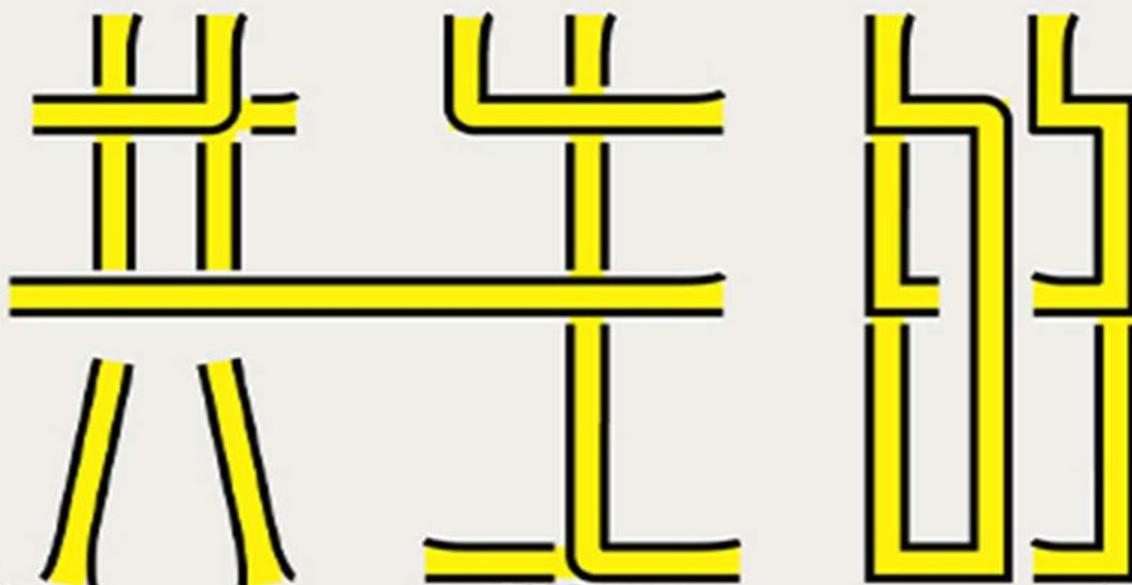


SYMBIOTIC WISDOM



宁向东

著

# 宁向东讲公司治理

厘清公司成长的基本逻辑  
让公司长治久安

宁向东  
讲公司治理

# 宁向东讲公司治理

## ——共生的智慧

宁向东 著

中信出版集团

# 目录

前言

第1讲 不入僵局，不立危墙之下 为什么要学习公司治理？

创始人骑虎难下

难以控制的利益输送

股市投资，也要懂公司治理

本书结构安排

第2讲 布局思维 为什么从商业模式开始来思考治理问题？

万事都有逻辑

治理结构，是布局

一个实例

亚马逊的创业

第3讲 博弈思维 如何建立治理机制的预见性？

布局与博弈

博弈架构

博弈中的行动

博弈理性

第4讲 主导者的使命 谁是治理体系的第一推动者？

先把事情想清楚

主导者与参与者

预见冲突，防范冲突

第5讲 企业家精神 怎样判断主导者是不是有潜质？

历时不变的核心资源

主导者的实例

强势文化与思想属性

第6讲 主导者与参与者 怎样从制度上保护企业家精神？

优先性与退出通道

取舍的顺序

再说企业家精神

第7讲 股权与表决权 为什么股东的持股结构极其重要？

股权过半数

几个关键数字

可约定的表决权

第8讲 双重股权制度 创始人怎样可以拥有更多投票权？

双重股权结构制度

动因和历史

中国的探索

第9讲 自利行为 我们应该如何理解人性中的善变？

如何看待人性？

利己与机会主义行为

简单的理论解说

第10讲 利益结构 到底什么是治理结构？

基本定义

利益结构的设计

利益结构的优化

第11讲 剩余控制权 如何用博弈思维考虑权利分配？

案例：股东僵局

博弈分析

剩余控制权

第12讲 公司的权力结构 为什么公司章程格外需要重视？

公司法人

公司法与公司章程

公司治理的框架

第13讲 走向上市 股份公司的治理结构有什么不同？

上市分水岭

新型权利结构

世纪大并购

第14讲 败德行为 为什么资本市场对经理人有约束力？

职业经理人时代

无节制的在职消费

公司再造

第15讲 利益一致化 为什么要首先解决经理人的激励问题？

内在动机

长期努力

激励方式

第16讲 塑造激励 淡马锡的效率从何而来？

两个循环

淡马锡控股

花红与回拨

淡联企业

第17讲 监督力量 董事会一定能发挥约束作用吗？

董事会的重要性

董事会的架构

董事的动机与行为

第18讲 五条防线 为什么说公司治理是个矫正体系？

治理机制全景

接管威胁

治理体系

第19讲 资本市场的压力 外部治理机制如何发挥作用？

套利的逻辑

信息的价值

信息披露

第20讲 身边故事 从宝万之争看中国的公司治理

遭遇“野蛮人”

宝万之争

表决的大戏

后记

# 前言

公司治理是什么？公司治理并不仅仅是一门课，更是一种追求共生的智慧。学习公司治理，是为了理解公司成长的基本逻辑，保证公司长治久安。共生的目的，是追求共赢和共荣。

好的公司治理，作用只有两个：第一，是让想干事的人能干事，能够有机会干出一番事业；第二，让不认同和不能干的人，在恰当的时候离开。好的公司治理，应该体现为一种有效的利益结构。这本书，就是要帮助大家找到这样的利益结构。

共生，很容易让人想到一团和气。和气固然可以生财，但不讲个体利益的一团和气，是无法持久的。忍，可以忍一时，但无法忍一世。共生，不是让人忍让，不是文化教化，而是追求利益的契合。

真正的共生，可以让强者更强，让弱者也有对应的尊严。共生，一定要首先承认个体利益，承认人性的自利性，在这个前提下，建立利益合作的架构。这就是公司治理的目标。所以说，真正的公司治理，是一种智慧。

好的公司治理，追求股东之间、股东与经理人之间，甚至在组织的每一个角落，都能够建立起有效的利益平衡。平衡，不意味着静态的平等，而是动态的演化和持久的合作。这种智慧的力量，可以让组织不断地自我进化。

本书讲的很多观念，已被优秀企业的发展经验所证实，只是我们从来没有系统地总结、整理、讲授过。多年来，公司治理的教学一直存在几个误区，让这门实用的学问死气沉沉。

第一，是严重忽视众多企业的实际需要。比如，绝大多数的中国企业，是中小企业和早期创业企业，这些企业因为规模小、发展阶段偏早，人合性质浓重。它们遇到的问题差异极大，而且问题有非常大的特殊性。解决它们面对的问题，没有现成的方法，更多地需要认知的引导和智慧的提高。而现有的公司治理课程几乎帮不到这类企业，现有的课程内容，离这一类企业的实际需求距离太远。

第二，公司治理表现为一套行为准则，但这套准则背后有更深层次的因果关系。认识到这些因果关系，人在看问题时就会透彻、豁达。所以，公司治理的教学，不应该只是法条注解，更应该结合企业的场景，引导大家看到表象背后的道理。了解这些道理，可以举一反三，可以少踩雷、少掉坑。但现有课程在这方面强调得不够。

第三，公司治理是讨论利益结构的学问。但是，讲利益平衡，首先要有利益增量。没有利益的增长，只是局限于分配存量，分得再公平，也没有意义。要创造利益增量，核心是要光大企业家精神。在很多人心目中，企业家精神是个很虚的“概念”。本书围绕企业家精神讨论公司治理，就是要把这个概念做实，并由此帮助大家提升利益增量的意识。

本书是一个尝试。我希望能从一个新的视角，去解剖公司治理的道理，帮助企业走向共生的状态。本书不回避人性的弱点，也不回避人趋利避害的本能，公司治理就应该在承认人性本能的基础上，追求不同利益的共生。

多年以来，我深信：企业的成功，本质上是企业家精神的成功，所以，公司治理必须首先保护企业家精神。在本书中，我建立了一个新的体系：从企业家精神、商业模式、资源价值的角度，去看待公司的利益结构和治理结构。我希望，这个体系能对中国企业有帮助，有引导性。

这本书讲的内容，基于两个案例。我希望由此引入的具体场景，更容易启发大家学到共生的智慧。这两个案例分别是小说《遥远的救世主》和小说《门口的野蛮人》，它们都描写了现实的商业故事。前一本小说的场景，是中小企业和创业企业；后一本小说，背景是上市公司。

这两本小说，特别值得多读几遍。《遥远的救世主》出版十余年，我每年至少读一遍，常读常新。这是一本引人“觉”“悟”的书。

本书也是我在清华大学开设的网络课程《公司治理》的讲义。欢迎大家去相关平台上观看学习，真心希望这些内容可以帮到你。

# 第1讲

## 不入僵局，不立危墙之下

### 为什么要学习公司治理？

公司治理是一门关于在企业中平衡权利、获得共生的学问。大家肯定在头脑中立刻跳出一个问题：学习公司治理，我能有什么收获？我可以明确地告诉大家：学习公司治理，可以帮助你理清公司利益的底层架构，帮助你不入僵局、不立危墙之下。

我们的内容可以帮助到中小型企业、创业型企业的股东和管理者，以及在大型企业和上市公司里面从事公司治理相关工作的人士。甚至，我也希望能够帮到那些在资本市场上进行投资、购买股票的人。古语道，君子不立于危墙之下。买了错的股票，很难进行价值投资，很难长期持有，这就好比立于危墙之下而不自知。

这是第1讲，也是导论，我们先通过几个例子，让大家对公司治理的基本问题建立一些概念。

### 创始人骑虎难下

第一个例子，来自一家早期创业的企业。

甲、乙、丙是毕业于同一个专业的前后届同学，他们共同创立

了一家公司。创立公司的主意是甲出的，所以，他占的股份略多一些，40%，没有过半数；而乙和丙各持有30%。最初的两年，大家分工合作，公司很快就实现了赢利。但随着经营活动的深入和公司规模的扩大，他们在业务的发展方向上逐渐出现了认识上的分歧；因为性格不同，在管理方式上的差异也日渐明显。

甲和我的关系近一些，按照他的描述，他对于公司的贡献远远超过一半，但权益却只有40%。他对我说，为了公司的长远发展，他情愿在利益上退让一些，可以不计较贡献和收入的不匹配，但他希望自己的想法能够在公司不打折扣地落实下去，因为毕竟公司是他最开始张罗起来的。

但后来，乙和丙关系突然闹得比较僵，这是最让甲难受的事情。而且，虽然甲可以在中间做些调和性的工作，但无法从根本上解决问题。甲说，他们三个人各有分工，乙和丙的矛盾导致合作效率太低，甚至会耽误事。

乙的问题是能力有限，但自我认知不足。丙说，乙不仅脑子不够用，好多事都没有做到位，而且，经常仗着自己是股东之一，在不和大家商量的情况下做出荒唐的决策。比如，他会先斩后奏，不经商量就答应某些客户的要求，或者对个别下属许诺工资待遇，答应给比其他人高很多的年薪。甲说，乙每隔一段时间就搞出一桩这样的事情，丙每次都要找他发一顿牢骚。乙这样做的结果，是大家在客户之间、在公司内部都很难平衡。

甲对我说，丙的能力很强，他负责的那一摊业务潜力很大。丙渐渐无法忍受乙这个“猪队友”。丙曾经向甲提议能不能再注册一个子公司，把他负责的那部分业务进行单独核算。甲认为，这是丙想培养自己地盘的动作，很可能是丙对自己的贡献和收益有所不满的表现。

这家公司现在已经发展到有近百名员工，每年能够签到大约几千万元的销售订单。公司注册时，章程是照抄别人的。股东就他们三个人，于是，大家都是董事会成员。他们三个人每个月或者每遇到大事就坐在一起协商。甲说，大家是同学，有些话可以直接说，

但有些话就连他这个董事长也不好说得太透，因为其中会涉及权力和利益的问题。

借着新冠疫情期间的空隙，甲静下心来对公司的业务、组织和流程进行了梳理，也做了一些调整，完善了一些制度。但随着业务的逐渐恢复，乙和丙及其手下人发现公司的管理制度有了变化，他们似乎觉得这些动作是针对自己的。甲说，尤其是丙，这时反倒不怎么攻击乙了，两个人的关系似乎也好了许多。

甲觉得，公司现在的状态开始有点古怪。从下面看，员工的积极性都比较高；可是从上面看，公司的指挥系统始终处于低效状态。甲对我说：一方面，他的股权比例没有绝对的话语权；另一方面，大家都是同学，说话办事都不能太过。所以，他想干的事情，总是不能做得很彻底，他顶多就是否定一些不想干的事情。

这家企业，就存在很典型的公司治理问题。这种情况，在企业早期发展过程中经常会遇到的。这是因为，很多创业者都没有经验，他们在设立公司时，不仅不知道股权结构该怎样分配更合理，也不知道怎样做更能面对未来的挑战，适应企业长远发展的需要。

本来，公司初始股权的分配，要对企业发展过程中的资源变化有较多预见，有较多分析。但同学之间、朋友之间、熟人之间合作创办企业，“一人一半”“三一三十一”这样的股权结构非常普遍，根本没有太多思考。这种结构的最大问题，就是容易导致股东僵局。前面举例的这家公司，事实上已经陷入了股东僵局。

股东僵局的麻烦，并不仅仅存在于股权层面，它会非常深刻、非常持久地影响企业的经营活动，甚至导致企业走向破产倒闭。帮助创业者和企业家设计有效的股权结构，搭建一个有助于长期发展的顶层结构，是公司治理的重要任务。

这里可以举一个成功的案例。有一家企业，也是由三位创始人联合做大的，也经历过每人一摊、分分合合的过程。但这家企业的主导创始

人始终守住了51%的持股底线，所以，他才能经过种种内部斗争，把这家企业带大，带到上市，带到成为一家知名企业。我以为，如果没有这位主导创始人在股权结构上的坚持，他就无法在股东内斗的过程中始终控制住局面，也就不会有今天的成绩。

当然，这并不意味着只有51%这样一种解决方案。我想说的是，股权结构和治理机制的设计，在企业创建之初，是头等大事。某种意义上，它比商业模式、初始客户的获得更加重要。有了公司治理方面的知识，会有助于创业者们通盘考虑商业模式、资源投入、利益结构和治理机制的关系，尽可能减少后面的麻烦。这就是我讲的“不入僵局”。

## 难以控制的利益输送

第二个例子，来自一家上市公司。

某上市公司在2008年计划以现金收购一家公司。管理层在向董事会报告的时候，提出了三点收购的必要性：第一，是公司产业布局的需要，公司需要收购的目标公司的业务能力；第二，公司需要通过这次并购提高赢利能力，管理层提出“拟通过收购目标公司，抓住产业的主要利润环节，快速提高公司赢利能力”，目标公司在2007年盈利达到1亿元人民币，管理层认为完成这次收购可以对公司的未来盈利带来直接帮助。

第三个理由似乎更让董事会无法拒绝。该上市公司本身的赢利能力后继乏力，而在下一个财务年度如果无法实现赢利，则会被监管机构做特别处理。公司当时的现状是受制于居高不下的财务费用等非经营性因素，仅靠自身的经营实现赢利，压力巨大。

因此，管理层在向董事会报告的时候，不仅希望董事会同意，而且还想特事特办，提出了明确的董事会批准该议案的时间节点。

当时已经到了8月份，管理层在董事会上报告说，如果能在9月底前完成收购，将有望用这个目标公司的利润为上市公司增加当期利润。总经理在讲话中用的是“如果”这个词，但董事们听上去感觉要把“如果”换成“只有”。也就是说，“只有”在管理层指定的时间前完成收购，公司才有可能完成利润目标，否则，就有可能被监管部门做特别处理。

这颇有“逼宫”之嫌。总经理的言外之意是，如果董事会不批准，下一年公司如果因为利润负增长而保壳失败，责任“归董事会”。董事会其实也怕出现特别处理的情况，因为一旦上市公司被做了特别处理，公司的融资环境和经营环境都会恶化。这会进一步加大公司的经营难度。董事们坐在会议室里面，感觉选项只有一个，就是同意。

那么，这个并购项目的交易结构又是怎样的呢？议案中是这样写的：

拟收购目标公司35%的股权，成交价格按照目标公司在基准日的净资产与未来三年平均盈利预测数的3.2倍数之和计算，预计收购价格约为1.55亿元。收购后，上市公司成为目标公司的第一大股东，并通过半数以上董事会成员的安排实现相对控股。目标公司承诺当年第四季度实现不低于0.6亿元的税后净利润，下一年实现1.2亿元税后净利润，第三年实现1.3亿元税后净利润。支付款项与经营业绩直接挂钩，分期付款，交易当期如果业绩有差额，目标公司以现金补足。

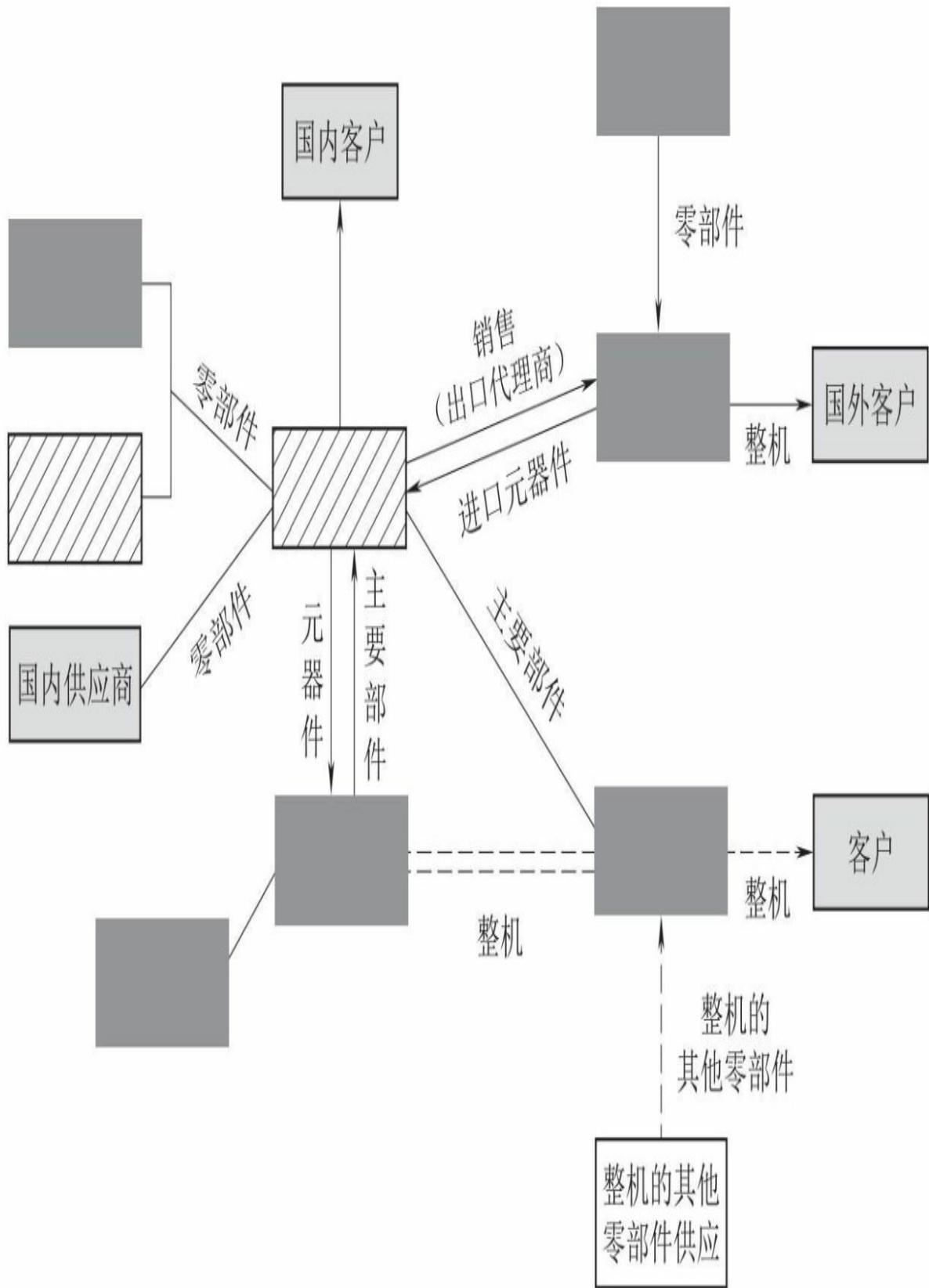
为确保当年可确认投资收益，公司将在交易日后十日内支付约50.1%的收购款，其余收购款要根据目标公司未来盈利实现情况，分别在第三年和第四年支付。若当年四季度税后净利润低于0.6亿元，其差额部分由股权转让方以现金赠予方式于当年补足；若收购后目标公司未来三年的盈利未达到预测水平，剩余的收购款可以少付或不再支付，也可要求转让方回购。

仅看交易结构，表面上说得过去，但后面的潜在问题不少。

首先，这件事发生在2008年，当时已经发生了美国的次贷危机，而且危机正在向全世界蔓延。在这种情况下，现金是非常宝贵的资源，公司这个时候拿现金去收购“利润”，维护公司的上市资格，值得认真评估。

其次，这里面是不是存在内外勾结的问题，也该打一个问号。管理层嘴上说得好，要和被收购公司有效融合、共同发展，但在仓促之间收购，管理层是不是想好了“控制”目标公司的方法，这都是需要董事会审视的。

这里用了“控制”两个字，为什么呢？请大家看下面这张业务关系图。



### 图1-1 某上市公司拟收购企业的业务关系图

图1-1显示了目标公司的业务关系，每个阴影和灰色方块都代表一家企业。上市公司收购的，只是其中被标为阴影方块的两家企业，而且只有这两家公司35%的股权。

这意味着什么呢？如果大家有公司治理方面的知识，就会知道，在这张图里有很多利益输送的渠道没有被管控住，意味着上市公司很可能在保壳、获得账面利润的过程中，失去更多东西。说得更直白一点，目标公司获得了现金，又没有失去控制权，它做手脚的空间会很大，而且有这个动机。

从图1-1中，大家可以看到，这两家拟收购的目标公司与不少公司发生了上下游的关联交易。大家看不到的是，这些交易活动的对手企业，其老板都是目标公司的那几个股东。所以，这种关联交易会留下一个巨大的空间，让他们有机会把企业的好处尽可能多地转移出去。最后，只要留下能满足前面所述的那些约定好的利润，就能交差了。

因此，董事中有人提出这个议案应该缓议。他们认为：尽快完成收购，固然可以解决眼下最紧迫的利润问题，但必须要在收购协议上多做些约定，防止公司的长期利益受损。非常遗憾的是，虽然外部董事都表达了反对意见，但因为内部董事的数量多于外部董事，当天的董事会还是通过了这项收购议案。

内部董事解释说，目标公司的几位老板都是业内的熟人，他们相信这些人的人品。公司后来确实也如约获得了这几位老板承诺的“利润”。十年之后，这几位老板又以更高的价格回购了这35%的股权。我们对整个十年的过程进行复盘，发现在这个交易中，目标公司的几位老板获得的好处，比上市公司的综合收益要大得多。有人说，上市公司“买利润”的策略是饮鸩止渴，我觉得并不过分。

我们后面，会讲到人性。接受过公司治理训练的人，都应该知道人品这种东西是不能拿来作为决策依据的。股东是人，董事是人，经理也

是人。是人，就会有人性的弱点，就会自利，就会有机会主义行为的动机。这家上市公司的案例，就提供了一个实实在在的证据。经理人用股东的现金买盈利，是自利行为；而目标公司的那几位老板，更是自利者。自利是人性，不是错误，但不受约束的自利，无法形成有效的共生关系，更不会带来长久的合作。

以上两个案例，都是公司治理中的典型问题。前者是小公司常常遇到的股权冲突和利益僵局问题；而后者则是大公司常常遇到的利益输送及其控制问题。解决这些问题，需要资源能力分析与价值评估，以及经理人激励等多方面的知识和方法，更需要有对治理机制基本逻辑的理解与智慧。

## 股市投资，也要懂公司治理

对于MBA（工商管理硕士）同学，公司治理是一门必须要掌握的学问。这样说的理由很简单。第一，近些年来，越来越多的同学毕业后开始创立自己的企业，有些同学入学前就已经是企业的创始人了。他们需要处理涉及如何摆平利益关系的知识，以避免类似前面案例中所讲的股东僵局。第二，绝大多数同学都会从事管理工作，有些人甚至会成为公司的CEO（首席执行官）。这需要了解董事会和管理层的权能，在工作中做到不缺位、不越位。第三，有些人会进入到公司的董事会，成为董事、董事会秘书，或是公司的证券事务代表，这时，参与治理是常规的工作内容。

其实，即使不做管理工作，掌握公司治理的智慧对于理解一家公司也非常重要。我曾经有一位学生，掌管着家里的财务大权，需要安排家里的投资事务。她和我聊过一家公司，希望在二级市场上长期持有这家公司的股票，想听听我的建议，我看过资料，劝她慎重。

为什么呢？因为我有一个习惯，判断一家上市公司，在看行业、基

本面，看各种报告和报表之前，我首先会看这家公司的实际控制人是谁，董事长是谁，高级管理团队怎样，以及董事会的成员和结构。某种意义上，我看人重于看事。我把这个原则叫作“人头第一”。如果人对头，事情也不错，可以考虑长期持有；如果人和事情，只有一个是对的，就需要采用完全不同的策略。有些公司只能拿有趋势行情的那一段时间，有些公司倒是可以拿很多年。事后证明，我给她的建议帮她避免了一些损失。

据说，巴菲特有两个投资原则：第一，绝对不要亏钱；第二，参考第一条。我不知道大家有没有投资股票的经验，如果亏的是利润，心情还好；如果亏到了本金，心情一定大坏。而心情大坏之时，做决策就很难冷静。不冷静，就难保客观，很容易犯错误。公司的治理机制如果不对，出问题的概率会增大，很容易会心情大坏，也就很容易亏钱。

那么，怎么看一家公司人头对不对，治理机制是不是有问题呢？下面，我举一个例子略做说明。

有一家公司，它在A股市场上市，其创始人后来又收购了一家海外上市公司，而这家海外上市公司的主体业务依然是在中国境内。这两家上市企业的实际控制人和董事会主席是同一位自然人，这就构成了事实上的关联关系。这种关联关系是靠控制人连接的，就更可怕，因为很难通过其他股权董事和独立董事来制衡。

更有意思的是，这两家公司的独立董事竟是同一班人马。所以，当董事长以个人名义减持或是进行资产交易的时候，按照我国现阶段的治理环境，董事会很难具有独立性，也很难形成制衡。也许在董事会讨论的时候，独立董事会发表一些不同意见，但往往很难从决议中体现出来。

比如，前一段时间两家公司之间就发生了一次资产交易，一家公司把孙公司绝大多数的股权卖给了另外一家，交易的基本架构参见图1-2。按照公司治理原则，两家公司的董事会对这个交易都应该进行细致的讨论，而且还应该是背对背的，因为这毕竟是两个独立法人之间的交

易。

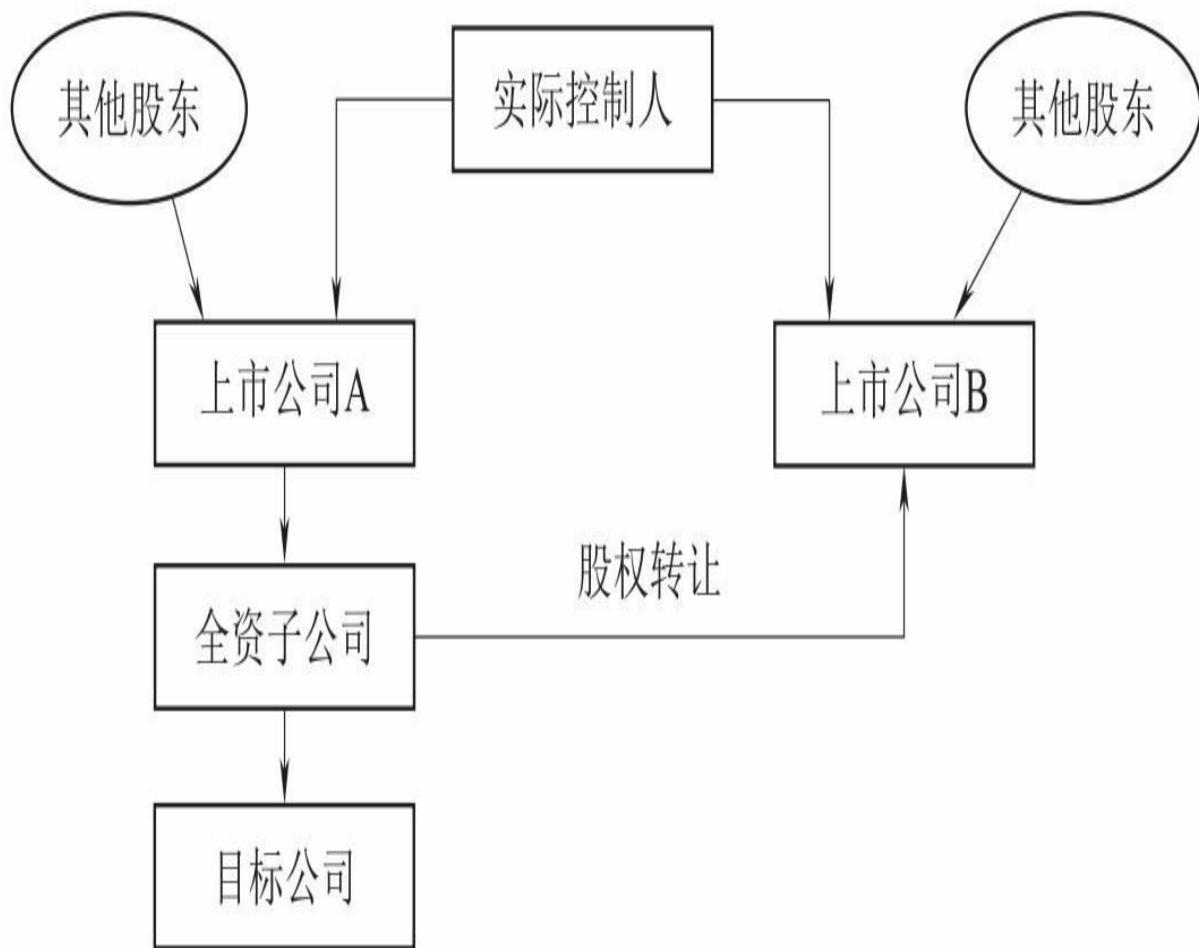


图1-2 两家上市公司的关联交易

我们后面会讨论什么是公司法人，什么是控制人，两者是完全不同的。两方的董事会应该独立讨论：一方应该考虑这个资产该不该卖，而另一方则要考虑它该不该买。如果发生交易，公允价格多少合理；而且买入一方的董事会，还需要考虑自己有没有能力经营好这个全新的业务。

独立董事还需要判断这个交易是仅仅对实际控制人有利，还是对公司的所有股东都有利；要判断这个交易在本质上是不是大股东个人在进行资产安排。然而，由于两个公司的董事会主席和所有独立董事都是重

叠的，所以，他们作为关联董事都回避了表决，而参与表决的董事会只剩下少数成员，他们都是控制人兼董事长的下属，不可能否决这笔交易。

这就是打了公司治理的擦边球，换句话说，其治理机制是有瑕疵的。董事长把个人意志凌驾于公司意志之上，这就很难让投资者安心地做一个长期的持股者。

至此，通过三个案例，大家应该对学习公司治理的意义有一些初步认识了。下面，我们给出关于公司治理的一个较为正式的定义。公司治理是一个包含多种制衡机制的体系，其目的是平衡公司内部各种复杂的利益关系。

公司是一个以盈利为目的的经济组织，是一个不同合约的集合体，涉及诸多利益相关者。这些利益相关者包括股东、管理者、代表股东利益行事的董事、员工、客户、供应商和债权人等。

所有的利益相关者，都有其独立的利益诉求。即使同为股东，控制性股东和小股东们的利益也不一致。不同的利益放在一起，就会出现矛盾和冲突。有些冲突，是短期的；而另外一些矛盾，则会长期存在。有些利益冲突，是根本性的，会决定企业的发展方向和业绩；而另外一些利益冲突，则没有那么尖锐，可以通过协商解决。

治理的目标，就是要设计出好的机制。治理机制的目标，在于防止利益矛盾把公司的前途毁掉，要努力保留各个利益方共生与共荣的机会。好的公司治理，可以让能干的人把企业带得更远，也为不能干的人保留一些退出通道。

比如，前面第一个例子涉及股东之间的利益冲突。熟悉公司治理的创业者，在注册公司的时候，就应该规避掉这些问题。但在现实生活中，很多人屡屡掉入这个坑中。他们在创立公司的时候，凭借的只是美好的愿望。他们对人性的弱点缺少洞察，也缺少理解，结果等问题出现之后，才发现很多应该在公司章程等文件中约定的东西，自己从来没有

认真考虑过。而前面的架构搭歪了，后边要修改，就困难得多。

总结一下，公司治理是一门平衡不同利益关系、保护公司顶层架构稳定健康的学问。这门学问涉及法律、经济学、管理学、公司金融、资本市场等多方面的知识。它很宏大，也非常聚焦。它是规则和方法，更是一种智慧、一套方法论。

## 本书结构安排

最后，我简单介绍一下这本书的结构。这本书共20讲。第2讲到第12讲，主要讨论有限责任公司的治理逻辑，讲解一些基本的概念。这部分内容，主要适用于早期的创业企业和中小型企业。后面7讲，主要讨论股份有限公司和上市公司的治理机制，内容偏重于大型企业。最后一讲是总结。这20讲的内容放在一起，基本涵盖了一家企业从小到大在公司治理方面会遇到的常见问题。内容的定位，是入门级水平，材料取舍以知识性和实用性为标准。

除了本书，还有两本非常重要的读物，一本叫《遥远的救世主》，一本叫《门口的野蛮人》，都是小说，请大家最好要结合本书，认真阅读这两本小说。这两本小说，我自己都读过很多遍，并且都写过读书笔记。

《门口的野蛮人》是基于美国历史上最大的收购事件写作的，内容翔实，是国外商学院常年使用的参考资料。认真阅读这本书，大家还会学到很多公司并购和资本市场方面的知识，会有意外收获。这本书非常经典，所以被改编成了一部同名电影，建议大家也抽时间看看。

《遥远的救世主》也是一本小说，作者叫豆豆。这部小说还被改编为一部电视剧，叫《天道》。我曾经多次向学生推荐过这本小说和这部电视剧，并和他们分享我的阅读经验，建议大家有取舍地去看一看。很

多学生都向我反馈，他们很喜欢这本小说，也很受启发。所以，我特别选择了这本小说作为书中的案例。

说来很有趣，《遥远的救世主》中的主人公叫丁元英，作者把他的身份安排成了我们清华大学1978级的学长。我入学的时候，78级的人还在，虽然人物可能是虚构的，但我看的时候总能联想到某些特定的人，所以，讲这个案例，我会有一种亲切感。这是题外话。

《遥远的救世主》是一本小说，内容很丰富，有多条叙事线索。比如，有一条爱情线索，也是故事的主线。小说塑造了一对超脱尘俗的男女，一种天上有、地上无的爱情，一段传奇而深刻的生活。两位主人公丁元英和芮小丹看待事情的视角独特、深刻，深刻到几乎就是一种上帝视角。这也是这本书引人入胜的原因之一。但我建议大家忽略掉这条爱情主线以及芮小丹作为警察的职业线索，而只关注有关格律诗公司的那条线索，把注意力集中在商业活动上。

建议大家先通读一遍小说，熟悉一下大的故事背景。然后，集中精力读第二遍，把重心放在王庙村的扶贫、格律诗公司的建立和运营、国际博览会上的降价、乐圣公司的诉讼，以及股东的退股和公司的新生这样一些事件上。

我建议大家在阅读这些章节的时候，不仅要关注每一个人物，关注作者怎样介绍他们、描写他们的心理变化，也要结合自己的生活经验，去体会人性。我们身边应该不乏类似的人物，他们其实和书中的人物一样，都会站在各自的角度提出利益诉求，用自己的方法来处理问题。

我甚至建议大家要超出我讲的内容，去思考书里书外的这些人。把阅读这些书当作一个自我修炼的过程。我有一个观念，不知道对不对，和大家分享：所谓学习，其实就是在某个特定领域的一次次修炼。修炼，重在自主思考、自我启发、自我提升。所以，无论看小说还是看电视剧，最初都是通读和通看。老师教课，本质上也是在这个层次。而真正的修炼、提高，则是大家自己围绕某一个细节“精读”和“精看”。

精读和精看，不仅要围绕某一点集中和专注地阅读与思考，还要善于前后跳跃、相互关联地去想前因后果，想场景与环境。甚至，还要善于把自己和身边的人也带入情境之中去反思。这样才有助于不断磨砺自己的思考力，悟出一些有独特性、有价值的感受，达到获取智慧的目的。教师的任务，是传授一些知识，这个过程顶多是让学生“觉”，而对于人生更重要的是“悟”，这只有通过自我修炼，才能达到。

一句话，课堂学习是有范围的，修炼则是无止境的。

## 第2讲

# 布局思维

## 为什么从商业模式开始来思考治理问题？

这一讲，我们要讨论的核心问题是：在现实世界，我们应该如何去思考治理问题，我们该从哪里下手。

## 万事都有逻辑

在讲这个话题之前，我们先看一段关于丁元英的小说情节。这是丁元英出场的一个重头戏，事关他的好友韩楚风在总裁争夺战中应该选择怎样的态度。小说中，对于这一段是如下描写的：

正天集团的总裁病逝，在遗嘱里向董事局提名韩楚风为总裁候选人。前总裁是正天集团最有威望的人物，遗嘱提名的分量可想而知。但提名并不等于决议，两名副总裁是当然的候选人，这使正天集团高层掀起了一场不小的风波。

韩楚风这时并非集团副总裁，只是正天商业大厦的总经理，在他的前面还排着两位集团副总裁。于是，争与不争，就成了一个问题。这也就是为什么在集团内要掀起一场风波的原因。以下是丁元英和韩楚风围绕这件事的一个对话，丁元英委婉地建议韩楚风主动退让。

丁元英说：“这事退后一步让条道儿请两个副总裁先过去，可能胜算要多一些，但不是没有失算的可能。只是事关重大，我担不起这个闪失。”

韩楚风淡然一笑说：“我尚没拿起，谈何放下？”

丁元英自己端起酒喝了一杯，说：“你办事老总裁放心，但董事局不一定放心。董事局关心的不是老总裁的遗嘱，而是利润。同时，这里还有一个资历问题，对你也是一个潜在的障碍。退一步，让两个副总裁之间的矛盾上升为主要矛盾，让他们去内耗，等他们斗得两败俱伤的时候，企业必然会蒙受损失，此消彼长，有个比较。当董事局看清楚谁是争权的、谁是干事的，自然就众望所归了，你才有可能树立真正的权威。否则，你一登上拳台就会促使他们先结成联盟，你很可能是第一个牺牲品。”

韩楚风问：“他们要是不内耗呢？”

丁元英说：“这是文化属性，不以他们的意志为转移。”

这是一个智者的出场。

记得我初读此书时，就是因为这个细节，一口气将该书读完，很是过瘾。说丁元英是一位智者，判断的依据就是丁元英这个人，活得有逻辑。智者与平常人的最大区别，就是智者能够超越表象，能够看到事物背后的逻辑，并且依据逻辑来看待事物、处理问题。

多讲几句。哲学家冯友兰先生曾把人生的境界分成四个层次。他说，第一层是“自然境界”，活在这个境界里面的人，做事完全由天性驱动，行为完全凭借本能。我们绝大多数人其实都活在这个层次里。第二层叫“功利境界”，按照冯友兰先生的定义，处于这一境界的人，遇事往往被“以自我为中心”的盘算所局限，这类人把自我利益看成整个世界的核心，也是他们思考世界的主要视角。

不能否认，我们绝大多数人是处在这两个境界之中的。公司治理体

系要处理相互关系的各种人、各种利益主体，往往也都活在这两个境界之中。本能和利益是驱使他们选择行动的基本动力，作为平常人，这并没有错。但是，既然我们要学习公司治理的智慧，就要力争把自己的境界提高一点，争取能看到事物表象背后的逻辑和规律。

冯友兰先生把人生的第三层和第四层境界称为“道德境界”和“天地境界”。他认为，处于这两个境界中的人，能够认识到个人与整体的关系、局部与整体的联系、自我因素和外部因素的分别，他们能够顺应天地运行的逻辑。

我自己的体会是，处于这两个境界的人，就是古人讲的“圣贤”。前者为“贤”，后者为“圣”。丁元英算不算圣贤，我不好断言，但从他不愿意帮助洋人劫掠中国股市的另外一段出场故事看，他是有道德感的。当然，这不是我们讨论的重点。

仅从丁元英为韩楚风出的主意看，他不是简单地被自利动机牵着鼻子走，至少不属于前两个境界。他在这件事上思考问题的境界，显然超越了自然境界和功利境界。他能够用动态的、发展的眼光来看待事情的本相，不囿于眼前的利益。这很了不起，这种境界和器识，超越了我们绝大多数人。

简单地说，丁元英的话是可以画出逻辑图的。多年来，我都喜欢用画图的方法来评判他人的想法和言论，来理解他人的思想和文章。有些人的文章是可以转化成逻辑图的，一步接着一步，一句话接着一句话，都是连贯的、演绎的，极少出现连接不上的思维跳跃。而另外一些人，言语宏大，貌似锦绣，却经不起画图。一旦试着去图解，就会发现其逻辑混乱，思想空泛。

《遥远的救世主》虽然是本小说，但其中丁元英的很多观念和言论都可以画出图来，这是我喜欢它的一个重要原因。有图，就可以让你顺着作者说了的以及没有说的话，去深入思考，获得更多的启发。

我试着把前面那段丁元英建议韩楚风不争的话，画了一张图，请参

见图2-1。

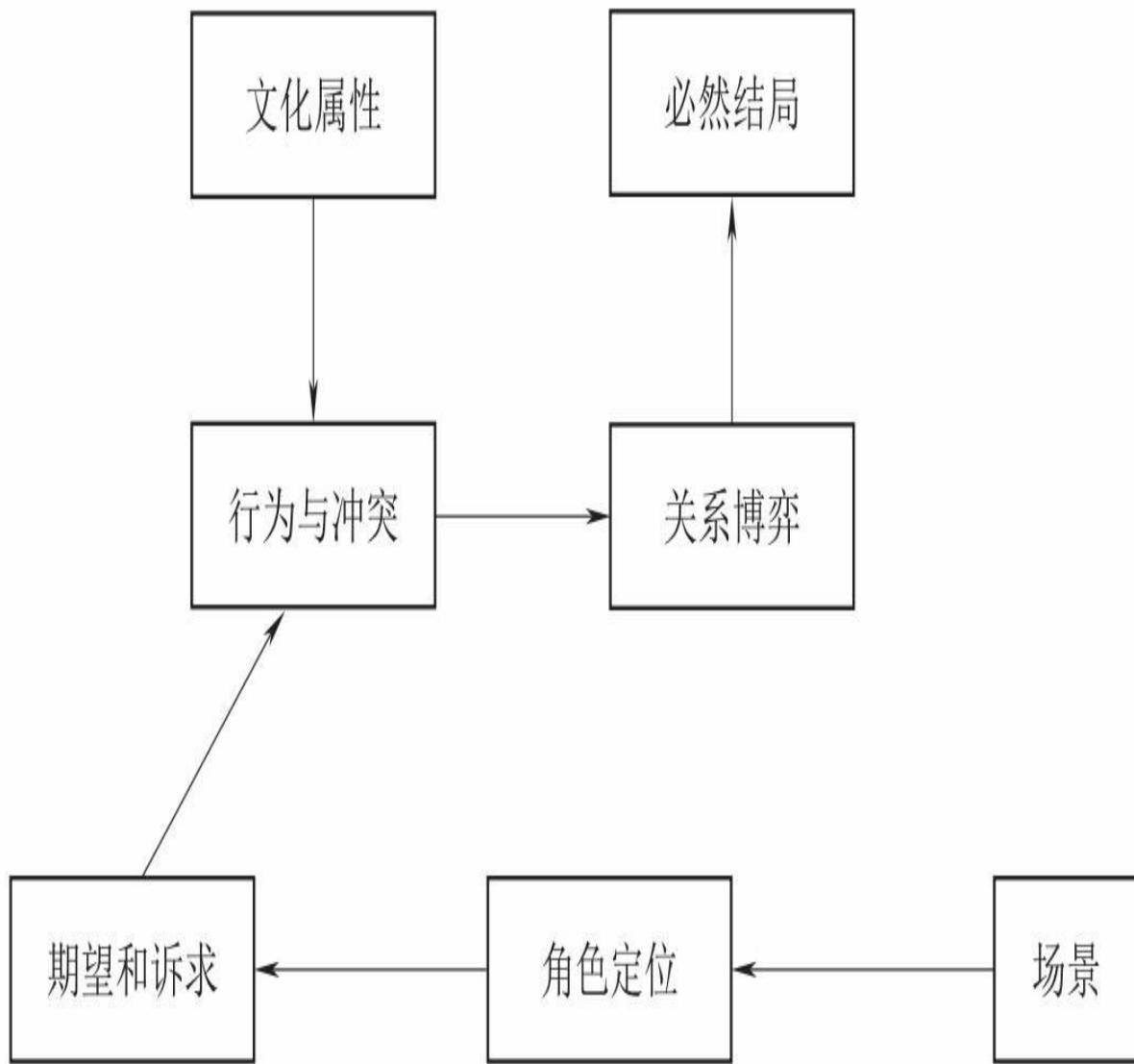


图2-1 丁元英的不争逻辑

这张图中至少包含了两个不同的场景：一个是韩楚风去争，最后成为两位资历更高的副总裁联手打击的目标；一个是韩楚风不争，让两个副总裁去争，反而可以后发制人。

一切因果皆起始于这两个不同的场景设计。按照图2-1中的线索，各个因素在逻辑上是环环相扣的。场景决定角色的定位和行为，每个角色对自己定位的不同，会引发完全不同的利益诉求。以两位副总裁为

例，在不同的场景下，他们争斗的对象是不同的，诉求和行动也会完全不同。这一点，不用多说。

利益诉求的集合，构成了特定场景下的利益结构。在不同的利益结构下，当事方发起冲突的方向和力量会有所不同。而韩楚风作为当局者，需要的就是找到一个对自己最有利的策略结构，然后在冲突过程中最大限度地保全自己和成就自己。一句话，韩楚风需要一个“治理机制”（governance mechanism）。

对于韩楚风来说，争与不争，构成了两个不同的场景。在不同的场景中，这两位副总裁及其各自的队伍，在角色定位和利益诉求上都是不同的，他们的行为也相应地会不一样。而韩楚风和两位副总裁，以及两位副总裁之间的关系，因场景不同，也是完全不同的，所以，他的策略也不同。而这一系列不同的背后，底层逻辑一清二楚：争是不争，不争却是争。

可以想见，如果韩楚风直接就采用“争”的策略，并且能够坐上总经理的位置，那时，他将遭遇两大副总裁、两班人马的全面抵制，将处于权力战场的风暴眼，很难以少胜多、以弱胜强。所以，他的不争，选择的不是结果，而是一个场景。通过选择场景，改变其他人的目标和诉求，以退为进。这也就是丁元英建议的实质。

我们从图2-1中可以清楚地看出这个逻辑。把图画出来，复杂决策立刻简化了许多。如何决策已经不用再多啰唆了，用丁元英的话说，关键看哪一个胜算更大一些。但在很多时候，我们并不会意识到有这样的分析工具，也不善于从细节上去解构一个决策。于是，我们常常看到很多人在苦思冥想，但始终不得要领。

## 治理结构，是布局

前面花了这么一大段来讲丁元英的故事，有些人可能早已耐不住性子要问：这些内容和公司治理有什么关系吗？

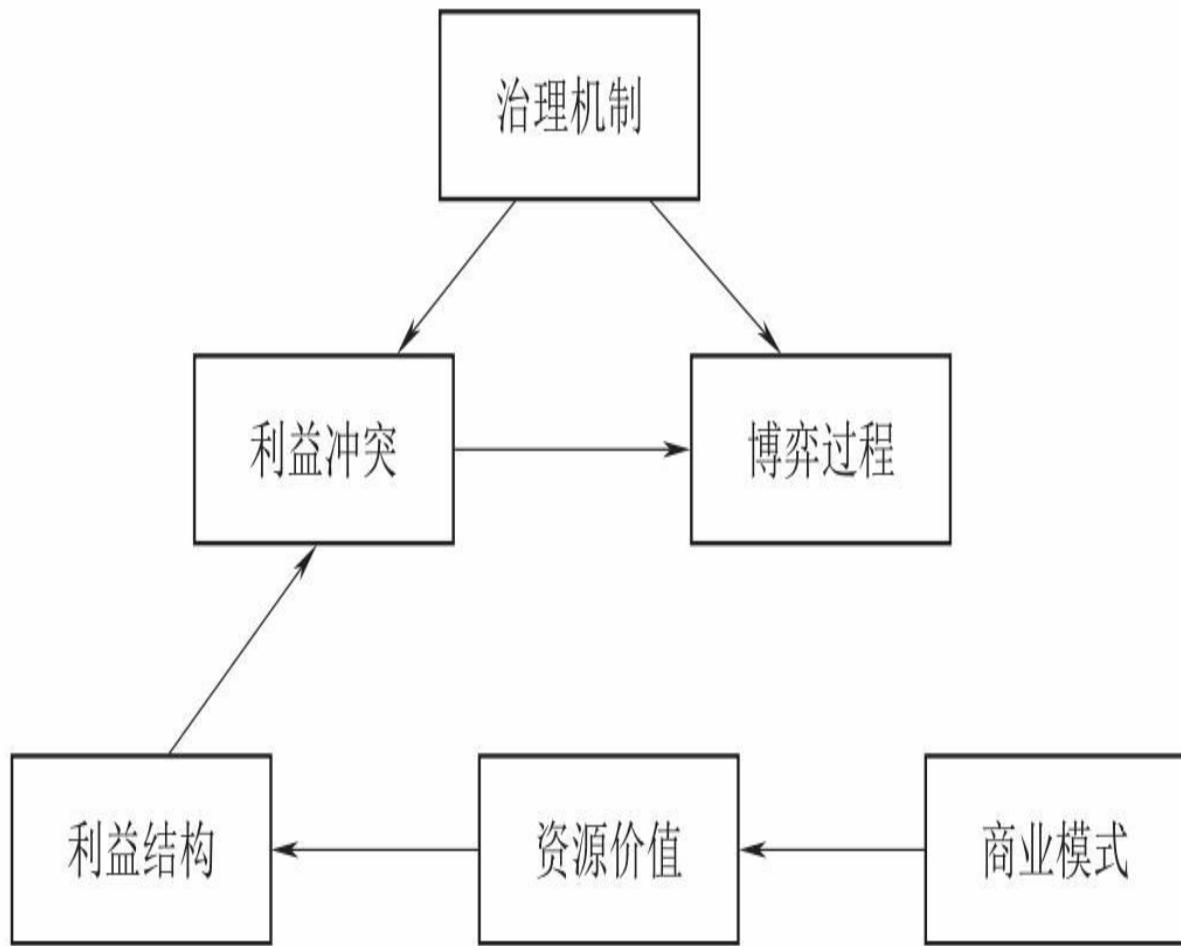
大有关系。我喜欢用“布局”来解释治理机制的形成过程。前面说的故事，本质上就是丁元英在帮助韩楚风布局。而设计出好的公司治理机制，也是布局，布一个整合企业内各种主要资源的局。在同属于布局的意义上，两者异曲同工。

也许在很多人看来，“局”不是一个好词。布局，似乎是在做圈套。其实，“局”的本义是局面、情势，并不是一般人理解的“圈套”的意思，它并不是一个贬义词。我们通常讲的“顾全大局”和“格局”这些词中的“局”字，都没有圈套的意思。圈套对应的，只是一种特殊的局，叫骗局。

从管理学的角度，“局”意味着一种资源局面，说的是各种资源以及这些资源相互之间的关系。所谓“布局”，并不是说要居高临下地把别人玩弄于股掌之间，而是把自己也变成局中人，站在合适的位置上去审视身边各种资源及其相互关系，然后把自己放在最有利的位置上，以便选择合适的时机，顺势而为。

布局不是做圈套，也不是强者的专利，而是一种处事的方法和能力。比如，韩楚风作为二级部门的一把手，很想在更高的位置上成就一番事业，可惜因为处于弱势地位，无能为力。他的选择本质上是决定要不要强求。丁元英旁观者清，能够从各种资源力量彼此消长的客观规律上，帮助韩楚风结合时间和空间布出一个有利于他的“局”。这就是境界，也是格局。

说回我们的主题。治理机制的设计，本质上就是类似的布局，即要根据企业的各方面资源及其相互关系，找到平衡各方利益诉求的恰当安排。在本讲的开头，我提了一个问题：我们应该如何去思考公司治理问题，该从哪里入手。现在，我和大家分享一下我自己的认识。我以为，就是要从看清全局开始，从思考商业模式开始。请大家参见图2-2，这是我理解的设计治理机制的思考之道。这张图和前面那张图异曲同工。



**图2-2 公司治理的基本逻辑关系**

任何一家公司都是通过某种方式把不同的资源整合在一起，进而创造出有价值的产品和服务，然后持续地满足客户需要。公司是营利性的经济组织。所有参与到公司行为中来的人，都贡献了某种特定的资源，其目的是分享今后的盈利。比如，股东提供资金，管理者提供专业能力，等等。

然而，在这个过程中，存在一个非常大的问题，就是大家对于投入资源的价值，在认识上高度不一致。不仅是对不同类型的资源哪一种更重要，大家莫衷一是；就算是相同的资源，比如资金，来自不同的股东，可能在价值评估上也大相径庭。关于自己所出资金的价值，大股东、小股东和同时兼任管理者的股东，他们的认识肯定不一样。劳动也

是如此。虽然劳动是企业发展过程中不可或缺的资源，但劳动也分简单劳动和复杂劳动，定价机制完全不同。

有些简单劳动很容易定价，很容易按照市场行情来支付劳动报酬。但另外一些劳动，像管理性工作、技术性工作，就很难定价，也很难支付报酬。有人也许会说，不是存在一个经理市场吗？但实际上，经理市场很难为优秀的经理人定价。股东都希望自己的企业有位卓尔不群的管理者，但他越是与众不同，他的贡献就越难通过经理市场来定价。于是，这时候就会出现一些不匹配和不平衡，包括资源提供者的预期收益和实际收益的不匹配，不同资源提供者预期收益和实际收益之间的不平衡。

这些不匹配和不平衡，会体现为利益诉求上的矛盾和冲突。这种矛盾和冲突，表现为一种不均衡的利益结构，并引发利益冲突，引发资源拥有者之间的博弈。当然，有些矛盾和冲突可以通过“再协商”（renegotiation）来解决，但另外一些矛盾则只有通过颠覆性地改变利益结构，才有可能取得再平衡。

这里之所以用了一个“有可能”，是因为有些冲突在本质上是无法解决的。引发这些冲突的诉求，在根本上是对立的，是个零和博弈。一方的所得，是另外一方的所失，所以，没有谈判空间。即使对于那些有谈判空间的利益冲突，开启谈判和完成谈判，也需要成本。降低这些成本，需要事先安排，核心是明确开启再谈判和再平衡的前提与规则。这种事先的设计，就是治理机制。

有效的治理机制，应该内嵌在公司的利益结构之中。利益结构合理，企业就会有合力，各种资源之间的协调效应就会得到显著的发挥。这是静态的观念。而包含治理机制的利益结构，从静态来看，可能会有所失衡，似乎对于资源的某一方更有利，但它在长期有助于维系资源的合力。

那么，如何去思考并且试图找到这种有效的治理结构呢？我的看法是从商业模式开始思考。这是因为，各种资源虽然对企业都很重要，但

在不同的商业模式下，它们的重要性和资源价值是不一样的。也就是说，不同的商业模式会使相同的资源形成不同的利益结构。这就好比前面的故事，还是那两位副总裁，在不同的场景中，他们的敌人是不一样的。场景不同，利益结构就会不同。如果韩楚风做了新总裁，他们会联手对付韩楚风；如果他们中的一位做了新总裁，那另一位就不会是同盟，而是对手。这种关系结构，就是一种利益结构。

利益结构决定了冲突的性质和大小，客观上也决定了潜在的解决办法。所以，设计出有效的治理机制，必须首先看清决定利益结构的资源结构，以及资源处于其间的商业模式。正如前面所言，商业模式不同，资源的重要性就会不同。所以，最初在利益结构上的争夺，都是起始于商业模式的，聪明的资源拥有者会选择更有利于自己的商业模式。所以，我们思考治理机制问题，必须要对利益居于其间的商业模式，有深刻的洞察。这不仅包括某一个时点，比如说创办公司这个时点的商业模式，还应该对商业模式的后续变化有个预判。这个内容，我们后面还会讲。

利益主体的诉求不同，会导致冲突。就像两位副总裁会开战，也会在一定条件下达成暂时的联盟一样，这都是由诉求决定的。绝大多数人活在冯友兰先生所谓的第一层境界和第二层境界之中，这些人的行为或起始于冲动，或起始于利益，通常容易预测，这就给智者留下了布局的可能性，给治理机制的有效设计提供了一个理由。

不过，这里说的有效设计，并不是一成不变的意思，而是指要在动态的过程中维系利益结构的效率，让公司的利益结构以及其中包含的治理机制，始终能够随着商业模式的变化而调整。没有什么制度是绝对好的制度。从本质上说，好的制度就是领先半步的制度，前面所谓的智者，就是在动态过程中提前预见、提前布局、提前调整的人。

以上就是我对治理机制底层逻辑的理解，也是对图2-2的初步解释。这张图中包含的不少知识点，我们会随着内容的深入，再进一步解析。现在，我只想请大家记住：思考公司治理的基础，首先是商业模

式，其次是投入资源的价值，以及随之而来的利益结构。

## 一个实例

给大家举个例子。

我从事公司治理的年头比较长了，所以，经常会有人请我帮他们看看公司的股权架构。在这些待诊断的公司之中，有一些公司的治理机制、利益结构和商业模式是脱节的。

比如，前几年有一家公司做转型，它原来是做To B（对企业）业务的，后来有了“互联网+”之后，又从线下往线上发展，想做To C（对客户）业务，就从BAT（百度、阿里巴巴和腾讯）挖了几位干将。这几位干将来了之后，和老板谈股权，似乎给了股权就可以把企业做成BAT。而老板又不懂互联网，想屈从于这几位干将，想把一定大比例的股权给他们，但又不是特别情愿，于是跑来找我商量。

我参加过他们的几次讨论会，发现最大的问题就是公司业务模式不清晰，新人和老人存在着深层次的沟通障碍。比如，几位干将熟悉互联网公司的流量逻辑，老人熟悉在线下做传统业务的方法，可是，双方的知识架构差异太大，很难在一个话语体系里讨论。在我看来，几位干将想要做以及能够做的事情，并不是老板想要的。老板想要的是线下业务的线上化，但新人因为不熟悉业务，不能真正理解线下业务的逻辑，所以，就很难完成线上升级的任务。毕竟，做线下的B端（企业端）业务是一回事，做线上的To B业务是另外一回事，而干将们对这两套东西都不熟悉，他们拥有的，只是过去做To C业务的经验。

这实际上就是两种完全不同的做事思路。这两种思路是格格不入的，将来打通也不容易。单从干将们这一面看，他们不熟悉业务，对于如何做线上To B业务，他们没想清楚。而最大的问题，是老板和干将们

完全没有办法沟通，于是，就形成了一个僵持的局面。如果老板不给股份，干将们不会倾心投入。干将们更关心老板能投多少钱，自己在新设立的公司中能占多少股份，将来上市或以其他方式套现，能赚多少钱。而老板这边，一方面觉得人才难得；另一方面，他也非常担心投入的资源会打了水漂。

老板在评价这几位干将对业务的理解时，私下里和我说，如果是招聘线下业务人员，他可能连面试机会都不会给这几位干将，因为他们完全没有从业经验。但是，现在要做的是“互联网+”，自己完全不懂，对方又是从BAT里出来的人，身份上有背书。而且，这几位谈起互联网业务时，那些专业词汇让老板很自卑，觉得高深莫测。所以，他有点举棋不定，动作上很矛盾。他一方面准备注册新公司，准备拿出较大比例的股权给这几位干将，但另一方面，又对这些事没有把握。

我给他的建议是，先把商业模式确定下来，再去讨论设立公司的问题，进而讨论股权分配问题。我和这位老板说，因为他要做的是To B业务的线上强化，而不是另外做一摊To C业务，所以，我觉得最适合的团队可能不是这几位从BAT出来的产品经理和工程师，而是传统软件公司里面做过项目的工程师。反正这位老板是下决心要做这件事了，所以，我建议他把股权问题先放一放，不妨暂时先花高薪把团队建立起来，什么时候商业模式想得比较清楚了，再衡量各种资源的价值，去考虑股权激励问题。在我的观念里，问题但凡能用现金解决，就不要轻易动股权。

其实，类似的情况，每天都以多种形式在我们身边反复发生着。很多人已经办理工商登记手续，股权都已经确定了，但商业模式还不清晰。商业模式不是一笔买卖，也不是前几笔生意中的套路，而是一种基于客户需求和市场竞争状况综合考量之后的盘算。没有清晰的商业模式，或者通向这种模式的思路，就没有办法衡量投入资源的重要性以及算计未来还需要投入什么资源。不做这种系统性的思考就把股权分完了，这就是在给自己埋雷。更可怕的是，很多人就是在网下载一个公

司章程范本，然后随意填写，觉得自己只是在做一件程序性的工作。

那么，该如何解决这个问题呢？我给出的建议是：把能不能画出一个相对清晰的逻辑图，作为商业模式是不是已经想清楚了的标准，然后，再去注册公司和设计治理机制。而且，最好有一位主导者，公司的股权能不稀释，就尽量不稀释。最好是能够约定一个任务上的标志点，在完成这个任务之后，再去讨论股权问题。也许这个标准有点高，但很多成功案例和经验使我坚信，这是一个有效的方法。

## 亚马逊的创业

举个知名公司做例子，就是贝佐斯的亚马逊。亚马逊现在已经是一家非常杰出的企业了，但把时光向前推30年，他和现在的很多创业者一样，也在黑暗中摸索。

不同的是，贝佐斯是一位智者，很有主见，也善于思考。他和主要成员画出了“亚马逊飞轮”，把一切事情都放在良好的起点上。他最先明确的，就是公司的商业模式，这一模式的基本原则，几乎30多年都没有变过。贝佐斯按照商业模式来思考资源的重要性，也由此确定了公司最基本的治理原则。

贝佐斯下决心进入互联网领域是在1994年。他发现，互联网领域在之前一年的发展速度达到了2~300%。他认为，一项技术或者说一个行业，如果是以这种速度发展，就一定具有极大的商业价值。他说，我们碰巧赶上了一个机会窗口，大商家在投入资源追求线上的机会，客户也开始在线上购买。这一定会促成一种可以被大家接受的新的商业关系。所以，这是一个千载难逢的创业时机。

可是，该如何切入电子商务这个领域呢？贝佐斯选择了图书这种标准化程度最高、最便于储藏、最便于物流运输的产品，并且出于成本的

考虑，把公司设在了华盛顿州，而不是大家普遍看好的加利福尼亚州。之后，贝佐斯确立了亚马逊商业模式的三个基本原则：客户至上、创造性员工和坚守长期主义。

1997年，贝佐斯给股东写了第一封信，那封信可以被认为是一个宣言。贝佐斯写道：

我们要对客户痴迷。从公司开张之日起，我们就全力盯准客户，为客户创造价值，并且让他们感到这种价值是无可拒绝的。我们意识到，互联网过去是，现在仍然处于“全网等待”状态。我们要向客户提供他们从其他渠道无法获得的东西。

1998年，他又写道：

我们要建立这个世界上最以客户为中心的公司。我们要把“消费者有敏感的察觉能力和聪明的辨别能力”当作公理来坚持；我们要把品牌信号建立在实际行动之上，而不是去耍什么花招。我们的客户告诉我们，他们之所以选择亚马逊，并且把这个选择告诉给他们的朋友，就是因为这里的选择多、界面操作简便、价格低，同时服务好。

这个逻辑后来被具象地画成了“亚马逊飞轮”，请参见图2-3。这个飞轮的逻辑持续驱动亚马逊的发展，一直到现在。

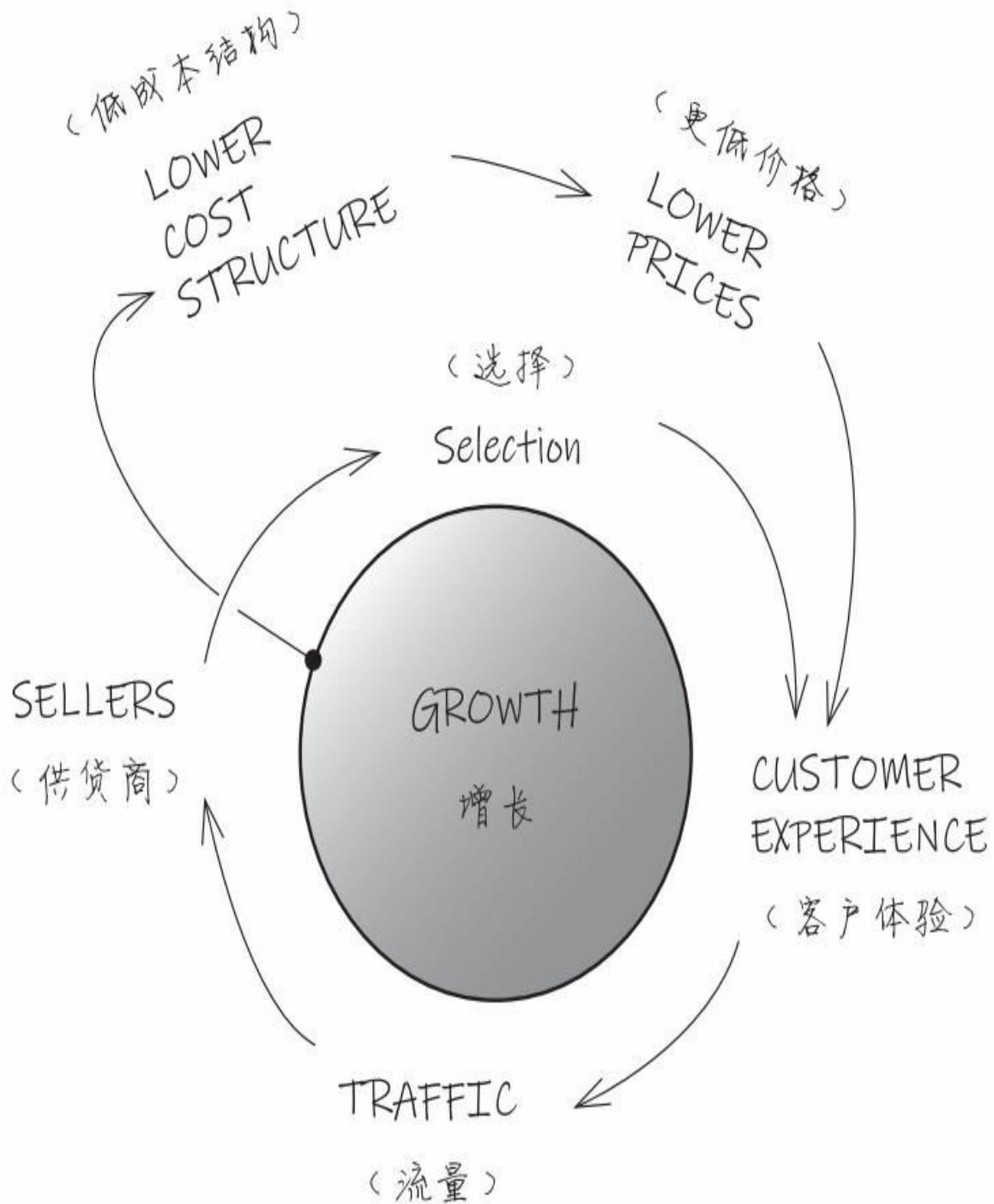


图2-3 亚马逊飞轮

贝佐斯知道，驱动“亚马逊飞轮”高速运转的最重要资源，是员工（包括第三方供应商），而不是钱。所以他说，设定高门槛，找到优秀的人，是我们未来成功的不二法门。我们要雇用和留住有才能的员工，

要多发期权，而不是现金，员工是不是能够像主人一样去思考，是不是因此实际上也成了主人，是我们能不能成功的关键。

亚马逊从创立之初就不靠烧钱获取流量，所以，它的外部融资非常有限，股权稀释的速度非常非常慢，这样，贝佐斯就保持了对于公司极强的控制权。而且，贝佐斯对于外部投资者的态度是以我为主，相当强硬。贝佐斯曾经写道：真正的所有权，要求长远地思考问题；反过来，带着长期主义的眼光看问题，也是真正所有权的必然结果。

他说，房主和租客想问题的角度是不同的。贝佐斯认识一对夫妻，他们把自己的房子出租给别人，租客竟然把圣诞树钉在房子的木地板上，而不是用一个固定圣诞树的架子。贝佐斯说，这是坏租客的套路，房主绝不会这么短视地做决策。投资者的情况与此类似。有些投资者就是短期的租客，他们非常快地变换投资组合。他们暂时“拥有”股权，实际上就是在“租”这只股票。所以，那些在市场上频繁买入、卖出公司股票的人，都是租客，而租客对于公司的价值是有限的，是不需要在意的。

2000年，互联网泡沫破灭，亚马逊的股价在一年之内跌掉了80%。贝佐斯在这一年给股东的信中，再次强调了三个基本原则。他写道：如果公司的竞争地位比一年前要好，为什么股价与一年前相比，却要低呢？投资家格莱欣说过：“在短期，股票市场是投票机；而在长期，股票市场则是一只称重机。”很显然，1999年，因为互联网的繁荣，股票市场上涌进了太多投票的人。这些人中只有很少数的人是来给公司称重的。而亚马逊却是一家希望通过股票市场来称重的公司。

通过贝佐斯和亚马逊这个例子，我想和大家再次明确的是：商业模式和利益结构是思考治理问题的基础。这一点，后面我们还有进一步论述。太多的中小型公司在注册和分配股权的时候，是完全忽视商业模式的。这是一个误区。

以上关于商业模式、资源价值和利益结构之间相互关系的说明，是我研究公司治理问题的一个体会。图2-2是关于商业模式、资源价值和

利益冲突之间关系的分析框架，希望对大家有启发。

下一讲，我们将讨论思考治理问题的博弈思维。

# 第3讲

## 博弈思维

### 如何建立治理机制的预见性？

上一讲，我们讲了要从商业模式、资源投入、利益结构的角度，去思考治理机制的问题。核心观点可以概括为一句话：思考公司治理问题要有预见性，要有布局思维。

## 布局与博弈

局，就是局面。布局的前一步，是审局。审局要透过现象看到本质。简单地说，就是要想清楚做一件事到底需要什么资源、这些资源之间的相互关系如何，以及这些资源关系会发生怎样的变化。只有以很好的审局做前提，才能布局，才能将自己安放在合适的位置上，让各种资源帮助自己达成目标。

审局和布局，需要知识，需要阅历，需要修炼。有些同学进入社会不久，所以，我更建议大家先建立起修炼的意识，然后，带着修炼的意识，去学习知识，增长阅历。

与布局思维既紧密联系又有一定差别的思维方式，就是博弈思维。这一讲，我们就结合小说《遥远的救世主》，来讲解什么是博弈思维。可能一些人还没来得及认真读这本小说，所以，我们这一讲，就多介绍

一些小说中的内容，和大家分享博弈思维这个概念。

在《遥远的救世主》中，恋爱中的芮小丹向丁元英提出要一个礼物，这个礼物就是她想让丁元英利用自己的智慧，帮助王庙村脱贫。王庙村是一个贫困村，什么都没有，唯一有的就是最朴素的吃苦精神、最强烈的致富动机。

丁元英有一套在二十几年前就价值40万元的音响。这套音响系统的独特效果，来自他自己设计的独特推法，一个用双组分功率放大器去推动一对音箱的技术设计。一套音响系统包括音源、功率放大器系统和音箱三个部分。音源系统完全可以外购，功率放大器也可以外购，丁元英的设计思路是用两套放大器系统，推一对音箱，所以，音箱就必须自己来做。

王庙村的村民冯世杰和音响店的老板叶晓明，按照丁元英的独特设计为芮小丹手工仿制了一对音箱。音箱中用的是乐圣公司的旗舰套件，把两组套件装在一对音箱中。这套音响的效果不错，因为音箱中木制的部分都是手工制作，质量比流水线上生产的音箱要好，但价格并不高。

显然，这可以满足一部分发烧友的需求。因为真正的发烧友，往往都是根据自己的喜好和预算来自己组合设计音响系统，而不会像普通人那样买一个固定品牌的成品。于是，丁元英的整个扶贫计划，就围绕着在王庙村建立一个手工制作音响系统这个思路展开了。

丁元英主持成立了北京格律诗音响有限责任公司，然后，将他的设计方案无偿地捐献了出来，后来用格律诗公司的名义申请了专利。格律诗公司不需要操心音源和功率放大器，这些都可以由发烧友根据他们自己的喜好去外购。格律诗只需要考虑如何把机箱打磨到极致就行了。当然，除此之外，格律诗公司还委托王庙村生产机柜和音响中的金属连接件。

这个计划的核心部分是解决音箱中的套件外购问题。芮小丹的那套音响，只需要两组套件，采购量不大，属于正常情况。但如果格律诗公

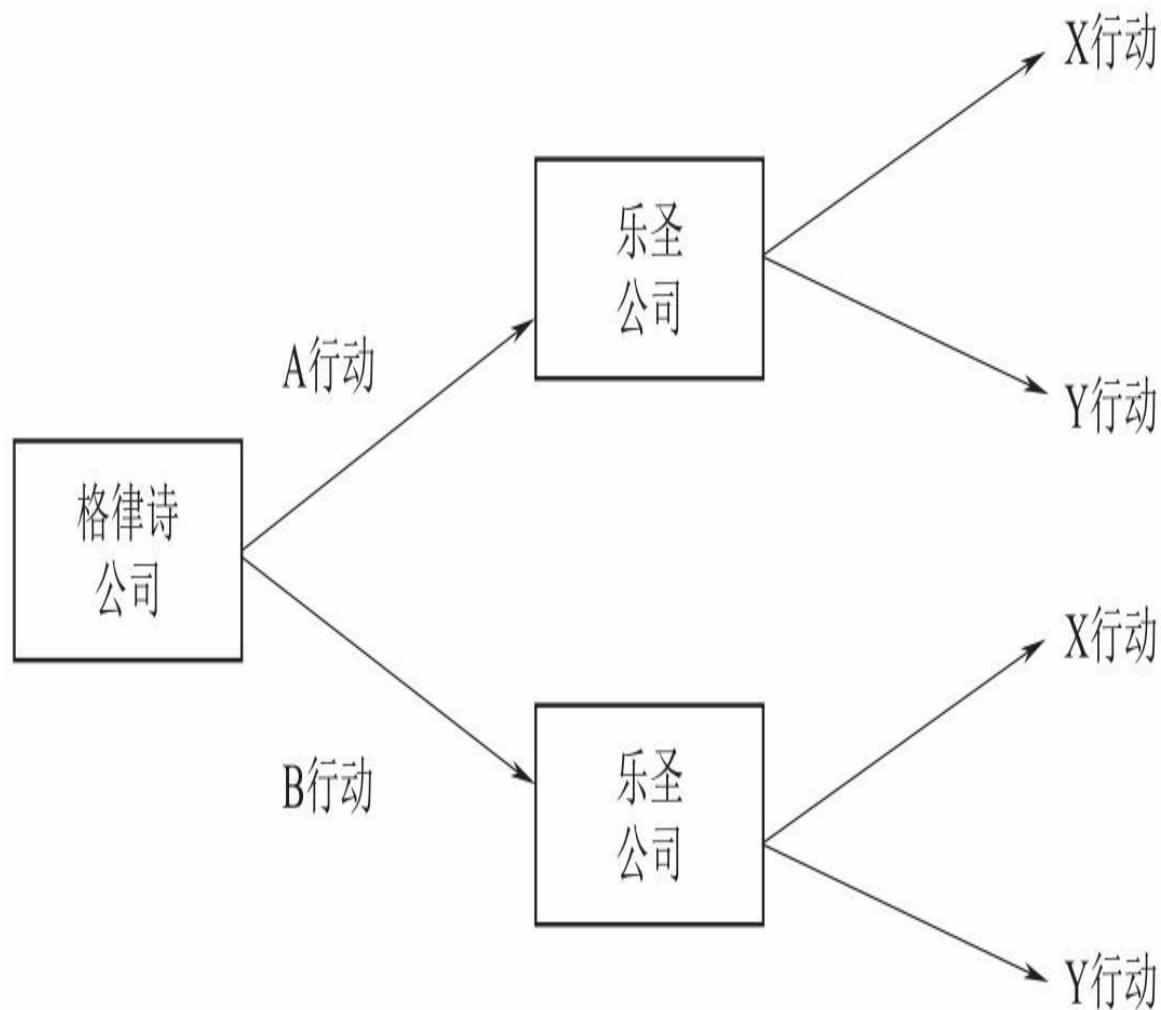
司正常运营起来，乐圣作为中国音响界的知名品牌，它还会不会让格律诗公司用自己生产的套件，在市场上生生分走一块份额呢？乐圣会不会也找一个什么贫困村，抄袭格律诗的技术，做类似的事情呢？

这个计划的另外一个问题，是格律诗公司该如何确立股东、搭建稳定的架构。格律诗公司和王庙村的生产农户之间，又该建立怎样的关系呢？如果说前一个问题涉及市场竞争和商业模式，后一个问题就是一般意义上的公司治理问题。其实，这两大类问题是密切联系的。商业模式和竞争战略，是思考公司治理问题的基础；而公司治理机制如果不健全，竞争策略也不可能得到施展。

解决这两大类问题，都需要布局思维和博弈思维，这一讲，我们主要通过分析丁元英和乐圣的斗智斗勇，来学习博弈思维的方法论。

## 博弈架构

首先，我给大家介绍一点博弈论的基础知识，帮助大家建立博弈思维的基本框架。请大家看图3-1。



**图3-1 博弈的逻辑过程**

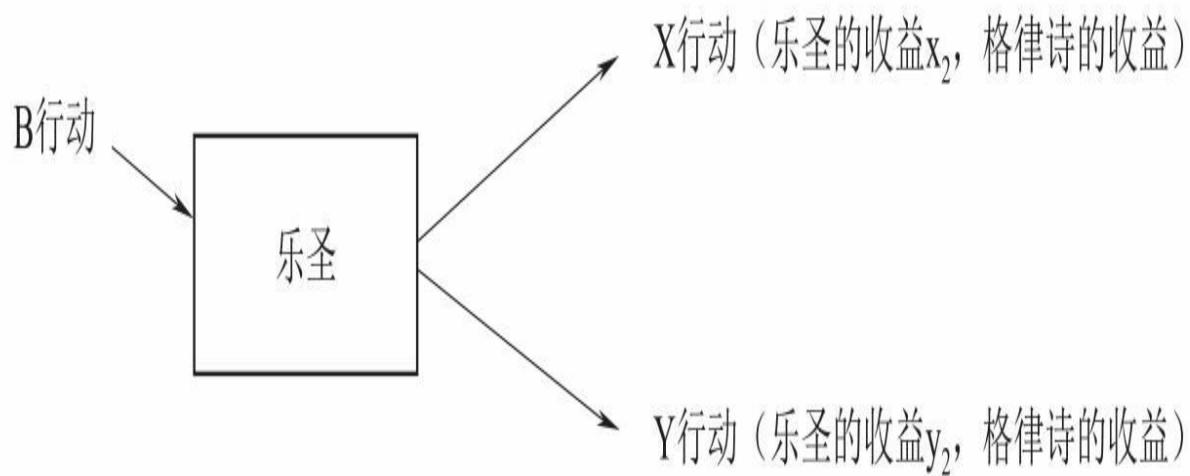
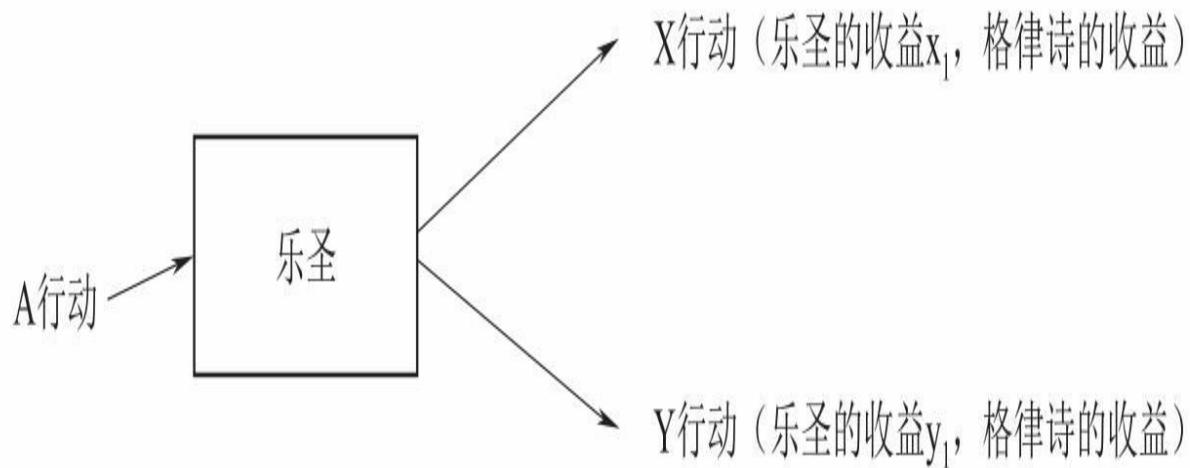
在这个图示中，有两个博弈主体：格律诗和乐圣两家公司。假如格律诗公司先行动，乐圣公司后行动，这种博弈有先有后，有时间顺序，叫作“序贯博弈”。我们熟悉的“囚徒困境”，是两个囚徒同时出招，属于“静态博弈”。静态博弈可以有多阶段，描述的是另外的场景。懂得把你遇到的事情，刻画成一个可以用博弈思维去探讨的问题，是一种能力。这一点，我们在书中不展开讲，请大家自己慢慢去体会。

图3-1表明，乐圣公司有两个行动：X行动和Y行动。而格律诗公司希望乐圣公司采用X行动，那么，格律诗该怎么办呢？请一定记住：布局思维的一个要点是把对手作为一种资源，一种可以转化的负资源。而

博弈思维的要点，则是要学会“站在对手的角度，从后往前想”，英文叫backward induction，学术上的翻译叫“逆向归纳”。

为什么要站在对手的角度呢？正如图3-1中显示的那样，无论你选择了A行动还是B行动，你出完招，就该轮到别人行动了。而别人行动，是基于别人自身的利益去做选择的，要看哪一种行动对他自己更有利。所以，如果用博弈思维，就要把自己放在次要的位置，优先站在别人的角度去思考问题。这就是在图示中要从最后一步开始解博弈。问题的核心，是“从后往前想”，或者叫“根据别人的可能反应，去思考自己该怎样做”。

从后往前想，可以把博弈的第一步完全去掉，于是图3-1就变成了图3-2。



**图3-2 博弈的最后一步**

从图3-2中，我们可以看到：乐圣究竟选择X行动还是Y行动，是由它在双方不同行动组合下的收益决定的。也就是说，乐圣公司要选择 $x_1$ 、 $x_2$ 、 $y_1$ 和 $y_2$ 这四个收益中最高的一个，然后再确定究竟是采取行动X还是行动Y。如果 $y_2$ 是最高收益，它一定会选择Y行动，这是由它的利益最大化动机决定的。

当然， $y_2$ 是乐圣根据它做选择的那个时点所能拥有的信息计算出来的。我们从小说和改编电视剧中都可以看到，最后的选择完全是基于误

判，而误判来自信息的不完全。小说中是这样描写的，林雨峰是乐圣公司的创始人和董事长，赵青是总经理：

赵青把手里的材料放到林雨峰面前，说：“北京这家公司想订购旗舰套件，只要喇叭和分频器，不要接线柱、接线盒和阻尼板，每月要100套，合同期一年。一家公司一年吃进1 200套，这个量说大不大，说小不小，志伟拿不定主意，就把资料托人带过来了。我看了看也吃不准，还是来找你拿个意见。”

林雨峰翻阅了一下《格律诗音箱使用说明书》和《时代音响》发表的《柏林五国专家十款音箱大测评纪实》的文章，笑笑说：“这么老套的招法居然还在有人用，不可思议。这公司还挺能闹腾，什么背景？”

赵青说：“格律诗公司是今年3月份开业的，当时店里只经营音响机架一种产品，总经理叶晓明以前是乐圣的古城代理商。……格律诗公司是由三个发烧友参加和一个女投资人控股的有限公司，四个股东都是古城人，生产基地在古城。

林雨峰问：“格律诗公司已经买走了多少套件？”

赵青答道：“志伟查了一下，叶晓明清理货底时用两对乐圣旗舰调换了6套套件，今年一月又买了30套，一共36套，能做18对格律诗音箱。他们往欧洲发了10对，现在手里还应该有8对。四月份这款音箱在他们店里摆出来了，售价是11 600元。喊价够黑的，欧洲价都喊到3万了。这种1加1的设计够野的，也不怕行家笑话。”

赵青说：“这单生意从我个人考虑，我觉得这个量并不是很大，每月100套只能做出50对格律诗音箱，不应该对咱们有影响。他们毕竟是用咱们的单元，这本身就是对乐圣旗舰的评价和宣传，况且供货权掌握在咱们手里，根据情况随时都可以给他们断货。”

林雨峰沉思了许久，说：“给他们，但不是每月100套，而是一年一次的1 000套。价格上多做点让步，得让他们算下来比每月进100套划算，往1 000套里赶他们。如果是100套的零打碎敲，这单生

意就不谈了，他们真想要就到柜台拿零售价去。”

赵青一怔，停了片刻说：“你是说，他们的音箱根本就卖不出去。”

林雨峰点点头说：“中国音箱没有过硬的牌子很难打进欧洲市场，万元级音箱在国内也不可能有规模市场，他们很快就会发现市场不是他们想象的那么回事。如果按每月100套的思路去谈，不管纸上写多少，实际能执行的只有第一个月的100套。100套摊到12个月里每月才划8套，还谈什么价格和特殊要求？给他们1 000套，然后等着他们退货。这是一锤子买卖，但是让咱们给他擦屁股就不是原来的价了。”

林雨峰说：“通知营销部认真策划一下，买进6对格律诗音箱，价格定高点，多要几本说明书，多搞几本这一期的《时代音响》杂志，根据格律诗音箱在欧洲的事实结合咱们的需要撰写推销词，给6个重点城市的直销店每店放上一套，把格律诗音箱当成托儿，把格律诗公司当成乐圣公司的品牌秀。”

看到这里，你就该知道林雨峰做判断、做选择的逻辑了吧。他是依据自己的经验、逻辑和丁元英设计出来的格律诗公司的表象来做判断。很多人在读小说的时候，都很自然地产生了疑问：丁元英为什么不把他的整套计划告诉叶晓明、冯世杰，甚至欧阳雪？我以为，就是为了这个博弈，为了让乐圣做出这个致命的误判，他要保密。

有些人在读小说的过程中，感觉丁元英的话不多，而且都不说透。就算是对格律诗的股东，也不交底。不仅对小股东不交底，连被他拉进来的大股东欧阳雪，也常常不明就里。我个人的看法，这就是做生意的艺术，也算是企业家精神的内在部分。在什么场合，话该讲到什么程度；在什么时间，该交待什么事情，企业的主导者对此必须要有拿捏的能力。

## 博弈中的行动

丁元英整个计划的要点，是要在1998年5月份举办的北京国际音响展览会上通过有震撼力的降价来为格律诗公司造势。请注意，我这里用的是“有震撼力”这几个字。

什么是“有震撼力”？两层含义：第一，东西足够好；第二，降价的幅度足够大。所以，他之前的所有工作都在为这个“有震撼力”的举动默默地做铺垫。

首先，是东西足够好。双组分设计下的音质是有竞争力的，这从丁元英自己的机器、芮小丹那台仿制的机器，以及欧洲实验室的评价报告中，都得到了验证。王庙村的农户是给力的，纯手工制造，不要命地打磨、喷漆，这也是乐圣等公司机械化生产线根本做不到的。这是满足一部分发烧友基本需求的本钱。

当然，好东西也是真贵。因为贵，格律诗在北京开的店面里，根本就没卖出去几台。但这些都不重要，这是教育消费者的过程，也是树立“高质高价”这种品牌形象的过程。

格律诗公司的铺面开在了音响店比较集中的地段，旁边还有几家著名的音像制品商店。所以，在将近一年半的时间里，潜在的购买者一定会对“格律诗”这个品牌有一个初步的认识，起码不陌生。他们看到的，是品质好但价格昂贵的音箱。一对箱子的零售价要11 600元。至于公司实际上卖出几台，消费者既不关心，也无法知道。

格律诗一号怕仿制吗？怕！所以，样机摆在店里之前，格律诗已经申请了7项专利，这就把大公司模仿这种“双组分推法”的路给彻底断掉了。接下来，格律诗又在欧洲得到了认证，并且不管真的假的，人家在欧洲的一线城市有了4家总代理商，售价是7万多元。由于用了乐圣公司的套件，乐圣也买了6台放在它自己的店面里，这无形中又是一种加持和推广。一句话，到了第二年国际音响展开幕的时候，格律诗的消费者

教育已经做得非常透了。

这构成了“有震撼力”的第二个要点。于是，大幅降价给消费者带来了冲击。

这个大幅降价降了多少呢？

批发价从7 600元降到了3 400元，零售价从11 600元降到了3 900元，降幅超过50%。关键用的是乐圣旗舰产品的套件，而乐圣公司的展厅就在旁边，东西是一样的，乐圣的产品价格却高得多。这就形成了震撼力，形成了冲击力。格律诗公司不仅500对音箱一销而空，而且形成了更重要的口碑效应。

然而，这个计划丁元英事先和谁都没有交底。直到展会开幕前的头一天，他才把降价的计划向欧阳雪、叶晓明他们明确提出。后面，我们会看到叶晓明明确反对而且和丁元英对峙的段落，正是凭借欧阳雪绝对多数的股权，丁元英的计划才得以实施。

这里多说一句题外话。我读这部分的时候，一直有个担心：按照丁元英的筹划，展会的第一天是预热，什么动作也不做；展会第二天才开始降价行动。而叶晓明一方面不同意降价，嫌赚得太少；另一方面，他不愿意，也特别害怕和乐圣公司正面交锋。所以，我总担心他会在展会的第一天和乐圣的朋友发几句牢骚。此外，刘冰和他那两个帮忙的朋友也不是省油的灯。这也是一个博弈。建议大家自己也试着用博弈模型分析一番。

其实，这本书让我捏一把汗的地方，还不止这一处。正如大家在前面所看到的，丁元英的最初采购计划，是每个月进100套，一共订一年的合同，共计1 200套。这个合同向乐圣公司传达的信息是，我就是小打小闹，不会和你形成正面冲突。但1 200套确实不是个小数字，所以，才有赵青下不了决心，去请示林雨峰，最后一次性供货1 000套的致命错误。

我担心的是，当格律诗拿走这1 000件乐圣的旗舰套件之后，叶晓

明他们在店里整整安装了几个月。林雨峰满心盘算的是格律诗会在一两个月之后退货，但实际上国际音响展览会在9个月之后才开始。林雨峰这时稍加调查，就会发现格律诗公司的情况不对，但林雨峰什么都没做，这是我担心的地方。唯一的解释也许是乐圣公司的企业文化提倡“只有矛，没有盾”。

这个话题我们到此打住，不去深入讨论了，毕竟是一本小说。俗话说，无巧不成书。不过，如果是商场的实战，我倒建议大家一点细节都不要放过。不要怕别人说你是杠精，魔鬼都在细节里面。

回到博弈思维的决策树上。我们看图3-2，如果要让乐圣选择Y行动，那就一定要把乐圣公司可以感知到的 $y_1$ 或者 $y_2$ 搞得大大的，要让这两个数值远远大于 $x_1$ 和 $x_2$ 。这包括两个层面的工作，一个是故意释放一些信息，让乐圣看到的信息可以支持 $y_1$ 和 $y_2$ 这两个数额比较大的结果。另外就是根据在 $y_1$ 或者 $y_2$ 的选择下，格律诗的收益哪一个大来决定前一步选择A行动还是B行动。然后，确定A行动或者B行动的细节，并且一步一步地实现它。

这就是用博弈思维来设局的基本逻辑：先把博弈主体和博弈关系想清楚，再去想这些博弈主体的欲求和可能为之而采取的行动，行动的顺序是怎样的，在不同的行动组合下大家又各自能够得到什么。以上这些内容想得有点眉目了，就可以画出像图3-1那样的决策树，然后再去考虑如何获得自己想得到的结果。

一句话，我们在学习博弈理论相关知识的时候，是别人给定决策树，我们解题。而在现实世界中的博弈思维，使用的顺序刚好相反，是在决策树的大框架下去分析背景条件，从而让博弈活动走向你期望的结果。

## 博弈理性

不管是商业模式的设计、企业战略的选择、各种资源关系的建立，还是安排利益结构或治理结构等，都需要使用博弈思维。我之所以选择《遥远的救世主》这部小说作为案例，第一是看重了它的综合性，它提供了一个商业活动的全场景。在丁元英的局里，既包括市场竞争战略，也包括财务与融资，还包括公司组织和治理。第二，就是这本书里各种博弈环环相扣，非常耐人寻味，特别适合静下心来做思维训练。

比如说，在格律诗降价促销、一炮打响之后，乐圣公司的整个行动，我们都可以用博弈思维来复盘。而复盘之后，你会发现林雨峰虽然很认真地参加了由18位中高层组成的讨论会，但他忽略掉了很多有价值的发言和观点，他一直被“老虎屁股摸不得”，以及“只有矛、没有盾，最好的防御就是进攻”这种观念所裹挟，从一开始就缺少必要的博弈理性，进而偏离了最优路线。

坦率地说，虽然乐圣公司和林雨峰这个人物都是小说作者豆豆虚构出来的，但现实中这样的人不少。以我有限的从业经历，二三十年中也见过不少这样的老板，很有杀气，非常敬业，非常努力，但没有清晰的思路，缺少格局和器量。格局，是认知能力。“格”是动词，“局”是资源关系，放在一起就是把复杂问题条理化的能力。而器量，则是控制情绪的能力。善于控制情绪，行动起来就会慢半拍，从别人的角度看，就是有包容力。

那么，怎么能使自己有格局和器量呢？我修养不够，没有答案。但作为读书人，我有一个方法，可能对大家有参考价值。这个方法就是画图。

首先，要像贝佐斯那样思考，想着怎样把驱动商业活动的逻辑图画出来。而要画出这张图，就必须要说清楚“因为...，所以...”，必须要多问几个为什么，否则逻辑关系难以理顺。不仅图可能画不出来，就算画出来，和别人也讲不清楚。

其次，画图需要时间，会让人的头脑反应变快，动作反应变慢，这就有助于制怒。其实，我一直觉得念书的作用不在于学知识，而在于让

人做事靠谱。所谓做事靠谱，骨子里就是动手之前，先想想后果。这就是一种博弈思维。

如果我是林雨峰，在那个重要的讨论会上，就不会先发言，定下调子“要起诉”。董事长定了调子，底下人的所有讨论都会不知不觉地有倾向性。我也不欣赏林雨峰最后做出那样一个总结性发言，决定高调出击。公司里有大大小小各种会，很多会其实都不需要高调。一般来说，越是高层的会，越不需要大喊大叫。

面对类似的情况，我也许会在纸上画出下面这个逻辑图，请参看图3-3。

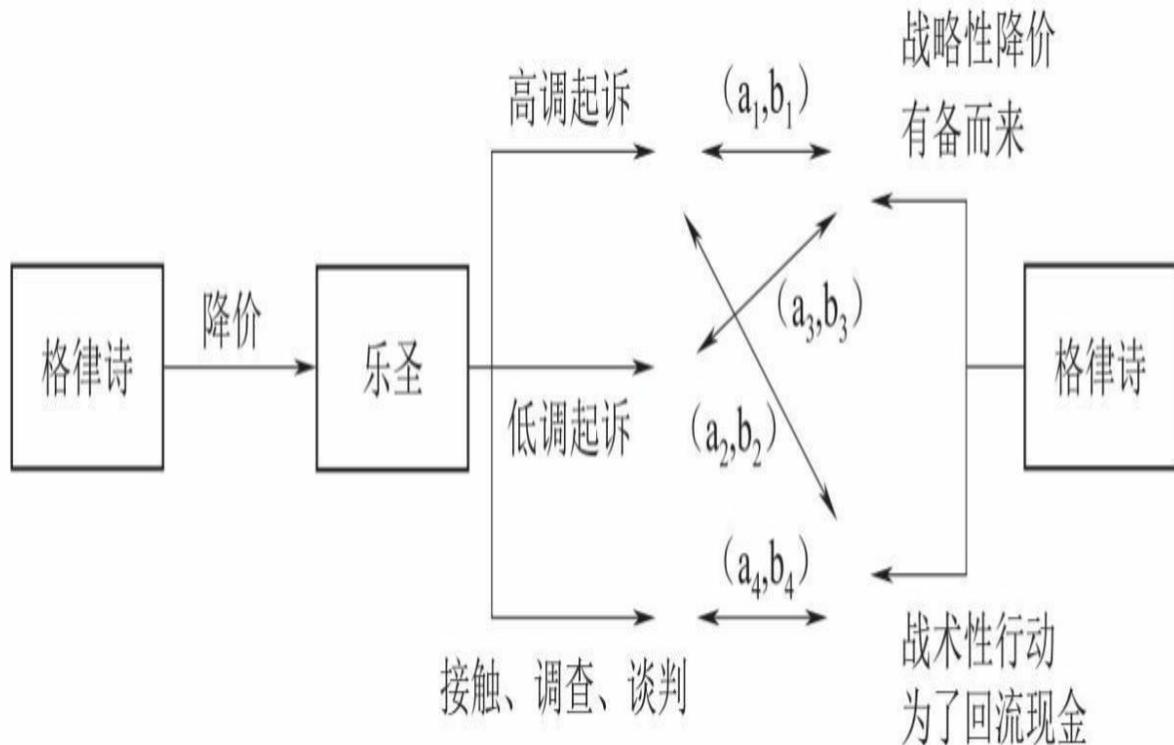


图3-3 乐圣的诉讼博弈

我会结合这个图，去尝试着思考格律诗的降价，到底是蓄谋已久、有备而来，是一次战略性的行动，还是利用国际音响博览会的机会趁机降价促销、回笼资金。人事部经理在会议上提到了这个问题，但没有引发深入的讨论。同样，财务部经理也提到了另外一个重要的切入点，也

被一笔带过了。

也许我是书呆子，总觉得如果林雨峰手边有一张图，他的图可以比我画得更全面、更细致，很多问题都会被有逻辑地追问下去。这种追问的意义在于以下两点。第一，这次会议会让乐圣进一步采集证据，做进一步的调查，以获得更多、更准确的信息，而不至于被律师牵着鼻子走。第二，如果 $a$ 代表乐圣的收益，乐圣的不同行动针对格律诗的不同情况， $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$ 、 $a_4$ 都是不同的。乐圣可以在不同行动的收益对比中，重新判断采取何种行动可以让自己收益更大，进一步理清行动的细节。

我的图示里面有一点没有考虑，就是格律诗公司今后使用其他公司的套件继续生产的可能性。如果这次倾销完全是财务性质驱动的，这就意味着它的商业模式已经走到了尽头。一个公司几乎“亏本”式地清仓，“失败”过一次了，它还会再来一次吗？对于这样一家只剩下技术专利的公司，除了和它打官司之外，还有其他方式可以获得格律诗音箱的专利吗？如果想向外界传递信息，维护乐圣的品牌和声誉，把格律诗彻底消灭，是唯一的办法吗？我觉得，追问这些问题，都是非常有意义的。它会让思考非常接近现实。

可惜的是，林雨峰完全没有这样做。相反，他被自己的偏执逼上了绝路。用他自己的话说：人，原来是可以被憋死的。林雨峰死了，但乐圣并没有死。乐圣如丁元英预计的那样和格律诗、王庙村走到了一起。丁元英也没有成为英雄，他的做法引发了广泛的关注和讨论。只是，这一切林雨峰都没有看到。

商业竞争、股东合作，本质上都是博弈。博弈思维和博弈理性，都是在博弈中有效保全自己的基本功。博弈思维，我们前面讲得比较多了。下面，我们说说博弈理性。

“博弈理性”这个词是我根据实践经验和观察总结的，我的能力还不足以给它下一个定义，但在实践中我感觉到它确实存在。它表现出来的，就是眼界、格局和器量。这些东西也许和本性、认知与阅历有关，

也许还有其他的影响因素。

林雨峰缺少这种博弈理性，书中的另一个人物叶晓明也没有。叶晓明绝对是个聪明人，特别适合做执行类的工作。做职业经理人，他应该非常称职。但这个人的格局和器量都不够，很难成大事。这种人必须要见得足够多，踩过足够多的雷，才会成长。

相比林雨峰和叶晓明，格律诗后来的接盘者肖亚文是个有大智慧的人，可以说是巾帼不让须眉。小说中有这样一段描写，很能代表她这个人的眼界。

肖亚文说：“……不管是谁控股，都得预留出一块股份准备吸收一个人，这个人就是冯世杰，他是连接公司与王庙村的纽带。除非公司改变宗旨和经营方向，否则，没有冯世杰的格律诗是与王庙村走不了多远的格律诗，而吸收冯世杰入股的先决条件是，等公司胜诉没风险了，等格律诗与乐圣的合作成定局了。”

欧阳雪说：“我这儿你不用考虑，只要不让我管公司，股不股份的没关系。我就认一个傻理儿，守住餐馆就能活命。别的事再好，我去做可能会饿死。”

肖亚文说：“没股份不行，这公司少了谁也不能少你欧阳雪。”

欧阳雪说：“这话就是假客套了。”

肖亚文微微一笑，说：“问题是，假客套不能当饭吃。格律诗扶起王庙村之时，就是格律诗受制于王庙村之日，而格律诗的价值也就在于此。万一将来公司不行了，我就把音响店改成餐馆，有你这么多年的经验垫底，我也饿不死了。”

肖亚文在格律诗官司缠身的时候，就可以看到胜诉的希望，而且还看到了格律诗将来可能会受制于王庙村，不能不说她的眼界超于常人。

这一讲，我们从博弈的架构、博弈者的行动，以及博弈理性的角度

讲了博弈思维。这种思维对于处理资源关系，对于布局，非常有帮助，也是设计治理机制的一个基本功。有关博弈思维的内容，我们在第10讲还会接着讨论，到时会结合一个真实的案例来说明：股东之间的关系，本质上也是一种博弈关系，我们需要用同样的思维观念去布局。

# 第4讲

## 主导者的使命

### 谁是治理体系的第一推动者？

第2讲和第3讲，我们讲到了布局思维和博弈思维，大家也许马上就会问：这是谁的思维，公司的思维，还是某个人的思维？我的答案很简单：是人的思维，是公司主导者的思维。

2003年，美国有两位学者发表了一个非常重要的研究结果，他们以世界500强企业为样本，发现由创始人主导的公司或者由创始家族控股的公司，其业绩无论从销售额方面看，还是从利润上看，都比其他公司要好很多。就我个人来说，看到这篇文章是非常兴奋的。原因在于，多年来我研究过不少企业，直觉告诉我：一个企业能够走多远，领导者的作用是关键性的、决定性的。特别是对于创业型企业和中小型企业，主导者对于企业的持续成长，至关重要。

然而，很多公司治理研究，对于主导者个人的作用是忽视的。这也和“公司治理”主要发端于欧美大型公司这个历史背景有关。但是，欧美社会和中国社会在组织与控制的文化背景、方式方法上有着极其显著的区别。比起欧美企业，不仅是中国企业，包括中国其他类型的社会经济组织，主导者都对结果有着更大的影响力。很多组织，其实就是主导者个人生命和意志的一种延伸。

我们的讨论就建立在这样一个认知基础上。也许这只是我个人的偏见，但坦率地和大家讲，这种“偏见”来自我对于历史的学习，也有对现

实生活和企业实践的观察，其认知过程经历了怀疑和反复，但近些年来越发明确。这种“偏见”不仅是我思考公司治理问题的底色，也是我思考整个管理问题的基本支撑。这就是为什么我会以这样的方式来设计体系，编排内容。这一点，我需要和大家讲清楚，并欢迎大家批评指正。

我们可以假定多数公司都需要一个主导者，公司治理机制的设计和不断完善，就是主导者的重要任务。于是，主导者就需要围绕着公司的利益结构做文章，把利益结构作为思考治理机制的支点，以保证公司的长治久安。而要做到这一点，我认为主导者的思考应该按照如下的逻辑展开。

第一，主导者要做足够且充分的调查研究，对每一种重要资源拥有者的能力、诉求、期望有明确的认识。第二，要能够把分散的利益诉求整合到一起，要有从高处向下俯视的认知视角，有把局部联系在一起，进而看到全局的意识。只有这样，才有可能看到我们讲的利益结构，而不是只看到零散的利益诉求。第三，要有预见性，要肯思考，应该对不同商业模式下、不同时间点上，企业的利益结构会发生什么变化有所预见。

建立公司，虽然不敢说是百年大计，但起码会让我们投入几年、十几年甚至几十年的时间，所以，非常值得我们在开始之前，把事情想得尽可能清楚。有一句话，叫作：天下武功，唯快不破。这句话，也许在商业行动上有道理，但在创办公司、设计治理机制的问题上，我认为不尽然。特别是在最初阶段，治理机制设计的“快”，很可能因为埋雷太多导致后来的“慢”；而前面速度“慢”一些、慎重一些，可能意味着后面的“快”。

所以，这一讲是围绕着主导者讲的，核心就是四句话：先把事情看透，再由事看到人，再看清利益结构，最后设计治理机制。下面，我依次加以说明。

## 先把事情想清楚

把事情想清楚，这是第一步。好的主导者，必须要明确自己想做什么事，通过怎样的资源整合，可以达成目标。在这个过程中，要不断了解、比较和权衡各种资源拥有者的能力及其诉求。这个工作在专业上也叫“尽职调查”（due diligence）。

尽职调查，是设计商业模式，讨论股权安排、并购方案的基础，也是最关键的一步。还记得丁元英第一次到王庙村走走看看吗？丁元英说是走走看看，简单吃顿饭，了解了解情况，但实际上他就是在做初步的调查研究，为思考商业模式，以及后续创办公司、搭建合理的利益结构寻求基础。

小说对此做了这样的描写：

丁元英跟着冯世杰出了冯家院子。王庙村有100多户人家，村里也只有两条十字相交的主街道。他们沿街漫步，冯世杰在向丁元英介绍村里情况的同时，也不时地回应一些跟他打招呼的乡亲。两个人没用多长时间就把村子转了一遍。

转完了街道，冯世杰特意把丁元英带到几乎闲置的村民委员会、废弃的小学校、基督教堂和那间不久前曾经给芮小丹做过音箱的木工工作坊。

返回冯家的路上丁元英问：“这村子里有没有在哪方面有技术专长的人？”

冯世杰答道：“不多，能说得上话的就更少了。周国正、吴志明和李铁军几个人会点木匠活儿，志明的技术好一点。国正以前在县里的翻砂厂干过，后来厂子倒闭就回来了，就是你刚才在院子里见到的那个小伙子，听说技术不错，当时在厂里是生产骨干。再有就是村东头的刘大爷以前在古城机械修造厂干车工，早就退休了，现在也是在家里种地。”

丁元英问：“这几个人跟你都是什么关系？”

冯世杰回答：“远近都沾点亲，农村差不多都这样。丁哥的意思我明白，我说的这几个人都是我很了解也比较说得来的人，都是实实在在的庄稼人。”

这天晚上酒桌上的气氛很热烈，大家围绕着农村的现状、各自的家庭、各人的苦恼以及思变的愿望等话题谈了很多，丁元英从大家无拘无束的牢骚、议论和无可奈何的叹息里了解到了许多情况。

我觉得，以丁元英的见识和聪明，经过这次走访，他对于格律诗公司的方向已经有了基本的判断。王庙村是一个贫困、落后的村庄。在这样的村庄里，不可能创办出一流的音响公司。

王庙村当然也有最重要的资源——王庙村“穷”。穷，会带来两样东西：第一，是吃苦精神。绝大多数穷人都肯吃苦，而且，是一般人不可承受的苦。第二，穷则思变。一旦穷人能看到脱贫的方向，那将爆发出无穷的力量。所以，格律诗公司赖以生存的基础，就是王庙村因为“穷”而产生的“忍”和“能”。这就是丁元英后来说的，可以“在夹缝里面求生存”，要“忍人所不忍，能人所不能”。

叶晓明和冯世杰虽然为芮小丹仿制了一套音响，并且制作了质量上乘的机柜，但这只说明木工活不错，还不足以由此让一家音响公司生存并且发展。虽然小说中没有写，但我个人以为，丁元英并没有打算让格律诗公司慢慢地成为一家真正的音响公司。他无非就是想给王庙村找一个机会，让吃苦精神转化成脱贫的希望。

然而，全中国这么大，肯吃苦的人多得是，后来者也多的是，怎样才能让王庙村吃苦的努力可以持续获得回报，而不会被后来者超越呢？这就需要一个护城河。所以，必须要修建一个护城河，有了这个护城河，实现王庙村脱贫这个目标，就有希望了。至于之后还会发展成什么样，那就事在人为，看当事人的努力和造化了。

在小说的叙事语境里，其商业模式的核心就在这里。丁元英的计谋也很简单，就是抓住乐圣这个头部企业，然后通过自己的精心计划，把格律诗公司打进这家头部企业的供应链，让王庙村农民的生产努力可以持续变现。一句话，丁元英的目标并不是按照常规创业的思路去打造一家音响公司，而是要建一个满足细分市场需要、依靠手工作业的生产基地。

丁元英没有把这个计划向其他几个参与者全盘交底。作为事情的主导者，他能有的只是较大的胜算，而不是必然的结果。在这个意义上，他没有必要把自己的设想一五一十地和参与者说得那么清楚。由此，我们作为旁观者，就能感受到丁元英的打算和叶晓明的初衷实际上差异巨大。我以为，叶晓明的胃口不会这样小。也许正是因为给芮小丹仿制过一套音响，让他产生了一种幻觉：自己可以成就一家好的音响公司。

这一小节的描述，是对图2-2中“商业模式”这个概念的一个解释。商业模式，是一个高大上的词，其实最简单来说，就是你要干什么，怎么干最容易成事。

## 主导者与参与者

一个公司要想成功，必须要有主导者。我这里讲的主导者，并不是指一般意义上的召集人或是牵头者，而是具有企业家精神，能够深入思考、主持大局的人。企业家精神，是企业发展中最核心、最宝贵资源。关于企业家精神，目前大家比较强调它是一种创新精神，一种勇于冒险的精神。其实，企业家精神中非常重要的部分，是筹划与控制局面的能力。这一点，后面我们还会具体讲。

几乎所有成功的公司，都存在一个优秀的主导者，比如华为的任正非、阿里的马云、腾讯的马化腾。主导者不仅仅是事务上的组织者和企业的精神领袖，还是精准的判断者、业务的筹划者，是果断的决策人。

以阿里巴巴为例，曾有知情人评论说，马云要做的，他自己都不会做；而底下人虽然不知道为什么这样做，却可以做得很出色。这就是对主导者和参与者的特征最清晰的描述。

一家企业要想成功，往往做事的人，或者叫参与者，相对好找，而主导者却很难找到。所以，那些风险投资公司或私募公司在决定是否投资一家初创公司的时候，首先看的是人，也就是主导者。如果主导者可以，做的事靠谱，投资者往往有信心投资，并愿意帮忙把团队凑齐。比如，在前段时间关于互联网轰轰烈烈的投资活动中，第一轮投资，往往主要看创始人和想法；第二轮及以后的投资，则逐渐看产品和团队。这体现了我们说的主导者和参与者的逻辑。

对于格律诗公司而言，主导者就是丁元英，叶晓明、冯世杰和刘冰就是参与者。主导者和参与者之间最大的区别，就是主导者可以审时度势地去做大判断，拿大主意。他不仅有这个意识，而且有能力。哈佛商学院的诺里亚等人研究了20世纪2000多位美国商业史上的主导者，发现他们都有一个共同的特质，叫“情境智能”，就是在复杂环境中辨识方向、利用资源、果断创新的能力。

其实，对于一家公司而言，最重要的问题就是：要往哪里去？现在做什么？下一步做什么？无数案例告诉我们，如果这些问题想不清楚，公司的方向就是模糊的，行动的节奏也必然混乱。公司总有把初始投资花完的一天，钱花完了，自己还没有在市场上真正站住脚，那又该怎么办？难道永远都是走一步看一步？主导者最重要之处，就是在行动之前，能够做深入思考，把这些事想得比较清楚，谋定而后动。

大家从小说中可以读到叶晓明、冯世杰和刘冰的种种行动。他们每天也在忙碌，但他们的行动，都是在执行层面的，缺乏高度，所以，他们只能是参与者。叶晓明和冯世杰满心希望的，就是丁元英这个救世主能够给他们画出一条成功之路，而他们按照丁哥交待的去做，就能够到达成功的彼岸。这就是丁元英所谓的“弱势文化”，是一种“得救文化”。

在我们身边，像叶晓明这样的人并不少见。他们渴望成功，但缺少

高度和眼界，缺少见识和深入的思考，他们没有明确的方向和计划，更没有差异化的打法，他们凭借的只是热情和愿望。很多人在“想干什么”和“能干什么”这些基本问题都没有想清楚的时候，就已经出发了。虽然他们非常辛苦，吃苦精神也非常令人尊敬，却很难达到预想目标。一家公司能够成功，有一位头脑比较清楚的主导者太重要了。我们常说：三分努力，七分运气。我体会这个努力，并不仅仅是体力，更大的成分是脑力。

有了主导者和参与者的概念之后，我们就可以接着讨论前面提到的第二步：结合事情来看人。为什么要看人？这是因为，有限公司最初投入的资源主要是人力资源，特别是核心人员。而后边产生利益冲突，也往往是这些最初的参与者。所以，把人看好、用好，把他们的心理期望控制好，是主导者必须要做的功课。

借事看人，包含以下两个层面的东西。第一是，公司需要什么样的人，他们应该具备怎样的能力；第二是，公司现有的参与者怎么样。这些人的期望和他们的能力，他们可能对公司做出的贡献与他们对自己的评价，以及随之而来的利益诉求之间，是不是有很大的差距。

这些年，因为顶着公司治理专家的虚名，经常会有人来找我出主意。坦率地说，因为对人头不了解，很多时候我都委婉地回绝了这些要求。不是我不帮忙，实在是无法提出我自己都有信心的建议。理由只有一个：我对业务模式不甚了解，对团队里的人员更不了解。

现在，关于公司治理有一个很大的误区，就是过于强调制度，而忽视具体的人。我一直秉持一个观念：放之四海而皆准的治理模式，是不存在的。有效的治理结构，一定是针对具体的业务场景、商业模式，针对具体的人员和团队，针对具体的利益结构，都有着很强的人头色彩。越是早期的公司，治理结构与人的能力、秉性，关系应该越密切。

其中的逻辑是这样的。我们明确了要做的事情之后，就要把相应的人放在各个关键的位置上，分兵把守。这就是“摆人头”。一个组织，无论哪一个层级，都存在着摆人头的问题。而治理结构，就是在公司的顶

层摆人头，然后解决人头之间的利益平衡关系。所以，主导者应该先在心中明确：按照事情的逻辑，需要几个核心的人。这些人应该具备何种能力，以满足他们的任务要求。然后，再对应工作要求来判断，现在的参与者在能力上是不是胜任，以及今天胜任，明天是否胜任。

我们可以试着思考一下，格律诗公司通过建设一个有品牌的生产基地让王庙村脱贫。这样一件事，需要几个核心人员？

冯世杰肯定是需要的。他熟悉王庙村的情况，能够有效地组织生产；而且，他对王庙村有情感，扶贫的事情也是因他而起。叶晓明应该也还好，但不是不可或缺。为什么呢？因为格律诗公司的前端要把店开到北京，需要一个可以跑跑颠颠，负责和各方联络的人。叶晓明开过音响店，做过其他音响公司的代理，熟悉这个行业，他和冯世杰也是朋友。这个人从总体上说，也是合适的。

不过，相比于冯世杰，叶晓明的情况很微妙。格律诗的目标是给王庙村的农民找一条致富的道路。在这个商业模式中，冯世杰是不可替代的，而叶晓明不是。我认为，如果没有后来的退股风波，叶晓明能不能长期胜任股东兼总经理的职务，可能还真不好说。叶晓明对格律诗公司的期望更高，头脑也更灵活，因此，我甚至怀疑如果没有退股风波，他会不会和冯世杰在未来公司发展方向上也产生争执。这些都是很值得深思的。

至于刘冰，我觉得是个多余的人，做股东肯定不合适。而且公司越往后发展，他越没有价值。成事不足，败事有余。刘冰在整部小说里都是一个非常值得细品的人，他代表了一类人。我们身边有不少人，学历比刘冰高，身世比刘冰好，但他们的思维方式和行为方式，和刘冰没有本质区别。创业团队中有这么一个人，还持有那么多白来的股份，早晚都是麻烦。

从商业上来理解一个人，无非从两个方面来看：第一，看他的能力水平和资源价值；第二，看这个人的人品和心胸。看清这两点，都要经历事情。看前者，相对容易，但看后者比较难。往往只有在出现利益分

歧的时候，才能看到一个真实的人。但麻烦的是，等看清一个人的时候，我们可能有一部分命运已经被握在了这个人手里了。正是因为这个，我一向对在做什么还不清楚时就优先谈论股份分配的人敬而远之。

小说中，关于散伙的那一部分，描写得比较细致，我特别建议大家反复看看。人在绝大多数的时间里，都处于顺境或是过着平常日子。这个时候我们看到的所谓人品和心胸，其实都是表象。只有到了逆境，一个人的本性才会显露无遗。

叶晓明入股格律诗的时候，是欧阳雪为他垫的资。换句话说，如果公司赚了钱，他相当于是用欧阳雪的杠杆为自己赚来了加倍的回报。但风险来了，他却第一个提出退股，要保证自己那点投入完璧归赵。这个人的人品是有问题的。刘冰就更不用说了，可以说是做小人一步到位，连叶晓明都看不起他。只有冯世杰在退股的过程中还心怀愧疚，一方面觉得对不起欧阳雪，另一方面还不忘保护王庙村的那个生产基地。

叶晓明们还有一个更大的问题，就是心理学上讲的达克效应，容易固执于自己的判断，容易看到自己辛苦的价值，会把成功归因于自己的努力，而忽视业绩背后更为根本的决定因素。事实上，如果没有丁元英的图纸和那套价值40万的样机，格律诗是无法生产出像样产品的，它和叶晓明已经破产的旧音响店没有区别。而没有丁元英的面子和关系，叶晓明和刘冰也不可能在北京开店，不可能使用正天大厦设施良好的仓库，以及和先前的甲方同行们高谈阔论的机会。但当公司运作起来、初见成效之后，他们似乎都忘了这些。

这就是冯友兰先生所说的，活在第一或第二个境界中的人，凡事从自己的视角出发思考，盘算的是自己能看到的那点蝇头小利。由这种人主导公司，顶多只能维持温饱，无法成就大事，所以，公司的控制权落在他们手里，一定会带来后患。

丁元英显然看透了这一点。所以，要完成芮小丹出的扶贫题目，就必须要控制整个过程。这也就是为什么当叶晓明和冯世杰送丁元英回家的时候，丁元英明确提出投资方至少应该持有51%的股权，以保证投资

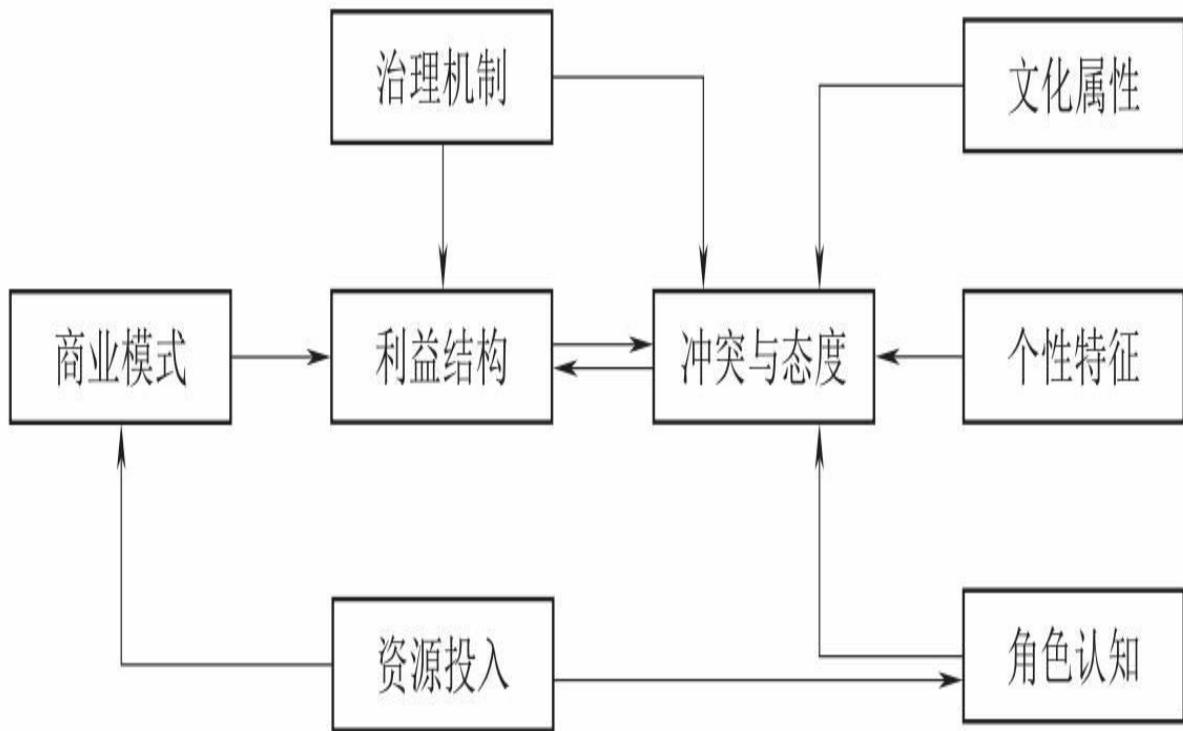
方在决策权上最大限度规避风险，并在这个基础上给其他人的股份垫资。

总之，一个公司要能在竞争中取得成功，必须要有丁元英这种活在第三个或第四个境界中的人当主导者。这种人有深入思考的愿望，更重要的是，他们还有深入思考的能力。而所谓深入的思考，不仅包括对于业务方式的设计，还包含了对于人性的洞察。这种能力，就包含在我们常讲的“企业家精神”之中。

## 预见冲突，防范冲突

前面，借助小说《遥远的救世主》中的场景，我讲了对主导者角色的认识。下面，我把它的一般逻辑画成图4-1，希望能把零散的讲述体系化。

按照图4-1中的逻辑，一个公司组建好之后，不同资源就被投入到某一个商业模式之中。比如，在格律诗公司中，欧阳雪和其他股东都是公司出资人，欧阳雪是单纯的出资人，她投入的资源是资金；而叶晓明等人还是公司的管理者和雇员，除了投入资金，还投入了劳动。资金和劳动，都是资源。



**图4-1 理解利益冲突的一个视角**

资源进入公司，就围绕着特定的商业模式形成了利益关系。商业模式不同，资源的价值就会不同，企业形成的利益结构也不同，所以会出现利益诉求上的种种冲突。这一点，我们在前面讲过了。

股东之间的利益冲突可以分为三大类：第一类是商业模式的原因，导致所有者自我认知的资源价值和其得到的回报不一致，因而产生了矛盾和冲突；第二类则是随着时间的变化，资源价值发生变化（在一定程度上也和商业模式的演变有关），因而产生利益诉求和利益满足上的矛盾和冲突；第三类是由分配方式的“不公平”而导致的冲突。这里，“不公平”又是一个主观的概念。

公司治理中讲的冲突，绝大多数都来自理解资源价值的角度和方式。这是因为，利益分享的硬标准只有一个，就是大家提供资源的能力和价值。比如在一个公司中，有多少业绩是由资金因素带来的，有多少是由劳动因素带来的。资金因素和劳动因素都是贡献，怎么衡量一块钱

的资金和一小时劳动的价值。比如欧阳雪的资金和刘冰的跑腿，资源价值上到底怎样衡量？刘冰不是说，累的累死，闲的闲死。当然，欧阳雪也会说，没有我的资金投入，哪里会有格律诗公司。另外，同样是劳动，叶晓明在北京的对外联络和冯世杰在王庙村紧盯生产，哪一个又更重要呢？

这类问题是普遍存在的。特别是在小公司里面，每个人每天都做了什么，大家都看得清清楚楚，每个人都在无时无刻、下意识地进行比较。而对某种资源的价值衡量、高低判断，在多数情况下，当事人和其他人的评价是不一致的。通常，当事人会认为自己的劳动是不可或缺的，是至关重要的；而其他人从另外的角度来看，这个劳动甚至是不合格的，或者是可有可无的。这种认识上的差异通常会藏在心里，往往只有在矛盾爆发的时候，才会表现出来。

在发生矛盾冲突的时候，有人会说，总有说理的地方。其实，如果让独立的第三方去复盘并判断各种资源的应有价值和实际价值，得出的结论很可能是不同的理。这个理甚至会和争执的双方都不一样。这在学术上叫“不可验证性”。认知活动本身具有极强的主观性，这决定了争议的事后评判和事后解决非常困难。这也就是为什么事前的治理机制设计极为重要。

我们再来看利益冲突的解决，通常需要如下几个方面的变化。第一，改变资源所有者的认知方式；第二，改变资源所有者的个性特征；第三，改变冲突产生的人文环境，也可以称之为“文化属性”（这和小说《遥远的救世主》中的文化属性有所不同）。这三个因素，我都画进图4-1里了。

在利益冲突出现之后，只有改变这些因素，才会有助于解决冲突。但现实的情况是，这些因素很难改变，所以，促成认知改变非常困难。大家可以参看图4-2，其中描述了促成利益诉求者认知变化的基本逻辑。

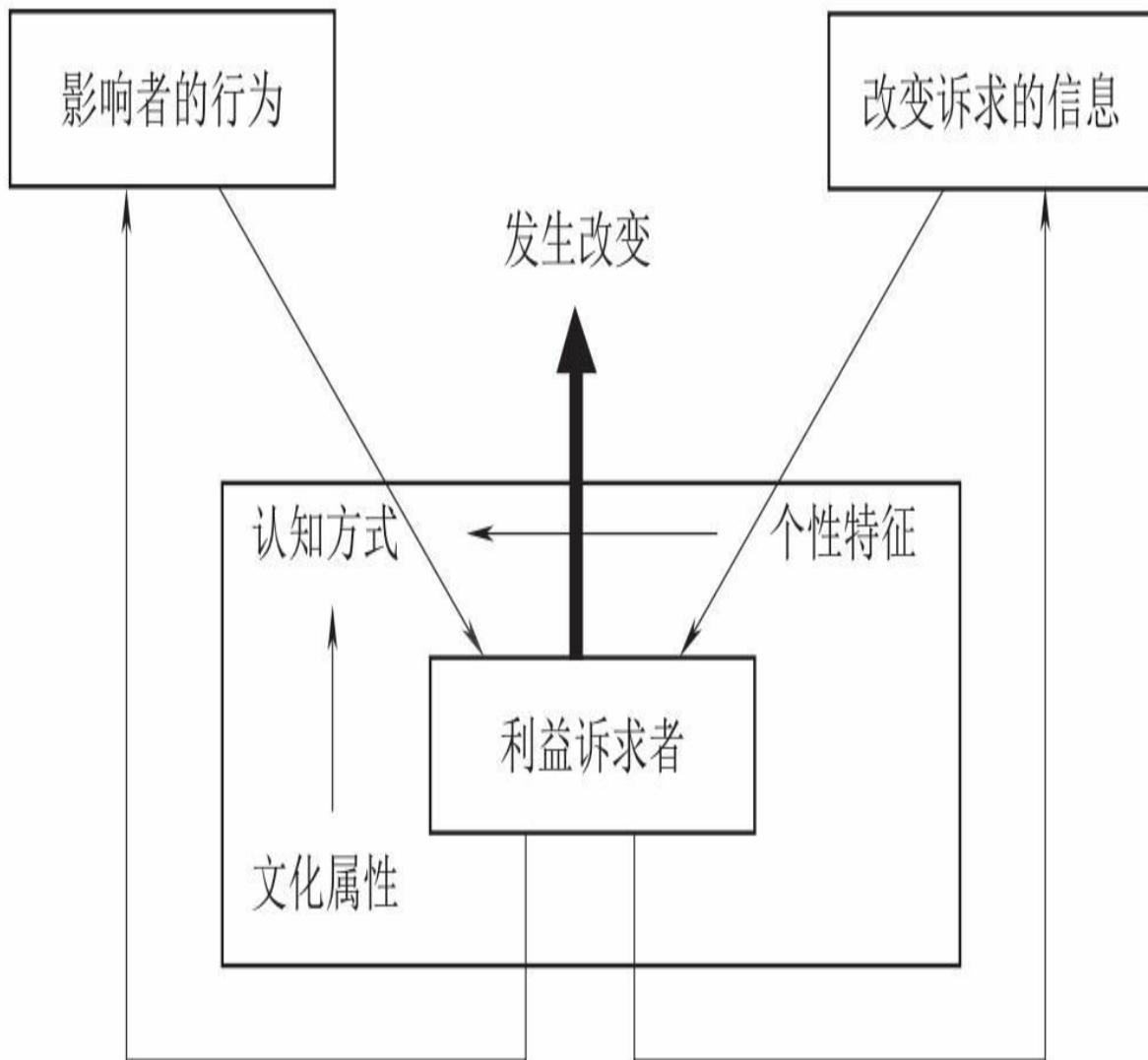


图4-2 利益诉求者的认知变化逻辑

第一，要有足够的让利益诉求者改变其原有认知方式的信息。这些信息首先要具有可接受性，也就是可以让利益诉求的相关者冷静下来，重新思考自己原有的观念；信息要有足够的强度与合理性，可以促成利益诉求者反思原有结论，甚至反思自己的思维模式和认知模式。

第二，影响者的行为，也会对诉求者认知的改变起到关键作用。比如，让利益诉求者感受到影响者的动机和沟通方式都是正向的，沟通内容也要有说服力。当利益诉求者对影响者的个人品性和劝说动机有所质疑的情况下，预期的影响作用将不会发生。只有在满足前面这个条件的

情况下，影响者才有可能通过适当的方式，改变诉求者的认知逻辑，进而得出新的结论。

第三，个性特征和文化属性，它们既决定了一个人的认知方式，也会影响这个人认知方式的改变。个性特征比较强，自我考虑比较多甚至难以自拔的利益诉求者，往往不会轻易改变认知方式。另外，文化属性等诉求者长期浸染的社会环境，也会不断对其施加影响，这些因素都会弱化诉求者认知方式的转变。

第四，在图4-2中，我们只画出了对某一个利益诉求者的影响过程。很多股东之间发生争执的案例告诉我们，每位当事人都处于一个博弈链条之中。每位当事人往往具有双重角色，他既是诉求者，也同时是影响者。而双重角色之间又可能会相互牵制，所以很难让人跳出特定的困局。一句话，通过沟通和改变认知方式，形成利益的新均衡态，不是一件容易的事情。

第五，理论上讲，沟通会使每个利益诉求者都有改变、妥协和继续抗争等的可能。而不同的人、不同的选择会组合出很多复杂的博弈结果。一些结果表面上看似带来了一个新的均衡态，但这个均衡可能只是表象，其背后也许隐藏着更大的危机。

大型公司基本上靠资金来构建关系，所以，维系均衡态相对简单。而中小型企业、早期的创业公司除了资金关系之外，还有极其复杂的人与人之间的关系，后者对于组织效率的影响更大。而一个企业的主导者和主要参与者之间如果关系存在隐患，特别是那种暗地里的角力，是非常具有破坏性的。

总之，公司利益冲突问题，一旦形成，解决起来非常不易。即使设计出治理机制，实施起来也是需要付出成本的。所以，必须要在公司创办的最早期，从利益关系的最基本层面，也就是在股权结构上做到尽可能的清晰简单，这样有助于后面快速解决机制设计和再协商的启动问题。

这一讲，我们主要强调了公司主导者的作用，以及他应该怎样做，才有助于布好治理机制这个局。这里，我先抛出一个观点，后面再详细讨论。我认为对于有限公司来说，好的治理结构应该具备两个特征：一是主导者应该有尝试的空间；二是参与者有退出的通道。

# 第5讲

## 企业家精神

### 怎样判断主导者是不是有潜质？

上一讲，我提到了主导者和参与者这样两个概念。有人可能会有疑问：同样是公司的创建者，为什么还要定义一个主导者的概念？要将这件事讲清楚，我们必须引入一个更重要的概念：企业家精神。这是我们这一讲的主题。

## 历时不变的核心资源

前面说过，企业是一个资源的集合体。有人投入资金，成为股东；有人投入劳动，成为管理者、技术骨干或者员工。而且，我们也讲到，各种资源的重要性会因时变化。但如果要找一种资源，它的的重要性是经久不变、永远重要的，那就是企业家精神。大经济学家熊彼特曾经说，企业家是让一切事务能够运转起来的轴心。

那么，到底什么是企业家精神呢？为什么企业家精神的重要性又是经久不变的呢？

企业家精神，可以通过下面一些行为来定义。第一，具有企业家精神的人，善于利用别人所不具有的知识，并从中获取利益。这表现为他们善于观察市场状况和资源状况，并且从中发现新的商业机会。第二，

他们通常充满精力，不会因失败而气馁，他们冲动但不武断，善于在企业发展的过程中整合各种可以利用的资源。第三，在整合各种资源的过程中，真正具有企业家精神的人善于对他人做出判断，善于制定一种使自己处于最有利状态的利益结构。

很多人强调企业家注重创新、敢于冒险这一特质。在这一方面，我更同意德鲁克的观点：冒险行为，只是我们看到的表象，真正的企业家并不是冒险家。他们最清楚自己在做什么，怎样做胜算更大，他们善于尝试，并且在尝试中学习，从而将风险控制在一个安全的范围内。

需要和大家说明的是，关于企业家精神，目前学术界还没有一个统一的大家都能接受的定义。不过，绝大多数人都同意，企业家精神不同于普通管理工作中的那些通用智慧，它是一种非常独特的能力。按照前辈学者富兰克·奈特的观察，企业的经营过程充满了不确定性，企业家正是因为承担了这种不确定性，才使企业获得了回报。这种回报，表现出来，就是企业的利润。

奈特的观点非常鲜明。他说，机会存在的时候，一旦后续结果可以被预测，那就不会存在利润。为什么呢？因为大家都可以看到机会，而一旦大家都能看到，市场就会处于一种完全竞争的状态。这时，每一种资源都能够获得市场平均水平的利润，是没有额外利润的。而真正的企业家则是在不确定性中看到机会，也就是大家都看不到机会的时候，他“看到”了机会，所以，他才能赢得超额利润。

那么，企业家又是通过怎样的认知过程发现机会的呢？企业家精神在这个过程中扮演了怎样的角色？为什么说企业家精神和一般的管理技能甚至管理智慧不一样呢？这些问题目前还是学术研究前沿，有很多探索，但没有标准答案。下面，我给大家介绍一个非常有意思的研究。

哈佛商学院有一位顶级学者，名叫克里斯坦森，去年过世了，大家可能读过他的《创新者的窘境》等一系列学术著作。其实，他还有一篇论文非常重要，但目前关注这篇文章的人并不多。这个研究是他和另外两位学者一起做的，是一个大样本的访谈性调查和统计研究。研究的目

的，就是试图发现创新型企业家和一般管理者在认知方式和行为方式上有什么差别。

他们的研究结果被概括为图5-1。

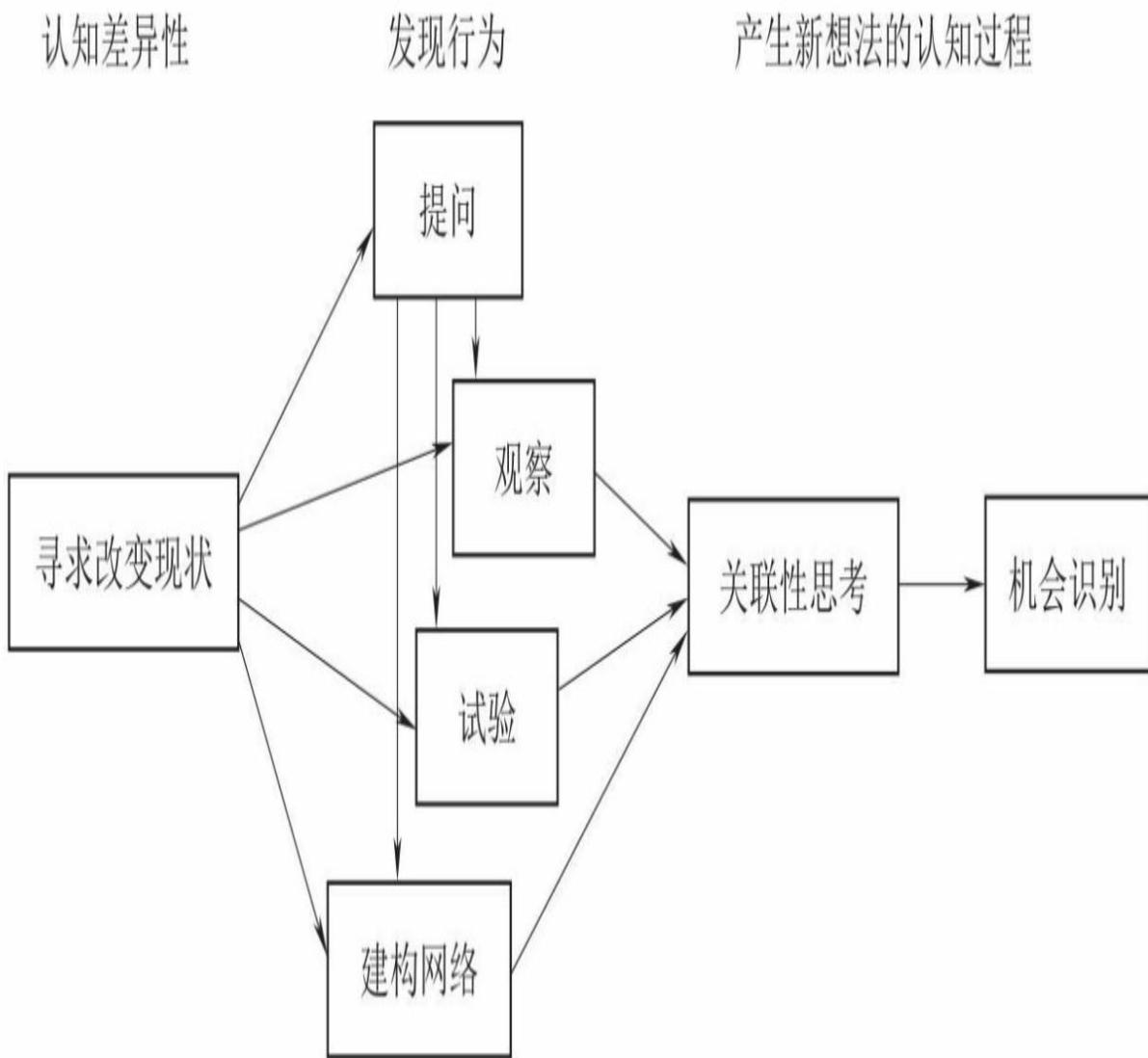


图5-1 克里斯坦森的创新型企业家模型

克里斯坦森等三位研究者通过电话和问卷访谈了几百位创新型企业家和管理者。他们对创新型企业家的定义非常接近于我们讲的主导者，都是独立开创出一个新业务，并且把企业带向成功的企业家。这个群体的成员包括：亚马逊创始人贝佐斯、西南航空公司创始人凯赫勒，还有

星巴克、戴尔、eBay等公司的创始人。这个群体的访谈人数接近100位。

作为对照组，他们在美国东部和西部以及欧洲各选了一所商学院，访谈了在读的EMBA（高级管理人工商管理硕士）有200多人。对比组的成员几乎都是职业经理人，这些受访者虽然也位居企业的最高管理层，但并不是独立创业并成功打出一片天下的人。图5-1就是根据这两类人群在认知方式和行为方式上的差异对比，经过综合分析画出来的。

正如图5-1所显示的，克里斯坦森等人发现，创新型企业家，也就是我称为主导者的那些企业家，在行为方式上有如下4个显著特征。

第一，他们更愿意对一些如何能够改变现状的问题提问。典型的管理者也会不断提问，但他们的问题更多的是关于在现状的框架内如何更好地达到既定目标，怎样使现有流程运行得更有效率，而不是去改变现状。但饱含企业家精神的主导者更愿意对如何改变现状这一更为基本的问题提问。这类问题常常可以套用这样的句型：如果我们这样做，这个世界会发生什么变化，会不会出现完全不同的局面，等等。

第二，在提问之后，企业家通常会满脑子问题，然后带着这些问题广泛地观察。他们观察的对象往往是那些新出现的现象和情况，他们更愿意观察消费者，特别是终端用户，通过观察深化自己对已有问题的思考和理解，然后再逐渐纳入行动。

比如，今天的星巴克之所以会有意营造出一个温馨的社区约会场景，往叫作“咖啡”的东西里加入大量的牛奶，这些调调都是舒尔茨在意大利旅行期间，通过在咖啡馆里的观察感悟出来的。管理者也会观察，他们的考察活动并不少。然而，由于他们头脑中的问题不是根本性的，所以，他们并非是根据兴趣来观察，而是根据任务来观察。观察中看到的好东西，都被他们先入为主的框架给过滤掉了。

第三，观察之后，是试验。成功的企业家非常善于在观察之后，打破常规地进行尝试，然后一步一步地迭代完善。当然，管理者也会去做

一些试验或者叫尝试，但研究发现，在管理者的意识中，试验对他们的正常工作来说是成本项，多多少少会被认为会干扰已经制定好的“正常的”工作进程。

然而，企业家们不是这样想问题。他们并非鲁莽、蛮干，好的主导者谋定而后动。当一个念头在头脑中成形之后，他们会认真思考，但一旦想清楚了，就会大胆尝试。像贝佐斯这样的企业家，深深知道试验对于保持企业创新活力的价值。所以，在亚马逊，他通过组织性的安排，推动大家去做更多的尝试。他说，尝试越多，产生真正意义的创新的机会就越多。

第四，企业家更愿意和不同领域、不同背景的人交谈，以便获取广泛的信息。当然，这并不意味着管理者就不去建构人际网络。但是，管理者的交往对象常和自己的职业领域相关，无论是为了自己的职业发展，还是为了业务领域的资源拓展，他们都更偏重与职业相关者建立友谊，发展交情。而企业家们很少为了自己的职业发展，或者为了建立人脉关系，去和他人交往。

企业家们交往的目的性似乎并不强，但他们善于在交往中获取更多新的想法。他们更愿意结识那些有深入见解的人，和那些人开放地聊天和探讨问题。他们的很多新点子和新的念头，都是在这种交往中闪现出来的。

在做了大样本的定性访谈后，克里斯坦森等人还对访谈的结果做了定量分析，他们发现，在以上4个企业家的行为特质中，提问和建构网络这两种行为特质，固然是引导企业成功的重要影响因素，但善于观察和果断试验，才是让企业家真正获得成功的显著影响因素。

正如图5-1中所勾勒的，那些成功创业家的思考方式也是独特的。他们在观察的时候没有任何拘束，天马行空，在试验的时候也经常离经叛道、不管不顾，但这绝不意味着他们没有指导思想，是盲目行事，相反，很多时候他们在进行一种关联性的缜密思考。这种思考方式像是直觉，不容易被其他人甚至多数人理解。但恰恰是这种旁征博引式的思考

方式，让他们创造出了独特的商业力量，并获得成功。

有人说，企业家的思考方式是一种特殊的模式识别过程。这种思考方式究竟是基于特质的，还是基于经验的，是先天的禀赋，还是后天历练出来的，我们目前还没有清晰的答案。但毫无疑问，正是基于这种非常特殊的能力，企业家才能比资深的管理者更快地搜索到问题的有效解决方法。

## 主导者的实例

企业家精神，到底是一种怎样的能力？可以说，到目前为止，没有人能够给出答案。这方面的学术研究论文很多，学者们从不同的角度对此进行探索，但莫衷一是。比如，有人通过统计研究发现，在人格特质和心理特征上，创新企业家和一般管理者是不存在显著差异的；但也有人发现，在小型企业中，就风险承受力、对于个人成就的追求欲望方面，企业家和一般管理者还是有些差别的。

克里斯坦森的研究主要集中在企业家精神的认知方面。此外还有一派学者认为，成功的企业家或企业主导者似乎有一种超能力，他们可以在看上去毫无联系的事件、趋势和变化中找到关联线索，能够立刻发现机会，并围绕这个点不断深入，进而设定出一个计划。而且，有企业家精神的人不僵化，就像是有老天在帮助他们一样，他们知道什么时候需要调整，什么时候需要坚守。

克里斯坦森做的是严肃的学术研究，他勾勒出的企业家特质架构，理解起来比较抽象。而小说《遥远的救世主》中的丁元英，虽然只是一个虚构人物，但仔细琢磨这个人的一举一动，却有助于我们体会企业家的独特能力、加深我们对主导者形象的认识和理解，并且有助于我们理解到底什么是企业家精神。

王庙村扶贫这个命题，丁元英的破题，从观察开始，然后一步一步深入调查，不断提问，不断思考，最后精心设计出格律诗公司的定位。这种定位既包括公司做什么、农户做什么，也包括格律诗和乐圣公司之间的关系；既包括音响博览会之前的布局，也包括官司之后如何收尾。

丁元英不是神人，他的计划基于对细节的观察和把握。小说中对此有这样的描述。

此时周国正和刘大爷正和丁元英谈着什么，其他人都站在周围听着。

周国正一边用手比画着一边说：“把这棵树伐掉，鸡窝拆了，在这儿搭个棚子。炉子放到这边，焦炭、铁锭堆到东墙。刘家屯有个半吨的旧炉子闲着没用，人家愿意九百块钱处理给咱，我去看过了，拿过来做点隔热处理就能用，保住机柜脚钉、定位片、音箱架子和接线柱的生产肯定没问题。炉子吊架咱自己做一个，不费啥事。”

刘大爷说：“有了咱自己的翻砂厂和车床加工，那成本一下子就降下来一大截。车床咱不一定要买新的，根据咱产品的质量要求能用就行，能省不少钱。”

丁元英问：“翻砂和车床这两块需要几个人？”

周国正回答：“平时有我和我媳妇两个人就行了，我爹也能过来帮帮忙，就是开炉的时候人手少了不行，到时候找他们几个来帮忙，干完了请他们吃顿饭，农村的家庭翻砂厂都是这个做法。翻砂这一块儿用工不能和喷漆比，他们手工打磨这一块用人多。”

刘大爷说：“车床这一块儿除了我之外最少还需要三个人，一是这活儿工序多，切削、打眼什么的得同时做。二是我年纪大了，尽量多带出来几个徒弟。”

基于对一线情况的了解，丁元英做了非常细致的核实。然后，他对

每一种需要投入到商业模式中的资源都进行了核实、评估，设计了一个市场竞争的奇招。

这里，我想强调的是，很多人喜欢说“运筹帷幄之中，决胜千里之外”，喜欢神化成功者，但很多人并没有意识到，与成功者人前风光的那一面相比，他们在人后付出巨大努力的那一面被大大地淡化了。我希望小说中的如下描写可以给大家一些启示。

芮小丹摁动门铃，门开后见丁元英左手夹着一支抽了一半的香烟，脸色憔悴，头发乱蓬蓬的，眼睛里面布满了血丝……原本一直清理得干净整洁的茶具上面残留着斑斑茶渍，卧室里面床上的被子堆成一团，书房的茶几和沙发上面堆满了各种音响行业的资料，两台笔记本电脑都开着，那台激光打印机正在打印从网上下载的资料。

芮小丹问道：“有可能干点事吗？”

丁元英说：“有可能，王庙村做出来过音箱、机柜，但这事需要你和欧阳雪帮忙，需要你帮忙还有段距离，现在是需要用欧阳雪的一个空头名字做控股股东。”

有了对外的竞争计划，丁元英又根据商业模式的要求，设计了格律诗公司的利益结构。这个利益结构，既包括公司与农户的关系，也包括几位股东之间的关系。

在公司和农户的关系方面，丁元英并没有让农户进入公司，而是让农户以个体工商户的形式出现，公司和农户形成的完全是市场关系。小说中是这样描述的。

丁元英收起烟放进烟盒，接着说：“咱们是在务农的基础上不出家门搞生产，生活、生产和务农一体化了，最大限度地开发利用农户的房屋、场地和闲置劳动力，没有基建和土地投资的包袱。生

产体系旺销时可以快速启动，淡季时可以停产、限产，没有一般企业停产消耗的包袱。咱们不但得让产品在品质和价格上有竞争优势，而且得让整个生产体系具有很强的承受市场波动的抗击打能力，这样咱们就有可能比别人多一口气。”

接着，丁元英进一步解释说：

公司与农户不是隶属关系，不是雇佣劳动关系，不存在谁照顾谁、谁施舍谁的问题，纯粹是债权债务关系，是公司与农户之间平等法律地位的、平等互惠互利的商业合作关系。从法律关系上说，农户不一定必须把产品卖给公司，公司也不一定必须经营王庙村的产品，这取决于双方的利益需要和良好的人文背景。公司的风险系数肯定会大于农户，这就要求公司必须不断开拓市场和完善服务来抵御市场风险。

也就是说，公司和农户是两条平行线索，在法律意义上没有连带关系。但是，两条线索之间有着密切的关联，这种关联通过合同、固定的时间节点来体现。这就形成了一种既松散又密切的协调关系。

丁元英说：“从现在起，格律诗预备公司就存在了。我向公司谈两个硬指标，一是明年3月注册公司、申请音箱专利，二是明年6月要发到欧洲十套顶尖级工艺的音箱和配套的机柜、音箱脚架。这两个硬指标不存在争取、尽量这些弹性词，而是必须。围绕着这两个硬指标你们该准备专利资料的准备资料，该向农户下订单的下订单。农户这边有三个硬指标，明年3月必须注册个体工商户，明年4月必须完成发往欧洲的产品，明年6月必须得有批量的产品进入北京市场。为此，农户添置设备、培训技术该干什么干什么。马上要入冬了，这个冬天是不要命的冬天。

无疑，丁元英这时已经预见到了未来的那次诉讼。甚至可以说，就是丁元英把乐圣拖进了官司，这个官司是整个计划的一部分。公司以扶贫为名义，与农户形成了法律意义上的分割，就是丁元英为打赢诉讼官司而有意安排的伏笔。扶贫的性质，就是让格律诗在那场即将到来的诉讼中，有了法律和道义上的优势地位。

小说中关于这一环节，是这样写的：

丁元英说，基于生成公司的背景和条件，公司将不以盈利为唯一宗旨，公司致力于王庙村的脱贫致富，将把自身的发展与拉动王庙村的经济联系起来。但这一条不允许写进公司章程，将以第一个公司决议的形式确定下来。

这里，我向大家解释一下，公司章程和股东协议（也叫“合同”）、公司决议这些文件，是不同的东西。在公司设立的时候，哪些约定要写进公司章程，哪些条款要体现在股东协议里面，哪些内容要通过公司决议来表达，这是需要斟酌的。

以公开程度而言，公司章程制定出来，是要放在工商部门备案、可以被其他人查阅的，具有公开性。而股东协议和公司决议则不同，公司中很多重要约定不适合公开，可以通过股东协议和公司决议的方式体现。这些文件都涉及公司的利益结构，是治理机制的重要载体，但不少人对此并不重视。

我经手的很多案例，公司后来出现问题。追问原因，其实很简单，就是大家在刚开始时不重视。包括主导者在内，没人做过精细筹划的工作。在公司注册的时候，包括主导者在内的所有人，都没把公司章程当回事，非常简单地就处理掉了。很多时候，就是把它交给一个跑腿的人去办，或者请代办公司。公司章程的内容，要么使用工商局提供的范本，要么就是在网下载，或者从朋友那里抄一个来，把股东名字和公司名字改一改，就交到工商部门备案了。

丁元英显然不是这样。在阅读小说的过程中，大家能够感受他对细节的重视，对全局的思考和筹划，这是对企业家精神的一个很好的注解，也为我们提供了一个有效主导者的样板。

## 强势文化与思想属性

从《遥远的救世主》的故事中，我们可以看到有效主导者对于公司的必要性。而主导者的核心特质提供了公司发展最稀缺的资源——企业家精神。这种稀缺资源，是参与者们很难具备的。

为什么前面我对克里斯坦森的研究介绍得那么细致呢？因为我一直把它作为区分一个人究竟是具有主导者潜质，还是只适合做一个跟随者的评判标准。我在生活中遇到不少成功的主导者，在行为方式上，常常也具有这些特质。在少数特别成功的公司里，具有这些特质的高层，还不止一位。而在成功的中小公司里，则至少有一位这样的主导者。

主导者行为特质的最重要结果，就是思想总是处于领先位置，他们会比跟随者想得更深远。跟随者往往不会想那么多、想那么远，也缺少深入思考的动力。

比如，在格律诗的筹备会议上，关于公司的扶贫性质，丁元英说，这一条将以决议的形式明确出来，不允许把扶贫用作商业目的，因为社会对公司的好感也是商业好处的一部分。刘冰对此嘟囔道，难道做好事，还不能落个名吗？对此，丁元英回应说，“这不是一个道德境界问题，是市场生存的法则问题。这种好感不仅仅是我们强行摊派价值观，也不仅仅是腐蚀我们自身的竞争力，更说明我们不是靠产品征服市场而是靠作秀混迹市场，这种违背商业属性的人文评价最终将葬送这个公司”。

我猜上面这段话，很多人没有看懂。这是小说中的原文，我只是照

抄了一遍，一个字都没有动。这段话确实不太容易懂。请大家试着逐字读一遍，看看是不是一下就能理解其中的意思？坦率地说，我读了几遍，结合上下文，才明白了丁元英的意思。丁元英平时讲话特别绕，看文字都费劲，更不要说光靠听了。一般人很难理解他到底想说什么。

然而，也许这正是作者的匠心所在。在小说的场景中，对于这样一段重要但却似是而非的表述，除了刘冰嘟囔了一句，叶晓明和冯世杰等股东都没有任何反应，这个话题很快被其他人的问题给岔开了。这段叙事足以说明大家在思想能力上的巨大落差。我想，如果这几位跟随者头脑足够清晰，属于强势文化，就应该追问这段话究竟是什么意思。既然扶贫这个目的没有多少益处，为什么公司为此专门做出一个决议呢？

凡事都应该问个为什么，这是我每次读到此处时，最深的感受。我以为，如果那三位小股东在这些细节上多问几个为什么，他们很可能会猜出丁元英的盘算，而不至于沦落到后面出局的命运。也许，这就是丁元英所说的“弱势文化”使然吧。

丁元英曾向芮小丹解释过：强势文化就是遵循事务规律的文化，弱势文化就是依赖强者的道德期望破格获取的文化，也是期望救主的文化。我们在生活中见到很多成功者，他们说着我们不容易听懂的话，但我们没有想去问个究竟，问个明白，而是简单地选择相信。如果你认真看了小说或电视剧，会觉得欧阳雪虽然笑到了最后，但她对于很多事情真的很明了吗？她的“成功”是建立在她和芮小丹的私人关系上，她选择无条件地相信丁元英这个“大哥”，不知在大家的心目中，这是不是也该算弱势文化呢？

多啰唆一句。我非常喜欢电视剧的结尾，因为从画面上可以深刻地感受到强势文化和弱势文化的分别。两辆黑色的高档轿车，韩楚风和众多马仔矗立在楼下静候，丁元英虽然在夜色中行色匆匆，依旧不显山露水，但他的霸气已在对比中彰显到极致。而欧阳雪则在远处凭着车窗向外张望，心中充满不舍。这个结尾非常令人回味。

总之，主导者身上可能具备非常宝贵的企业家精神，企业家精神又

是各种资源中最核心的资源。所以，公司治理机制应该把保护企业家精神放在第一位。对于中小型企业、创业型企业，尤其如此。无数案例表明，当企业家精神得到彰显的时候，企业就会快速发展；而当企业家精神凋谢的时候，往往就是企业发展迟缓甚至衰退之时。

那么，该如何在治理机制上保护主导者的企业家精神呢？首先，在设计治理机制上，应该尊重主导者的这种资源价值。常常有人在创办企业时，会咨询我该如何与团队分享股权，觉得如果给得太少，似乎缺少诚意。我个人的看法是，如果主导者在公司中的地位是决定性的、无可替代的，在这方面就应该有当仁不让的勇气。其次，参与者也应该对此有清醒的认识，不该产生非分之想。

丁元英在这方面就是特别明白的，他请欧阳雪出资当大股东，自己则隐身其后面。小说中有这样一段对话意味深长，耐人寻味。

丁元英摇摇头，放下手里的茶杯说：“用你一个空头名字做控股股东，通过你取得合法程序的控制权，条件是盈利归你、亏损归我。我承诺不因公司的行为而给你带来任何经济损失，你承诺不假戏真做和协议保密。”

欧阳雪问：“这样的好事，这人为什么是我？直接用你的名字不行吗？”

丁元英解释说：“不行，那就变味儿了，不但吃大户的心态会使这事很快垮掉，而且我这碗水也不好端了，端得再平也是不平。所以，我和小丹不能有任何经济利益在里面。找你帮忙，是因为你同时具备人文背景、出资能力和平等身份三个条件。”

欧阳雪……沉思了片刻说：“这不是坏事，往大里说还是个积德的事。这事与其说大哥让我帮忙，不如说大哥给我个机会。我相信大哥，但是这种偷偷摸摸的钱我挣不来，要让我干就来真的。我不知道需要出多少钱，要是输不起我就不往前凑了。”

丁元英说：“……无论真假，你名下的出资都是100万，这个必

须要有根据。……你都得先用股票和饭店抵押从北京融资，资金很快就到账，我给你做担保方。重要的是法律手续的真实，证明你是真实的投资人。”

欧阳雪说：“……我能不能问问，冯世杰他们出多少钱？”

丁元英回答：“他们可能会出一些，但可以忽略，本质上还是需要资本方给他们的股份垫资，如果他们不缺资金就不需要请你们吃枣了。公司运作到高峰期可能需要300万的资金，那时候是以公司的名义融资，风险底线是公司破产，绝对风险是你名下的100万和他们可能拿出来的投资，其中你给他们垫资的部分表示他们个人对你的负债。”

正是由于这种当仁不让的考虑，格律诗公司后来的股权结构是欧阳雪持股51%，其他人持有49%，进而形成了丁元英通过股权分配，防止失控，保护主导者权利的利益结构。

很多人在与他人联合创办公司的时候，往往很在意公司股权怎么分配，自己占多少，别人占多少，比自己多还是比自己少。如果多了，会质疑，为什么要多，有时还不是多一点点。他们不能从保护企业家精神的角度，从更高的视角去看待这些问题。作为参与者，这样想问题，是可以理解的，因为他们毕竟囿于认识的深度。但对于主导者，在这方面一定要有清醒的认识，绝对不能瞎客气。

多说一句。我们每个人都是带着自己特有的禀赋和独特资源进入社会的，你加入了不同的公司、不同的组织，其实就意味着你把你特有的禀赋和资源应用到了某种商业模式里面。你怎样看自己的资源禀赋？你是不是认识到了自身资源的真实价值？你加入的那个商业模式的主导者是怎样看待你的资源价值的？你们之间有没有一致性？思考清楚这些问题，可以避免很多利益冲突和资源浪费。

最后想说的一点是，人和人之间，客观存在着认知上的差异。这种认知能力的不对称，是造成治理机制失效的一个重要原因。某些东西，

事前只有少数人可以认识到或者预知到，这是客观存在的事实。

这一讲就到这里。

# 第6讲

## 主导者与参与者

### 怎样从制度上保护企业家精神？

这一讲，我们讨论如何从制度上保护企业家精神。这一讲中的有些观念可能会引起争议，但这些观念是我在多年研究中逐渐形成的，并且至今仍坚信。我的核心观点是：好的公司治理机制应该有效地保护主导者的优先权，同时也应该给参与者留下合理退出的机会。需要强调，这两句话必须要放在一起讨论，偏重任何一句话都会导致观点的不完整。

#### 优先性与退出通道

关于优先性的理由，我们在前两讲中曾多次提及。我第一次产生这种“优先性”的意识是在2015年。我们有一位校友是专门做早期创业投资的，他有一天竟然见了几十位创业者。我很疑惑地问他，你一天走马灯似的见那么多人，如何做判断呢？他回答我就6个字：凭感觉，看老大。

我对“感觉”这两个字很有兴趣，因为这个东西看不见、摸不着。我很好奇地请他解释一下：感觉是什么，什么样的感觉值得投资，什么样的感觉不值得投资。他给我举了一个关于感觉的例子。

他说，很多创业者找他都想尽快得到钱，而且想要更多的钱，好像没有投资进来，就不是创业了。其实，在他看来，很多企业是不需要太多资金的，尤其是让渡那么多股权去获得区区几百万元的投资，说明老大根本没看清自己业务的价值，这种企业是不会有大发展的。

他进一步解释说，烧钱创业只是众多创业活动中的一种。网络平台的崛起，获取流量的主要方式是烧钱补贴，所以，融资烧钱是To C（面向普通用户）业务中的一个常见元素。但如果一个业务是To B（面向企业用户）的，这种创业其实并不需要那么多现金。往往只需要很少的启动费用，后边基本上就可以靠从客户那里收取项目款来维持现金流了。这时候，老大如果还用大量股权去换现金，这就说明老大的思考力不够，事业成功的把握也不会大。

我进一步问他，那如果创业者是一个团队，不是一个人，你这样判断老大还有道理吗？他说，企业发展，拼的是团队，但这个团队绝大多数情况下是围绕在一个核心人物周围的团队。如果这个核心人物行，企业未来成功的概率就大；如果核心人物不突出，后面的事情就很容易出麻烦，可能会有内耗，前途就会暗淡很多。

这个说法和我的观念非常相似，于是，我就又多问了一句，如果你这么强调老大的作用，那么，创业团队其他成员的未来呢？他的回答也很直接：臣服，或者退出。这个说法又极其符合我的想法。也正是从那时起，我开始整理自己的观念，形成了本讲开篇时的两句话：好的公司治理机制应该有效地保护主导者的优先权，同时也应该给参与者留下合理退出的机会。

那么，这个优先权和退出通道怎样在利益架构中体现呢？这就涉及我国的《公司法》。《公司法》规定的企业形式主要有两种：有限责任公司和股份有限公司。最常见的公司形式，是有限责任公司。绝大多数公司，包括创业型企业、中小型企业，都是以有限责任公司的方式注册的。

有限责任公司的主要特征是股东数量比较少。我国《公司法》中列

明的上限是50人，但实际上，绝大多数企业的股东人数都是个位数。就像第一讲中第一个案例那样，股东只有三个人。

在股东人数特别少的情况下，特别容易出现变局，这也就是为什么小企业的生命周期特别短。具体来说，因为股东人数少，股东之间的个性、看法、态度，甚至生活方面的矛盾都会影响企业的稳定性。我遇到的最极端的一个案例，是因为合伙人开对方儿子的玩笑，最后分道扬镳。当然，开玩笑只是导火索，前面还有矛盾累积的过程。总之，这一类企业的发展，和股东之间的人情关系有极大的联系。学术上把这个特征称为“人合性”。就是说，股东之间除了在资本上有合作外，还有人的情感上的连接与合作。

企业的不稳定就是由这种人合性决定的，而且，人合性很难靠制度来约束。所以，在早期公司里面，特别需要一位强势领导者存在。甚至从某种意义上说，主导者的存在还是企业走向成功的先决条件之一。相反，当企业里面有两位或者更多的主导者，或者创业团队成员之间彼此不服气，最后走向分裂的可能性就非常大。中国企业“一山不容二虎”的例子太多了，即使亲兄弟也不能免俗。这里，我就不赘述了。

这就要求有限责任公司的治理结构一定要正视这种人合性，在治理结构里面有防范人合性引发意外的设计。事实上，《公司法》在有限责任公司这个层面上，立法时就充分地考虑了人合性问题，这体现为有很多公司自治的条款。

先介绍一下《公司法》规定的整体架构。《公司法》规定，在有限责任公司里，股东会是最高权力机构，股东会负责一切最重要的事情。

《公司法》也规定，董事会是公司最高的决策机关，对于一般性的经营决策，由董事会说了算。由于很多有限责任公司的股东一共也没有几个人，所以，《公司法》还规定有限责任公司可以不设董事会。在不设董事会的有限责任公司里，需要设立一名执行董事，由这位执行董事把董事会的功能承担起来。

此外，中国的《公司法》还有一个重要的规定，就是公司要确定一

位法定代表人，法定代表人由董事长、执行董事或经理担任。法定代表人的权力体现在哪里呢？最简单地说，就是公章和执照都拿在他的手里。显然，如果在一家公司里，董事长（或者执行董事）、总经理和法定代表人这三个身份，一个人一肩挑了，这个人无疑就拥有了绝对的主导权。在绝对的主导权下面，退出通道在很大程度上，就是关闭的。

公司的权力架构，实际上是通过两个层面来实现的。第一是股权的分配，第二就是董事会席位的分配。这两个层面的权力分配，有多种组合，但最后要达到一个效果，就是主导者有多少主导权。像前面所说的三个岗位一肩挑，就是一种极端的主导权状况。而在第一讲中提到的三个朋友合伙开办法公司的案例，则是一种平权结构。

在那个案例中，三个朋友共同创办公司，各自的股权比例是40%、30%和30%。显然，如果按照股权比例来表决一件事，没有人可以过半数。他们也设置了董事会，三位股东都是董事会成员，董事会的表决机制是数人头，要通过一个决议必须两个人同意才行。这种结构就意味着那位持股40%的公司主导者，也是最善于经营、最敢于创新的人，他的想法在三个人商量的时候，很多时候会被另外两个人否定掉。

他们三个人开会的时候，我们可以认为是在开股东会，也可以认为是在开董事会。无论开什么会，主导者的意见都会合乎法律程序地被否决掉。这也就是为什么那位主导者说，他现在只能做到把不想干的事情给否掉，但无法施展自己的才能、做成那些他想干的事情。他现在很希望自己持有51%的股份，而且在公司注册的时候就不设董事会，由他自己担任执行董事，这样就可以放开手脚做事情了。

但这又会引发另外的问题，就是如果他一意孤行，走在错误的路上，另外两位小股东是完全无法使他停下来，参与者的利益又无法得到保障。我们在很多时候需要根据企业的实际情况来做设计，努力找到一种平衡。所以，我在帮助公司审看章程的时候，往往会根据具体情况给出建议。

比如，像前面所说的三个人股权差不多的情况，根据我对主导者的

了解，我是不建议他们设立董事会的，我会建议主导者担任执行董事，因为这样做，可以强化企业家精神。不过，在另外一些情况下，我会建议公司设立董事会。

比如，我曾在若干年前帮助过一家小公司设计治理架构。公司的两个股东所出资源旗鼓相当，所以，各持50%。我曾建议股东邀请一位双方都信得过，也比较公正，而且关键时候愿意出头、主持公道的人来当独立董事。后来，双方各拿出0.5%的股份，请这个人做了股权董事，他的使命就是在关键时候，担任独立的第三方，保留弱势股东的资产权利和退出通道。当然对这个第三方，我们在投资协议里做了很多特殊的安排。

为什么做这个安排呢？因为根据我对这两位股东的了解，我觉得他们将来很有可能会分家。这种安排只是为了出现分裂的时候，能为弱势者保留一个退出通道。事实证明，这个设计后来促成了公司的和平演变。

我自己曾经亲身经历过好几个案例，都是弱势股东的意见没有被采纳，他们从原来的公司出来之后再去创业，而在后来的企业里，亲手打出了一片天。这说明，参与者和主导者的关系是可以转化的。总之，在有限责任公司的治理架构上，我强调要尊重主导者的控制权，同时强调要注意保护弱势股东的退出权。发挥企业家精神和保护弱势股东这两件事，应该统一起来看，而不是对立地看。

## 取舍的顺序

不过，权利分配毕竟很难不偏不倚。这就涉及取舍：究竟是应该偏向主导者，还是应该侧重于保护参与者。站在不同的角度，答案就会不同，因为毕竟是在谈利益。强者和弱者，强势资源的拥有者和弱势资源的拥有者，他们的想法会大相径庭。

我有一种执念：企业是企业家的企业，是企业家生命的延展，是企业家实现自我价值的工具。至少在企业成为彻底的公众公司之前，主导者的作用是无法替代的。从这个执念推导出去，涉及主导权分配的时候，我更多地会倾向于主导者，即使这位主导者尚未表现出那么强的企业家精神。

为什么呢？因为公司治理既然是关于利益安排和利益协调的学问，那首先就要能创造利益。好的治理结构，应该有利于利益创造、企业成长，否则，在思考问题的逻辑上就出了问题。没有利益创造，谈何公平分配。好的机制固然应该兼顾创造价值和公平分配两个方面，但价值创造必须是优先项。

这就好比我们常引用的“分饼问题”。好的分饼机制应该首先鼓励人把饼做大，饼做大了，即使刀切得不是那么准，有人吃一些小亏，得到的也会比分一块小饼要多。有限责任公司能不能创造出一个大饼，在很大程度上取决于那位主导者，如果不能把主导权给够，饼很难做大。

我们还是回到小说《遥远的救世主》中，来看看主导权和格律诗公司命运的关系。请大家参见图6-1，这是我基于小说情节画的一张战局示意图，希望能够更快地帮大家理解丁元英的商战逻辑。我们读小说，很容易被文学夸张的成分所诱导，把丁元英神化。其实，借助于这个图示，我们会觉得丁元英也没有小说中描写的那么神，他无非是顺应了商业逻辑而已。

图6-1的核心线索是格律诗公司从事音响生产的价值链。这个架构来源于管理学上经典的价值链模型。大家以后遇到竞争对手，都可以使用类似的分析工具来分析问题，可以画出类似的图。

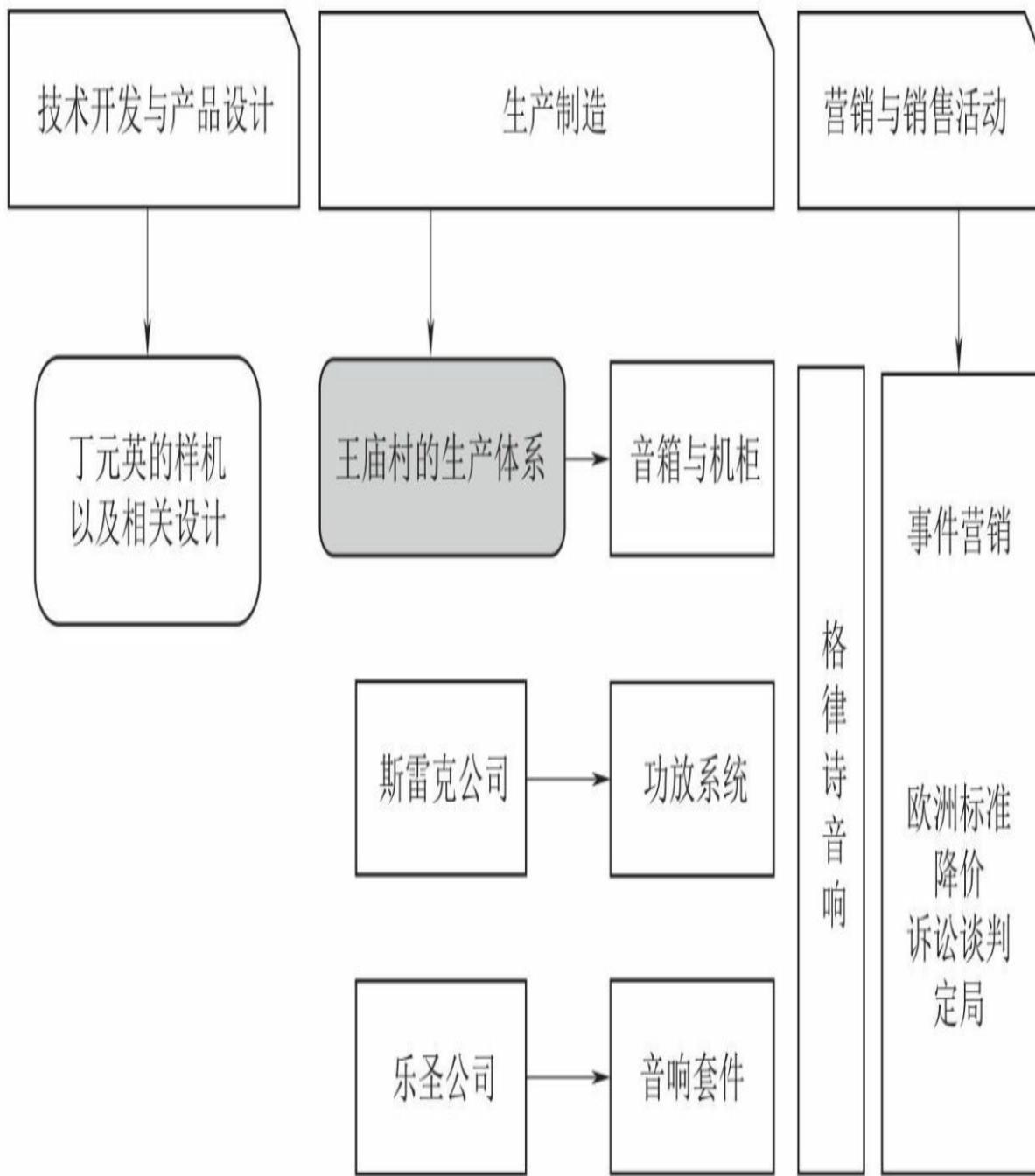


图6-1 格律诗公司的价值链

这张图的右边，是“客户购买了格律诗音响”这个结果，而从左边开始一路向右，则是格律诗音响从采购、生产、组装到营销的整条供应链。这条供应链的最后一列依次罗列的，则是丁元英精心设计的种种招

法。

我们说过，丁元英的目标并不是要在音响市场上称王称霸，因为那是不现实的，他只是想在国内音响市场的大局中扒开一个口子。用他的话说，不能和人家现代化工厂硬碰，得扬长避短，学会在夹缝中求生存。这个夹缝虽然很窄，但养活一个王庙村和几个发烧友是足够了。所以，丁元英绕了一个大弯子，最后的目标其实不大，就是在王庙村建立一个生产体系，然后让这个生产体系活下来。他的目标很有限，非常聚焦，不贪婪。正因为这样，他才有更多的胜算，静如处子、动如脱兔。

丁元英是布局者，也是主导者，而其他人都是参与者。以叶晓明为例，他够聪明，也很努力，但缺少智慧。如果我们把叶晓明身上的那种素质也称为企业家精神的话，那么毫无疑问，他的企业家精神和丁元英的，就要分档次。

小说中，有这样一段描写，足见叶晓明的聪明。在国际博览会开幕的前一天，丁元英给叶晓明打电话，希望所有人驱车几百里，返回古城开会。叶晓明和冯世杰有这样一段对话。

叶晓明沉思了片刻，说：“肯定是他认为打个电话咱不一定会照办的事，那就肯定是有根本冲突的大事。两辆车都回去，是不是要返回的时候拉人呢？如果是为了拉人，啥事需要增加人手呢？只有一件事，就是在展会期间音箱销售一空，人手忙不过来。”

冯世杰脱口而出：“大幅降价！”

叶晓明思索着说：“是啊，是降价，可降到什么程度他能断定咱们会反对呢？咱的音箱成本是3 290元，赔本销售他肯定不干，那是什么意思呢……我的天……明白了，我突然明白了……原来他兜了那么大的圈子，就是为了这个！”

冯世杰问：“为了啥？”

叶晓明说：“市场都知道格律诗音箱用的是两副乐圣旗舰套件，如果他把价格降到跟乐圣旗舰一样或者比乐圣旗舰还低，那会

怎么样？”冯世杰说：“那还用说，那就把乐圣旗舰顶死了。噢……我明白了！可是……乐圣是咱能惹得起的主儿吗？要是把乐圣惹急了，那咱还在圈里混不混了？”

显然，叶晓明够聪明，他猜出了丁元英事到临头把他们叫回去“开会”的用意，他完全都猜对了。但仅仅是猜出了丁元英的心思，只能说他不笨，却不能说明他有能力理解丁元英为什么这样做。我在阅读小说的过程中，感觉到叶晓明和冯世杰被写得十分鲜活。我见到过太多这样的人，他们够聪明，也非常努力，但就是不够通透。我认为，他们缺少真正的企业家精神。

在丁元英的头脑中，是有前面那张战局图的；而在叶晓明和冯世杰的心目中，则没有。所以，后者无法理解丁元英的降价究竟是要干什么。这也就是为什么我说他们缺少真正的企业家精神。于是，在格律诗公司，主导者和参与者在降价这个关键步骤上，就起了争执。这时，主导权在谁手上，就非常重要了。

后面我们会详细讲到，如果丁元英不是在筹办格律诗公司的第一天就把话讲在了前面，要保证出资人的控制权，那么，此时的丁元英一定会被叶晓明他们赶出局。而按照叶晓明的套路走下去，格律诗公司大概率会不死不活地维持着，并且在残酷的市场竞争中成为第二个雅风音响店。

不过，小说中有一处细节，交待得非常含糊。这就是，格律诗公司到底是否设立了董事会？为什么这个细节很重要呢？因为如果没设立董事会，欧阳雪就应该是执行董事，产品的降价策略属于经营上的事情，她说就算，也不需要去开什么股东会讨论。但如果设立了董事会，欧阳雪是董事长，那就至少还有两位董事，才能满足要求。因为按照我国的《公司法》，有限责任公司的董事会最少要有三个人。叶晓明作为总经理，董事会应该给他一个席位，另外一个席位应该给冯世杰。

如果董事会真由这三个人组成，只要叶晓明和冯世杰反对，他们两

个人在董事会上就是多数。这也就意味着他们完全有能力投票否决掉丁元英的这个提议。按照他们在会议上直接质疑丁元英的劲头，以及他们后来退股时的表现，我猜他们大概率会这样做。

当然，《遥远的救世主》只是一本小说。如果做文学赏析，我做这种分析，就是抬杠。但我们把它当作商业案例，就不能不深入思考这个问题。

现实中，有很多公司就是这样：在设立时，会选择成立一个董事会。成立董事会，并不是真的需要这样一个议事机构，而是觉得有董事会才有董事长，董事长这个头衔比执行董事响亮。再加上很多主导者的持股比例是超过50%的，所以，他们觉得董事会、监事会只是个形式，无所谓。所以，这些公司在组建时，往往先有董事长，然后再写两个小股东的名字，让他们当董事，就凑出了一个董事会。

这样的公司治理架构，如果不出大事，就一切平安。一旦出现像格律诗公司这种争议场面，就比较麻烦。我常常想，如果叶晓明和冯世杰是董事会成员，他们可以联手在董事会上否掉丁元英的方案。在法律意义上，他们有权力这样做。而一旦如此，丁元英这一年多的准备就可能泡汤了。

这是因为，按照《公司法》的规定：董事会的权力之一，是决定公司的经营计划和投资方案。这个降价与否的事情，属于公司的经营决策，应该在董事会的层面讨论和表决。那么，格律诗的董事会很有可能会否决这个议案。如果董事会否定了这个议案，这件事就会上升到股东会的层次。

股东会解决这个问题的方法无非以下三种：第一，通过股东会决定公司的经营方针；第二，更换董事会成员；第三，改变公司的治理结构，不设董事会，改设执行董事。这三种解决问题的方式，无论哪一种，都需要时间。《公司法》规定，召开股东会，要提前15天通知全体股东。而变更公司治理结构，需要修改公司章程，还要到工商部门去备案。这都不是一个晚上可以解决的事情。所以，我抬杠地说，小说把复

杂问题处理得过于简单了。

当然，叶晓明不是专家，这件事含含糊糊地就过去了。但如果当时真设立了董事会，大家较起真儿来，即使格律诗和乐圣的官司尘埃落定了，叶晓明也还有翻旧账的权利。这件事肯定没有小说中这么简单，所以，在设计治理机制的时候，必须要把细节想清楚，以免出现关键性的疏漏。一句话，保护企业家精神，必须要落在治理结构的细节上。

## 再说企业家精神

大家肯定从我的话语中，看到了我对主导者权力的某种倾向。这一点，我必须承认。这种倾向背后的依据是：设立一家公司，往往会有一个人主导者，事情常常是由这个人发起的。这个主导者是不是具备企业家精神，我们并不知道，所以，单从发起这件事来看，还不足以构成他应该得到较多主导权的理由。

但如果我们复盘那些成功的企业，就会发现，成功因素之中最重要的一点，就是主导者都具有较为强烈的企业家精神。在发起成立企业的时候，我们并不知道某位主导者是不是具有企业家精神，可是，如果没有一个能够支持他放开手脚去尝试的机会，就算是具有企业家精神的人，也会被环境困死。

正是在这个意义上，我在帮助企业创业发展的过程中，一般采用三步走的策略。第一步，就是帮助创业者判断自己是否具备企业家精神，或者看看自己是否像成功企业家那样去想问题，做事情。第二步，就是请主导者和参与者客观地评价自己所投入资源的价值，这些资源在当下的价值以及在未来的潜在价值。这是前两讲介绍的内容。第三步，则是引导他们自己协商出一个大家都接受的治理架构。在这个治理结构中，我首先强调要给主导者更大的空间，之后，再考虑在不破坏企业发展的前提下，适当保留参与者的退出通道。

没有人知道企业成功的秘密，也不知道企业家精神究竟是什么，以及如何判断一个人是否真正有企业家精神。所以，以上“三步走”过程并非要给企业赋予一个“最优架构”，而是提示大家冷静地思考，带着大家走完这个过程。在这个过程中，我会不断地强调企业家精神对于企业成功的意义。

“企业家精神”这个概念，英文叫“entrepreneurship”，由大经济学家熊彼特在其名著《经济发展理论》中首先提出。在他的另一本书《资本主义、社会主义与民主》中，他又将企业家的活动概括为“创造性毁灭”。

熊彼特说，创新意味着发明了新的产品、找到了新的市场、创造了新的生产方式等，这些活动可以为企业带来收益，带来成长。仔细观察创新活动，我们可以看到一个人和一个过程。这个人，就是所谓的企业家；这个过程，就是企业家利用自己的洞察力，以有利于自己的方式使用他们拥有的知识，进而重新配置资源。他们打破现有的资源状态，重新组合资源，在这个资源重新配置的过程中，获得利益。这就是创造性毁灭。

我的体会是：用新的资源关系，替代旧的资源关系，用新的利益结构，代替旧的利益结构，是企业家的任务。善于发现创造性毁灭的机会，善于通过恰当的行动去获取这些机会中的价值，来自企业家独特的气质和能力。这种气质和能力，就是企业家精神。这种东西，和一个人的阅历和境界有关。

曾经有一位学者说，精明和狡猾是企业家的重要特质，我非常赞同这样的看法。精明，有助于企业家判断方向、选择目标、设计模式，以及使用具体策略；而狡猾，虽然听上去用词比较负面，但它是更难得的特质。真正的企业家常常可以依赖这一点不动声色地达到自己的目标，而不会虚张声势。这就好比马基雅维利在《君主论》里讲的：凶猛如狮，狡猾如狐。

丁元英毫无疑问具有这种特质。这是我选择小说《遥远的救世主》

作为案例的理由。小说和电视剧很具象，便于大家观察、学习、体会，甚至模仿。

丁元英始终坚守着一种“过程理性”。从一开始，他就没打算在王庙村和几个发烧友的基础上打造出一家音响制造商。尽管他没有说破，也没有明明白白地把他的看法表述出来，但他骨子里十分清楚自己要什么。丁元英布了一个很大的局，甚至“算计”了中国的音响业巨头，但他非常清楚自己目标其实很小，就是要在王庙村建一个生产体系，把这个生产体系做实，让它能够持久地活下去。

图6-1已经清楚地表明了这一点，谋全局，只是为了谋得一域。王庙村人的吃苦精神，在中国大地上既不独特，又不稀缺。所以，要想让格律诗公司能够持续生存下去，丁元英必须要把这种吃苦精神绑定在更有价值的资源上。所以，他选中了乐圣，并通过一场官司建立了两者之间的紧密合作关系。这种大局观是高维打低维、居高临下的。

显然，叶晓明不具备这种大局观，冯世杰和欧阳雪也没有这种大局观。没有大局观，就没有驾驭力。所以，当叶晓明看到了丁元英的计划之后，他的判断是“太狠了，也太阴了，但惹错了人”。在他眼里，乐圣公司是惹不起的。

格律诗的接盘人肖亚文，是有大局观的聪明人。她虽然不一定能够做出这个局，但把这个局讲给她听，她立刻就能理解。肖亚文不仅是丁元英的助理，更是他的知音。在她的身上，你也可以看到一种“一点就透”的大局观，这体现着极强的企业家精神。

讲到这里，我们需要讨论一种关于企业家精神的流行说法。现在，很多人都认为，企业家精神是一种勇于冒险的精神。但实际情况也许并非如此。其实，企业家是最懂得如何处理风险的，企业家并不是简单地凭借勇气去冒险，而是知道这种风险对自己意味着什么。

如果你觉得前面的话很抽象，可以看看当肖亚文向欧阳雪提出入股的时候，她们是怎么说的。小说中是这样描写的：

肖亚文说：“欧阳，我有个趁火打劫的非分之想，如果冒犯了你，我先道歉了。”

肖亚文说：“下午看过材料我就有想法了，只是觉得有趁火打劫之嫌，不好开口。但是如果等胜诉了以后再提，我还不如现在趁火打劫心里干净点儿。”

欧阳雪说：“你必须得等打完官司再入股，万一败诉了不能把你拖累进去。”

肖亚文说：“我的机会就在于败诉的风险，等打完官司，我就不该有机会了。如果可以胜诉以后再入股，以叶晓明他们的资历，他们理当比我有优先权。胜诉以后公司升值，如果按升值后的股价入股，我就得承担更多的负债；如果按现在的股价入股，我得到的就是叶晓明他们理当优先得到而没有得到的东西，我还不如人家来得光明磊落。所以，我的机会就在于败诉的风险，在于应诉之前。”

欧阳雪沉思了许久，说：“如果乐圣公司对诉讼没信心，这官司他们还打吗？如果叶晓明他们能跟你一样想，他们还退股吗？为什么你们的看法那么不一样？”

肖亚文说：“这个很难说清楚，每个人的立场、观念、心态和思维模式都不一样，获取的信息量和解读信息的方式也不一样。”

这段对话，很值得大家去仔细玩味。

以上连续三讲，我们都讨论了一个主题：主导者与参与者，企业家精神的内涵和意义。当然，我也毫不掩饰地和大家分享了我的观念：治理结构必须首先有助于激发主导者的企业家精神，同时兼顾参与者的退出问题。这一讲就到这里。

# 第7讲

## 股权与表决权

### 为什么股东的持股结构极其重要？

前面，我们花了三讲来讨论主导者的角色，我希望由此来强调企业家精神对于企业发展的重要意义。我们已经知道，企业家精神是只有真正企业家才具备的关键特质，这种特质可以帮助企业发现机会、整合资源、创造价值。企业家精神是企业中最珍贵的资源，所以，任何企业制度，特别是公司治理方面的制度与机制，必须要有助于保护企业家精神。

接下来的两讲，我们主要从股权结构的层面，深化已有的认识。这是因为，公司的各种制度，无论属于哪个层次，最后能否发挥作用都基于股权性质和股权结构。我们在讨论公司治理问题的时候，必须要首先学会从股权结构来看问题。按照《公司法》，所有重大事项都要经过股东表决通过才能执行，所以，股权结构是企业最基本的结构，是讨论其他一切问题的基础。这个观念，请大家一定要记住。

我们还是基于小说《遥远的救世主》来讨论这个观点。在小说中，与股权结构有关的场景主要有两处：一处是创办格律诗公司时，讨论到如何安排股权；还有一次是叶晓明等人退股后，由肖亚文来接管公司，公司的股权要相应地发生变化，这又一次涉及股权的安排问题。这两次股权安排的幕后主导者都是丁元英，而丁元英也无一例外地坚持了持股51%的原则。不过，虽然丁元英两次都是强调大股东持股要过半数，但在两次讨论中提到的51%，背后的含义是不一样的。

## 股权过半数

第一次确定主导者必须持有多数股权的原则，出现在创立格律诗公司之前。那是丁元英到王庙村做尽职调查，和村民喝酒聊天之后。来吃这顿饭的人，都是后来王庙村生产体系中的关键人物，丁元英静静地听大家对王庙村的现状、各自家庭的看法，也听了各人的苦恼以及思变的愿望，他了解到很多第一手的情况。应该就是通过这顿饭，丁元英得出了扶贫这件事可以做的结论，他也开始着手思考格律诗公司的打法，并进行布局。

吃完这顿饭，已经是深夜了。叶晓明和冯世杰把丁元英送到楼下，此时的丁元英大概已经形成了格律诗公司能干什么的初步想法，也应该预料到了叶晓明他们想大干一场的热切期望。创业的时候经常这样，大家都会陷入一种热情高涨的状态。而好的主导者这时应该是清醒的，不应该被大家的热情所裹挟。小说记述了他们道别时的对话。

丁元英在楼下临分手时说：“想干什么和能干什么是两码事，得根据条件判断，但有一点现在就可以肯定，无论从哪儿拉资金都会有个投资方的风险控制和资本权利问题，如果与你们的期望距离太大，现在的工作可能就没有意义。”

叶晓明问：“丁哥的意思是不是说投资方需要控股？”

丁元英说：“投资方至少应该持有51%的股权，以保证投资方在决策权上最大限度规避投资风险，在这个基础上才有可能给你们的股份垫资，或者叫借给你们资金入股，这就意味着无论给你们垫资多少，你们的股份总和不会超过49%，我不知道这会与你们的期望值有多大距离。”

这是丁元英第一次提到51%这个数字。他的表达非常坚定，从事后的发展变化看，51%多数持股结构有效地保护了丁元英的整个布局，保

护了企业家精神，也保护了格律诗公司。如果没有这个51%，后来的变化无法设想。

前面已经讲过，丁元英的整个布局核心，是要用国际音响博览会这个平台，打造格律诗音箱高质量的形象，却以比对手半价还要低的价格去销售。这样一个超乎寻常的降价行动，帮助格律诗公司打响了品牌，形成了对于市场的巨大冲击。格律诗公司在王庙村手工打造的机箱中，装上行业老大乐圣公司的套件，然后，把价格降到离谱的水平——一对格律诗音箱只卖一只乐圣旗舰音箱的价钱。这个降价幅度，不仅让格律诗的500对音箱在博览会上一售而空，王庙村的农民们快速获得了收入，还造成了在市场上的轰动效应。

轰动效应的核心之处，是让消费者开始怀疑乐圣音箱到底赚了用户多少钱。格律诗的音箱，质量无可挑剔，真材实料、手工打造，还有欧洲高水准的行业专家认证来加持。而它里面用的就是乐圣的套件。消费者很难不去想，为什么使用同样的套件，乐圣的东西就卖得那么贵？

很自然地，乐圣公司也不能容忍这个局面，于是，它起诉格律诗公司低价倾销、恶性竞争。这就在降价的第一轮冲击之后，引发了舆论的第二波关注。无疑，格律诗公司只要能够经过这个风浪，就可以一夜之间“鲤鱼跃龙门”。然而，鲤鱼能不能跃过龙门，事先是没有绝对把握的，至少叶晓明他们看不到胜算的可能。

这就像《三国演义》中，刘备只有五千老弱军马，竟敢在博望坡设下埋伏，要火烧夏侯惇的十万大军。张飞虽然有万夫不当之勇，但他无论如何也不能预见到这一战会大获全胜。于是，我们见识了国际音响博览会开幕前一夜，围绕着降价与否，丁元英和叶晓明发生争执的那个场面。

之前，叶晓明曾在要不要花那么多钱在音响博览会上布展有过不同意见，也怀疑过丁元英去欧洲搞质量认定有没有必要。在他的心目中，格律诗音箱店就应该“开在东城边上，充分发挥车辆的优势，基本放弃零售市场，以批发为主，立足北京，兼顾天津市场”。总之，在这一次

降价会议之前，叶晓明已经认定丁元英是在摆花架子。

在降价问题上，叶晓明无法说服丁元英。在这种情况下，叶晓明“拔刀相见”，开始质问丁元英。我第一次读到这一段的时候，对叶晓明的态度颇有些意外。后来仔细想想，基本上也能理解叶晓明敢于对丁哥那么放肆，胆子来自何处。

当时，叶晓明做总经理已经有半年时间了，在王庙村和北京，他忙前忙后做了很多具体工作。他虽然只是一个占股不到20%的小股东，但总经理的工作也许让他以为自己就是格律诗公司的主人，甚至自以为具有了可以独立操盘的能力。这种心态上的变化，大约就是他敢于和丁元英对峙的本钱。

关于他们的对峙，小说中是这样描写的。

叶晓明问：“为什么要这样做？要达到什么目的？”

丁元英回答：“不这样做音箱卖不出去，不足以昭示格律诗音箱的低成本、高质量。”

叶晓明说：“我同意降价，但是不同意降到挑起争端的程度。”

丁元英说：“不降到这个程度就不足以销售一空，不销售一空就不足以成势。”

叶晓明无法说服丁元英，于是，就直接发难。

叶晓明说：“我就向丁哥提一个问题，出了事谁负责？”

丁元英说：“这是公司行为，由公司负责。”

叶晓明说：“这是少数人的行为，更露骨点说是你的个人行为，不是我们大多数人的意见，不能代表公司。”

丁元英平静而耐心地解释道：“这是股权行为，是超过半数表

决权的决定，有公司法和公司章程为依据。加入公司，就意味着承认和遵守这些规则。”

叶晓明说：“我想问问丁哥，我们是不是可以请你帮忙，也可以不请你帮忙？”

丁元英说：“可以。如果你们不需要我了，我就不代表你们了。如果欧阳雪允许修改当时约定的出资条件，我这就可以退席了。”

欧阳雪当即表态：“我不允许。”

叶晓明无奈了，说：“好吧，我执行董事会的决定，但还是保留意见。”

这段描写，充分展示了股权过半数的力量。因为这个会议本质上是一个股东会议，欧阳雪是持股51%的股东，所以，欧阳雪说了算，她的一句“我不允许”，丁元英就不会出局。丁元英的企业家精神、他的整个设计，也会毫发无损。这个51%的股权比例，此时发挥了定海神针的作用。

当然，这段话里还有两点值得深入讨论。第一点，是丁元英讲的“这是公司行为”。究竟什么是公司行为，为什么丁元英经常会把格律诗公司挂在嘴边，而不是讲他自己以及大股东欧阳雪，后面，我们在讲解公司法人的时候，会就此专门解释。第二点，也是后面要着力讨论的，就是争论以欧阳雪表态而结束。但叶晓明却说，他执行董事会的决定。

这是小说中写得最含糊的地方。整部小说从来没有提到过格律诗公司的董事会是什么样的，而且从上下文来看，欧阳雪的意见只是大股东的意见，并非董事会的决定。这就留下了很多疑点。这些疑点，小说没有讨论，但我们需要深究。这也留待下文详解。

## 几个关键数字

回到股权比例这个主线。其实，丁元英从一开始就强调51%的股权比例，这并没有什么不好理解的地方，因为51%意味着过半数。

任何公司都是由不同股东共同投资来组建的，每一个股东对于公司有多少影响力，主要看他持有公司股份的数量或比例。具体来说，公司的决议是通过股东投票做出的，所以，拥有超过50%的股权，比如说持股51%，就意味着持股者在一股一票的法则下，拥有过半数的投票权。按照《公司法》的基本规定，这就意味着多数股权在制定经营策略和人员任免等关键问题上，有说了算的权力。

超过半数是思考公司股权的一个重要界限。51%，是几个关键数字中的第一个，也是常识性的数字，我们就不赘述了。

第二个请大家记住的数字，是2/3，或者叫67%。我国的《公司法》（2018年修正）在第四十二条里明确规定，股东按照出资比例来行使表决权；第一百零三条又规定对于修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。所以，拥有2/3以上的公司股权，就意味着对于公司的绝对控制。

说得极端一点儿，一个持有2/3以上股权的股东，他随时可以决定企业的生与死，他可以在不用考虑其他股东意愿的情况下，完全按照自己的意志来处置公司，包括破产清算。

当然，我国的《公司法》第四十二条，对股东的表决机制做了另外的约定。《公司法》的原文是这样的：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。这一条是什么意思呢？

这一条意味着最小的股东，也可以因此拥有决定权。比如，如果股东在成立公司的时候，就约定退股、破产、清算等问题的决策，股东决议的表决必须经全体股东通过，那么，这意味着什么呢？如果真有这样

的约定，并且写进了公司章程，就意味着最小的股东刘冰也可以通过投反对票，使公司的决议无法通过。也就是说，刘冰不能决定公司做什么，但他通过投反对票，可以决定不让公司做什么。

我曾经遇到过一个案例。在一家职工持股的企业中，有一位股东持股不到1%，但其公司章程约定，一些事项的表决必须经全体股东同意。而这位股东对公司的大股东、管理层都极不满意，他抱着破罐子破摔的心态来对待股权事务。不到1%的股权，也没有多少钱，但这些股权就成了他与公司对立的本钱。大股东开了高价，要回购他的股份，他坚决不卖，就是一副捣乱的架势，公司拿他一点儿办法都没有。

显然，这里面就有一个隐含的数字：100%。100%，是超过2/3的。公司章程做这样的规定，并不违反《公司法》。小股东至少可以利用这一条，来保护自己的退出通道。这一点，请大家一定要记住。100%，是第三个重要的股权数字。

我们再回到2/3这个数字的线索。丁元英第二次关心股权问题，是在肖亚文决定接手格律诗公司的时候。丁元英首先还是强调操盘者的过半数标准，再一次强调了51%这个股权比例。小说中是这样描写的。

丁元英说：“亚文入股，低于或持平控股线意义都不大。”

欧阳雪说：“亚文出资30万，其余部分按垫资处理，亚文持51%的股份，这样大哥就解放了，我也解放了。我持29%的股份，剩下的20%预留。亚文的意思，等将来乐圣跟格律诗合作了，那时候就没风险了，再争取把冯世杰吸收进来。”

在欧阳雪解释了让肖亚文持股51%，也解释了其他人的持股计划后，小说中又有这样一段对话。这段对话写得比较隐晦，不容易引起注意，但意味深长。这段话在文字上也没有提到任何股权比例数字，但却让前面的那些股权数字鲜活起来。这段话里隐含了那个绝对控制的2/3，因为只有主导者持有2/3以上的股权，才能适应公司实现下一步的

目标。这段对话是这样写的。

丁元英又问：“吸收冯世杰，你是出于不得已还是想给他一个机会？”

肖亚文说：“是不得已。格律诗的生存基础在王庙村，而王庙村的命脉在格律诗，除了这种本质的依存关系之外，冯世杰是连接两者人际关系的一条重要纽带。”

丁元英说：“比起托管、转让，亚文接管公司我认为是比较好的一种结果，我想小丹也会赞成。但是，胜诉机率高不等于胜诉，败诉的可能性一直存在，亚文对这一点必须得有清醒认识，必须对败诉的后果有充分的心理准备。”

肖亚文说：“败诉了，我还去打工，从哪儿来到哪儿去。等老得打工都没人要了，我就摆个小摊、开个小店。这不是我愿不愿意的事情，是我必须得这样。如果我这辈子都没把债务还清，那欧阳也只能认倒霉了。”

这很像是一场简单的考试，肖亚文的判断都在事物的本质上。丁元英当初在私募基金招聘助理的时候也是这么简单问了几句话，今天的情形几乎是当年的重现。所不同的是，当年是招聘雇员，而今天是为格律诗公司选择掌门人。

丁元英说：“行，就是你了。”

为什么说这段话里隐含地提到了那个2/3呢？为什么这个2/3变得比较重要呢？为什么丁元英在听到了这一切之后，说了句“就是你了”呢？

这是因为，控制企业的一般经营决策，比如实施降价策略，甚至是更换总经理，有持股总数51%的股东支持就可以了。所以，丁元英从最开始就非常重视对于51%股权的控制。最早，他通过欧阳雪把这个权力牢牢地控制在自己手里，因为他的第一个目标很简单，就是利用格律诗公司在王庙村建立起音响箱体和机柜的生产体系，然后通过国际博览会

造出声势，并顺便从乐圣公司身上“化点缘”。实现这些目的，51%的股权是必要的，也是足够的。

这一点，丁元英从一开始就和叶晓明他们几个发烧友说了，要保证出资方在决策权上最大限度地规避风险。正如我们在前面看到的，因为有了51%股权这个硬杠杠，叶晓明没有办法让丁元英离场，丁元英可以稳步推进自己的计划，完成他给芮小丹的这个礼物。

无论从小说中的文字看，还是从电视剧中的表演看，丁元英一直像个局外人，一个帮忙的人，一个被动的人。但实际上，他是整件事的操盘手，是不折不扣的主导者。

而当叶晓明他们退股之后，欧阳雪开始请肖亚文帮忙打官司，甚至和肖亚文商量着转让股份，由后者来操盘，这时，公司的任务和目标，甚至商业关系、商业模式都发生了变化，后面也许还会发生更大的变化。这时，给丁元英的计划带来扰动的，不再是叶晓明这些人了，而是王庙村，乃至乐圣。所以，丁元英又开始关心股权调整的细节了。

这种关心体现在两个方面。第一，他一如既往地希望公司的经营决策权掌握在有企业家精神的人手里。肖亚文是个明白人，也是具有企业家精神的人，更是能够在第一时间理解他想法的人。所以，把51%的股权交在这样一个人手里，丁元英放心。而第二个方面，在格律诗打赢官司之后，王庙村这块资源在整个商业链条中的地位就越来越重要了。那么，在这种情况下，为了防止资产层面上出现闪失，公司2/3以上的股权控制在什么人手里，就成了关键。

丁元英虽然没有直接谈起过这个比例，但我觉得，通过询问肖亚文对冯世杰和王庙村的看法，他间接地关心了这个比例。他依然是根据商业模式、资源的重要性，以及利益结构这个逻辑去思考的。丁元英没有把话说透，但肖亚文和欧阳雪共同持有格律诗80%的股权，这对于将来制约冯世杰和王庙村，应该够了。也许有人读了我这段话，会说，宁老师，你怎么像个阴谋家。其实，设计股权问题，就是要把事情想到最坏。常言道：凡事预则立，不预则废。

我希望大家再仔细揣摩一下前面这段对话。这些文字很有意味，也很有嚼头，可以激发我们的想象，促使我们思考，并让我们在思考中提高。

小说不是教科书，更不是分析报告，它只是描述了一个故事，一些场景。小说不会直白地把所有可能性都罗列出来，明确地帮助我们分析。然而，正是这种含蓄给了我们想象空间。这也是小说更有魅力的地方。我们阅读一些故事、琢磨一段对话，其实都是在进行一场思想训练。我们可以因此联想到很多不同的场景，思考与每一个场景相关的问题，设想在某一个问题出现后最好的应对策略是什么，怎样才能找到保护自己利益的制度安排。

我们可以假想一些场景。格律诗公司、乐圣公司和王庙村的生产体系（也就是那些作为个体工商户集合的农户）之间，形成了合作关系。合作的三方，利益关系毕竟既有共生的一面，也有博弈的一面。肖亚文接盘之后，单独拥有了51%的股权，欧阳雪彻底成了甩手掌柜。肖亚文在经营上当然就不会被掣肘。

但是，假如有一天王庙村的生产体系做大了、做强了，翅膀硬了，冯世杰还会不会甘心情愿地做格律诗的小股东呢？再假如，乐圣公司在这一轮风波过去之后，会不会产生对格律诗公司进行结构调整的想法呢？而这种调整又会不会影响格律诗这家只有一款产品的“扶贫”公司呢？还有，欧阳雪热衷于经营饭馆，如果因为饭馆发展机会好，需要资金，她会不会把格律诗的股权变现呢？如果她要变现，谁又是合适的接盘者呢？肖亚文如果想接盘，她能够拿出足够多的现金吗？如果乐圣愿意出很好的收购价格，在芮小丹已经牺牲、丁元英也远走海外的情况下，她会不会把股权转让给乐圣呢？

无疑，后面的很多事情都会超越经营层面，进入到资本运作的层面。这时，按照《公司法》，需要2/3的股权表决，才能十拿九稳。这些都是值得思考的未知场景。

当然，在当下这个阶段，包括冯世杰在内的新股权安排应该没有问

题。肖亚文和欧阳雪拥有80%的股权，超过了2/3。基于丁元英和芮小丹的影响力，在可以预见的时间里，她们的利益高度一致，她们是一致行动人，可以联手决定涉及资本运营层面的大事。这对打赢和乐圣的官司，以及谈出一个良好的三方合作方案，是足够的。但这个股权结构虽然没有近忧，但还是有必要远虑，至少需要一些章程条款和投资协议做保障。

总之，这些问题都不会影响当下的故事，不会影响格律诗打赢官司，不会影响帮助王庙村脱贫的基本目标。但它们都是格律诗公司在将来有可能会遇到的问题，需要提前考虑。这些年，我经历过现实世界的一些商业案例，深深感到那句老话的深刻：人无远虑，必有近忧。远虑，其实也是一种企业家精神。

除了前面讲过的51%（过半数）、67%（超过三分之二）和100%（全票）这三个关键数字之外，还有几个股权比例也是大家需要知道的。

一个是34%。持有34%的股权，就意味着持有的股权超过了1/3，这就防止了其他股东的股权超过2/3。34%，是一个阻击的数字。另外还有两个数字，来自《公司法》的条文，也需要关注。

我国《公司法》（2018修正）第三十九条和第四十条规定，代表十分之一以上表决权的股东有权提议召开临时会议；而当董事会、监事会不履行召集、主持召开股东会议的，代表十分之一以上表决权的股东可以自行召集和主持会议。所以，10%也应该是大家需要知道的一个持股界限。

《公司法》第一百零二条规定，对于股份有限公司（请注意，不是有限责任公司），单独或合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案。这是一个大家需要知道的，关于股份有限公司中提案门槛的股比数字。

## 可约定的表决权

本讲的最后一个要点，想和大家深入讨论一下表决权的概念。股东权利包括很多内容。我国《公司法》第四条这样规定：公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。这些权利包括分红权、知情权（查阅公司的有关文件和财务会计报告）、表决权、优先认购权（或者叫优先购买权）等。

在所有这些权利中，表决权是最基本的、最有决定性的权利。在某种程度上，我们甚至可以说，表决权是股东各种基本权利得到保障的基础。一个股东，如果没有表决权，或者表决权过少，其他权利就很容易丧失。这一点，请大家一定要注意。

举个例子，小股东一般都喜欢把公司的可分配利润分掉。有句话形象地描述了小股东的这种倾向，叫作“十鸟在林，不如一鸟在手”。大股东却不愿意把红利分掉，理由很简单，就是两条。

第一，如果公司不分红，资源就会留在公司，实质上就是留在大股东手里，大股东可以按照自己的意愿去投资，或用于其他目标。所以，分红本质上是减少了大股东可以支配的资源数量，不符合大股东利益。第二，大股东如果需要现金，他随时可以分红。所以，哪怕钱放在公司不用，对于大股东来说，不分红都比分掉要好，因为分红的本质是减少了大股东的选择空间。

这也就是为什么我国的上市公司，在最初的20年时间里，很少给小股东分红，直到中国证监会明确提出了上市公司的分红要求，这种情况才被改变。

但是，对于众多非上市公司，是没有监管机构有合法权利要求大股东分红的。所以，一家有限责任公司是不是分红、分红比例是多少，这些完全由股东会议来决定。股东会议的决策机制是投票表决，按照《公司法》的规定，股东按照出资比例行使表决权，所以，最后结果还是由

大股东说了算。那么，在分红问题上，小股东是否可以争取全票的设置呢？

总之，表决权决定了分红权、收益权，以及其他需要股东大会决议才能维护的权利，表决权是最基本的权利。持股比例之所以非常重要，就在于它决定了投票权的数量。这也就是丁元英从一开始就坚持投资人要持有51%股份的原因。

明确这一点，我们就有必要进一步讨论股权和表决权能不能分离的问题，以及在哪些事情上做多大程度分离的问题。正如我们前面已经讲到的，我国《公司法》已经在第四十三条和第四十四条中做出了规定。在有限责任公司中，股东可以就表决权，以及议事方式和表决程序，做出另行约定。这种约定，一般写在公司章程中。《公司法》对这方面的特殊约定，是尊重的。

我们身边的绝大部分公司，都是有限责任公司。这种公司由于股东数量少，所以，股东之间除了资本合作关系，还有很强的人与人之间进行合作的性质。正是因为这种人合性，《公司法》赋予有限责任公司的股东以较多的协商权力。比如，某些股东可以放弃一部分甚至全部的投票权，只要写入了公司章程，这在有限责任公司中，都是允许的。

按照一般原则，公司的决策机制就是靠股东投票，投票的原则是一股一票。所以，持有超过50%股份的股东可以完全控制公司的经营活动，超过2/3的股东可以控制资本层面的全部决策。就像在格律诗公司，肖亚文和欧阳雪加起来80%的股权，可以决定一切；而冯世杰完全没有任何控制能力，就像一只吊线木偶。

这种情况是可以改变的。如果我是冯世杰的顾问，在订立新公司章程和投资协议的时候，我会建议他把某些事项的表决约定在100%。也就是说，进行这一类表决的时候，需要全体股东同意。这种约定写入章程和投资协议，它就有与《公司法》同样的法律效力，实际上也就剥夺了在这些决策上大股东的“垄断权”。

另外，假如有特定需要，我也可能会建议冯世杰依据《公司法》第三十四条中“全体股东约定不按照出资比例分取红利”的相关内容去保障自己的分红权，从而让自己的现金以更快的速度实现积累。这就是在保障企业家精神的前提下，为参与者保留退出通道的制度安排。

本讲的核心内容有三点，请大家记住。第一，股权结构要有利于保护和激发企业家精神。第二，股权结构中有一些重要股比数字。半数和2/3，大家说得比较多，其他一些数字，也很重要。第三，股权和表决权可以不一致，在有限责任公司中，有些股权经过约定是可以不完整的，是可以放弃掉表决权的。

# 第8讲

## 双重股权制度

### 创始人怎样可以拥有更多投票权？

上一讲，我们讲到，表决权（也可以叫“投票权”）是股东权利中核心的、基础性的权利，但在一定条件下（比如，在有限责任公司的法律规定下），股东是可以放弃一部分投票权的。

股权和表决权并不是一回事，股权可以是完整的，其中天然地包含着投票权，也可以通过谈判和约定让一部分股东放弃投票权。这意味着，可以存在没有投票权的股权，一种不完整的股权。在通过人为方式重新约定投票权的情况下，股权结构和投票权结构就会出现不一致。最终决定表决结果的，不是股权，而是投票权。

当一部分股东放弃掉一定比例的投票权之后，这个公司就成了具有两种类型股权的公司。一种股权拥有完整的权利，包括收益权、投票权等；而另外一种则是放弃投票权的股权。这类公司被称为具有双重股权（dual ownership）的公司。

最近一些年，我国已经有不少在海外上市的公司，都采用了双重股权结构的形式，比如我们后面要讲到的京东。2020年，我国的A股市场也出现了一家双重股权结构制度试点的上市公司——优刻得。当然，还有数量更多的非上市公司是通过投资协议的形式，成为双重股权公司的。这一讲，我们就接着股权结构这个话题，和大家分享一下双重股权结构制度方面的知识。

## 双重股权结构制度

从世界范围看，虽然不普遍，但也有将近200年的历史。最早具有双重股权结构的公司，出现在18世纪后期的英国。那时，由于很多商人开始创办一些提供基础设施服务的公司，比如他们拥有运河、保险、汽灯等行业中的企业。为了防止这些人唯利是图、过度涨价，政府在这些企业中开始尝试使用限制投票权的措施。

经济史学家发现，即使在同时期的英国，在纯粹由投资者拥有的企业中，限制投票权的情况都极其少见。也就是说，一股一票、同股同权是公司股权制度中的主流。双重股权结构之所以在最近二十年变得非常流行，与谷歌公司的上市有关。

2004年谷歌上市是轰动性的事件。这有两个方面的原因。

第一个方面的原因是谷歌选择了荷兰式拍卖作为公司IPO（首次公开募股）定价的基本方式。荷兰式拍卖的报价，是从高到低。谷歌首先确定了一个募资总额，然后用这个募资总额除以发行的股数，获得了每股发行价的起始报价。谷歌选择了一个有趣的募资总额，就是“自然对数e”， $2.718^{281} \approx 828$ 个十亿美元。这种定价方式在华尔街是没有先例的，所以，它极具震撼力，因此也极具传播效应。

谷歌上市造成轰动的另一个方面的原因，就是公司选择了双重股权结构制度。这种股权设计方式以前在一些家族企业、媒体行业的公司里倒是有一些，但在科技公司里并不常见。而且，这种股权制度当时在美国，正处于极大的争议之中，但谷歌却以现象级的姿态选择了这种制度，对大众舆论形成了巨大的刺激。谷歌的两位创始人布林和佩奇似乎用这样的方式向投资人传递出了一种信号：你可以买我们的股票，但不要想干预公司的事务。

那么，双重股权结构究竟是怎样一种制度呢？

双重股权结构的一般情况是：公司发行A类和B类两种普通股。一

般投资者只能购买A类普通股，每一股拥有一份投票权；而公司的控制人拥有B类普通股，B类股份的每一股拥有10份甚至更多份的投票权。当然，公司股东之间虽然在表决权上存在差异，但他们通常享有相同的收益权，或者说，他们在除了表决权之外的权利上通常是相同的。

下面，我举一个身边的例子来说明双重股权结构的应用。

京东是一家由刘强东亲手创立的电商公司。坊间关于刘强东的强势有着众多的传闻。他在公开接受访问的时候明确表示了他对于公司控制权的极度重视。他毫不含糊地说：“对于一个创业型企业来说，如果你丧失了控制权，不如把它卖掉。这是我的底线。如果有一天我失去了对于京东的控制权，我就直接把它卖掉，退出，拿钱走人。我绝对不会在没有控制权的情况下，还要占有公司的股份、和投资人在这里拐弯，我没有这个时间和精力。”

基于这样的观念，在京东上市的时候，刘强东选择了双重股权结构作为公司股权的基本架构。在京东，发行了A类和B类普通股，与前面所讲的情况不同，京东B类股份的投票权增加到20倍，比美国高科技公司通常采用的10倍投票权多了一倍。从京东的年报中，我们可以大致算出：由于每一份B股都有20倍的投票权，所以，创始人刘强东只用了大约15%的B类股权，就拥有了京东接近80%的投票权。这符合他控制公司的初衷，而且还有进一步稀释股权、获得新融资的空间。

京东的招股书中，对A类股和B类股的权利和义务描述得非常清楚，可以说是“愿者上钩”。一方面，刘强东坚定地看好自己的企业家精神，他觉得自己拥有对公司的绝对控制是可以给公司带来好处的，无论是利润的增长，还是股票在二级市场上的价格反映。他也认为这同样会给投资人带回报。当然，从投资人的角度看，这也存在着一个权衡。这个权衡的本质是把公司的经营决策权和重大事项的决策权都交给了刘强东，自己到底会不会吃亏。最后，那些相信自己不会吃亏的投资人认购了京东的股份，成了A类股的持有人。

京东选择让B类股拥有20倍的投票权，和刘强东的股权稀释程度有

关，因为伴随着京东的发展，不断进行外部融资，让刘强东这个创始人的股份被大量稀释，所以，到京东上市的时候，刘强东的股权比例已经降低很多了。如果没有20倍的表决权，他没有办法坚守他的控制底线。

也许有些人会关心为什么是20倍，这个倍数是如何确定的。

其实，B类股权的投票权倍数如何确定，与公司的股东结构、股权稀释的程度有关，本质上是一个预期和算账的问题。如果在刘强东个人持股被高度稀释的情况下，只给B类股份10倍的投票权，他的控制权比例刚刚过半，这就会对后续融资造成新的限制。进一步融资会加剧稀释他的控制权，所以，他不妨一步走到20倍。总之，过于纠结这个倍数，没有太多意义。正如前面所讲的，A类股权的持有者最关心的是要不要接受创始人对公司进行单独控制这种情况。表决权倍数，只是实现控制的一个环节。

从京东的年报看，B类股权的特殊性主要体现在投票权和转换权这两种权力上，当然，公司的相关法律文件也规定了刘强东持有B类股权的前提条件。由于B类股主要是为刘强东保持对京东公司的控制权而发行的，所以，一旦刘强东不再担任公司董事和CEO职务（当然还有其他一些特定条件），所有B类股就自动而且立即转换为同等数量的A类股。

请注意，其他投资者与刘强东约定的条件是同时担任董事和CEO，在相应的文件中用的是a Director and CEO（董事和CEO）这样的表述，而不是a Director or CEO（董事或CEO）。这就意味着，刘强东不存在只担任董事会成员这样一种半退出状态。

转换权，是双重股权结构制度中必须要明确的重要内容。它是指要事先约定好不同种类的股份之间的转换关系和转换条件。比如，京东公司的相关法律文件就有如下条款：只要持股者愿意，每一股B类股都可以在任意时间中转换为A类股，而A类股则在任何情况下都不能转换为B类股。这是最基本的转换规则。

当然，B类股权是可以转让的，但一旦转让，B类股就会自动并立刻转化为A类股。也就是说，B类股是和刘强东这个自然人紧密联系在一起的，显示了其他投资人对刘强东个人能力的认同。相关的法律文件用极其严格的语言限制了B类股的转让，也防范了任何利用转让来谋取利益的可能性。

另外，京东的相关法律文件规定，无论A类股权还是B类股权的收益权，都是相同的。京东公司并没有用给予非控制性股东更多的收益权，来换取其额外的投票权。总之，除了在投票权的票数计算上，B类股是A类股的20倍以外，京东的全体股东在投票程序、收益权等方面没有差别，B类股权没有额外的特殊之处。

## 动因和历史

出现双重股权结构制度的根本原因，在于控制人担心因融资而对公司失控。

具体来说，当一家公司开始股权融资的时候，它就开始有外部股东，股权随之分散。当股权分散到一定程度的时候，一方面，控制人的话语权就随之减少；另外一方面，公司也会进入一种两难的境地。如果公司不上市，外部股东就没有退出通道，公司进一步获取融资会极为困难。如果公司选择上市，因为股票是在公开市场上发行的，股东可以在二级市场上随意买卖，这就可能会使创始人失去对于公司的控制。

特别是当公司创始人持有股份比较低的时候，外部投资者可以很容易通过资本市场收购到足够多的股权。在一股一票的表决权机制下，外部收购者甚至可以借助它们手中的投票权，把公司的创始人赶出董事会，剥夺他对公司进行控制的权力。正是这个原因，双重股权结构制度才开始流行，被很多公司采用。有学者十年前的统计研究表明，在纽约证券交易所上市的公司中，大约有6%的公司采用双重股权结构，大约

占整个市场市值的8%。

最初的双重股权结构，是完全剥夺外部投资者表决权的。也就是说，这些公司在吸引外部投资者的时候，事先就会说明这家公司对外部投资者发行的股份没有表决权，外部投资者只能获取公司的收益，但没有通过参与股东会议、通过投票对公司施加影响的权利。毫无疑问，这意味着剥夺了这些投资者发声的权利。

在现代民主社会的理念中，保护每一个人的发声权，是核心信条。少数人虽然在数量上不占优，投票也不会改变大局，但是否保护这些人的发声权，事关重大。有没有能力改变局面，是一回事；让不让他们投票、是不是剥夺了他们表达意见的权力，却是另外一回事。所以，哪怕他们的票数再少，也要让他们拥有投票权。

这就导致了一种妥协，也因此演化出今天这种双重股权结构。公司发行两类不同的股份：A类普通股一股一票，B类股一股十票。所有的股东都有投票权，但A股和B股的投票权数量不同。前者保护了参与者的发声权和退出权，后者则注重激发创始人的企业家精神。

美国拥有领先的现代市场经济体制，也是双重股权结构制度的一个主流样本国家。据考证，美国是从1898年开始出现一部分股东（包括普通股股东和优先股股东）主动或被动放弃投票权的。与此同时，绝大多数公司坚守着同股同权、一股一票的原则，也很少有采用双重股权结构的公司上市交易。这一传统直到20世纪20年代的中期才被打破，从那时开始出现了一批实行双重股权结构的公司，并有一些公司上市交易。截至1926年，大约有184家双重持股公司在美国的几个证券交易所上市。

这种情况引发了知识界的忧虑。1925年10月，哈佛大学教授里普利（Ripley, W. Z.）率先对这个趋势发难，他痛斥这种违背同股同权原则的制度设计，并大声疾呼：只有所谓的管理股（management share）在股东会议上行使表决权，就是明目张胆的偷盗。里普利教授的呐喊引发了公众和学界对这一现象的广泛关注，当时的美国总统柯立芝为此专门约见了里普利教授，听取了他的意见。那么，接下来的问题就是交易所

和监管机构要不要对此进行干预。

1926年，纽约证券交易所否决了一桩双重股权结构公司发行普通股的申请，这拉开了该交易所此后长达50年政策限制的大幕。在这50年之间，纽约证券交易所只有不超过十家上市公司具有双重股权结构设计，这些都是先前上市，因历史原因遗留下来的公司。对于新的上市申请，只要涉及双重股权的安排，纽约证券交易所一概不予受理。

有趣的是，在一些采用双重股权结构的公司里，有人曾提出取消双重股权的议案，但多数股东反对这样的议案。福特公司就是一个例子。它是1926年之前在纽约证券交易所上市，是具有双重股权结构的几家公司之一。福特家族只占公司全部股权的4%，却拥有40%的投票权。但是，对于这样的双重股权结构，不仅董事会支持，多数股东也没有意见。

尽管如此，纽约证券交易所还是对双重股权结构进行了严格限制。在长达半个世纪的时间里，有双重股权结构安排的公司只好选择在美国证券交易所（AMEX）和纳斯达克（NASDAQ）上市并交易。这两家交易机构也位于纽约，但它们对双重股权结构的限制并不像纽约证券交易所那么激进和严格。不过，美国证券交易所和纳斯达克的口子，也没有放得非常开，有双重股权结构的公司，上市数量仍然相当有限。

1972年，因为多方面的原因，美国证券交易所开始禁止采用双重股权结构设计的公司在该所上市。但这一限制没推行几年，就被当时的高科技公司——王安公司的上市计划所打破。1976年，采用双重股权结构的王安公司在美国证券交易所成功上市。这一事件再次引发了一场讨论，交易所、学术界和公众开始认真思考一个问题：既然同股同权是股份公司的基本原则，为什么会有股东去购买那些没有投票权的股票呢？交易所到底应不应该允许这类公司上市交易？

王安公司的上市，促使美国证券交易所提出了一个被称为“王氏标准”（Wang Formula）的评判原则。美国证券交易所开始用这个标准来判断双重股权结构的合理性和上市标准。依据这个标准，美国证券交易

所在此之后逐渐恢复了双重股权结构公司的上市。于是，这类公司在美国证券交易所的上市数量从1976年的37家，逐渐增加到了1985年的60家。

纳斯达克从来没有禁止过双重股权结构公司的上市交易。到1985年为止，在纳斯达克上市的4 101家公司中，有110家是有双重股权结构安排的。一些科技类公司和家族控制的公司，都愿意采用这种股权结构来保有公司控制权。

20世纪80年代，是企业并购大行其道的时代。一些投资基金开始通过资本市场收购上市公司，这种收购并非通过协议收购（friendly takeover）的方式来进行，因而常被称为“敌意收购”（hostile takeover）。在这个背景下，一些上市公司为了防止自己被意想不到的投资者接管和控制，客观上产生了重新安排股权结构的需要。

重新安排股权结构的一个常见方式，叫“再资本化”（recapitalization）。其形式之一就是设计双重股权结构，把一部分股权变成投票权较多的B类股权。这样，就可以保证控制人在不改变股权比例的情况下，拥有更多的投票权，以达到防止公司被外部投资者突然控制的情况发生。可以说，80年代的大收购，是引发双重股权结构再次活跃的重要诱因。

与企业防止被收购的需求平行发展的另外一条线索是，美国的三大证券交易所也在为吸引更多好公司来自己这里上市展开激烈竞争。由于纳斯达克和美国证券交易所不限制双重股权结构的公司到它们那里上市，纽约证券交易所客观上就处于不利的竞争地位。于是，纽约证券交易所的一个下属委员会在1985年提出了一个建议，建议的内容是：如果公司流通股股东多数同意，董事会也是多数同意，就可以允许公司建立双重股权结构。

这个委员会的建议一旦获得采纳，就意味着三件事：第一，允许已经上市的公司通过再资本化的方式转变成双重股权结构；第二，已经采用双重股权结构的公司，可以在先前对双重股权最为排斥的纽约证券交

易所上市；第三，三个主要的交易所在双重股权方面达成一致，这也可以解决国会和监管机构长期以来关注的上市标准一致化问题。

于是，公众舆论和学术界从20世纪80年代中期开始再起波澜，就上市公司该不该违背一股一票或同股同权的原则再次展开大讨论。与20世纪30年代大家只是说理不同，在这一次争论中，持不同意见的各方都使用了大量的学术证据。有人基于统计研究发现，双重股权结构的公司在股价和财务业绩上都好于单一股权类型的公司；有人发现，再资本化可以给相应的公司带来长期的超额收益，进而得出推论“向双重股权结构的过渡，是一种增强股东价值的行为”。

当然，反对的声音也不绝于耳，反对者同样使用了大量的理论研究和经验证据。20世纪80年代后期，出现了几篇重磅的学术论文。这些论文的作者都是在学术界有影响的大牌学者。他们坚持认为，同股同权和一股一票的原则非常重要，这些原则可以保证公司控制人在独享控制权的私人收益时，外部收购者还有机会对这种控制权形成约束和威慑，这种威慑是公司保持价值创造能力的关键。这些论文的影响延续至今。

虽然不停地出现反对声音，虽然这些反对的声音来自四面八方，从学术界和机构投资者，一直到执法者，但双重股权结构在最近二十年里未有停步，在数量上一直呈现逐渐增加的态势，甚至在高科技公司领域成了一种流行品种。前面我们提到的谷歌上市，就是刺激科技类公司纷纷采用双重股权结构的里程碑事件。在谷歌上市之后，很多高科技公司都纷纷采用了双重股权结构。比如我们前面提及的京东，还有Facebook（脸书）等诸多知名公司。

## 中国的探索

中国证券市场从1990年开始起步，到现在已有30余年的历史。但多年来一直没有双重股权结构的公司在沪深交易所上市。不仅沪深股

市不允许，在香港资本市场上，双重股权也没有先例。这也是一些内地公司跑到美国上市的原因之一。

前面我们反复提及，一家公司在初创时期，注册形式常常是有限责任公司。由于股东数量比较少，有限责任公司有着很强的人合性。按照我国的《公司法》，有限责任公司的股东决议形式，包括投票方式、投票权的多少，都可以由股东自己来约定。之后，如果公司做大了，它就要经过改制，改造成股份有限公司。

《公司法》中规定，有限责任公司的股东是少于50人的，但如果公司经过多轮融资，或者采用骨干持股、员工持股制度，它的股东数量很容易超过50人。在这种情况下，公司就需要改制为股份有限公司，而股份有限公司不关注企业的人合性，也不存在“公司章程另有约定除外”之类的规定，在股权上强调同股同权以及自由转让。在这种情况下，如果证监会和交易所不接受双重股权结构，那公司的创建人为了防止股权的稀释，也许就不愿意接受更多融资，成为股份有限公司甚至上市公司。

另外，如果没有上市退出的通道，投资者也会缺少对这类公司的投资意愿。在这样的大背景下，2020年，经中国证监会批准，上海证券交易所科创板开始了双重股权的尝试；香港市场几乎同时进行了类似的尝试。

我们把多表决权股份称为“特别表决权股份”。《科创板上市公司持续监管办法（试行）》第七条是这样规定的：“存在特别表决权股份的科创公司，应当在公司章程中规定特别表决权股份的持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有的表决权数量的比例安排、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制、特别表决权股份与普通股份的转换情形等事项。公司章程有关上述事项的规定，应当符合交易所的有关规定。”

第一家公开上市的双重股权结构公司，叫优刻得。它在2012年3月成立，自主研发并提供计算、网络、存储等IaaS（基础设施即服务）产

品、基础PaaS（平台即服务）产品，以及大数据、人工智能等产品，通过公有云、私有云、混合云三种模式为用户提供服务。优刻得发行A类和B类股，其中的A类股就是有特别表决权的股份。这一点，与美国的命名方法不同，美国的特别表决权股份通常被称为B类股。

2019年3月17日，优刻得公司召开股东大会，表决通过《关于〈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〉的议案》，并修改公司章程，设置特别表决权。根据特别表决权设置安排，公司的共同实际控制人季昕华、莫显峰及华琨持有的A类股，每股拥有的表决权数量为其他股东（包括IPO公开发行对象）所持有的B类股每股拥有表决权的5倍。这样，季昕华、莫显峰及华琨因为合计直接持有公司26.8347%的股份，就持有了公司64.7126%的表决权。

公司上市发行之后，他们三人的股权略有稀释，但仍合计持有19.3964%的公司股份，进而拥有54.6113%的表决权，表决权过半数。由此，这三位公司创始人对公司的经营管理以及对需要股东大会决议的事项具有了过半数的投票权。

在优刻得的公司章程中，对特别表决权做了如下四项限制规定。

第一，是在表决事项上做出了限制。公司在修改公司章程、改变A类股份享有的表决权数量、聘请或者解聘公司的独立董事、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，公司合并、分立、解散或者变更公司形式这五个方面的表决事项上，每一股A类股份享有的表决权数量与每一股B类股份的表决权数量相同。

第二，是对A类股权的转换进行了限制。优刻得的公司章程规定，当如下四种情形出现时，具有特别投票权的A类股份应当按照1：1的比例转换为B类股份。

第一种情况，当三位创始人出现不再符合《上海证券交易所科创板股票上市规则》以及《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》所规定的持股市资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能

力、离任等情况时，A类股份自相关情形发生时立刻转换为B类股份，相关股东应立即通知上市公司，公司应及时披露具体情形、发生时间、转换为B类股份的A类股份数量、剩余A类股份数量等情况。

第二种情况，当实际持有A类股份的股东失去对相关持股主体的实际控制时，A类股份也就没有了存在的实际意义，所以，应立即转换为B类股份。

第三种情况，是持有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时，这种情况就违背了发行特别投票权股份、保护企业家精神的初衷，不能够被允许。

第四种情况，是公司的控制权发生变更。在这种情况下，公司已发行的全部A类股份均应当立即转换为B类股份。

第三个限制，是设置了一个上线条款。具体规定是：公司股票在交易所上市后，除了按照同比例配股、转增股本的情形外，公司不得在境内外发行A类股份，不得提高特别表决权比例。如果公司因股份回购等原因，可能导致特别表决权比例提高的，应当同时采取将相应数量的A类股份转换成B类股份的措施，以保证特别表决权比例不高于初始水平。

第四个限制，是交易限制。公司规定，A类股份不得在二级市场上进行交易，但可以按照证券交易所的有关规定进行转让。

显然，中国证券市场的监管机构对于双重股权结构的规定，比世界上其他国家或地区的一般情况要严格，这体现了很强的尝试性质。所以，很多情况还有待于我们进一步观察。

# 第9讲

## 自利行为

### 我们应该如何理解人性中的善变？

这一讲，我们讨论一个非常基础性的内容，就是人性中的善变，这也是公司治理的重要思想基础。正是因为人们会破坏自己的承诺，会此一时、彼一时，所以，我们才需要设计治理机制来对他人的行为进行约束，对自己的利益进行保护。

治理机制的设计，是相互的，每一个当事的利益主体都应该根据自己的需要，设计出对自己有利的治理机制，这些治理机制镶嵌在特定的利益结构之中，合成为一种治理结构。对于人性的理解，是理解治理机制和治理结构的基础。

本讲涉及如下三个方面的内容：第一，在思考公司治理时，我们究竟应该怎样看待人性？第二，人性会怎样影响到合同的履行，怎样影响到公司的运行？第三，治理机制可以怎样对人性中的善变形成制约？

### 如何看待人性？

公司治理，是平衡利益关系的学问。利益诉求的主体是人。一方面，即使在相同的情境下，不同的人也会产生完全不同的利益诉求；另一方面，人是善变的，常常会违背合约，改变自己的利益诉求，违背自

己先前已经做出的承诺。前者会影响资源配置的效率，后者更容易让公司治理机制失灵。这都涉及人性的问题。所以，我们需要对人性有更多理解，一切的制度建设也必须基于人性。

一谈起人性，很多人第一时间在头脑中反映出来的，往往是人性上的善良和丑恶。我们有时候会说这个人好，是好的合作伙伴；说那个人坏，和他在一起一定会吃亏上当。做这种主观的判断，是非常正常的，属于人之常情。这种认知，大多基于我们的成长经历，基于一种认知上的本能。比如我在前文曾对叶晓明和刘冰表达过偏见，甚至有所嘲讽。这都基于我自己的主观感受，是很朴素的。

然而，用这种朴素的意识去思考治理机制这类理性问题，就不够了。用个人的主观判断做思考的基础，虽出于人的本能，无可厚非，但不科学。我们就以丁元英在王庙村见过的那些村民为例，比如刘大爷和周国正。他们是非常淳朴的，他们的吃苦耐劳非常令人尊敬。但就是这些淳朴的人，在利益面前，会不会短视，会不会有见利忘义的行为？稍稍有社会经验的人，都会给出肯定的回答。

这就是人性的复杂。人是所有正面行为和负面行为的结合体。他们会趋利避害，在不同的场景下，选择最符合其利益的行为。这出于人的本能，不是简单的是非善恶就可以评价的。中国有一句古话，叫“路遥知马力，日久见人心”。这句话告诉我们，一个人的品性只有经过长时间的观察，只有在经历一些得失选择之后，才能被看得更清楚。

而且，所谓的善良，无非就是多背负一些本来不属于自己艰难。一个人在与他人发生利益冲突的时候，能做到适可而止，就已经不错了。我们很难定义，究竟要为交易对手背负多少艰难，才算是“善良”；背负多少艰难的人，才是所谓的“好人”。大家可以扪心自问：遇到利益选择的时候，在何种情况下，我们才会做到“温良恭俭让”？既然我们绝大多数人都无法恪守圣贤之道，又凭什么要求别人一定品性高尚呢？

也就是说，我们对人性的认识必须要超越简单的善恶观，只有这样，我们才有机会更加冷静地去理解制度的意义。我们才会在设计机制

时，把对手假定为“坏人”，把制度建立在“人性本恶”的基础上。其实，我们之所以要建立制度，就是要约束那些“坏行为”。这些坏行为包括：不诚信，不守约，损人利己，甚至损人不利己等。

我这样说，并不是故意要推崇一种斤斤计较、尔虞我诈的社会观念，而是希望大家都能把商业活动建立在更为坚实的制度基础上。如果一个制度可以把“坏行为”全部限制住，那么，我们还担心善良之花不会开花结果吗？相反，如果我们在思考制度问题时，把所有的人都假定为“好人”，一旦遇到利益冲突问题，大家都先人后己，那么，这个制度就会漏洞百出，毫无约束力。

中国人讲：先小人，后君子。什么时候做小人？又什么时候做君子？我理解的，做小人是在交易之前，要把各种可能的后果都想到，尽可能事先把它们说清楚，订好合约；做君子，是在订约之后。订了约，就要守约；而且，遇到问题的时候，可以替他人着想，能让一步就尽量让一步。我以为，中国人的这句古训已经把商业智慧和做人之道都讲清了。然而，我们常常会忽视这条古训，往往是“先君子，后小人”。

孔子曾说：“富与贵，人之所欲也……贫与贱，人之所恶也”“饮食男女，人之大欲存焉，死亡贫苦，人之大恶存焉”。我以为他讲的就是人性。这里说的人性，不是仁义、守信这些孔夫子提倡的良好行为，而是隐藏在人类本能背后的行为动机。

古语又言：“任内也”“礼自外作”“以刑止刑”。这些话翻译成今天的语言，就是价值观建设必须要重视，仁义礼智信也还是要讲，企业文化建设必须认真做，但是，这些东西都是给人正面的引导，使人向善。但这个东西绝对不能替代制度、流程、规矩和控制，后面这些东西绝对不能缺位。

制度、流程、规矩和控制，这些不仅不能缺位，还要不断完善、与时俱进。如果在制度框架已经有明确界定的情况下，还有人胆敢犯规，那就该去法院去法院，该送检察院也绝对不能含糊。在公司的最高权力层面，制度、流程、规矩和控制就体现为治理结构。

总之，如果我们的制度针对的是“最坏的人”和“最坏的行为”，那么这个制度一定是好制度。好人自然会遵守制度，并且很有安全感；坏人想钻制度的空子，却没有机会，他们成不了“坏人”。最后，我们看到的结果就是，他们都是好人。有句话说得好：好制度会把坏人变成好人，坏制度会诱导好人变成坏人，其中的辩证逻辑就在这里。

与中国古代先贤相比，经济学家对于人性的解析，线索虽然比较简单，却有较大的一致性。其中，最主要的人性假定就是利己，这也是现代经济学体系的建构基础。学者们围绕着利己这样一个最基本的行为动机来刻画人性及其行为后果。这套逻辑中整合了一系列重要的经济学概念，比如有限理性、专用性投资、套牢资产和机会主义行为等。

## 利己与机会主义行为

我们先看一个真实的案例。甲乙两位同学共同组建了一家公司。之所以组建这家公司，是因为乙同学有机会搞定一个客户，为客户开发一个信息化改造项目；甲同学有软件开发方面的背景。于是，甲乙说好了对半分账，就组建了这家公司。公司的股权，双方一人一半。

这个改造项目对于一穷二白的甲和乙，是很划算的。所以，他们合作得很好，如期收回了项目款，大家都很满意。但这个项目完成后，出现了新情况，两个人因此面临考验。

首先是甲同学开发项目的事情，被客户的同行知道了。同行派人直接找到他，请他也帮助自己做类似的项目。新项目的第一期，是和公司签协议。但由于做这个项目需要熟悉企业的业务场景，所以，甲花了不少精力，俨然成了一个行业专家。

新客户比第一个客户的规模大，需求也相对长期，很希望拉甲同学入伙。新客户给了甲同学几个选择：一个是直接把他们的公司买下来；

另一个是劝甲同学直接加入他们的公司，成立一个部门也可以，成立一家分公司也可以。新客户对甲说：专业性的工作都是你做的，为什么每次都分给乙同学一半的钱呢？

新客户的胃口显然不同于第一个客户。他们的目标是希望通过自己的信息化改造项目，为行业提供一个可以不断复制的模板，因为整个行业都存在类似的需要，这个市场太吸引人了。新客户想把这块业务作为今后的发展方向来做。他们特别需要像甲这样既有技术背景又熟悉行业的人才。正是基于这样的原因，新客户许诺以甲同学为主，成立一家新公司。而乙同学对于新客户，基本没有什么价值，从纯粹的经济核算角度，他们不愿意让乙也拥有新公司的股权。

甲是技术人员出身，原来在利益方面想得不多，但有了新客户的怂恿，每当干活很辛苦的时候，他就会想到利益分配的问题。他越想越觉得，是这么一回事。他原来是非常感激乙同学的，乙通过第一单业务，为甲的职业之路打开了一扇新的大门。但经过客户的挑拨，甲的心活了，毕竟一个行业的市场摆在那里，对他构成了非常大的吸引力。在巨大的利益面前，他开始动摇。

其实，乙也面临类似的问题。因为他非常擅长和客户搞关系，在开发第一个项目的同时，他也以公司的名义接了其他几个小项目。乙按照甲的建议，找了几位工程师分头做这些项目，乙逐渐发现干这种事其实没那么复杂，他甚至有点儿后悔让甲拥有50%的公司股份了。

甲和乙终于因发展思路和利益诉求的不同，矛盾开始明显化。乙的思路是主要围绕着他熟悉的客户不断跑马圈地，做一些短平快、回款好的项目，因为这可以最大限度地发挥他的销售优势，巩固他在公司的影响力。而甲的思路完全不同。他希望抓住一个行业向纵深发展，与第二个客户合作时间越久，他越觉得这是一条正路。

我认识甲的时候，他们还没有完全分开。但实际上，业务已经分成了两摊，两个人各负责一摊，共用一个品牌和办公机构。两个人在业务上偶尔会有交集，但未来会怎样，谁也不愿意明说。甲私下里对我说，

他大概率会离开公司，但他不知道自己的那部分股权，如果由乙买回去，乙愿意出多少钱。

泛泛而言，甲和乙两位同学都是很不错的人。但就是这两个不错的人，合作成立公司之后产生了利益之争。他们产生争议的根源，在于两个人拥有的资源不同，而这两种资源的连接并不是不可替代的。请大家记住，所有的合作，都是资源的合作，源于资源的互补性。当这种互补性消失或者被替代了之后，合作的基础就不复存在了。

我们可以通过图9-1来描述一下甲和乙之间的合作关系。

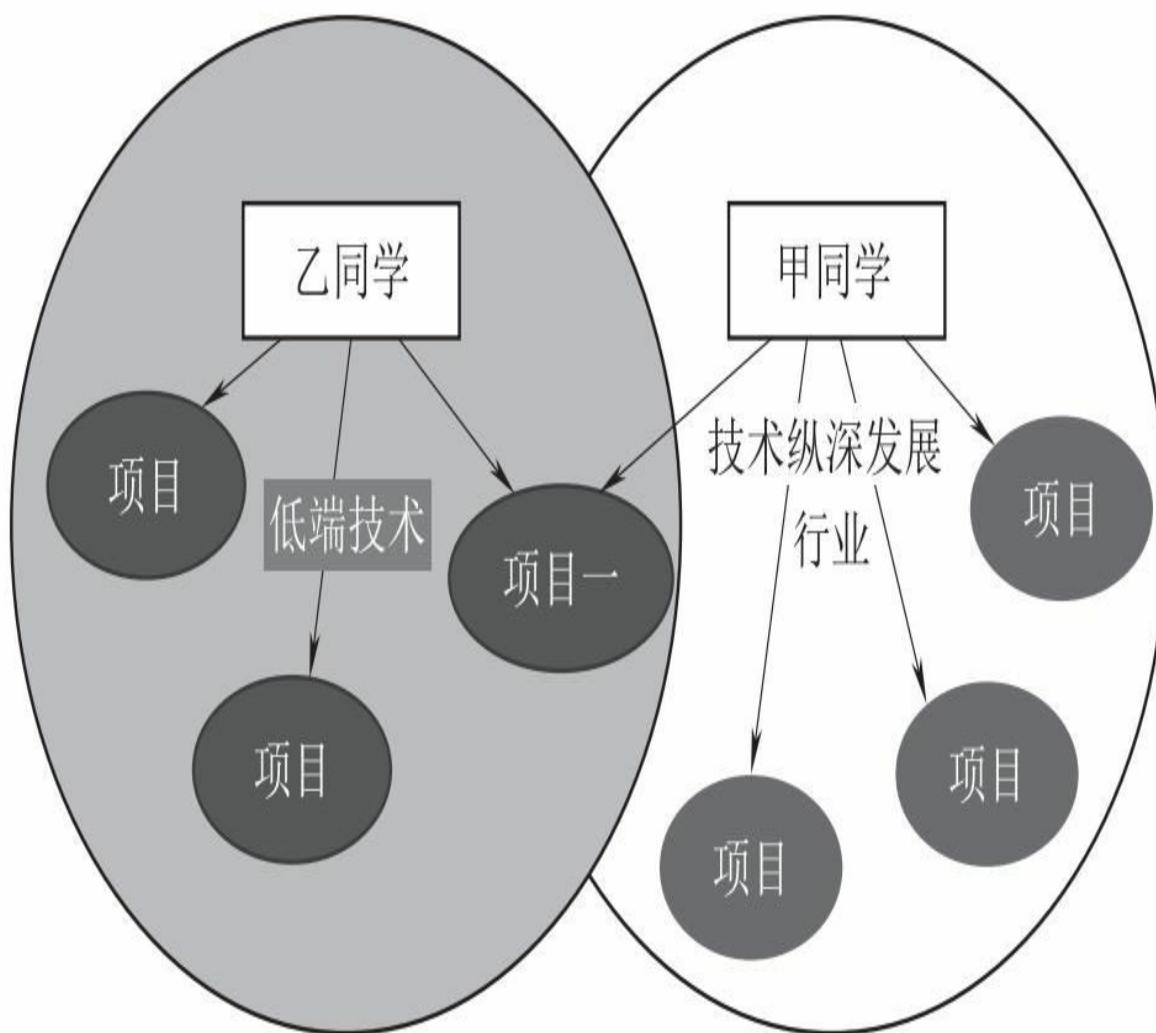


图9-1 甲乙同学合作关系示意图

从图9-1中，我们可以看到：甲和乙共同组建公司，是一种合作行为。双方除了少许资金投入外，各自都投入了营销资源和技术研发资源。这体现了公司的人合性。而在不同的商业模式下，这些资源的价值完全不同。乙的思路是趁着应用性技术可以相对简单地获取项目，快速把公司的业务做大。所以，无论是什么行业的项目，拿一单，是一单。而且，在这种发展思路下，他的营销资源可以得到最大限度的利用，他对公司的驾驭力也是强的。

而甲同学因为熟悉技术，在做第一家企业项目时，发现了向行业纵深发展是一个难得的机会。加上他在做第一个项目时，对这个行业的业务场景做了非常多的研究，项目结果也让客户非常满意。所以，客户才给他描绘了一个有吸引力的行业发展情境。在新的场景中，他不再需要更多的营销能力，只要专心带领技术团队把业务做好就可以了。从他的视角看，与其在各个行业做一些简单的项目，还不如做能在一个行业内产生影响力项目，后者的投入产出回报显然要高得多。

这又回到了我们在图2-2中所画的逻辑关系：商业模式决定资源价值，资源价值进一步决定利益结构。在不同的发展思路下，甲和乙的贡献是不同的，这决定了他们原来约定的“各占50%”的利益结构不再适用于新的情况，不再符合他们的分配预期。

这显然是他们在合作之初没有预料到的。经济学家将这种情况称为“有限理性”，即在最开始的时候，当事人对于未来会发生什么严重缺乏信息，他们对于未来的预测能力和判断能力都不充足。有限理性是一个常态，主导者和参与者都是有限理性的。所不同的是，一些主导者理性程度会更高一点，他们见识更多，信息储备更丰富，或者他们更愿意和更擅长进行克里斯坦森所谓的“提问、观察、尝试，利用网络关系”，以及“进行关联性思考”。

这个案例有趣的一点是，故事出现了反转。甲虽然最开始的时候，是一个参与者，但一旦进入角色，他的主导者能力被激发了出来。

事实上，很多企业的发展过程都和这家公司一样。在没有深入思考

的情况下，就先动手干了起来。可是干着干着，当事人发现，很多事情和他们预想的不一样。在新的情况下，利益结构不再合适，这时，就需要当事人坐下来协商。成功的协商，需要我们前面讲的博弈理性，也需要一点人性中的适可而止。但核心的决定因素，是每个人的利己动机。

诺贝尔经济学奖得主威廉姆森认为，只要有租金存在，人的自利动机就会导致机会主义行为。什么是租金？什么又是机会主义行为呢？

我们还是通过一个例子来说明。比如，写字楼里总需要一些咖啡店、书店之类的服务商。为了能够引入较好的服务商，业主方最开始可能会给出一些优惠条件。但当这些服务商装修完，做了其他投入之后，这些投入就变成了一种只对这个写字楼有用，无法变更用途，甚至无法经过处置收回原值的“专用性投资”。专用性投资，就成了一种“套牢资产”。

套牢资产的存在，是诱导各种机会主义行为的充分条件。假如服务商装修等先期投入摊销下来每天的固定成本是1 000元，每天的经营费用是1 000元，而经营收入是3 000元，那么服务商的盈利是1 000元。这时，写字楼有可能会打破事先的约定，再引入一家服务商。这样做的理由，一方面可以通过竞争保证服务品质，另一方面也可以增加租金收入。

即使写字楼业主事先说好了服务商是排他性经营，它都可能为实现自身利益的最大化违反约定。它可以找到各种说辞为自己的行为辩解，比如可以引入一家在服务品种上略有差异的服务商，以证明自己并没有违约。由于最先进入的服务商是有限理性的，它不可能在事先约定出一份毫无空子可钻的合同，这就为业主违约提供了空间。

这个时候，业主有多少可以剥夺的“租金”呢？最高可以达到2 000元。也就是说，只要第一家服务商每天的经营收入在1 000元以上，在合同期里面它都不会搬走。假如服务商每天的经营收入只有1 500元，从理论上说，它不会关店走人。这是因为，一旦关门，它的先期投入，全部就都打水漂了。而坚持干到合同期结束，即使无法收回全部先期投

入，起码还可以收回一部分。如果每天的经营收入是1 500元，费用是1 000元，多出来的500元，就是在回收先期装修等投入。

写字楼会不会这样狠呢？正常情况下，也许不一定会达到这样的程度，因为它会影响业主的声誉。但如果业主处于亏损状态呢？完全有可能。威廉姆森的理论，意义就在于它揭示了事物的可能性，以及隐藏在背后的内在逻辑。这就是我们说的在商言商，学术上就叫机会主义行为。

在利己的人性面前，只要存在专用性投资和套牢资产，就有出现机会主义行为的可能性。而治理机制的目的，就是要减少出现这种情况的风险。比如，我们往往会要求写字楼签订一份有保护性条款的协议，或者干脆把先期装修的费用降到不能再低的程度。在某些情况下，最优的制度安排，是和写字楼谈合作经营、共同分担装修费用等条件。我们很多地区招商引资时，为企业提供先期投入等种种方式，本质上就是通过提升机会主义行为的成本，向这些企业发出明确的诚意信号。

总之，无论是在市场交易中，还是在企业组织内部的资源合作中，机会主义行为都是普遍存在的。回到甲和乙进行股权合作、创建公司的例子，其中也存在着人力资源的专用型投资和套牢资产。比如，公司的品牌、在客户中的影响力、未分配利润，以及双方的人力资源投入，很多都是专用性的，都是套牢资产。它们都为产生机会主义行为留下了空间，给人性中的利己动机留下了出口。

甲和乙很幸运，在外部力量的协调和帮助下，他们成功地完成了再协商的环节，进行了公司的分拆，形成了新的利益结构。不过，在这个过程中，自利动机依然发挥着非常重要的作用。由于公司积累了很多未分配利润，至少一方让我感受到了很强烈的想把对方赶出局的冲动，但出于个人声誉上的顾虑，最终，大家还是通过协商完成了分家的过程。对自身声誉的顾虑，也是一种利己的动机。

## 简单的理论解说

企业是一系列资源的聚合，是不同的资源所有者因为一个共同的赢利目标聚合到一起而形成的商业组织。当股东把资金投入到企业之中，由企业的经营者来调动的时候，意味着股东和企业签订了一个投资合同，股东承担有限责任，企业有了盈利，就要对股东的投资做出回报。其他的资源投入者与企业的关系，在性质上也一样。于是，借助于企业，不同的资源拥有者之间形成了一种合作关系。所以，我们可以把企业看成一个资源的集合体，同时，它也是一个合同的集合体。

人的理性是有限的，所以，所有的合同都先天不足。有限理性的含义，我们可以这样来理解。当决策的复杂性足够高的时候，我们无法非常清晰地罗列出所有可能出现的情况，无法考虑在出现某一种情形的时候，自己怎样行动才是最优的。

下棋就是一个非常好的例子。下棋的过程，表现为一个非常复杂的决策树。这个过程从一开始就有无穷的走法和无穷的应对之策，所以，即使最好的人类棋手都无法在行棋的第一步就想出后面所有可能发生的情况，无法根据各自的走法建立起完整的决策树。他并不是根据全部信息、基于精确计算来下棋，而是尽量结合自己的经验来思考最重要的变化及其后果，根据经验来行棋。

今天，人类可以在围棋这种变化复杂、计算量非常大的棋类运动中，使用Alpha Go Zero战胜人类的顶尖棋手。但计算机的逻辑依然不是基于完整的决策树的，而是通过有效减少计算量来保有推理时的计算优势。这正如威廉姆森所说，只要不确定性和复杂性达到了一定的程度，有限理性的问题就会出现。

于是，企业必然成了一个不完全合同的集合体。特别是复杂劳动，比如技术性劳动和管理性劳动，很难通过完全的合同和完美的合同对工作细节做出明确约定。合同的主要目的是构建一种关系，通过描述关系

框架和设定目标来做原则性的约定。

比如，经理人对于企业的发展是至关重要的，但股东没有办法针对经理人该怎么去经营企业在细节上做出约定。相反，这种合同只是明确他的身份，由此借用普适的准则来大致明确他的权责边界和行动边界。当这种合同确定了经理人的身份之后，他就可以按照《公司法》和公司章程中规定的程序和基本原则去行动。

然而，这种关系合同本身的不完全性是无法消除的，因此无法遏制人性中的自利动机，以及由此而来的机会主义行为。比如，经理人会向股东隐瞒企业的真实信息，以便把经营目标引导到更适合自己完成的程度，或者更有利地巩固自身地位的方面。经理如此，其他人也一样。

下面，我仅举一个例子来说明。很多企业对于主要管理者都要进行考核。绝大多数情况下，考核指标中都包括销售额和利润指标两项。但只考核两个指标够不够呢？这两个指标在所有的考核指标中又应该占有多少的比重呢？坦率地说，很多企业的股东都没有认真算细账。

经理人都是按照考核指标来安排工作的。这一点，是由他们的身份决定的。指标不同、构成不同、比例不同，管理者在完成工作时的目标、想法、行为，甚至心态就都不一样。由此，对企业的发展路径会形成极大的影响。

考核销售收入，是没有问题的。销售收入的增加，意味着市场份额的扩大，特别是处于成长期的企业，市场份额的扩大关乎抢占市场、追求行业地位、增加企业影响力等方面。这些方面直接决定了市场的格局，对企业的未来盈利也有决定性影响。这就是为什么我们看到，在证券市场上，有些明明没有赢利的企业，它的股价却在不断飞涨。这些飞涨，一方面是由于它的市场地位给大家以信心；另一方面，也在于这些企业具有内在的成长性。

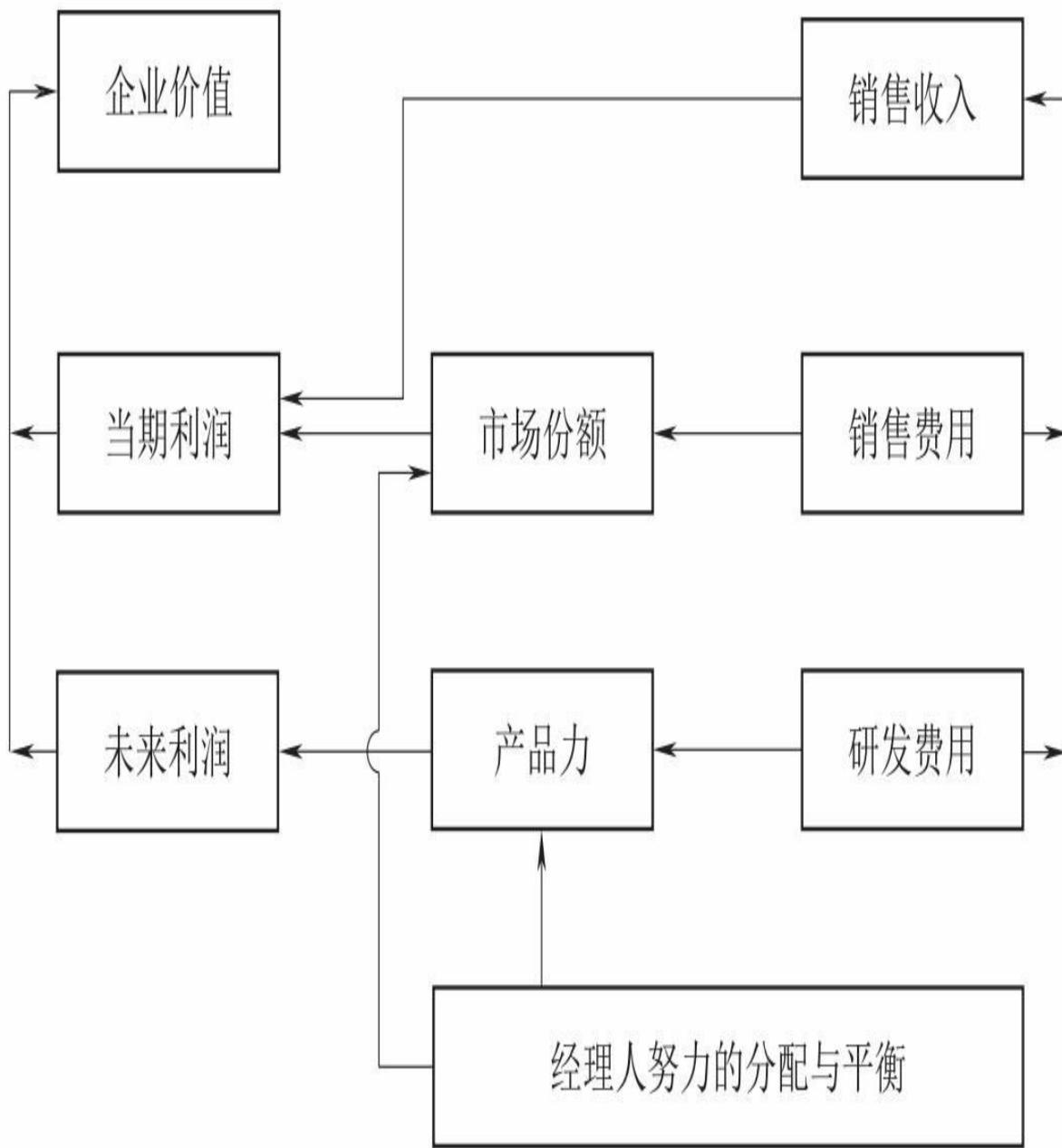
那么，为什么在考核销售收入的同时，还要考核利润指标呢？这是因为，销售收入的增加势必带来各种费用的增加，考核利润，主要是希

望企业在追求销售收入的同时，费用也要得到控制。但这里面又存在一个问题：费用支出又可以分成两类。一类是与当前利润相关的，一类与企业的未来收益有关。比如，研发费用主要是为了塑造企业产品力。产品力主要来自企业创新。企业不仅要有研发投入的数量，就是要铺得够广，还要考虑研发活动的质量，也就是要扎得深。如果考核中当期利润要求的多，占比较高，管理者就会通过减少研发投入的方式，去追求当期利润。这也就是我们说的短期行为。

从大的线条上说，当销售收入增加时，很多费用都会随之上升。如果考核指标中，销售收入的占比很大，当期利润占比有限，就可能会导致管理者拼命追求销售收入，费用得不到必要的控制，也会增加很多。这样做的结果，就是利润往往只能处于达标的水平。而如果股东对利润要求高，经理人就有可能只增加与销售收入有关的支出，压缩其他支出，包括塑造产品力所必要的费用支出。这必然会带来另外一种结果，就是企业的昙花一现。企业在当下确实占领了较大的市场份额，可失去了产品力，意味着无法在长期稳定住已经争取来的市场，牺牲了未来的利润。

我把这个逻辑画成了图9-2。从这个图示中，我们可以看到前面所讲的此消彼长的影响链条。但是，这个图也只是告诉了我们一个大逻辑，做详细测算，并形成非常准确的考核体系却不容易，因为这需要太多的信息。

那么，谁拥有这些必要的信息呢？令人遗憾的是，往往被考核的对象，也就是经理人，才有这些必要的信息。然而，由于经理人本身就是被考核的人，他们出于自利的考虑，在激励合同签订之前和之后，都充满了机会主义行为。



**图9-2 经理人的努力分配与考核设计**

比如，在制定业绩合同前，他们有充分的动机向考核者施加影响，传递含有水分的信息，以影响考核者制定出对他们比较有利的考核指标，包括考核内容、指标之间的权重等。而在业绩合同签订之后，他们又会采取其他行动，一方面让自己的成绩单尽可能的靓丽，另一方面，

也会为下一年更好地完成业绩任务留出余地。

无疑，这两类机会主义行为都会加剧合同的不完全性，进而损害企业的效率。这就是为什么我们需要设计出有效的治理机制，防止上述情况不断出现。这也是我们要让经理人持股，而且要给最核心的少数经理人相当比例的股权激励的道理。股权激励，就是一种最常见的治理机制。

总之，治理机制，就是要提供一种有效的激励，以减少各个利益方产生机会主义行为，因利己动机而给交易的当事人带来效率损害。企业是一系列交易的结点，每一个交易都意味着一个不完全合同关系，因此就应该有对应的治理机制。而从总体上说，企业是一系列不完全合同的综合体，所以，各种治理机制组合在一起，就形成了一套治理结构。

好的治理结构，本质上是一种有效的利益结构，其中充满了有针对性的治理机制。这些治理机制，可以让各相关利益主体、各种资源和各种诉求形成一种合理的平衡。这里的“合理”，我认为有三个标准：第一，要有助于企业家精神的发挥；第二，要有助于弱势资源提供者的保护；第三，要有助于企业的持续发展。

所以，在设计治理结构之前，我们必须要对企业的利益结构有明确的认识。利益结构包括基础层次的利益结构和衍生层次的利益结构。基础层次的利益结构主要是指股权层面的利益安排，而包括董事会制度在内的利益结构，我认为它们都是由股权关系派生出来的，应该属于衍生性的利益结构。我们前面花很大篇幅介绍股权安排、比例关系，包括双重股权结构这些内容，都是希望大家对企业中最基础的利益结构，有更丰富、更清晰的认识。

关于利益结构的内容，我们将在下一讲，结合小说《遥远的救世主》中的情节，更详细地介绍。这一讲，我希望大家牢记：人的利己动机是机会主义行为的根源，而这又是由人趋利避害的本能决定的。我们改变不了人的本能，只能在接受人性的基础上，设计出有效的治理机制，来防范机会主义行为对我们造成较大的伤害。当然，公司内部的各

种治理机制要通盘考虑，才能形成有效的治理结构。

# 第10讲

## 利益结构

### 到底什么是治理结构？

前面，我们讲了很多概念：商业模式、资源价值、利益结构、治理机制以及治理结构等。图2-2是这些概念的逻辑关系图，这张图是我学习和研究公司治理问题的一个心得。这一讲，我们来深入讨论这张图中的一个关键概念：利益结构。

## 基本定义

所有合作与交易，都伴随着利益结构。利益结构，是对资源提供方的投入、产出，以及收益分配的架构性描述。利益结构的细节，包括资源的投入量、产出量，风险状况，以及期限安排。在不同的利益结构中，同一资源投入方面对着不同的投入产出关系，它们承担的风险与获得收益的速度也不同，由此，对它们形成的激励也是不同的。

比如，一个饭店老板需要聘请一个好的大厨，才能制作出好的菜品，从而让饭店更吸引食客。最简单的利益结构，就是老板按天来聘请大厨。老板付出工资，大厨投入劳动，但饭店的利润与大厨无关。风险也与大厨无关，完全由饭馆的老板来承担，无论经营利润是多少，大厨都只能拿到固定工资。

那么，在这种情况下，唯一与大厨有关的，就是菜品如果没有足够的吸引力，老板第二天就不会再聘用他。这就是期限安排的意义。大厨的就业环境，与他的就业经历有关，比如说，他在美食一条街工作过，他的就业经历就会影响后续的工作机会。这是声誉机制的作用。所以，他会为了声誉把工作质量保持在一个相对不错的水平上。但这一水平是否是他的最高水平，不一定。

与大厨相关的另外一个问题是，因为他的合同是每天一签，完全处于一种不安定的就业状态，于是，就缺乏激励机制让他去关心来这家店的消费者的偏好，以便投入专业技能，因为关注这家店的消费者，会浪费他的精力，一旦他离开这家店，这些专业投入在另外一个工作场景中就不一定有价值了。

这就是我们讲人性的时候说到的自利动机，因为担心老板会有骑马找马的机会主义行为，大厨会努力减少他的专用性投入。于是，关注客户，特别是高忠诚度客户的需要，这件事的责任就落在了饭店老板的头上。尽管缺乏厨艺上的专业知识，老板还是需要花时间来观察客户的需要，然后再把这些观察转述给大厨，还要花时间关注大厨是否做出了相应的改善。后者是监督性工作，当激励诱导不够的时候，监督就要加强。

以上描述的是一种利益结构。下面，我们再看另外一种利益结构。老板决定给大厨两成干股，这个干股可以只限定在分红权上，而且只在大厨在饭店工作的前提下才有效。同时，老板把工作合同签订时长延长到一个月。那么，这种利益结构又会诱导出什么变化呢？

首先，收入的分配结构变了。以前，大厨只拿固定的劳动报酬，所有收益在扣除了他的劳动报酬之后，全部归老板所有。不仅收入总量与他无关，盈亏的风险也与他无关。获得了两成的分红权之后，他除了获得保障性的工资，还可以获得一部分利润。这时，他无疑愿意投入更多的精力和劳动去追求更多的剩余收益。

其次，因为就业和分配期限变长了，大厨可以从更长期的角度去思

考劳动投入的分配问题。他有很大的可能会增加对于客户需求的关注，提升菜品的质量，以增加对新客户的吸引力，甚至致力于满足忠实客户的差异化需要。也就是说，他不仅会考虑今天要干什么，还会想怎样努力，可以在更长的时间里，追求到净利润的增长。

再有，大厨可能需要不再那么监督了，他不再需要关于客户用餐的间接知识。他也许会走出厨房，直接观察客户的用餐情况。他会用自己的专业知识去判断，为什么有些菜会剩得多些，有些菜会剩得少些，然后，再判断自己应该进行哪些方面的改进，以更好地满足客户的需要。当激励替代了监督之后，老板也有可能对资源和精力做新的分配，可以去关心饭店经营的其他方面。双方这种在投入结构上的变化，将更有利 于把饭店的总收益做大。

总之，我们会发现利益结构变了，老板和大厨的关系会发生变化，他们在资源投入上会寻求建立更有利的分工状态。这是为什么呢？因为后面的利益结构加入了更合理的治理机制，我们也可以将它称为“治理结构”，也就是嵌入了治理机制的利益结构。

那么，后者的利益结构是最优的治理结构吗？很大程度上并不是。这里不去展开说明为什么它不是最优的，进一步讨论需要更专业的内容。大家只要考虑如下几个问题，就能明白其中的道理：为什么干股的比例不能是三成或四成？干股的比例有可能超过一半吗？大厨自己积累了足量的资金后，会不会在旁边另开一家店面呢？他会不会把老板的铺面租下来，自己做老板呢？

思考这些问题，大家可以悟出一个道理。没有放之四海而皆准的最优治理结构，治理结构需要当事各方根据实际情况来调整，所以，也就没有一个通用的标准版本。治理结构没有最好，只有更好；没有最优，只有最适合。

## 利益结构的设计

接下来，我们还是回到小说《遥远的救世主》这条线索中，来进一步理解利益结构这个概念。我们知道，格律诗公司的核心产品是手工制作音箱箱体，从下料、制作、打磨，一直到喷漆。产品的竞争力在于廉价的劳动力，不计工本的投入，追求手工制造的精益求精，不放过任何瑕疵。这是机器化大生产的流水线无法做到的，而且因为批量小，机械化生产也不划算。这就是格律诗的生存空间。

请大家试想一下，如果是由我们自己来创办格律诗，我们会怎么做？我猜很多人也许会走这样一条路：选一个生产场地，然后聘用那些合适的村民，让这些人来公司上班，要求他们每天完成既定的生产作业。这个完成，不仅是生产数量上要及时完成，而且质量上也要保证上乘。

按照这个思路，我们想象一下在生产场地里会发生什么呢？一定会产生非常高的监督成本。管理者们会不停地要求，不停地督促，但残次品难以杜绝，残次率居高不下，人工成本的优势会被消耗殆尽。

比这更麻烦的是，由于村里人都是亲戚连着亲戚，冯世杰想严格管理都很难做到。犯错的人是二大爷，你能把二大爷怎么办？开除他吗？

为什么二大爷会不断地出残次品？道理很简单，人的自利动机作怪，而且激励机制不对。对于二大爷来说，他就是格律诗的工人，他认为自己就是打工者。干一天活，挣一天钱。这就是人性。无论入职前如何表态，入职后，在收入固定的情况下，对自己最有利的办法就是节省劳动投入成本。差不多、过得去，就是减少投入的办法。

当格律诗买了机器设备，把公司建立起来之后，公司就有了专用性投入，形成了套牢资产。虽然二大爷并不知道这个词，但他的潜意识告诉他，他是全村使用机器的人中干得最好的，只要他做的东西差得不是太离谱，就不能开除他。如果你采用的是计时工资，他就按时出工，但并不一定尽最大努力，不见得会精益求精。如果你采用计件工资，他就会追求产品的数量，质量上不会精益求精。

在这样的情况下，格律诗只有不停地加强教育和监督这一条路。公司会花大量的精力去检察每一个环节的质量。当然，公司也可以采用下一道工序监督上一道工序的办法。但大家都是亲戚，检察员和下一道工序的负责人会认真对待二大爷吗？大概率不会。且不说那个检察员有可能是三大爷，三大爷没有激励去得罪二大爷。反正花的都是股东的钱，用丁元英的话说，吃大户的心态，会把公司拖死。

再强调一次：这是人情，也是人性。机会主义行为之所以无处不在，就是因为它对大家而言都是“合理”的，符合大家的自利动机。

丁元英的高明之处，在于他充分洞察了人性，并设计出了最有利于格律诗公司可持续发展的利益结构。这种利益结构充满了治理机制，让二大爷和三大爷们的自利动机和机会主义行为无处藏身，所以，我们可以称之为有效的治理结构。

丁元英的利益结构，包括股东之间的利益结构和公司运行上的利益结构。关于股东之间的利益结构，我们前面围绕股权结构已经讲了很多。这一讲，我们主要聚焦在公司的运行层面上，把利益结构这个概念讲透。

丁元英并没有让格律诗公司和农民之间形成雇佣关系。相反，他按照作业流程帮助农户形成了各自为战的生产单元，他帮助农户建立标准、规范作业流程。用今天流行的话，这叫“赋能”。当每一个农户都形成了作业能力之后，他再帮助农户之间建立起合同关系。

按照小说中的描述，丁元英为王庙村的农户准备了“各种生产经营的文件，都是按农户的要求，根据各个农户提供的口头记录内容而分别起草的文件，有合伙企业章程、家庭产业股东权协定、家庭安全生产条例、农户之间的各种订购合同、各种工序价格表等等”。通过这些约定，市场法则开始约束这些沾亲带故的乡亲。他们不仅对上下游的农户严格要求，自利的动机也让他们开足马力、约束自身，完全没有了发生机会主义行为的空间。

吴志明是负责喷漆环节的农户，小说是这样描述他们一家人行为的。

吴志明家的院子是王庙村几个专业户里面积最大的院子，用土坯圈起的围墙，跟别人家一样，坐北朝南的是正屋，西边是一间厨房和新盖的几间喷漆房。……他们家整个就成了一个小型喷漆厂，除了住人的屋子以外，能利用的地方都利用上了，墙上挂着的、地上摆在长凳子上的全是打上腻子的板子，走路都得处处留神。院子里一片繁忙景象，几个姑娘、媳妇聚在一起一边打磨着上好腻子的板子一边说着家常。

吴志明的媳妇坐在院子当中的小树墩上用砂纸打磨上过腻子的音箱外壳，这是个非常细致的活儿，对质量的要求很高。她非常耐心地一点一点用砂纸打磨着，不时还用手感觉一下光滑度。她的双手已经被这样的劳动风蚀得粗糙不堪，手指上的冻疮裂着血口子，手上、脸上和头发上蒙了一层干腻子粉尘。

说话间，吴志明听见声音已经从喷漆房里出来了……

欧阳雪说：“你这儿用的怎么全都是女工啊？”

吴志明憨厚地笑着，搓着双手不好意思地说：“打磨这活儿适合女的干，她们也能给家里多挣点钱。女的便宜，干活细，又比男的好管，就是速度慢一些。”

欧阳雪又问：“她们天天都来你家上班吗？”

吴志明答道：“这几个天天来，还有几个是把板子带回家去打磨，那样她们就能自己掌握时间了，反正我这里是计件算工钱的，干的活儿多就多挣钱，干的少就少挣。”

欧阳雪说：“嫂子这么冷的天干这活儿，你也不给嫂子戴双手套？”

吴志明的媳妇笑呵呵地说：“会上不是说要吃别人吃不了的苦嘛，戴手套根本干不了这细活儿，人家喷漆的不收，俺这活儿就

白干了。”

吴志明笑笑说：“俺家也实行计件工资，她只要不耽误做饭看孩子，挣的钱都是她的私房钱。质量要求都一样，老婆不合格也不中。”

当农户变成了个体工商户之后，它们之间形成了市场交易的关系。市场交易本身就是一种治理机制，可以让后一个环节监督前一个环节。前面说的三大爷不能监督二大爷的情况，就可以避免了。为什么呢？因为三大爷和二大爷的利益独立，他们不是为格律诗打工，而是为自己劳作。如果二大爷生产出来的产品不合格，三大爷就不会购买，否则，半成品就会砸在三大爷自己的手里。

这种依靠质量的合同，叫“状态依存性的合同”，可以把市场原则贯彻到极致。状态只有两个：合格或者不合格，就像1和0。如果产品质量合格，劳动者能获得报酬，就是1。如果产品的质量不合格，劳动是无效劳动，报酬水平就是0。

有了这种状态依存性的合同，王庙村的农户不敢有任何机会主义行为的幻想，其所有的行动都会极其谨慎。因为他们的每一个动作，都是自己在负担完全的成本。就以选木料和下料的精细化来说，这涉及质量和成本的双重管控，是一种极其微妙的选择和取舍过程。

一块木头什么地方有节，怎么下料才能最节省，是做面板还是做侧板；木料到底有多干燥，放多久才能保证木料不变形，达到质量要求。类似的问题，林林总总。解决这些问题，全靠人的细心和尽心。只有农户对结果承担百分之百的责任，他们才会算这个细账，才能凸显手工制造的优势。

大家不要小看这种精打细算的力量。我曾经研究过一家企业，它和王庙村不同，是规模化、机械化生产的。作为后来者，它能够战胜竞争对手的一个重要原因，就是用一套自我研发的柔性作业系统，把材料的

利用率提高了10个百分点。千万别小看这10个百分点，钱省下来，它就是纯利润。几年下来，这个企业因此积累了巨额的发展资金。

总之，有了市场机制的约束，格律诗不需要付出巨大的监督成本，可以集中精力把门店、品牌、专利这些事情办好。在生产环节，它只需要把住最后一关就可以了。当然，格律诗需要在农户身上提要求，并进行必要的赋能。关于赋能，小说是这样描写的：

刘大爷家住临街，那台CA6150车床和一台小型车床就安置在临街的三间房里。车床这一块是格律诗公司在王庙村扶持农户的最大一块资金，除了车床还添置了台钻、切割机、电气焊等辅助设备，刘大爷收了两个学徒工，主要加工翻砂专业户的半成品，有机柜脚钉、机柜定位片、音箱脚架底盘、托盘等等，也承接一些市面上的零活儿。

只见门口摆了一片切割机、电气焊的小设备，一个徒弟蹲在地上焊铁门，刘大爷在操作车床给音箱脚架的钢管套丝，另一个徒弟操作台钻往机柜定位片上钻孔。

丁元英一下车，随便碰上什么人都会和他打招呼，他俨然已经成了王庙村的一员。

丁元英像唠家常似的跟老人聊了几句，临走时说：“大爷，接线柱套丝别忘了把镀金的量算进去，如果现在正好，镀上金就拧不动了。”

刘大爷说：“干一辈子了，咱知道这个。”

显然，这是一种完全不同的利益结构，和我们前面假想的，把农民变成工人，由格律诗公司聘用、统一组织生产的方式所对应的利益结构，完全不同。在前面的利益结构中，天生就留下了机会主义行为的空间，缺少针对机会主义行为的治理机制。而丁元英采用的利益结构，则是包含内在激励和自我约束内容的。这种利益结构，就是一种有效的治

理结构。

让农户成为个体工商户，让他们在指定的时间之前完成法律注册手续，是丁元英布局中的一个重要部分。这个工作一箭双雕。除了形成有效的治理结构之外，他还由此在格律诗公司和个体工商户之间建立了一道防火墙。后来，公司应对乐圣公司的起诉，关于生产条件不达标等指控，都不成立了，因为那是个体工商户自发自愿的行为。

我们之所以提到这一点，是因为格律诗的利益结构与其商业计划是相容的。丁元英认为王庙村中唯一有竞争力的资源，是可以忍人所不忍、能人所不能的廉价劳动力，他也正是根据这个资源能力来设计他的商业模式。而对应地，格律诗公司的利益结构也一定要符合他的商业模式和资源特征，才能达成目标。这也正好应和了图2-2的逻辑，我们需要把治理结构的设计放在商业模式和资源投入的基础上，通盘考虑。

到这里，我们应该把利益结构这个概念讲清楚了。清楚了这一点之后，我们就可以把图2-2改进为图10-1。这张新的图示，对于如何设计一个有效治理结构的逻辑，有更清晰的展现。

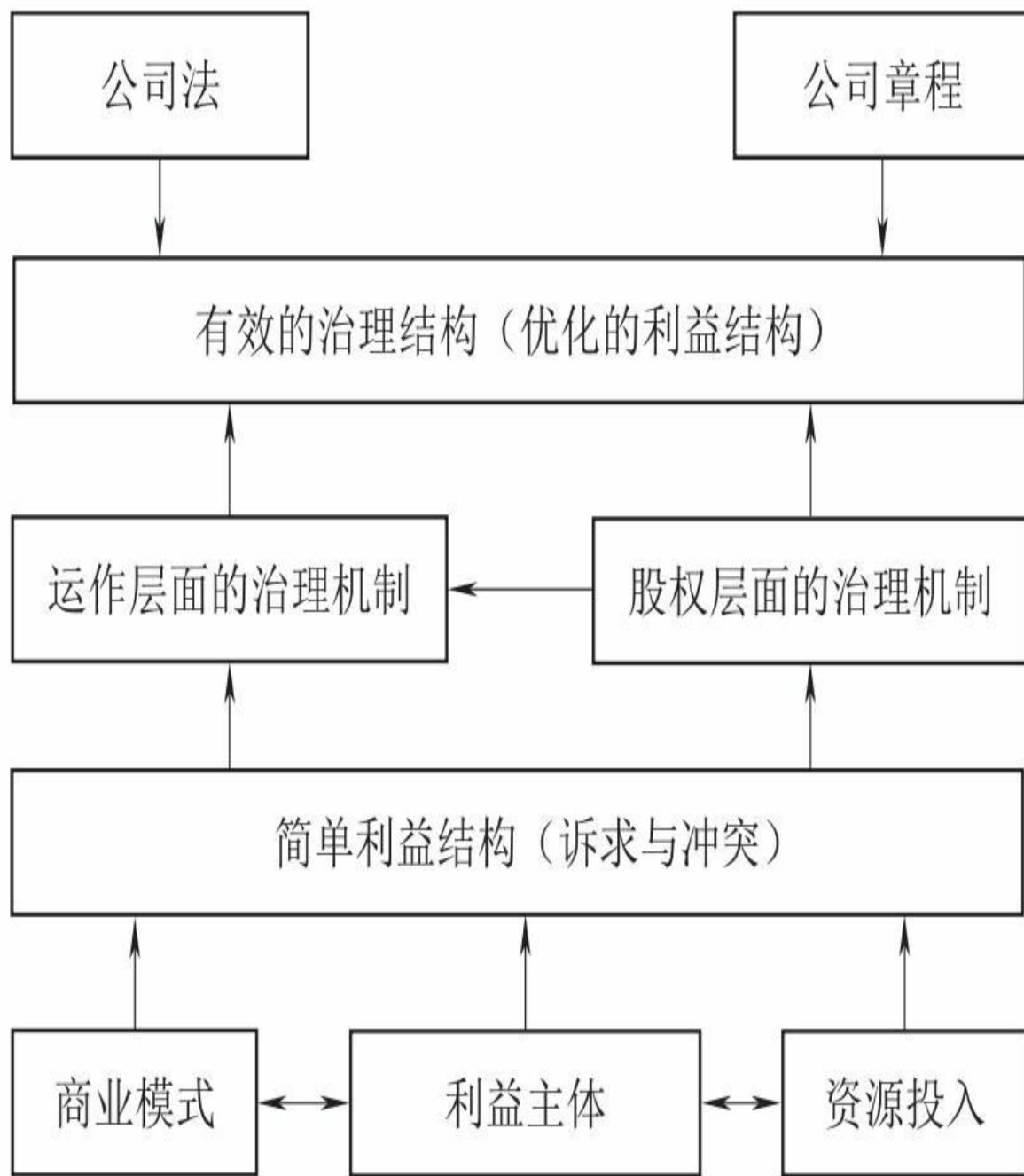


图10-1 有效治理结构的形成逻辑

当各种资源的所有者把资源投入到某一个企业之后，他们就成了与这家企业相关的利益主体，也因此把资源放到了某个商业模式之中。他们拥有的资源，其重要性与商业模式高度相关，并且会因时而变。利益

主体对资源的投入都有回报期待，有利益诉求和心理契约。

当因资源投入形成的利益结构处于简单、粗放状态时，整个利益结构不仅会存在激励错位和不足的情况，还会不断产生某些利益主体的基本诉求得不到满足的情况，并可能会出现严重的利益冲突。我们应该尽可能理性地分析在股权层面和运行层面会出现的问题，设计治理机制，并将这些机制嵌入到利益结构之中，这样，就会得到一个优化的利益结构。

优化的利益结构，就是一种治理结构。而治理结构的原则，由《公司法》和公司章程决定。一句话，治理结构，就是嵌入治理机制的改进型的利益结构；治理结构的目的，是平衡各方利益，最大限度地保护企业家精神，减少矛盾，获得企业效率。

无数案例表明，同样的人、同样的作业流程，在不同的治理机制下面，绩效会完全不同。当然，所有的治理机制都是有成本的，因此，治理结构的设计要善于利用人性本能，降低制度运行的成本。

## 利益结构的优化

讲到这里，必须提及阿米巴模式。丁元英设计的利益结构，非常像阿米巴模式。阿米巴模式由日本企业家稻盛和夫最先提出并采用，后来在全世界的很多企业里推广使用。稻盛和夫曾经带出两家世界500强企业——京瓷公司和KDDI公司，在接近八十岁的时候，再度出山拯救已经被宣告破产的日本航空公司。

仅仅用了不到一年的时间，稻盛和夫就带领日航起死回生，创造了日航历史上的最高盈利记录，并在2012年，也就是他年满80岁的那一年，让公司重新上市。稻盛和夫使用的方法，就是他独创的阿米巴模式。

阿米巴模式的本质，是将市场治理的逻辑引入到企业组织内部，通过强化公司下属各部门的收入和成本意识，建构起公司内部各部门之间的交易制度，然后从终端向前一环扣一环地倒逼出利润。稻盛和夫能在日航取得成功，很重要的原因就是调整了公司的利益结构。

图10-1中，有两个概念还需要说明，那就是股权层面的治理机制和运行层面的治理机制。无论是阿米巴模式，还是丁元英在格律诗公司与农户之间，以及农户与农户之间建立的利益结构，都应属于运行层面的治理机制。这类机制所对应的，可以叫作“次级的利益结构”，而股权结构是更为核心的利益结构，更具有决定性。

我们在前几讲，一直都在强调股权结构的重要性。我想再强调一次，千万不要低估股东之间的算计。股东的利己动机和机会主义行为，对企业的影响是致命的。运行层面缺失治理机制，会让企业慢慢失血，但还有回天的可能；而股东层面的治理机制缺失，在极端情况下会让企业猝死，完全没有起死回生的机会。

下面，我们再回顾小说中的一个细节。格律诗公司预备股东会议结束后，丁元英请大家在会议记录上签字，然后要根据这个来起草公司章程。叶晓明签完字还笑着说：“丁哥一来，我们哥儿几个的前途就有救了。”然而，就是这个叶晓明，在丁元英走了之后，和冯世杰、刘冰开始怀疑起丁元英，而且还互相算计。

小说中是这样描述的。

叶晓明思忖着说：“折腾了半天，人是咱古城的人，钱是咱古城的钱，丁哥还是没出一分哪。咱们要是按他说的去做，真做砸了谁担责任？说是光脚的不怕穿鞋的，可现在反倒成了他光脚咱穿鞋了，玩得真高。”

叶晓明琢磨完丁元英，又开始琢磨冯世杰。

叶晓明接下来犹豫片刻，还是问道：“咱们办公司，你的店怎么办？”

冯世杰说：“我和表弟商量好了，把店承包给他，这两年他在店里干得不错，业务也熟了。你放心，我绝对一门心思搞公司，我知道哪头轻哪头重。”

叶晓明喝完碗底的稀饭，放下碗筷拽一节餐巾纸擦擦嘴，笑道：“谁是高人？其实丁哥并不是高人，我更谈不上，真正的高人是冯世杰，丁哥也是世杰棋盘上的一颗棋子。王庙村要真是脱贫致富了，没人会记得丁哥，他也不可能为这点事待在古城。世杰可是本乡本土的功臣，报纸上吹乎吹乎，那就红了。”

这就是真实世界中的人，真实世界中的人性。无论他的身份是股东还是农户，在利己的本性上，人都是一样的，所以，必须要有好的治理机制来约束，否则，就会出现各种各样不可控的问题。我们假想，如果不是丁元英坚持控股权，如果不是欧阳雪因为还有个饭馆，还能拿出额外的现金让叶晓明等人顺利退股，格律诗公司注定会陷入漫长的内斗困境。

曾经有一家企业，三位创始人是高中同学。他们相互配合、并肩战斗时，公司发展得非常好，在行业中稳居龙头地位。最主要的那位创始人曾经对我说，他的公司从来不做广告，也不参加行业中的展会，因为不需要。他说，“作为行业龙头，我们在业内的名气会大到如果客户不知道我们、不用我们的产品，那不是我们做得不好，而是客户根本没有入门。真正的业内人士在选择供应商的时候，肯定首先来找我们”。

然而，就是这样一家优秀的企业，今天的结局令人唏嘘。这位创始人后来渐渐地失去了对于公司的控制。转折性的事件，是他和另一位主要创始人在发展思路以及其他方面不断形成冲突，最后导致了一场股权纠纷。法院的判决结果，是企业支付给另一位创始人以千万元计的退股金，而且要在指定时间内用现金支付。

我们知道，一个企业的现金总是有限的，而且是宝贵的。当他付出这笔数额巨大的现金之后，公司的经营立刻陷入困境。最后他只能选择出售股权，在经营节奏上一下子就变成了被动的状态。

做过企业的人都知道，企业的经营很像军队打仗，讲求节奏，讲求气势。企业的现金流出现重大变化，对经营的节奏和气势一定会产生极大的影响。这就像两军对垒，本来是旗鼓相当，态势相对均衡，突然间，自己发生了内乱，对手又趁机偷袭，战略要地一块接一块地失去。在这种情况下，要重建均衡，挽狂澜于既倒，势必需要付出更大的力量和代价。

这家企业面临的情况就是这样。因为要支付股权对价，现金流出的数量太大，仅靠经营活动的现金结余已经不可能重建企业的现金平衡。万般无奈之下，核心创始人只能变卖股权。此时，股权卖不出价钱还在其次。更麻烦的是，引进来的新投资人后面甚至产生了“灭门”的野心。可以说，股权事件成了这位企业家的转折点，他后来就一难接着一难，一直没有缓过来。

这件事过去十年了。如果对这家企业的整个发展历程进行复盘，它的根本问题就在于其最初设计的利益结构是有很大问题的。三位创始人在创业之初并没有对此进行过深入的思考和约定，并设计出有效的治理机制来加以防范。所以，企业十几年发展下来，虽然在各个方面都做得不错，但核心利益结构上的问题最终给它带来了灭顶之灾。这是非常惨痛的教训。

今天这一讲，核心的概念是利益结构，核心的逻辑关系体现在图10-1中。总结一下，这一讲有几个要点。第一，企业是一系列资源的集合体，也是利益冲突的集合体，这些冲突体现在公司的利益结构中。第二，利益冲突起始于人性，我们必须在理解人性的基础上，建立相应的治理机制，防范这些冲突给企业带来灭顶之灾。第三，嵌入有效治理机制的利益结构，就是好的治理结构，治理结构没有最好，只有最适合，而且应该因时演进。

我们下一讲再见。

# 第11讲

## 剩余控制权

### 如何用博弈思维考虑权利分配？

今天这一讲，我们以一个股东斗争的案例为模板，来讨论有效治理结构的设计问题。针对这个案例，我们首先用博弈思维来解剖两个股东之间的博弈关系，进而看清其利益之争的本质。接着，我将帮助大家来理解一个概念：剩余控制权。剩余控制权，是思考有效治理机制的一个枢纽性概念。

#### 案例：股东僵局

若干年前，有两位好朋友A和B决定共同创业，他们手上各有资源。其中，A可以凭关系拿到某家大公司在其所在区域的独家代理权；而B则善于销售，有组织销售队伍的能力。他们决定共同出资，每人出资200万元，各占50%。除了出资，两个人也决定放下手边所有事情，全部时间都用来经营这家公司。

公司成立的最初一年，他们相安无事，合作还算愉快。但从第二年开始，他们之间开始出现矛盾，最核心的矛盾是谁说了算。小的问题包括请客户吃饭、给客户送礼，这些事情谁说了算；报销时是两个人都要签字，还是一个人签就可以，都是些鸡毛蒜皮的事情。当然也有大一点

的问题，包括公司进一个人，是两个人都要同意才算数，还是谁分管、谁负责、谁决定。

无论是在小问题上，还是在大问题上，他们的矛盾一直在累积。因为曾经是好朋友，开始他们还有所忍让，直到有一天，因为在进人问题上出现了争议，谁都不想忍了，于是，两个人决定坐下来，把事情摆在桌面上好好说一说。结果两个人的各种“苦水”就像洪水决堤，无法阻挡，最后甚至到了摆苦劳、历数战功的程度。

B说，我天天在外面跑客户，累了个半死，公司哪一单不是我辛辛苦苦签下来的。A则说，没有我搞来代理权，你出去卖西北风。你出去跑营销，你觉得我是闲着吗？是办公室好管，还是银行、税务办事容易。本来，他们最初的讨论主题就是要不要进一个人，但逐渐话题变成了谁对公司的贡献大。B强调，没有自己，公司就没有生存的机会；A则认为，有了区域的独家代理权，谁来做营销还不是结果一个样。

两个人越说越生气，最后决定共用一个牌照，各拉一摊分开了干，看看到底是营销能力重要，还是那一纸代理权证书重要。就这样，两人在一个屋檐下又坚持了一段时间，每天低头不见抬头见，很是别扭。这时，又出现了新的问题，由于B业绩好，底下的兄弟自然收入就高；而A因为缺少经验，销售业绩不好，回款也不好，底下的人挣得少一些，于是，就有员工和B商量，想转到他手下。

A发现这个苗头之后，立刻决定要制止这个趋势发展下去。他决定给底下的兄弟加大提成比例，同时在财务上对B手下的人和事都有所限制。由于A加大提成的幅度还不小，事情出现了反转。B的队伍中又有人过来偷着问，能不能到A这边来工作。他们甚至建议，就算人过不来，能不能把客户订单转到A这边。这件事后来传到了B的耳朵里，他就去找A吵了一架，说A挖他的墙角。

两个人越吵越凶。本来B还想提出一个解决方案，比如再租一个办公地点，把两队人马做物理空间上的分割。但没想到吵着吵着，A竟然提出让B别干了，反正代理权是自己争取来的，他也是公司的法定代表

人、总经理。B一激动，说：不干就不干，把以前我挣的钱分给我，把股本退给我。A说：可以，但要等公司有了余钱再说。

然而，直到B在我的办公室里诉苦时，他也没拿到一分钱，积累的红利和本金都没有拿到。这时，距离A和B实质上散伙，已经过去了两年多。在这两年中，他们找了律师，也打了官司。法院也根据《公司法》判定A退还B股本，但A拿出一本亏损的账目，说：公司还在亏损，我也没有钱给他分红，也没有钱让他退股。B希望法院强制执行，但主张了半天，也没见什么效果。

B对我说，现在自己被搞得骑虎难下，如果去打官司，就是和A耗时间，最后可能什么都得不到，还不如去干点正经事。可把这一切都放下，他又觉得太委屈，有点受不了。而且，法律诉讼都是有时效期的，A的策略就是拖，一旦拖过了时效期，B不仅钱拿不回来，连打官司的机会都没有了。我不知该怎么安慰B，就在办公室的白板上，帮他复盘了他们两个人之间的合作逻辑。他听完了我的叙述，对我说：“宁老师，我明白了，也知道该怎么办了。”

## 博弈分析

我的复盘，用的就是第三讲和大家分享过的博弈思维，在办公室白板上画的，就是图11-1。



图11-1 股东斗争的博弈关系图

我们可以把A和B从创办公司到不欢而散的整个过程，简化为一个三阶段的博弈模型。这种数轴式的表示方法，也是思考博弈问题时常用的一种图解方法。在第三讲我们提到了“囚徒困境”，这是一种静态博弈，就是博弈各方在同一时刻、同时出招。一般把这类博弈画成棋盘式的博弈图解，也叫博弈的规范型表述。规范型表述特别适合描述两个博弈主体同时出招的博弈行动，它是对博弈关系的一种纯静态表达。

这种表达方式，往往描述的都是一次博弈，如果要加上时间维度，也即同样的事情接连发生多次，那就要画出很多个小方格，再把这些小方格叠加在一起，看看如果发生有限次或者无限次博弈，怎样行动才是对博弈主体最有利的。

在第三讲中，我们在图3-1中所画的乐圣和格律诗两家公司之间的博弈，是你一招、我一招，有时间顺序的，而且，每一个时间点都只有一个博弈主体出招，是有点像下棋一样的博弈。这种博弈，一般被称为“序贯博弈”。序贯博弈写出来的形式很像一个决策树，所以，也被称为扩展型的博弈表达形式。扩展型，是博弈的第二种表达方式。

图11-1既有时间线索，同时在每个时间点上，两个博弈主体都有一定的信息，也都要做出下一步的行动选择。这种数轴式的表达方法，更

接近现实，也是学术研究上常常用到的表达方法，是博弈的第三种表达方式。

需要强调一下，对于研究博弈论的人来说，这三种表达方式在逻辑上没有本质区别。一种表达方式，可以被“翻译”成另外一种表达方式。但对不具有这种专业能力的人来说，将一个问题表达成何种形式，对于后续分析是有很大影响的。这一点在这里不展开，但大家一定要注意。

在这个三阶段博弈中，在 $t=0$ 、 $t=1$ 和 $t=2$ 这三个时点上，B和A都要做出选择。有些选择，我画在图11-1中了；有些选择，在图11-1中并没有体现，但它们同样重要。比如，A得到产品的销售授权之后，是不是一定要选择B做合作伙伴。B固然是A的好朋友，大家知根知底，但选择好朋友做合作伙伴，股权就很可能是平分；相反，如果选择其他人，股权说不定给对方30%就很好了。这方面，有很大的想象空间，大家可以结合前一讲老板和大厨的案例，综合去设想，并加以分析。

我们继续用图11-1来说明B和A的这个合作。

在 $t=0$ 这个时点上，A和B决定创办一家公司，他们承诺要投入自己的人力资源，以及和对方合作的“诚心”。A和B之所以做了这个决定，是因为他们“仿佛看到了” $t=3$ 这个时点上产生的公司收益。我这里做个简化，假定只在 $t=3$ 这个时点才产生收益。而在现实中，收益是不断产生、不断积累的。现在，我们把收益统统折算到 $t=3$ 这个时点，这在逻辑上是说得通的。

关于 $t=3$ 这个时点，公司会创造出多少收益，每个人心目中的愿景，是不同的。我之所以前面在“仿佛看到了”这几个字上加了引号，是因为在所有创办者的心目中，它都是正的，还很大，至少要比投资额大很多。一家公司创办时，每个人看到的未来都不一样。有人看到的是一倍的回报率，有人甚至会看到“上市”。

大家一定要知道，愿景不同，期望就不同，动作也不一样，在关键时刻，这些不一样就会产生分歧。就像《遥远的救世主》里面的丁元

英、叶晓明和欧阳雪，他们看到的东西是不一样的。叶晓明看到了“想干什么”，丁元英看到了“能干什么”，欧阳雪看到了“跟着大哥总不会赔钱、不会错”。这是格律诗公司后来出现那样结局的主要原因。

这个案例中的情况类似。A和B想到的和“看到”的东西不一样。不过，无论他们看到的东西有何种差别，在创建公司的时候，他们都对未来充满了美好的愿望，并且认为值得一试，才去工商部门注册了公司。

在t=0这个时点上，有一个决策他们必须要做，就是明确公司股权以及制定公司章程。关于约定章程的细节问题，下一讲会深入探讨。这里，我们重点说股权。

通常，两个人一起注册公司，如果在注册时，各自所出资的价值无法立判高下，能够让大家非常服气地说出“七与三或者八与二是最合理的比例安排”，往往都会采用一人一半的股权比例。什么叫“非常服气”？就是一方当事人所出的资源对公司的成功毫无争议地具有决定性，否则朋友之间就很难出现一方比另一方多的情况。这也就是为什么在实际生活中，两个股东各占一半的股权结构并不少见。

一人一半的股权结构，又缺少其他约定，往往就是公司注册时埋下的最大一个坑。这是因为，随着公司的发展，除了股东投入的资金之外，人力资源的价值开始逐步显现，但分红却是与股权比例相对应的，人力资源的贡献就无法体现在分红比例上。

另一个大的问题，是对公司的控制问题。在公司注册的t=0这个时点上，必须要确定一个公司的法定代表人，那个人是要写进公司营业执照上，同时把持公司公章和营业执照的。如果这个人碰巧是后来显示出的人力资源价值比较大的那个人，这是公司的幸运。在这种情况下，无论股东之间冲突情况如何，公司都能够继续发展，矛盾还有处理的空间。如果不幸相反，公司发展就会后继乏力，矛盾也很难解决。

道理非常简单，在一家公司中，如果资源重要、能挣钱的一方出局，公司后边的增长必然会变慢，另一方虽然可能会在之前形成的公司

能力基础上，继续经营一段时间，但如果公司不能持续发展，他很可能对公司进行清算。这个清算的净值，他一般不会和另一个人平分。所以，在 $t=0$ 这个时点，需要明确公司的主导者、确定合适的法定代表人，但往往在这个时候并不能选准这个人。

总之，在 $t=0$ 这个时点，企业的创办者要想清楚资金和人力资源的价值，以及非常关键的资源价值重要性的后续变化，想清楚股权怎样分配才最合理。但遗憾的是，很多人这时候只能看到未来 $t=3$ 时产生的心目中预期的收益，他们没有意识、没有能力、更没有耐心去思考这些问题，往往急匆匆地就注册公司了。

我曾经问过B，如果创办公司时，他能够从A手中买下这个许可，可以算出大致的价格吗？他回答说可以，还告诉了我一个大概的价格。我就在心中问自己，明明是花一笔钱就可以解决的问题，为什么要用股权去换呢？

注册完公司，就进入到时间轴的第一个阶段。经过从 $t=0$ 到 $t=1$ 这段时间，在 $t=1$ 时点上，创办公司的每一方都对另一方的资源价值、能力、态度，以及行动有了观察。下面，我们以行动为例进行说明，每个人的行动事实上都可以被分成如下两类行动。

第一类行动是为自己的私利服务的行动。当事人不希望另一方观察到这种行动，我们称之为“隐蔽行动”。当事人通过隐蔽行动获取私利，私利是当事人全部收益的一部分，但与另一个人的收益无关。我们用符号来表示每个人的私利，A的私利可以记为 $P_1$ ，B的私利为 $P_2$ 。

由于每个当事人在公司的岗位不同、权力不同，获取私利的能力也不同。我们可以用符号来描述各当事人获取私利的范围。在一个极端，一个人克己奉公，没有私利，这时的 $P_1$ 或 $P_2$ 都为0。而另一个极端，A和B都会因岗位分工等因素的不同，有不同的上限值。比如，A负责内部事务，很少有机会接触销售业务，所以， $P_1$ 顶多就是找一些发票用公司的钱来报销。B对我说，A就连家里过年吃饭的钱，都拿到公司来报

销。不过，我以为即使如此， $P_1$ 还是有一个上限的。毕竟不是天天过年，报销这一类行为如果做得太过分了，B很容易发现，也不可能答应A这么做。

相对而言， $P_2$ 的上限可以很大。B和我说，他一直没做过什么偷鸡摸狗的事情，并进一步解释说，不是不能，而是不肯。我记得B的原话是：A是个小人，如果我自己也追求私利，可以在外面走单，A很难发现。所以，按照B的说法，他可以把 $P_2$ 做得很大。因为他是做销售的，理论上，他甚至可以把一个账期甚至几个账期的全部收益都给转出去。

与私利相对的，是公利，也就是所有人的收益。实现公利不需要隐蔽行动，而是公开行动。公开行动大家都能观察得到，我们可以称之为第二类行动。

在第一阶段的合作中，每一方都可以综合观察到合作者的公开行动和私人行动，并由此判断合作方的资源价值与能力，也会因此形成对另一方的评价。也就是说，无论是对于共同利益的公开行动，还是为了私利的隐蔽行动，都会决定各方对合作的看法，因此，各方也会修正对 $t=3$ 时点收益的预期。

如果在 $t=1$ 时各方收益预期和 $t=0$ 时的收益预期差距过大，各方就会进一步调整对于合作的态度。当然，在 $t=1$ 这个时点，A和B对于 $t=3$ 时点的收益估计会更加现实。我们假定在 $t=3$ 时，公司的可能收益水平为D。

由于隐蔽行动和私人收益 $P_1$ 、 $P_2$ 的存在，在 $t=3$ 这个时点，A和B都不会得到公司的潜在收益。先前，A和B可能估计各自都会得到潜在收益D的一半，但由于 $P_1$ 和 $P_2$ 的蚕食，A可能得到的是：

$$P_1 + 1/2 (D - P_1 - P_2)$$

而B可能得到：

$$P_2 + 1/2 (D - P_1 - P_2)$$

如果没有其他因素的影响，经过第二阶段的观察和思考，在 $t=2$ 这

个时点上，A和B可以表明自己对于合作的态度，是维持原状，继续合作；还是设计制度，约束各自的私人动机，减少隐蔽行为；或者对各自的资源价值进行重新评估，进行股权比例的调整，强化激励；再或者公司提前散伙；等等。这就是图11-1中所示的在t=2时进行“谈判和再协商”的含义。

然而，非常遗憾，由于A和B在合作经营的过程中，各种大小矛盾累积，两个人已经水火不容，无法继续合作，只有散伙这一条路。

在t=2这个时点上，B在公司有一笔套牢资产，这就是200万的原始投资和t=2时所累积的未分配利润，于是，这诱发了A采取机会主义行为的自利动机。既然朋友也无法做了，A就索性恶人做到底。按照B的说法，A通过自己法定代表人的身份，通过各种手段开始向外转移已经获得的收益，并且以账面上没有钱的理由推迟分红和清算。

一年后，B在万般无奈之下，开始走诉讼之路。打官司需要时间，在这期间，A进一步加快了公司空心化的进程。情况变成了，尽管可以强制执行法院的判决，但实际上公司已经没有B指望拿回的投资款和公司合作经营期间取得的利润了。

以上就是我们运用博弈思维对A和B合作故事的简单复盘。我们反复强调，商业竞争和股权合作，本质上都是和他人形成博弈关系，这种博弈性质并不会因为合作者是朋友关系而改变。所以，请大家牢记，只要是资源合作，就应该用博弈思维去分析后面的进程，从而进行合理布局。

在办公室和B画过这个图之后，我告诉他，其实他应该在公司注册前就画一下这张图，而不是等出了问题才画。如果注册时画了这张图，他就可以顺着这个过程，把所有可能出现的问题尽可能地想到，再由此起草公司章程和约定投资协议。

## 剩余控制权

现在，我们该引出关键概念“剩余控制权”了。那么，什么是“剩余控制权”呢？

任何资源的合作，都会伴随一个合同。在合同中，当事各方会把自己的权利、责任和义务尽可能写清楚，并列明在合同中。投资协议是合同，公司章程也具有合同的性质。

一份合同有很多条款。但在有针对性的合同中，所有的条款都会针对可能发生的情况，包括会发生什么，如果发生了某种情况，自己究竟是会得益还是会出现损失，以及如果发生损失，应该怎样止损，等等。进行合同条款的约定，是股权投资的必要过程，是每一个股东都要认真对待的事情。

然而，正如我们前面所讲的，所有的合同都是不完全的，因为我们的预见能力有限，计算能力有限，约定合同所使用的语言也是不完善的。总而言之，我们都是有限理性的。因为理性有限，合同就是不完全的，这一点我们必须反复强调。

在合同不完全的情况下，所有的权利就可以被分成两种权利：一种是合同权利，这些权利已经被合同条款约定清楚，不会产生异议；另一种权利就是合同里没有列明的，属于合同之外的权利，也就是我们所说的“剩余权利”。

举例来说，我们在饭馆吃饭，达到一定的消费额，店家可能会给返券。在消费券背面，一定会印上诸如“在一个月内有效”“不包含酒水消费”“每次只能使用一张”等条款。但店家非常清楚，即使花费再多的时间，也不能穷尽所有的情况，于是，最后一条永远是“本消费券的解释权归店家”。这一条就是约定剩余权利的，它的准确含义是：剩余权利属于店家。

同样的道理，即使再严谨的股权协议和公司章程，也都会有遗漏，

在出现遗漏的情况下，剩余权利归属于谁呢？如果公司章程没有额外的约定，按照《公司法》，剩余权利就归股东，而股东之间的表决机制就是投票。在没有双重股权这种特殊约定的情况下，谁拥有多数股权，谁就有更多的投票权，就拥有决定剩余控制权归属于谁的权力。

用这个法则去回顾这一讲的案例，在t=0的时点上，A和B决定各持50%的股份，这就意味着在这家公司，单凭股东投票，是没法名正言顺改变剩余控制权的初始分配的。而A因为担任法人代表和总经理等职务，掌握着公司的控制权，实际上也就拥有了公司的剩余控制权。

在被严格执行的司法体系下，这种剩余控制权是很难长期维系的。在股东僵局的司法救济条款里，有弱势股东可以要求控制性股东回购其股份的法律规定。如果诉讼请求更到位，法院系统的效率也足够高，独立的会计师事务所就可以进驻公司，对整个财务过程进行审计。在这种情况下，B也许能讨回一个公道。但司法活动是有成本的，所以，往往并不能像理论上那样保护我们，我们需要自己想办法保护自己。

正如前文所说，好的公司治理，除了要保护企业家精神，还应该给弱势股东留有合理的退出通道；有效的治理结构，应该保护每一个当事人的利益，保护企业的发展。这种治理结构并不是先天就有的，不是能在公司出问题的时候，天上掉馅饼一般的出现。它需要每一位股东去谋划、协商和争取。这就意味着每一个当事的利益主体都要有争取有利于自己治理结构的意识，要努力明确可能保护自己权利的条款，然后植入公司的利益结构之中。

具体来说，如果我是B，我可以同意与A出资相同，也可以同意A因为工作方便，去当法人代表和总经理，但一定会约定一条退出条款，保障自己在公司无法满足自身期望的时候，可以有救济的方式，避免出现血本无归的情况。

进行这种思考的关键点在哪里呢？我建议可以从每一个时点的剩余控制权分步切入。也就是说，所有的股权合作者都要用博弈思维来思考问题。画出了博弈逻辑图，我们就知道在某些要点上，自己到底是否拥

有剩余控制权，或者拥有影响剩余控制权的能力？比如，在 $t=1$ 的时点，我们有没有观察其他人行动的能力和权力，也就是，我们有没有知情权，再比如，在 $t=2$ 的时点，我们有没有进行谈判、为自己争取利益，或者保全自己权益的能力。这关乎我们的资产收益权和处置权。

到这里，大家也许已经意识到，并不存在对所有人都有同样保护价值的公司治理架构。强势股东和弱势股东所期望的，一定不一样。这就是为什么在组建公司之前，在每一次有机会调整利益结构和治理架构的时候，每个当事人都应该认真思考自己的利益得失，提出相应的诉求。

这一讲还有一个内容值得大家思考，这就是资源的重要性会因时变化。任何企业都是资源的合作体系和互补体系，就像A和B创建公司的时候，除了各自投入资金，他们还投入了自己的人力资源和其他关系资源。现在，很多人经常讲要“all in”（全身心投入），但随着公司的经营深入，大家会发现，只约定个all in是不够的。

正如在A和B的案例中，公司组建之初，他们无法准确界定代理权值多少钱，营销能力值多少钱，最初的股权设定只能根据投入的资金来决定。在很多公司，创始人的人力资源价值甚至是靠拍脑袋决定的。但随着公司经营活动的展开，特定的资源价值和重要性开始显现，当资源价值和股权比例出现较大分歧时，矛盾就开始显现。如果公司没有事先设定解决问题的治理机制，麻烦也就随之而来。

在《遥远的救世主》一书中，小说的大结局是：

乐圣公司独家有偿使用格律诗品牌和音箱设计专利，独家经营双组分音箱，今后推出的乐圣旗舰双组分音箱命名为：乐圣一格律诗。格律诗公司的音响机架产品全面进入乐圣公司销售网络。乐圣公司将王庙村确立为“乐圣一格律诗”和“乐圣旗舰”及其他高档音箱箱体的生产基地，由格律诗公司对箱体质量提供有偿担保。

无疑，这是一个在现阶段三方共赢的局面。

但如果你以为这是个圆满结局，那就想简单了。这只是一个时段的结局，它也是另外一个时段的开始。这一讲后，请大家站在肖亚文的角度去思考一下合作之后的新资源格局和可能变化、潜在危机。

丁元英创办格律诗的目的，是要给芮小丹一个礼物。所以，按照他的设想，格律诗最好的出路是和乐圣合作或者被收购，这样就给了王庙村村民一个脱贫的机会。这个目标无疑是达到了。但在这个目标实现之后呢？在三方博弈的局面下，肖亚文怎么做，才能保有格律诗的独特价值，让格律诗地位更加稳固甚至不可或缺呢？格律诗面临的第一个冲击会来自哪里？是王庙村生产体系方面，还是乐圣公司方面？可能的动因又会是什么呢？

这一讲，我们围绕B和A的案例，进一步讨论了治理机制设计的博弈思维，也讲解了剩余控制权这个概念。某种意义上，思考关键节点上的剩余控制权，是思考有效治理机制的一个切入点。

# 第12讲

## 公司的权力结构

### 为什么公司章程格外需要重视？

这一讲，我们的核心概念是公司法人以及它的权力结构。我们前面讲治理机制，都是以具体的人为基本思考单位，但所有的人、所有的事，都是在“公司”这个法律意义上的虚拟实体下面发生的。我们需要清楚公司是什么，公司的基本权力结构是怎么样的。

## 公司法人

公司是什么呢？回答这个问题并不难。教科书上说，公司是一个企业法人。那么，什么又是法人呢？要把这件事情讲清楚，我们需要先回顾一个经典判例。

这个判例的名字，叫“萨洛蒙诉萨洛蒙有限公司案”。萨洛蒙是一个自然人，萨洛蒙有限公司是萨洛蒙这位自然人注册的有限公司，并以他的名字来命名。然而，有趣的是，萨洛蒙有一天亲自把自己创立、自己控制的公司给告了。原告是萨洛蒙，被告是萨洛蒙自己的公司。这不是自己告自己吗？

具体情况是这样的。1892年，萨洛蒙根据英国的《公司法》注册成立了萨洛蒙有限责任公司，他是最大的股东，持股比例达到了99%以

上，其他股东是萨洛蒙的妻子和孩子，这些家属每个人只持有1股公司股份，完全是象征性的持有。之所以萨洛蒙会让妻子和孩子每人持有1股公司股份，唯一的原因就是要满足英国当时的《公司法》对于股东人数的最低要求。也就是说，因为要凑够股东的人数，萨洛蒙把他的家人都拉进了公司。

本质上，萨洛蒙有限公司就是萨洛蒙这个自然人全资拥有的公司，因为他几乎拥有了萨洛蒙有限公司100%的股权。但微妙的地方，就在于这个“几乎”。正是这个“几乎”导致了后来的故事，也造就了公司史上的一个经典判例。今天，很多教授都通过这个判例向学生讲述“什么是法人的主体地位”。

萨洛蒙的家族事业是经营鞋店。鞋店原来也是萨洛蒙的，只不过是一家单人业主制的企业。在我国，叫个体工商户，而不是公司。在个体工商户的状态下，萨洛蒙对鞋店要承担无限责任。也就是说，萨洛蒙的个人资产与负债，和鞋店的资产与负债完全联系在一起。萨洛蒙经营鞋店如果欠了别人的钱，他是需要用家产来承担责任的。这就是无限责任。但后来，萨洛蒙注册了萨洛蒙有限责任公司，通过改制把个体工商户变成了“公司”，把无限责任变成了有限责任。

从企业的运行层面上看，改制并没有做什么调整，甚至从外界来看，根本看不出有什么变化。门面还是那个门面，业务也是原来的业务。改制的所有工作，都在法律手续上进行，做了些数字的调整，进行了变更登记。具体来说，就是萨洛蒙把鞋店折价成38 782英镑，然后注入新注册的萨洛蒙有限责任公司，在这个过程中，增加了几位家人做股东。

然而，这个变化却从根本上改变了公司的属性。有限公司的意思，就是承担的责任有限。这个责任有限，包括两个层面的责任有限。第一，是萨洛蒙有限公司只以注册资产为上限，对外承担有限责任。对于公司的债权人来说，公司的资产赔光了，破产倒闭了事，不会有更多的钱来承担资产责任。第二，萨洛蒙以出资额为限，对公司承担有限责

任。公司就是欠其他人再多的债务，也不会影响到萨洛蒙的家产，他的家产不会被用来去偿还债务。

改制的真实动机和更多细节，我们今天已经无从考证，也没有考证的必要。这个判例最有意思的地方，就是后来发生的一系列事情，让我们大跌眼镜，也让我们更好地理解了公司的含义，理解了“公司法人”这四个字到底意味着什么。

那么，后来究竟发生了什么呢？

令人意料不到的是，萨洛蒙在改制一年后，以经营不善为理由，对公司进行破产清算。清算之后，发现萨洛蒙公司的资产只剩下10 000英镑，而公司的债务却是17 773英镑。也就是说，公司处于资不抵债的状态。这时候，更奇葩的事情出现了。萨洛蒙跑到地方法院，以债主的身份把自己的公司给告了，主张很简单，就是公司仅剩下的10 000英镑应该归自己，而不应与其他债权人分享。

萨洛蒙对法院举证说，萨洛蒙有限责任公司向自己发行了优先债，所以，清算后剩下的那些资产应该优先偿还给自己，而不应同时偿还给其他债权人。萨洛蒙说，在自己注册萨洛蒙有限责任公司的时候，他是将鞋店以38 782英镑折价注入公司的，而公司则分三种形式支付了他的资产对价。

第一部分对价，是以现金完成的。公司把鞋店折价之后的零头，也就是8 782英镑以现金的形式给了萨洛蒙。

第二部分对价，是以担保公司债的形式完成的。什么意思呢？就是这部分钱变成了萨洛蒙有限责任公司向萨洛蒙个人发行的债，是有担保的公司债。什么是有担保的公司债呢？就是这部分债务是用萨洛蒙公司的资产做担保的，万一公司无法正常经营、破产清算，公司将以自身的资产优先偿付这些债务。换句话说，这部分债务相比于其他债务，有偿还的优先性。

那么，这部分有担保的优先债数额有多大呢？萨洛蒙对法院说，价

值10 000英镑。一个非常有意思的数字！它和萨洛蒙破产清算时的剩余资产数额刚好相等。在某种意义上，很多人当时就质疑说，萨洛蒙费尽周折要打这个自己告自己的官司，就是为了合法地拿回这10 000英镑。这种怀疑不是没有道理，正是这个原因，官司后来才旷日持久，并且影响深远。

第三部分对价，是萨洛蒙拥有萨洛蒙有限公司的股权。萨罗蒙说，公司共发行了每股1英镑的股份共计20 007股，萨洛蒙的妻子和5个子女，每人各拥有1股股权，萨洛蒙自己拥有20 001股。显然，这部分对价是多少，几个人拥有，这些问题对诉讼意义不大。

按照英国《公司法》，公司清算资产的清偿顺序是先偿还债权人的负债，如果还有剩余，再偿付股东的股本。如果清算资产不足以偿付全部债务，则所有债权人应该按照相同的比例进行部分偿付。也就是说，在本案中，清算资产只有10 000英镑，而所欠债务是17 773英镑。在这种情况下，每1英镑债务大约可以得到0.56英镑的偿付。

然而，萨洛蒙却认为自己的债务应该得到优先偿付。他之所以到法院对萨洛蒙有限责任公司进行起诉，就是主张萨洛蒙有限责任公司这个“法人”应该首先偿付萨洛蒙这个“自然人”的有担保公司债。他明确主张，仅剩下的公司资产10 000英镑应该偿还给萨洛蒙，而不是按比例分别偿还给所有债权人。

这就意味着其他无担保的债权人连一个英镑都得不到。其他债权人当然不服气，于是，这个官司就从初审法院一直打到上诉法院，最后打到了英国的上议院。大家都用今天流行的词“阴谋论”来描述这件事，认为萨洛蒙是有意逃债。

然而，最终的判决没有支持萨洛蒙有意逃债的指控。上议院认为，萨洛蒙有限责任公司是合法成立的，符合公司成立的所有要件。而这个公司一旦注册成立，它的法人主体地位就宣告成立了。萨洛蒙是个自然人，而萨洛蒙有限公司是个法人，这个独立的法人主体地位，即使在他的最大股东萨洛蒙这个自然人面前，也不应该灭失。所以，萨洛蒙有限

公司应该首先偿付欠萨洛蒙的有担保优先债。这样，其他的债权人都失去了得到清偿的机会。

关于这个判例，至今还有种种讨论，但这并不是我们要关心的。这个判例之所以后来被讲了一百多年，就是因为通过这个判例，人们可以清楚地知道公司法人是什么。公司法人虽然是人造的虚拟物，但它对应着一系列的财产、权利和义务；而它一旦在法律上注册成立，就具有了独立的法律地位，这种独立地位即使面对它最大的出资者（诸如萨洛蒙），都不会丧失。

总之，萨洛蒙诉萨洛蒙有限责任公司案之所以有名，就在于它用了大家都不太服气的判例向人们昭示了公司法人的真正含义。

## 公司法与公司章程

有了关于公司法人的这些认识，我相信你再看小说《遥远的救世主》中的很多对话，感受就都会不同。比如，叶晓明在质疑丁元英时，会问：出了事谁负责？而丁元英回答说：这是公司行为，由公司负责。叶晓明说，“这是少数人的行为，是你的个人行为，不是我们大多数人的意见，不能代表公司”。丁元英说，“这是股权行为，是超过半数表决权的决定，有公司法和公司章程为依据。加入公司，就意味着承认和遵守这些规则”。

显然，与丁元英相比，叶晓明并没有完全搞清楚股东、股权和公司之间，究竟是什么关系。对于丁元英从一开始强调的资本权利，他应该也是一知半解。

丁元英和叶晓明的这段对话，提到了几个重要的概念，比如股权行为和公司行为，还提到了两个非常重要的文件：公司章程和《公司法》。只有理解公司法人这个概念，才能进一步理解什么是公司行为，

什么是股权行为，理解公司利益结构和治理结构的那些要点。

下面，我先简单介绍一下《公司法》和公司章程的概念。

首先是《公司法》。我们创办公司，就意味着创办了一个法人，那么，法人的行动规则和行动边界在哪里呢？答案应该是一个国家的法律法规，公司法人必须要在法律法规的框架内行动。《公司法》就是这样一个有关公司行为和边界的法律框架。中国的《公司法》一共有二百一十八个条文，明确立法的主要目的就是“规范公司的组织和行为，保护公司、股东和债权人的合法权益，维护社会经济秩序”。

《公司法》中，主要讲了四种类型的公司：有限责任公司，股份有限公司，一人公司，和国有独资公司。《公司法》对这些不同类型的公司，都做了相应的规定。其中，在有关“有限责任公司”的部分，特别强调了“公司章程”的地位。

公司章程，是公司依照法律法规制定的、规定公司权力架构或组织结构，明确经营活动的场所和基本规则的必备文件。所谓必备，是指公司章程是公司经营运作的基本纲领，把它称为“公司宪法”也不为过。它是股东关于公司如何组织、如何运作的共同意思表达的书面化文件，是公司成立的前提和基础，是进行工商注册登记时必须要提交的文件。

叶晓明正是因为对这些概念不熟悉，才会出现我们在第7讲中质疑过的、有“执行董事会的决定，但保留个人意见”之类的说法。到底谁是格律诗公司的董事会成员，这是我在那一讲中解析过的问题。学习了这一讲关于公司章程的知识，大家不妨再花点儿时间回想一下这个问题。

请大家注意公司章程是关于公司运作的共同意思表达这句话。所谓共同意思表达，是指公司章程是全体股东协商一致的结果。显然，叶晓明和冯世杰他们并没有花时间对公司章程进行思考，格律诗的章程起草和注册手续，他们大概率就没怎么参与，也没有重视。其实，公司章程的地位极其重要，它一旦成文就意味着，是股东协商之后的一致结果，是公司的基本大法，而无论是股东、董事还是经理，都必须要遵守。

这里，我向大家提出两条建议。

第一，也是最为重要的，就是建议每位股东都要认真对待公司章程。我见过太多的人在注册公司的时候，都是在网上、律师、代办机构或者工商部门那里找个所谓的“合同范本”，然后把公司名称、办公地点之类的内容改一改，就拿去注册了。这是对自己的投资极不负责的行为。

因此，我建议所有读过这本书的人，无论是作为大股东还是小股东，都应该认真思考一下如何对待公司章程，如何形成一个关于公司的“共同意思”，并且把这个“共同意思”做出好的、有利的“书面表达”。也许你已经在经营一家公司，或者已经是某个公司的股东了，我希望在看过这一讲之后，你能有意识地把公司章程找来看看。

有人也许会说，中国人都好面子，公司还没开张，就围绕一个章程商量来、商量去，而且谈的都是没影儿的利益得失，值得吗？我的答案是：非常值得！前面所讲的那些出问题的案例，以及更多的我没有讲的案例，这些年来都不断地提醒我：商议章程这件事，是公司开办前最重要的事情之一。我们讲的基于商业模式和资源价值的治理机制，以及最能保全自己利益的治理结构，最后都要通过公司章程来体现。所以，千万不要在公司注册的时候不在意，而在出了问题之后才后悔不迭。

那么，公司章程一旦约定好了，可不可以修改呢？答案是可以的。但修改公司章程，必须要经过股东会表决通过。在我国《公司法》关于有限责任公司的法条中，股东会修改公司章程，必须经代表三分之二以上表决权的股东同意。以格律诗公司为例，在叶晓明等人退股之前，欧阳雪虽然是超过半数的股东，但她的表决权依然不够三分之二，所以，她自己也无法修改章程。

这里面还有一个细节，值得说明。我国《公司法》第四十二条规定，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。如果在格律诗公司改组之后制定的新章程中，约定了“要修改公司章程，须经全体股东同意”这一条，那么，即使肖亚文和

欧阳雪拥有80%的股份，冯世杰只有20%的股份，冯世杰不同意，肖亚文和欧阳雪也无法修改章程。

对于公司来说，最大的剩余控制权莫过于约定公司章程的权力。这一点，无论大股东还是小股东，都应该有清醒的意识。总之，公司章程是保证公司未来长治久安的基本大法，也是保护自我利益的基本规定。而制定公司章程的过程，是一个查看人心的过程，也是判断每个人利益动机的过程，一定不能草草了事。

第二条建议，是关于那些无法写入章程的内容，该如何处理。在很多公司中，总有一些无法写进公司章程的内容。一来是因为股东们希望保密，一旦写入公司章程，就可以被其他人查阅，无密可保了。还有一点，就是我国目前工商部门的管理水平还有待提高，所制定的公司章程如果离审章程的人熟悉的模板距离过远，往往得不到批准。那么，遇到这种情况该怎么办呢？

补救的办法，就是以股东协议或者股东协议的补充协议方式来体现。这些协议只要不违反我国的《民法通则》《合同法》等相关政策、法律、法规，一旦相关的问题出现，它们都可以和公司章程一道，在《公司法》的大框架下，保护相关人员的合法权益。这也是常见做法，提醒大家注意。

除了上述两个建议，还有一点也值得提醒大家注意。在我国现行的《公司法》中，在有限责任公司的相关法条中，有不少关键之处都写道“另有约定的除外”。比如，第四十一条关于股东会会议的通知和记录，《公司法》规定“召开股东会会议，应当于会议召开十五日前通知全体股东；但是，公司章程另有规定或者全体股东另有约定的除外”。就这一条，就大有文章可做。

我们前面曾经举过丁元英在音响博览会开幕前一天，临时召集大家回去开会的例子。会上，叶晓明和丁元英剑拔弩张，最后，是欧阳雪靠51%的优势股权，才摆平了这件事。前面，我们分析了格律诗是否成立了董事会，这件事会有不同的结果。现在，我们就再抬杠一回，说说会

议时间上的安排问题。显然按时间来说，丁元英是失算的。

丁元英的失算，在于谁也没想到叶晓明的反弹是如此强烈，甚至明确提出是不是可以不让丁哥帮忙。直到欧阳雪说不同意，才算一锤定音，让丁元英的计划得以推行下去。我们就抬杠这个会议的性质，因为在讨论到丁元英的去留问题时，这件事已经不是经营上的决策争执，而是股东之间的意见不同了。

如果是股东会，即使 is 召开临时会议，按照《公司法》的规定，会议也要提前15天通知股东。显然，这个会议不满足这个条件。而《公司法》提出的豁免情况是，如果全体股东另有约定，则不受15天的时间限制。显然，只要叶晓明一个人不同意，就不能满足这个条件。欧阳雪就算是有51%的股权，也无可奈何。单凭这一条，叶晓明后面就有大闹一场的本钱。

也许，有人会说，你怎么总想那些最坏的情况啊？你怎么总把人想到最坏呢？这就是我们前面所讲的，治理机制的设计，必须要把人性最丑恶的一面都想到，这样才能在公司法的大框架下，设计出保全公司、保全当事人利益的有效治理机制。而如果假定人人都是利他的，都是为别人着想的，那我们根本就不需要治理机制。

所以，重视《公司法》中“另有约定的除外”这些字样，是我向大家提出的第三点建议。我认为，2005年对《公司法》的修订，最大的进步就是国家在立法过程中开始强调公司自治的权利。这是在经济生活和司法实践中，很多人用踩雷、踩坑的失败换来的，所以，务必珍惜。

这种珍惜应该体现在认真约定“其他记载事项”方面。我们在工商行政管理部门，在律师那里，甚至在网上获得的所谓“章程范本”，都是有关“必要记载事项”的。这些事项，一般不会缺。如果缺了，工商部门也不会接受备案。股东的功课做得够不够，往往体现在章程约定的细致程度和充分性上。比如，我们前面所讲的表决方式，公司经营过程的知情与监督，股权转让与定价，乃至分红权利的保证等方面。这些都属于其他记载事项，值得格外注意。

## 公司治理的框架

最后，我们讲讲《公司法》规定的治理框架。所有的治理机制，最后都要装在《公司法》设定的治理框架中，体现为一种优化的利益结构。前面说过，好的公司治理结构，就是一种充满对利益各方都保有激励力和约束力的利益结构。

处于这个利益结构最基础层面的，是股东关系结构。股东关系结构非常重要，这一点毋庸置疑。原因有这样几条。第一，公司中最先进来的人，是股东。正是因为有股东存在，公司才有了存在的前提和基础。第二，公司中最先有的钱，来自股东。正是因为有了股东的投资和资源投入，公司才有了得以持续运营的基础。第三，公司中最重要的赢利动机，是股东追求财富的动机。股东对于利润的追求，让公司始终保有不断前进的动力。所以，公司中最重要的要素之一就是股东，必须要塑造良性的股东关系结构。

那么，什么是良性的股东关系结构？简单地说，就是让想干的人，有企业家精神的人，可以放开手来干；让想离开的人，可以合理地退出。但这并不意味着大股东想怎么干、就怎么干，必须要有一个利益平衡的机制。利益平衡，也不意味着制衡，更不意味着小股东随时都可以撤资。公司必须要为此制定恰当的规矩。

坦率地说，《公司法》在这方面只提供了一个模糊的框架，单靠《公司法》和各方面提供的所谓章程范本，很难形成这样的机制。那些东西强调的都是大原则，细节必须要通过股东自己讨价还价来约定。有些条款能够得到工商部门的批准、写进公司章程，有些东西只能写进章程细则，或者以股东协议或补充协议的形式存在。

最后，我要和大家分享一个观念：布局这件事，三分人意，七分天意。这是因为，往往会出现太多我们预见不到的情况，所以，尽人意就可以了。但是，这个“人意”必须要尽到位。以我自己的经验，设立一家

公司，几个股东坐在一起，设计出一整套的公司经营方案，就算什么都不干，也需要两三周的时间。所以，我在读《遥远的救世主》时，对于丁元英闭门不出、夜以继日工作的描写，特别能够体会。

可以和大家分享一下我对思考到位的理解。很多时候，如果你是思考到位和推演到位的，大约可以预见到在几个股东中，谁先出局，以及大约是出于何种原因出局。布局到了这个层次，后面接下来的一个问题是，股东各有诉求，规矩应该偏向谁。是和你亲近的一方，是强势的一方，还是弱势的一方？坦率地说，很多时候需要取舍。

丁元英去五台山的那段描写，我强烈建议大家多读几遍，很多内容都和觉悟有关。觉和悟，是两回事。我们学习知识是为了“觉”，思考的过程是为了“悟”。在我的观念里，觉和悟，都无法通过上课、教学来去教，很多东西与一个人在社会上的见识与阅历相关。很多事情丁元英预见到了，所以，他要跑到五台山上去讨个心安。而智玄大师则说“没有竞争的社会就没有活力，而竞争则必然会产生贫富、等级，此乃天道，是社会进步的必然代价”。他又说，“佛度心苦，修的是一个平常心”。

丁元英和智玄大师的一长串对话，其实把我们做治理结构设计甚至做企业经营中的很多伦理困惑都提出来了。尽管他们都没有答案，但他们的对话给人启发良多。正是在这个意义上，我推荐大家好好读读小说中的相关章节。得觉，得悟。

股权关系结构的设计完成之后，剩下的工作就相对简单了，因为治理架构中的其他内容都是股权关系的映射、平衡和调整。比如，谁来做法定代表人，设立怎样的董事会，以及怎样为监事会和监督机制做个定位，这些问题都相对简单。

因为公司法人是一个法律上的虚拟物。它同自然人不一样，没有自主的行为能力，所以，《公司法》构造了一套能让其有效运行的所谓“治理结构”。图12-1显示了这个标准版本的架构，这个架构也被称为“三会架构”。《公司法》规定：股东会是公司的最高权力机关，董事会是公司的最高决策机关，监事会为公司的监督机关。其中，股东大会

选举和聘任董事会，董事会聘任经理。而监事会由股东会选举和任命，负责监督董事会和经理，向股东会独立报告。我们设计的治理机制，都必须植入到这个治理架构中。公司治理结构看上去都长得差不多，但实际上它们的内涵可能大相径庭。

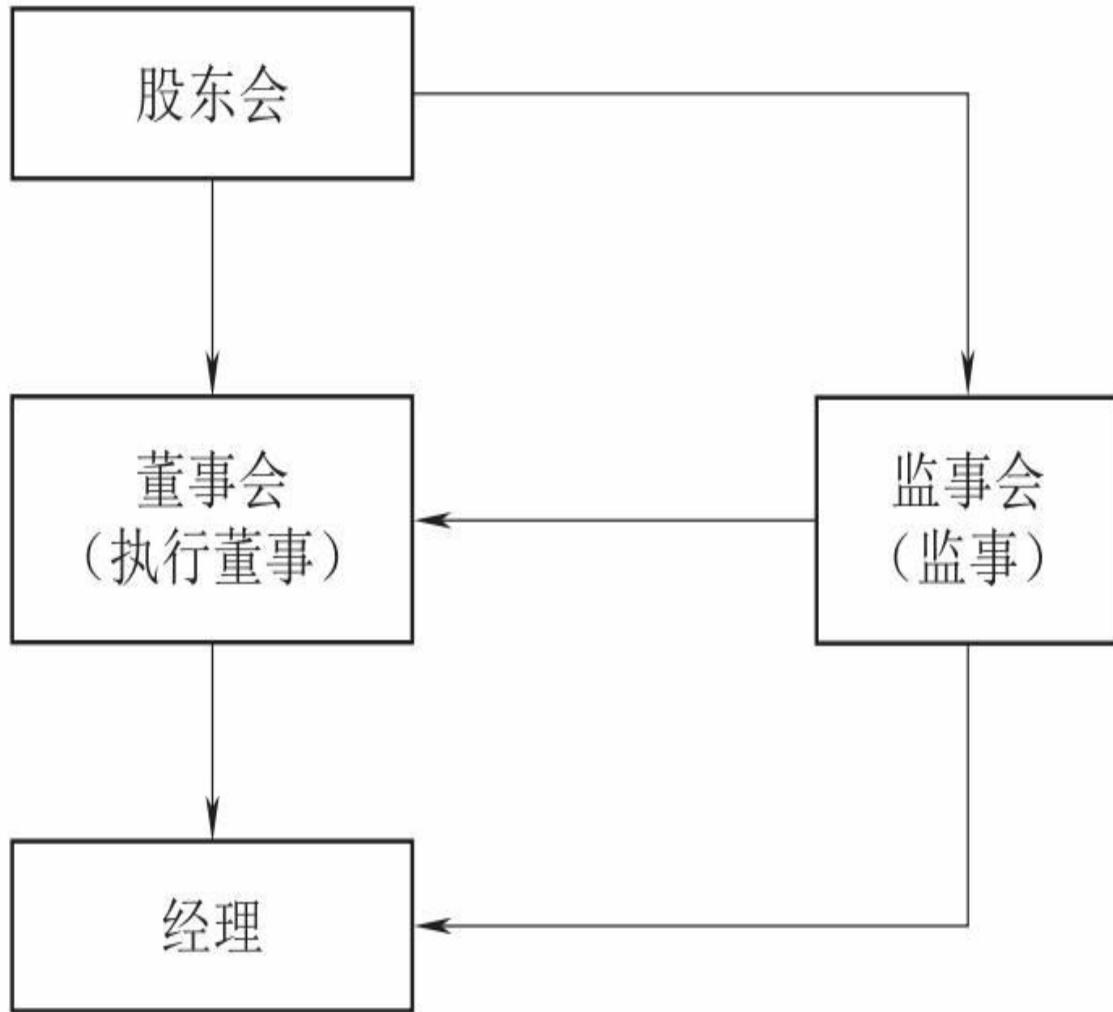


图12-1 《公司法》规定的治理结构

最后值得强调的是，我国《公司法》还要求公司必须选择一个自然人来做公司的“法定代表人”。按照《公司法》的要求，法定代表人可以由董事长、执行董事或者经理中的任何一个人担任。大多数公司都会由董事长或执行董事担任法定代表人，因为毕竟这个人拿着公司的公章，拿着公司的营业执照，位置重要。但也有一些公司选择由经理担任法定

代理人，遇到这种情况请大家要追问个究竟，有助于了解这种安排究竟是股权关系的映射，还是缘于股东力量的平衡与调整，或者它就是一家神秘的公司。

这一讲的要点是关于公司法人的含义和公司章程的约定，我也为大家介绍了《公司法》中对于治理架构的总体要求。需要说明，股东会、董事会和监事会是公司法人的必设机构，而不是可以选择性设置的机构。最后，我用这样一句话结束这一讲：幸福的企业，在治理结构上都是不同的，而不幸的企业都非常相似。请大家思索一下这句话，想想是不是还有点儿道理。下一讲，我们开始讨论股份有限公司的治理问题，我们选择的案例小说是《门口的野蛮人》。

# 第13讲

## 走向上市

### 股份公司的治理结构有什么不同？

前面的12讲，我们一直围绕着有限责任公司在讨论。正如我们反复强调的，在绝大多数有限责任公司中，股东的人数都比较少，所以，在思考治理机制问题时，我们必须充分考虑公司的人合性。从这一讲开始，我们的讨论转向股份有限公司和上市公司。这两类公司都不讲人合性，只讲资合性，它们的公司治理问题，与有限责任公司有很大的不同。

### 上市分水岭

公司成立之初，几乎都以有限责任公司的方式注册。随着公司的发展，股东人数开始变多，当股东人数超过有限责任公司规定的50人上限时，公司就需要改制，注册为股份有限公司。“改制”这个词的意思，就是通过注册变更，让企业从一种性质变为另外一种性质。比如，从有限责任公司变更为股份有限公司。

为什么要进行这种变更呢？因为只有股份有限公司，才具有资合性，股票可以对外公开发行，股权的转让也不受人合因素的限制，原有股东也不再具有股权购买的优先权。有了这个基础，企业才可以申请在

证券交易所挂牌交易，股票公开流通，成为上市公司。

那么，是不是所有的企业都一定要上市呢？或者，是不是只有成为上市公司，才能最大限度地促进企业的发展呢？答案是否定的。下面我和大家分享两个例子。

第一个例子，是我国一家非常著名的公司。它的发展速度非常快，并且形成了世界级的影响力。但这家公司并不是上市公司，直到今天，它还是一家有限责任公司。公司在法律意义上只有两个股东：一个是公司的主要创始人，另外一个就是这个公司的员工持股平台。然而，这家有限责任公司却构建出了比上市公司更有激励性的利益结构。

其中的奥秘在哪里呢？在于这个持股平台。只有该公司的骨干员工才可以通过这个平台，以平台的名义共同持有公司的股份，享有分红权，所以，这个持股平台本身就是一个内部资本市场。这个内部资本市场与二级市场具有相同的融资属性，但通过制度设计，它比公开交易的二级市场更具有激励性，更有效率。

我把这种对比关系画成表13-1，请大家参看。

**表13-1 内部持股平台与二级市场的比较**

	持股平台	上市公司
融资和交易关系方式	内部资金市场	公开交易的二级市场
股东身份	价值创造者	任何投资者
收益态度	追求公司成长和红利分配	追求差价收入
持股数量	与工作岗位和贡献有关	与资金多少有关
持股期限	业绩决定收益水平	高抛低吸,与价格预期相关

第一，任何一家上市公司都不可能甄别性地选择股东，由于股份有限公司和上市公司的资合性，所有人都可以通过证券市场来购买公司的股票，公司没有选择股东的权力。但是，持股平台不同，持股平台可以选择股东。只有成为公司骨干的人，只有能为公司的发展带来资源贡献的人，只有可以为公司创造价值的人，才能成为公司的股东。这是股东身份上的差异。

第二，是股东的态度不同。二级市场的股东是公司收益的“被动”分享者，投资者凭借投资额按股权比例来拥有公司，分享公司的价值变化和红利。二级市场上的持股人，是否愿意持有公司股权，主要取决于他们对公司未来股价升降的判断，因为在我国的资本市场上，真正以分享红利来持股的投资者数量并不多，多数人还是以赚取差价作为主要的投资目的。所以，当股东预测到公司股价不会上升的时候，他们就会清仓走人。这种清仓走人，会导致股价的低迷，这往往会给公司的发展带来负面影响。

与此相对照，持股平台上的“股东”，则是公司价值的主动创造者。虽然与市场投资者不同，持股平台上的股权是不完整的，内部资金市场

中的所谓股东也只拥有公司的分红权。然而，由于平台上的持股者都是公司骨干，加上该公司的分红力度一直比较大，所以，员工每年都可以获得丰沛的回报。

这样就形成了一个正向的激励循环：骨干们越努力，公司的价值就越大，利润也越高，他们分配到的红利也就越多，于是，这又进一步激励了骨干们付出努力。20年间，这个循环不断刺激骨干员工的价值创造行为，让公司实现了指数级的增长。

总之，持有股权的人是公司的骨干，他们是公司发展红利的创造者，也是分享者。所以，他们不看当下的股价是高还是低，而是更关心如何才能带来公司销售收入和利润的增长。这就使股权的流动与套利等短期行为无关，而是与人力资源的贡献相关，与公司的成长相关。

第三，是股份数量的决定机制不同。在二级市场，拥有股份数量由股东投入多少钱决定，股东投入的钱越多，拥有股份数量就越多。但按照持股平台的规矩，持有多少股份取决于骨干的级别和职位。级别和职位代表了一个人对公司的贡献，对公司贡献较大、更重要、对业绩影响更大的人，会得到多一点的股份。所以，为了获得更多的股份，公司中的大多数人都会努力，没有进入到持股平台的人，希望能够加入进去；已经进去的人，希望能够得到更多，于是，股份数量就成了一个无形的激励机制。

第四，是股权的流动机制不同。在二级市场上，股权的流动是自由的。无论是机构还是个人，是大户还是散户，决定他们手中股权流动的，是在持币还是持股之间的选择，是关于投资组合的权衡。二级市场的股东，无论去留，做出怎样的选择，都与企业的内部经营活动关系不大。

但在持股平台，规则全然不同。股权的流动是基于骨干员工的能力。获得了晋升，股份数量就会增加。而当骨干员工的能力不再适合公司发展的需要，他们或者主动或者被动地离开公司，他们的股权都会被公司回购。这些股权会流向那些资源能力更强的骨干。这就意味着公

司内部的资本市场，其流通规则不是靠资金的多少，而是靠能力。股权不断从不能干的人手中，转移到能干的人手里，对于企业内部的经营效率，是有促进意义的。

第二个例子，是新加坡的国有资产经营公司淡马锡。淡马锡是全世界管理效率最高的资产经营公司之一，它也不是一家公众公司和上市公司，而是一家国有的独资企业。

2008年，我曾经在淡马锡参加过一个关于国有企业董事会建设的研讨班。记得研讨班的开幕式上，我们的面前摆放着一本关于淡马锡的简介手册。手册封面的标题是这样写的：淡马锡控股（私人）有限公司。一些与会者看到这个公司名称，都产生了疑问：淡马锡不是新加坡的国有独资企业吗，怎么成了“私人”公司呢？

其实，这里的“私人”两个字，其含义并不是与“公有”“国有”相对立的意思。“私人”的含义，是指淡马锡公司的股权并不公开转让，它不是一家股份有限公司或者公众公司，而是一家封闭的，由财政部这个法律意义上的“主体”独家拥有的有限责任公司。

关于淡马锡公司的情况，我们现在不做过多讨论，后面会涉及。这里只强调一点，不选择公开发行、公开上市，不在所有制上搞混合，并不一定意味着运行上必然会低效率，并且无人监督。淡马锡就建立起了既有效又独特的治理结构，并通过其非常独特的激励与约束体系，让公司实现了快速、健康的成长。

图13-1显示了淡马锡公司自成立以来投资组合净值的增长状况。

不过，很多公司并不像这两个例子那样，一直没有做上市的安排，而是选择了另外一条路，先把自己变成了一家股份有限公司，然后变成一家上市公司，或者目标是成为一家上市公司。

导致它们这么做的原因有很多。比如，有些公司确实是因为缺钱，采取了上市融资的方式。特别是在中国资本市场发展的早期阶段，上市融资没有监管机构关于分红的要求，在资本市场上拿到的钱，真实成本

比银行贷款要低得多，甚至接近于零。再比如，有些公司是因为早期融资的时候，在投资协议书里就约定了上市的目标，只有上市，才能给这些外部投资者一个退出的通道。这种情况在最近几年尤其突出，很多投资协议都有上市条款，于是，上市成了公司或创始人必须要努力追求的目标。

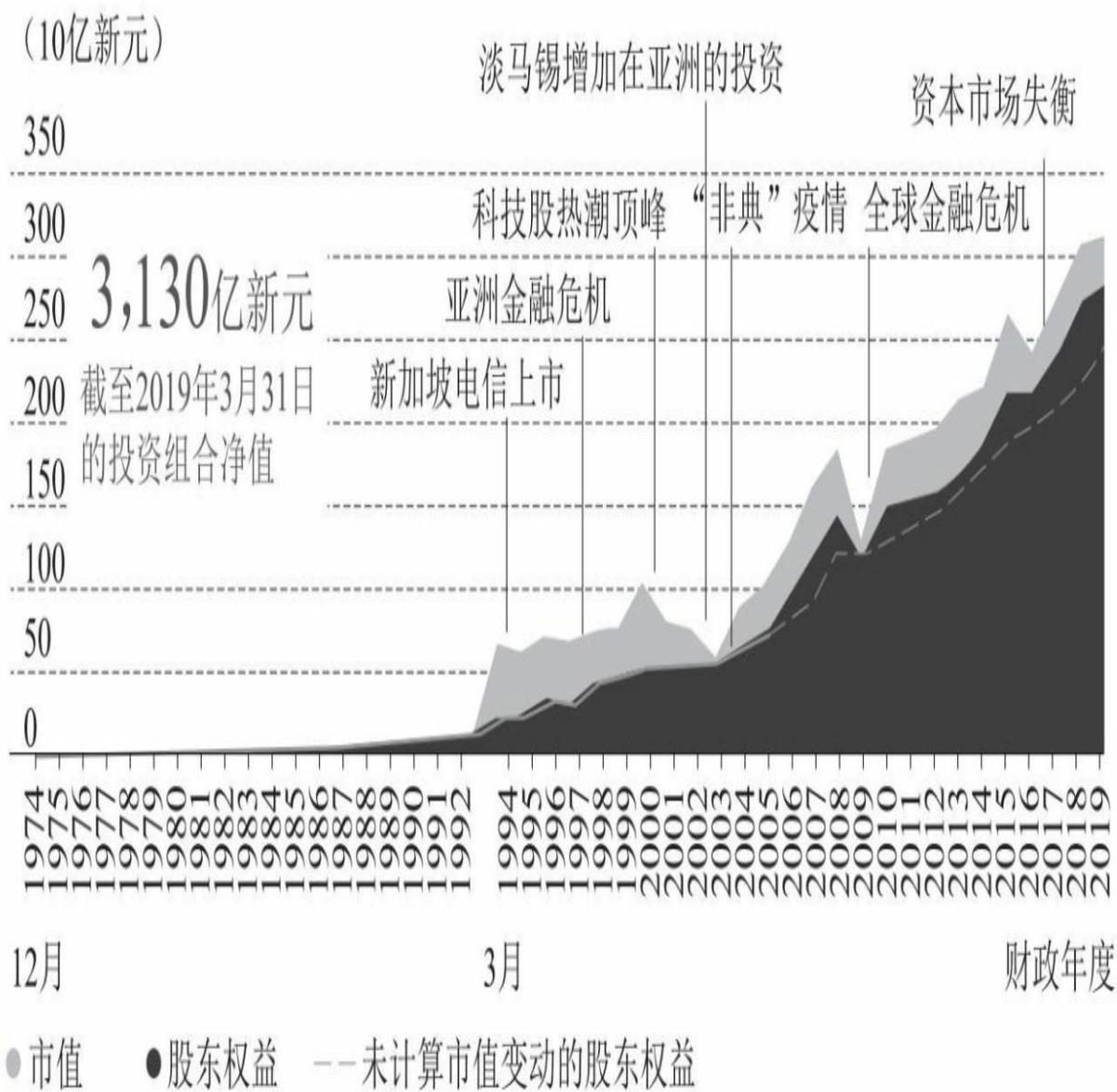


图13-1 淡马锡投资组合净值的增长趋势

还有一些公司，上市是为了给公司内部的元老、联合创业人或管理骨干一个退出的通道，因为只有上市，创业团队的人员才能成功套现，获取多年劳动投入的现金回报。甚至在一些公司，上市是合伙人和平分手的唯一途径。总之，各种各样的原因导致很多企业走上了最后成为上市公司这一条路，它们先改制为股份有限公司，摆脱掉有限责任公司关于股权转让必须要经其他投资者同意的限制；然后，再通过申请股票的公开发行和上市交易，变成上市公司。

英文中有两个词：一个叫private，一个叫public。有限责任公司，是被少数人持有的，是“私人公司”（private-held）。与私人公司相对，公开发行股票，股票交易不受任何其他股东限制的，叫“公众公司”（public-held）。公司选择上市之路，英文叫going public。

## 新型权利结构

那么，公司选择上市之后又会发生什么变化呢？

变化会发生在多个层面上。在股权层面，最大的变化是股权结构会不断走向分散，从而使公司渐渐脱离创始股东甚至创始家族的控制。在资本市场发展时间比较久的国家中，很多公司的股权已经高度分散在众多的投资者手里。比如百年老店通用电气，公司股权已经分散到大股东也只持有一两个百分点的程度。

机构投资者会不断加剧股权分散化的趋势。在成熟市场经济中，散户投资的比重不断减少，取而代之的是机构持股者持续增多。机构投资者一般通过组合投资来分散风险，这就导致它们在每一家企业中的持股数都非常有限。股权结构的变化最终会导致公司利益结构和控制关系的变化。随着大股东逐渐消失，控制公司的，可以是职业经理人。有人甚至说，谁担任了公司的CEO，谁就具备了控制整个公司的可能性。

公众公司由于股东众多，与有限责任的封闭公司（closed company），也就是我们前面讲的私人公司，在利益结构上有着较大的不同。公众公司内部存在着四种不同的权利主体。它们彼此之间的力量强弱，以及影响关系直接决定了公众公司的利益结构。

第一种权利主体，叫控制性股东。控制性股东往往是企业的创办人，或是创办人家族。他们通过较大比例的持股实现对公司的控制。当然，也有一些高科技公司或者家族公司通过双重股权的方式拥有较多的投票权，然后借助高比例的投票权实现对公司的控制。对于控制性股东，其利益诉求的核心是对公司的掌控。

第二种权利主体，叫非控制性股东，就是众多的机构投资者和普通散户。这些非控制性股东对于公司缺少话语权，其结果就是大家不愿意参与股东事务。在中国证券市场上，这种情况更是多见。私人公司的股东数量有限，股东会议的参与率是相当高的；但在上市公司，由于每一位普通股东的持股非常少，绝大多数人都没有参与股东大会的积极性。

我们前面讲过，提出议案的门槛是单独或合计持有3%的股份，提议召开股东大会的门槛是10%，因为达不到这些比例要求，所以，绝大多数股东都不会关注董事会和股东大会的细节。由于股东大会的决议规则，就是看票数多少，一般性的议案过半数就会被通过。

请注意，这里的“过半数”，并非全部投票权的半数，而是指出席某次股东会议（包括委托出席会议）股东所代表表决权的半数。这就意味着只要控制性股东拥有半数以上出席会议的表决票，就可以保证议案通过。于是，在股东参与度低的公司里，成为控制性股东的门槛也越来越低。

比如，如果一家公司通常只有代表40%的股东能参与投票，那么，持股20%以上的股东基本就可以决定议案能否通过。也就是说，股权越是分散，控制一家公司的难度就越低。难度越低，股权就会逐步走向更加分散的程度。

第三种权利主体，是公司的董事会。公司的最高权力机关是股东会议，而公司的决策机关是董事会。董事会在股东大会上通过投票的方式选举成立。

按照《公司法》的要求，股份有限公司必须要设立董事会。另外，《证券法》和证券监督管理机构和交易所的相关管理制度还要求，上市公司的董事会中还必须要存在“独立董事”，以保证董事会从总体上能够具有独立性，能够对所有的股东，而不只是对控制性股东负责。

董事会中的成员，按其身份可以分为股权董事、管理董事和独立董事。股权董事，就是公司的主要股东，他们因出资而在董事会中获得席位。管理董事，是在公司担任管理职务，同时又在董事会中担任董事的成员。在香港证券市场上，管理董事被称为“执行董事”。而股权董事被称为“非执行董事”。请注意，这里所说的执行董事和我们前面讲有限责任公司时说的“执行董事”，含义不一样。在股东很少、不设董事会的有限责任公司中，执行董事和董事会的权能是相当的。而在公众公司里，执行董事的头衔意味着这个人既是高级管理人员，又是董事会成员。

独立董事，是和公司完全没有任何利益关系的人。中国上市公司独立董事的“独立性”由证券监管部门来界定，各家公司独立董事的标准几乎是相同的。一个人要担任独立董事，需要满足监管机构的要求，比如没有近亲在公司工作，自己和公司在近年来没有工作关系和交易关系，等等。国外有些公司则在监管机构的要求之外，对“独立性”有更严格的规定，并按照这个自己的定义来选择独立董事。

作为权利主体，董事会的权利和义务实际上是从股东的权利和义务派生出来的，属于代议制机构。它承上启下：对于股东承担信托责任，对经理层则有聘任、监督和制衡的作用。

在中国的上市公司中，董事会主要由公司的股权董事和管理董事为主，独立董事还是少数。在小说《门口的野蛮人》中，独立董事已经超过了半数。这也是美国大型上市公司中比较常见的情况。在2002年安然事件后，更多的美国上市公司主要由独立董事构成，这些独立董事往往

都是其他公司的高级管理人员，本身位高权重，有一定的社会声誉，也有很高的收入。

第四种权利主体，是公司的经营者，主要指公司的CEO。在中国香港和台湾地区被称为“执行长”。这个头衔的准确含义是公司经营的操盘者，也是对董事会承担责任的人。

有人可能会觉得，CEO不就是一个人吗，怎么可能算作一种利益主体。看过《门口的野蛮人》这本小说，你也许会改变这种看法。雷诺兹-纳贝斯克公司的CEO名字叫约翰逊，他可以通过搞定董事会，牢牢地控制着整个公司。如果不是来了外部的收购者，公司内部没有人能拿他怎么样。

在现实的商业世界，以上四种权利主体可以通过不同的组合，形成完全不同的利益结构。图13-2是关于不同利益结构的一种谱系表示。

在这个图示中，处于谱系左端的，是一种控制性股东最有权势、自上而下形成权力延展的结构。在这些公司里，控制人通过持有足够多的投票权，把持着公司的基本权力，与此同时，普通股东的发言权非常有限，董事会形同虚设，经理人要么是控制人本身，要么就是控制性股东的代表人。董事会和经理人的权利完全从属于控制性股东的权利。这类公司即使上市，本质还是私人公司。除了监管力量之外，控制性股东的权利缺少制衡，利益结构极其不平衡。在四种权利主体中，一强三弱。

我们前面讲过的双重股权公司，因为把公司的命运和某个特定自然人深度锁定，本质上就属于这类状况，位于谱系的最左端。最近二十年，甚至流行一种理论，把双重股权公司看作介于私人公司和公众公司之间的一种形式，有人甚至把双重股权公司说成是一种“准私人公司”。这也就是为什么很多学者都拼命反对双重股权的模式，主张要维护“同股同权”和“一股一票”的基本规则。

处于谱系最右端的，是CEO控制公司的结构。在这一类公司中，从法律上讲，权力是自上而下的，但实际上，权力的延展是自下而上的。

很多上市多年的公司，股权已高度分散，公司没有足够强大、能够控制公司的超级股东，于是，谁掌握了公司经营大权，谁就有可能主导公司。在这些公司里，一部分就是CEO拥有了绝对的控制权。在董事会中，独立董事数量可能很多，但如同散沙，形同虚设，或者完全是CEO的傀儡。

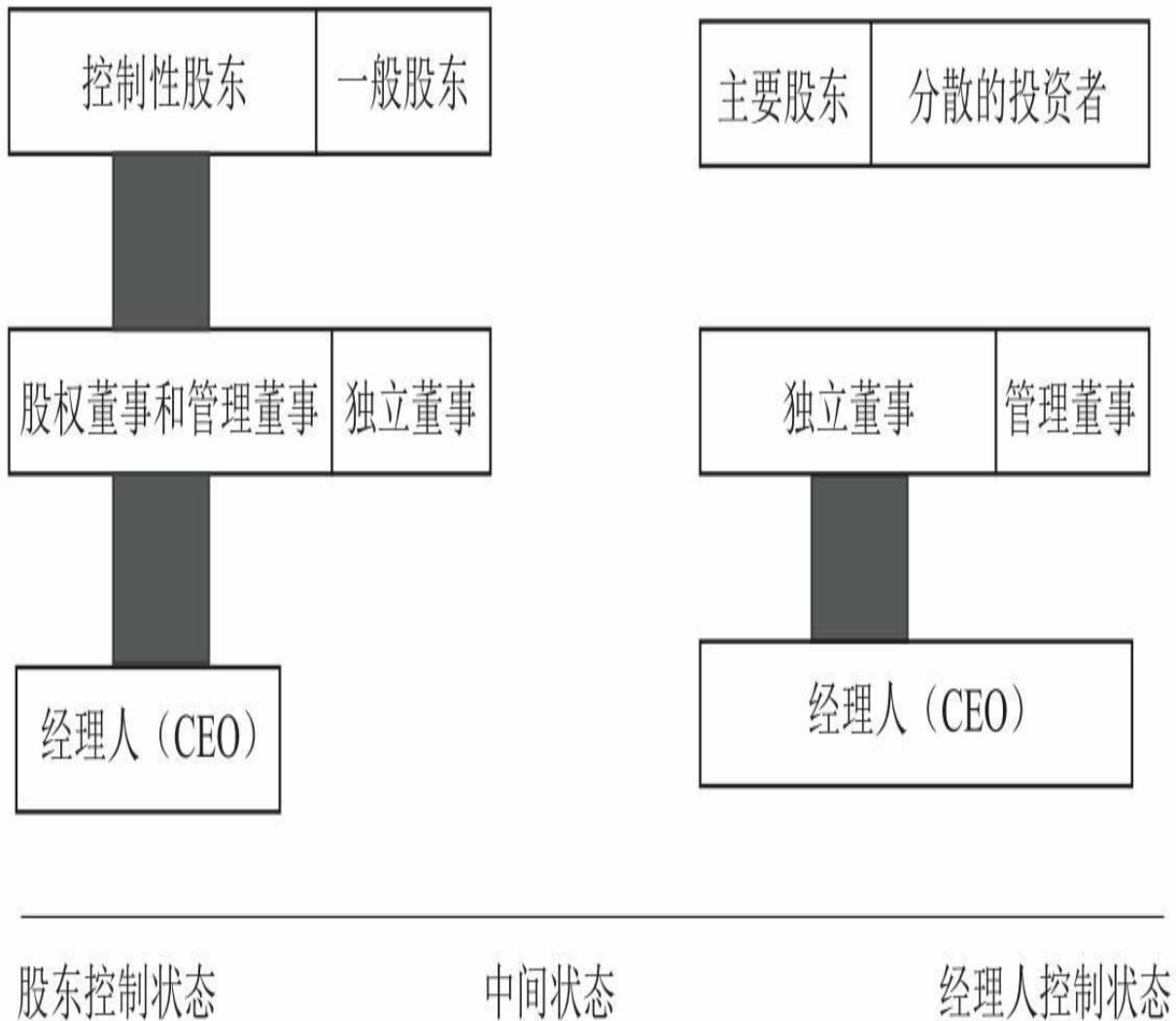


图13-2 股份有限公司的利益结构

当然，也存在一些处于中间状态的公司。比如说，因为股权比较分散，或者因为几个大股东势均力敌，谁都无法成为控制性股东，这时，公司的权柄主要掌握在董事会手里。股东或经理人的话语权和力量相对

都比较弱。

小说《门口的野蛮人》中的雷诺兹-纳贝斯克公司，是由标牌公司，通过合并雷诺兹、纳贝斯克等公司逐渐形成的，所以，其股权非常分散。公司没有实质上的控制性股东，CEO基本上掌控了公司，属于图13-2中较偏向右侧的利益结构状态。

## 世纪大并购

《门口的野蛮人》是一本小说，但却是根据真实事件写作的。这部小说在80年代就非常畅销，它让人们看到了大公司内部的真相，也描写了华尔街各色人等的动机与行为。

那是一个杠杆收购和并购基金刚刚冒头的年代。KKR作为杠杆收购的领军者，收购美国第19大工业公司雷诺兹-纳贝斯克。整个收购过程一波三折。在长达半年的时间里，这个并购案是财经界关注的焦点，高居商业媒体的头条位置。小说的作者是《华尔街日报》的两位记者，他们一直在一线报道这场并购案，在经历了大半年的报道之后，两位记者撰写了《门口的野蛮人》。应该说，这个小说是最接近事实真相的记录，而且非常专业，涉及很多金融知识，所以，很值得仔细阅读。

雷诺兹-纳贝斯克公司是由几家公司合并而成的巨型企业。雷诺兹以前的主业是烟草，家喻户晓的骆驼、云斯顿和沙龙都是公司旗下的著名香烟品牌。而纳贝斯克公司则是食品公司，直到今天我们还在享用的奥利奥饼干、乐之饼干都是这家公司的产品。

这部小说的标题使用了一个“野蛮人”的旧词汇。野蛮人，是指罗马帝国时代的“蛮族”，在攻城略地之后，把罗马城洗劫一空，然后扬长而去。因为这本小说，像KKR这样的角色后来常被称为资本市场上的野蛮人。然而，我对此有自己的看法，不愿意简单地把资本市场上的所有收

购者一概称为野蛮人。正如后面会细讲的，收购活动具有明确的公司治理意义。如果没有这些收购者所提供的接管压力，处于图13-2中最右下方的权力扭曲，就无法得到应有的矫正。

小说《门口的野蛮人》的开篇，从雷诺公司的一次董事会开始。故事的结局，也是由董事会决定的。董事会成了决定公司争夺战的决定力量，这种情况在私人公司中是罕见的，因为在私人公司中，董事会更多地要服从于股东的力量，董事会很难成为有独立话语权的利益主体。而在公众公司，董事会却成为一个重要的力量。通过雷诺-纳贝斯克公司这个故事，我们能够更容易地理解图13-2中所讲的多种权力状态。

雷诺兹-纳贝斯克公司位于谱系的偏右状态。在公司中拥有最大权力的，是CEO约翰逊，如果是正常年景，董事会在他的面前并不构成多大阻力。如果没有KKR一路死缠烂打，并由此引发公众舆论的关注，公司的管理低效问题不会暴露于光天化日之下。正是由于KKR和约翰逊僵持不下，董事会的作用才开始有所显现，让我们对上市公司的利益结构有所理解。

事实上，随着公司寿命不断延长，相当一部分公司的利益结构以及权力结构都会逐渐从图13-2的左侧向右侧迁移。导致这种迁移的主要原因是：第一，创始人（或创始家族）的股权会随着融资增加而不断被稀释，股权会高度分散；第二，在创始家族内部可能很难找到合适的接班人，公司的大权会逐渐落入职业经理人手里，创始家族顶多就是在董事会里多享有几个席位，能够对CEO形成制衡的就是公司的董事会。但很多情况下，董事会往往被CEO反向控制。

我建议大家把根据这本小说改编的电影找来看看，然后再慢慢读一下小说。小说和电影略有不同，从小说中我们可以学到更多的东西。有人可能会觉得这个故事发生在三十年前，是不是已经过时了。我可以明确地说：故事虽然不新鲜了，小说也出版二十多年了，但其中的商业逻辑甚至操作手法都没有过时，现实世界中的很多运作并没有本质变化。这也就是为什么在小说出版了二十年后，作者再次对内容做了充实和补

充，直到今天不仅畅销还“常销”的原因。

下面，我简单概述一下这个故事的梗概。雷诺兹-纳贝斯克是一家多元化经营的公司，CEO约翰逊试图整合食品和烟草生意，但失败了。而公司管理上又存在很多的问题，烟草生意竞争压力和社会压力巨大，公司浪费严重，花钱毫无节制，因此，资本市场对公司估值并不高。

1987年美国出现金融危机，股票市场的暴跌让很多股票价格一蹶不振。在这种情况下，出现了对这种巨无霸公司进行收购的可能性。KKR的主要合伙人克拉维斯最早看中了雷诺兹-纳贝斯克公司，他开始游说CEO约翰逊，试图和后者一道用杠杆收购的方式购买公司。但约翰逊并不想和KKR合作，他选择了自己比较熟悉的美国运通等公司作为合作伙伴，并且彻底排除了KKR从中分一杯羹的可能性。这种做法激怒了克拉维斯，他认为这是对KKR的一个羞辱，于是，引发了这场旷日持久的公司争夺战。

在双方僵持不下的半年时间里，公司内部的很多事情被不断报道出来，董事会因此面临着巨大的压力。董事们过去养尊处优，但这一次他们显然要动真格的了。董事会主导了KKR和管理层团队的竞标，最后选择了KKR，约翰逊的管理层团队被迫出局。

需要和大家强调一下，虽然我把《门口的野蛮人》作为公司治理的案例，但其中所涉及的大量财务和资本市场知识，对大家也非常有意义。所以，我希望大家在阅读这本小说的过程中，尽量把这些概念也搞清楚。公司治理从来不是内容单一的，而是一门整合性的学问。如果要把公司治理学好，需要熟悉管理学、法律、金融市场、公司财务等相关学科的知识。

今天这一讲，核心的内容是关于股份有限公司和公众公司的概念，以及这些公司形式中的利益结构状况。我在这本书开头讲过：公司治理是一种利益平衡、追求共生的智慧。现在我把这一条再强调一遍，因为虽然公司的法律形式变了，但利益平衡的这个逻辑没有变。

# 第14讲

## 败德行为

### 为什么资本市场对经理人有约束力？

我们这一讲的主题是经理人员的败德行为，这是在公众公司中，治理机制所要解决的主要问题之一。

在上一讲的图13-2中，最右边的状态就是经理人完全掌控公司权力的利益结构状态，经理人反向控制董事会，进而控制公司。为什么会产生这样的状态呢？这是因为，在经理人带领企业发展的过程中，他自己的地位也在不断地得到强化，会被强化到无人可以撼动的程度。

1985年，有几位学者做了一个特别有意思的研究。他们通过一种叫作“超额收益法”的研究方法，来探讨长期控制公司的CEO，当他们非正常死亡之后，资本市场会表现出什么样的态度。

研究样本包括了上百位CEO。这些人的共同特征就是在一家公司长时间任职，任职时间长达十几年，所以，他们的地位无比牢固，股东和董事会都拿他们没有办法。也就是说，人间的力量已经无法撼动他们的地位，能够改变现状的只有意外情况。这个研究就是要看，当意外情况发生，CEO突然死亡时，股东和资本市场究竟会发生什么样的反应。意外情况包括飞机失事、心脏病突发，等等。

论文的研究结果发现，当CEO发生意外后，资本市场会出现一个正的超额收益，即股价在事件发生之后连续几天都是上涨的。这意味着股东和资本市场对这一类情况是表示“欢迎”的。毫无疑问，这个研究从一

个非常独特的角度，在一定程度上证实了CEO绝对控制公司这种情况的存在，也证实了股东对经理人强力控制公司状况的不满。

## 职业经理人时代

在《门口的野蛮人》这个故事中，雷诺兹-纳贝斯克公司的CEO约翰逊就代表着那个时代的职业经理人。他们手握公司权杖，实际把持着公司的用人、投资等大小事务。他们就像旧时的“国王”，没有什么力量可以制衡他们，他们使用公司的资源，不仅随意地处理公司事务，而且还公器私用，满足个人不断膨胀的欲望。

在同名电影中，大家可以看到约翰逊几近奢靡的生活。影片用大量笔墨描述了约翰逊们纸醉金迷的生活。你能够想象一个CEO到处旅行都带着自己的夫人，甚至可以用自己的公务机专程运送宠物狗吗？

影片中还有另外的细节令人震惊：约翰逊和烟草事业部的总经理霍里根同去参加一个会议，但两个人却各自乘坐自己的专机，“比翼齐飞”的同时，他们还用当时十分昂贵的移动电话隔空聊天。为什么不能乘坐同一架飞机呢？为什么不能面对面聊天呢？

如果你只看过电影，也许会以为霍里根就是约翰逊的一个小弟。实际上他们本来是竞争对手，是来自两个不同阵营的冤家。在雷诺兹和纳贝斯克这两家公司合并前，约翰逊是纳贝斯克公司的CEO，霍里根是雷诺兹公司的总裁兼首席运营官（也叫COO），是雷诺兹的二把手。这两家公司合并后，两个人都想做新公司的CEO。

结果，约翰逊更善于耍手腕、拉关系，他成功实施了“政变”，于是，霍里根只能在新公司里屈就第三的位置。霍里根实在忍不下这样一个结果，他决定辞职。小说是这样描述霍里根辞职场景的：

就在约翰逊刚上台没几天，霍里根来到他办公室提交辞呈。经过一年多的明争暗斗，霍里根觉得应该趁约翰逊还没开除自己先辞职。但让霍里根大吃一惊的是，约翰逊竟然拒绝了霍里根的辞职：“你不能走，我需要你。”

为了讨好霍里根，约翰逊就把全公司一套位于现代艺术博物馆的最豪华公寓给了霍里根。（原CEO）威尔逊曾经迫使霍里根自己承担周末回棕榈泉的路费，但约翰逊现在不但报销霍里根的路费，还把自己的湾流G-3飞机供他调遣。约翰逊还建议霍里根在棕榈泉租一辆车，霍里根也欣然从命，挑了一辆劳斯莱斯。约翰逊允许霍里根按照自己的想法来管理公司。很快霍里根和约翰逊两人成了最好的朋友，这让当地的八卦人士都目瞪口呆。

总之，约翰逊用金钱和待遇搞定了霍里根，但这些钱和资产都是公司的，不用他从自己的腰包里掏一分钱。也许你对此非常惊叹，怎么可以这样公器私用呢？但在那个时代，情况就是这样。这是因为，在当时经理人的报酬组合中，除了工资和奖金，非常重要的部分就是各种福利。所以，一间环境更好的办公室，一个私人俱乐部的会员资格，用这些待遇往往就可以搞定一个人。

再看看促成雷诺兹和纳贝斯克合并的前任CEO威尔逊。约翰逊为了让他离开CEO这个位子，也是用钱做交换。公司一次性支付给威尔逊325万美元，换取这个位子。同时约定，在威尔逊正式退休之前，每年还有130万美元的年薪和奖金。在正式退休之后，公司每年继续向其支付60万美元的退休金。而且，威尔逊的福利继续保留，包括办公室和秘书、住宅防盗系统、汽车电话，以及公寓，等等。

请大家注意，我们以上提到的金额单位，都是80年代的美元。那个时候的100万美元和今天的100万美元，完全不可同日而语。这种差异，不仅体现在当时100万美元的购买力价值巨大，还在于这些数字和同时期一般白领阶层的收入横向来比，也是天差地别。我记得，80年代美国的人均收入只有3万美元左右。一个人如果年薪能达到10万美元，就属

于相当高的收入了。像威尔逊这样，扣除各种福利还有每年60万的退休金，是不可想象的。

那么，为什么会有这种现象发生呢？就是因为把持公司的很多人都是职业经理人。职业经理人，顾名思义，就是被公司请来做管理的人，他们不是东家，花多少钱都是慷别人之慨。一句话，花的都是股东的钱，不用自己承担任何成本。

讲到这里，我们必须要把话题略微岔出去一点，简单说说美国的职业经理人制度。

职业经理人，是20世纪美国经济体系中非常重要的一个部分。作为一种社会现象，它的出现有历史背景和历史动因。

首先，从需求面上看，伴随着大公司的不断产生，管理的复杂化程度和难度都急速增加。随着大规模生产和大规模分销体系的建立，传统作坊式的管理方法已经不再适合现代企业的需要，专业的管理者、专门的管理技术，都成了企业经营的关键部件。

其次，从供给面上看，自1908年哈佛商学院创建，全美开始不断有专业的管理教育机构成立。泰罗的科学管理方法、福特的大工业生产方式、梅奥的人际关系理论和产业心理学、斯隆的事业部制管理模式以及公司控制的方法，都成为商学院里可以教授的内容。

“二战”之后大量军人退伍，也无形中为商学院输送了一批有管理经验的学生，这些因素都促进了商学教育的发展。管理学的核心方法是计划与控制，这些原则与军人作战的逻辑是相通的。在大公司汹涌而来之前，军队、铁路这样的组织是最具有管理原则的，长时间在这样的组织中工作，无形中会养成程序性工作的习惯。而后续在商学院里的学习，又可以将先前做事的习惯升华到理论的高度。

需求面和供给面上的种种因素，凑在一起就形成了职业经理人这样一种现象。最著名的经理人，莫过于斯隆。斯隆并非企业的创始人，他靠自学和实践逐步成长为一名优秀的管理者。通用汽车公司在他

的管理下，蒸蒸日上，通用公司的管理体系和方法影响了很多企业。

斯隆改变了企业创办人依靠直觉来做决策的传统，也改变了任人唯亲的惯例，这些转变都对现代管理学的发展起到了非常积极的作用，也为职业经理人体系的成型带来了深远的影响。斯隆捐款给他的母校麻省理工学院，成立了专门的管理学院。这个学院以斯隆的名字来命名，直到今天。

总之，从50年代开始，一方面是经济的快速复兴，大公司不断兴起；另一方面，则是受过专业教育的职业管理者不断进入到企业界，并逐步做到高级职位。这就把在30年代开始的职业经理人运动逐渐壮大，并成为主导趋势。

不过，职业经理人的待遇主要是薪水。在很长一段时间，这些从基层一点点干起来的经理人，也被称为“支薪经理”。意思就是，他们的收入主要是相对固定的薪水，包括工资和奖金。有些公司会让高级经理人持有一部分股权，但这些股权数量往往非常少，而且，有经理人持股的公司数量也不是很多。现在很流行的股票认购期权等激励手段，在那个年代非常少见。

学术界后来做的很多研究表明，让经理人从心理上感觉自己拥有公司财产的一份，需要达到一定的比例，否则对他们来说就无关痛痒。但即使在当时设置了股权激励的公司，经理持股的水平都不能达到这样的“门槛”。就像今天有些公司所做的员工持股，激励效果十分有限。

在那个年代，职业经理人拥有公司股份的情况非常少见，他们的身价和地位体现在公司福利方面。这样的制度安排，一方面很难让职业经理人对公司产生归属感；另一方面，也造成了大量的在职消费。

## 无节制的在职消费

内在激励不足，在职消费的空间存在，同时，经理人又把持着大型公众公司的控制权，不受制衡，这就是导致前面我们所看到的诸如雷诺兹-纳贝斯克公司奢侈浪费、挥霍无度的主要原因。

在30年代，经济学家伯利和米恩斯曾在他们一本非常著名的书《现代公司与私有财产》中预见到了这一点。他们指出，在经过了几代发展之后，创始人家族的股权已经分散到成千上万个股东的手里。股权过于分散的一个必然结果，就是没有谁可以投出关键的一票，以便决定谁是合格的CEO，谁该留在这个位子上，而不是走开。后来的事实证明了他们的先见之明。

经理人牢牢地把持着公司大权，管理着巨量财富，却无法分享到他们管理劳动努力的成果，这自然而然导致了一种心态，既然资产不是自己的，不能把赚到的钱以分红的形式拿回家，那就索性把它花掉，把它变成费用，变成福利。在这种情况下，一部分自律性比较差的高级经理人，就想尽办法给自己增加福利，无论是采用公开的方式，还是隐蔽的方式。《门口的野蛮人》中的CEO约翰逊就是这样。公司的钱，他不仅自己花，还带着小弟们一起花。

中国有句古话：天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往。新加坡建国总理李光耀曾说过：人是基于激励工作的。这是至理名言，并被全世界不同种族的故事所证明，很少有例外。缺少必要的激励，又缺少必要的控制，CEO就会无法无天。而股东过于分散，又身处企业外部，对此无计可施。于是，才会引发这一讲开篇时我介绍的那个研究：CEO的意外死亡会在资本市场上引发正向的超额收益。

大家千万不要以为发生在雷诺兹-纳贝斯克公司的例子是少数情况。事实上，就连通用电气这种百年老店也概莫能外。当时，在通用电气公司，股权相当分散，持有1%的股权，就已经是超级大股东了。这家公司里流行着一句话：如果CEO想喝一杯咖啡，就会有人跑去把巴西买下来。

也许有人会说，CEO们不自律，难道董事会也不会进行监督吗？事

实上，董事们也是人，也有七情六欲，CEO可以利用公司的财力，拉近和这些董事的关系，让监督机制彻底失效。按照《门口的野蛮人》中的描述，约翰逊能够坐在雷诺兹-纳贝斯克公司CEO的宝座上，就与他敢于大手笔花钱，与董事们建立良好的私人情感有关。

在小说中，有这样几段描写，由此可以看到CEO约翰逊和董事会之间的关系。

约翰逊停下来看看这些董事，他们大部分都是其他公司现任或已经退休的首席执行官，平均年龄达到了65岁。约翰逊能将公司从北卡罗来纳州带出来，发展到今天这个规模，和董事们放手让约翰逊经营是分不开的，要不然，公司可能到现在还只是个北卡罗来纳州的百年小店铺。不过他的前任也因过于循规蹈矩而被这些董事踢出了公司。

美国计算机服务公司的安德森坐上了原来斯迪克特在国际咨询委员会中主席的位子，每年可以领到8万美元的咨询费。约翰逊解散了公司的股东服务部，将对股东的服务业务外包给了梅德林的美联银行。公司给了茱安妮塔200万美元让她在杜克大学捐了两个教授席位，其中一个以她的名字命名。公司又捐了200万美元给杜克商学院，学院就将一座新建成的教学楼的一侧命名为“霍里根会堂”。约翰逊对格里森也是宠爱有加。格里森在亚特兰大出差的时候大部分时间都在打电话，于是约翰逊在总部大楼里给他找了个小间，门上写有“格里森办公室”。

约翰逊对那些原纳贝斯克董事会成员更是优厚有加。谢伯利和公司重新续签为期6年、年薪18万美元的合同，但对他的职责范围定义得十分模糊。塞奇因为他的“金融研发部”每年收入达到了25万美元。而休格尔则接替了斯迪克特的位置，当上了雷诺兹-纳贝斯克集团的董事会非执行主席，年薪也有15万美元。约翰逊希望休格尔能够在新的职位上帮助巩固约翰逊和董事们日益紧密的关系。

与此同时，虽然董事会的次数大幅度地减少，但董事费却涨到

了5万美元。在威尔逊执政时期，只有在办公差的时候，董事会成员才能使用公司的飞机。而约翰逊则允许董事会成员随时调用公司的飞机，而且分文不收。“有时候我觉得自己是个运输部总监，”约翰逊在安排了一位又一位董事的航班后感叹道，“但是我相信我为人人，人人为我。”

显然，在以约翰逊那种“我为人人，人人为我”的指导思想所建立的关系中，指望董事会认真地监督CEO，不太可能。总之，如果不是CEO搞得太过分，不至于对董事会成员的个人声誉造成伤害，大多数董事会成员都会睁一只眼闭一只眼，该享受的享受，该笑纳的笑纳。

然而，这个世界最奇妙的事情，就是市场经济存在自我纠偏、自我矫正的力量。当企业完全被高高在上的经理人掌控，内部监督力量又无所作为或无计可施的时候，新的力量就会出现，并致力于消除这种不合理的状态。这就是来自外部资本市场的压力。

具体的逻辑是这样的。当CEO行为太过分，股东无力改变现状，他们就会出售自己持有的股票。出走的股东多了，股价自然就会下降，就为新的收购者提供了机会。当有人看到一家公司可以通过改变管理现状而创造价值的时候，这家公司就可能成为收购者的目标。

我们前面反复强调“企业家精神”这个概念。企业家最重要的贡献是价值发现，这一点无论是在实业界还是在金融界，逻辑都一样。当收购者发现了价值，并且通过某种方式让这种潜在价值得以实现的时候，他就是企业家，而不仅仅是资本家。资本市场同样存在大量价值发现和价值创造活动，很多资本家拥有的同样是企业家精神。这一点，请大家再认真思考一下，判断一下这种说法是不是有道理。

我对小说或电影里把KKR集团称为“门口的野蛮人”有保留意见。首先，这些收购者也是为价值发现和价值创造而来，只不过他们不是通过协议收购的形式来控制公司，而是通过在二级市场上买入股票的方式获得控制权，差别只是获得控制权的方式不同。其次，很多收购者并不是

像蛮族一样，只是屠城和抢劫，他们在收购之后还大量进行企业改造。

## 公司再造

下面，我和大家分享一个在今天几乎已经被忘记的人物：刘易斯。刘易斯的公司叫TLC，即The Louis Company的缩写。刘易斯于1993年去世，但他依然是美国企业史上一位绕不过去的人物。

刘易斯出生于1942年，是非裔美国人，靠运动员奖学金读完大学。为了能够进入哈佛法学院，刘易斯在大学四年级时参加了一个与哈佛法学院有点关系的暑期项目。在课堂上，他表现不凡；在课余时间里，他积极与教授和项目人员建立良好关系。这一切努力让他在正式的申请手续还没有走完的情况下，就收到了哈佛法学院的入学通知，而且还有不错的奖学金。从法学院毕业之后，刘易斯开始为企业提供法律服务，不断积累声誉、关系和经验。

1983年，刘易斯收购了McCall Pattern公司。该公司有130多年的历史，但因为市场萎缩、赢利能力下降，前景黯淡。但刘易斯的看法与众不同，他认为这家公司有潜在价值。于是，他自己出资100万美元，从一家投资银行融资1 900万美元，用了二十几倍的杠杆，去收购这家公司。这是最早的杠杆收购。

买下McCall Pattern公司之后，刘易斯更换了管理人员，并从每一个经营细节入手进行督促。仅用三年时间，企业就创纪录地达到了年度盈利1 400万美元的水平。刘易斯后来将这家公司出手，仅仅用了几年时间，他的收入达到了6 000万美元，是最早投入的100万美元的60倍。

今天，人们在谈起杠杆收购的时候，常常会提及米尔肯的垃圾债券和KKR的杠杆收购，实际上，刘易斯比这些人更早，某种意义上也是这个领域的奠基人。

刘易斯的第二个收购目标是著名的Beatrice公司。他的融资是由米尔肯提供的，KKR帮助他经办具体收购事务。Beatrice公司的规模大约25亿美元，刘易斯的过人之处在于，他在收购之初，就已经筹划好了公司每一个业务单元的出路。哪些单元保留并进行改造；哪些单元是要出售的；甚至，哪些单元在标购的进行过程中，他就必须尽快和买家达成出售的意向，以保证现金运转达到最高的效率。可以说，刘易斯把一切都做到了极致。

这个项目成了杠杆收购的经典。25亿的盘子，标购价9.85亿美元，刘易斯投入了1500万美元，占到了55%的股权，米尔肯的德崇证券持有其余的股权。在标购完成后，刘易斯亲手操盘了Beatrice公司的改造。如果说80年代华尔街两个最重要的发明是垃圾债券和杠杆收购，那刘易斯在这个收购中把两种方法都用到了极致。而在随后改组这家公司的过程中，他还用到了80年代管理学上最重要的创新：组织转型和流程再造。

Beatrice公司通过并购重组，价值得到了重现认识、重新发现，从而大幅提升。在资源重组的过程中，坏的经理人和不合时宜的、浪费的管理方式被刘易斯统统扫地出门，公司建立了新的管理架构和团队。我认为，这就是资本市场对于公司治理的压力和影响，我们不仅要看到并购活动的巨大风险性，也要看到它在公司治理方面的重大意义。

然而，非常遗憾的是，雷诺兹-纳贝斯克公司后来的结局不尽如人意，所以，资本市场和并购活动蕴含的公司治理意义被遮蔽了。这也就是我在这里特别介绍刘易斯的原因。我们不仅要看到华尔街的暴利和投机，也要看到因为有了这些潜在收购的威胁，先前无所顾忌的CEO们后来在行为上有了极大的收敛。

在60年代的美国，很多CEO都谋求把自己的企业变成多元化的综合性商业帝国。原因很简单，公司帝国越庞大，CEO的满足感和社会地位就越高。按照奥利弗·威廉姆森的说法，他们获得了光靠创造利润不能获得的心理感受。但80年代的并购浪潮彻底改变了这个趋势。

越来越多的公司被收购，而收购之后的公司多半被肢解。目的很简单，就是希望每一个业务单元都能创造出最大的价值，如果这个目标在收购者手中无法实现，收购者索性就把它们卖掉。这也就是到了90年代，即使没有收购威胁，很多企业也开始追求更专精路线的原因。与此同时，90年代初仅仅一年半的时间里，就有13名美国500强公司的CEO被免职。著名的《财富》杂志在头条发表宣言，声称这是“巨大的、根本性的、具有历史意义的变革”。

我们从小说中可以看到，早在金融危机发生之前，KKR实际上就已经向约翰逊表示了对于雷诺兹-纳贝斯克公司的兴趣。当时的股价是每股70美元左右。显然，KKR认为这个价格水平上收购行动是划算的，这就是他们的价值发现。为了实现收购目标，KKR提出一旦收购成功，可以给约翰逊不低的股权比例作为交换。但是，约翰逊委婉地回绝了。

金融危机的发生，将雷诺兹-纳贝斯克公司的股价打落到每股40美元，这就让KKR更是志在必得。按照KKR的想法，他们在把公司买下来之后，会请更有能力的经理人来改造这个企业。这正是刘易斯之前所做的事。

KKR收购成功之后，请了郭士纳来操刀雷诺兹-纳贝斯克公司的改造，就是后来拯救IBM公司的那位郭士纳。《谁说大象不能跳舞》这本书，故事就是从郭士纳任职雷诺兹-纳贝斯克的CEO开始的。郭士纳的职业生涯很有趣，在麦肯锡起步，在美国运通做到第二号人物。之后，就被KKR请到雷诺兹-纳贝斯克做企业变革，但并不成功。他随后去了IBM。在那里，郭士纳走上了人生的顶峰。

每当我看到《谁说大象不能跳舞》这个书名，总会感到有一种报仇雪恨、扬眉吐气的意味在里面。我想，这也许和郭士纳在雷诺兹-纳贝斯克公司的表现平平有关。

郭士纳在雷诺兹-纳贝斯克的表现，确实乏善可陈。很多管理者离职走人，他们对公司的未来没有多少信心。这固然有郭士纳个人的原因，但更主要的原因来自KKR开出的收购价过高，而且，支持这场收购

的垃圾债券数量过大，除了需要定期调整，还要支付庞大的财务费用，这都导致了这场收购更像是意气用事。约翰逊曾经算过这个账，如果收购价超出每股90美元，就算是神仙也很难经营公司，这是他阻击KKR的本钱。

KKR志在必得，最后把收购价炒到了每股108美元。这导致了两败俱伤的结果。讲到这里，我们又要回到本书的主题：公司治理是共生的智慧。只有利益平衡，才会实现共生；贪心太重，一意孤行，只会失去共生的可能。

这一讲，就此打住。希望大家阅读一下《门口的野蛮人》这本书的后记。这是在2008年出版修订本时，作者补写的部分。二十年后，作者再次访问了这个著名并购案例的各位主角，记录了他们的所思所感。我自己读这个后记时，对很多事情都有了新的认知，相信大家阅读之后，也一定会收获多多。很多陈年旧事，只有放上十几年，再回过头看，才会把很多事看得更清，也能感受到别样的滋味。

下一讲，我们来讨论经理人的激励机制。虽然资本市场是公司治理的重要组成部分，但它不会天然地解决一切问题，它还需要其他机制的配合，比如为经理人建立足够的激励，让公司内部自发地产生持久成长的动力。

# 第15讲

## 利益一致化

### 为什么要首先解决经理人的激励问题？

这一讲，我们讲经理人的激励问题。我的观点非常鲜明：要消除经理人的各种败德行为，除了使用监督和控制这方面的种种限制性手段，还必须首先注重各种激励性手段的使用；在所有的治理机制中，激励性制度的建设应该排在首位。

## 内在动机

为什么这样说呢？这是因为，人的行为都是受其动机支配的，是人和所处环境之间交互作用的结果。一方面，人的内在欲望会激发出某种动机，这种动机会驱使人们采取行动，朝向其所追求的目标持续努力。另一方面，外在的诱因也会参与到这个行为驱动过程中，成为外在激励（incentive）或行动的标的物。其中，内在动机是一切行动的本源与核心。

比如，人们可能因为希望快速致富，或者希望有足够的工作自由度，选择创业。创业是我们从外部观测到的行为，而决定一个人是否选择创业活动的，则是他解决内在匮乏的需要，这些内在匮乏包括渴望财富、渴望被尊重和渴望成就的需要，它们构成了创业行为的动机。而动

机决定行为。

那么，对于经理人来说，如何激发出他们为股东尽责的动机呢？我以为，核心要靠收入激励和事业激励，并且要把事业的成就感建立在收入激励的基础上。我们很难想象，一个每年为股东创造数以亿计财富的经理人，只拿几十万的工资和奖金，还不如互联网公司的工程师赚得多，会有收入的满足感和社会成就感，会真正关心这个企业的长远发展。

下面，和大家分享两个小故事，都是我亲身经历的。

20世纪90年代中期，我在伊利诺伊大学商学院做访问研究。系里有位教授，名字叫亨德里克，专门研究产业关系和企业理论。他是一位非常好的教授，也是进入“经济学名人堂”的顶级学者。和现在的很多年轻学者一样，当时的我也是以排名取人，进而阅读他们的书籍和论文。

到学校不久，我就开始旁听亨德里克教授为博士生开设的研讨课，这样就有更多的机会向他请教问题。当时，中国正值国有企业改革的关键时期，改革的压力很大，但改革的方向并不明确，中央“抓大放小”的思路还没有出来。研究者们都在探索，但总体上还是一头雾水。围绕着激励问题，我向亨德里克请教过好几次。我认为，他既然有兴趣通过我了解中国企业的情况，我就有机会观察他思考问题的方法。

记得有一次，在谈到怎样调动经理人的积极性、搞好一家企业时，他讲了一句最打动我的话，叫“give the top more”，就是“应该给最高经理人更多的报酬”。这句话内涵丰富，越琢磨越有味道。但给多少才算“更多”？是一个人拿更多，还是管理层都要拿更多？除了“拿更多”，还需要其他的配套条件吗？

关于这些问题，我想过很多年，也通过很多公司的实践来理解这句话中所包含的每一个影响因素。下面我讲第二个例子：潍柴动力。这个例子让我理解到亨德里克所说的more，也不一定特别多，不一定像统计研究中所说的要30%以上。这个“更多”，应该是成长中的“更多”，是相

比于经理人个人期望水平的“更多”。

大家也许想不到，今天大名鼎鼎的潍柴动力20年前只是一家中央企业的孙公司，而且是一家处于破产边缘的公司。某种意义上讲，如果不是现任董事长谭旭光的坚持，这家孙公司也许就会进入破产程序了。

谭旭光是潍坊柴油机厂（潍柴动力的前身）的子弟，在企业的子弟学校读书、长大。他开始工作也是在潍柴，之后在海外做了10年的销售业务，见识过很多世界级企业。谭旭光知道潍柴的问题在哪里，也深知要搞好这家企业，需要什么样的经理人和什么样的管理团队，进行怎样的管理改造。更重要的，他知道要让新的管理团队具有持续的进取心，必须要有长期激励。

中国有句老话叫：有恒产者，有恒心。这个恒产，就是股权激励。没有股权激励，管理层不会把企业的事当成自己的事，经理人也不会把企业的长远发展作为自己的第一追求。谭旭光曾经和我说，他接潍柴这副担子，并不是为了股权、为了财富，而是不希望这家伴随自己成长的企业倒掉。但谭旭光说，光靠情感是无法搞好一家企业的，就算搭建出一支管理团队，也很难长期留住这些人，让这些人一心一意地谋求企业发展。

在谭旭光通过竞聘方式成为这家企业的新一代领导者后，他拿出了自己的改革计划，其中就包含管理层持股这个内容。用他的话说，想在公司当干部，就必须要有自掏腰包成为股东。虽然管理团队的持股数量并不很大，但有持股和没有持股，效果完全不一样。潍柴动力特别幸运，整个变革计划得到了各级领导的关键性支持，公司成功地实现了管理层持股。

潍柴动力的核心团队拥有了一定的公司股权，但持股比例并不算大。不过，随着公司逐步壮大，这个比例并不大的股权却可以给经理人带来很有激励的分红，这个分红的数量可以给管理者在与同行的比较中，带来收入的自豪感，进而创造出充沛的内在激励。改制后仅几年，潍柴动力的产品就开始在市场上显现出竞争力，也逐渐成为一家优秀的

企业，并在中国内地和香港两地上市。

举个例子来说明经理层的干劲。由于潍柴动力在香港上市，所以，公司的年度董事会常常在香港召开。董事们一般都提前一天从全世界来到香港，我们这些独立董事到了香港，往往会一起聊聊天，到街上去走走。但据我的观察，参会的管理董事却没有这样轻松，他们常常是到了酒店就马不停蹄地开会，因为公司的业务遍布全球，最高管理者聚在一起不容易。

有一次，我在电梯里遇到了刚刚散会的张泉总经理，时间已近午夜，他们刚刚散会。我后来详细询问了有关人员，得知不少管理者都是从机场直接到酒店，连房间都没进，直接进会议室开会。我们不能把这一切都归因于股权激励和金钱追求，完全忽略事业心的作用，但没有股东意识，想让几十人的管理团队形成一种拼命的状态，是不可想象的。

通过以上这两个例子，我想帮大家理解“内在动机”这个概念。在这个世界上，有很多工作都是无法从外部进行监督的。几乎所有的创造性劳动都无法通过外部观测工作过程甚至基于工作结果来对工作质量进行判断。这些工作要取得高质量，必须要让当事人进行自我激励和自我监督。这就意味着必须要激发出当事人的内在动机，帮助他们建立起有效的心理契约。这个逻辑可以被概括为图15-1。

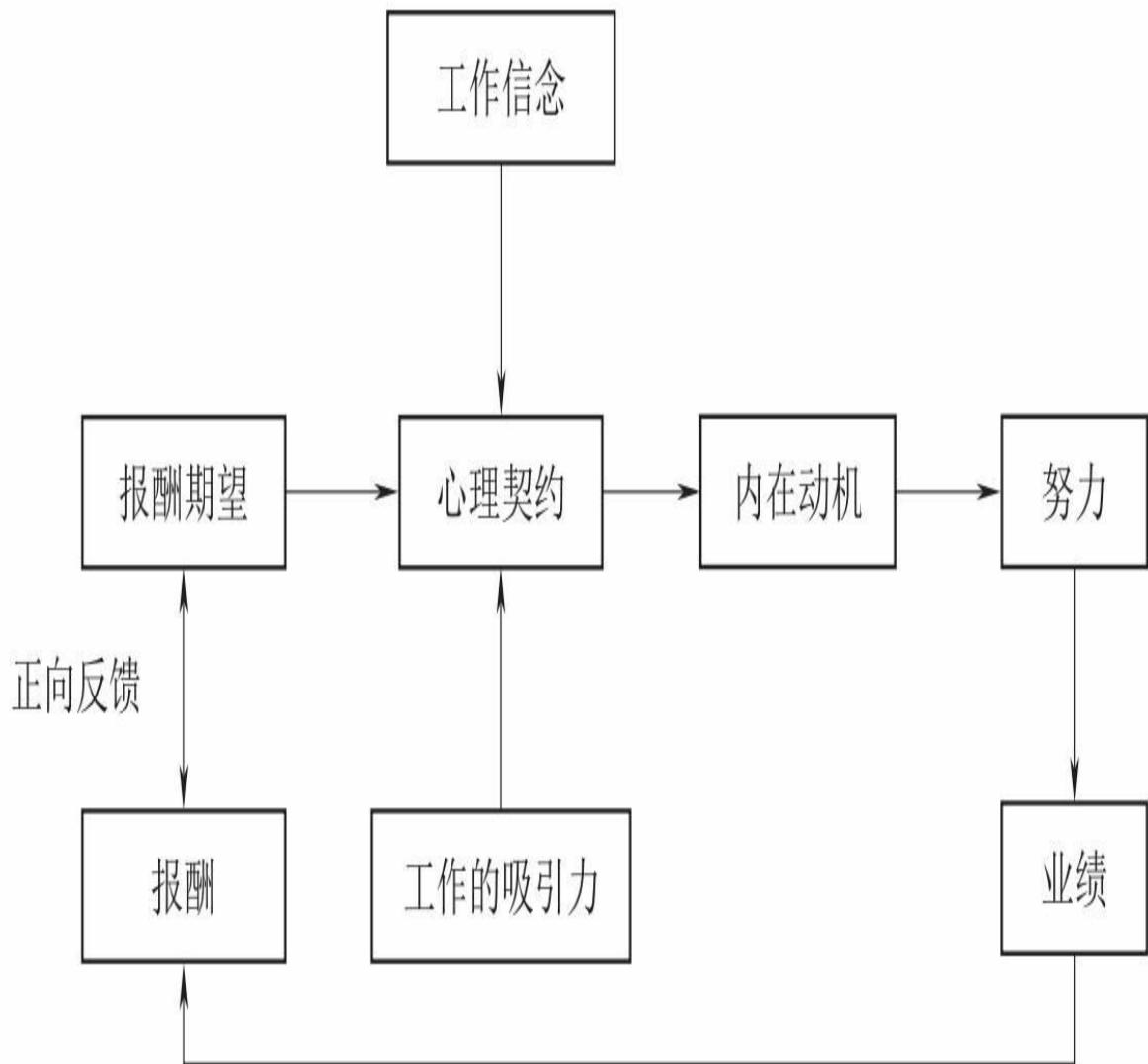


图15-1 心理契约和内在激励的逻辑

从图15-1中，我们可以看到，能够让经理人产生内在动机的因素主要有：工作信念，工作的吸引力，以及对于报酬的期望。其中，工作信念的产生主要源于经理人对自我实现的意愿和判断；工作的吸引力与经理人的从业经历、对企业发展预期，以及工作环境有关；而对报酬的期望则不仅基于自我实现、渴望被尊重的愿望，还基于实实在在的、改善生活质量的需求，而且，它是唯一可以自我印证与企业归属关系的部分。所以，虽然在经理人的心理契约中，报酬并不是行动的唯一激励因

素，但却是激发内在动机的最为基础的部分。

从经理人的动机开始，内在激励产生自驱力，进而体现为经理人的工作努力。工作努力带来企业业绩，业绩又构成了经理人所获报酬的基础和依据。这就形成了一个闭环。如果这个闭环可以持续下去，并且形成一个正向的循环，就构成了一个良性的内在激励体系。

我曾和潍柴动力的高级经理人有过私下的交流。由于持有公司的股份，他们的薪酬中也有很大一部分来自分红，这就使他们具有了极强的主人翁感。加上潍柴动力每年的业绩目标都以滚动增长的方式形成，这就促使经理人们有了持续努力的动力。我在第13讲中，曾举过一家领袖级企业的例子，这家企业虽然没有上市，但其员工持股制度依然产生了极强的动力，其背后的逻辑是一样的。

## 长期努力

到这里，也许会产生一个疑问：一定要有股权吗？如果没有股权激励或者没有长期性的激励措施，又会怎么样？

我们知道，除了经理人的努力，诸如宏观经济状况、行业竞争状况、技术变动因素等外界因素也会对企业的经营业绩产生影响。然而，经理人的内在意愿，他们是否努力以及努力的程度，依然会在很大程度上影响企业的业绩。经理人的努力包括两种：一种是关乎短期业绩的短期努力，一种是关乎长期业绩的长期努力。图15-2描述了经理人长、短期努力分配与企业长、短期收益之间的逻辑关系。

经理人的短期努力，是经理人追求当年业绩，包括收入和利润等指标所进行的努力；而长期努力，则是为了企业未来价值所进行的努力。长期努力，包括培养客户和市场、提升管理团队、增加研发投入等，这都需要漫长的投入，短期内很难见到结果。对于企业而言，长期努力与

短期努力同样重要，甚至长期努力更为重要。

可从经理人的角度看，如果没有持股，就很难让他们真正考虑企业的长远发展，因为他们的任期通常有限，很自然地要盘算在有限的任期里，能获得多少收益，再按照这个盘算去分配时间和精力。当然，并不是所有的经理人都这样想问题，很多经理人还有情怀、声誉等方面的追求，但按照个人利益最大化的一般性原则，按照任期长短去分配各种努力的组合，是人之常情。

如果经理人任期有限，在未来目标和长期业绩结果不能被看得很清楚的情况下，他们通常不愿意把更多的精力投入到未来。如果像小说《门口的野蛮人》中所描写的那样，经理人的报酬只是工资和奖金，以及不受约束的在职消费，那么，他们一定会把短期目标作为主要关注对象，同时尽可能地把无法拿走的钱通过在职消费的方式花掉。

直到今天，不少企业的管理费用居高不下，如果仔细分解管理费用，会发现很多钱都属于不必要的支出。这些钱为什么会被花掉呢？道理很简单，就是在经理人看来，这些钱不是自己的，又拿不走，把它花掉不仅不会影响到自己的短期业绩目标，起码还有两个好处：一是增加自己的满足感，二是可以用钱交朋友，会对自己未来的职业发展有帮助。

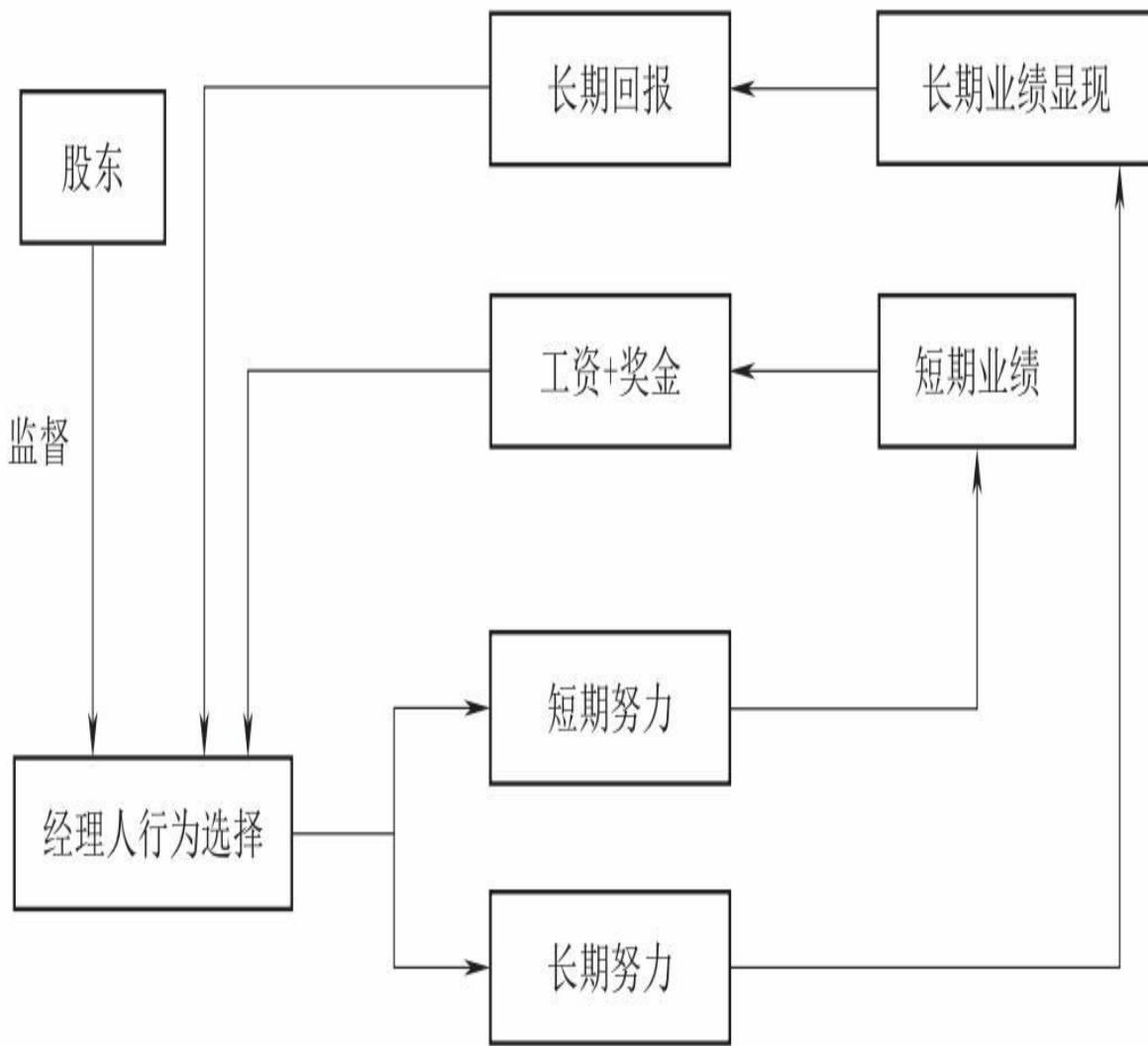


图15-2 决定经理人行为选择的逻辑

当然，股东可以从年报中看到公司的管理费用。但这只是一个数字，股东并不能知道这些费用的细节。就像雷诺兹-纳贝斯克的股东无法知道飞机的使用、广告费的支出、高尔夫球赛的赞助，这些对于公司未来的必要性一样。而这些费用的受益者，比如董事们和高管团队的成员们是不会向外界介绍这些巨额开销的细节的。如果不是KKR前来标购，也许这种情况会一直被隐藏，并持续下去。

其实，这种在职消费、公器私用的行为还并不是最可怕的。比这种情况可怕一万倍的，是经理人的吃里爬外。比如，经理人可能会故意投

资某一个项目，或者和某一个伙伴绑定合作关系。原因只有一个，就是这个项目可以进行利益输送，可以给经理人带来很多私底下的好处；或者仅仅是经理人为了达到延迟退休、延迟离任的目的。在20世纪80年代的美国，这种行为被称为“个人挖战壕战术”，意思是CEO故意创造出一个无法接手的局面，让自己的控制权可以延续下去。

改变这种状况的办法，就是要让经理人的个人利益和公司的未来价值挂钩，让经理人承担公司未来业绩好坏的结果。以股权方式为代表的长期性激励手段，无疑是最简单、最直接的选择。二十年后，当作者重新修改《门口的野蛮人》一书时，他们写了下面这样一段话：

“首席执行官们通过杠杆收购明白了两个道理，”90年代依然活跃于大规模收购中的贝迪说，“第一，积累巨额财富不是靠工资和奖金，而是靠持有股权；第二，杠杆收购不是获得公司股权的唯一方法，股票期权也是选择。”

这段话的意味是多重的。一方面，经理人通过股权和股票认购期权的方式可以拥有公司，可以获得更多的财富；但另一方面，当经理人获得了股权、股权认购期权，他们变成了股东的一部分之后，也会增加长期努力。而他们的长期努力越多，公司的业绩就越好。在经理人个人收益增加的同时，股东的收益也会同样增长。这就实现了双赢。

通过股权和类股权的方式来对经理人形成长期激励，还在于经理人的工作很难从外部进行观测。也就是说，股东只能看到经理人做了什么，但永远也不会知道他应该干什么。所以，诸如经理人这种无法从外部观测其行为合理性的工作，建立内在激励机制就格外有必要。一句话，必须要通过内在激励机制，把“要经理人干”转换为“经理人要干”。而股权或者类股权，是建立内在激励种种方式中最直接的一个。

具体来说，决定企业长期业绩的，包括经理人的努力以及市场环境等多方面因素。由于有这两大类因素共同决定业绩，我们就无法知道企

业经营的好坏，究竟是经理人的原因，还是市场的原因。我们无法从企业的结果反推出经理人努力与否，以及他在短期努力和长期努力之间的分配合理与否。

比如说，企业的短期业绩不理想，可能是由于经理人的能力不够，但有很大可能是因为经理人为了企业的长远发展而放弃一定的短期业绩，也可能两者兼而有之。总之，股东在企业外部很难做出判断，不仅事前、事中无法判断，就是在事后也很难做出准确的判断。唯一的办法，就是让经理人也成为股东，把经理人的利益和股东的利益，以及企业的长期业绩挂起钩来。这样，就可以驱使经理人在追求自身利益的时候更加努力，同时对自己的努力在短期和长期之间做更合理的分配。

## 激励方式

因为上述原因，从90年代开始，主要是从美国开始，公司更重视给予经理人股权和股票认购期权。这些手段都强化了经理人的激励机制，让他们感觉到企业的价值和自身行为是有关系的。另一方面，认购期权的长期授予机制也有效地防范了经理人的种种短期行为。1997年，比尔·盖茨公告出的年收入超过1亿美元，绝大部分都是由股票认购期权带来的。这再一次引发了巨大震动，推动了全球范围内的经理人持股浪潮。

经理人持有一般形式的股权，大家比较好理解。“限制性股权”理解起来也不难，就是附属一些条件的股权，比如，经理人离职后，股权要被收回，等等。而股票认购期权并非股权，而是一种是否拥有股权的选择权，所以，略有点复杂。下面，我们就详细解释一下什么是股票认购期权。

股票认购期权，是指在未来的某一个时期，用一个事先约定好的价格（这个价格可以是零，但通常不是零）来购买一定数量股票的权利。这个事先约定好的数量，叫“行权数量”；约定的价格，叫“行权价格”。

到了经理人行使权利的时候，他可以按照事先约定的行权数量和行权价格来行使期权，当然，他也可以放弃行使权利。至于他是不是按照约定来购买股权，取决于他对行权是否可以带来收益的判断。

“认购期权”的英文叫option，翻译成中文就是“选择权”的意思，也就是说，激励经理人的，不是股权，而是以事先约定的价格来购买股权的那个权利，是一种在未来进行选择的权利。

比如，一个经理人在2020年8月30日加入了某家公司，成为高级管理人员。给这位经理人的报酬通常是一个包括工资、奖金和股票认购期权的组合。其中，工资一般不会太多，奖金往往和当年的业绩挂钩，当年的业绩越好，奖金的数量就会越多。而股票认购期权，则和公司未来的股价有关，具有高度的不确定性。未来公司的业绩好，股价高，股票认购期权就会很值钱。

举例来说，如果这家公司所发行的股票在经理人加盟的当天，价格是每股10元。公司给经理人300万股的认购期权，约定分三年授予，行权价格是每股10元。我们假定是匀速授予，每一年授予100万股。那么，到了2021年8月30日，经理人就面临一个选择：要不要用事先约定的行权价格去购买这100万股股票。这就是选择权的意思。

如果2021年8月30日公司股票的收盘价是每股20元，经理人选择行权，这就意味着他可以用事先约定好的每股10元的价格买入价值20元的股票。如果不考虑税收、手续费等各种费用，他每一股的净收益就是10元钱，购买100万股就意味着他的收入是1 000万。如果没有约定的禁售期，假定这位经理人选择第二天卖出，就是1 000万的收入。当然，公司通常会和经理人约定，并不能马上出售已经行权的股票，而是要锁定一段时间。

那么，经理人到了锁定期结束之后，是不是一定会选择马上出售变现，落袋为安呢？也不一定。这取决于他对未来股价的判断。如果他认为股票在未来价格会更高，就会选择继续持股。所以，在制度比较健全的资本市场，经理人的行权数量和持股数量要定期披露，至少公司前几

位的管理者，他们的行权和出售情况是必须要披露的。股东可以通过这些人的行权和出售节奏来判断公司的前景。在经济学上，这被称为“信号机制”。

总之，股票认购期权的背后逻辑很简单，也很清晰，就像我们在图13-2中所勾勒的：经理人的长、短期努力分配得越合理，公司持续成长的可能性就越高，未来的业绩就会越好。如果这些业绩体现为股价的上涨，经理人就会从股价上涨中获益。当未来业绩出现后，再兑现报酬的性质，就是期权报酬的“递延性”。

显然，如果递延支付的形式选择合理，吸引力足够大，经理人就会花比较多的注意力去关心企业的长期发展，而不仅仅只关注短期业绩。同时，如果经理人长期激励方式安排得当，他们还会不断持有已经行权的股份，而不是尽快兑现。当管理层大量持有自己公司的股票时，股东通常会更加看好公司未来的成长。

股票认购期权，之所以被称为是选择权，另外一层含义就是经理人可以选择放弃行使购买权利。如果公司股票在2021年8月30日的价格是9元钱，这就意味着经理人行权是不划算的。如果用约定好的10元钱去行权，立刻就会损失1块钱。在这种情况下，经理人即使想购买公司股权，他也应该到市场上去购买，而放弃用行权的方式来购买股票。这种市场价格低于行权价格的认购期权，叫“落水期权”（underwater option）。

由于股价并非只受公司业绩影响，还会受到市场大盘波动的影响，所以，认购期权落水的可能性很大。20年前，一位在当时非常有名的企业家担任某香港上市公司的总经理，他的激励性报酬就包括股票认购期权。他对我说，他辛辛苦苦为公司干了一年多，业绩也非常好。但赶上互联网泡沫破灭，到了行权的时候，股票的市价只有行权价格的一半。他说，那是一种欲哭无泪的感觉。

对于落水期权，公司可以采用“再定价”（repricing）的方式来进行处理。不过，通常情况下，公司对于再定价方式的使用十分慎重。这也

就是为什么近些年来，公司倾向使用更丰富的、多样化的报酬组合的原因。

从股票认购期权不断普及的90年代开始，也逐渐衍生出了其他一些激励形式。有些激励形式是股票认购期权的变种，比如股票升值权、现金升值权等。除此之外，还有一类基于排序评价的报酬形式，大家也需要了解。这类激励方式中的典型形式，叫“业绩单位”。

业绩单位的具体做法是：设置一个基本的激励单位，可以是固定数量的货币，可以是固定数量的股权，也可以是两者的组合。这个数字事先由公司和经理人约定好，然后企业选择具有可比性的竞争对手，比如选择八个对手，包括本企业在内的九家企业构成一个竞赛小组。在一定的时间内，按照企业经营业绩的排名向经理人发放长期激励性报酬。

在事先签订的合同中，会明确报酬的倍数。比如，如果业绩排在后三名，企业处于竞争的劣势，这时，经理人不仅不能获得任何报酬，而且还有可能被董事会解聘。如果排在第四至第六名，经理人可能被授予两倍于业绩单位的激励型报酬。而如果企业能够进入小组的前三名，则可能获得五倍于业绩单位的激励性报酬。请注意，这里的报酬增加水平并不是线性的，而是递增的。业绩成长的水平越高，报酬增加的幅度就越大。

显然，使用业绩单位这种激励手段，可以避免由于市场波动性所带来的期权激励失效。从全球范围看，很多公司目前都选择组合激励的方式，很少使用单一的长期激励形式。

总之，如果要获得好的经理人行为，必须要重视构建他的内在动机，事业心固然重要，但激励性报酬不可或缺。而要制定出合理的激励性报酬，必须要保证总量和结构合理，当然，这也需要结合每个经理人的实际情况做细致设计。以上是我们这一讲的核心内容。

最后需要强调，全世界的经理人无一例外，其全部收入都由白色收入、灰色收入和黑色收入三部分构成。白色收入与好业绩相关，属于堂

堂正正的行为；灰色收入，可能会被观测到，但这些行动的背后的动机是含糊的，往往说不清是为私人利益服务，还是为公司利益服务；而黑色收入，则完全只与经理人的个人利益相关。比如，通过内外勾结为自己获取利益，或者通过关联交易、利益输送为自己获得好处，这些都属于黑色收入。

经理人激励方式的选择之所以重要，就在于它可以最大限度地改变这三种收入在经理人总收入中的比例。毫无疑问，如果缺乏监督、激励不足，黑色收入会成为经理人使用权力去追逐的对象。减少和杜绝黑色收入的主要办法有两个：第一，是让当事人觉得这样做不划算；第二，就是要建立必要的监督和惩罚机制。

让经理人觉得不划算的办法，让他持有公司股份是最简单，也是最直接的方法。一旦经理人持有一定数量的股份，他就会产生股东心态，学术术语叫“一致效应”。不过，由于经理人持股毕竟只是公司全部股份的一部分，他获得灰色收入和黑色收入，都意味着占了其他股东的便宜，这叫“分离效应”。前面所说的more或者“更多”，究竟应该是多少，没有一定标准，核心是要让“一致效应”大于“分离效应”。在这种情况下，经理人就会有强烈的股东心态，抑制自己获得灰色收入和黑色收入的动机。当然，这是激励和约束双重作用的结果。

下一讲，我们将讨论新加坡淡马锡公司和其下属投资组合公司的激励措施和经验。作为国有资产和国有公司，新加坡人通过建立有效的激励和监督机制，让资产运行得非常有效率，很多细节值得我们学习和借鉴。

# 第16讲

## 塑造激励

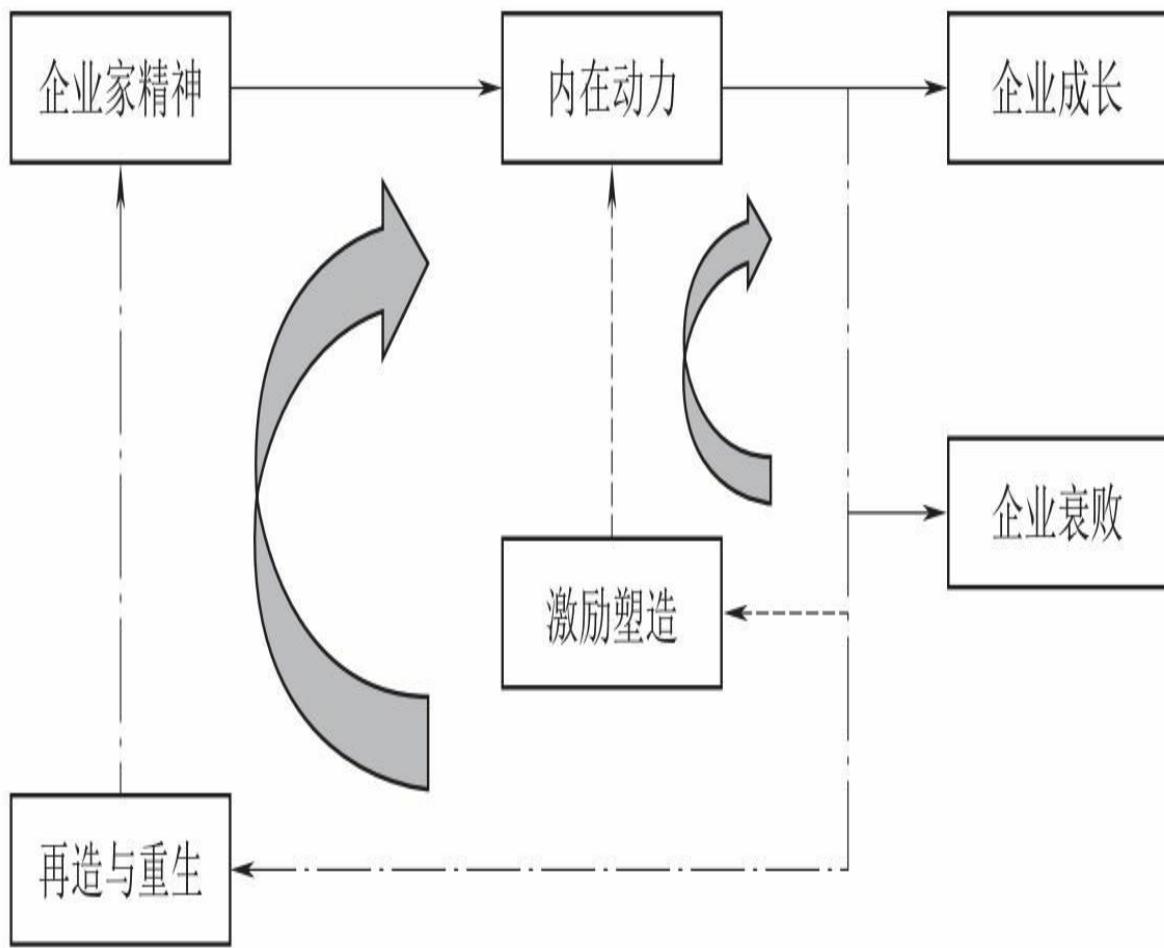
### 淡马锡的效率从何而来？

前面几讲，细心的读者会发现，我一直在强调经理人内在激励的重要性。这与我在本书开头花了两讲的时间来讨论企业家精神的重要性是彼此呼应的。有企业家精神的企业，其内在激励是充盈的；而依赖经理人的企业，则必须要靠人为的方式建设激励的力量。

## 两个循环

如何去理解前面这两句话呢？请大家参考图16-1。最上面一行用实线所描述的逻辑，就是从企业家精神出发，企业具有内在原动力，进而获得成长的基本逻辑。

具体来说，任何一家企业的起源、发展和壮大，都植根于企业家精神。企业家精神是企业成长的第一原动力。企业家精神具有两个重要的特性：第一是方向性，第二是动力性。方向性，是指企业家通过敏锐的特质和不断的迭代试错，让企业的发展方向始终瞄准客户的需求，尽量少走弯路。这一点，我们不展开讨论。



**图16-1 企业成长与企业家的基本关系**

动力性，是我们这一讲的讨论重点。它是指企业家的忘我投入精神，以及由此驱动整个企业向前发展的特性。由于企业家精神内在的动力性，所以，第一代创业者的自我激励机制是充盈的，往往并不需要额外的激励性报酬体系与之配套。但随着企业的规模逐渐变大，业务不断扩展，企业家精神会因为多种多样的原因被稀释、被蚕食。

最极端的情形是，当创业者退出关键位置、企业家的工作逐渐被家族成员或者职业经理人接替的时候，企业家精神的动力性会下降甚至消弭。企业会因此失去其发展的第一原动力。这时，重建企业的动力就变得十分必要和关键。

重建的第一个回路，在图16-1中用外圈虚线（大循环）表示，即通过重塑企业家精神，来帮助企业重新回到依赖企业家精神作为成长动能的轨道。

比如，历史上曾有些上市公司发展了几十年之后，创始人离世，股权也高度分散。这时，即使接盘者具备企业家精神，因为持股太少，他的努力与收益也是不匹配的。他可能要通过先退市的方式让股权重新集中到关键人物手中，然后再上市，以便企业重新回到依赖企业家精神成长的轨道上。当然，也有其他的情况以及与之对应的重建方式，而企业家精神重建不成功的企业，很多都走向了衰落。

不过，更常见的重建是第二条回路的调整，图16-1中用内圈虚线（小循环）表示的，即在企业的方向性或战略性问题上不需变动的情况下，通过塑造有效的激励体系，恢复企业发展的动力性。我把这种并非基于企业家精神的动力，称为第二种动力。事实上，很多企业需要构建的，都是第二种动力。构建第二种动力的主要目的，是要解决企业家精神缺失之后的动力性问题，并试图在此基础上有针对性地解决方向性问题。

具体来说，在不少企业，由于创业者已经把企业带入有效发展的通道，即使创业者离去，企业家精神虽然不能因时演化并为企业带来发展的新动能，但原有的成长惯性也可以保证企业在既有通道中持续发展一段时间。在这种情况下，最重要的是让接班的职业经理人或创始家族成员保有足够的内在动力，从而把这个惯性在尽可能长的时间内保护好。

比如，对于股权分散、激励体系不够强大的上市公司，最核心的治理问题就是通过在强化小闭环的基础上，创造出有效的大闭环。塑造小闭环是前提和基础，是必须要完成的工作。再比如，国有企业从其来源上看，多数并非基于企业家个人奋斗，动力性上往往先天不足，这一点本质上高度类似于股权极度分散的上市公司，也需要在完善小闭环的基础上，刺激有企业家精神的人上位，进而解决战略性问题。

那么，该如何建构有效的小闭环，让企业形成内在激励机制呢？下

面，我们就以新加坡的国有资产管理公司淡马锡为例，加以说明。选择淡马锡作为案例，就在于它是一家国有资产管理公司，这一点对我们应该有很大的启发性。

淡马锡以及淡马锡所控股的淡联企业，是新加坡政府为了实现政治、经济与社会等多方面目标而建立的，它的方向性来自其设立目标，这一点没有什么问题。核心要解决的问题是：如何让这样的国有企业建立起如同民营企业的动力性，也即这一讲的中心话题，如何塑造有效的激励机制。

淡马锡的激励原则，起始于新加坡开国总理李光耀的一个理念。我们在前面也曾提到他的这句名言：人是基于激励工作的。这是一个非常重要的理念，既符合理论原则，又被人类上千年的经济社会生活所证实。以这个理念为基础构建制度，是顺应人性的。

李光耀的这种观念，是他在英国读书时领悟到的，后来，他把这种理念渗透到新加坡社会经济的很多细节之中。李光耀曾反复强调：新加坡是个小国，周边环境复杂，生存不易，所以，社会发展必须要依赖于一个强有力的家庭，要吸引第一流的人加入政府、努力工作，而这就意味着要承认第一流人才的内在社会价值和经济价值，给予他们第一流的报酬。《李光耀回忆录》一书中写道：如果不这样做，这些人就会因为激励不足，“腐化而堕落”，“变成人民财产的掠夺者”。李光耀说，“让单靠薪水活下去的制服人员掌权，哪怕是小小的权力，也等于让他滥用”。

他还写道，随着经济的高度成长，新加坡私人企业界的收入提高，部长的薪水必须要跟得上私人企业界高级人员的收入，部长和公务员的工资达不到应有的水平，搞垮了亚洲许多国家的政府。为了使政治领袖和高级官员维持廉政自守的高水平，给他们足够的薪酬，是极其重要的。

在新加坡，一个优秀的执业律师，当时的年收入可以达到200万新币，而代表社会正义的法官（公务人员），其薪酬却仅有30万新币。在

这种几倍的收入差距下，很难想象一个顶级的律师会放弃巨额收入去做法官，或者去做一个廉洁的法官。如果激励不足，就会使得整个社会的人员出现错配，结果就会导致在决定社会经济发展的关键岗位上，不能保有一支精英团队，并让这个精英团队为了公众利益而不是个人私利高效工作。

当然，李光耀也知道，激励充分是解决问题的基础，但高薪并不能够养廉。曾经有一位李光耀非常倚重的阁员，在贪腐事件东窗事发后，请李光耀网开一面。李光耀说：“你这是让我在新加坡和你之间做选择。我很想帮你，但我如果选择了你，就意味着放弃了新加坡。”最后，这位阁员只好投海自尽，用生命为贪腐行为买单。这意味着在强化激励的同时，还必须要有严格的监督。

激励和监督，是一体两面。因为在我的观念深处，对激励建设的基础地位有着毋庸置疑的坚信，所以，这几讲谈了很多激励问题，但我也希望不要由此让大家产生错觉，以为只要解决了激励问题，就万事大吉。需要强调，没有监督的激励，很难解决前面所说的黑色收入和灰色收入问题，最后的结果很可能是赔了夫人又折兵。

新加坡的廉政公署在监督方面做了大量的工作，有很多著名的案例，大家如果有兴趣，可以自己去看看有关资料。

## 淡马锡控股

淡马锡是我们这一讲的主角，它是新加坡的国有资产管理公司，成立于1974年6月25日。当时，新加坡刚刚独立9年。在这9年中，新加坡政府设立了银行、船务公司和航空公司等大型企业。不过，虽然设立了这些国有企业，但李光耀不认为政府擅长做股东。这就是成立淡马锡专门管理新加坡国有企业的原因。淡马锡所管理的企业，数量最多的时候曾达到过46家。

不过，淡马锡是典型的资产管理公司，它并不参与任何下属企业的经营活动，而是通过投资和控制实现价值增值。在成立之初，淡马锡只负责新加坡本土国有企业的资产管理。但从十几年前开始，它逐步加大了海外投资的力度，并通过参股的方式来“收获”世界。现在，淡马锡对这类投资组合公司的持股比例，每一家都不多，大约只有几个百分点，最多十几个百分点。但这类投资在淡马锡投资的总盘子中，近年来达到了40%，几乎接近半壁江山。

淡马锡在新加坡境内全资或部分拥有的企业，过去被称为淡联企业。现在，随着淡马锡的投资范围已经跨出国门，它所投资的公司被称为“投资组合公司”。表16-1是根据淡马锡年报整理的，截至2019年3月31日淡马锡投资组合公司的类型。显然，对于新加坡本土的大型国有企业，淡马锡是全资或高度控股；而对于海外公司则以参股为主，持股比例相对较低。

**表16-1 淡马锡持有的部分投资组合公司**

投资组合公司	持股比例	持股权值 (单位: 百万新元)
星展集团 (淡联企业)	29%	64 545
新加坡科技电信媒体 (淡联企业)	100%	3 250
新加坡电信 (淡联企业)	52%	49 288
凯德集团 (淡联企业)	40%	15 239
丰树产业公司 (淡联产业)	100%	14 592
PSA 国际港务集团 (淡联产业)	100%	11 344
新加坡航空公司 (淡联企业)	56%	11 434
拜耳股份公司	4%	56 457
阿里巴巴集团	1%	471 728
中国工商银行	2%	2 255 351

依据《新加坡财政部长（成立）法（第183章）》，淡马锡由新加坡财政部长全资拥有。这里的财政部长并非某个自然人，比如部长本人，而是由新加坡法律定义的一个“法人团体”。所以，淡马锡是百分之百的国有公司。

就是这样一个百分之百的国有资产管理机构，却是完全按照市场化

原则运行。从20世纪90年代开始，淡马锡在体量不断增大的同时，逐步探索出建立了一套政府所有、市场化管理的体制。而这套体制的建立与完善，使得新加坡立国模式得到了巩固，国有资产的规模获得了后续大发展的机会。

在何晶担任淡马锡总裁之后，2004年10月，淡马锡发表了有史以来的第一份年报，并随后由标准普尔公司与穆迪公司进行信用评级。当这两家头部评级公司都给出了3A级的评级之后，2005年淡马锡第一次公开发行了它的美元债券，将资产经营活动延展到更广大的空间。

政府的全资机构对社会、对外界公开发布自己的年报，接受审计和评级，在国际上是极其少见的。绝大多数政府发债都是用国家信用担保，并不是基于商业性的计算，但这种方式有很大的随意性。而淡马锡通过机制性的设计，把政府行为变成了一种商业行为，可以说是特立独行。

淡马锡为什么要这样做呢？理由依然来自李光耀。李光耀曾说过，“搞劳动密集型的制造，我们搞不过中国；搞高科技，我们搞不过美国。所以，我们要投资它们，从它们的成长中受益”。显然，发行债券增加淡马锡的本钱，然后再依靠这些固定回报的本钱去赚取更多的收益，就贯彻了李光耀的指导思想。

那么，淡马锡的资产管理能力到底怎么样呢？它作为一个国家全资的资产管理公司，又是通过怎样的机制具备了这样的能力呢？特别是淡马锡对内部人员实行了怎样的考核、激励和监督机制，使之发挥出最大限度的能力呢？

首先，淡马锡通过科学方法设立资产收益的基准，用来衡量资产管理团队和相关人员的业绩。淡马锡的收益包括：（1）通过买进、卖出或持有公司股权来获取收益，这主要是一种资产的差价收益；（2）投资组合的股息收入；（3）基金管理的收益，这一部分主要以现金的形式获得。淡马锡以派发股息的方式，向新加坡政府提供可纳入国家预算的收入。

淡马锡从2003年起，开始把经过风险调整后要求的资本回报作为衡量投资回报的标准，即投资收益等于投资回报减去经过风险调整后所要求的资本回报水平。为了能够更准确地反映投资回报的水平，淡马锡从2018年起采用了《国际税务报告准则》，包括最新的《国际财务报告准则第九号——金融工具：确认与计量》（简称IFRS：9）。采用这些新准则，就可以保证那些持股比例低于20%的投资，其单个年份的市值变化不仅可以反映在资产负债表里，也可以反映在损益表里。

有了这些方法做基础，淡马锡就可以清晰地计算出每一年的真实业绩，可以判断每一个业务部门、每一个管理人员和团队，在特定的财务年度，究竟是创造了价值还是毁损了价值。在科学准确地衡量了业绩之后，管理人员的激励体系就可以完全基于市场化原则基础上。

淡马锡业务的最高领导层是它的董事会。董事会成员和总裁的任免由淡马锡在任的董事会做出决定后，将推荐名单交给淡马锡的全资股东“财政部长”，后者经过研究判断后将推荐意见报告总统，由总统最后批准。淡马锡的董事会很像股权分散的公众公司，多数董事都是非执行的独立董事，一般是来自私营企业的商界领袖。董事会成员和首席执行官肩负着保护淡马锡过去所累积的储备金的额外宪法责任。

淡马锡的董事会下设执行委员会、审计委员会、领袖培育与薪酬委员会。薪酬委员会负责激励的安排问题。管理层向董事会提供信息，使董事会能够有效履行职责。在必要的时候，董事会也要求管理层提供补充信息或说明。淡马锡的董事会也拥有特殊的安排，从独立的渠道获得信息，以便协助董事对管理人员的业绩进行判断。

淡马锡内部由总裁和执行董事进行管理，其管理的方式与西方的投资控股公司，或者叫投资基金管理公司没有太大差异。在执行运作的最高决策层，设有三个核心的委员会，依次是：脱售和投资高级委员会（SDIC），高级管理委员会（SMC），战略、投资组合及风险管理委员会（SPRC）。

其中，脱售和投资高级委员会负责管理并打造投资组合，并在董事

会的授权范围内，就日常投资和脱售活动做出决定；高级管理委员会负责审查与制定整体管理和组织政策，包括内控、衍生品框架的执行以及审计委员会批准的估值政策；战略、投资组合及风险管理委员会评估各种影响现有市场和新市场的商机和风险因素，对风险承受框架进行审查，以确保其适用性，同时探讨创造价值的机会。

淡马锡现有大约800名员工，来自三十几个国家或地区，据说可以讲40种语言，很多人都有资深的投资管理经验和海外工作经验，他们在分布全世界的11个办公室工作。董事会的高级管理委员会制定了淡马锡道德与行为守则（T-Code），并设立道德委员会协助该行为守则的执行。淡马锡的全体员工无论在全球任何地点工作，都必须遵守并履行T-Code。遵守淡马锡道德与行为守则是兑现员工激励的要求之一。这是一个与激励机制并行的约束机制。

## 花红与回拨

淡马锡激励体系最值得关注和借鉴的内容，是它的花红和回拨制度。

淡马锡管理人员的薪酬主要包括基本薪酬和花红两大部分。花红由公司的投资收益决定。当公司收益为正时，管理人员就会按照事先约定好的规则获得花红分配；而在公司资产收益为负的年份，他们就得不到花红。

具体来说，淡马锡的管理者都有相对固定的基本薪酬。这部分报酬的水平，主要参考市场标准。淡马锡认为，如果基本薪酬水平过低，公司就很难获得第一流人才，所以，它的基本薪酬是很有竞争力的。而当管理人员完成了年度目标之后，他们可以拿到相对应的激励性报酬，主要是年度现金花红和风险回报花红。

年度现金花红，是一种短期激励；风险回报花红，是一种中期激励。花红，是一种关于利润分享的传统说法，可以理解为“基于公司红利的奖金”。淡马锡的年度现金花红根据公司、团队和个人的业绩表现来确定。而风险回报花红，也叫风险回报分享奖励，是当公司资本的总回报高于经过风险调整后的资本回报时才会发放，也被称为“财富增值回报或额外回报”。

投资活动带来的收益减去经过风险调整后所确定的资本成本，如果是正值，就意味着经营者为股东创造了价值，这时，经理人员会获得“财富增值回报”。对此，淡马锡有自己的一套算法，可以确保每一年都能够投资收益恰当核算的基础上，确认激励性报酬的数额。

不过，花红激励并不是淡马锡的特色所在，它真正值得我们关注的是“回拨”制度。回拨的意思是，如果核算出来的投资回报是负的，也就是说，实际的回报水平低于经过风险调整后所要求的回报水平时，管理人员要向公司“赔钱”。也就是说，管理团队并没有从资产的经营和增长中为股东创造价值，相反是在毁损公司价值，那么，这时的奖励就应该是负的。

负的，就要给股东赔钱，以示承担责任。这个给公司赔钱的过程，在淡马锡叫回拨。

那么，回拨的钱从哪里来呢？这就涉及淡马锡的“递延激励”安排。正是在递延激励的大框架下，才存在回拨的可能性。

淡马锡为它的管理人员和每一位员工都开设了财富增值花红储备账户。当花红是正数时，这笔财富就会被派发至经理人和员工的储备账户中。不过，这个储备账户中的钱，并不能当年就可以拿走，它是递延发放的。每年只发放其中的一部分，至于发放多少，取决于管理人员的级别。

如果财富增值花红储备的结余是正数，高级管理层将获得不超过其财富增值账户结余三分之一的奖励，中层管理人员能获得二分之一的奖

励，其他员工则为三分之二。也就是说，级别越高，责任越大，这个账户中的财富被递延支付所拖的时间就越长。这样，就始终保证着这个账户里有余额，有余额就有了回拨的可能性。当财富创造是负数时，花红就可以从这个账户被回拨出去。

淡马锡成立的时间虽然不长，出现回拨的情况却不少。甚至在递延奖励不够抵消回拨资金时，多余的回拨额度还曾经被延至下一年度。我们过去常说，经理人是“负盈不负亏”，但淡马锡却在递延激励的大框架下，有效地创造出了“负盈也负亏”的制度。

总之，递延激励和回拨机制成为把管理者、员工和公司在利益上紧紧捆绑的制度。特别是递延机制，达到了高效锁定的效果。而且，级别越高的管理者，被锁定的时间越长，最长的时间达到了12年。这样，就创造了高级管理者更关注长远激励，心态近似于股东的效果。

总之，淡马锡的激励体系，客观形成了两个重要的结果：第一，它有助于吸引、选拔和保留优秀人才；第二，也是更加重要的，有助于激励员工在选择投资组合的时候，建立长远的观念，从股东长期利益最大化的角度出发想问题，做决策。这也是淡马锡取得令人惊羡之业绩的重要原因，也是成功塑造第二种动力的典型案例。

## 淡联企业

前文已经提到，淡马锡所持有的新加坡国有企业，被称为淡联企业。其中，有不少是具有国际知名度的大型企业，管理水平和赢利能力非常强，诸如新加坡航空公司、星展集团、新加坡电信公司、嘉德置地、丰树集团、新加坡科技电讯传媒公司等。淡马锡对于淡联企业，主要是通过作为一个积极的投资者来加以控制，在方式上也按照市场原则，强调激励机制的作用。

在淡马锡成立之前，政府往往直接派人参加淡联企业（或叫法定机构）的董事会。比如，最早曾主要通过财政部等部门派出官员进入淡联企业的董事会，并通过这些人在董事会中发挥作用，以影响公司的重大决策和行动，确保公司活动符合政府及其相关部门的要求。

但在淡马锡成立之后，特别何晶担任总裁之后，淡联企业的董事会开始有针对性地选择私营企业家作为外部董事，并由外部董事帮助推荐和选择新董事，呈现出更高的市场化程度和专业化程度。很多淡联企业的股权并非高度分散，能主动建立由专业人士构成的董事会，一方面致力于增强董事会的独立性，另一方面又作为股东，能够保证对于董事会的控制，不能不说是一个奇迹。

以著名的新加坡航空公司为例。新加坡航空公司是一家上市公司，淡马锡的持股比例到2008年3月底公司发表年报时为54.4%，后来持股比例还略有增加，始终高于一半。淡马锡无疑是绝对控股的股东。然而，新加坡航空公司的董事会成员一共有9位，但绝大多数都是独立董事，与新加坡政府和淡马锡公司不存在就业关系。

在新加坡航空公司的董事会中，董事会主席与公司的CEO是分设的，CEO也是唯一的一位在公司全职工作的执行董事。2008年，我去新加坡航空公司访问，当时的董事会主席是李庆言。他是一名非常成功的商人，受淡马锡邀请担任新加坡航空公司的董事长，但并不是专职人员。他的任务是领导公司的董事会，代表股东的利益，与股东有效沟通，对管理层进行监督。接任李庆言的现任董事会主席也是外部人士，是一位有30年从业经验的银行家。

新加坡航空公司的日常运作完全交给经理层，CEO是执行团队的领导，对董事会负责并承担责任。董事会下设的“薪酬与产业关系委员会”负责主要管理者的薪酬安排。在这些管理者的激励性报酬中，包括利润分享奖金（Profit Sharing Bonus），以EVA（经济增加值）为基础进行核算的激励计划，业绩股份计划（Performance Share Plan），限制性股权计划（Restricted Share Plan），以及转换股权奖（Transformation

Share Award) 等多种内容。所有这些激励形式的发放，都和组织与个人两方面的业绩挂钩。

表16-2是新加坡航空公司董事会和主要管理人员2019财年的薪酬状况。

**表16-2 新加坡航空公司董事和高级管理人员的薪酬状况**

董事	报酬 <sup>1</sup>							
	现金	股份	报酬总额	工资	奖金	股份	福利 <sup>5</sup>	总额
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Peter Seah Lim Huat	518 438	222 187	740 625	—	—	—	60 270	800 895
Gautam Banerjee	151 856	65 081	216 937	—	—	—	1 292	218 229
Simon Cheong Sae Peng	127 663	54 712	182 375	—	—	—	2 644	185 019
David John Gledhill	142 913	61 249	204 162	—	—	—	1 293	205 455
Goh Swee Chen	124 206	53 231	177 437	—	—	—	6 519	183 956
Dominic Ho Chiu Fai	188 703	80 872	269 575	—	—	—	—	269 575
Hsieh Tsun-yan	134 575	57 675	192 250	—	—	—	1 134	193 384
Lee Kim Shin	117 293	50 269	167 562	—	—	—	646	168 208
Goh Choon Declared Phong <sup>6, 7, 8</sup> Basis	—	—	—	1 374 950 <sup>2</sup>	1 046 967 <sup>3</sup>	1 643 940 <sup>4</sup>	157 417	4 223 274

1 支付予非执行董事（包括主席）的报酬包括现金及股份，其中约70% 以现金形式支付，30% 以股份奖励形式支付。股份部分拟于2020年股东大会后支付予非执行董事，实际将予授出的股份数目参照2020年股东大会后新交所股份首次除息上市之日起（及）10个交易日内的成交量加权平均价立定。拟授予的股份数量将四舍五入至最接近的百位数，任何余款将以现金结算。股份奖励包括全额支付的股份，没有附加业绩条件，也没有规定归属期，但适用于股份保留政策。

2 指2019/20财年的基本工资和年度工资补充。

3 2019/20财年依集团和个人业绩申报的奖金包括PSB和基于EVA的激励计划（EBIP）的奖金。2019/20财年申报的EBIP将被添加到期初EBIP银行余额中（注7）。任何负的EBIP申报将导致对

当前EBIP银行余额的抵消。参见上表，了解奖金一栏下申报的PSB和EBIP信息。

4 2019/20财年依情况授予的RSP (8.91美元) 和PSP (10.27美元) 的会计公允价值。

5 包括交通补贴、旅游福利和雇主公积金缴款 (如相关)。

6 作为首席执行官，Goh Choon Phong先生不收取任何董事报酬。

7 2019/20财年初的期初EBIP银行余额为2 391 278美元，并按年度申报正向或负向激励。

8 根据以往披露所使用的现金支付基准，Goh Choon Phong先生2019/20财年的奖金为2 065 179美元。基于2018/19财年集团和个人业绩，奖金内容包含PSB、EBIP支付和任何由BCIRC评估的酌情现金奖励支付。报告年度的EBIP支付额是个人2018/19财年EBIP银行期末余额的分成。基于2018/19财年集团和个人业绩，薪酬按现金支付方式发放，总额为5 241 486美元。

(续表)

主要管理者 <sup>6</sup>		费用占比	工资占比	奖金占比 <sup>1</sup>	股份占比 <sup>2</sup>	福利占比 <sup>3</sup>	总额
		%	%	%	%	%	
在\$2 000 000 到\$2 250 000 之间							
Mak Swee Wah <sup>4, 5</sup>	Declared Basis	0	36	23	36	5	100
Ng Chin Hwee <sup>4, 5</sup>	Declared Basis	0	36	23	36	5	100

1 依据2019/20财年集团和个人业绩申报的奖金包括PSB和基于EVA的激励计划 (EBIP) 的奖金资金。2019/20财年申报的EBIP将被添加到期初EBIP银行余额中 (注4)。任何负的EBIP申报将导致对当前EBIP银行余额的抵消。参见上表，了解奖金一栏下申报的PSB和EBIP信息。

2 2019/20财年依情况授予的RSP (8.91美元) 和PSP (10.27美元) 的会计公允价值。

3 包括交通补贴、旅行福利和雇主公积金缴款 (如相关)。

4 2019/20财年初，各执行副总裁的EBIP银行期初余额为1 061 717美元，并按年度申报正向或负向奖励。

5 根据以往披露所采用的现金支付基准，依据2018/19财年集团和个人业绩，Mak Swee Wah先生和Ng Chin Hwee先生收到的按现金支付方式发放的奖金在2 250 000美元至2 500 000美元之间。

6 上表反映的是执行副总裁及以上级别员工的薪酬情况，他们是公司相关主要管理人员。

资料来源：新加坡航空公司2019/20财年年报

从表16-2中，我们可以看到，新加坡航空公司的CEO在2019财年的收入总和是422万新加坡元，大约在人民币2 000万元左右；两位高级副总裁收入总额在200万新币至225万新币之间。董事会主席并不是公司的全职人员，他的年收入在80万新币左右，其中既有现金收入（与劳务的数量挂钩），也有股权收入。而其他的董事会成员收入也在20万新币的水平上。这在全世界的董事收入中，都非常有可比性和激励性。

其他的淡联企业与新加坡航空公司非常相似。董事会基本上都是由独立董事组成，并且由董事会和淡马锡一起来选拔新董事。淡马锡选择独立董事的过程有一套程序，会由一个提名小组先进行董事候选人的筛选，然后依次是淡马锡负责人见面谈话，淡联企业现任董事见面沟通，再最后决定是否可以就任。

作为积极的投资人，淡马锡虽然不过多干预公司的运营，但其管理人员与淡联企业的董事们联系还是比较多的。淡马锡非常重视淡联企业董事会主席的选择，注意同董事会成员之间的非正式交流。淡马锡会有固定的联络人员代表股东观察董事们的行为，并建议上级领导是否要更换不负责任的董事。当然，淡马锡会比较尊重这些商业人士的独立判断。

我们前面讲过，激励和监督是一体两面。在给予董事和高级经理人员较强激励的同时，淡马锡也会对淡联企业的董事进行每年一次的评估，评估由专业的顾问公司进行。淡马锡会根据董事的评估结果及时调整内部的董事数据库。淡马锡选择董事的范围是董事数据库，这个库对于在任董事和候选董事的情况都有记录，并随时更新。所以，董事数据库的存在，既是一种激励，也是一种声誉上的约束。

我们现在回到图16-1。淡马锡和淡联企业的案例，显然就属于搭建图示中的那个小回路，即通过塑造激励，为董事会和管理层创造内在动机，进而促进企业的成长。而在这个小回路畅通了之后，企业家精神可以在一定程度上被激发，进而带动大回路的运转。

这一讲我们以淡马锡为案例讲解了面向长期股东价值的经理人激励塑造问题，我希望这一讲对股权分散的公司和国有企业改革能有启发意义。下一讲，我们将再次回到《门口的野蛮人》，向大家介绍董事会这个公司的最高权力机关，是怎样构成，怎样运作的。

# 第17讲

## 监督力量

### 董事会一定能发挥约束作用吗？

这一讲，我们讨论与董事会相关的一些内容。按照《公司法》的基本规定，董事会是公司最高的决策机关，所以，董事会责任重大。但是，董事会能够如愿发挥其作用吗？这一讲，我们就回答这个问题。我们先从董事会的重要性说起，并结合《门口的野蛮人》中的具体细节，看看真实世界的董事会究竟是怎样运行的。

### 董事会的重要性

在前面讲有限责任公司时，我们也提到过董事会。不过，在有限责任公司中，董事会实际上并不像它在股份公司中那么重要。

为什么这样说呢？原因很简单，就是因为有限责任公司的股东人数少，如果设置了董事会，董事会成员也主要由几个股东来担任。如果公司采用了执行董事的形式，那么，整个董事会的权能就都锁定在一个特定的人身上，而那个人往往就是公司的大股东。总之，有限责任公司的核心控制权是在股东层面，而不是董事会层面。

在有限责任公司，凑在一起开会的，往往就是那么几个人。我们很难分清他们是在开什么会议，是股东会议还是董事会会议，或者是公司

执行层面的会议。如果一个公司能把每一个会议的性质都说清，并且每次会议之后都能做出相应的决议，那这个公司的治理水平和管理水平就相当出色。然而，遗憾的是，能达到这种水平的公司极其少见。

股份有限公司与有限责任公司的最大区别之一，就是董事会的角色变得非常重要。首先，股份有限公司必须要建立董事会，不能通过设置“执行董事”来行使董事会的职权；其次，公司重大事项的处理，必须要有董事会决议，才满足法律规范的要求。特别是在股权已经高度分散的上市公司，董事会的地位、董事会的独立程度，都在极大程度上决定着公司的命运。

为什么在股份有限公司中，董事会变得格外重要了呢？原因之一是股东人数众多，召开一次股东大会兴师动众，如果所有的决策都由股东大会决定很不现实，所以需要一个诸如董事会这样的代议制机构。这个代议制机构对全体股东承担信任托管义务。

第二个原因，源自股份有限公司的纯粹资合性质。这一点决定了公司股权的转让不受任何限制，所以，股东是不稳定的。在这种情况下，为了保证公司法人意志和行为的稳定性和连贯性，董事会就被推到了核心位置。由此带来的结果，就是股东大会和董事会的影响关系可能是反向的：董事会相对主动，股东大会则相对被动。

具体来说，相当数量的、关乎股东利益的决策，并不是在股东会议中做出的，而是在董事会议中决定的。比如，经营性决策往往都由董事会做出，真正需要报送股东大会进行决议的，都是那些涉及公司资产变动、章程修订，以及重大人事变动等少数重要事项的。甚至连什么时候召开股东大会、在每一次股东大会上讨论什么议题，都是由董事会决定的。

讲到这里，有人一定会产生这样的疑问：《公司法》明确规定，股东大会是公司的最高权力机关，董事会只是公司的最高决策机关，那么，这个最高权力机构的最高地位，从哪里可以体现呢？我以为，最高地位主要体现在两方面：第一，投票决定涉及公司发展方向、资产调整

等最重要的问题；第二，就是选举董事，特别是独立董事。后面，我们会讲到独立董事选举中的“累积投票制”，这都是保证中小股东利益的机制，都有助于维护股东大会作为最高权力机关的性质。

那么，地位非常重要的董事会由什么人构成呢？前面已经述及，主要包括三种人：第一种是股权董事，他们往往是主要股东或者主要投资者本人，以及他们的代表；第二种是管理董事，就是以高级管理者的身份出任董事的那些人；第三种人就是“代表”广大中小股东的独立董事。这里的“代表”两个字，我打了引号，是因为，从我国的现实情况看，独立董事往往都是主要股东提名的。由主要股东提名独立董事，再请他们回过头来代表中小股东来监督自己，这件事听起来是不是有点怪，但这就是我们面临的实际情况。

就像在小说《门口的野蛮人》中一样，董事会成员很多都是约翰逊的朋友。有些董事即使最开始不是约翰逊的朋友，渐渐地也会被发展为他的朋友。人都是有感情的。当约翰逊用公司的钱和董事们一起吃喝旅行，接触久了，大家自然就有了亲近感。这种情况绝不是什么特例，很多上市公司都普遍存在。

但如果主要股东或是CEO，请了独立董事但又搞不定，会发生什么情况呢？最常见的情况就是请他离开。由于董事是有任期的，每隔一段时间就要重新选举董事会，于是，如果实在无法成为朋友，就可以不再继续提名，这种不懂得“配合”的人就会被换掉。

我有一个观念可能不对，但却根深蒂固。人都愿意与相互信任的人在一起，而不愿意受到他人的约束，无论这个人是想做正事，还是想做坏事，都一样。在艾萨克森所写的《乔布斯传》中，有如下一段记述也许可以提供一个证据。

当乔布斯重新回到苹果公司之后，他进入了董事会。按照事先谈好的条件，原来的董事们纷纷辞职，把位置空出来，乔布斯被授权和唯一留下来的的老董事伍拉德一起寻找新的董事会成员。

乔布斯的第一个人选是拉里·埃利森。埃利森说他愿意加入，但他讨厌参加会议。乔布斯说他只要来参加一半的会议就行。（过了一阵子，埃利森就只参加1/3的会议了。乔布斯找来一张埃利森被《商业周刊》登在封面的照片，放大到真人大小，贴在一块硬纸板上，放在他的椅子上。）

这些年来，乔布斯请到很多优秀的领导者加入苹果董事会。……他一直确保他们是忠诚的，即使是对错误的忠诚。虽然他们都身居要职，但是有时他们似乎对乔布斯满心敬畏，而且很渴望取悦他。有一次，在他回到苹果几年以后，他邀请前美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特加入苹果董事会。莱维特很激动……可是后来乔布斯看到了一篇莱维特关于公司治理的演讲，其中的观点是董事会应该承担强势而独立的角色，乔布斯因此给他打电话收回了邀请。……莱维特说乔布斯当时这样告诉他，“坦率地讲，我认为你提出的那些观点，虽然对有些公司合适，但确实不适合苹果的文化。”

乔布斯回归苹果之后的所作所为，我们有目共睹，所以，他究竟是不是一个“坏人”，这一点无须赘言。但正是这一点，才更加说明问题。即使如乔布斯这样一心只想振兴公司的人，他在选择董事会成员时，同样不希望有人掣肘和制衡。所以，董事会真如政策制定者所期望的那样，要成为一个独立主体来代表全体股东，与公司的管理层相对立，并非易事。

与股东大会靠股权说话不同，董事会实行的是席位制，每一位董事都只有一票。于是，控制董事会就要获得更多的董事席位。大家还记得我在第一讲中所举的第三个例子吗？在那个例子中，两家企业是两个完全不同的法人主体，两家公司除了有共同的实际控制人之外，其他股东都是不同的。但这两家企业却有着相同的独立董事，加上实际控制人及其下属，两家公司董事会中的很多人都是重叠的，并且在每一家公司的董事会中，这些重叠的人都占多数。显然，这种席位结构就很难保证两

家公司之间的关联交易能符合所有股东的利益，而不是只以实际控制人的马首是瞻。这也就是为什么我会认为这两家公司很难让一般投资者放下心来做长期投资。

我前面说，投资者需要了解公司治理的知识。特别是对于那些中小散户来说，当公司出来一个公告，或者市场传出一个什么消息，如果你有公司治理方面的知识，阅读过公司的年报，了解公司的领导结构，你就会猜想和判断：在公司内部实际上发生了什么，以及即将发生什么；否则，就有可能盲人骑瞎马，夜半临深池。其实，在今天这样一个信息充分的时代，当你决定购买一家公司股票的时候，花点时间研究一下这家公司的股权结构，以及在特定股权结构之下的董事会席位结构，既有可能性，也有必要性。

总之，董事会在现代公司中，是一个非常重要的权力主体。但董事会能不能具备独立性、发挥其应有的作用，却是一件很难保证的事情。董事会和公司的控制人，包括和股权控制人，或者和像约翰逊这样的控制公司的经理人之间，理论上是相互对立和制衡的。然而，在现实之中，他们之间的制衡关系却不容易建立。

## 董事会的架构

那么，董事会应该是什么样呢？我们可以从规模、结构和运行这三个方面来加以理解。

首先，是董事会的规模和结构。我国《公司法》对于股份有限责任公司的董事会人员规定是在5~19人。按照对中国上市公司的统计，董事会的人数一般在7~11人，人数主要是奇数而不是偶数。从结构上看，超过半数的席位是由实际控制人或其代表，以及股权董事和管理董事占据，即内部董事的数量超过一半。

关于董事会究竟应该由多少人构成比较合理这个问题，学术界在20世纪末，有几项比较有影响力的研究结论。大致的结论是：对于大型公司，董事会成员在12~13人是较佳的配置。这些权威研究的逻辑可以被概括为：董事会的人数越多，越有信息方面的优势，但人数较多又会产生沟通效率降低和搭便车等劣势。

具体来说，董事会的成员人数多，有助于集思广益，大家可以从不同的角度看问题，提出多样化的思考和看法，这是显而易见的好处。但是，当董事会的人数超过一定数量之后，往往会大大增加把不同角度的思考进行收敛的成本，甚至会出现某些董事不尽力、搭其他人便车的情况。

搭便车的情况在任何群体决策过程中都无法彻底回避和解决。我自己曾经遇到过一位董事会成员，在长达六年的共事时间里，我没见他提过任何有价值的意见或建议，不是今天复述一下张三的意见，就是明天赞同一下李四的意见。对这位董事来说，当董事的意义，就是获得董事薪酬，以及收获到外地参加董事会的旅行乐趣。

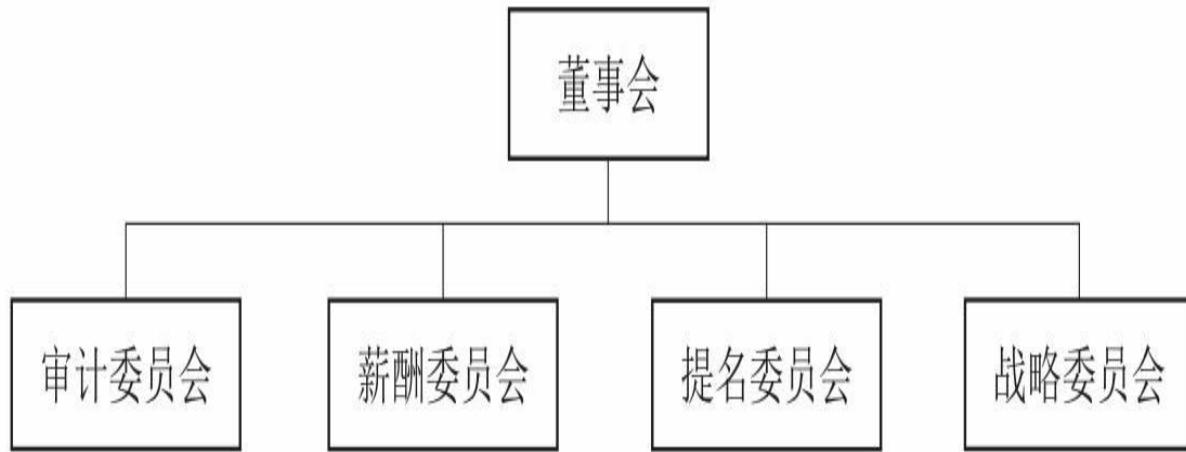
出于对上述积极面和消极面的综合权衡，前面所提及的那几份权威研究认为，董事会的人数和结构应该由公司的规模和业务复杂性决定。这几份权威研究基于大型公司的样本，通过统计研究，最后得出了12~13人是大型公司董事会最优规模的结论。

其次，是董事会的结构。董事会实行票决制，每次会议都会讨论一些议案，表决的规则是一人一票，超过半数赞同票的议案将获得通过。公司的董事长，也叫董事会主席，是董事会的召集人，在正常的情况下，他负责召集并主持董事会，但他的法定权力也只是投出属于他自己的那一票。至于董事长可以通过其他方式施加其影响力，这是另外一个层面的问题。

虽然董事会的成员只有十几个人，但在商议具体事项的时候，人数依然偏多；而且，董事会的成员之间还存在专业能力的差异问题。比如，在涉及技术战略、财务审计等专业性较强的问题时，召开董事会的

全体会议进行讨论，就会非常低效。在这种情况下，就衍生出了董事会的下属委员会制度。

董事会下属委员会包括战略委员会、薪酬与提名委员会、审计委员会等，是按照专业来设置的，居于董事会的全体会议之下。董事会的全体成员，则分散在不同的专业委员会任职。很多专业性的议案，都是由专业委员会先行讨论，再向董事会的全体会议提出建议，并经由全体董事表决。图17-1就是关于董事会及其下属委员会设置的架构图。



**图17-1 董事会及其下属委员会**

以审计委员会为例，它主要由具备财务背景的人组成。这个委员会的任务是在与管理层相互隔离的情况下，保证公司年度报告、财务报告和审计控制报告的真实性和有效性。按照我国的法律法规，审计委员会超过三分之二的人员应该是独立董事，它有权独立聘请会计师事务所和相关的辅助人员，并和后者一道工作，对审计工作的程序、进展和质量进行督促保证，然后提供一个供董事会集体讨论的委员会决议。

以上所说的这些委员会，都是在正常情况下董事会应该设立的分支机构。当公司遇到特殊情况时，董事会也会临时组成一些非常设的委员会，来处理这些特定问题。比如，在《门口的野蛮人》这个收购案中，我们就看到，雷诺兹-纳贝斯克公司在遭遇几家投资公司并购时，首先组成了一个由五位独立董事构成的特别委员会，负责对各家的标购方案

进行分析和判断，然后再向董事会提出建议，供董事会全体会议讨论、做出决议。委员会的负责人是董事长休格尔，另外还有其他四位董事会成员。这个委员会的任务就是筛选和剔除那些不靠谱的并购参与者，进而向董事会提出最后的入选者，由董事会集体会议讨论并最后拍板。

不过，从小说《门口的野蛮人》的描述中，我们可以看到，无论是特别委员会还是董事会的全体会议，其运作都有主导者。这就涉及我们要讲的第三个问题：董事会是怎样运行的。

目前，很多公司治理的研究都是建立在董事是“正直”的人这个假定之上，似乎所有的董事都会“勤勉尽职”和“公而忘私”。我认为，这是一个认识上的误区。从《门口的野蛮人》对特别委员会乃至公司董事会全体会议的细节描述里，我们可以看到，与其说董事会是一个整体，不如说董事会是由一些自利的个人构成的组织。

以董事长休格尔为例，他是非执行董事长。什么是非执行董事长呢？就是他并非在公司全职工作，他的报酬也并不与公司的业绩挂钩，而是领取一个相对固定的数额，唯一不固定的就是他的福利。在董事会会议上，议案都是由管理层提供的，休格尔的任务是主持会议，引导大家按照董事会的议程进行讨论和表决。休格尔这个非执行的董事长并不控制公司，真正控制公司的是CEO约翰逊。

事实上，休格尔这个董事长，是约翰逊给的。休格尔原来只是董事会中的一名普通董事，但他在约翰逊争夺CEO大位的过程中，穿针引线，立下了汗马功劳，所以，当约翰逊顺利当上CEO、牢牢地控制了公司大权之后，就让休格尔当了董事会的非执行主席，年薪是15万美元，此外还有很多其他的福利。约翰逊之所以选择休格尔担任董事会主席，无非是想进一步借助他让自己和其他董事们之间的关系日益紧密。

如果不阅读这本小说，很多人可能完全想不到：当约翰逊决定准备通过杠杆方式收购公司时，休格尔的劝诫竟然是，难道你不想要这种奢华的生活了吗？显然，在休格尔看来，花着股东的钱，过着奢华的生活，对于约翰逊这样的职业经理人来说，日子已经很好了，你还瞎折腾

什么？

这本质上涉及我们在第13讲中讲过的那个公司权力谱系。我们讨论一家股份公司的治理结构，讨论其董事会的效率问题，必须要首先明确这家公司的权力结构究竟位于谱系中的什么位置。公司所处的位置不同，客观地决定着它会形成一个怎样的董事会，也决定着这个董事会能不能发挥作用。

## 董事的动机与行为

说得再明确一点，现实中的很多董事会都只是符合法律规程的摆设。我们现有的理论过于强调董事会法律意义的规范性，而忽视了董事会也是由人组成，因而也具有“世俗性”。多数董事是基于利弊权衡而行动的，他们并非基于原则而行动，所以，他们常常游走在灰色地带，用通俗的话说，就是打擦边球。

以董事长休格尔为例，他既贪婪，又怕死，努力在两者之间寻求着某种平衡。我们看到，一方面，休格尔占尽了公司的好处，对于约翰逊给他的种种福利来者不拒，一概笑纳，而且还投桃报李。当约翰逊下决心对公司进行竞标收购后，最滑稽的是，特别委员会的人员选择，竟是休格尔和约翰逊商量的结果。这不仅违背了董事行为的基本操守，也失去了外部董事最基本的独立性原则。

小说中对此是这样描述的：

休格尔刚回到康涅狄格的家中，就给已经回到亚特兰大的约翰逊打了个电话。电话里两人讨论了委员会人选问题。其实休格尔早已有了自己的想法，只不过是通过约翰逊的嘴巴说出那些人名而已。西湾公司的戴维斯是个合适的人选。作为约翰逊的老朋友，戴维斯比董事会里的其他人更了解企业重组，因为在过去的5年里他对

西湾公司进行了多次改革。美国计算机服务公司的前董事会主席安德森也是候选人之一，而且约翰逊给了他8万美元一年的董事咨询费。他们认为至少有一位董事应该来自温斯顿-塞勒姆，于是他们把人选定为梅德林。让人最不可思议的候选人是麦康伯。虽然在早期的交往中，约翰逊不信任这位塞拉尼斯化学公司的前主席，但他和休格尔还是决定让此人加入委员会，以免麦康伯在其他董事中间造谣滋事。

当然，休格尔也十分明白自己这样做的风险，所以，他也为自己留了后手。他的一个关键动作就是要为自己寻找一个可靠的律师，以确保整个董事会在行使职权的过程中做到合规。这样做，即使后面遇到股东诉讼，他也可以说得清。所以，他打电话给纽约最有名的几家律师事务所，希望寻求法律支持。

也正是这几个电话打过之后，休格尔才知道那些他看得上的著名律师事务所都因为存在利益冲突而无法接受他的委托。他进而一下子警觉起来，并意识到也许华尔街的投资银行家们已经倾巢而出，甚至连律师都不够用了。这让他意识到约翰逊一定有很多事情瞒着他，于是开始对约翰逊有所警惕。这种警惕，来自他“贪财又怕死”的本能。

更令人想不到的是，休格尔在这种情况下保全自己的办法，竟是引入一个完全没有资格的第三方队伍，以防止相互竞争的管理层团队和KKR联手。这个第三方团队来自弗斯特曼-利特尔公司，本来他们是没有机会参与到这个并购案之中的。休格尔特意安排他们进入，就是要创造一个竞争对手，保护自己的安全。这是因为，有这个第三方团队，即使约翰逊和KKR联手，第三方哪怕摆摆样子，也是一种竞争的局面，而他则有机会逼迫竞标者出高价。

休格尔的这些行为，其实并不令人奇怪。很多人看到董事们西装革履、正襟危坐，以为他们就必然代表正义和公道，以为他们必然很职业化，以为他们的行为就必然为股东和公司的长远利益考虑。如果这样

想，就大错特错了。董事也是人，甚至可以说，他们和我们一样，饮食男女，趋利避害，我们不能因为他们的董事地位就给予他们不切实际的要求和期望。某种意义上，他们的行为模式和贩夫走卒，没有本质区别。

董事的基本职责和义务，在美国被概括为忠实的义务（duty of loyalty）和注意的义务（duty of care）。我国的《公司法》的要求与此类似，第148条明确规定：公司董事对公司负有忠实义务和勤勉义务。

我国《公司法》和《上市公司治理准则》对勤勉和忠实的含义，有清晰的说明。董事的勤勉义务被概括为：董事在履行职责时，应该善意为公司的最大利益服务，并应以一个合理的、谨慎的人在类似情形下所应表现出的谨慎、勤奋和技能来履行职责。董事的忠实义务，又称为信托义务或信任义务，指董事在管理公司时，应毫无保留地代表全体股东为公司的最大利益努力工作。当董事的自身利益与公司的整体利益发生冲突时，公司的整体利益优先。当董事因失职而导致股东财产损失时，他会视情况被要求承担责任，包括行政责任，民事责任和刑事责任。

然而，这只是理论上的说法，或者说是法律上的要求。在现实生活中，我认为董事的任职选择是一种个人的商业行为，是一种利弊权衡的结果。董事的利益有三种：货币收益、关系收益以及社会声誉方面的收益。董事的任职成本包括时间和精力上的投入，以及可能的声誉损失或失败成本。一位董事，只有在任职收益大于履职成本的时候，才会就任，否则就会选择拒绝或辞职。如果因为失职或渎职，遭到证监会的惩罚，甚至承担法律责任，那就得不偿失了。

那么，董事们会尽最大努力维护股东权益吗？不容易。经典的经济学理论已经从理性人的角度证明了，尽力而为从成本收益的角度上看，是不划算的。

具体来说，任何人做事情都要追求净收益最大。净收益等于做某一件事情的总收益减去总成本。而要保证净收益最大化，就必须要在边际上进行衡量，只有当进行一个工作的边际收益大于边际成本时，才值得

增加对这个工作的投入。而且，随着努力程度的增加，收益水平的增加速度会逐步下降，而成本的增加速度会快速上升，也就是说，净收益的水平会随着努力的加大而不断减小。

于是，尽管人们不会精确计算自己的最优努力水平是多少，但他们会在心中按照这样一个逻辑去盘算，大致确定自己的努力程度应该保持在什么水平上，以及什么样的行为符合这个收益最大化的目标。于是，董事们不一定会像法律所要求的那样去尽职。也就是说，从董事的角度所判断的最优努力水平和努力方式，与法律要求的水平、股东期望的水平，可能存在较大的不一致。

比如，像休格尔这样只获取固定报酬的人，由于其总收益是固定的，并且与公司的业绩无关，所以，他要追求个人净收益的最大化，客观上就要想办法降低努力的成本，包括减少直接的时间投入；以及间接地在工作方式上的“讨巧”。道理很简单：收入固定，投入减少，剩余必然增大。

于是，在这样的激励环境中，休格尔不求有功但求无过。这样的工作态度，是符合人性逻辑的。如果不是约翰逊非要折腾，他大可以把这种平安无事的日子过下去。当约翰逊打破了休格尔的平静生活之后，他的第一个反应，是劝说约翰逊息事宁人；第二步是寻求自保，想着该怎样给股东一个交待。

自保的动机，是主导休格尔后续行为的关键。导致这个变化的核心原因，在于并购改变了休格尔的收益成本机构，失败成本陡然上升，如果再不付出必要的努力，他的声誉会严重受损，失败成本会大到他无法负担的程度。

其实，雷诺兹-纳贝斯克公司的其他董事也和休格尔一样，平时他们对公司付出很少，但获益很多。他们享受着高额的薪酬，公司的福利和礼品，以及免费使用公司飞机的权利。但当《纽约时报》刊登出管理层收购的重磅消息，这些消息让他们进入到公众视野之后，他们所面对的收益成本结构发生了大变化，开始承担巨大的声誉风险，这才使他们

愤怒起来。关于这个细节，在书中是如下描述的：

董事会里弥漫着一种反对约翰逊的情绪。戈德斯通猜得没错，这些董事已经不再是约翰逊的盟友了，也不会再帮助他了，而且他们痛恨约翰逊将他们置于公众舆论的风暴眼里。

董事会已经受到了来自员工、股东和媒体等反约翰逊力量的责难，而关于约翰逊秘密协议的报道更是让董事会坐立不安。

一系列的报道接踵而来：价值5 250万美元的退休金计划和价值5 000万美元的52.6万股限制股，约翰逊的小算盘打得可谓万无一失。更糟糕的是，约翰逊给予董事会成员的一些好处也被媒体曝光了，其中包括薪水不菲的聘用合同和每人1 500股的限制股。

在发达的市场经济体制中，声誉对任何人都是个大约束。约翰逊的收购计划，直接对董事们的声誉构成了威胁，这导致了董事会和约翰逊进行切割，董事们开始公事公办。自保行为，是董事的本能，也是他们的底线。某种意义上可以说，人们只有在面对底线的时候，才会记起什么是责任，什么是义务。而我们也必须要承认：这种自保态度和自利动机，恰恰是公司治理机制的一个部分。

这一讲我们对董事会进行了介绍。按照法律逻辑，股东大会使公司的主要权力机关，股东的权力主要体现在选举董事会成员，以及批准董事会提出的关于重大事项的议案两个方面。但现实生活比理论设定要复杂得多。关键股东、CEO往往有更多的决策权，他们可以通过董事会来反向操纵公司，进而操纵股东大会。所以，了解公司的基本权力结构，了解董事会的成员结构，并进而看透公司内部的权力逻辑和运行规则，非常重要。

# 第18讲

## 五条防线

### 为什么说公司治理是个矫正体系？

前面，我们分别讨论了经理激励的重要性，以及董事会作为公司决策机关的角色。这一讲和下一讲，我们将以雷诺兹-纳贝斯克公司为例，基于上市公司和资本市场，帮助大家建立一个关于公司治理机制的全景。

## 治理机制全景

我试着把企业内部和外部的种种治理机制画成一个关系图，请参见图18-1。第18讲和19将围绕着这个图展开。

在我的观念里，完整的公司治理机制包括了内部的治理机制和外部的治理机制。经理人激励、董事会决策和股东大会的监督，构成了公司内部的治理机制。在我国，还有另外一条监事会的治理线索，它也属于公司的内部治理机制。不过，我们在这本书中没有讨论与监事会相关的内容，主要原因在于我国现有的监事会大多数属于内部人监督，而且是下属监督上级，其有效性往往较差。

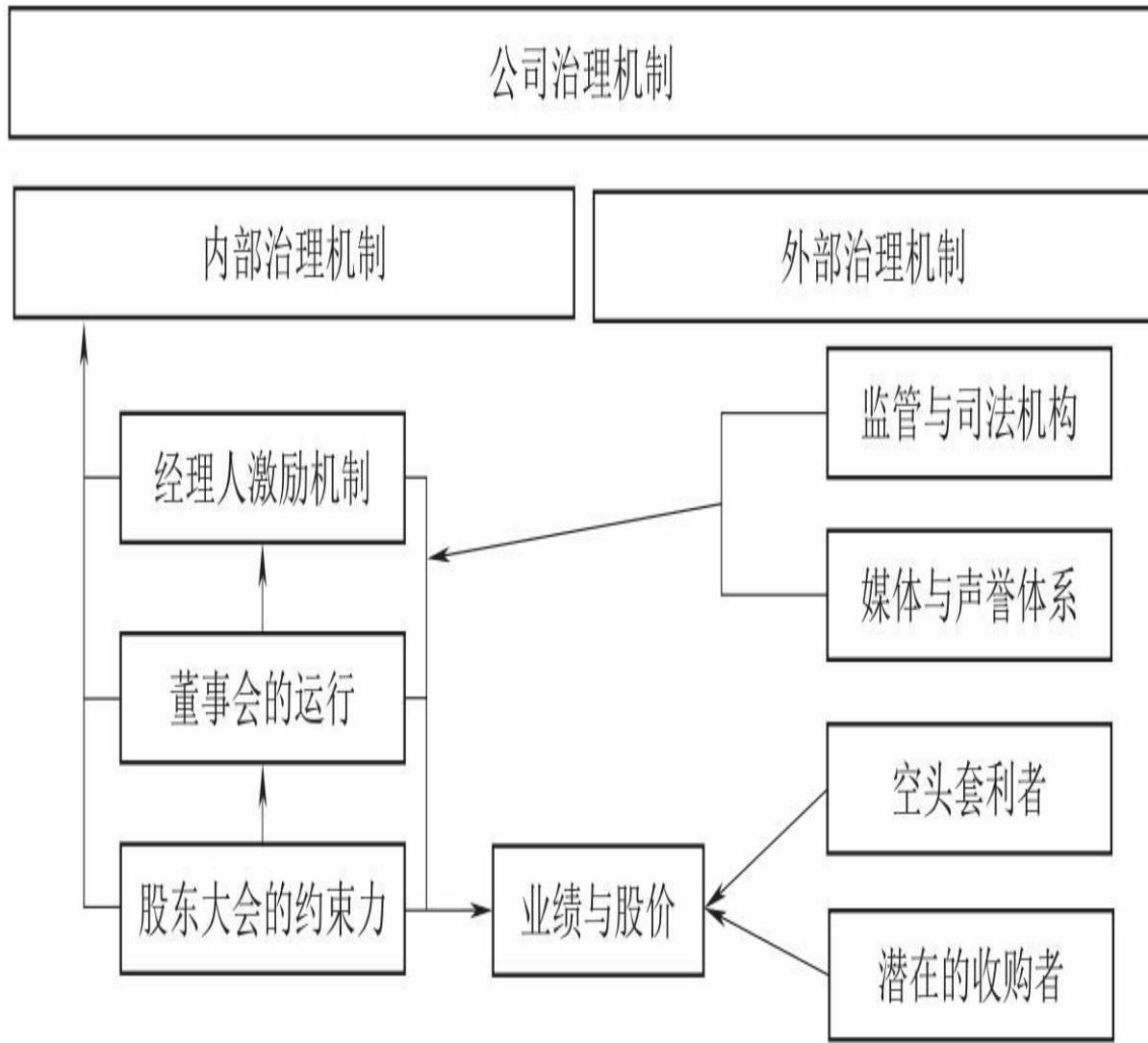


图18-1 公司治理机制的关系架构

回到主线。我们一般讲公司治理结构的时候，往往都局限在上述公司内部的治理机制方面。事实上，资本市场、社会的舆论监督、政府的管制行为、法律体系，都有极大的治理意义。比如，资本市场上的很多活动，包括做空机制，都有重要的治理作用。当这些内部治理体系失灵，无法正常发挥作用的时候，就会触发这些外部治理机制发挥作用，对内部治理机制进行矫正。

大家如果关注在美国上市的中国概念股公司，就会知道一些公司曾

经遭遇过机构投资者的做空。通常的做法是先发布利空报告，然后从股价的下跌中获取利益。很多人认为这些做空是恶意的。但常言道，苍蝇不叮无缝的蛋。如果一家企业没有问题，这种利空报告言之无物，机构投资者想由此套利，很少能够得逞。即使成功一次，也很难骗人一世。所以，大家对于做空机制的治理含义，应该有客观的、正确的认识。

总之，公司治理并不仅仅是股东大会、董事会和监事会的三会制度，三会制度只是公司内部涉及治理的机关和架构，更广泛的机制实际延伸到了企业外部。这也就是为什么很多学者的研究领域属于会计学、金融学、管理学、经济学、法律、甚至组织理论，同时也都涉及公司治理。

我们回到小说《门口的野蛮人》，进一步说明图18-1。雷诺兹-纳贝斯克公司之所以会被KKR收购，并逐渐演变成为一场世纪大收购，我认为根本原因主要有三个。

首先，是公司的内部治理机制的失效。事实上，雷诺兹-纳贝斯克公司在战略和管理上虽然存在改善的空间，有进一步创造公司价值的可能，但在约翰逊的治下却很难实现。原因很简单，约翰逊和管理层自己没有这样做的激励动因，他们只会满足现状、故步自封、大肆挥霍。而董事会也没有给管理层施加压力的动力，股东大会更无能为力。可以说，公司的内部治理机制几乎完全失灵。

比如，按道理，雷诺兹-纳贝斯克公司早就应该进行分拆，但在约翰逊只是一个打工者的时候，虽然他是CEO，却缺乏这样做的必要激励。而当他准备进行管理层收购时，开始从股东的角度思考公司的出路，就要分拆纳贝斯克的业务。这就是我们常说的“屁股指挥脑袋”。

在打工者CEO约翰逊看来，公司不是自己的，公司规模越大，自己的地位越高，何必劳心劳神地去进行分拆呢？但作为股东的CEO约翰逊，公司的价值和自己的利益高度相关。所以，视角不同，经营动作就完全不一样。

其实，在80年代的美国，不少公司都和雷诺兹-纳贝斯克公司一样，由于管理层没有动力，许多应该做的经营动作都没有人做。也恰恰是因为这一点，才引发了80年代的大并购。有一个英文单词现在已经很少用了，叫conglomerate，它的意思是综合性大企业。在20世纪60年代，美国的很多主流企业都是这种由多种业务形成的综合性大企业。

多元化企业存在的理由，是能够创造出1+1大于2的协同效应，否则就不如分拆可以给股东带来更大的价值。在20世纪末，很多学者对综合性大企业进行了复盘研究，发现美国大型公司多数都没给股东创造价值，相反却因为多元化经营而毁损了股东价值。在这些公司里，不仅没有协同效应，而且不同业务混在一起，综合效果是1+1小于2。

雷诺兹-纳贝斯克公司就是这类企业的典型例子。它的旗下有完全不同的业务领域，有现金流良好但公众印象比较矛盾的烟草业务；也有进入千家万户、作为知名品牌而存在的快速消费品业务。这两类业务的经营逻辑完全不同，对管理方式和管理文化的要求也不同。但这样一些差异极大的业务，却被包含在同一家公司中，在同一个管理班子的控制下生存，业务上不仅没有协同效应，而且还彼此冲突，相互牵制。

比如，资本市场按照烟草行业的估值逻辑来评价纳贝斯克的食品业务。它的食品业务所动用的资产是收入的22~25倍，但股价却只相当于收入的9倍。这就意味着公司完全被看成一家烟草公司，而烟草公司在80年代提倡戒烟的大环境下，是完全不被看好的。公司的管理层对此并没有什么好的改善办法，而且也没有分拆的动力；董事会更没有更换管理层的意愿和能力。所以，公司股价长期低迷，其固有的内在价值完全无法得到充分释放。在这种情况下，只有通过收购、改造、重组，才有释放价值的机会。无疑，这意味着内部治理机制失灵后，它需要寻求外部治理机制来助力。

当然，对企业进行分拆再造，并非只有外部收购者才能完成。如果是企业的内部人，包括CEO有决心并且敢于下手，也可以取得同样的效果。比如，在80年代企业史上留下名声的重要人物，像通用电气的韦尔

奇、克莱斯勒的艾柯卡、高露洁的马克，都是重组高手。在这些人任职之前，他们所在的企业都是被多元化经营这一发展战略搞得臃肿不堪、效率低下。而在他们上任之后，所使用的改造企业的基本方法和约翰逊在下决心收购公司时计划要做的，以及KKR标购成功之后所做的，如出一辙。

然而，问题的关键就在于雷诺兹-纳贝斯克公司的内部治理机制已经失灵，企业内部已经没有这种自我更新的动力。约翰逊整天沉迷在他的小圈子之中，想的事情就是如何巩固自己的地位，利用公司的财富为自己谋福利，所以，只有靠外部人接管，才有可能摆脱窘境。我一直觉得，即使KKR不抢先下手，在80年代并购大浪潮中，也会有其他的华尔街投资银行会对雷诺兹-纳贝斯克出手。

## 接管威胁

除了内部治理失灵之外，导致KKR选择雷诺兹-纳贝斯克下手的理由还有一条，就是它虽然效率低下，但创造现金的能力却非常强。所以，在某些情况下，公司有充沛的现金流，可能会成为“致命伤”。这一点，请大家一定要记住。

为什么现金流好的公司更容易成为收购者的目标呢？原因很简单，就是在完成收购、新管理团队进入公司之后，都要对公司进行改造，而改造往往又需要投入大量的现金。有一种说法，买企业要花一块钱，在未来改造企业的过程中还要准备好另外一块钱。如果被收购公司的自身现金流状况比较好，或者有很好的现金储备时，显然就意味着在完成收购之后，不需要追加另外的一块钱。不仅可能不需要再注入大笔现金，甚至还有可能从这个被收购企业中获得宝贵的现金资源，用于做其他的事情。总之，现金流越好的企业，对收购者的吸引力就越大。

雷诺兹-纳贝斯克公司就是这样。虽然它的内部治理机制出了问

题，但其两大业务领域没有根本问题，资源条件也不错，而且，它还有着良好、稳定和充沛的现金资源。资源好，现金流好，一俊遮百丑。这是因为，治理机制和管理机制都是可以改造的，甚至企业家精神都可以被重新塑造，而资源产生现金的能力，是稀缺的，需要很多年的积累。从这个意义上说，雷诺兹-纳贝斯克成为投资机构的目标，一点也不奇怪。

这就引出了另外一个话题：被接管的威胁。一般来说，发展得比较好的公司，通常已经上市，并且经历过很多轮融资和减持，这时的股权可能已经相当分散了。如果公司处于下述这样一种状况，即资源和现金状况都不错，就是经营管理不力，那么，掌管公司权力的人就存在被替代的风险。如果内部治理机制失灵，董事会和股东大会无法做到这一点，外部的收购者就有更大的可能性来敲门。

在20世纪80年代接管活动盛行之前，被收购的威胁并没有像当时这样大。现在，掌控权力的人不时刻盘算着自己手里的资源，如果放在别人那里会不会创造出更大的价值，就有可能会被收购者打个措手不及。我们后面讲到的万科，包括在同时期发生的其他一些收购活动，都证明了这一点。

这就是图18-1中所描述的被收购的压力，或接管威胁。其实，并不一定需要发生真正的兼并收购活动，将现任管理者和董事们扫地出门，才是外部治理机制。接管的威胁本身就是一种治理机制，它会给在位的管理者以运用好自身资源的压力。经营者对于位子是否安稳的担心，以及随之而来的自我反思。这种压力机制就是外部治理机制在企业内部发生作用这个传导链条上的一环。

那么，企业的现金流充沛、基本状况良好，但内部治理机制失灵，是不是会自动触发外部治理机制发挥作用呢？这里不能忽视的还有一个因素，就是股票价格。一方面，公司的股价是否被低估到一定程度，直接决定着从外部进行收购的可行性；另一方面，股价的变化也直接决定了启动收购的时机。

在雷诺兹-纳贝斯克公司的案例中，我们可以看到，公司的内部治理机制失效其实已经存在一段时间了，但并没有触发收购。正是金融危机所导致的股价低迷，才使得KKR觉得并购有利可图。小说中有这样的一段描写。

1987年10月19日，纽约股市一泻千里。和其他人一样，约翰逊打开他的股票报价器时，也陷入了恐慌之中。一周前雷诺兹-纳贝斯克集团的股票价格还在65美元左右，当天中午一下子跌到了40美元左右。接下来的几周里，股市一直萎靡不振。

12月，公司的利润上涨了25个百分点，但华尔街对此反应冷淡。那年冬天食品行业的股票价格开始回升，雷诺兹-纳贝斯克集团的股价却依然没有任何起色。……但大家都把该公司的股票看成是烟草股。……当看到其他食品公司的股价飞速上涨时，约翰逊只能在那里眼巴巴地干着急。

无疑，股价的低迷，或者说股价长期脱离真实的公司价值，是导致80年代并购活动盛行的重要原因。当时，华尔街的投资银行家都在想办法去寻找价值被低估的标的作为投资对象。就像寻常人买卖股票，投资银行家们极其重要的功课就是去发现那些处于价值洼地的好东西。普通投资者只会在二级市场寻找和购买廉价股票，而诸如KKR之类的投资银行家则希望通过杠杆收购方式对企业连锅端。

其实，在80年代的美国，很多知名公司都成为过投资银行家的潜在目标，包括有百年历史的巨无霸公司——通用电气。只不过是因为通用电气出了个优秀的CEO韦尔奇，在收购者到来之前，他自己先启动了管理改革，并进行了内部治理机制的修复，才使得外部人无机可乘。

韦尔奇对于通用电气的改造，和外部投资银行家们的手法如出一辙。当时，通用电气过度沉迷于多元化发展，很多业务都处于效率低下的状态。在韦尔奇上任CEO的初期，他以削减成本、减少不必要的支出

为重点，果断关闭了很多业绩较差的业务和生产线，诸如煤矿、空调，还有一些消费电子产品。

有人统计过，韦尔奇在1990年之前，关闭了将近200个业务单元，占公司全部营业收入的25%之多。理由只有一个：竞争力不强，盈利水平不够。他当时有一句名言：一个业务，如果做不到前三名，就一定会被出售。因为韦尔奇的操作手法和那些外部收购者的套路太相似，所以，大家送给他一个绰号：内部劫掠者（inside raider）。

劫掠者，是那个年代对很多外部收购者的一个负面称谓，就像“野蛮人”一样，成了有特殊含义的名词。有意思的是，在韦尔奇执政时期，约翰逊还是通用电气的董事会成员。但他却没有和韦尔奇一样去改造雷诺兹—纳贝斯克公司。我总觉得，约翰逊目睹了通用电气的种种变化，可能受到了某种刺激和启发。他想改造雷诺兹—纳贝斯克公司，但又不想白干。他想借着管理层收购，坐上老板的位子。

当KKR向约翰逊提出收购公司的建议时，约翰逊更加下定决心要独立完成收购。为什么要肥水流入外人田呢？KKR可以做杠杆收购，为什么管理层自己不能做同样的事情呢？

其实，韦尔奇也有机会和约翰逊做同样的事情。我以为，如果他那样做了，大概率也会身败名裂。为什么呢？我们只要看一下裁员的数量就知道了。通用电气做完整个公司再造，减少的员工数量超过了12万人。虽然20世纪80年代是美国工团主义运动的低谷，政府的劳工政策也给企业提供了非常宽松的环境，但即使如此，如果韦尔奇有什么私利性动作被爆出，他的改革就不会得到员工、社会舆论特别是股东和董事会的拥护。所以，一个人要想做大事，就不要盘算小利。这也是一种共生的智慧。

公司重组，关闭生产线，意味着你要动别人的蛋糕。在动别人蛋糕的时候，首先必须要保证自己绝对清廉。如果你把别人的饭碗砸了，还变相往自己口袋里装钱，别人就会质疑你的动机，质疑你的行为。被质疑，就会失道寡助，众叛亲离。就像我们在小说《门口的野蛮人》中所

看到的，格林纳斯和董事会后面出来反对约翰逊，出卖他，皆由于此。而如果没有格林纳斯为KKR输送关键信息，也许KKR最后不会把收购价喊得那么高。

坦率地说，从我第一遍阅读《门口的野蛮人》时，就很不理解一件事：明明是可以共赢的事情，明明可以花小成本做到的事情，为什么要在最后付出了那么多的代价呢？唯一的答案就是人性的弱点和人的自利性所带来的局限。

在本书开头的部分，我曾经讲过：公司治理的目的，是要维系一种利益的平衡，企业要在利益的相互约束中得到发展。这种动态平衡的性质，和企业的规模其实无关。在有限责任公司，股东数量很少，股东之间的平衡和共赢很重要；到了股份有限公司和上市公司阶段，股东人数多了，成分复杂了，懂得权衡和妥协，有效地保持平衡，同样重要。

## 治理体系

现在，我们重新回到图18-1所勾勒的、治理体系的全貌。在这个图中，存在着公司治理的五条防线。

第一条防线，是要通过激励性薪酬将经理人和股东在利益上形成一致化。一些研究认为，要想把两种利益充分一致化，就要将经理人的持股比例提到足够高，否则，经理人就不会全心全意地创造公司的价值。我不反对这个看法，但认为激励除了来自金钱，还有理想、事业心，工作平台的性质与价值，受多个方面因素的共同影响。所以，来自内在动机的激励应该是收益和理想两个方面都不可或缺。

比如，韦尔奇就是更看重情怀的人。作为CEO，他的收入不可能说少，但绝对不是他应该获取的全部，而他为了理想放弃了一部分金钱，更享受成就感。如果我们把经理人追求的东西画成一个谱系。韦尔奇处

于一端，而约翰逊则处于另外一端。当然，多数人把利益看得更重，这很正常，也符合基本人性。

当激励性报酬不足的时候，公司治理的第一条防线就会失守，这就需要第二条防线。第二条防线就是董事会制度。但正如前面讲到的，董事会这条防线也会失守。因为对于董事的激励和约束制度也可能不充分。一个只拿十几万薪酬的董事，又得到了CEO所给予的好处，他怎么会轻易和CEO翻脸呢？这就是为什么世界上很多董事会都被称为“花瓶”。

而且，董事会通常隔好几个月才开一次会。董事们对公司的情况了解有限，会议也常常是走形式。比如，《门口的野蛮人》开篇就从雷诺兹-纳贝斯克公司的董事会议写起，第二天公司就要开会了，而且是关乎公司命运的会议，但在前一天，多数董事对即将发生的大收购竟然一无所知。虽然这些董事都是其他公司现任或已经退休的CEO，平均年龄也有65岁，可谓经验丰富，但在雷诺兹-纳贝斯克公司，他们就像聋子和瞎子，绝大多数时间都任由约翰逊摆布。

按照小说中的描述，他们坐着公司专门准备的私人飞机来到会议场所，聊着各种见闻、棒球大赛和总统大选。如果不是事关杠杆收购这样的大事，也许就像参加一次聚会一样，听CEO约翰逊海阔天空地介绍完公司最近的情况，在基于各自经验的基础上进行一些不着边际的讨论，然后履行董事会决议的签字等正常程序，就打道回府了。约翰逊在董事会成员中间周旋着，时而面带微笑，时而开怀大笑，并再一次为自己能在董事会八面玲珑、游刃有余而感到自豪。总之，信息不足和激励不足是董事会这条防线的两大致命弱点。

当然，我们也不能完全说董事会这条防线就是个摆设。如果全然如此，就不能称其为一条防线了。我们在小说的最后部分看到，在来自外界的巨大压力下，董事会逐渐对约翰逊和经理层产生不满。这种不满来自对个人声誉的担心。在最关键的时刻，他们选择让约翰逊出局。也就是说，董事会这条防线，只有在遭受压力时，才能发挥作用。

给董事会施加压力的作用方，首先是股东，这也是公司治理的第三条防线，是公司内部治理机制的最后一条防线。股东大会的权力，关键是它可以通过选举决定董事会成员。

在《萨班斯法案》出台后，为了防止大股东或内部人对公司实施完全的控制，现代公司的董事会设置了越来越多的独立董事。正如我们在前面新加坡航空公司的例子中所看到的，很多大公司的董事会里，往往除了CEO之外，全部都是独立董事。而独立董事的选举，也采用一种“累积投票制”的特殊制度。

什么是累积投票制呢？股东投票的正常方式，是“一股一票”制。如果大股东控制51%的公司股份，无论独立董事由谁来提名，结果都是大股东说了算。但在累积投票制下，中小股东的表达权就会更大。

假定公司一共发行100股，大股东持股51%，其他中小股东持股49%，与此相对应，大股东持有51票，中小股东持有49票。在普通的投票制度下，大股东提名的候选人就至少可以获得51票，所以，肯定可以当选。但在累积投票制的规则下，如果要在3位候选人A、B、C中选出2位独立董事，总的票数就被设定为100股乘以3票，也就是一共300票。

按照比例，大股东拥有153票，每一股有3票，对应于51%的股份；中小股东拥有147票，对应于49%的股份。这种票数分配的方式没有剥夺任何股东的基本权利，符合同股同权的原则，股权的数量和投票权的数量是相互匹配的。

我们假定候选人B是大股东不喜欢但中小股东非常信任的人。在累积投票的制度下，中小股东可以把全部的147票都投给候选人B，而大股东却只能在A和C两个人中去分配他所拥有的153票，所以，他无论如何不可能把A和C两个人都选上，而把B挤掉。这就是累积投票制的作用。虽然其前提是资本权力的平等，但最后的结果有利于保护中小股东。这是累积投票制在设计上精巧的地方。

当然，这里也还有一个问题，就是中小股东不愿意参加股东大会，根

本无法投出147票。这也是累积投票制的命门所在。从我国上市公司的  
情况看，小股东出席股东大会的意愿很低，参与度不高，导致了非常严  
重的“集体行动困境”。

最早系统论述集体行动困境的，是著名经济学家曼瑟尔·奥尔森。  
他的理论可以被简单地描述为：如果一件事需要大家集体行动，成功了  
大家都受益，这时，人的自利本性就会诱发出“搭便车”的问题，英文叫  
free rider。也就是说，如果某个人不参与行动，但他作为集体成员，并  
不会被排除在受益者之外，他就有虽然不付出努力却可以分享别人劳动  
成果的权利，即获得搭便车的权益。

当大家都发现这种搭便车行为有利可图的时候，就会导致只有少数  
人冲在前面，为大家的利益而努力。这些冲在前面的少数人，承担了所有  
努力的成本，但获益却被大家“合理合法、心安理得”地分享。这个账  
怎么算，都不会划算的。于是，渐渐就没有人愿意冲在前面，干这种替  
大家维护权利但费力不讨好的事情了。

中小投资者出席股东大会的意愿比较低，还在于我国资本市场的  
主要获利方式是获取差价收益，而不是通过长期持有一家公司的股份，分  
享企业成长的红利。这种情况也加剧了中小投资者在参与股东大会时选  
择搭便车行为。

当然，如果公司股权相对比较分散，存在比较强有力的最大股东  
甚至第三大股东，股东大会上的不同声音就会多一些，董事们可以感受  
到来自多方面的压力。这时，股东大会这条防线的价值就会更大一些，  
但这种情况并不多见。

以上这三道防线，就是公司的内部治理机制。当这三道防线失灵之  
后，只有来自资本市场和外部潜在股东的力量才能拯救公司了，这就是  
公司的外部治理机制。具体来说，当股东对CEO、经理层、董事会不满  
意的时候，他们会在公司的股东大会上抱怨、发声。股东们会想办法通  
过“用手投票”的方法来解决问题，可一旦这些手段都无法见效、无法达  
到目的，股东们就会选择离开公司，变为“用脚投票”。

当出售公司股票的人多了之后，股票的价格就会下降，甚至会出现超跌的情况。这就给潜在的收购者提供了机会。正如我们前面所讲的，KKR和其他竞标者之所以出手购买雷诺兹-纳贝斯克公司这样的巨无霸，根本原因就是公司的基本面不错，现金流充裕，而与此同时管理低效、内部治理机制失灵，1987年的股灾所引发的股价长期低迷，则使收购变得更加划算。

我把潜在的收购者，看成是公司治理的第四条防线。潜在的收购者一旦坐上了大位，他们通常会改组公司的董事会，改换公司的CEO和经理层，努力让公司恢复它应有的价值。收购者的目的当然是从这一过程中套利，但这个过程会改善公司的内部治理机制，使其得到重建。正是在这层意义上，我不愿意简单地把KKR这类投资银行称为“野蛮人”。

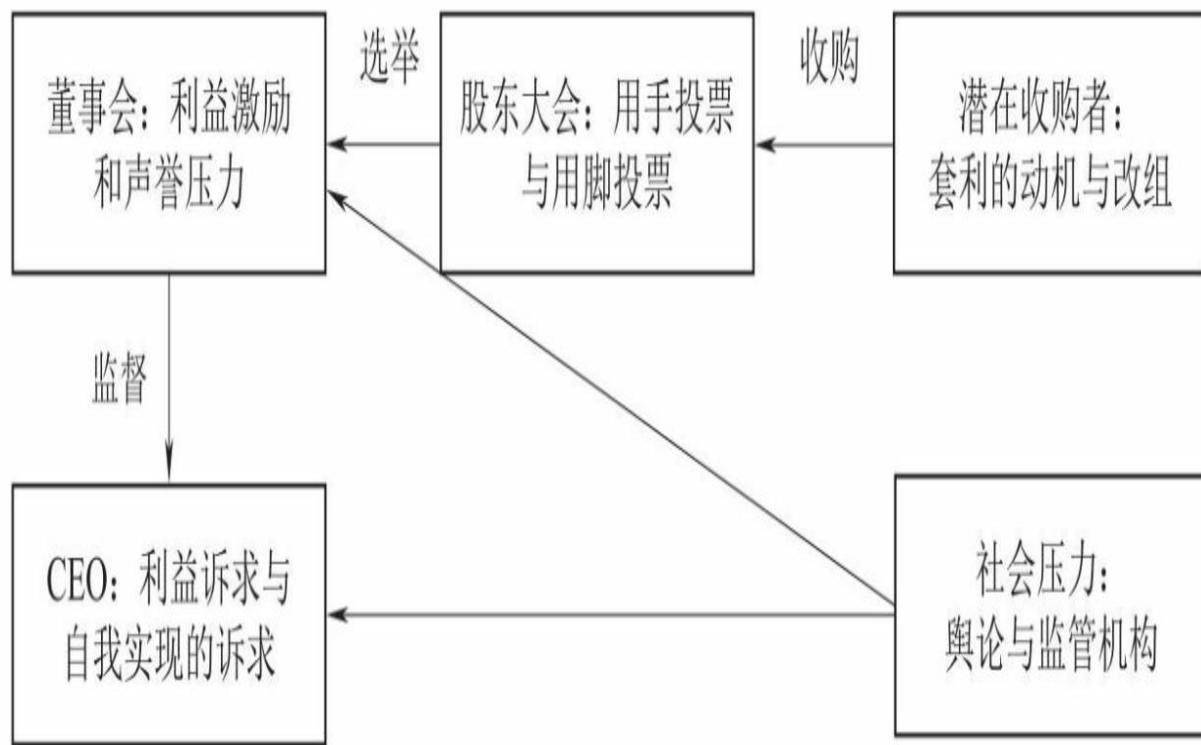


图18-2 公司治理的五条防线

图18-2是对图18-1的细化，对公司治理五条防线做了更直观的描述。从图18-2中我们可以看到：与潜在收购者同样重要，对CEO和董事

会等内部人形成威胁的，还有来自媒体和监管机构的社会压力。

在声誉社会，舆论监督非常重要，因为人一旦失去了声誉，就会寸步难行。甚至一个缺少诚信的人，连申请个人保险和贷款，在同样的条件下，条款的细节都会比其他人要多一些。另外，无论在什么样的社会环境中，严格的交易监管和公司监管，都是公司治理的题中之义。对于那些不怕声誉贬值甚至打擦边球的人来说，强有力的证监会和交易所有立竿见影的效果。社会压力和公司的外部环境，构成了公司治理的第五条防线。

在图18-2中，值得我们深入思考的是，五条防线中的每一个主体都有其利益诉求。我们需要解决的问题，核心在于如何让这些利益诉求得到正视，并由此建立起相应的激励机制，并在不同的利益主体之间形成彼此的利益协同。

这一讲的内容比较宏观。我希望由此帮助大家建立一个关于股份有限公司和上市公司治理机制的全貌，我也希望大家能够建立起从宏观背景看待各种局部问题的意识与能力。

# 第19讲

## 资本市场的压力

### 外部治理机制如何发挥作用？

这一讲，我们接着上一讲的话题，主要讲资本市场和外部治理机制。通过图18-1和图18-2，我们知道，当内部治理机制无法发挥作用的时候，一旦公司股价下降到一定程度，就是外部投资人和资本市场发挥主要作用的时候了。

## 套利的逻辑

外部人参与到公司中来，他们的收购行为成为治理机制的一部分，并不是“出于他们的善心”，同样是出于自利的动机。比如KKR收购雷诺兹-纳贝斯克公司，是因为KKR发起这个收购行动可以套利。套利，是一切资本的本性。

“套利”这个词，虽然听着像个贬义词，但从商业活动的一般规律看，套利也是价值发现甚至价值创造活动的一部分。图19-1描述了商业活动的一般逻辑，套利就是其中的重要内容和环节。

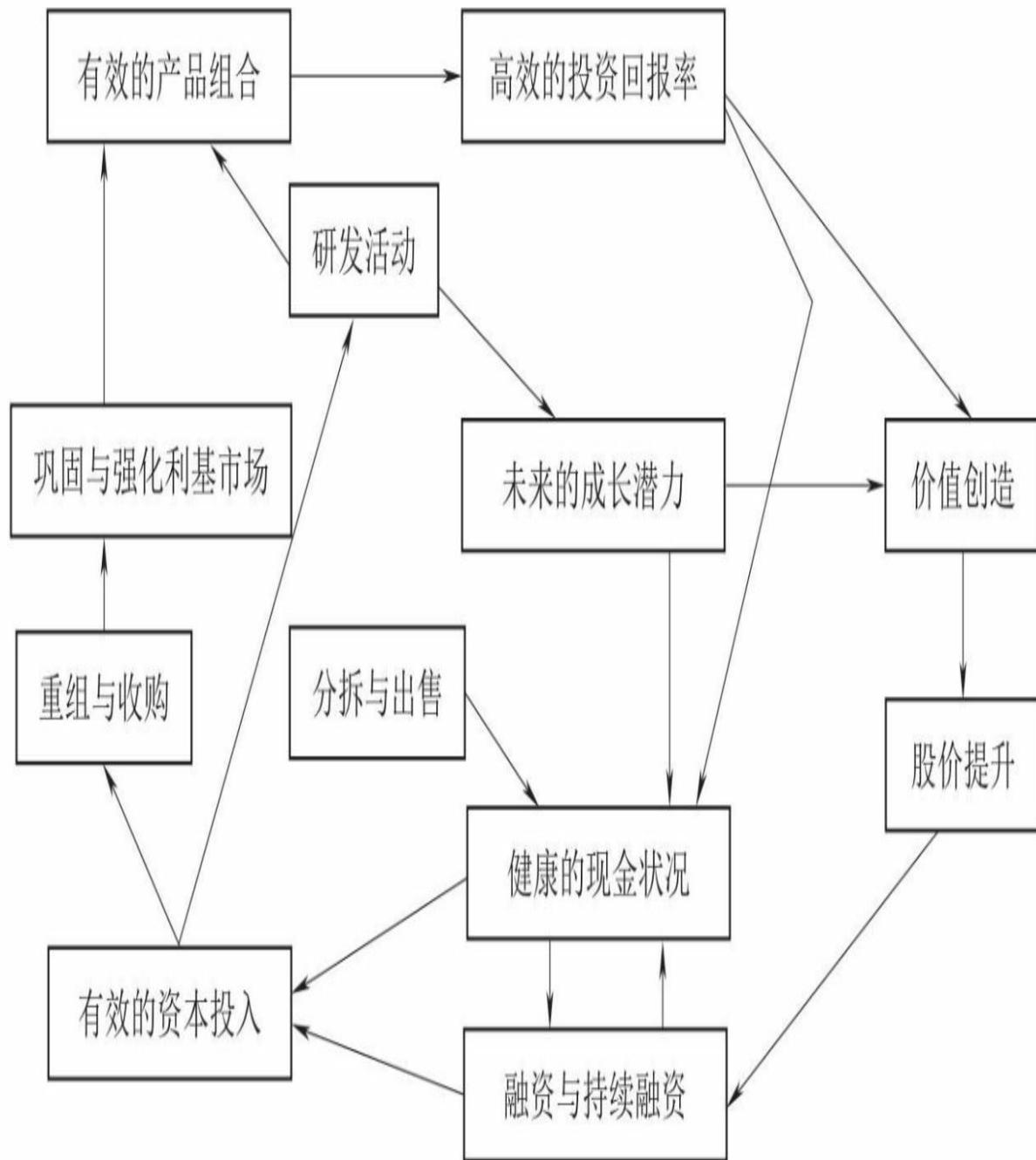


图19-1 并购活动与价值创造过程

任何企业都是从图19-1的左下角投入资源、启动生产这个环节开始的。具体来说，企业家和早期投资者开始经营活动，向特定市场、特定人群投放恰当的产品和服务，满足客户的需要。这是个尝试性的行动，

因为基本的经营闭环没有建立起来，最初的风险是较大的。公司建立有效的管理机制，包括内部治理机制，都是要追求这个过程的高效率，追求尽快获得稳定的投资回报率。

企业的投资回报，不仅仅体现为短期的收入和利润，还体现为长期的增长潜力。比如，企业会进行研发活动，这一活动的目的，是让公司获得技术壁垒，提升后续成长的潜力。再比如，企业还可能通过各种手段培育潜在客户，并追求客户的黏性，以及随后的转化率。所以，投资回报是一个动态的反映性指标，它既可以体现为一个狭义的数字比率，也是一个广义的经营活动效果。

企业的投资回报水平不断提高，意味着经营者在帮助企业创造价值，随之而来的就是股权价值的增加。如果是上市公司，股价就会上涨。这就形成了一个顺畅的循环；反之，则意味着企业进入了一个毁损股东价值的循环。

当企业的经营循环是顺畅进行的，企业可以根据需要获得外部的资本投入，企业的规模不断壮大，利润增厚，现金流健康。而当经营循环逐步恶化，内部治理机制又失灵，无法扭转这一趋势，上述循环难以维继，其结果就表现为公司价值的减少，进而后续融资会出现问题。

如果这时再叠加不利的外部环境，比如像1987年发生了美国股票市场的暴跌，市场流动性变得越来越不充分，股价就很难恢复到先前的水平，或者应该达到的水平，就出现了在资本市场上通过收购兼并而套利的机会。

能够吸引外部投资者进行并购的公司，大都基本面还不错，表现为利基市场比较稳固，研发活动有一定成果等。外部投资者的进入，相当于在这个循环中，从图19-2“收购和重组”这个环节输入一种新的活力。外部投资者往往希望通过改造现有的管理团队，通过产品、市场和客户的重新聚焦，强化研发活动，必要的分拆和出售资产，以及新的融资安排，重建上述循环并使之健康。

改造的效果，最后会反映在股价或股权估值的溢价上。如果外部投资者选择在合适的时机，通过合适的方式把这个溢价变现，就是套利。很多外部投资者的主要目的是套利，但这个套利过程客观上带来了一个结果，就是要么给现有管理团队以压力，要么通过更换管理者，提高经营活动的效率。不过，无论具体过程是怎样的，它都不可避免地会在一定程度上矫正内部治理机制的失灵。

通过图19-1我们可以看到，收购并不会脱离企业经营活动的原有逻辑。收购只是通过获得控制权，调整企业经营活动的轨道，让企业更有利 于进行价值创造活动。被收购的企业往往都具备一定的资源能力，但由于原来的管理层不能做为或者不愿意做为，导致这些资源能力无法发挥出应有效果。外部投资者在收购之后，通常都会调整企业的战略方向，分拆与出售企业的业务和相关资产，大力压缩费用或改变用途，以及大刀阔斧地裁撤无效人员。

那么，外部投资者是怎样在事前就预估出自己可以创造价值，通过并购活动让一家企业重回健康发展的轨道呢？在这方面，有很多的分析架构和分析方法。下面，我就以企业评价和收购分析中最常用的杜邦方程来举例说明（参见图19-2）。

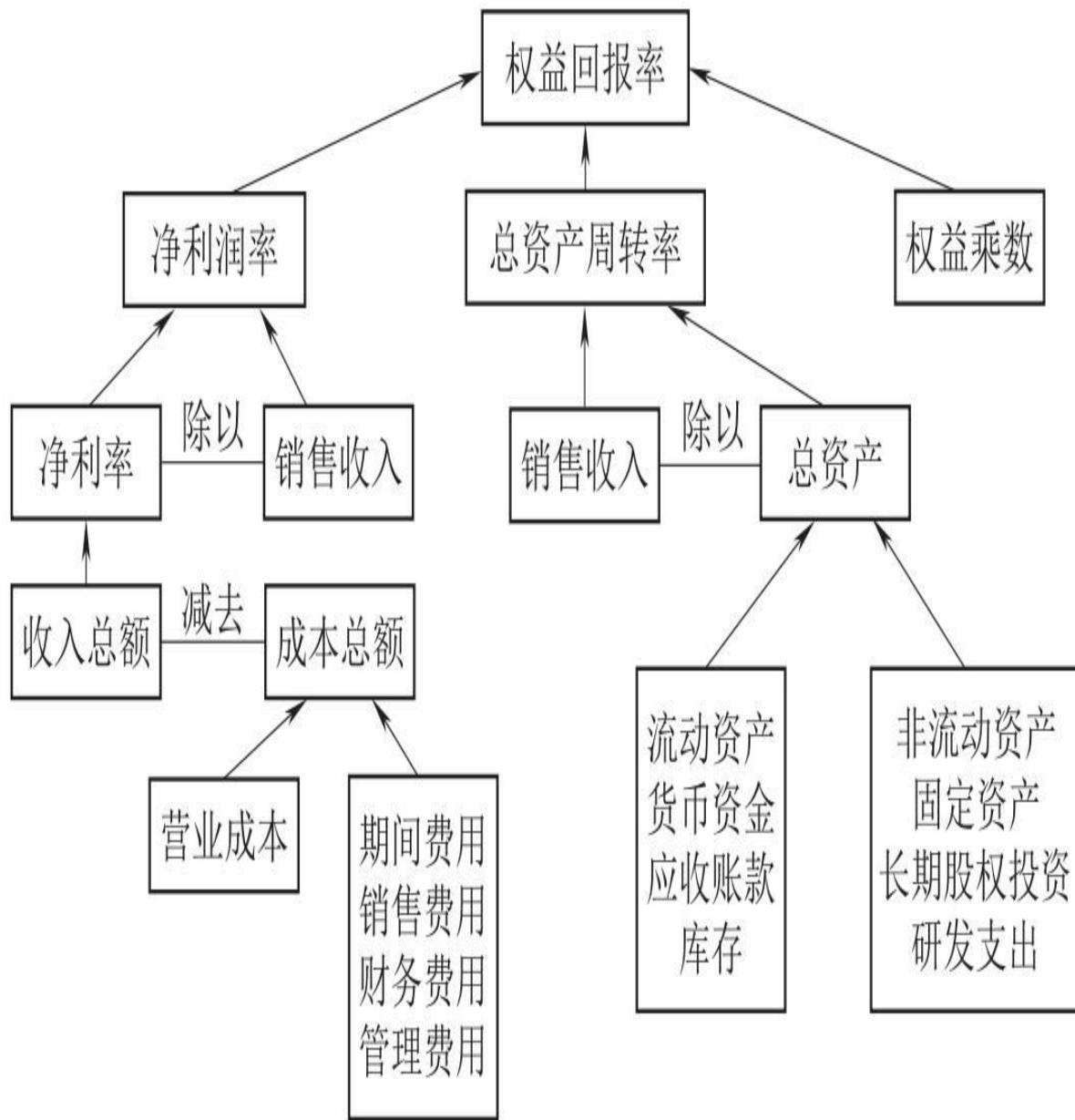


图19-2 杜邦方程的分析逻辑

杜邦方程，由杜邦公司的财务人员最先使用而得名。这个方程来自一个核心比率“权益回报率”，也叫“净资产收益率”，由净利润除以净资产得出。这个比率可以在静态上反映图19-1中所说的投资回报水平。办企业就是要为股东赚钱，所以，权益回报率是反映企业赢利能力的核心指标。

杜邦方程在权益回报率的算式分子和分母同时乘以“收入”和“资产”，在保持比值不变的情况下，将一个比率变成一个三项展开式，也就是三个比率的乘积。这就是它的巧妙之处。展开式即为杜邦方程，写作：

$$\text{权益回报率} = \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{股东权益}}$$

即股东的“权益回报率”等于“净利润除以销售收入”，“销售收入除以总资产”，以及“总资产除以股东权益”这三个比率的乘积。这三个比率依次代表“销售利润率”、“周转率”和“权益乘数”（也叫“财务杠杆”）。通过把一个比率拆成上述三个比率，可以更清楚地看到企业的价值因何而来。当然，这是算总账的、静态的展开式。真的在进行收购，账会算得更细，就是要在动态的情境中更细致地考虑问题。

第一项“销售利润率”，是净利润除以销售收入的值。与之相关的主要财务数字，来自企业的利润表。这里说的利润表，不仅包括企业汇总的利润表，还应包括按业务、按产品、按地域、按客户，从不同的角度进行利润水平的分析。根据这些总体和细节的计算分析，收购者可以判断出：到底哪些业务、产品、地域、客户是给股东赚钱的，哪些是可以改善的，哪些是在赔钱，应该关闭或出售的。

算利润，回避不了成本分析。于是，进行这一项分析的时候，还需要判断企业的成本分摊方式是不是合理，有没有机会进行改善。如果企业的成本费用非常高，像雷诺兹-纳贝斯克公司要养一个机队，要给高管支付巨额的福利支出，同时，它的研发费用也花得非常无厘头，研发出来的“无烟香烟”并不被市场接受，那么，这家企业就存在通过压缩费用来提高盈利的可能性。

事实上，KKR在接管雷诺兹-纳贝斯克公司之后，也将奢侈的飞机

和机库大举出售，还砍掉了无烟香烟的研发开支。显然，这些行为只有在KKR介入之后，才有可能做到。这就是价值发现和价值创造的行为。

杜邦方程的第二项，叫“周转率”。这个指标衡量的是每一块钱资产创造销售收入的能力。一个企业所经营的产品如果单次销售的利润率不高，但周转率很高，也会取得非常高效的业绩。

在图19-2中，我罗列了现金、应收账款、存货等流动资产的细项，也罗列了固定资产、长期股权投资以及研发投入等项目。这些细项的数字都可以在企业的资产负债表中找到。不过，单靠资产负债表的总表也同样不够，收购者必须了解更多的细节，才能综合判断企业资产利用的真实情况，进而预判怎样进行资产调整才能让企业发生根本变化。

第三项是“权益乘数”，也就是企业的资产有多少是股东的，有多少是债务。收购者可以由此判断通过怎样的财务安排，一方面使企业财务可持续，另一方面又能让企业在融资和投资活动中保持动态平衡。这一方面的内容，这里不展开讲了。

总之，杜邦方程比图19-1中的经营循环图，更清楚地展示了价值发现和价值创造的逻辑。基于被收购者的信息以及对外部市场环境的判断，收购者可以大致预测和评判企业的现有价值和潜在的套利空间，并由此决定自己的融资方式，并制订出改造企业的计划。

## 信息的价值

前面提供的两张图，都是支持收购分析的大逻辑和基本工具。这些工具能不能发挥作用，或者在多大程度上发挥作用，受制于收购者所掌握的信息数量和质量。所谓信息，就是各种数据，以及隐含在数据背后的行为信息。

所有经营活动状况及其结果，客观上都会反映在数据和财务指标

中。所以，获取数据是第一步。之后，还要根据这些数据，来研究数据背后的行为过程和决定因素，这是第二步。公司收购，听着是个很宏大的概念，但它是建立在对各种数据信息和行为信息进行深刻分析的基础上的。收购者对以上两类信息占有得越充分，对信息背后的经营逻辑洞察得越深刻，出价就会越客观合理，并购活动越有成功的把握。

图19-3描述了企业并购的基本程序。从图19-3中我们可以看到，业务分析、财务分析和风险分析是并购活动的基础，它们都建立在对信息分析的基础上。显然，如果没有信息，就无法做出各种分析，也无法判断出价、融资等一系列活动的合理性。

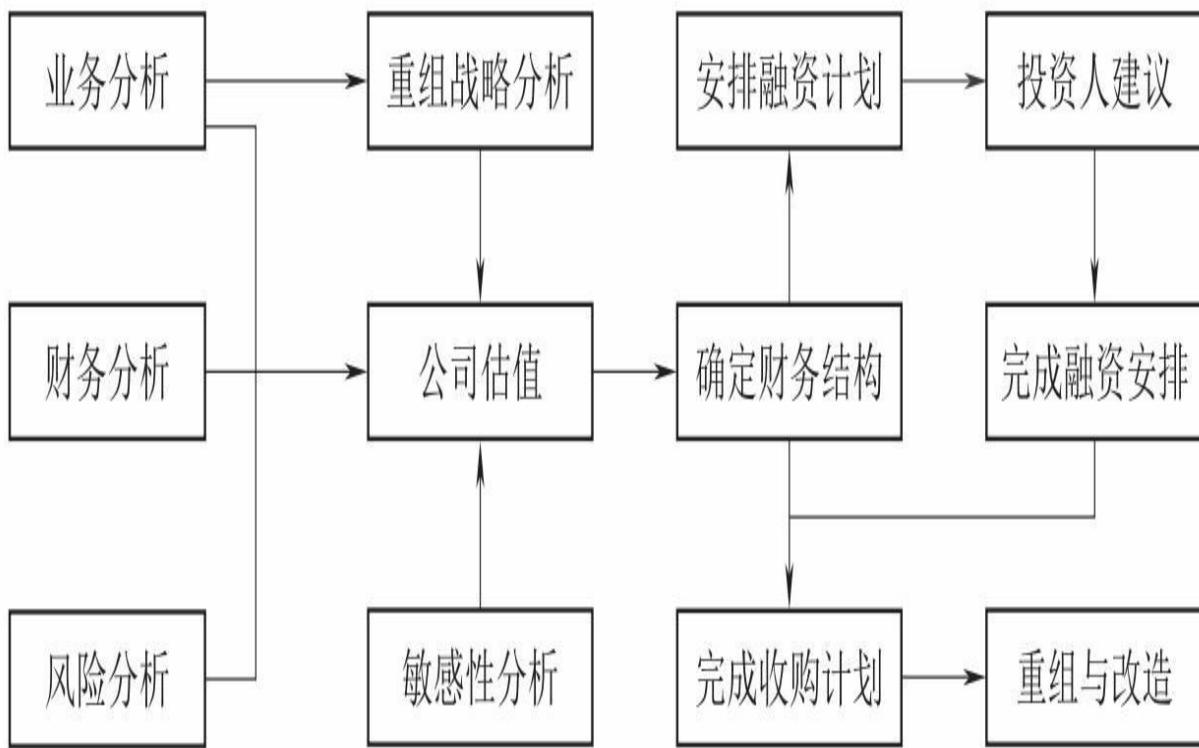


图19-3 企业收购的基本程序

麦肯锡公司曾经做过一项研究，发现相当高比例的公司收购，最终都以失败告终。我认为其中很重要的一个原因，就是在收购之前对各种信息掌握得不够，分析得不够。信息不足，分析不准，直接导致后期的重组、整合和改善工作，难以从容开展。

总之，收购活动的前期有两个关键性的基础工作：第一，是要能看穿行业的趋势和企业的资源能力；第二，是要能够根据调查研究，掌握财务数字背后所隐含的行为内容。只有把这两个工作做到位，才能有效地做出合理的财务假设，进而做出确切的公司估值，并制订可行的改造计划，基于整个并购和改造计划的全过程确定最合理的融资方式。

获取信息的过程，叫尽职调查，这个概念我们前面讲过。但大家必须清楚，在现实的收购活动中，做出好的尽职调查，并不容易。小说《门口的野蛮人》中，对KKR的尽职调查过程是这样描述的：

杠杆收购的买家了解收购目标的过程被称为尽职调查。如果克拉维斯能够得到管理层的帮助，尽职调查就会变得轻而易举。他们可以很方便地拿到各种机密的信息，随时找主管展开头脑风暴，想办法来增加现金流和减少成本。

和许多上市公司一样，雷诺兹-纳贝斯克是在特拉华州注册成立的。根据该州的法律，目标公司的董事会必须派人配合KKR的调查。但之后，克拉维斯发现并没有哪一条法律规定这些高管必须配合。

约翰逊的这帮领导人似乎都集体失忆了。他们只回答一些简单的问题，如果征求意见和建议，或者询问哪些预算可以削减，他们都会搪塞说：“我回去研究一下才能告诉你。”

显然，KKR完全无法接近雷诺兹-纳贝斯克公司的真实情况。这是很常见的情况。然而，就是在这个时候，对最终结局影响最大的人出现了，他就是格林纳斯。正是在最关键的时刻，由于格林纳斯提供了关键信息，才让KKR的收购计划上了一个台阶。某种意义上，KKR的最初报价完全是建立在模糊信息的基础上，直到他们“招降”了格林纳斯，KKR才开始了精准猎杀。

讲到这里，我必须要再次强调“共生”的观念。如果约翰逊具有这样的观念，他也不至于走向最后的结局。约翰逊其实是可以和KKR实现共

赢的。KKR的长处是财务分析和融资分析。它就像建筑师一样，善于设计整体蓝图，它的核心能力是处理融资安排，然后按照估值法则对企业的资产和业务进行处理。至于经营活动，还是要依靠企业的管理团队，而约翰逊完全可以成为改过自新的经营者。

这里之所以用了“改过自新”这几个字，是因为收购案发生之前的约翰逊，只是一个单纯的管理者，他的那些行为尚属情有可原。但在KKR并购之后，约翰逊会成为拥有相当比例股份的管理者。身份不同，看事情的角度就会不同，其行为也应该不同。一句话，他的管理能力可以用于正确的方向，他完全可以成为持股的“韦尔奇”。

事实上，KKR也非常希望和约翰逊的管理团队合作，因为这样做的好处显而易见。现有管理团队毕竟有更多的信息，更熟悉行业和企业。在KKR以往成功的收购案中，管理层的合作价值巨大，他们会向KKR的团队提供一切必要的信息，甚至“花几个星期的时间运用头脑风暴来进一步完善数据和发现可以削减开支的地方”。这样，就会大大提高收购效率。而在收购之后，有约翰逊的管理团队合作，经营的连续性也不再成为问题。KKR很希望通过股权激励的方式改善雷诺兹-纳贝斯克先前存在的管理低效问题。

然而，约翰逊并不想和KKR合作，他想吃独食，由自己来主导收购。我猜他是既想买下公司，又不愿意自己的卧榻之侧有他人酣睡。当时有一个大背景，就是在KKR创造了“杠杆收购”方式之后，企业界的人也在思考：既然华尔街的人可以用别人的钱来买自己管理的公司，并成为最大的受益者，为什么管理层不能利用华尔街的融资能力，自己亲自来主导收购呢？这也就是后来逐渐流行起来的“管理层收购”，即management buyout的原因。

约翰逊就是想做管理层收购，所以，他找来美国运通公司和协利证券帮忙。最开始，约翰逊也想让KKR分上一杯羹，但协利证券不肯。约翰逊屈服于协利证券，把KKR排除在收购之外。这彻底激怒了KKR，被认为是奇耻大辱，于是，双方只能血战到底。

在这种境况中，约翰逊唯一能做的，就是对KKR的各种阻挠和不配合，利用自己的信息优势进行抵抗。这就是为什么我说格林纳斯对于KKR取得竞标的最后胜利意义重大。而格林纳斯为什么又会投向KKR的怀抱呢？根本原因是约翰逊和美国运通商定的MBO方案中，纳贝斯克的业务是要被出售的，所以，格林纳斯最后的下场是要离开公司。

小说中，对此做了如下描述：

尽管格林纳斯不是约翰逊核心集团的成员，但是他一直追随约翰逊。从标牌公司的酒业营销经理一跃成为纳贝斯克公司的首席执行官，他用了仅仅10年的时间。……下班之后，当约翰逊和他的死党们在家里喝酒大摆龙门阵的时候，格林纳斯还待在办公室里处理公务。他也不打高尔夫球，只爱好举重。但他能很好地完成约翰逊交给他的任务，因此很受约翰逊的重用。

格林纳斯一点也没察觉到雷诺兹-纳贝斯克集团即将面临的灾难。他没有参与收购小组，原因就是纳贝斯克公司和德尔蒙特食品公司一样也会被卖掉来偿还银行贷款。格林纳斯一点儿也不晓得他马上就要从一个公司继承人沦落为一个无家可归的人了。

约翰逊带着一群高级主管和协利打交道，而他却没有参与。格林纳斯心里一沉：没有我！他看着这位他曾经的导师，听他向自己描绘杠杆收购给每个人带来的美好前景，心想：是他摧毁了纳贝斯克公司，我也要失业了，我的员工都被他耍了。

格林纳斯呆若木鸡地坐在那儿，好半天才问了一句：“为什么不让我参加管理团队？”约翰逊解释说因为他们要出售纳贝斯克公司才能偿还贷款。……接着，约翰逊口口声声地说这对格林纳斯是个绝好的机会。

约翰逊所说的绝好机会，是想让格林纳斯自己去找纳贝斯克的潜在买家。如果格林纳斯和新东家搞不好关系，约翰逊已经为格林纳斯安排了辞职计划：格林纳斯可以拿到3年的退休金，再加上手里5万股限售

股，格林纳斯总共可以拿到700多万美元的补偿。虽然这在80年代对于一个经理人来说，是不小的数字，但无奈格林纳斯的期望却不止这些。

按照记者们的访谈，格林纳斯并不是非常看重金钱的人。他努力工作的目的，只是希望纳贝斯克公司能够正常地运转，能够给自己一个舞台，给员工一个好回报。所以，他不能容忍约翰逊把公司拆分出售这种行为。

我在读《门口的野蛮人》这本书时，总觉得格林纳斯的志向是CEO大位。他虽然对约翰逊的做法时有不满，但却一直追随约翰逊，也许他在等待，希望自己能有机会施展一番，但约翰逊把这一切都毁了。而且，如果约翰逊得手，纳贝斯克的业务一定会被处理掉，所以，格林纳斯决定要做点什么。格林纳斯首先向董事会提供了对约翰逊不利的信息，同时，他也向KKR提供了后者最需要的信息和数据解读。这都是影响战局的关键动作。

回到我们的课程主线。在格林纳斯决定帮助KKR之前，后者一直陷在数据的陷阱里面，因为按照公开的信息去推算，雷诺兹-纳贝斯克的价值竟然会相差10亿美元之多，KKR的分析师们无论如何都解释不了为什么会有这么大的差异。而且，对于报价最重要的三个数据，包括雷诺兹-纳贝斯克公司的现金储备、债务总额和在公司“金色降落伞”退休计划下需要支付给约翰逊团队的离职补偿金，KKR团队都一无所知。

事实上，这些数字只有雷诺兹-纳贝斯克公司最核心圈子的人才知道，连董事会的成员都不知道，其他人就更不用说了。在尽职调查中，所有能够回答这一问题的核心人士，除了提供本人的姓名、职位和员工编号之外，都不再多说一个字，这让KKR的工作一筹莫展。正是在这种情况下，格林纳斯的出现，顿时让KKR的收购柳暗花明。

小说中对此做了这样的描述：

格林纳斯两个半小时的谈话是雷切尔（KKR公司合伙人）从事杠杆收购行业十多年来听到的最骇人听闻的故事。

“从来没有人问过我们怎样增加现金流，”格林纳斯说，“我告诉你，其实这里面有很多方法。”格林纳斯自信地说，如果有必要的话，纳贝斯克公司的营业收入可以在一年内增加40%，毛利率能从11%提高到15%，现金流可以从8.16亿美元上升到11亿美元。

“不会吧……”雷切尔不相信这是真的。

“不，只是你不知道而已，”格林纳斯回答道，“我们的宗旨是平稳发展，因此没有必要让集团的利润一下子增加15%~20%。我下季度最大的任务就是将企业多余的资金挥霍掉，下季度的收入将会很高。”格林纳斯解释说这样做是为了满足华尔街对可预测性的需求。

这下雷切尔听糊涂了：“那你准备把这钱花在什么地方？”

“产品推广和市场营销。”

“那这钱花得值吗？”

格林纳斯笑了笑：“说实话不值。”

格林纳斯提到约翰逊准备用40亿美元来改进纳贝斯克公司的饼干厂。“为了科技而科技。”格林纳斯嘲笑道，约翰逊不知道怎么处置那些从烟草业务中取得的现金。“你不需要用这些钱买什么，只需要把它们挥霍掉。”格林纳斯强调道。

雷切尔把格林纳斯的一些信息应用到了他们的收购模型当中。第二天这些信息的影响就出来了。如果格林纳斯说的都是真的，KKR就可以将投标价格从90美元提高到100美元左右。

不知道大家看到上述文字，是不是非常震惊。这就是现实世界的公司治理，它并不像教科书那样单纯，而是充满了自利和欺骗。

## 信息披露

到这里，大家应该对信息、估值、收购、重组这些资本市场的概念有了进一步的认识。这些内容对我们上一讲所说的“第四道防线”做了更细致的注解。正是由于外部收购以及随之而来的更换董事会和管理层的压力存在，才让各色人等不敢过于放肆。如果他们做得太过分，就有可能像约翰逊一样最后被扫地出门。

在那些股权分散同时存在价值低估的公司里，这类威胁真实地存在着。当投资银行家发现企业运行始终在低效率区域内游走的时候，客观上就出现了一种被学术界称为“控制性收益”的套利机会。针对这样的机会，像KKR这样的投资银行家就会闻风而动，进行收购、重组和改造。在这个过程中，企业家精神的力量和内部治理机制也许可以得到重建。当然，这一切都建立在信息充分的前提下。

下面，我们再从理论上对前述内容做个概括。尤金·法玛是2013年诺贝尔经济学奖的获得者，他曾在1980年发表过一篇题为《代理问题和企业理论》的论文。这篇论文非常经典地揭示了资本市场、并购和经理人代理行为之间的关系。

法玛教授认为，传统理论都强调企业由股东拥有，但在现代公司里面，股东和经理人是两个虽有关联却完全不同的角色。所以，研究者必须要将两者同时作为行为主体来思考，要区分资本所有权和企业所有权这两个不同的概念，也要抛弃企业是由股东拥有的这样一个观念。他认为，只有这样才可以理解公司的实际控制关系。法玛教授强调：一定要明确股东只是承担风险的投资人，而企业的决策是由经理做出并控制的。

法玛认为，只有做出这个区分，才能看到股东购买证券行为的本质。这就是：股价是与股东所承担的风险相对应的，而股价的未来走势以及与之相伴的价格变化，都是股东承担风险之行为的收益和损失。所以，虽然单个股东没有能力去监督管理层，但有效的资本市场定价机制却是保护股东权益（或者说资本所有权）的重要部分。

有效的资本市场，就是能够把所有与公司相关的信息都吸收进股价

之中的机制。这种反应机制从理论上讲，具有瞬时的、无成本的、完全的这样一些特征。在法玛看来，当这些特征被满足之后，股价就变成了一个反映管理工作质量的信号，使得股东或者董事会可以借助股价来评价经理的工作。

法玛也引用另外一位法学前輩享利·曼尼的话来强调自己的观点。曼尼说，约束企业管理层是一项“创业性工作”，这个责任首先落在企业的组织者身上，接着在外部接管过程中落在了接管专家身上。曼尼的这个论点发表于1965年，读他的论文，可以让人感到无比卓越、非凡和超前的智慧。

不过，就算接管专家们再能干，正如我们在雷诺兹-纳贝斯克收购案中所看到的，没有信息，他们的工作就是无米之炊。所以，最近几十年，发达资本市场制度演进的一个重要方向，就是加强对于信息披露的指引和监管。这里所说的信息披露，不仅包括公司遭遇接管时期的信息要及时披露，更重要的是在公司正常运行期间，常态化的、规范性的信息也要真实并且及时地披露。

就在我准备本讲内容的时候，我国国务院印发了《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》（以下简称《意见》），而根据这个意见，上海和深圳两大交易所纷纷出台强化信息披露的相关规定。以上海证券交易所为例，2020年11月24日发布了信息披露分类监管的指引，提出紧盯重点公司、重点事项，进行分类监管。

不能否认，长期以来，我国证券市场的信息披露是比较不理想的。由于上市公司常常选择性地进行信息披露，或者披露虚假信息，导致内幕交易的情况屡禁不止，炒作成风，给中小投资者带来了巨大风险，同时败坏了中国证券市场的声誉。监管机构从信息披露入手，强化监管，应该说非常有针对性。

上一讲我们还讲到，政府机构和社会舆论的监督，是公司治理的第五道防线。其实，这第五条防线，也是公司治理的底线。正是立法机构、政府管理机构的权威性，以及社会舆论传播的广泛性，才使得前面

四条防线有发挥作用的框架、基础和可能性。从这个意义上，我也希望国务院新近发出的这个《意见》，能够得到持续的贯彻和落实，避免以往很多政策雷声大雨点稀、走走过场就了事的情况再次发生。

总结一下，在前面两讲中，我们系统性地梳理了公司治理机制的五条防线。它们依次是：经理人的激励制度，董事会的决策监督体系，股东大会的有效性，来自资本市场的压力，以及政府乃至社会舆论、法律体系的监督。这五条体系是从公司内、外部共同着手，相互配合，相互呼应的，它们的共同目标是保护企业家精神，保证公司的价值创造行为。

# 第20讲

## 身边故事

### 从宝万之争看中国的公司治理

前面7讲，我们结合《门口的野蛮人》，讨论了股份有限公司和上市公司的治理逻辑。这一讲，是本书的最后一讲。我们去复盘一个中国本土的收购案例，来为本书做一个结语。这个案例对很多人来说并不陌生，也不遥远。它就是前几年轰动一时的宝能对万科的收购案。

#### 遭遇“野蛮人”

万科是一家令人尊敬的房地产企业，也是在深圳证券交易所最早上市的五家企业之一。万科的成长，经历了几次成功的蜕变，先是从一家无所不做的贸易公司，转型为专注于房地产业务；接着，又通过在不同的发展时期，对标中国香港和美国的房地产公司，成了中国房地产行业无可争议的龙头。万科的产品质量、规模和效益，在国内都首屈一指。万科的现金流储备也非常好。

在万科的成长过程中，华润公司给予了非常重要的扶持。当然，华润公司的最初目标是希望借助万科的发展来丰富自己的房地产版图。然而，由于多种多样的原因，华润并没有如愿实现预先设想的目标，只是长期作为万科的第一大股东而存在。这个第一大股东，持股数量并不

大，只占15%左右。万科的经理层，持有大约8%的股份。但就凭着这23%的股权，万科的管理层牢牢地控制着自己的命运，并通过内部的合伙人计划，把公司发展成销售额2 000亿元的行业翘楚。

万科的发展，得益于企业家精神，更得益于中国房地产市场蓬勃发展的大环境。在这样的情况下，华润没有理由去干涉万科内部的管理细节，而只作为一个外部的持股者和监督者默默地存在着。让企业家可以放手去做，在中国证券市场上并不多见，也正因为此，万科多年来得到了一个“治理结构优异”的美名。

万科的公司治理真的就那么好吗？对此，我个人持保留意见。直到今天，在中国证券市场上，股权比较分散，三会健全，同时公司业绩好，就会被很多人认为是治理结构优异的标准。坦率地说，我觉得这样做判断，未免把复杂问题简单化了。在我看来，万科是典型的内部人控制，只不过这个内部人在较长时间里，保持着强烈的成长动机和企业家精神罢了。

中国很多快速成长的公司，都是内部人控制的。前段时间，我参加交易所组织的培训，其中一家介绍公司治理如何优秀的公司，就是内部人控制的。该公司有两个主要股东，董事会成员9名。两个大股东势均力敌，各自派出两名非执行董事，公司的管理层派出两名执行董事，另外有3位独立董事。看上去，公司的治理架构非常完美。

但实际上，这种结构是摆出来的。十几年前，我曾对这家公司进行过深度调研，我知道所有的一切都是为了企业的主导者实现个人控制精心设计出来的。之所以安排两大股东，并且请他们在持股上旗鼓相当，就是让他们相互制衡，而内部人在这种制衡下才有最大的话语权。并且，在董事会上每一家大股东也只有两票，两个股东的所有席位加起来也过不了半数，这都是内部人为了防止公司失控所做的安排。

大家一定要注意，所有的制度说到底，都是人设计出来的，都是为人服务的。制度很多时候，只是一种说法，是一种有利于当事人的说辞。我们千万不要被制度的这种属性所蒙蔽，要能够透过表面的说辞，

看到问题的本质。

对于内部人控制，我并不全盘否定，我认为应该一分为二地去看待和判断。中国人的文化容易导致七嘴八舌、思想混乱，所以，在很多时候我们需要权威，需要借助于权威的力量减少不必要的争论，获得效率性。内部人控制就有助于让组织获得权威性。当创业者或经理人想做正事同时又很守规矩的时候，无疑，内部人控制是一种很好的制度安排。

不过，我们千万不能把内部人控制的效率性和好的公司治理画上等号。好的公司治理，不仅仅是在企业顺风顺水的时候发挥作用，更重要的，是在企业遇到危机时，公司治理机制可以发挥保护企业法人利益的作用；当创业者或经理人的企业家精神衰退了，它依然可以起作用，可以助力企业家精神的迭代和不断改善。显然，在前面所提到的那家公司中，治理机制还没有这方面的功能。所以，还不足以冠上一个“好”字。

从万科遭遇收购之后的一系列表现，我们也可以看到内部人控制的效率性和好的公司治理并不是一回事，它们彼此之间是存在明显差别的。

收购万科的宝能，是一家新兴的民营企业，掌门人是姚振华。宝能和姚振华，之前都名不见经传。直到王石公开宣称“万科不欢迎你，你不够格”，我才注意到姚振华这个人和这家企业，并几次前往宝能位于深圳的太古城调研。太古城位于蛇口，是宝能开发的楼盘，某种意义上，也是它的代表作。我也从侧面访问过一些熟悉姚振华的人，他毕业于著名的华南理工大学，据说在大学期间就是修过双学位的人。在80年代，大学里的双学位学生，丝毫不逊色于今天的硕士研究生。总之，他不是万科嘴里所谓“卖菜的”。

我认为，宝能收购万科，会给万科带来风险，但这种风险绝不是来自姚振华早年经营菜市场业务的“出身”，而是收购资金的安全性和稳定性。宝能的收购资金，有相当大的一部分来自保险业务中的万能险，而这部分资金的支付端从长期来看，不容易覆盖它的收益端。比如，长期持股的收益主要靠分红，而分红的比率往往不能覆盖保险资金的偿付要

求。在这种情况下，险资的持有者只能靠出售资产、在二级市场上赚取差价，或者靠其他手段来解决短期融资、长期投资（也叫“短融长投”）的问题，最后的结局搞不好就是庞氏游戏。这是我从最开始就不看好宝能收购万科的原因。

然而，宝能如何获得资金以及收购资金的长期安全性好不好，是一回事，它使用这笔资金在证券市场进行收购又是另外一回事。坦率地说，我一直以为宝能在整个过程中都表现得非常理智和专业，它选择的收购标的都是有领先优势、资源优质，以及有改造潜力的公司。比如万科、深南玻、格力，都是符合上述条件的龙头企业。我们尽可以怀疑宝能在收购之后，是否有能力改善管理，但从标的选择上看，眼光无可挑剔。

利用保险业当时非常特殊的政策“窗口”，大干快上，用纯粹的市场手段在二级市场上进行收购。这一点，没有违反任何法律法规，不应引起蔑视，不应简单地被扣上“野蛮人”的帽子。而且，宝能并不是一家空手套白狼的跨界公司，如果大家有机会调研一下太古城项目，就会知道宝能的房地产和物业经营业务虽然不是什么业界翘楚，但其管理水平也还算是中规中矩。

总之，并购是资本市场的正常行为，如果任何并购交易发生，被收购者、媒体和公众，都无端给收购者冠上一顶“野蛮人”的帽子，我以为并不合适。同样不合适的，是万科创始人最初的态度。虽然那只是个人行为，但不像一家治理机制成熟的公司所为。

我以为，即使需要表达态度，能够代表万科发言的也只有董事会，而不是王石以创始人和法定代表人身份发表情绪化的言论。这一点，我同意万科时任独立董事华生教授的看法。华生教授是我非常尊敬的经济学家，成名很早，见过大世面。在华润和万科出现冲突之后，因为爱惜自己的羽毛，华生教授连续发表长文，使我们有了更多的信息来源。华生教授的文章，现在依然可以在网络上查到，建议大家花点时间认真读一下。

华生教授写道：“在宝能举牌以后，我们董事会一直没有就宝能举牌举行过任何正式会议进行讨论，我认为是不应该的。无论是管理层还是华润作为大股东，都应该要提出召开董事会。因为在成熟市场我们看到，对有人举牌特别是举牌方已经成为大股东的情况下，唯一有权威的发言人是董事会。董事会一直没有开会研究。反过来，管理层却以个人名义发表意见。我对管理层一些做法是有公开批评的。”华生教授的文字，也许可以支持我前面所讲的“内部人控制的有效性”和“公司治理好”是两回事这个观点。

## 宝万之争

了解万科治理机制的真实状况，我以为从2015年初到2016年中那次有争议的董事会为止的这段时间，是值得复盘和深入研究的。我们需要思考，为什么本来是“宝万之争”，它如何演变成了“华万之争”。在这个过程中，究竟发生了什么？万科的那些法定公司机关，每一个关键人物，在其中都扮演了什么角色？

我先将这段时间里发生的主要事件，做一简述，权当背景。

宝能收购万科，起始于2015年初。最初的半年，宝能不断在公开市场上买入和卖出万科的股票。有人说，这是宝能的团队在做尝试；也有人说，这是在为后期的大举收购做准备，营造环境。当时，华润持有接近15%的万科股权，是万科的第一大股东。

按照我国《上市公司收购管理办法》的规定，投资者及其一致行动人通过二级市场买入一家上市公司股份的时候，每达到5%，就要对外进行公告，也就是俗称的“举牌”。2015年7月11日、7月25日、8月26日，宝能曾先后三次举牌。到第三次举牌时，宝能集团下属的前海人寿和钜盛华公司实际上已经控制了万科15%的流通股，成了万科第一大股东。

之后，万科和华润都有增持的行动，华润也一度以微弱的优势重新夺回第一大股东的位置。然而，这些增持行动在宝能势在必得的决心面前，显得非常力不从心，股权结构并没有实质性的变化。2015年12月，宝能开始了最后一击，到当月中旬，则以22.45%的持股比例，稳稳地坐上了第一大股东的位子。

那么，在这段决定万科未来走向的关键半年中，公司的董事会又做出了什么动作呢？从2015年的年报中，我们可以看到：万科公司的董事会全年只按照监管规定的要求召开了四次现场会议，此外还有非常程序性的11次通讯会议；董事会并没有针对收购事项进行过任何专题讨论。

如果仔细研究这些董事会会议的公告，唯一与收购相关的事情就是在2015年8月14日的现场会上，“审议并通过了设立信息披露委员会的议案”。然而，我们从整个2015年的公司年报（包括2017年3月发布的更新版），以及2016年公司年报中，都没有找到任何落实这项议案的痕迹。也就是说，这个信息披露委员会由谁来构成，做了哪些事情，中小股东都无从查证。难怪后来华生教授说：“不要说广大投资者疑虑重重，我作为一个独立董事也几乎什么都不清楚，不知道你们葫芦里面卖的什么药。”

2015年的12月份，对于这个并购案是非常重要的时刻。在这段时间中发生了几件事，直到今天都非常值得我们回味。

第一件事情，是独立董事海闻教授提出辞职，万科为此发了两个公告。2015年12月23日，万科首次发布公告：独立董事海闻以个人原因为理由提出辞职。6天之后，万科就海闻教授辞职发布补充公告，公告称：2015年11月教育部办公厅发出《关于开展党政领导干部在企业兼职情况专项检查的通知》，作为前北京大学副校长，海闻教授尊重学校的统一安排，因此决定辞去公司独立董事职务。也就是说，海闻教授的辞职并非出于个人原因，而是工作原因。

不过，按照《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》及《公司章程》等相关规定，在接任海闻教授的新任独立董事填补因其辞

职产生的空缺前，海闻教授还将按照有关法律法规的规定继续履行独立董事职责。这也就是为什么我们在后面要讨论的那次董事会上，海闻教授还担任独立董事一职的原因。

事实上，海闻教授不仅参加了2016年的全部董事会，他的任期一直延续到2017年中，直到这一届董事会任期届满。也就是说，万科在长达一年半的时间里，都没有找到一名合适的候任董事，这究竟是董事会的提名功能略有不足，还是公司在特殊时期不得已而为之呢？对此，我们不明就里。

第二件事情，可以说是关键事件，就是万科的股票停止在深圳证券交易所进行交易，也就是我们通常讲的“停牌”。停牌的时间是2015年12月18日13: 00，当时属于临时停牌，公司于2015年12月21日发布了正式的《关于重大资产重组停牌公告》。

停牌，意味着股票在二级市场上暂停交易，这对于中小投资者是极其重要的事情。在比较成熟的资本市场上，停牌是极其慎重、要尽量避免的行为，一家公司如果想申请停牌，必须要提供非常充分的理由，并且要在尽可能短的时间里复牌。相反，在中国证券市场上，停牌却是一个相对容易的事情。一些公司动不动就以各种理由申请停牌，而且，信息对普通投资者是不公开的，停牌时间往往也很长。

比如，万科的这次停牌就长达半年之久。之后于2015年12月28日、29日，2016年1月5日、12日、23日、30日，2月6日、20日、27日，3月5日、12日、25日，4月1日、8日、15日、22日、29日，5月7日、14日、21日、28日，6月4日、15日、25日，分别发布了《关于重大资产重组停牌进展公告》。这些旨在继续停牌的公告，大多语焉不详，一时间引发了各种猜想和谣言。

有趣的是，万科A股在深圳证券交易所停牌之际，其H股却在不到一个月的时间内在香港证券交易所快速复牌，并且大跌。于是，A股市场传言四起，很多人认为复牌即补跌。这种情绪一直持续到公司在3月份公告深地铁参与重组为止。3月12日，公司发布了《万科企业股份有

限公司关于与深圳市地铁集团有限公司签署合作备忘录的公告》。但在这份报告中，并未明确深地铁是解决宝能收购僵局的唯一机构。

关于停牌，华生教授在长文中这样写道：“万科当时仓促停牌，没有预告原第一大股东华润，也没有迅速召开董事会通报和决策，这是很大的失误。为了自保并在无具体可靠的重组标的情况下火速停牌，是为自己过去一系列轻敌和失误付代价。但这种准备不足与无明确并购标的的长期停牌，应当说至少不符合公众股东的短期利益。……果然，万科在情急停牌后，病急乱投医，找过包括华润置地在内的各个重组对象，均先后告吹，就是验证。”

总之，我一直以为A股市场对于停牌行为过于宽容。在这一问题上的制度差异，非常值得我们深思。好的公司治理，一定产生于严格的监管环境中。若是监管者甚至政府部门总是存在科尔内教授所谓的“父爱主义”，好的公司治理机制是很难建立起来的。

这个月中发生的第三件事情，是在12月26日那一天，万科发布了《关于近期公司管理层观点说明的公告》。在这份公告中，出现了这样的表述，管理层近期就公司股东变化和公司股票停牌事宜发表的观点被媒体广泛报道，其中部分观点来自管理层在非公开场合发表的言论或非经公司官方渠道发布的信息。为避免有关言论在传播过程中失实或产生歧义，对投资者产生误导，现将其要点说明如下：公司此次停牌是为了进行重大资产重组，方案还在筹划中，等等。

在这份公告中，万科还表达了“欢迎安邦保险集团成为万科重要股东”的意思。坦率地说，看到这些表述时，我非常困惑于万科的态度，因为同属于保险资金，我实在想不出安邦和宝能旗下的前海有什么区别。万科的领导者认为宝能不够资格，那么，安邦凭什么就与宝能不一样，具有了万科看得上的资格呢？

这份公告还写道“为确保公司声音能真实、准确地传递给投资者，避免相关信息传播失实或产生误导，公司将进一步完善对外信息发布机制。公司信息披露委员会将进一步完善公司信息披露事宜统筹，加强对

管理层个人言论的管理”。终于，2015年8月份董事会议通过的成立信息披露委员会的议案，有了着落。但它并不是在特殊时期设立的代表董事会声音的董事会的下属委员会，而是由万科管理层管理的机构。

在长达半年的停牌时间里，万科召开了2016年的年度董事会。然而，在这次董事会上，没有任何议案是关于收购的，很多董事也没有亲自出席现场会议。董事会的定位到底是什么，董事会在这种关键性时刻，到底应该扮演怎样的角色，法律规章如何保护和支持董事会在这个时候应该有所作为，这些问题，我认为更值得深思。

终于，时间来到了2016年的6月18日，这是万科必须要复牌的大限。万科停牌，是以“重大资产重组”为理由的，所以，复牌时就必须给股东一个交待：和深地铁的重组计划是否通过了公司董事会的审议。通过了，资本市场应该有好的表现，起码不会比当时更差；如果没有通过，股价则大概率会暴跌。

## 表决的大戏

在2016年6月18日，万科公司的董事会情况是这样的：董事会成员共有11人，其中，华润方面的股权董事3人，万科方面的董事4人，另外还有独立董事4人。按照公告和华生教授的长文，现场到会的董事共7人。华润方面的副董事长乔世波因为公务原因未能亲自出席本次会议，授权陈鹰董事代为出席会议并行使表决权；华生教授通过电话参加会议，而且还代表海闻教授行使表决权。黑石集团中国区的主席、独立董事张利平则因飞机刚刚落地，一边过海关，一边通过电话参加会议。

为什么说这次董事会是一场大戏呢？这是因为，按照万科的公司章程，重大资产重组方案在董事会上获得通过的标准，需要三分之二以上的董事会成员赞成。万科的董事会成员共有11人，过三分之二需要8票。而华润方面，是股权董事3人，由华润提名的独立董事1人（即张利

平先生）。正常的情况下，华润起码有4票在手，这个数量是有阻击能力的。也就是说，如果华润不想让议案通过，它起码可以保证其他各方无法达到三分之二的票数。

也许有人会问，独立董事不是要代表中小股东的利益吗？我觉得，这只不过是一种良好的意愿。目前，我国的独立董事都是由主要股东提名的，让一个大股东提名的独立董事去代表千千万万他并不认识的中小散户，不知道大家以为这在逻辑上有多大程度说得通。

在这个意义上，华生教授倒真是难能可贵。他由深圳证监局领导推荐，不领万科一分钱报酬，80年代就已成名。所有这些条件集于一身，他才可能并且敢于在事后发表长文说明情况，并且毫不掩饰地表达自己的看法。坦率地讲，我虽然不完全同意华生教授的看法，但真心认为华生教授应该获得董事奖。如果不是他在事后发表那个系列长文，我们仅仅通过公司公告，是无从知道这样一个决定无数中小股东命运的关键性会议竟然有这样的周折。

以下文字直接转自华生教授的文章。

那天张利平从海外回来，飞机晚点，董事会为等他推迟了两个多小时。飞机落地后，张利平拿着手机边出关边参会讨论。到预案表决时，不知他是因正在过关检查还是别的原因紧张，话说得我听起来有点语无伦次。我记得他上来的原话是：第一个声明是我新的工作在黑石，目前对两大股东都有交易，特别是目前有一个数额较大的和万科在进行，所以我已征求我律师的意见，我有利益冲突，所以我弃权。万科的高管何等精明职业，知道回避利益冲突与投弃权票这可有天壤之别，可决定重组预案的命运，说得含糊不清怎行！张利平话音刚落，董秘朱旭马上追问：那您这样的话，属于利益关联，您就属于回避表决，是这样吗？张利平答：没有错。朱旭又确认：回避表决？对吗？张利平回答：对。朱旭再跟进：那我要提醒您的是关于独立董事，您做出回避表决的话，必须给我们书面回避理由，签字，然后我们会在公告里公告。张利平最后答：就是

我刚才讲的理由，因为利益冲突，所以我必须回避表决。我会提供书面意见，你们给我一个时间，我会提供。这就是大家看到的后来公告里张利平要求回避议案表决给董事会确认函的背景。

千万不要小看这段话的信息量。事实上，正是张利平“回避表决”的这个结果，让万科管理层完全掌握了自己的命运，并把公司带上了另外一条路。我们看看这里面的微妙。如果张利平投出的是“弃权票”，则万科的意志因为不能达到董事会过三分之二的票数，而无法通过；但同时，张利平也没有得罪他的提名人“华润集团”。而张利平因为利益关联回避表决，则董事会的投票基数就从11变成了10个人，这时，万科的7票就刚好过了三分之二。这是完全不同的结果，也是决定万科复牌后走向的关键环节。

如果不是华生教授的清晰描述，我们无从想象在正式公告中永远也看不到的那些细节，那些精彩绝伦的对话。我第一次看到华生教授文字后，感到非常震惊，随后又很困惑。我服务过一些上市公司，有的公司甚至是在中国内地、中国香港和美国三地上市。几乎所有的董事会，在会议之前，董事会秘书和董事会办公室的相关人员都会为会议做出精心准备，包括核实哪些董事是利益关联人、需要回避等。见证律师也会从法律的角度对这类事项进行监督和指导，而且，所有的签字文件都要在会议之前准备好。

万科是在深圳和香港两地上市的公司，按规定设有两套班子。A股有董事会秘书，H股有对应的“公司秘书”，并且配有内地和香港两套法律顾问团队，每年也要为此支付不菲的中介服务费，但却出现了前面所描述的“现场对话”，着实让人震惊。

大家可以看看公司正式公告的内容。“张利平独立董事向公司董事会书面申明：就本次会议所审议的12项议案，由于其本人任职的美国黑石集团正在与公司洽售在中国的一个大型商业物业项目，带来潜在的关联与利益冲突，存在《公司章程》第152条第2款所述之关联关系，不得

对该等12项议案予以表决，特此回避本次会议12项议案之投票表决。”显然，我们仅凭这段文字，无从想到背后还有那样一段对话。

那么，张利平应不应该回避这个表决呢？如果万科和黑石确有这个商业地产的交易项目，按规定他必须回避。但华润方面在万科公告发布后，于次日发表声明，质疑董事会的表决结果，认为张利平的回避表决理由不成立，应计入未赞成预案的董事人数，主张重组预案不能算作依法通过。华润集团应不应该发表这个声明呢？

为了回答这些问题，我翻阅了万科在2016年的全部公告和年度报告，发现黑石旗下确有一家叫作印力的公司，后来被万科受让。而且，在2016年的公司年度报告中，赫然写着在6月15日，万科公司以通讯表决方式提交董事会审议通过关于受让印力集团控股有限公司及MWREF Limited部分股权的议案。

这是在前面提到的关键性会议前三天发生的事情。于是，我很关心的是：在这个通讯表决的董事会上，张利平是不是已经回避了表决，当时投票的结果又是怎样？如果张利平按照法律法规回避表决，那么，华润事先就应该判断出18日会议的表决结果，而不用后来声嘶力竭地进行讨伐了。然而，我翻遍了深圳交易所以及几大网站的万科公告，竟然找不到6月15日那次以通讯方式召开的董事会会议的任何公告。

按照道理，只要是召开了董事会，无论是以现场形式还是通讯形式召开，议案的审议结果和表决结果都应该在两个交易日内公告。然而，这样一次有点像前哨战一样的董事会，居然没有任何形式的披露，这是非常难以令人理解的。此外，我在研究中还发现，万科的很多靠通讯表决的董事会决议，都没有披露，而且常年如此。信息披露，是公司治理的基础。万科被很多人视为公司治理的典范，宝能的这次收购却让我们从另外一个角度看到了不一样的东西。

尘埃落定之后，万科于2016年8月14日以通讯表决方式提交董事会审议通过关于与招商银行签署业务合作协议及与印力交易相关事项的议案。2016年9月23日，披露了投资约人民币38.89亿元，收购了印力集团

的多数股权，并完成交割的信息。

在2016年7月1日，还发生了一件非常有趣的事情。按照《公司法》，单独或合计拥有10%表决权的股东，可以提议召开临时股东大会。宝能当时已经持有万科大约24%的股权，所以提出召开临时股东大会，议案的主题是罢免万科公司董事会的全体成员。为此，万科召开了第十七届董事会第十二次会议，审议并通过了关于不同意钜盛华及前海人寿保险股份有限公司提请召开2016年第二次临时股东大会的议案。这也是很有趣的事情。

关于宝能收购万科的大结局，我们在此不赘述了，可以说万科是得偿所愿。不过，管理层虽然保住了公司，但却失去了宝贵的两年时间。我不想评论这个收购案中谁是谁非，没有这个资格，也没有这个水平。这一讲，之所以讲这个故事，就是想说明一个问题：中国的公司治理，任重道远。

万科是一家业绩优秀的公司，一家令人尊敬的公司，在面对收购这样的大事时，董事会的运行、公司治理都尚且如此，很多公司的治理结构就更不用说了。正如我在前面所言，好的公司治理结构不等同于简单的股权分散，不等同于建立了所谓的“三会”，也不是简单地为内部人控制保证效率性，而是一种全方位利益平衡的机制，是一个有助于多方共赢共生的观念体系和制度体系。

# 后记

2020年的疫情，让我们只能把课堂搬到了线上。突如其来。

本书是疫情中网课讲稿的一部分，主要是入门级的内容。在材料选择上，我的取舍标准主要是简单和实用。基于这本书，清华大学的《学堂在线》又录制了20讲的视频。相较视频而言，本书的内容更丰富，可以单独阅读，也可以作为视频课程的教材来使用。

《学堂在线》的视频编导陈浩先生做了大量的工作，使相关内容有了很好的视频呈现，非常感谢他。感谢清华大学经济管理学院的乔蓉、喻炼蒙和张荆英老师，她们为课程的顺利录制提供了很多支持和便利。感谢徐中博士的帮助和安排，感谢李靖和珊瑜给出的重要建议。感谢《学堂在线》的王帅国总裁和潘守东副总裁的大力支持。

借此机会，顺便感谢得到App的朋友们。2017年，我曾在得到App录制过“宁向东的管理学课”，总时长有60个小时之多，知识的密度非常高。那是我第一次在网上通过音频和朋友们分享管理知识。得到App的两位创始人罗振宇和脱不花、课程的大负责人筱颖和主编陆音给了很多出色的建议，我由衷地感谢他们。

最后，感谢中信出版社的沈家乐和宋冬雪，她们给了我足够的耐心和信任。

宁向东

2021年3月30日

## **图书在版编目 (CIP) 数据**

宁向东讲公司治理：共生的智慧 / 宁向东著. --北京 : 中信出版社, 2021.4  
ISBN 978-7-5217-2740-1

I . ①宁... II . ①宁... III. ①公司—企业管理 IV. ①F276.6  
中国版本图书馆CIP数据核字 (2021) 第020558号

### **宁向东讲公司治理——共生的智慧**

著者：宁向东

出版发行：中信出版集团股份有限公司  
(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029)

字数：180千字

版次：2021年4月第1版

书号：ISBN 978-7-5217-2740-1

**版权所有·侵权必究**