部分中,我们运用这一理论揭示外部投资者和控股股东之间谈判议价的本质。我们创新地认为,现金流和控制权的组合可以重构公司所有权结构,企业家和投资者以此平衡投资者最小化代理成本与企业家最大化追求特质愿景能力之间的矛盾。随后,我们探析上市公司所有权结构频谱:集中所有权(控股股东大量持有相等现金流和表决权的股票)、分散所有权(股票被投资者广泛持有)以及双层股权公司(控股股东持有优先表决权的股权,允许控股股东在没有持有大部分现金流权前提下拥有多数表决权)。分散所有权和双层股权

---

[25] 最近契约论学者发现规范的证据。See Patrick Bolton, *Corporate Finance, Incomplete Contracts, and Corporate Control*, 30 J. L. Econ. & Org. 64, 70-71 (2014)。(“我们对第二个问题的第一个分析思路是假定企业家和投资者对投资方向有观点差异。基于随机观察,我们认为在风险投资方面,企业家比投资者更乐观……对我们而言,这个解决方案似乎简单而合理,当时契约论学界并不接受同一篇论文两处偏离正统方向:不完备合同与观点差异。我们收到了几乎一致的建议,要求改变模型且摒弃观点差异这一说法。所以,我们的建构不是基于观点差异而是基于私人收益的存在;我们假设企业家从企业获取经济回报与私人收益,而投资者只获取经济回报”)。

结构代表不同的现金流与控制权的分离,<sup>[26]</sup>从而使投资者承担管理代理成本(如管理不当)。相形之下,集中所有权结构包含现金流和控制权。而在控制权备受争议的分散所有权结构中,企业家追求特质愿景的能力备受约束。对比双层股权结构,企业家在集中所有权结构享有永久且无可争议的控制权。<sup>[27]</sup>控制权所有者珍视永久且无可争议的控制权,因其允许企业家实现特质愿景的行动自由。与此同时,控制者企业家大额持股降低了投资者承担管理代理成本的风险。

最后,在第四部分中,本文概述这一理论框架对公司法的影响。既有公司法理论研究仅仅关注保护少数股东的代理成本。<sup>[28]</sup>然而,我们这一公司控制权全新理论,要求立法者与法院平衡少数股东保护与公司控制人追求特质愿景权利之间的冲突。少数股东保护和控制人权利之间的紧张关系构成指导立法者制定法律规范以治理具有控股股东公司的政策蓝图。

正如本文述及,片面的公司控制权理论仅关注如何降低代理成本,而忽视少数股东保护制度成本。相形之下,我们的理论揭示了隐藏的监督成本——干预企业家追求特质愿景的自由——并提出平衡这些目标的法律挑战。我们表明,片面的公司控制权理论难免弄巧成拙地建议增加少数股东权利保护而忽视集中所有权结构下契约的本质。我们还证明,承认控制人权利使法律结果更具正义,这与在传统的股东价值最大化观念下截然不同。具体而言,我们的论述:(1)提供了在有控股股东的公司中运用商业判断规则的新理论依据;(2)呼吁谨慎采用旨

---

[26] 我们不采用阿道夫·伯利(Adolph Berle)及格迪纳·米恩斯(Gardiner Means)著名的“所有权与控制权的分离”之表述,我们的文章采用“现金流”而非“所有权”之术语表达,我们重视实际的权利多于规范上的权利。See Adolph A. Berle, JR. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1933).

[27] 控股股东持有多数表决权时,其控制权毫无争议,因为敌意收购无从谈起。

[28] 传统观点认为公司法主要目标在于约束代理成本。See John Armour et al., *What Is Corporate Law?*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 1, 2 (Reinier Kraakman et al. eds., 2d ed. 2009) (许多公司法的内容可被理解为应对投机主义的三个主要来源:股东与管理者的冲突、股东之间的冲突以及股东与公司其他人员的冲突……)正如我们论及,公司法需要平衡“特质愿景”与代理成本。

在提高董事独立性的治理改革；(3)主张密切关注控股股东试图松绑控制权和现金流权之间的联系。

## 一、现有解释及其局限

盛行的集中所有权解释主要侧重于控制权私人收益的可利用性。<sup>[29]</sup> 正如下文所述,这无法解释集中所有权为何风靡世界各地,也未能提供一个连贯的关于具有控股股东公司的公司法理论。

### (一)少数股东剥削说

根据少数股东剥削说,控股股东在公司中力图掌握控制权是为利用其主导地位以牺牲少数股东利益为代价获取私人收益。<sup>[30]</sup> 控股股东可以通过关联交易、<sup>[31]</sup> 掏空行为(tunneling)<sup>[32]</sup> 或利用家庭成员谋取财产利益,还可以利用公司决策影响力包装自我或提升社会政治地位等谋取非财产利益。<sup>[33]</sup> 简言之,做个“国王”(或“女王”)是多好的差事。

私人收益通常被视为激励集中所有权的前提条件,因而这种所有

[29] Luigi Zingales, *Insider Ownership and the Decision To Go Public*, 62 Rev. Econ. Stud. 425 (1995); Lucian Arye Bebchuk, *A Rent - Protection Theory of Corporate Ownership and Control* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7203, 1999), <http://ssrn.com/abstract=168990> [ <http://perma.cc/T29K-XR2E> ].

[30] See Bebchuk, *supra* note 29, at 8.

[31] Simeon Djankov et al., *The Law and Economics of Self - Dealing*, 88 J. Fin. Econ. 430 (2008). 几年前对约束关联交易的规则效力相对有限的分析有所发展。See Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self - Dealing: Theory Meets Reality*, 91 Calif. L. Rev. 393 (2003). (介绍财产规则与责任规则在少数股东保护方面的适用。)

[32] “掏空”这一术语是指交易,特别是在在企业集团或金字塔所有权结构公司中,有利于控股股东的条件的交易。See, e. g., Vladimir Atanasov et al., *Law and Tunneling*, 37 J. CORP. L. 1 (2011); Simon Johnson et al., *Tunneling*, 90 Am. Econ. Rev. ( Papers & Proc. ) 22 (2000).

[33] e. g., Harold Demsetz & Kenneth Lehn, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, 93 J. Pol. Econ. 1155, 1161 - 62 (1985).

权结构常常令人眉头紧锁也不足为奇了。<sup>[34]</sup> 实证研究已经证实,集中所有权广泛存在于对少数股东法律保护薄弱的国家。<sup>[35]</sup> 控制权溢价——控制人大额控制性持股的股票价值与少数股东市场持股的差价——在对少数股东法律保护薄弱的国家也高于对少数股东法律保护强有力的国家。<sup>[36]</sup> 在少数股东权利保护薄弱、允许控制股东利用少数股东赚得“盆满钵满”的国家,集中使用权结构蓬勃发展。

集中所有权结构标准解释的前提是持有控制性大宗证券成本昂贵,因为这牵涉监督管理、流动性丧失与分散投资减少。<sup>[37]</sup> 与此同时,控制性地位允许控制者享有控制权私人收益。因此,根据这一传统观点,控制人越剥削少数股东,获取的私人收益就越多。该解释的结论即是低质量的投资者保护制度会激励企业家持有控制权股份。

这个解释存在两个问题。首先,它假设世界上大多数控制人是投机主义者,他们充分利用不完善的市场及薄弱的少数股东保护机制。其次,它无法解释集中所有权为何广泛存在于如美国等具有强有力投

---

[34] e. g., Renée M. Stulz, *The Limits of Financial Globalization*, 60 J. FIN. 1595, 1597 (2005) (声称集中所有权“限制经济增长、风险共担、金融业发展与金融全球化的影响”)。But see Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. Rev. 1263, 1281 (2009) (呼吁公司治理标准在具有和不具有控股股东的公司上应有所差别,并且解释了控股股东提供了有利的方式与监督管理动机)。

[35] e. g., Rafael La Porta et al., *Law and Finance*, 106 J. Pol. Econ. 1113, 1145-51 (1998) (发现集中所有权结构在世界范围内流行并归因于法律体系保护薄弱及市场不完善)。

[36] Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 590 (2004) (发现少数股东法律保护越强,控制权私人收益越少)。这项研究的前提是控制权溢价反映了所有未来的私人收益的当前价值。See also Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 J. FIN. ECON. 325, 344-45 (2003) (发现国家对投资者保护的质量与控制性大宗证券表决权的价值存在负相关关系)。

[37] Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003); Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review*, 169 J. Institutional & Theoretical Econ. 160 (2013)。

资者保护法律制度的国家。<sup>[38]</sup> 它也未能解释实践中通过控制诸如伯克希尔哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)或通过私募股权基金,在公司投资组合中持有控制性大宗证券的现象。<sup>[39]</sup>

相比之下,我们的分析还明确了除私人收益以外激励企业家保持控制地位的原因,并解释为何即便在有强有力投资者保护法律制度的国家当中,仍然存在集中所有权结构。在本文框架中,甚至在企业家真的打算与少数股东按比例分享公司现金流和资产时,企业家仍珍视控制权。

## (二)最优奖励说

另一个没那么绝对的解释,是通过聚焦监督价值解释集中所有权。投资者不是依靠不完善的市场而是依靠控制人对管理层进行监督。控制人还发挥着建设性的治理作用,因为控制人持有大额股权会激励他们比不完善的市场更有效地监督管理层。<sup>[40]</sup> 然而,因为持有控制性大宗证券增加了成本(如流动性不足、分散投资减少及监督管理),一个企业家不会允许在持有控制性大宗证券时却无法获得不成比例的现金流或同等价值的非财产收益。<sup>[41]</sup> 因此,中小投资者应该允许控制人获

[38] Mark J. Roe, *Political Determinants Of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact* 5 (2003) (控股股东也存在于法治完备的地区); Gilson, *supra* note 10, at 1644 (相同)。

[39] 私募股权基金通常在证券投资组合中收购公司全部股权,有时也只是保有一个控制性地位。私募股权基金通过支付控制权溢价的对价获得控制性地位。与进行关联交易不同,私募股权基金集中实施重组计划提升公司价值,最后在基金退出时获取巨额利润。这类行为不能解释为以获取控制权私人收益为动机。See Steve N. Kaplan & Per Stromberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, 22 *J. Econ. Persp.* 1, 5 (2008)。

[40] Gilson, *supra* note 10, at 1651 (在股票被广为持有的上市公司中,控股股东监督管理,优于市场导向机制)。

[41] 纳德·吉尔森(Ronald Gilson)认为控制权非财产收益解释了即便在投资者保护强有力的国家,集中所有权结构何以也广泛存在。正如他所解释,这些收益不需要以牺牲少数股东为代价。See Gilson, *supra* note 10, at 1663-64 (将控制权非财产性收益定义为“一种精神或其他利益形式,其既不涉及公司资源转移,也不会成比例地稀释公司多元化投资者的股票价值”)。关于无害的非财产性收益规范模型, see Paccos, *Control Matters*, *supra* note 16。

取某种程度私人收益,以换取宝贵的监督服务。<sup>[42]</sup>在此观点下,公司法应该容忍控股股东获取最优水平私人收益。换言之,此观点认为(最优)私人收益是对持有控制性大宗证券的成本,包括监督管理成本的一个适当奖励。

监督实际上在确保有效管理方面发挥着重要作用,公司法也将这一监督权利分配给董事会。<sup>[43]</sup>但为何非得需要大额控制性持股的控制人来监督呢?

一个可能的答案是,控制人因掌握大量股权,其利益与少数股东利益相捆绑,从而能够提供较强动力来实施监督。<sup>[44]</sup>但为何是依赖控股股东进行监督而不是通过提高董事薪酬来激励董事有效监督呢?<sup>[45]</sup>答案可能是,设计一个类似大额持股激励的薪酬方案困难有加或代价

- 
- [42] Gilson & Gordon, *supra* note 37, at 785 (“因为存在控制地位及监督管理所带来的成本,一些控制权私人收益激励监督是为必要”); Gilson & Schwartz, *supra* note 37, at 164 (促进了控股股东与少数股东就获取最佳控制权私人收益谈判的机制); Maria Gutierrez & Maria Isabel Saez, *A Contractual Approach To Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders* 5 (European Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 138/2010, 2010) <http://ssrn.com/abstract=2440663> [ <http://perma.cc/CV42-Z8E9> ] (控股股东只有在实施控制权所获公共利益与私人收益总和大于控制权私人费用时才有监督管理的动机); see also Albert H. Choi, *Public Benefits of Private Control: Controlling Shareholder's Long-Term Commitment* 5 (Va. Law & Econ., Research Paper No. 19, 2015), <http://ssrn.com/abstract=2619462> [ <http://perma.cc/837W-3YHP> ] (认为控制权私人收益越大,控股股东就越可能关心公司长期业绩)。
- [43] Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 *Stan. L. Rev.* 1465, 1468 (2007) (指出“董事应该‘监督’以股东利益为目标的经理人”)。
- [44] 监督只是实现最终有效管理目标的一种手段,为何不改善管理者薪酬以使监督更高效呢? See generally Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but How*, 3 *Harv. Bus. Rev.* 138 (1990) (观察到诱因报酬机制降低代理成本)。
- [45] e.g., Michael C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, 48 *J. Fin.* 831, 864 (1993) (认为鼓励董事持有实质股份利益会产生更好监督激励)。But see Assaf Hamdani & Reinier Kraakman, *Rewarding Outside Directors*, 105 *Mich. L. Rev.* 1677, 1682-83 (2007) (认为给予董事股权不能替代直接监督激励)。

高昂。<sup>[46]</sup> 如出现,便是在金融市场或法律制度不完善的国家中。然而,这个答案也无法解释这些国家为何存在多元所有权结构。换言之,为何投资者可依赖市场机制对一些公司提供充分监督,而不是其他机制?

此外,即使控股股东能够提供有效且通过薪酬计划无法实现的监督,公司法应允许控制人享有最优私人收益的说法也是值得商榷的。<sup>[47]</sup> 这一说法是基于忠实义务阻却奖励控制人监督工作的假设。<sup>[48]</sup> 然而,假如投资者重视控制人的监督,少数股东可与其签约补偿,控制人无须私自攫取私人收益。<sup>[49]</sup>

在本文结构中,企业家珍视控制权是由于控制权允许其追求特质

[46] 在关于用股权激励管理者方面,奥利弗·哈特(Oliver Hart)拒绝了这种相似的回答。See Oliver Hart, *Financial Contracting*, 39 J. Econ. Literature 1079, 1082(2001) (“为什么运用经济结构而不是激励方案解决实质上一个如此标准的代理成本问题?”)。

[47] 其中一个困难就在于大额控制性持股使控股股东容易遭受大幅升值或贬值的风险。然而,金融学理论认为多元化股东偏好风险厌恶型管理者。为避免这些风险厌恶型的管理者因其很可能向公司投入非分散化额金钱与人力资源,需要向这些管理者提供股份,以使股份升值,而非贬值。另一个关于控股股东优越性推测的理由是控股股东易于解雇管理者,而在广泛持有公司更换董事会何其困难。这一论述也许是正确的。Cf. Assaf Hamdani & Ehud Kamar, *Hidden Government Influence over Privatized Banks*, 13 Theoretical Inquiries L. 567, 581-83(2012) (解释控股股东为何比董事会更容易更换高管)。然而,一个被适当激励的董事会非常容易解雇首席执行官。替换疏于监督管理的董事会可能困难,但也不像替换一个无能的控股股东那样困难。

[48] 事实上,这个建议是让忠实义务成为默示规则。See Gilson & Schwartz, *supra* note 37, at 170-72。

[49] 比如,当获得独立董事委员会或多数少数股东同意时,控制股东可能签署基于绩效的咨询协议, See Ben Amoako - Adu et al., *Executive Compensation in Firms with Concentrated Control: The Impact of Dual Class Structure and Family Management*, 17 J. Corp. Fin. 1580, 1580(2011) (发现被控制公司管理层薪酬合同符合最佳管理层薪酬水平理论); see also Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 Rev. Fin. 691, 704-05(2013) (发现以色列机构投资者在监督控股股东安排高管薪酬方面发挥了重要作用)作为一个例子,在20世纪90年代,贝尔资本在为塞尔马 S-1 公司调整资本时,其中咨询合同就支付贝尔资本监督的对价。Therma - Wave, Inc., Pre - Effective Amendment No. 1 (Form S-1) (May 19, 1999), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/828119/0000929624-99-000994.txt> [<http://perma.cc/DMN4-47G4>]. 而且,在IPO阶段,控股股东可以与投资者协商其持有额外股权作为预付的监督报酬。假设公司价值100美元,控股股东可以50美元出售50%股权,如果少数股东重视监督,可以投资50美元而仅持有48%股权。

愿景,从而可能产生高于市场水平的回报。由于控制人不依赖私人收益来激励他们监督管理及因大额持股而导致的其他成本,投资者不需要给予控制人私人收益。因此,本文观点更符合不允许控制人谋求私人收益的公司法原则。

上文已经描述两种有关控股股东激励的主流观点,接下来我们将论述有说服力的解释——控股股东珍视控制权是因其允许他们追求特质愿景。

## 二、公司控制权理论

依传统的解释,我们论述的前提是大额控制性持股——要求能为控制着提供多数表决权的股份数额,这成本不菲。然而,在本文论述中,控制人愿意承担这些费用,因为他们预计公司会产生高于市场水平的回报。尽管有所期待,但由于他们资金有限,必须从投资者处筹集资金,所以控制人不能自己拥有整个公司。控制人将按比例与投资者分享由其愿景所带来的经济效益。如果他们真愿获取只按比例分享的公司现金流,为何企业家能坚持在负有成本条件下持有控制权呢?

我们认为的答案是,观点差异这一事实阻碍着企业家追求特质愿景。在此文框架中,投资者和企业家都想最大化公司预期收益。然而,每一方对实现这一目标的最佳方式可能有不同的观点。因此,控制权对于企业家而言至关重要,因为这确保了即便有投资者反对,企业家亦能有追求特质愿景的自由。

我们不认为控制权不提供任何私人收益——包括财产收益或非财产收益。我们也不排除这种可能性——尤其是对投资者保护薄弱的国家,私人收益将激励控制人大额控制性持股。相反,我们的分析表明,即便企业家没有打算获取私人收益,他们仍然珍视控制权。换言之,本文创造性地提出一个理论来解释为何即使不考虑私人利益的投资者仍坚持保持控制权。

集中所有权这一盛行理论来源于财务契约理论的发展,这一理论

假设企业家珍视控制权,是因为他们能够凭此获取私人收益。<sup>[50]</sup>然而,我们的分析是越来越多的研究企业家与投资者之间观点差异的文献的一部分<sup>[51]</sup>。具体而言,我们认为企业家追求特质愿景与投资者寻求代理成本保护之间的基本权衡构成许多公司所有权结构的基础。

在第二部分第一节中,我们讨论在信息不对称、观点差异与有代理成本的条件下,控制权对于企业家与投资者都极为重要。在第二部分第二节中,我们讨论现金流权的作用。

### (一) 特质愿景、代理成本与控制权

1. 对于企业家的特质愿景,我们从一个有经营理念的企业家展开,来分析控制权的价值。这个经营理念可以是发明一种新产品,但它并非需要被发明或发现。它可以是一个营销现有产品的创新方法,利用市场新领域激励员工建立最优资本结构或者利用新的资金来源。<sup>[52]</sup>当然,企业家的想法可能最终被证明是错误的。然而在我们的分析中,最重要的是,在总投入资源方面(金钱、时间和精力),<sup>[53]</sup>企业家确信经营理念成功实现会产生高于市场水平的回报。思考一下这样的情

[50] e. g., Philippe Aghion & Patrick Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, 59 Rev. Econ. Stud. 473, 473 - 74, 476 (1992).

[51] 关于控制权与观点差异之间联系的分析, see generally Eric Van den Steen, *Disagreement and the Allocation of Control*, 26 J. L. Econ. & Org. 385 (2010). 关于最近经济学研究关注观点差异对公司资本结构的影响的例子, see Sheng Huang & Anjan V. Thakor, *Investor Heterogeneity, Investor - Management Disagreement and Share Repurchases*, 26 Rev. Fin. Stud. 2453 (2013); and Hae Won (Henny) Jung & Ajay Subramanian, *Capital Structure Under Heterogeneous Beliefs*, 18 Rev. Fin. 1617 (2014).

[52] See Rajan, *supra* note 24 and accompanying text. Raghuram Rajan refers to this value as the "entrepreneur's idea." *Id.* at 1179; see also Joseph A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development* 95 - 127 (Redvers Opie trans., Harvard Univ. Press 1934) (1911) (阐述企业家的创新作用)。

[53] 财务经济学家将其称为正净现值或正阿尔法。See William J. Carney, *Corporate Finance: Principles and Practice* 84 - 87 (1st ed. 2005) (阐述净现值)。即使企业家相信项目产出零净现值(如产出正常市场回报),只要正常市场回报考虑到所有投资资源,我们的故事会成为现实,然而,我们相信企业家追求高于市场水平回报是现实更准确的描述。尽管如此,一些研究实证发现支持正净现值绩效。See sources cited *infra* note 106。

形:假如企业家在一条已有十家鞋店的街道上开一家新的鞋店,这就是因为企业家有信心能比其他竞争对手做得更好。

我们将企业家对一个合适实施商业战略将产生高于市场水平回报的信念称为特质愿景。<sup>[54]</sup> 企业家的特质愿景,与经营理念本身或企业家相信其有实施这一经营理念的独特能力有关。<sup>[55]</sup>

为论述方便,我们在这部分集中分析一个简单化的有经营理念的企业家。然而,特质愿景的概念并不限于新业务开拓者,投资基金或成熟的上市公司经理也可能有特质愿景。例如,一个私募股权基金收购一家大型工业集团的控制权,工业集团有著名的品牌,可惜财务业绩不佳,私募股权基金意图通过实施自己的管理方法,以增加其利润和提高业绩。<sup>[56]</sup> 又或者一家大型的、发展成熟的上市公司的经理确信其商业策略将在激烈竞争中脱颖而出。<sup>[57]</sup>

---

[54] 我们称这些理念的组合作为“特质愿景”,但也可称为企业家愿景、企业家理念、经营计划、主观价值或隐藏价值。See, e. g., Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U. L. REV. 521, 521 – 22 (2002) (以“隐藏价值 (Hidden Value)”的概念描述特拉华州法院在敌意收购中尊重现任董事会)。换言之,我们假定项目并非完全标准化的。See Rajan, *supra* note 24, at 1193. (标准化……低“特质愿景”与企业家个性作用,使其工作类似于传统的首席执行官,如此一来,更容易被替代。)

[55] 关于上部分提到的规范处方,我们无须知道哪位企业家有高于市场水平回报的“特质愿景”,我们也无须知道企业家的“特质愿景”成功的可能性。为证明法律需要在追求实现“特质愿景”与约束私人收益追求之间取得平衡,我们所需要接受的是,许多行业的企业家是被“特质愿景”所激励且部分企业家会梦想成功。并且正如下文所述,投资者对企业家实现“特质愿景”的能力及努力工作意愿的怀疑,部分解释了投资者只有在企业家持有多数现金流权时,才让他们行使控制权。

[56] 私募股权基金的主要策略是收购公司全部股权(或控制权)进而改善公司业绩。See, e. g., Joachim Heel & Conor Kehoe, *Why Some Private Equity Firms Do Better than Others*, McKinsey Q. (Feb. 2015), [http://www.mckinsey.com/insights/corporate\\_finance/why\\_some\\_private\\_equity\\_firms\\_do\\_better\\_than\\_others](http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/why_some_private_equity_firms_do_better_than_others) [ <http://perma.cc/ZPJ8-6FJ9> ] (在我们例子里面,2/3 交易的主要价值源于公司的优异表现)。

[57] 从行业角度看,一切行业都有“特质愿景”的影子。从时间上看,公司从成立到以后保持成功,也都能找到“特质愿景”。See, e. g., *World's Most Admired Companies 2015*, Fortune, <http://fortune.com/worlds-most-admired-companies> [ <http://perma.cc/6TRE-LS8E> ]; Kristina Zucchi, *The Most Successful Corporations in the U. S.*, Investopedia (July 9, 2015), <http://www.investopedia.com/articles/investing/070915/most-successful-corporations-us.asp> [ <http://perma.cc/HBG9-DZ94> ]。

如果企业家拥有足够的财富,其可自行投资整个业务,包括所需的研究开发、策略实施与市场营销的成本。作为唯一所有者,企业家拥有从收入到交易(现金流权)的所有权利,同时也将承担所有风险,并获得所有与业务相关的回报。企业家也将做出与实施业务相关的事无巨细的所有决策。即便业务亏损且业内人士均不看好,只要企业家有想法,其就可以按照自己喜欢的任何方式追求实现自己的想法。无论亏损多少,也没有人能强迫其出售业务、聘请职业经理人或终止营业。倘若最终败北,企业家可能会被解读为“愚蠢”或“聪明但超前于时代”;倘若终得成功,企业家就可能被称赞为“有眼力”或“天才”。<sup>[58]</sup>

## 2. 外部投资者及对控制权的珍视

然而,假设企业家缺少资金,必须依靠投资者提供资金。双方必须决定控制权的分配——是企业家还是投资者决定有关业务?在本文框架中,企业家和投资者目标一致,即实现公司预期收益最大化。乍看起来,这一共同目标应该使得各方对控制权分配满不在乎。然而,正如下面论述,信息不对称、观点差异及代理成本等问题的存在令企业家与外部投资者皆珍视控制权。

企业家的特质愿景通常包括一些因素,这些因素是外部人包括该公司的少数股东不能观察或验证的。这可能是由于与外部人分享信息会贬损价值(如竞争对手可以偷窃这个想法)或仅仅因为企业家可以向外部人展示的不外乎是对经营理念价值的巨大信心。对于经营理念是否可行的不确定性及观点差异也是可能的原因。一个企业家的特质愿景可以由其经验、管理才能、知识、性格或直觉形成,所有变量皆难以量化。<sup>[59]</sup>因此,在本文框架中,企业家的特质愿景成为信息不对称与

---

[58] 事实上,不管是福特的大起大落,还是乔布斯或其他企业家,他们事业发展中的经历可谓是最好的现实存照。

[59] 然而,单独的管理才能不应与“特质愿景”相混淆。企业家独特管理才能可以成为“特质愿景”的来源。当外部人不能充分意识到企业家的独特管理才能可以产生预期价值时,该管理才能可以被视为“特质愿景”的来源。反之,当企业家与外部人就管理才能期待价值达成一致时,依据本文观点,企业家这一管理才能就不再被视为“特质愿景”。

观点差异的来源,而这些无法通过加强监督、调查或信息披露克服。<sup>[60]</sup>

信息不对称及观点差异可能事前就出现,如当企业家试图说服投资者期初投资时。假设企业家对潜在投资者提出经营理念,投资者向专家咨询,他们皆认为想法无法实现,纵使企业家能成功说服投资者期初投资,信息不对称及观点差异也可能抑制其实现经营理念的能力。

经营理念的实现需要时间。这个持续的过程涉及从日常管理问题到重大战略选择的诸多决策。假设企业家说服投资者期初投资,但未能按时交付产品或达到最初承诺的质量标准,在这个阶段说服投资者继续投资便比说服他们期初投资更为困难,因为这个挫败可能令投资者怀疑企业家实现经营理念的业务能力及其愿景本身。<sup>[61]</sup>即便企业家非常确信,尽管有挫折,但其业务终会产生高于市场水平的回报,信息不对称及观点差异也可能导致投资者停止业务。这基本上就是当投资者关闭福特第一家公司时我们认为会发生的情况。

另一个著名例子是,1985年,乔布斯未能说服苹果公司董事会实施他所提出的增加麦金塔电脑办公软件(the Macintosh Office)销售量的战略。董事会站在公司首席执行官一边,而作为苹果创始人之一的乔布斯,则不得不离开麦金塔电脑部门,随后离开公司。<sup>[62]</sup>

即使公司已经上市,投资者以股票价格作为公司绩效的替代品,投资者干预企业家追求特质愿景的风险依然存在,因为市场不一定能解决观点差异及信息不对称的问题。此外,由于投资者投资视野不同或

---

[60] 换言之,如果要拍卖一个经营理念,且所有参与者都平等了解一切相关情况。出于“特质愿景”考虑,企业家的出价会高于外部投资者。

[61] 经营理念施行迟延的合法原因可以有多种:不可预见的技术障碍、实施中公司结构的变化、无法延揽高端人才、比如未来需求变化等预期市场发展,等等。

[62] Walter Isaacson, STEVE JOBS 186 - 206 (2011); Randa Lane, John Sculley, *Just Gave His Most Detailed Account Ever of How Steve Jobs Got Fired from Apple*, *Forbes* (Sept. 9, 2013), <http://www.forbes.com/sites/randalllane/2013/09/09/john-sculley-just-gave-his-most-detailed-account-ever-of-how-steve-jobs-got-fired-from-apple> [<http://perma.cc/T6SD-M9EU>].

矫正低效估价的成本过于昂贵,<sup>[63]</sup>市场可能是短视的,相比长期投资而言,更倾向于短期投资。

因存在众所周知的代理成本现象,信息不对称及观点差异进一步加剧。每当投资者本人聘请代理人实施行为,代理成本就此出

---

[63] 准确地说,关于对冲基金的争论说明了市场短视的主张是充满争议的。See, e. g., Lucian A. Bebchuk et al., *The Long - Term Effects of Hedge Fund Activism*, 114 Colum. L. Rev. 1085 (2015); Robin Greenwood & Michael Schor, *Investor Activism and Takeovers*, 92 J. Fin. Econ. 362 (2009); April Klein & Emanuel Zur, *Entrepreneurial Shareholder Activism; Hedge Funds and Other Private Investors*, 64 J. Fin. 187 (2009); Mark J. Roe, *Corporate Short - Termism—in the Boardroom and in the Courtroom*, 68 Bus. Law. 977, 1005 (2013)。然而,理论模型显示市场短视是可能的且有实证研究支持。See Adam Brandenburger & Ben Polak, *When Managers Cover Their Posteriors: Making the Decisions the Market Wants To See*, 27 Rand J. Econ. 523, 526 - 27 (1996) (解释了短视是由于管理者与股东的信息不对称); Brian J. Bushee, *Do Institutional Investors Prefer Near - Term Earnings over Long - Run Value?*, 18 Contemp. Acct. Res. 207 (2001) (发现高比例的短期持股跟重视近期预期收益有关); Brian J. Bushee, *The Influence of Institutional Investors on Myopic Investment Behavior*, 73 Acct. Rev. 305 (1998) (认为高比例的机构股东持股与高资产组合周转率、分散投资有关,并且动量交易显著提升追求短期项目的管理动机); Simon Grant et al., *Information Externalities, Share - Price Based Incentives and Managerial Behavior*, 10 J. Eccn. Surv. 1 (1996) (论述信息不对称在激励方案中引致低效管理行为); Natalie Mizik, *The Theory and Practice of Myopic Management*, 47 J. Marketing Res. 594, 596 (2010) (描述了因为信号、柠檬问题以及信息忽视而导致的短视结果如何出现); Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms*, 80 Am. Econ. Rev. 148 (1990) (解释资产管理人短期资产套利的风险较小,成本较低。相较于长期资产,错误定价在在短期内也会消失,而长期资产由于时间较长,难免会出现坏消息或悲观想法); Jeffrey C. Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms; A Model of Myopic Corporate Behavior*, 104 Q. J. Eccn. 655, 655 - 56 (1989) (提出一个博弈论模型,如果市场从某个可观察到的管理信号中推断出积极价值,并且这些信号不容易被发现,管理者就有操纵这些信号以提高股价的激励); Tomislav Ladika & Zacharias Sautner, *Managerial Short - Termism and Investment: Evidence from Accelerated Option Vesting* (Nov. 4, 2015) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=2286789> [<http://perma.cc/XK5J-VNLC>] (发现缩短绩效薪酬时间的管理会导致公司投入较少的实际投资)。

现。<sup>[64]</sup> 在本文中,代理成本通常被分为两种类型。<sup>[65]</sup> 一种是控制人实施不当管理行为,包括减少承诺、卸责、追求“摊大饼式”并购或实现无股东价值的多元化,<sup>[66]</sup> 以及防御性投资。<sup>[67]</sup> 另一种则为控制人直接收入,例如以享受超标薪资待遇<sup>[68]</sup> 或进行有利的关联交易转移财产从而获取私人收益。<sup>[69]</sup> 典型情况有,在股权分布很广的上市公司中出现支配收入管理不当情况,此被视为“管理代理成本”问题。而具有控股股东时,支配收入管理不当被视为“控制代理成本”问题。<sup>[70]</sup>

代理成本对投资者有两个潜在影响。其一,代理成本的风险可能会使投资者不愿意相信企业家对企业前途的现有判断。假设企业家告诉投资者业务执行延迟且要求需要更多时间与金钱,问题旋即而来:延误仅是暂时障碍? 成功还有可能实现吗? 或是企业家预料到败局已定

---

[64] Jensen & Meckling, *supra* note 17, at 308 - 10(发展了代理成本的规范分析)。

[65] Zohar Goshen, *Controlling Corporate Agency Costs: A United States - Israeli Comparative View*, 6 *Cardozo J. Int' L & Comp. L.* 99, 117 (1998) (区分两类代理问题); see also Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *Ucla L. Rev.* 781, 842 (2001) (区分卸责与其他类型的非法行为)。

[66] e. g., Yakov Amihud & Baruch Lev, *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*, 12 *Bell J. Econ.* 605 (1981) (多元化); Michael C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 *Am. Econ. Rev.* 323 (1986) (规模)。

[67] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Management Entrenchment: The Case of Manager - Specific Investments*, 25 *J. Fin. Econ.* 123 (1989)。

[68] Lucian Bebchuk et al., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 751 (2002) (探讨管理层高薪酬的水平及构成显现了代理问题); Jensen & Meckling, *supra* note 17, at 312。

[69] Atanasov et al., *supra* note 32。

[70] Bebchuk & Hamdani, *supra* note 34, at 1283 - 85 (讨论在有控股股东的公司与股权分散型公司之间代理成本性质的区分); Luca Enriques & Paolo Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, 21 *J. Econ. Persp.* 117, 119 - 22 (2007)。

意欲榨剥投资者？<sup>[71]</sup>其二，代理成本的存在可以提高投资者控制的价值，因为这提供了降低代理成本的方法，如解雇企业家或关闭企业。

特质愿景与信息不对称、观点差异和代理成本之间不可避免的紧张关系明确了一点：对投资者和企业家而言，控制权都极为重要。企业家和投资者之间的合同是不完备的，<sup>[72]</sup>在决策上掌握控制权的一方将有更多权力来决定企业命运。<sup>[73]</sup>一方面，控制权令企业家有权作出其认为必要且能为公司产出高于市场水平回报的（哪怕有投资者反对）决策。另一方面，如果投资者希望按比例分享企业家成功成果，投资者也应明白让企业家掌握控制权会产生代理成本的风险。

这些利益冲突使企业家与投资者的关系遭到挑战。现实中，为投资者提供避免代理成本的充分保护是不可能的，为企业家追求特质愿景提供无限自由也是不可能的，因此，双方必须在这两个目标之间做出双方可接受的妥协。

## （二）控制权与现金流权

至此，我们已经论述了为何控制权对企业家和投资者都至关重要。我们现在论述，控制权与现金流权在允许企业家追求特质愿景与使投

[71] Oliver e. Williamson, *the Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting* 47 (1985) (解释了没有获取充分信息的参与者会受制于交易对手的“投机主义”，这指的是信息的不完整或失真，特别是计算误导的能力、扭曲、伪装、混淆或是混乱)。事实上，当信息不对称与利益冲突或利益不一致耦合时，就会产生代理成本。See Jensen & Meckling, *supra* note 17, at 309 - 10 (解释无论何时，代理成本会在代理人被利用时提高)。

[72] 就理论而言，企业家和投资者可以在各种情况下提前作出决定签订合同。合同可能会处理以下问题：执行持续多久？可以接受多大程度的损失或耗费？何种程度的表现才被认为是失败或成功？然而，在实践中，他们将面临两个问题：第一，不是所有情况都能提前预见并在合同中约定。第二，意外发生和作出适当决定所需的信息可能是难以核实的。See, e. g., Aghion & Bolton, *supra* note 50, at 473 (认识到金融合同本质上是完整的)。

[73] Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 *J. Pol. Econ.* 691, 695 (1986) (控制权在风险投资融资中作用突出)。See generally William A. Sahlman, *The Structure and Governance of Venture - Capital Organizations*, 27 *J. Fin. Econ.* 473 (1990) (分析投资者与风险投资者的关系)。

资者避免代理成本之间的相互作用。<sup>[74]</sup>

### 1. 现金流权的作用

在清偿所有固定债权(如供应商和雇员的债权请求权)后,经营理念的实施将会产生代表经营理念和各方投资回报的收入。各方应分配企业家和投资者之间的现金流。<sup>[75]</sup>从传统上理解,现金流分配确定了双方风险和预期回报。<sup>[76]</sup>

然而,本文表明现金流的分配还有两个作用。其一,企业家的现金流权形成了激励,从而对代理成本产生影响。例如,股票期权(剩余现金流权的一种形式)可以通过将企业家的利益与投资者利益调整一致来降低代理成本。其二,现金流权分配可以确定企业家控制权的边界。例如,与投资按时分段进入相比,如投资在业务开始之际便全部进场,企业家会有更多自主权。<sup>[77]</sup>类似地,承诺预定日期无条件支付固定数额(债务)的投资,相比于承诺支付剩余现金流但随时终止(股权)的投资,企业家会有更多自由控制权。

### 2. 互为替代的控制权与现金流权

当平衡特质愿景与代理成本时,控制权和现金流权有时互为替代。因此,控制权和现金流权可被用以组成平衡特质愿景与代理成本的不

---

[74] 一个先进的合同理论是指双方努力以达到前端成本(协商过程)和后端成本(执行过程)之间的有效平衡。See Robert E. Scott & George G. Triantis, *Anticipating Litigation in Contract Design*, 115 Yale L. J. 814(2006)。然而,我们在此提出了一个简单的合同范式,因为我们旨在分析所有权结构而不是一般的合同。我们将在下文表明,很大程度上,所有权结构是不同的合同范式,而一个简单的合同范式就可以充分解释这点。

[75] e. g., Jesse Fried & Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81N. Y. U. L. Rev. 967, 971(2006)(增强现金流权和控制权可以降低融资企业家的道德风险问题……先股的使用可以向创业者提供生产价值的较强激励,董事会的控制可以使投资者更容易监督和替换表现不佳的企业管理者)。

[76] 例如,投资者会考虑接收剩余现金流权要比接收固定现金流权更有风险,远期未来现金流价值低于近期现金流价值。

[77] See generally Paul A. Gompers, *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, 50 J. Fin. 1461(1995)(分析风险投资组合中分阶段融资); Kate Litvak, *Governance Through Exit: Default Penalties and Walkaway Options in Venture Capital Partnership Agreements*, 40 Willamette L. Rev. 771(2004)(分析风险投资合伙协议分阶段融资)。

同组合。<sup>[78]</sup>

在某些情况下,现金流权可以为其持有人提供实际控制权。例如,考虑这样一种情况:企业家完全控制管理决策,但投资者承诺分阶段进行投资。在此种情况下,投资者的现金流权——分阶段投资的形式——为他们提供了实际控制管理各种决策的权利,即他们可以决定是否继续该业务。在其他情况下,现金流权可以弥补控制权的丧失。例如,假设投资者可以设计一个薪酬方案,这一薪酬方案可以给企业家与实施特质愿景相同的(超过市场水平)回报。<sup>[79]</sup> 在这种情况下,企业家可能同意分配控制权给投资者。<sup>[80]</sup>

### 3. 谈判力量与市场竞争

至此,我们已经表明,投资者和企业家可以采用现金流与控制权的不同组合来平衡特质愿景与代理成本。采用的特定组合则将反映投资者和企业家之间的谈判结果,而这个结果取决于双方的谈判力量,因此相同业务可能产生控制权和现金流权的不同分配。当资本普遍稀缺(如当利率很高时),或投向特定业务领域的资本稀缺时(如风险投资

---

[78] 控制权可以分为多个维度,以在企业家与投资者之间实现理想平衡。例如,控制权可按当事人身份划分(例如,保证对企业家或投资者完全控制;分离双方之间的控制;或授予协商、监督或否决权);按决策的类型或重要性划分(例如,一方保留经营决策的控制,另一方保留对融资的控制;或一方保留日常管理的控制,另一方保留战略决策的控制);按治理结构(如任命董事和首席执行官的权利)或者事项划分。这些控制权基本模块代表了一系列的权利,根据当事人的合同采取精确的形式。如同控制权,现金流权也可沿多个维度划分。投资可以一次或按时间分期和一个固定时间(债务)或不确定时间(股权)。同样,现金流权可以是固定的(工资或利息)、剩余的(股利)、混合的(优先股股利),或因情况而定(可转换证券)。这些现金流基本模块代表了一系列根据当事人的约定采取精确形式的权利。

[79] 本文的一个重要假设是,企业家和投资者都不会因内在原因而珍视控制权,因为他们只是通过行使控制权而获得一些非财产收益。相反,我们分析的前提是投资者和企业家是由于投资回报的影响而珍视控制权。

[80] 事实上,不同的证券代表了这两个要素的不同混合。例如,普通股代表无限期投资,有权享有剩余现金流量(高代理成本)与控制权(高度保护),而债券代表固定期限的固定资产投资(低代理成本)和只有因情况而定的控制权(低度保护)。

基金短缺),投资者可以达成更好的交易。<sup>[81]</sup>相反,资本追逐经营理念时,或者当企业家有特别吸引人的理念或过往业绩优异突出时,企业家就有争取更有利条款的余地。<sup>[82]</sup>此外,代理成本和特质愿景无须被同等评估。因此,相较于投资者因代理成本增加而要求股价上涨,企业家相应地对控制权更重视得多。<sup>[83]</sup>换言之,市场竞争和相对的谈判能力不仅可以导致定价不同,也可导致上述基础交易中合同质量条款的变化(从投资者或企业家角度来看)。

### 三、集中所有权结构的再探讨

至此,我们的分析可以概括如下:首先,投资者珍视控制权,因为这使他们免受代理成本;企业家珍视控制权,因其允许他们追求特质愿景。其次,企业家和投资者之间的任何契约,必须平衡企业家追求特质愿景的自由及保护投资者免受代理成本的制约。最后,投资者和企业家通过分配现金流权和控制权以实现这种平衡。<sup>[84]</sup>

我们的公司控制权理论提出了两种新见解:其一,公司所有权结构

---

[81] Albert Choi & George Triantis, *The Effect of Bargaining Power on Contract Design*, 98 Va. L. Rev. 1665 (2012) (进一步深化评估议价能力对非价格合同条款的影响的分析框架); Albert Choi & George Triantis, *Market Conditions and Contract Design: Variations in Debt Collateral Contracting*, 88 N. Y. U. L. Rev. 51 (2013); Blake D. Morant, *The Quest for Bargains in an Age of Contractual Formalism: Strategic Initiatives for Small Businesses*, 7 J. Small & Emerging Bus. L. 233, 237 (2003) (解释小企业议价能力不平等如何导致合同保护减少)。

[82] e. g., Paul Gompers & Josh Lerner, *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, 39 J. L. & Econ. 463, 493 (1996) (发现风险投资使用合同条款与风险投资行业的供求有关)。

[83] 例如,虽然企业家可能因为人力资本投资而无法进行分散投资,但投资者持有多元化投资组合。因此,企业家追求“特质愿景”能力的价值可能高于投资者令企业家保持控制权的代理成本的价值。

[84] 虽然市场力量通过不同所有权结构有效分配控制权和现金流权,但我们的规范性法律规定(第四部分以下)旨在说服法院和立法者不要制止这一进程。基于片面的代理成本理论的强制性规定和法院判决,将降低企业家和投资者有效分配控制权和现金流权的合同自由。

可以被重塑为现金流权和控制权的不同组合。其二,现金流权和控制权的不同组合意味着特质愿景与代理成本之间不同的平衡。本部分将论述,这些见解给被广泛适用的集中所有权结构与双层股权结构的潜在的基本权衡提供了的新认识。

### (一) 公司所有权结构新理论

#### 1. 公司所有权结构频谱

将控制权和现金流权看成固定大小的“蛋糕”<sup>[85]</sup>有助于理解公司所有权结构基本权衡:“蛋糕”大小有限,提供越多的控制(现金流)权给投资者,提供给企业家控制(现金流)权就越少。从本质上讲,企业家和投资者之间的控制权按一个维度划分,现金流权也是如此。控制权和现金流权的零和性质使我们能够重塑公司所有权结构,如同沿着两个维度频谱分布的可替代合同。

我们探讨一下位于频谱两端的所有权模式典例。在第一个示例中,投资者持有完全控制权和所有剩余现金流,而企业家仅有固定薪酬。这可描述投资者以劳动合同形式聘请企业家进行工作的安排。然而,即便在此种情况下,企业家仍享有某种程度的控制权。投资者可以任意解雇企业家,但只要企业家一日在位,则其仍保有日常决策的控制权。因企业家只有固定薪酬,其利益与投资者不一致,所以这种现金流权的分配会使投资者承担代理成本(不当管理的类型)。然而,由于投资者拥有可随时解雇企业家的控制权,其风险代理成本是有限的。与之相反,企业家任职期限的不确定性限制了其追求特质愿景的自由。<sup>[86]</sup>

在频谱另一端,企业家持有全部控制权和现金流权,而投资者仅享有固定请求的现金流。这种模式通常表现为一个企业家向债权人(投资者)借款的借贷合同。然而,财务经济学家早已认识到,固定债权的

---

[85] 尽管权利内容可能会有所不同,但其大小是固定的。例如,现金流权利是固定的,但是当这些权利不同分配影响激励和努力时,实际现金流可能会增加或减少。

[86] 然而,为说明轻微移动到频谱另一端的原因,投资者可以限制任意解雇企业家的权利,并增加一些股票期权作为企业家的薪酬,这些期权代表了预期剩余现金流。这将激励企业家努力并恪守留在项目的承诺。

债权人也保留部分控制权。<sup>[87]</sup> 只要企业家按时清偿债权人,企业家就可以做出所有决定。但发生违约之际,控制权可能转移到投资者债权人。<sup>[88]</sup> 通过完全掌握控制权,企业家近乎无限制地追求特质愿景。然而,就是这种自由使投资者承担债务代理成本(如增加商业风险)。<sup>[89]</sup> 这种情况只受到他们因情况而异的控制权的限制,反过来,控制权又会限制企业家追求特质愿景的自由。<sup>[90]</sup>

## 2. 双层股权结构与分散所有权结构

由于本文主要研究集中所有权结构,本文结构只适用于上市公司。我们从频谱两端开始:分散所有权结构与双层股权结构的公司。然后我们表明集中所有权代表两个极端的最优解。

在分散所有权结构中,股东持有几乎所有剩余现金流,而管理者只领取工资以及通过薪酬计划的期权和奖金享有一小部分剩余现金流。<sup>[91]</sup> 让管理者仅分享一小部分剩余现金流使投资者承受管理代理成本。<sup>[92]</sup> 然而,这些成本被股东拥有的控制权所抑制,股东的控制权

---

[87] Sung C. Bae et al., *Event Risk Bond Covenants, Agency Costs of Debt and Equity, and Stockholder Wealth*, 23 *Fin. Mgmt.* 28, 28 - 29 (1994); Jaime F. Zender, *Optimal Financial Instruments*, 46 *J. FIN.* 1645 (1991).

[88] Patrick Bolton & David S. Scharfstein, *Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations*, 12 *J. Econ. Persp.* 95, 100 (1998) (解释债权人在违约情况下可以行使控制权)。

[89] Robert A. Haugen & Lemma W. Senbet, *Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure*, 23 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 27 (1988); see also Roberta Romano, *Foundations of Corporate Law* 183 (2d ed. 2010) (“获得信贷后,通过改变公司的投资风险,管理人股东可以将债券持有者的财富转移给自己”)。

[90] e. g., Oliver Hart & John Moore, *Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management*, 85 *AM. Econ. Rev.* 567 (1995). 为说明沿着频谱另一方向的变化,假设投资者债权人可以约定限制企业家做出决策(如限制股利或杠杆)或企业家资产使用的范围(如限制销售)的条款。See Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 *J. Fin. Econ.* 117 (1979) (详细说明债券契约可用于降低债务代理成本)。

[91] Kevin J. Murphy, *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, in *Handbook of the Economics of Finance* 214, 217 (George M. Constantinides et al. eds., 2013) (回顾高管薪酬的历史演变)。

[92] *Id.* at 234 (“当代理人所得少于产出的 100% 价值时,就会出现代理成本”)。

赋予股东解雇管理人员的能力。<sup>[93]</sup>与此同时,被解雇的威胁也限制着管理者实现特质愿景的能力。<sup>[94]</sup>

分散所有权结构中的控制权并非无可争议,可争议的程度代表着代理成本与特质愿景之间的权衡:越不固定的管理者使投资者承担更低的代理成本,但这是以管理者实现特质愿景的能力不足为代价的。<sup>[95]</sup>

在双层股权结构中,企业家持有优先表决权的股份,而投资者所持之股份的表决权较低甚或不存在。<sup>[96]</sup>著名的双层股权结构公司有脸书<sup>[97]</sup>和谷歌公司。<sup>[98]</sup>通过控制多数表决权,企业家对业务决策保持完全控制权,可以阻止任何敌意收购。无争议且无期限的控制权为企

[93] 可以肯定的是,股东的正式权力不能转化为实际权力,因为在对解雇管理层的表决中可能会遇到法律或其他障碍。See, e. g., Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Va. L. Rev. 675, 688-94 (2007). 此外,公司可以在其章程中设置反收购条款,管理层可以采取其他反收购手段来巩固控制,防范股东积极主义。例如,在受限于最低限度的司法审查下,特拉华州允许公司采用交错董事会制度并实施毒丸计划以有效阻止收购。See *Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A. 3d 48, 58 (Del. Ch. 2011) (支持董事会将毒丸计划与交错董事会组合使用)。特拉华州为董事提供了很大的反收购自由, see *id.* at 55 (“正如特拉华州法律目前所表明的那样,答案是击败敌意收购的权力最终在于董事会”),英国坚持要求股东有权决定是否出售公司, see Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Corporate Law* 374-76 (8<sup>th</sup> ed. 2008).

[94] See Jean - Jacques Laffont & Jean Tirole, *Repeated Auctions of Incentive Contracts, Investments, and Bidding Parity with an Application to Takeovers*, 19 Rand J. Econ. 516, 523 (1988) (表明更容易的解雇对应于降低不可察的投资动机)。

[95] 在这方面,关于允许或限制反收购的争论应被视为关于在代理成本和“特质愿景”之间平衡的争论。See Black & Kraakman, *supra* note 54, at 521-22 (解释特拉华州以隐藏价值的见解处理收购——该公司的真实价值对董事是明显的,对股东或收购方而言则不然)。But see Philippe Aghion et al., *Innovation and Institutional Ownership* 3-4 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 14769, 2009), <http://www.nber.org/papers/w14769> [<http://perma.cc/GZD5-UTFD>] (发现由于敌对收购的保护,首席执行官地位没有那么牢固时,创新与机构持股之间的正相关关系更强,而且“当机构投资比例高时,解雇首席执行官也不会受到盈利能力下降的影响”)。

[96] 例如,假设10股中的1股中有51%的表决权,剩下的9股共有49%表决权。每股均享有同等剩余现金流权。企业家拥有优先份额(51%的表决权,10%剩余现金流),投资者享有剩余股权(49%的表决权,90%剩余现金流)。

[97] See Stone, *supra* note 2.

[98] 事实上,谷歌公司现在有三类股票。Wong, *supra* note 1.

业家实现特质愿景提供了最大保障。在本文分析框架下,这最终均有利于企业家和投资者(如果企业家的愿景被证明是正确的)。<sup>[99]</sup>然而,企业家无争议、无期限的控制权,加上企业家剩余现金流,会带给投资者高额管理代理成本<sup>[100]</sup>和控制代理成本(直接收入类型)。<sup>[101]</sup>事实上,尽管著名科技公司如谷歌、脸书、领英、高朋(Groupon)、Yelp、Zynga和阿里巴巴公司采用双层股权结构,但由于投资者面临极高代理成本,所以这种所有权结构的应用并不广泛。<sup>[102]</sup>

## (二)集中所有权

传统研究将所有权与控制权私人收益二者联系起来。然而,在本文框架中,集中所有权位于分散所有权结构公司(较低特质愿景与较低代理成本)和双层股权公司(较高特质愿景与较高代理成本)两个极

---

[99] 2012年,谷歌公司发行额外普通股,并可轻易通过发行A类和B类股票稀释双层股权结构保护,但是谷歌公司拒绝这样做,创始人也写信给股东解释缘由。有意思的是,该信表示,创始人坚持要求双层股权结构是因为他们希望实施长期项目,以避免将来失去控制权的可能。具体而言,这种结构是必要的,因为“技术产品经常需要多年显著投资才能发挥其潜力。例如,花了三年时间才发布了第一款安卓手机,然后在操作系统真正达到临界质量之前再花费三年”。Letter from Larry Page, CEO & Co. - Founder, Google, & Sergey Brin, Co. - Founder, Google, to Google S' holders (Dec. 31, 2011), <http://investor.google.com/corporate/2011/founders-letter.html> [<http://perma.cc/B7TC-KB7G>]。

[100] 企业家分享现金流权的一个负面作用是产生代理成本。See Stijn Claessens et al., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, 57 J. Fin. 2741, 2755 (2002) [文中发现被控制公司市场对账面比率(一种公司价值测量方式)随着控制人的现金流量权的增加而增加,但在这些权利和表决权之间的楔形中下降]。企业家在双层股权公司分享现金流权的份额通常高于广泛持有的公司中的首席执行官。See Paul A. Gompers et al., *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 Rev. Fin. Stud. 1051, 1053 (2010) (发现美国双层股权结构公司的内部人员平均持有40%现金流权)。

[101] 关于控制代理成本和管理代理成本的区别, see *supra* Section II. A. 2.

[102] Robert Daines & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 J. L. Econ. & Org. 83, 95 (2001). 发现只有6%的上市公司有双层股权。根据我们的分析,投资者将代理成本与企业家追求自己“特质愿景”的可能利益进行比较。因此,如果投资者相信企业家的独特能力及“特质愿景”,尽管存在代理成本,他们也会购买双层股权结构公司的股权。同样,当企业家具具有非常高的“特质愿景”但财富不足以占有大部分股权时(如当公司太大时),企业家可能会坚持持有无可争议的控制权而不需要大额股权投资,因此只能提供双层股权结构。

端之间,也代表了另一种平衡特质愿景和代理成本的方式。具体而言,集中所有权通过利用大额持股约束企业家追求特质愿景的自由,明显减轻了因股东放弃控制权而给企业家所带来的代理成本。

在集中所有权和双层股权结构中,企业家凭借掌握公司最大份额表决权控制公司。在这两种结构中,企业家无可争议的控制权为其提供了追求特质愿景的自由。但无可争议的控制权也给控制人提供了剥削少数股东的机会从而会加剧控制代理问题。然而,剥削少数股东的动机在两种结构中不尽相同。控制人现金流权份额越高,其剥夺少数股东的动机就越小。<sup>[103]</sup> 与双层股权结构不同,集中所有权结构的表决权是一股一票制。<sup>[104]</sup> 因为表决权根据每个股东投资比例分配,控制人如没有大量的现金流权就无法保证控制权。因此,双层股权结构中代理成本问题突出(低股本高激励),而集中所有权结构的代理成本问题程度适中(高股本低激励)。

分散所有权和双层股权结构中,实际控制人并不必然持有最大多数现金流权。<sup>[105]</sup> 因此,这些结构给投资者带来管理代理成本问题。然而,集中所有权结构提供了一个折中的解决方案:将现金流权与控制权捆绑。“一股一票”制下,企业家只有在拥有足以让其保持控制的现金流权前提下才得以掌握控制权。事实上,持有一笔控制性大宗证券将产生巨额成本。企业家将股票置于风险之中,导致其流动性丧失和分散投资减少,同时要么直接作为管理者,要么间接地监督管理者。在传统观点中,企业家愿意承担这些成本是为了获取控制权私人收益。然而,在本文框架中,企业家愿意承担这些成本来掌握无期限、无争议的控制权,从而享有追求特质愿景的自由。毕竟,在企业家(主观)自身相信投资与成本必将产生高于市场水平的回报的情况下,这是一个相

---

[103] 假设控制人持有无可争议的控制权,如果只持有20%的股权,其可以转移其他80%股东的价值。但如果持有80%的股权,其只能转移其他20%股东的价值。股权越小,可以从他人转移的利益就越多,转移的动机也就越高。

[104] Renee Adams & Daniel Ferreira, *One Share - One Vote: The Empirical Evidence*, 12 Rev. Fin. 51, 52 (2008).

[105] 换言之,这些结构代表了“现金流权和控制权的分离”的不同类型。See *supra* note 26 and accompanying text.

对小的成本。<sup>[106]</sup>

以投资者角度观之,企业家控制权与现金流权捆绑缓解了信息不对称与代理成本的情况。第一,当企业家持有股权而置身风险之中(引致“共担风险”)时,特质愿景下信息不对称与观点差异引致定价不同——比如,股权投资需要获得多数表决权。第二,大额股权投资的企业家利益与投资者利益几乎一致,从而降低管理代理成本。第三,由于大宗控制性证券流动性相对较差,控制权与现金流权捆绑限制企业家快速退出业务。这种锁定效应加强了企业家对公司的承诺,进而降低投资者的代理成本。

可以肯定的是,即使企业家“共担风险”,也可能产生代价高昂的错误,如作出对市场未来走向的错误判断。然而,与持有相对较少现金流权的企业家相比,在分散所有权和双层股权结构之中,企业家有避免这些错误的动机。

因此,我们分析表明集中所有权不一定不如分散所有权。每一种所有权结构提供了不同的代理成本与特质愿景之间的平衡。根据本文框架,所有权结构频谱可以概括如下表所示:

所有权结构频谱

所有权结构	代理成本(管理/控制)	追求特质愿景能力
分散所有权	低/低	低
集中所有权	低/中	高
双层股权	高/高	高

综上所述,在分散所有权结构下,可争议的控制权约束企业家追求

[106] e. g., Christian Andres, *Large Shareholders and Firm Performance—an Empirical Examination of Founding – Family Ownership*, 14 J. Corp. Fin. 431, 444 (2008) (发现创始家庭在行政部门或监事会上仍然活跃时,家族企业比广泛持有的公司和其他持有者类型的公司更有利可图); Danny Miller et al., *Are Family Firms Really Superior Performers?*, 13 J. Corp. Fin. 829, 856 – 57 (2007) (发现具有独立创始人的家族企业在市场估值方面胜过非家族控股公司); Belen Villalonga & Raphael Amit, *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, 80 J. Fin. Econ. 385, 388 (2006) (“只有当创始人仍然积极以首席执行官或作为董事长聘请首席执行官时,家族持股才能为公司全体股东创造价值”)。

特质愿景的能力,而集中所有权结构可以使企业家拥有无期限、无争议的控制权,且也不会产生如双层股权结构中高昂的投资者代理成本。集中所有权结构中,控制权令企业家为了自己与投资者利益而实现特质愿景。然而,企业家必须为此付出一定代价,如资本分散投资和流动性减少,同时实施和监督成本增加。尽管企业家大额持股使少数股东免于承担管理代理成本,不过投资者仍然存在控制代理成本的问题。但是,集中所有权结构通过大额持股约束企业家追求特质愿景的自由,利用减小剥削少数股东的动机,降低了控制代理成本。

#### 四、公司法:控制人权利及少数股东保护

在最后一部分中,我们论述这一新理论对公司法的启示。我们提供了这样的政策考虑的蓝图,即应引导美国甚或世界各国的立法者制定关于具有控股股东公司的法律规范机制。尽管我们承认保护少数股东的重要性,但我们的理论也凸显了允许控制人追求“特质愿景”的重要性。因此,我们认为,控股股东的权利在公司法中发挥着也应当发挥关键作用。我们进一步认为,少数股东保护与控制人权利保护之间的相互作用,对特拉华州关于控股股东的一些最令人费解的判例法也有新的启示。

在第一节中,我们认为,任何规范具有控股股东公司的法律机制中都会遇到投资者保护和允许控制人最大化实现“特质愿景”之间无可避免的权衡。后文会述及,这种权衡应走在符合治理结构安排和公司法原则方向的道路上。

在第二节中,我们将讨论控股股东应有的权利,并证明对控制人权利的承认会使法律结果更具正义,当然这与股东价值最大化的传统观念大相径庭。

在第三节中,我们将分析少数股东保护的主要因素。我们提出两个具体观点。其一,平衡“特质愿景”和少数股东保护的需要可能会破坏防范关联交易的保护机制。应当允许部分关联交易,这不是出于我们认为控制人应获得私人收益奖励的考虑,而是这种监督会导致过度干预控

制人对“特质愿景”的追求。其二,我们认为特拉华州甄别关联交易的方法应该修改为以公司治理结构事中改变(midstream changes)中是否有少数股东保护必要为标准。

最后在第四节中,我们将运用本文框架来重新评估一些公司法疑难案例,并揭示各自相应的解决思路。

### (一)少数股东保护与控制人权利之间的权衡

在本文框架中,集中所有权下的交易结构本质如下:控制人企业家之所以能够掌握控制权,是因为他们不担心信息不对称或观点差异可能使投资者阻碍他们追求“特质愿景”。而投资者则放弃控制权以换取显著股权投资及按比例分享现金流的权利。<sup>[107]</sup>

这种对集中所有权本质的理解为公司法提供了三个基本思路:首先,法律应该通过抑制代理成本及预防控制人剥削少数股东获取私人收益,来保护投资者按比例分享现金流权。<sup>[108]</sup>其次,法律也应该承认控制人追求“特质愿景”的权利。最后,公司法应维持控制人追求“特质愿景”的自由与他们大额股权投资之间的关联。

公司法研究一般集中在第一个思路:需要通过抑制代理成本来保护外部投资者,即控股股东关联交易以及其他对少数股东剥削的形式。然而,在本文框架中,集中所有权结构不仅是基于抑制代理成本进而保护投资者之需要,也是基于控制人进行大额股权投资来换取无可争议的控制权以期实现“特质愿景”之意愿。因此,我们呼吁公司法保护控制人追求“特质愿景”的权利,同时保护中小投资者免于遭受关联交易或其他价值转移等方式的剥削。

此外,我们认为寻找少数股东保护和控制者权利之间平衡的合适理论是很困难的,因为这两个目标之间存在不可避免之张力。在理想状态下,公司法的设计应当实现这两个目标。公司法应该保护少数股东按比

---

[107] 注意,投资者不愿意仅仅基于对企业家愿景价值的信念进行投资。如果是这样,他们将允许企业家使用双层股权结构。相反,投资者坚持认为,只要拥有足够的现金流权保障企业家控制权,企业家才有权追求自己的愿景。

[108] 如上所述,本文并不排除控制权私人收益可能激励一些企业家掌控控制权的可能性。然而,采用一种有效制度来控制价值转移的法律体系,会使控制人更不可能受到私人收益的驱使。参见 *supra* notes 103 - 104 and accompanying text.

例分享公司“蛋糕”的权利,同时保护控制人追求实现做大公司“蛋糕”这一“特质愿景”的自由。正如下文论及,实现这个理想目标简直难乎其难。

首先,很难区分公司决策或交易处理中哪些内容是关涉控制人“特质愿景”,而哪些是专为控制人和少数股东之间利益分配不均所设计。其次,旨在保护投资者免受价值转移的法律措施也可能产生代价昂贵的错误。最后,禁止不按比例分配可能需要干预措施,而这些干预措施可能会削弱控制人追求实现“特质愿景”的权利。

为说明少数股东保护与控制人权利之间的相互作用,假设企业家持有公司 60% 股权,企业家确信仅由一家其他公司生产特定组件或材料对于新产品的开发是有必要的。然而,生产组件的公司由企业家独资持有。因此,企业家希望其持有 60% 股权的公司向其独资拥有的公司购买组件。如果企业家都是这两家公司的独资所有人,其可以任何想要的方式选购组件。但在此案例中,那些持有公司 40% 股权的投资者,就存在一种合理怀疑:企业家为了自己利益而滥用权利,将少数股东价值转移至自己所拥有的独资公司。

这个例子说明,有时候控制人不公平的关联交易行为,与为实现“特质愿景”而进行合法合理决策之间边界模糊、不易判断。为保护少数股东免受不合理的价值转移,需要约束企业家控制权的行使。这些约束可以通过法院对关联交易采取事后公平审查的形式,或事前要求获得多数的少数股东对此类交易批准的形式进行。<sup>[109]</sup> 无论以何种形式,保护少数股东以抑制代理成本将无可避免地需要削减企业家追求“特质愿景”的一些自由,否则控制人与“国王”无异,难免为所欲为。<sup>[110]</sup>

或许有人会认为,约束关联交易无须干预控制人追求“特质愿景”。这种观点认为,毕竟若控制人无意从少数股东处剥削价值,为何还会关心额外审查呢? 如果交易在公平公正条件下展开,那么法院会在事后判

---

[109] Goshen, *supra* note 31, at 396 – 97.

[110] 单一所有人标准不仅是用于保护投资者的基准, see, e. g., Lucian Arye Bebchuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 *J. Legal Stud.* 197, 210 (1988), 而且也是控制人追求“特质愿景”的权利的基准。

定交易公平,<sup>[111]</sup>或少数股东会在事前批准该交易。在信息对称和零交易成本条件下,这个论点的确是对的。然而在现实世界中,信息不对称或观点差异可能令少数股东错误评估拟议交易。此外,还存在关联交易审查成本不菲;原告有时滥用权利提起诉讼;<sup>[112]</sup>法院也会犯错;<sup>[113]</sup>少数股东可能试图采取保守战略<sup>[114]</sup>等情形。其他旨在建设一个对少数股东进行有效保护的预防机制同样也会产生巨额成本。<sup>[115]</sup>因此,抑制代理成本进而保障小股东可能会干预控制人追求“特质愿景”。

少数股东保护和控制人权利之间的权衡对公司法设计有重要启示。立法者和法院应该寻求在少数股东保护和保证控股股东管理决策自由之间的最佳平衡点。实际上,少数股东保护的本质应该是依靠法律实施。贯彻一个既定保护措施的成本可能高得令人却步,这不仅因为公司或法院会产生直接的合规成本,还因为这会约束企业家追求“特质愿景”。<sup>[116]</sup>

## (二) 控制人权利

我们首先分析集中所有权结构中控股股东的权利范围,保护类型应与这些权利相协调。

### 1. 管理者权利:商业判断规则和董事会构成

企业家愿意做出重大股权投资以换取实现“特质愿景”的权利。在

---

[111] 当认定关联交易促成控股股东“特质愿景”(当然没用这个术语)的情况下,法院认可这些公平的关联交易。See *Cookies Food Prods., Inc. v. Lakes Warehouse Distrib., Inc.*, 430 N. W. 2d 447 (Iowa 1988)。

[112] e. g., Roberta Romano, *The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?*, 7 J. L. Econ. & Org. 55, 61 (1991)。

[113] Goshen, *supra* note 31, at 403 - 04 (解释与公平审查标准相关的低效率)。

[114] Zohar Goshen, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, 70 S. Cal. L. Rev. 741, 753 (1997)。

[115] 现代公司治理依赖于各种信息传递者和强制措施来限制代理成本,其中包括制定财务报告和其他披露义务,要求外部审计人员制定工作标准,并为外部独立董事制定要求。这些措施可能会干预控制人管理公司从而限制其追求“特质愿景”的能力。See, e. g., Filippo Belloc, *Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection*, 37 Cambridge J. Econ. 863, 864 (2013) (发现股东保护较强的国家往往具有较大市场资本总额,但这也会降低创新活力)。

[116] 对投资者的事前保护亦有益于企业家,它对资本市场发展与资本成本降低至关重要。然而,企业家也珍视追求“特质愿景”的能力。

信息不对称及观点差异条件下,控制权的分配尤为重要。一些最伟大的突破性经营理念源于“疯狂”的或“梦想家”般的企业家(如福特的流水作业线及生产设计)。<sup>[117]</sup> 如若没有企业家掌握控制权,这些想法可能永远无法“落地开花结果”。那么,控制人追求“特质愿景”的权利的本质又是什么呢?

公司法应当承认控股股东在任何问题上行使控制权都可能会影响公司价值。控股股东应有决定公司未来方向并做出所有管理决策的自由,这包括担任管理者角色以及任命和解雇经理人的权利。

这些权利似乎直接遵循多数表决权股东选任董事会全体董事的现行制度。然而,我们的分析对公司法理论和政策有两个重要影响。

首先,法院通常应当避免干预控制人或其代理人所做的无利益冲突的商业决策。换言之,我们的分析对在具有控股股东的公司应用商业判断规则方面提出新的解释,即商业判断规则通常将无利害关系董事与过失责任相隔离。<sup>[118]</sup> 我们的分析还质疑特拉华州法院所做的关于控股股东负有注意义务的表述。<sup>[119]</sup> 控制人选择掌握控制权,是因为其预计信息不对称或观点差异会导致中小投资者做出阻碍其追求“特质愿景”的决策。所有权结构反映了少数投资者在公司管理上“保持沉默”以换取控制人大量出资的双方协议。换言之,经营判断的权利被出售给了控制人。因此,少数投资者向法院提起的,要求对控制人无利益冲突之商业

[117] e. g. , Thaddeus Wawro, *Radicals & Visionaries: Entrepreneurs Who Revolutionized the 20<sup>th</sup> Century* (2000).

[118] William T. Allen et al. , *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 *Bus. Law.* 1287, 1298 (2001) (表明商业判断规则乃基于一个假设,即公司决策是由无利益冲突的独立董事做出,他们在决策过程中诚实、善意,并采取合理的决策过程)。

[119] e. g. , *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* , No. CIV - A - 8358, 1991 WL 111134, at \* 19 (Del. Ch. June 24, 1991) (“当通过持有股权而取得权力的股东指使公司来展现权力时,其承担了公司董事的注意义务和忠实义务”), *aff'd in part, rev'd on other grounds sub nom. Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* , 634 A. 2d 345 (Del. 1993); see also Jens Dammann, *The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A Dogma That Should Be Abandoned*, 2015 *U. Ill. L. Rev.* 479, 480 - 81 (“鉴于控股股东具有强大的经济激励措施促使其作出明智决策,因此不清楚为何需要对其施加一般的注意义务来保护小股东”)。

决策进行司法干预的诉讼,违背了内嵌在控制所有权结构中的默示约定。法院应当适用商业判断规则以避免干预并确保少数投资者坚守既有约定。

此外,独立于合同协议要求存在的信息不对称和观点差异应制止法院对商业决策进行干预。控制人与法院之间的信息不对称及观点差异更甚于投资者和控制人之间,因为法院需要以可证实的事实为基础进行裁决。因此,基于同样的原因,控制人愿意为了独立自由而承担额外成本,法院不应作出破坏企业家“特质愿景”的裁决,否则控制人为掌握无争议的控制权而与投资者达成的协议效力将归于无效。

这个基本原理与传统上不干涉控股股东业务决策的理由有所不同。<sup>[120]</sup> 传统公司法理论假定在集中所有权结构下,对无利益冲突交易的司法审查是没必要的,因为控制人持有大额股权这一事实激励其促进所有投资者价值最大化。<sup>[121]</sup> 考虑到代理成本的降低,控股股东比法院或少数股东更具有商业决策优势。相比之下,我们的解释侧重于给控制人提供实施商业计划自由的需要,即便当投资者(和法院)认为这样的计划并不能提高股权价值。事实上,即便所有少数股东认为控制人是彻底错误的,其所提出的商业计划也肯定会在未来降低其股票价值,法院也应避免干预。<sup>[122]</sup>

其次,我们对控制人管理权利重要性的诊断对在具有控股股东的公司中有关提升董事会独立性的公司治理改革提供了新的启发。控股股东掌握的表决权允许其任命任何候选人组成董事会。然而,最近的公司治理改革中,控制人任命董事的权利受到了约束。例如,公司要公开上市,则其董事会或董事委员会需要具有一定比例的独立董事,这些独立

---

[120] 关于商业判断规则的传统法理基础, see *in re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A. 2d 693, 698 (Del. Ch. 2005), 其中指出,“对董事失职的纠正……必须从市场出发……通过股东行为和股本自由流动来推进,而非通过法院”;俄亥俄州最高法院案件, *Gries Sports Enterprises v. Cleveland Browns Football Co.*, 496 N. E. 2d 959, 963 - 64 (Ohio 1986), 指出,“董事比法院更有能力做出业务判断”。

[121] e. g., *Dammann*, *supra* note 119, at 482.

[122] 回想一下,我们不会认为控制人“特质愿景”必然会产生高于市场水平的回报。相反,我们认为企业家珍视控制权是因为其使得他们可以追求自己的愿景,而在集中所有权结构中,控股股东能够通过博弈中持有足够份额来获得控制权。

董事不仅独立于公司,也独立于控股股东。<sup>[123]</sup> 有些法域甚至进一步赋予少数股东以影响董事会席位组成的权利,如任命少数股东代表作为董事会成员。<sup>[124]</sup>

这些预防措施可能对执行防范关联交易规则是必要的。<sup>[125]</sup> 然而我们的分析解释了为何立法者应当在约束控股股东任命董事会成员或经理的权利时谨慎行事。董事会改革旨在使董事会更有效地监督首席执行官或控股股东,但信息不对称和观点差异会使控制人企业家无法确信地将“特质愿景”传达给投资者和持怀疑态度的独立董事。因此,平衡控制人权利与少数股东保护的需要也应被纳入具有控股股东公司的董事会改革。至少,控制人应有权任命董事会的多数成员,进而也应有权任命首席执行官和其他高管。<sup>[126]</sup>

[123] See Nasdaq, Inc., Nasdaq Stock Market Rules § 5605(b)(1)(2015) (多数董事会须要有独立董事); N. Y. Stock Exch., Inc., New York Stock Exchange Listed Company Manual § 303A.01(2015) (“上市公司必须拥有多数独立董事”)。

[124] e. g., Roger Barker & Iris H. - Y. Chiu, *Protecting Minority Shareholders in Blockholder - Controlled Companies: Evaluating the UK's Enhanced Listing Regime in Comparison with Investor Protection Regimes in New York and Hong Kong*, 10 Cap. Mkt. L. J. 98, 107 (2015) (描述了英国新的上市规则,该规则为少数投资者提供了额外的影响力,包括推迟多数股东批准候选人担任独立董事的权利); Bernard Black & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 Harv. L. Rev. 1911, 1947-48 (1996) (描述累积投票作为保障少数股东机制的优点); Corrado Malberti & Emiliano Sironi, *The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis* 11-18 (Bocconi Legal Studies, Research Paper No. 18, 2007), <http://ssrn.com/abstract=965398> [<http://perma.cc/6C6Z-G9JA>] (回顾了意大利少数代表改革)。

[125] Bernard Black & Woohan Kim, *The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data*, 104 J. Fin. Econ. 203 (2012) (报道提高董事独立性的改革对韩国企业产生积极影响的证据); Jay Dahya et al., *Does Board Independence Matter in Companies with a Controlling Shareholder?*, 21 J. Applied Corp. Fin. 67 (2009) (发现在有独立董事控制的公司价值一直较高)。

[126] 实际上,纳斯达克规则 § 5615(c)(2)中规定,被控制公司可以免受“纳斯达克证券市场规则” § 5605(b)要求董事会中有多名独立董事的约束。NASDAQ, INC., *supra* note 123, § 5605(c)(2), 一个类似的豁免规定存在于纽约证券交易所的上市公司手册 Section 303A.00 下。New York Stock Exch., Inc., *supra* note 123, § 303A.00 (2015)。

## 2. 财产规则保护:保护控制权

为保护企业家无可争议的控制权,应以财产规则保护其做出管理决策的权利。<sup>[127]</sup> 换言之,市场(少数股东)或法院不能单方面以剥夺控制人的控制权来换取客观确定的补偿;控制人应该有能力阻止控制权非自愿改变的发生。<sup>[128]</sup>

控制人权利的财产规则保护有直接的影响,这些影响符合既有学说,且无异于私有财产的标准保护。正如特拉华州法院长期以来所承认,控制人不能被迫出售控制性大宗证券,即使这样做会使公司或少数股东明显受益。<sup>[129]</sup> 控制人通常可随时或在其认为价格合适时通过出售控制性大宗证券来退出投资。<sup>[130]</sup>

尽管如此,对控制人财产权的保护延伸到一个广泛的也不太直观的公司行动范围,在此范围内,公司法的研究尚不清晰。控制人可以失去控制权,不仅在出售股票时,也可在当公司行动时,如发行新股以稀释控

---

[127] Cf. Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 Harv. L. Rev. 1089, 1092 (1972) [注意到根据责任规则,企业家可在未经所有人同意的情况下享有权利,但有义务支付客观公允价格(法院事后监督为保证);而根据财产规则,则须经所有人同意(以事前双方同意的价格交换)]。

[128] 财产规则保护的必要性来源于为企业家分配控制权和管理权之根本理由。控制人企业家是对项目价值(“特质愿景”)有独特愿景或个人看法。任何客观确定的非合意的补偿对于企业家而言甚少公允。有关财产规则与责任规则的卷帙浩繁的学术文献表明,当存在“特质愿景”时,财产规则保护是适当的。See, e. g., Henry E. Smith, *Property and Property Rules*, 79 N. Y. U. L. Rev. 1719, 1722 - 31, 1755 - 56 (2004)。

[129] *Bershad v. Curtiss - Wright Corp.*, 535 A. 2d 840, 845 (Del. 1987). But see Jens Dammann, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, 33 J. Corp. L. 681, 694 (2008) (阐述关于少数股东投资者可迫使控制人出局的制度的开拓性建议)。

[130] 然而,一些限制被强加在收购者的身份上。参见 *Harris v. Carter*, 582 A. 2d 222, 235 (Del. Ch. 1990) (禁止向已知敌意收购者出售控制权并对控股股东施加有限调查责任)。在 *Hollinger International, Inc. v. Black* 中,特拉华州法院允许董事会使用毒丸计划,以防止控股股东出售其控制性大宗证券。但是,我们认为,这种支持仅适用于控制性大宗证券的出售明显违反控制人信义义务的情况。参见 *Hollinger Int'l, Inc. v. Black*, 844 A. 2d 1022, 1085 - 86 (Del. Ch. 2004) (当控制人出售其控制权乃基于其不当行为的累积以及违反了本身的契约义务时,允许董事会使用“毒丸计划”)。

制人持股比例。我们主张,即便会使公司或少数投资者受益,有控股股东的公司也不应被要求采取会使得控制人失去控制权的行动。

考虑以下假设:银行必须增加资本以满足资本充足率要求。银行有两种选择:发行新股或出售一个子公司。银行的控股股东持有 51% 股权,由于资金流动性问题,无力购买银行增资的股票。因此新股的发行将会稀释控制人的股权,并可能导致其丧失控制人地位。对于这两个方案,董事会该如何选择?乍一看,董事的信义义务要求他们选择最符合公司利益的方案,而不必在乎控制人保持控制权的利益。然而我们主张另一种方案。在本文框架下,控股股东不能也不应该被迫失去控制权。因此,应禁止董事会采取迫使控制人失去控制权的行动,即使这样做会提高股票价值。故董事会应决定出售子公司,原因很简单,因为发行新股将迫使控制人失去控制权。<sup>[131]</sup>

尽管我们采取的方法至少与特拉华州的两个判例<sup>[132]</sup>是一致的,其导致的结果与股东价值最大化的传统观念相悖,因为保持控制权的必要性可能促使具有控股股东的公司采取降低价值的行动。但是,少数股东、董事会或法院可能会迫使控制人失去控制权——无论是通过被迫出售、股权稀释或任何其他措施——是不符合以财产规则保护控制人作出管理决策和追求“特质愿景”的权利之需要的。重要的是,从向控制人

[131] 控制人的这种待遇与少数股东(或被广泛持有的公司的投资者)不同。我们通常允许管理者行使权利,即使这可能会迫使投资者选择稀释或增资。关于需要保护控制人对公司资本结构决策有影响的控制权的证据, see, for example, Thomas Schmid, *Control Considerations, Creditor Monitoring, and the Capital Structure of Family Firms*, 37 J. Banking & Fin. 257, 263-66 (2013) (发现了符合德国家族企业利用公司资本结构优化企业控制权的假设的证据)。

[132] 我们的方法似乎与特拉华州的判例法一致。See *Adlerstein v. Wertheimer*, No. CIV - A - 19101, 2002 WL 205684, at \* 11 (Del. Ch. Jan. 25, 2002) (认为为挽救公司免于破产而稀释控制权的股东违背了信义义务); *Mendel v. Carroll*, 651 A. 2d 297, 306 (Del. Ch. 1994) (认为“在没有受到控股股东违反信义义务的严重威胁情况下”,董事会不能采取措施迫使控制人丧失控制权)。关于这些裁判的分析, see John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, 21 Del. J. Corp. L. 359, 390-96 (1996), which discusses *Mendel*; and Andrew Gold, *The New Concept of Loyalty in Corporate Law*, 43 U. C. DAVIS L. REV. 457, 483 n. 130 (2009), which discusses *Adlerstein*。

合理提供私人收益回报以奖励他们自愿从事监督管理的需求而言,无法证明出这一结果。相反,它是基于双方事前意思表示一致的安排,使得企业家能够追求“特质愿景”。

### 3. 控制权溢价出售权利

在具有控股股东的公司中,控股股东是否可以将控制权溢价出售是最重要且具有争议的问题。<sup>[133]</sup> 特拉华州承认控股股东控制权溢价出售的权利,但在出售控制权给敌意收购者上有所限制。<sup>[134]</sup> 如上所述,控制人在任何时间所进行出售的权利源于财产权的本质。<sup>[135]</sup> 但为何溢价出售的权利不是由少数股东共享?<sup>[136]</sup>

反对控制人控制权溢价出售的一个关键前提是控制权溢价代表着私人收益,从而也代表着对少数股东的剥削。在此视域下,施加控制人溢价出售的限制将降低以牺牲少数股东利益为代价获取私人收益的激励的低效出售风险。<sup>[137]</sup>

然而,在本文框架中,控制权溢价并不一定代表控制权私人收益或

---

[133] 关于控制权溢价出售的普通法规范,在 *Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.*, 397 N. E. 2d 387, 388 (N. Y. 1979) 一案中有明确解释,其中指出,“一直以来法律规定,如若没有公司资产掠夺、公司机会转移、欺诈或其他恶意行为,控股股东可以自由出售控制权溢价,购买者也可以自由购买”。But see William D. Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 Harv. L. Rev 505 (1965) (论证与少数股东分享控制权溢价)。

[134] e. g., *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, 901 A. 2d 751, 753, 758 (Del. Ch. 2006); *Harris*, 582 A. 2d at 232 - 35.

[135] 许多国家遵循所谓的机会均等规则,要求买方在购买超过一定比例的股份(通常在30%左右)时,则必须向股东发出要约,至少要购买少50%的股权。See, e. g., the Panel on Takeovers & Mergers, the City Code on Takeovers and Mergers. 36. 4 (11<sup>th</sup> ed. 2013) (U. K.) (表示买方如收购超过30%股权,则触发了公司超过50%股权的强制性要约); Directive 2004/25, of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, 2004 O. J. (L 142) 12, 17 (“会员国应确保控制人发出要约,以作为保护该公司少数股东的手段,这种要约应尽早以公允价格对所有证券持有人发出”)。

[136] 当出售股票的每股价格高于同一股票市场价格时,控制人获取溢价,这基本上代表了其他投资者可以出售股票的价格。计算这个价格差异的精确方法超出了本文范围,故在所不论。

[137] e. g., Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957, 960 (1994).

对少数股东的剥削。相反,控制权溢价反映了控制权出售中的买方或卖方所寄予的特质愿景的价值。卖方认为其股权可以获得高于市场水平的回报,将坚持高价出售自己的股份。即使自己在控制,也会与少数股东按比例分配共享实现的回报成果。对于卖方而言,溢价仅仅反映了其在控制期间所预期得到的份额。同样,买家认为自己的新投资可以取得高于市场水平的更大回报,所以愿意支付溢价价格,即使他打算与少数股东按比例共享这些回报。<sup>[138]</sup>

### (三) 少数股东权利

我们对公司契约一方的少数股东的分析集中于:少数股东在控股股东结构受到之威胁以及应提供加强少数股东权利的保护类型上。

#### 1. 按比例分配:甄别关联交易

少数股东的主要担忧是企业控制人进行关联交易、掏空行为或以其他方式获得超过其原有按比例分享的现金流权。保护少数股东的主要形式是对公司资产的非按比例分配进行强有力的监督。控制人为换取以自认合适之方式实施经营理念追求特质愿景的自由,承诺按比例与少数股东分享业务产生的现金流。如果控制人向少数股东寻求任何优待,也应该与投资者协商获得许可——包括进入联合投资之前或接受优待之后。否则,任何非比例分配都将受到严格司法审查。<sup>[139]</sup>

因此,治理具有控股股东的公司的法律规范机制应该完成两项重要任务:第一,应该建立一个甄别合法业务决策和关联交易的可行机制;第二,应该通过适当机制管理关联交易。接下来,我们讨论管理关联交易的不同机制的选择。在本节中,我们专注于第一项任务——甄别那些值得严格审查的交易。

关联交易和其他合法交易之间的区别至关重要。比如根据特拉华

[138] 与此同时,本文支持平等机会规则。毕竟,投资者允许控制者保持控制,以便控制者能够追求自己的“特质愿景”,进而将其价值与投资者分享。当控制人退出联合投资时,其从买方中按比例获得其“特质愿景”的价值,让少数股东等待新买家意识到其“特质愿景”。因此,卖方必须首先履行对少数股东的合同承诺(支付“特质愿景”的承诺份额),才可要求少数股东与买方订立新的合同。

[139] e. g., *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983) (讨论通过公司与其多数所有者之间的现金合并来挤出少数股东)。

州法律,这种区别就决定了质疑交易的诉讼结果是偏向于原告进行完全公平审查还是偏向于被告而以商业判断规则为由迅速驳回。<sup>[140]</sup> 然而,甄别是否需要严格审查往往是困难的。例如,当控制人将其私有资产卖给由其控制的上市公司时,这种关联交易行为较为明显。但在很多情况下,比如对仅因控制人利益与公司行为相关却与少数股东利益不完全一致的情形,尚不清楚是否应严格审查。<sup>[141]</sup> 我们在此没有解决这个问题的意图。相反,我们希望以一个典型例子来说明,甄别关联交易应该考虑平衡少数股东保护和控制人权利。

考虑下辛克莱石油公司诉莱维恩公司(Sinclair Oil Corp. v. Levien)分配股利问题。<sup>[142]</sup> 在这个开创性先例中,特拉华州最高法院认为,按比例分配股利不需要严格司法审查,即使公司决定分配股利是为了满足控制人资金流动性需求。<sup>[143]</sup> 法院是否应该保护少数控股股东以免受控制人为资金流动性或其他利益实施按比例分配股利的风险? 在辛克莱案件中,法院对此问题明确回答:不行。法院认为按比例分配股利并不等同于关联交易,因此应该留由商业判断规则决定。<sup>[144]</sup> 这是最理想的结果吗?

事实上,按比例分配可以满足控制人流动性需求,同时使公司失去

---

[140] See generally Steven M. Haas, *Towards a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. 2445 (2004) (在控股股东交易的范围内进行完全公平标准和商业判断规则审查)。关于欧洲司法管辖区约束控制人关联交易的方法, see generally Pierre - Henri Conac et al., *Constraining Dominant Shareholders' Self - Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 Eur. Company & Fin. L. Rev. 491 (2007), 其中讨论了法国、德国和意大利规范股东关联交易的方法。

[141] Dammann, *supra* note 129, at 694 (注意到特拉华州的审查使得原告难以进行关联交易,因为“虽然可能表明公司采取的行动使控股股东受益,但很难证明这种优势是以牺牲其他股东为代价的”); Luca Enriques, *Related Party Transactions: Policy Options and Real - World Challenges* (对欧盟委员会提案的批评), 16 Eur. Bus. Org. L. REV. 1, 13 - 14 (2015) (讨论需要根据具体情况决定董事或主要股东是否可能在特定问题上具有间接利益的实际困难)。

[142] *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717 (Del. 1971) (否认一个剥夺公司资源追求公司机会,同时允许控股公司流动资金为其公司融资的大额股利分配应该受制于全面公平审查标准而非商业判断规则)。

[143] See *id.* at 721 - 22.

[144] See *id.* at 722.

了高利润增长的机会。换言之,按比例分配股利对于少数股东可能是有害的。然而,就像我们接下来所解释的,一个试图监督控制人和防止这种不当分配的法律规则不仅成本过高,也违反了集中所有权结构隐含的契约。

任何试图审查按比例分配股利的规则必定会干预控制人管理的权利及其追求特质愿景的能力。第一,控制公司的资本结构,所需的资本以及公司运行中如何融资,可能是实施企业家战略不可或缺的一部分。<sup>[145]</sup> 外部干预因此将大大干预控制人管理资本决策的能力。第二,由于信息不对称及观点差异,甄别合法分配股利与非法分配股利容易出错。<sup>[146]</sup> 第三,即使法院能准确判定分配是非法的,其有效执行本身也会导致对公司管理的过度干预。被禁止分配股利以满足流动性需求的控制人,在无奈之下可能会决定为避免风险投资而将股息存入公司银行账户,以便在不久将来分配同等数额的收益。在这种情况下,法院会允许少数股东提起诉讼令控股股东以更有利的方式进行投资吗?显然,答案是否定的。换言之,对按比例分配股利的有效监督最终会迫使法院放弃商业判断规则。

---

[145] 在没有交易成本情形下,公司资本结构(其负债权益比率)可以通过股利、杠杆和发行新股的任何组合来确定,这对公司价值具有相同的影响。同样,购买无杠杆的风险投资与采用杠杆作用的固定投资相同。See, e. g., Merton Miller, *The Modigliani - Miller Propositions After Thirty Years*, 2 J. Econ. Persp. 99 (1988) [讨论了弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和莫顿·米勒(Merton Miller)关于资本结构和企业价值股利政策无关的定理]。但在有交易成本的情形下,“特质愿景”之于经营理念,与“特质愿景”之于资本结构无分轩輊。控股股东决定发行新股并投资项目的方式应与其决定避免项目和分配股利的方式一视同仁。

[146] 任何投资均提供了以对未来事件或后果的估算为基础的风险与预期收益的组合。与投资风险相关的、等同于市场正常预期收益的预期收益的投资将提供零净现值。在有效的市场中,所有投资都提供正常的收益率,因此均为零净现值。我们充分认为,大多数市场都是有效的。如果投资的预期回报率低于(或更高)的风险的市场定价,则提供负(或正)的净现值,且应该避免交易(或是一个协定)。控制人放弃投资以分配股利的决定只有在避免投资具有正净现值的情况下才会损害小股东。无论如何分配股利,都应避免负净现值投资,零净现值投资为股东留下许多再投资股利的市场替代品。由于股利的潜在损害与投资净现值的决定有关,因此判决需要要求法院裁断投资优劣与否,但法院不能作出这样的裁断。事实上,避免这种裁断是商业判断规则的主要理由。

我们关于辛克莱一案的讨论表明,控制人权利与少数股东保护之间不可避免的张力关系应该形成关联交易与其他合法交易之间的法律区别。可以明确的是,控股股东利益与少数投资者的利益并不总是完全一致的——即便是在按比例分配股利的情形。但是,并非所有利益冲突都需要法律干预去保护少数股东。

## 2. 事中变化

前面的分析支持了特拉华州法院裁断关联交易的方式。然而,在本节中,我们论述,对于控股股东事中单方面改变公司治理,同样的方式却未能保护少数股东。理论上控股股东可以直接通过改变章程和(或)规章制度或间接通过一些业务组合(如合并),以此利用控制权事中改变公司治理安排,并由此获得比按比例分配的更多利润,这些变化可能与集中所有权结构下企业家和投资者之间最初的契约不一致。<sup>[147]</sup>

比如,控制权和现金流权之间的联系。我们在最后一部分论述,在“一股一票”规则下,将控制权和大额股权投资捆绑在一起,降低了管理的代理成本和信息不对称问题的担忧。一旦控制人向投资者募集资金,控制人就可能会拆散这个安排,想方设法在无须以承担大额持股相关成本前提下掌握无争议的控制权。例如,控制人可能会尝试修改公司注册证书以规定任期投票权,即稀释少数股东管理权利(类似强迫少数股东进入双层股权结构的效果)。<sup>[148]</sup> 因此,一个少数股东保护方案必须包含防范事中单方面改变公司治理安排的保护措施。

事实上,在特拉华州,少数股东数次对这些事中改变提出挑战,但未获支持。法院拒绝在完全公平标准下审查这些改变,认为只要法律效力平等、公平,控制人这些变化产生不同的经济影响并不构成关联交易。<sup>[149]</sup>

---

[147] Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 Colum. L. Rev. 1549, 1573-85 (1989) (解释投机修改章程的风险)。

[148] e. g., *Williams v. Geier*, 671 A. 2d 1368, 1370-74 (Del. 1996) (描述任期投票计划)。

[149] See *id.* at 1378 (“有这样的记录……非按比例或不成比例的收益归于家族集团资本重组,虽然计划在实践中实施的动力会有加强家族集团控制的影响……”); *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A. 3d 1, 37 (Del. Ch. 2010) (“易趣网依赖的情况不支持这样一个法律规则,即在公司行为对董事或控股股东与少数股东的影响不同时,将引致完全公平标准审查”)。

然而,我们认为,若控制人试图违背捆绑控制权和现金流权的承诺,法院就应该保护少数股东。<sup>[150]</sup> 原因可能在于特拉华州法院以偏概全,以单个标准检验两个截然不同的任务——甄别关联交易与防范事中治理结构变化。控股股东事中改变治理结构的问题需要另一个法律框架。类似于关联交易,这个框架应该包含两个元素:其一,甄别出那些值得审查的事中变化情况;其二,依据少数股东应受保护的本质作出裁断。

### 3. 保护类型

少数股东权利,类似于控制人权利,也可用责任规则或财产规则来保护。<sup>[151]</sup> 根据责任规则,没有少数股东的同意,控制人可以实施关联交易,但有义务支付一个客观公允的价格(由法院事后监管)。根据财产规则,如无少数股东同意,控制人不能进行关联交易(通常是事前的少数股东多数决)。

平衡控制人和少数股东权利的需要影响着少数股东保护的理想形式。财产规则为少数股东提供了以同意为前提的保护,这容易遭到抵抗,从而产生少数股东干预控制人管理权利的风险。相形之下,责任规则为少数股东提供了基于补偿的公平保护,这易受司法错误的影响,但控制人管理权不太可能受到干预。<sup>[152]</sup> 责任规则下,当交易发生时,只有价格存在争议;在财产规则下,少数股东可以阻止交易。我们认为,少数股东权利和控制人权利之间的权衡支持用责任规则对少数股东进行保

[150] 这种保护也将解决我们迄今尚未讨论的一个重要方面。上市公司的所有权结构可能随着时间的推移而变化,特别是当具有控股股东的公司上市时。See, e. g., Julian Franks et al., *The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence*, 25 Rev. Fin. Stud. 1675, 1687 - 1707 (2012)。一股一票资本结构下,公司需要筹集更多资金来投资发展,可能会决定发行更多股份,从而稀释控股权。在本文中,集中所有制结构(不同于双层股权结构)中的企业家不持有大额现金流权就无法保持其控制权。

[151] Goshen, *supra* note 31, at 408 [阐述从个人保护到群体保护,扩大圭多·卡拉布雷西(Guido Calabresi)和道格拉斯·梅拉米德(Douglas Melamed)的财产规则和责任规则框架]。

[152] 可以肯定的是,正如特拉华州的判例法所表明的那样,即使在责任规则下,少数股东多数决也可能在关联交易审查方面发挥重要作用。然而,尽管有少数股东的反对意见,其授权法院批准关联交易,从而降低控制人与投资者之间的抵制或因意见差异导致错误的风险。

护,以更好地平衡保护少数股东与维护控制人“特质愿景”。<sup>[153]</sup> 前已述及,特拉华州公司法确实依赖司法审查检查控制人关联交易。鉴于特拉华州专门法院的生态系统(ecosystem)及富有活力的私人执行,我们认为这种方法理想可取。<sup>[154]</sup>

#### (四) 疑难案例

在本节中,我们考量两种典型交易。这两种交易已引起法官和学者们的关注,并且不易归类为少数股东保护或控制人权利保护。我们首先解决挤出交易问题(freezeout transactions)。正如本文论及,这种交易类型加剧了不可避免且棘手的少数股东保护和控制人权利之间的紧张关系。然后,我们讨论特拉华州法院对控制人与少数股东在同等条件下将公司全部股权出售给第三方的案例所采用的模糊方法。在此情形下,少数股东保护的必要性弱于挤出交易情形。与此同时,对这些交易进行更严格审查不太可能干预控制人追求特质愿景的权利。

##### 1. 挤出交易

在挤出交易中,上市公司控股股东为了公司私有化而收购少数股东股权。<sup>[155]</sup> 虽然挤出交易被公司法学者广泛研究,<sup>[156]</sup> 法院依然在找到规

---

[153] 理论上,本文认为责任规则保护更为合适。但考虑到各国之间的制度差异,本文并没有确定责任保护或财产保护的形式何为优先,因为每种保护的实际效果取决于特定司法辖区的司法制度和机构投资者。如果没有有效的股东诉讼制度或法院缺乏必要的专门知识来裁决公平纠纷,责任规则可能无法在某些市场或法律规范机制中运作。See Goshen, *supra* note 31, at 409.

[154] 注意到专门法院不仅要加强保护少数股东,而且要降低过度干预控股股东权利的风险。专业法院不太可能犯错,这反过来又会降低旨在保护少数股东规则的成本(在损害控制人权利方面)。See, e. g., Luca Enriques, *Off the Books, but on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judges to the Quality of Corporate Law*, in *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross - Border Deals* 257, 258 (Curtis J. Milhaupt ed., 2003) (表明“法官在塑造公司行为者法律环境方面的核心作用”)。

[155] Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 *YALE L. J.* 2, 6 - 7 (2005).

[156] e. g., Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, in *Concentrated Corporate Ownership*, *supra* note 5, at 247; Gilson & Gordon, *supra* note 37, at 796 - 803; Subramanian, *supra* note 155; Zohar Goshen & Zvi Wiener, *The Value of the Freezeout Option* (Columbia Law Sch. Ctr. for Law & Econ. Studies, Working Paper No. 260, 2003), <http://ssrn.com/abstract=217511> [<http://perma.cc/ZL94-ET9E>].

范此类交易的合适方法而孜孜不倦地奋斗。<sup>[157]</sup> 我们的分析对制定有关挤出交易的最佳制度提出新的视角。

首先,从控制人权利展开分析。在我们看来,少数股东保护和控制人权利之间不可避免的矛盾,要求为控制人终止伙伴关系将公司私有化提供一个选项。其次,为避免企业家特质愿景实现的诸多干扰,收购全部少数股东股权是必要的。<sup>[158]</sup> 此外,增强少数股东保护会提升“特质愿景”被干预的可能性,故此控制人选择私有化公司显得更为必要。<sup>[159]</sup> 最后,还存在一个僵局:只要少数投资人愿意,就要迫使企业家为少数投资者工作。<sup>[160]</sup> 作为一项法律原则,需要为控制人提供一个收购全部少数股东股权的选项,以此解释了特拉华州法院为何放弃了审查挤出交易是否满足商业目的的要求。<sup>[161]</sup>

然而,对于少数股东而言,挤出交易也存在被大规模剥削的风险。控股股东可能投机地利用优势地位获取公司有价值的信息,并以不公平

[157] e. g., *In re MFW S' holders Litig.*, 67 A. 3d 496, 524 - 36 (Del. Ch. 2013) (认为如果控制人允许公司采取某些程序性保障措施,则这种挤出交易可能受到商业判断规则的约束); *In re CNX Gas Corp. S' holders Litig.*, 4 A. 3d 397, 400 (Del. Ch. 2010) (制定审查控股股东挤出交易的统一标准)。

[158] 例如,一个企业家可能会认为,在遵守对上市公司施加的广泛披露义务的情况下,不可能实现自己的特殊愿景。在这种情况下,控制者企业家实施其计划并掌握其所参与项目价值的唯一办法就是将公司私有化。See Harry DeAngelo et al., *Going Private: Minority Freezeouts and Shareholder Wealth*, 27 J. L. & Econ. 367, 371 - 79 (1984) (发现消除公共所有权管理成本是效率的源泉)。

[159] 假设在防范关联交易的责任规则下,法院在 20% 的案件中出现错误:其中一半是批准不公平交易,另一半则阻止公平交易。当法院批准不公平交易时,直接的损害是将财富从少数人转移到控制人(零和转移),而由于这种错误的百分比很小,间接损失的限制是有限的。但是,当法院错误地阻止公平交易时,损害并不仅限于过度制止及零和转移,也包括特殊愿景的挫折感。在某些情况下,特殊愿景的损害可能太高以至无法容忍。因此,考虑到发生此种情况的可能性,当涉及少数股东保护的时候,法律规范机制应该设置一个安全阀——将公司私有化的能力。

[160] Cf. UNIF. P' SHIP ACT § 601 (Nat' l Conference Of Comm' rs on Unif. State Laws 2013) (解释合伙关系是自愿的)。

[161] *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701, 715 (Del. 1983) (解释特别是考虑到信息不对称所起的作用,只有当控制人提出将公司私有化会让控制人背负过度负担这些令人信服的商业理由时,才允许控制人收购少数股东的股份)。

之价格挤出少数股东。<sup>[162]</sup> 因为存在剥削的风险,需要出台在挤出交易中保护少数股东的有效措施。

但对于财产规则保护,即强制要求挤出交易必须经过少数股东多数决(majority-of-the-minority vote)通过——可能从两方面上削弱控股股东将公司私有化从而追求特质愿景的能力。<sup>[163]</sup> 其一,信息不对称或策略性投票可能令少数股东投票反对实际上对少数股东是公允的私有化提议,从而令控制人无法确保实现特质愿景的自由。其二,防范控制人挤出交易与防止分配股利具有相同的后果。<sup>[164]</sup> 受商业判断规则保护,法院会干预控制人管理决策,以确保控制人继续为少数股东有效工作。因此,尽管有较高剥削风险,对少数股东应该偏向责任规则的保护。<sup>[165]</sup>

因此,我们的分析呼吁对特拉华州衡平法院 *In re CNX Gas Shareholders Litigation* 一案作狭义解读,此案解决了私有化交易投标出价的司法审查的范围问题。该判决可解读为要求控股股东允许董事会运用毒丸计划防止挤出。<sup>[166]</sup> 在这种解读下,控股股东完成私有化交易的能力将大大受限。然而,在随后的判决中,法院似乎表明,毒丸计划只

---

[162] e. g., *Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc.*, 492 N. E. 2d 1112, 1116 (Mass. 1986) (回顾控制人投机地在特拉华州旧的“商业目的”审查下损害少数股东利益)。

[163] Benjamin Hermalin & Alan Schwartz, *Buyouts in Large Companies*, 25 J. Legal Stud. 351 (1996) (要求以责任规则保护少数股东,为控制人提供鼓励创业努力的最佳动机)。

[164] See *supra* text accompanying notes 142 – 146.

[165] 正如上面所解释,see *supra* notes 152 – 154 以及相应文字,在这方面一个重要的考虑是,法院在多大程度上可以根据责任规则有效地保护少数股东。可以肯定的是,法律规范机制可以采取各种措施保护少数股东(如董事会专门委员会的批准),并将举证责任转移给控制人。然而,即便少数股东反对,某种形式的退出选项应被保留。

[166] See *In re CNX Gas Corp. Sholders Litig.*, 4 A. 3d 397, 415 (Del. Ch. 2010) [“提出收购要约的控制人不具有篡夺或限制附属董事会权力的不可剥夺的权利。直接或通过特别委员会的附属董事会可以合理地部署权利计划(rights plan)反对控制人作出的要约……附属董事会有时间来回应、协商和想其他办法”], cert. granted, C. A. No. 5377, 2010 WL 2705147 (Del. Ch. July 5, 2010)。正式称为“权利计划”的毒丸计划是用于防止股东在未经董事会同意的情况下收购股权的一种手段。在存在毒丸计划的情况下,收购股权如超出董事会设定的限度,将非常昂贵。See Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. Chi. L. Rev. 973, 985 – 86 (2002)。

有在控制人希望避免完全公正标准下的司法审查时才为必要。<sup>[167]</sup> 换言之,法院基本上允许控制人在责任规则(司法审查)和财产规则(少数股东多数决和董事会否决)中进行选择。允许控制人选择适用于他们私有化交易的制度与对特质愿景的追求相一致。<sup>[168]</sup> 然而,一个令控制人的私有化交易因董事会部署毒丸计划而实质迟延的制度,将迫使控制人合并前更换董事,而不必要地推迟了挤出交易。

## 2. 向第三方出售

我们讨论的最后一个案例是与控制人无关联关系的第三人从控制人和少数股东手中收购公司全部股权的交易。在此种交易中,持有多数表决权的控制人可以有效迫使少数股东出售股权(强卖权交易)。<sup>[169]</sup> 针对控制人和少数股东是否受到平等对待的问题,特拉华州法院对此类交易进行不同层次的审查。在向第三方出售时,如控制人与少数股东没有得到平等对待,就会出现少数股东保护的问题。这种情况下,控制人与少数股东之间销售收入分配的冲突显现。控制人可能会滥用控制权,通过向第三方出售的交易转移少数股东的利益,以牺牲少数股东利益为代价中饱私囊。法院对这些交易按照完全公平标准进行审查不足为奇。<sup>[170]</sup>

相形之下,当第三方对所有股东给予平等对待时,少数股东显然不需要被保护。毕竟,持有多数股权且没有明显冲突的控制人将竭尽全力实现可行、公平的交易。然而,特拉华州判例在这个问题上过于混乱。

[167] *In re CNX Gas Corp.*, 2010 WL 2705147, at \*10 (“使用对目标董事会的影响力来限制委员会使用毒丸计划权力的控制人肯定选择站在交易双方,从而引发完全公平标准审查”。

[168] 为此,我们普遍支持最近 *In re MFW Shareholders Litigation*, 67 A. 3d 496, 502 (Del. Ch. 2013) 一案的裁决,认为如果控制人允许独立董事的特别委员会否决交易,并且按照少数股东多数决的条件交易,挤出交易则仅受商业判断标准的审查。

[169] 强卖权是大股东能够迫使少数股东参与出售公司的权利。所有者行使强卖权行为的大股东必须给予少数股东与其他卖家相同的价格、条款和条件。

[170] *In re John Q. Hammons Hotels Inc. S'holder Litig.*, No. CIV - A - 758 - CC, 2009 WL 3165613, at \*12 (Del. Ch. Oct. 2, 2009) (要求采取程序性保护以适用商业判断规则); *Ryan v. Tad's Enters.*, 709 A. 2d 682, 689 & n. 9 (Del. Ch. 1996) (当控股股东在资产出售中收到与小股东没有分享的利益时,适用完全公平标准审查), *aff'd*, 693 A. 2d 1082 (Del. 1997)。

有些判决认为这些交易不需要严格审查,<sup>[171]</sup>有些则允许少数股东主张因控制人现金流动性问题导致冲突从而对交易进行严格审查。<sup>[172]</sup>

考虑到其他法院不愿对控制人的流动性需求进行司法审查,特拉华州法院把控制人的流动性需求视为利益冲突且引致司法审查,这尤其令人费解。正如我们在上一节中所解释的,特拉华州最高法院拒绝了少数股东的请求,即应当对控制人因其独特流动性需求产生的利益冲突进行禁止,即便是按比例进行股利分配,也须受到完全公平标准审查。<sup>[173]</sup>然而,如何解释对控制人流动性需求的不同处理方式?

以此观之,本文对特拉华州法院处理方式有新见解:我们认为,答案不在于冲突的性质,而是忽视考虑控制人的“特质愿景”。

首先,控制人可以溢价出售控制权,从而获取其股权特质愿景期待的价值,以及使少数股东留在公司并分享来自买方基于特质愿景所出对价之收益。其次,控制人只受限于少数股东股份回购请求权和完全公平标准保护,也可以在其全资子公司中挤出少数股东追求特质愿景。<sup>[174]</sup>然而,与之相反,强卖权(运用控制人表决权强制少数股东出售)不保护控制人追求特质愿景:控制人出售公司,说明已经放弃对特质愿景的追求。那么,为何控制人有权强制少数股东与其一起出售股权呢?

答案是允许买方在一个独资公司中追求特质愿景。如买方购买控制性大宗证券,然后再挤出少数股东,则受制于股份回购请求权和完全

---

[171] e. g., *Trenwick Am. Litig. Tr. v. Ernst & Young, L. L. P.*, 906 A. 2d 168, 202 n. 95 (Del. Ch. 2006) [“少数股东与大股东(特别是有权出售溢价的大股东)享有同等对价的交易,长期以来一直被认为属于受商业判断规则保护的非冲突交易的范围”]。

[172] *McMullin v. Beran*, 765 A. 2d 910, 923 (Del. 2000) (阐述了可以向母公司提出忠实义务的要求,以便就全面现金交易进行谈判以满足流动性需求); *N. J. Carpenters Pension Fund v. Infogroup, Inc.*, No. CIV - A - 5334 - VCN, 2011 WL 4825888, at \* 4, \* 9 - 10 (Del. Ch. Sept. 30, 2011) (当一位同时也是大股东的董事迫切需要流动资金来满足个人判断、偿还贷款和投资新企业时,提案会被否决驳回); see also *In re Synthes, Inc. S' holder Litig.*, 50 A. 3d 1022, 1036 (Del. Ch. 2012) (“可能有非常狭隘的情况下,控股股东对流动性的迫切需要可能构成一个不顾比例处理的禁用利益冲突”)。

[173] *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717, 721 - 22 (Del. 1971) (解释按比例分红受制于商业判断规则,即使他们支付控股股东母公司明显利益)。

[174] e. g., DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262 (2013) (提供股份回购请求权); *Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc.*, 638 A. 2d 1110, 1115 (Del. 1994) (讨论完全公平要求)。

公平标准审查。与此相比,买方更愿意向少数股东支付同等对价,以避免后续挤出成本(时间、精力、不确定性和诉讼)。在这种情况下,控股股东强制少数股东一起出售,是相当于拍卖人的角色。然而,持有大额股权的控股股东会促使售价达到最高,同样的一种控股情形也可能会在类型与结构方面产生经济冲突。故此,因为没有实质性经济利益,大额持有公司股权的董事认为拍卖人的角色只有高度注意义务(“露华浓规则”)<sup>[175]</sup>。控制人在交易中可能因具有巨大经济利益而受到完全公平标准的审查。<sup>[176]</sup>

很明显,控制人的流动性需求应该被区别对待。一个对分配股利进行严格审查的法律规范机制将不可避免地影响管理者的管理权,并可能削弱他们追求特质愿景的能力。当控制人决定将整个公司出售给第三方时,这些顾虑消失殆尽。出售自己的管理权并强制少数股东出售股权,意味着控制人表示放弃了自己的特质愿景。此外,出售给出价最高者,也意味着不存在信息不对称的问题。对不同出价者的差异进行比较并非难事。换言之,利用司法审查不太可能有负面影响。因此,利益冲突的风险完全有理由要求司法审查的介入。

## 结 论

在本文中,我们表明,公司所有权结构代表企业家与投资者之间控制权和现金流权分配的一系列合同。我们的理论明确:企业家追求特质愿景与投资者保护之间不可避免的张力关系,解释了多姿多样的公司所有权结构。集中所有权结构便是其中之一,其包含的控制权和现金流权分配,提升了控制人追求特质愿景的自由,降低了损害少数股东的代理

---

[175] *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173, 182 (Del. 1986).

[176] 当然,控制人可以通过只出售自己控制性证券来避免拍卖人的角色。显然,控制人会这么做,除非出售少数股东的股权将获取更高对价。换言之,在这种情况下,卖方需要少数股东一起出售,不是让其得到正确“特质愿景”的价格,而是让其来获取更高比例的买方的“特质愿景”。由于流动性需求,当对少数股东行使强卖权时,控制人不能决定接受超过较高报价的现金要约,因为这将违反拍卖人的职责。

成本。

在本文中,我们质疑控制权私人收益对控制权股东至关重要,以及改善监督解释了控股股东结构等观点。职是之故,我们的理论标志着与现有公司控制权研究的明确分离。与假设控股股东是牺牲少数股东利益而谋取私人利益的剥削者的观点不同,我们认为,许多控股股东主要是为追求自己的特质愿景,他们确信会提升公司价值,所有股东终将受益。除了挑战集中所有权的既有理论,我们进一步阐释特质愿景和代理成本之间的张力关系,将如何以及应该怎样深刻影响具有控股股东公司的公司法理论形态。