

# 中国货币政策的信心传导机制<sup>\*</sup>

张成思<sup>1</sup>

中国人民大学财政金融学院，中国财政金融政策研究中心

孙宇辰

中国人民大学财政金融学院

**摘要：**本文构建了一个含有货币政策指标、信心指标、通货膨胀及真实经济产出增长率的SVAR模型，运用反事实对比仿真实验方法获得中国企业家信心指标在货币政策传导中的作用。实证结果表明，宽松货币政策能够促进产出增长，然而一旦企业家信心的桥梁作用被移除，货币政策对产出的提振效果则大幅下降。这表明如果货币政策不能有效增强企业家信心，其最终调控目的将难以实现。有意思的是，基于同一调查问题的银行家信心指数在货币政策传导中没有发挥明显作用。我们进一步考虑了不同的货币政策度量方式、企业定价行为及企业投资行为，结果均保持稳健。

**关键词：**信心 货币政策 反事实 SVAR

## 一、引言

当宏观经济运行出现波动态势时，预期管理就会成为决策层关注的重要内容。事实上，通过预期管理对宏观经济进行调控是前瞻性货币政策理念的具体体现。市场预期是否稳定的关键在于信心，信心指标实际上是微观主体预期的另一种表现形式。不过，关于信心是否能够影响货币政策效果，目前尚没有明确的实证证据。探讨这一问题，不仅能够为“坚定信心、稳定预期”的举措提供实证支持，亦有利于理解央行加强沟通及管理预期的重要性。

信心反映出微观个体对宏观经济运行状况的主观感知与判断。部分学者发现，信心对于宏观经济运行中的消费增长（Carroll, Fuhrer 和 Wilcox, 1994）、通货膨胀（潘建成和唐诗磊, 2010）、投资者市场参与（吴卫星和付晓敏, 2011）、公司融资选择（苏东蔚和曾海舰, 2011）、不确定

---

<sup>\*</sup>基金项目：教育部人文社会科学重点研究地重大项目“基于微观基础的宏观金融策研究”（16JJD790057）。

<sup>1</sup> 作者简介：张成思，中国人民大学财政金融学院副院长、教育部长江学者特聘教授，中国财政金融政策研究中心研究员，100872

孙宇辰，中国人民大学财政金融学院博士研究生。

性冲击 (Zhang, 2017) 及经济政策效果 (Shiller 和 Akerlof, 2010; 李永友, 2012; Bachmann 和 Sims, 2012; Berg, 2017) 均有影响。但关于信心这一心理变量如何影响实体经济, 仍存在较大争议。

目前, 关于信心如何影响宏观经济运行的观点可以大致分为“动物精神”(Animal spirit) 和“新闻传递”(News approach) 两类 (Barsky 和 Sims, 2012)。“动物精神”观点最早由 Pigou (1927) 和 Keynes (1936) 提出。该观点认为, 人们自发的乐观和悲观情绪可能与基本面脱离, 从而扩大经济周期的影响。但是, 由于这种自发情绪波动与基本面变化无关, 因此动物精神对经济的影响应当是短暂的。部分学者将情绪波动纳入理论模型中, 用以解释经济周期的成因 (Azariadis, 1981; Farmer 和 Guo, 1995; Benhabib 和 Farmer, 1994)。Hürtgen (2014) 构建 DSGE 模型, 证实当经济体具有高价格黏性和低通胀的特征时, 约 14% 的产出波动和 25% 的消费波动可为消费者的“动物精神”波动所解释。

“新闻传递”观点则认为, 信心不是纯粹的动物精神, 其波动反应了基本面的某些变化。理性的经济参与者在做出决策时会参考这些信息, 因而信心波动会对实体经济产生持久的影响。已有研究表明, 虽然消费者能够得知市场上的新信息, 但是由于传递过程中“摩擦”的存在, 这些信息无法立即完全体现出来 (Mankiw, 1982; Carroll 等, 1994; Mankiw 和 Reis, 2002; Carroll, 2003), 因此, 消费者信心可能包含了某些为消费者所捕捉到, 但并未在市场上得到完全体现的新闻。Barsky 和 Sims (2012) 发现虽然新闻、动物精神和白噪声都在消费者信心指数中有所反应, 但信心和宏观经济间的波动关系几乎可以全部归因于新闻传递。Bachmann 和 Sims (2012) 则关注信心在财政政策传导中的作用。实证结果表明, 信心的作用同样缓慢而持久, 在危机期间, 如果移除信心传导渠道, 财政乘数将有较大幅度的降低。

已有文献对信心在宏观经济运行中的可能作用进行了一定程度的研究, 但仍存在如下不足。首先, 目前的研究多关注信心对宏观经济的预测能力, 鲜有文献研究信心对货币政策传导效果的影响。在货币政策反应方程相关研究中, 大部分文献集中讨论央行对通胀预期的前瞻性反应, 产出预期相对被忽视。同时, 已有研究多使用理性预期假设, 而基于微观调研的现实预期数据较少被采用 (张成思和党超, 2017)。考虑到产出目标是我国货币政策法定双目标之一, 有必要对微观主体的产出预期——即信心——对货币政策传导效果的影响进行深入研究。最后, 在国外相关研究中, 消费者信心能够影响实际经济波动, 而国内研究表明我国消费者信心并不能预测宏观经济波动和通货膨胀, 仅企业家信心有相应作用 (潘建成和唐诗磊, 2010)。由于国家统计局两类指数的调查问题并不相同, 目前尚无法确定这一区别是源自被调查者在经济系统中所处地位的不同还是调查问题的差异, 具体原因仍需要进一步的讨论。

与既有文献相比, 本文的贡献主要体现在以下三个方面。首先, 我们通过构建反事实 SVAR 模型, 甄别并估计了两类信心指数在货币政策传导中的作用。其次, 我们同时考虑了通胀与产出双目标, 使模型更加贴近实际经济运行情况。最后, 通过对比基于同一微观调查问题的企业家信心指数和银行家信心指数, 我们发现企业家信心能够影响货币政策传导效果, 而银行家信心的作用则相对有限, 从而为理解企业家在经济中的重要地位提供了实证依据。我们的发现为近年来货币数量论失灵、货币政策有效性下降的现象提供了可能的解释, 也为货币当局采取稳

定市场信心举措的合理性提供了实证支持。

本文剩余部分将按如下顺序展开：第二部分介绍反事实向量自回归方法，第三部分介绍央行信心调查数据及本文主要变量走势，第四部分对货币政策信心传导机制的存在性及大小做估计，第五部分实施稳健性检验，最后总结全文。

## 二、信心传导机制的模型设定

由于学界对于信心影响实体经济的过程尚未达成共识，不存在被广泛接受的理论模型，我们借鉴 Bachmann 和 Sims (2012) 的方法，采用自由度较高的结构向量自回归模型 (Structural vector autoregression model, SVAR) 进行实证分析。下面，我们将首先介绍基准 SVAR 模型，然后阐释反事实 SVAR 的理论基础及实现过程。

### (一) 基准 SVAR 模型

首先，我们构建一个较为标准的四变量 SVAR 模型作为基准模型。令  $m_t$  为 M2 增长率， $conf_t$  为信心指数， $cpi_t$  为居民消费价格指数， $y_t$  为真实 GDP 增长率。其中，下标  $t$  表示变量所在期数。令  $Y_t = [m_t, conf_t, cpi_t, y_t]'$ 。去均值处理后，SVAR 系统可写成以下形式：

$$A_0 Y_t = \sum_{j=1}^p A_j Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中， $p$  表示滞后阶数， $\varepsilon_t$  是  $4 \times 1$  的冲击项矩阵。为了估计该 SVAR 模型，需要结合实际情况及经济理论，施加更多的限制条件。本文考虑了如下两点。首先，货币政策的制定过程较为复杂，供当局参考的总量指标也具有一定的时滞性。例如，在本模型中，货币政策工具指标逐月发布，而企业家信心和产出在下季度初才统计完成。其次，季度 GDP 数据的发布时间为次季的第一周或第二周，但央行调查问卷数据采集在当季的最后一个半月便已结束。换言之，在接受调查时，受访个体可以观察到货币政策实施情况，但并不能准确了解当季的实际宏观经济运行数据。结合以上因素，本文参照 Bachmann 和 Sims (2012) 及其他文献的方法，假设残差彼此不相关，且  $A_0$  为下三角阵。该限制的具体经济含义为：施加货币政策冲击后，信心、通胀和产出立即对货币政策变动做出反应，但这些变量的变化不会影响当期货币政策；信心的变化会立即导致当期产出的变化，但受访个体只有在观察到上季度的真实 GDP 后才会调整自身预期。更具体地，模型可以写为如下形式：

$$\begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{2,1} & 1 & 0 & 0 \\ a_{3,1} & a_{3,2} & 1 & 0 \\ a_{4,1} & a_{4,2} & a_{4,3} & 1 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} m_t \\ conf_t \\ cpi_t \\ y_t \end{bmatrix} = \sum_{j=1}^p A_j \begin{bmatrix} m_{t-j} \\ conf_{t-j} \\ cpi_{t-j} \\ y_{t-j} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \\ \varepsilon_{3,t} \\ \varepsilon_{4,t} \end{bmatrix} \quad (2)$$

$a_{2,1}$  表示矩阵中第二行第一列的系数，其他类似。(2)式两边同时左乘  $A_0^{-1}$ ，将 SVAR(p)模型转换为缩减 VAR(p)模型形式：

$$Y_t = A_0^{-1} \sum_{j=1}^p A_j Y_{t-j} + A_0^{-1} \varepsilon_t \quad (3)$$

为简化起见, 进一步将 VAR(p) 模型转化为 VAR(1) 模型:

$$Z_t = \Lambda Z_{t-1} + u_t \quad (4)$$

其中:

$$Z_t = \begin{pmatrix} Y_t \\ Y_{t-1} \\ \vdots \\ Y_{t-(p-1)} \end{pmatrix}, \Lambda = \begin{pmatrix} A_0^{-1}A_1 & A_0^{-1}A_2 & \cdots & \cdots & A_0^{-1}A_p \\ I & 0 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & I & 0 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots \\ 0 & \cdots & \cdots & I & 0 \end{pmatrix}, \text{且 } u_t = \begin{pmatrix} A_0^{-1}\varepsilon_t \\ 0 \\ \vdots \\ 0 \end{pmatrix}. \quad (5)$$

则脉冲响应函数可表达为如下形式:

$$\begin{aligned} Z_t &= \Lambda Z_{t-1} + u_t = \Lambda(\Lambda Z_{t-2} + u_{t-1}) + u_t \\ &= \Lambda^2 Z_{t-2} + \Lambda u_{t-1} + u_t = \cdots \\ &= \Lambda^n Z_{t-n} + \sum_{i=0}^{n-1} \Lambda^{n-i} u_{t-i} \end{aligned} \quad (6)$$

因此, 在  $h=1, 2, \dots, H$  各期, SVAR 系统对  $\varepsilon_{t-i}$  的脉冲响应为  $\Lambda^{h-i} u_{t-i}$ 。更具体地, 当受到变量  $q$  一单位冲击时, 变量  $i$  在  $h=1, 2, \dots, H$  各期的响应为:

$$\phi_{i,q,h} = e_i \Lambda^{h-1} A_0^{-1} f_q \quad (7)$$

其中,  $e_i$  是第  $i$  位数值为 1, 其他均为 0 的  $1 \times 4$  行变量,  $f_q$  则是第  $q$  位数值为 1, 其他均为 0 的  $4 \times 1$  列变量, 用于从矩阵中选取所需数值。给定  $\Lambda$  的维数为  $4p \times 4p$ , 需要对  $A_0^{-1} f_q$  及  $e_i$  别插入  $4 \times (p-1)$  行或列零值, 以进行矩阵乘法运算。

## (二) 反事实 SVAR 模型

本文的研究目的在于探讨信心在货币政策传导中的作用。为此, 我们使用“反事实法”识别并估计信心在政策传导中所起的作用。反事实法最早用于探究石油危机是否通过美联储货币政策影响了美国经济 (Bernanke, Gertler, Watson, Sims 和 Friedman 等, 1997; Sims 和 Zha, 2006), 后来也被用于分析消费者信心在美国财政政策传导中所起作用 (Bachmann 和 Sims, 2012), 是一种较为经典的实证方法。本节将对反事实法的思想和具体理论推导做详细说明。

### 1. 反事实方法思想概述

在上文所述基准 SVAR 模型中, 一单位的 M2 增长率冲击将通过以下三种方式影响产出:

(1) 直接效应。由基准 SVAR 模型可知, 每单位冲击在当期会导致 GDP 产生大小为  $a_{4,1}$  的波动。

(2) 经由信心传导的间接效应。除直接冲击产出外, M2 还可以通过影响企业家信心间接地影响产出。在基准 SVAR 系统中, 如果信心对当期货币政策变动立即做出反应 ( $a_{2,1} \neq 0$ ), 而通胀和产出又立即对信心做出反应 ( $a_{3,2} \neq 0$  且  $a_{4,3} \neq 0$ ), 那么一单位 M2 增长波动通过信

心对真实 GDP 产生的间接脉冲响应为  $a_{2,1} \times a_{3,2} \times a_{4,3}$  (通过 CPI 传导) +  $a_{2,1} \times a_{4,2}$ 。该渠道是本文主要关注的传导机制, 以下简称为信心间接效应。

(3) 经由 CPI 传导的间接效应。与 (2) 类似, 一单位 M2 增长波动也可以通过影响通胀进而影响真实产出, 其间接脉冲响应为  $a_{3,1} \times a_{4,3}$ 。

为了回答是否存在货币政策信心传导机制的问题, 本文需要量化信心的影响。容易看出, 在基准模型中, 产出的最终响应是直接效应与两种间接效应混合作用的结果。为了分离信心间接效应, 我们参考 Bachmann 和 Sims (2012) 及李永友 (2012) 的方法, 构建一系列虚拟信心扰动项, 使它们的冲击恰好将货币政策在  $h=1, 2, \dots, H$  期对信心的冲击  $\phi_{2,1,h}$  完全抵消。这样, 我们得以模拟如下“反事实”情形: 货币对产出的直接刺激效应保持不变, 但信心指数在各期均为不变常数 0。换言之, 当受到货币政策冲击时, 企业家或银行家“不为所动”, 信心既未提振也未受挫, 相当于关闭了通过信心传导的间接渠道。通过比较基准模型与反事实模型的脉冲响应结果, 便可以较为直观地观察到间接效应, 即信心在货币政策传导中所起的作用。

## 2. 反事实 SVAR 理论推导

为了抵消信心间接效应, 需要首先计算各期信心对货币政策冲击的响应, 再根据信心对自身扰动项的响应方程计算出虚拟扰动项。在第一期, 信心对一单位 M2 冲击的脉冲响应为:

$$\phi_{2,1,1} = e_2 A_0^{-1} f_1 = A_0^{-1}(2,1) \quad (8)$$

其中  $A_0^{-1}(2,1)$  是矩阵  $A_0^{-1}$  的第二行第一列元素。相似地, 信心对自身扰动项的响应为:

$$\phi_{2,2,1} = e_2 A_0^{-1} f_2 = A_0^{-1}(2,2) \quad (9)$$

为移除间接效应, 第一期的虚拟扰动项,  $\varepsilon_{2,1}$ , 应满足如下等式:

$$\phi_{2,1,1} + \phi_{2,2,1} \varepsilon_{2,1} = 0 \quad (10)$$

由(10)式可得:

$$\varepsilon_{2,1} = -\frac{\phi_{2,1,1}}{e_2 A_0^{-1} f_2} = -\frac{A_0^{-1}(2,1)}{A_0^{-1}(2,2)} \quad (11)$$

同理, 可递归计算出后继各期的虚拟扰动项数值:

$$\varepsilon_{2,h} = -\frac{\phi_{2,1,h} + \sum_{j=1}^{h-1} e_2 \Lambda^{h-j} A_0^{-1} f_2 \varepsilon_{2,j}}{e_2 A_0^{-1} f_2}, \quad h=2, \dots, H \quad (12)$$

将虚拟扰动项加回到原脉冲响应方程中, 抵消信心变动引致的间接效应, 即可计算出反事实脉冲响应函数:

$$\tilde{\phi}_{i,1,h} = \phi_{i,1,h} + \sum_{j=1}^h e_i \Lambda^{h-j} A_0^{-1} f_2 \varepsilon_{2,j} \quad (13)$$

修正后的脉冲响应函数,  $\tilde{\phi}_{i,1,h}$ , 即为原基准 SVAR 模型去除信心间接效应后的响应。比较混合效应  $\phi_{i,1,h}$  和直接效应  $\tilde{\phi}_{i,1,h}$ , 便可估计信心间接效应, 即“信心渠道”的大小及方向。

## 三、数据说明

## (一) 指标概述

本文实证部分主要涉及信心指数、货币政策、宏观经济运行情况三大类指标。我们在表 1 中简要列出了文中所涉指标的数据来源及计算方式,并在下文中对各序列特征进行了详细说明。

表 1 变量说明

指标类型	中文名称	脉冲图变量名	数据来源	定义及备注
信心指数	企业家信心指数	EC	中国人民银行企业家调查问卷	$((\text{认为本季经济形势正常人数占比}) + (\text{认为下季经济形势正常人数占比})) / 2$
	银行家信心指数	BC	中国人民银行银行家调查问卷	反映银行家对宏观经济所持信心的指数。计算公式为: $((\text{认为本季经济形势正常人数占比}) + (\text{认为下季经济形势正常人数占比})) / 2$
货币政策	货币供应量增长率	M2GR	中经网统计数据库	M2 同比增长率。
	同业拆借利率	CHIBOR		中国银行间同业拆借全品种平均利率。原序列为月度数据,取季度平均值。
	信贷总量增长率	CREDIT		金融机构各项贷款余额同比增长率。
宏观经济运行情况	国民生产总值增长率	GDPGR	首先按年度 GDP 平减指数计算季度真实值,然后计算同比增长率。	
	居民消费价格指数	CPI	同比增长率。原序列为月度数据,取季度平均值。	
	工业生产者出厂价格指数	PPI	同比增长率。原序列为月度数据,取季度平均值。	
	国有企业固定资产投资增长率	INV_SOE	该季度新增固定资产投资同比增长率;企业类型包括国有企业及国有独资企业。	
	民营企业固定资产投资增长率	INV_POE	该季度新增固定资产投资同比增长率;企业类型包括其他有限责任公司、股份有限公司及私营企业。	

要探讨信心在货币政策传导中的作用,首先需要寻找合适的指标来度量经济主体信心。由于信心属于心理预期,难以直接观察,研究者通常使用调查法询问经济主体的主观感受,如著

名的美国密歇根消费者感受指数，就是基于电话访问结果计算得出。本文选取了中国人民银行发布的企业家信心指数及银行家信心指数，以衡量企业家和银行家两类重要经济主体对我国宏观经济的感知。相对于国家统计局发布的企业家信心指数和消费者信心指数序列，我国央行发布的信心指数虽然开始时间偏晚，但是企业家与银行家信心指数所基于的调查问题完全一致，便于比对。同时，相对于普通消费者，银行家更加关注宏观经济与货币政策运行状况，其信心能够更好地代表金融中介机构对未来产出的预期。

本文的企业家信心指标来自中国人民银行全国企业家问卷调查报告。企业家问卷调查是我国央行1992年起实施的一项季度抽样调查，该调查样本涵盖全国除西藏外的近6000户工业企业，内容涉及企业生产、供需、贷款需求等七个方面。企业家信心指数旨在反应企业家对宏观经济状况的整体预期。该指数的具体计算方法是：询问全部调查企业关于经济形势情况的判断，先分别统计本季度和下季度认为宏观经济形势“正常”的企业所占比率，再将两者相加取平均求出。

本文的银行家信心指标来自中国人民银行全国银行家问卷调查报告。银行家问卷调查是央行2004年起实施的一项季度调查，覆盖全国近3200家银行及信用合作社。调查对象为全国各类银行机构（含外资商业银行机构）的总部负责人，及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长。银行家信心指标的问卷问题与计算方式同企业家信心指数完全一致。中国人民银行调查统计司在每季度最后一个月的下旬同时公布两种信心指数的具体数值。

考虑到对信心指标的现有研究成果较为缺乏，为了减少特殊衡量方式对实证结果可能带来的干扰，本文选取了最传统的指标来反映货币政策及产出变动。货币政策方面，对于数量型调控，我们采用M2同比增长率及金融机构各项贷款余额同比增长率指标，对于价格型调控，我们则使用全品种的全国银行间同业拆借加权平均利率指标。宏观经济相关指标中，我们以同比CPI增长率衡量通胀，以同比PPI增长率衡量企业定价变动情况，以不变价格计算的新增固定资产投资同比增长率衡量企业投资变动情况，以不变价格计算的GDP同比增长率衡量产出。原始数据中的月度数据均通过求季度平均的方法转换为季度数据。本文所有增长率均以同比方式计算，以处理可能存在的季节效应。除信心指数外的宏观数据均来自中经网统计数据库，样本区间为2004年第一季度至2017年第三季度。

最后，我们对本文的主要变量进行平稳性检验。由表2可见，企业家信心指数、M2同比增长率、CHIBOR、真实产出增长率和民营企业固定资产投资增长率变量的ADF检验p值大于10%，即在10%的显著性水平下不能拒绝单位根原假设，其余变量对应的p值小于5%（即可以拒绝单位根原假设）。根据以上检验结果，我们可以进一步将检验p值大于10%的变量进行差分，然后使用差分后的平稳数据参与实证回归。不过需要注意的是，ADF检验显示不平稳的变量p值都在10-20%之间，考虑到ADF检验的功效较低，同时差分处理平稳后的序列与原始变量的经济含义有所不同。因此，我们在基准模型中仍然使用经济含义明确的原始变量，此时SVAR模型的估计结果中这些变量的估计值具有超一致性（super consistency）特征。同时，我们也报告了使用平稳序列的估计结果，以说明结果的稳健性。

表 2 DF 检验结果

变量	ADF p-value	变量	ADF p-value	变量	ADF p-value
EC	0.18	CHIBOR	0.12	PPI	0.00
BC	0.04	GDPGR	0.17	INV_SOE	0.03
M2GR	0.14	CPI	0.00	INV_POE	0.15

注：ADF 检验模型设立为含有截距项，不含时间趋势项；最优滞后阶数由 SIC 确定（最大阶数为 8）。

## （二）基本事实

我们在图 1 中展示了本文主要变量的运行趋势，以直观了解实证部分核心变量的运行情况。可以看出，货币政策工具、信心指数与真实产出增长间存在较为明显的联动关系。例如，2008 年三季度金融海啸席卷全球，我国企业家与银行家信心指数均大幅下挫，处于历史低位。当局果断出手干预，随着巨额货币的持续投放，两类信心指数迅速企稳回升，仅用一年时间便回到危机前的水平。同时，真实产出也快速复苏，我国率先走出全球金融危机的阴影。

我们同时注意到，两类信心指数走势也出现过分歧，且当企业家预期与央行货币政策立场出现冲突时，货币政策有效性有所下降。2006 年至 2008 年初，我国真实产出增长率持续在 12% 上方运行，经济面临过热的压力。为了控制通胀上行，防范经济过热，央行在 2006 年二季度至 2008 年一季度中，上调贷款基准利率 8 次，法定存款准备金率 18 次，其调整力度之大，频率之集中为近年罕见。银行家对经济过热倾向反应迅速，信心指数由 2006 年一季度的 82 点一路下挫至 2007 年三季度的 20 点。换言之，仅有 20% 的银行家认为当前及未来的经济形势尚属正常。企业家的反应则相对迟缓，至 2007 年三季度，仍有 70% 的企业家认为经济形势仍属正常。显然，企业对经济过热的风险认识有所不足。事实上，该轮货币政策调整也并未能够很好地实现平抑通胀的目标，2008 年一季度 CPI 同比增长仍达 8%。直观看来，当紧缩货币政策未能及时令企业家修正预期时，货币政策的有效性似乎有所下降。



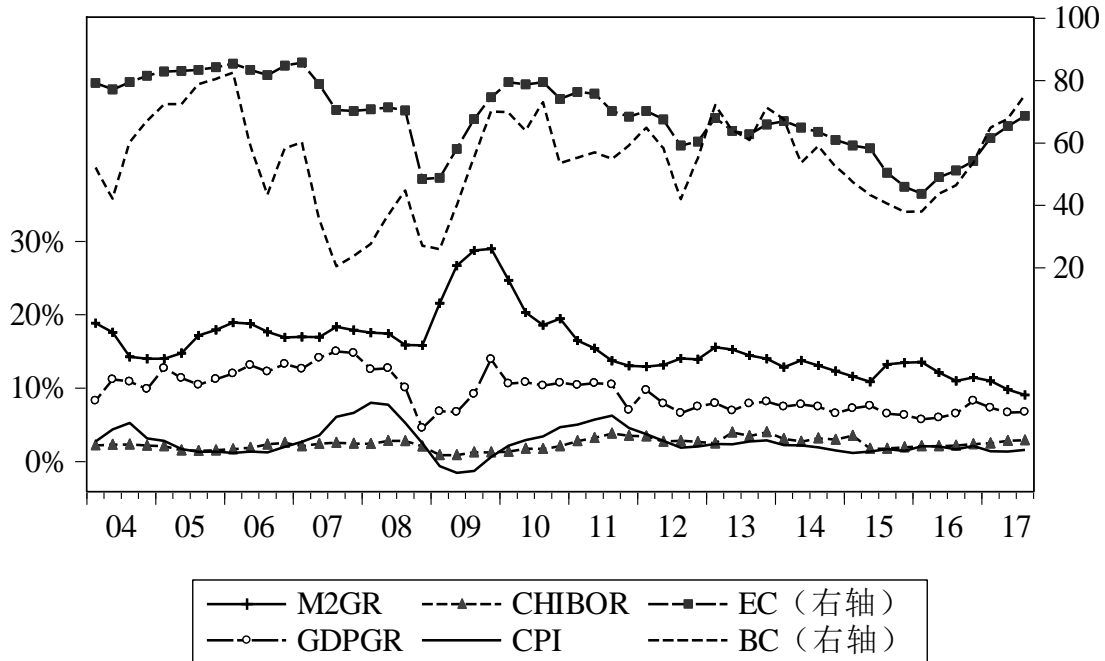


图 1 主要变量时序图：2004 年 1 季度至 2017 年 3 季度

再如，2012 年三季度至 2013 年三季度，央行连续两次下调存款基准利率，货币投放亦有所增加。受此影响，银行家信心迅速回升到历史高位。但此次货币政策调整并未能如 2009 年一样显著提振企业家信心，企业家信心指数在小幅回升后便一直保持下行走势，显示出生产者对宏观经济前景的担忧。同时，货币政策的传导似乎有所阻塞，CPI 始终低于 3%，PPI 持续多月为负。观察真实产出变化，可以发现货币供应量的增加也未能扭转真实产出下行的趋势。可见，当宽松货币政策未能及时提振企业家信心时，货币当局的意图同样较难实现。

由以上对图 1 的分析可见，当货币政策的调控意向与企业家信心走势不相符时，货币政策的有效性可能有所下降。银行家虽然对宏观经济运行趋势及货币政策变动更加敏感，但其信心与货币政策效果的相关度不及企业家信心。在下文中，我们将进一步对以上猜想进行实证检验。

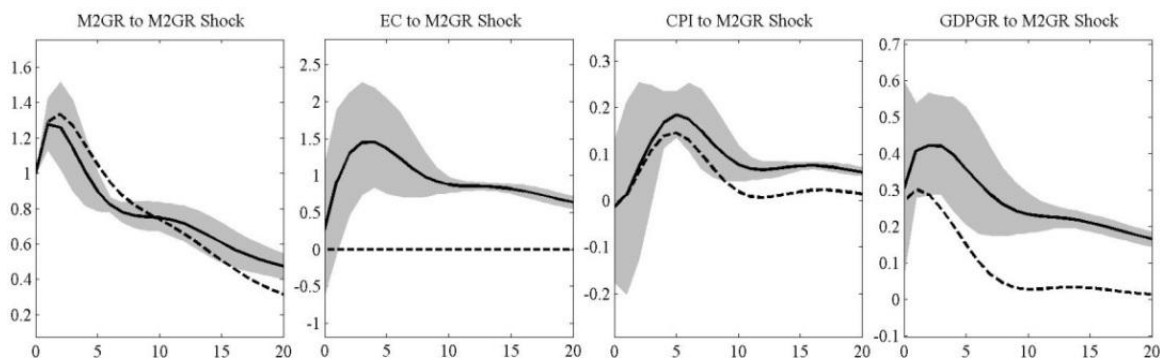
#### 四、脉冲响应分析

我们首先构建由 M2 增长率、企业家信心、CPI 及 GDP 增长率组成的四变量 SVAR 模型，并在此基础上进行反事实分析。考虑到本文所用数据可获取的时间较短，样本共 55 期，我们结合信息准则，建立 SVAR(2)模型作为基准回归，脉冲响应时间长度设为 20 个季度。

脉冲响应结果如图 2 子图(a)所示，其中实线表示基准结果，虚线表示运用反事实方法去除信心间接传导效应后的结果。参考 Auerbach 和 Gorodnichenko (2012) 的做法，我们使用马尔科夫-蒙特卡洛 (Markov Chain Monte Carlo, MCMC) 方法计算得到基准模型的 90%置信区间，

在图中以阴影区域表示。<sup>2</sup>为了更直观地解释结果的经济含义，本文对脉冲响应的单位进行了调整，将 M2 增长率在 0 期对自身的冲击标准化为 1 个百分点。这样，图中的脉冲响应结果可阐释为货币供给增长 1% 对其他各变量的影响。

### (a) 企业家信心实证结果



### (b) 银行家信心实证结果

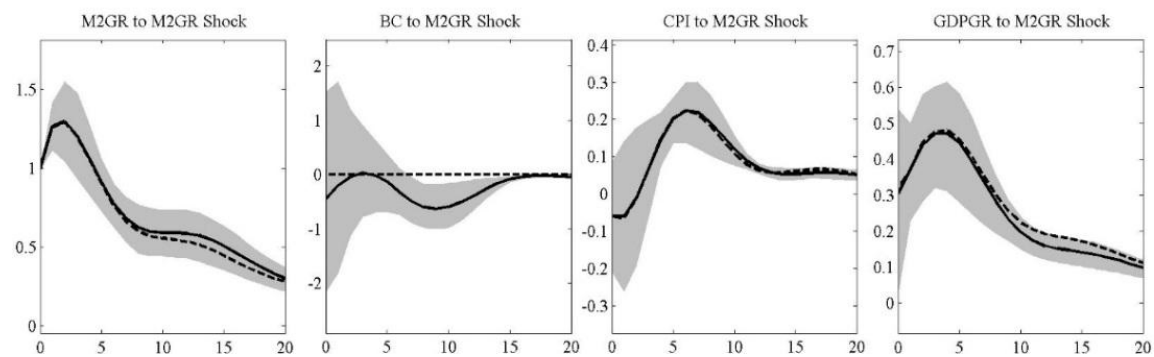


图 2 货币政策-信心-CPI-产出脉冲响应图

由图(a)可见，货币供给的单位正向冲击会导致企业家信心的上升，该上升过程持续约 5 期，在第 6 期开始缓慢回落，最高单期可提升信心近 1.5 点。通胀的脉冲响应呈驼峰形，最大单期响应约为 0.18%，并在 6 期后逐渐衰减。真实 GDP 增长率则随货币冲击而迅速上升，在 3-5 期均保持约 0.4% 的水平，此后持续回落，货币政策刺激效果较为明显。基准结果表明，以 M2 同比增长率为衡量指标的宽松货币政策对企业家信心提振、通胀上行和产出增加均有正向贡献。本文的主要研究兴趣在于分析信心对货币政策传导的可能影响。

为了衡量企业家信心在该 SVAR 系统中的作用，我们使用前节所述方法，利用生成的虚拟冲击抵消货币政策对企业家信心的冲击，从而模拟“企业家信心不随货币政策变动而变化”的反事实效果。由图 2 虚线部分可以看出，在去除企业家信心间接传导效应后，通胀和产出的反

<sup>2</sup> 对于每个估计量，我们抽样 10000 次，其中 2000 次作为调试期 (burn-in period)，不参与置信区间的计算。

应均有明显下降。CPI 反事实脉冲响应在前 3 期与基准模型走势类似，而后持续低于基准模型估计结果，说明通胀对货币投放的敏感度有所降低。产出反事实脉冲响应曲线的增长速度亦明显放缓。为了方便读者了解基准模型和反事实模型脉冲响应曲线的差异，我们在表 3 中给出了脉冲响应曲线对应的数值。由表 3 第二行可知，基准模型中，M2 增长率增加 1% 会在第 3 期和第 4 期分别带来真实产出 0.42% 和 0.39% 的增长，而在信心未受影响的反事实模型中，增长仅有 0.25% 和 0.20%。换言之，如果实施宽松货币政策但企业家的信心未能得到提振，积极政策在短期内对经济的刺激作用将大幅降低，其效果仅为基准模型的六成左右。

时期	0	1	2	3	4	5	6	7	8
基准模型	0.30	0.40	0.42	0.42	0.39	0.36	0.32	0.29	0.26
反事实模型	0.27	0.30	0.29	0.25	0.20	0.15	0.11	0.07	0.04
差值（逐期）	0.03	0.10	0.13	0.17	0.19	0.21	0.22	0.22	0.22
差值（累计）	0.03	0.13	0.26	0.43	0.62	0.82	1.04	1.26	1.47

表 3 中，我们进一步计算了两种模型的逐期差值与累计差值。从第 5 期起，基准模型和反事实模型的差值稳定在 0.22% 左右。换言之，货币政策信心传导渠道对每期的真实 GDP 增长率贡献约为 0.22%。8 个季度时，基准模型和反事实模型的累计增长率差值达到了 1.47%。可见，关闭企业家信心反应渠道显著降低了货币政策对经济增长的刺激作用。需要指出的是，我们在此处以宽松货币政策为例分析企业家信心在货币政策传导中的作用，这个结论对紧缩货币政策同样成立。在经济过热的背景下，如果当局实施紧缩性货币政策后，企业家未能及时修正预期，仍然认为当前宏观环境“正常”，那么该政策同样难以达成降低通胀和控制经济过快增长的目标。

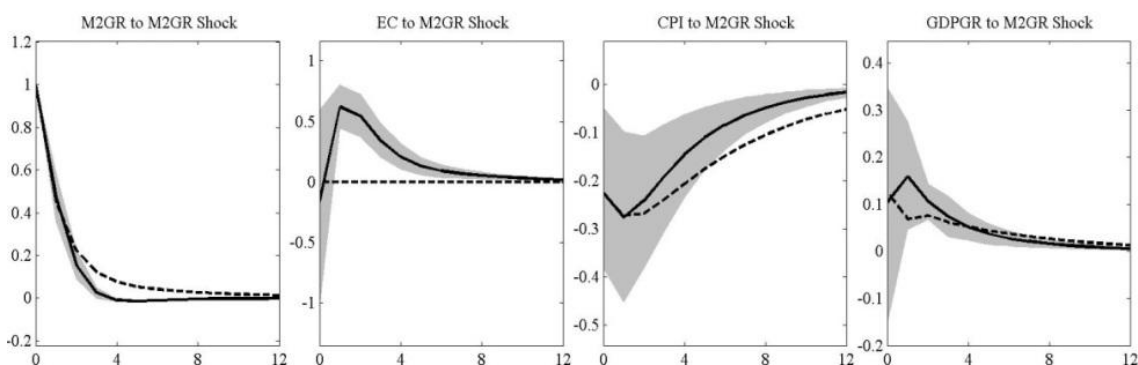
以上实证结果提示我们，企业家信心可能在货币政策传导中发挥了一定作用。但是，仅凭图(a)的结果，我们尚不能认定在前瞻性货币政策制定过程中需要重点关注企业家信心。一个自然的想法是，是否其他信心指数也有类似的效果？既往研究证实，我国企业家信心能够预测经济增长与通货膨胀，但消费者信心却没有类似效果（潘建成和唐诗磊，2010）。由于国家统计局企业家信心指数和消费者信心指数的调查问题有所不同，已有研究未能深入探究引起二者作用差异的原因。

如前文所述，央行企业家与银行家信心指数的问题设计、指数计算方法和发布日期均完全一致，唯一的不同在于调查对象。企业家调查问卷由被调查企业的厂长或副厂长填写，银行家调查问卷则由被调查金融机构的总部负责人、分支行行长或主管信贷的副行长完成。因此，企业家信心指数反映的是生产者对当前宏观经济的判断，银行家信心指数则侧重于金融中介机构对宏观经济运行状态的认知。这种设计为我们提供了识别上的便利：如果企业家信心和银行家信心均只是已有宏观经济变量的投影，那么二者的作用应该大致相当。反之，如果在反事实模型中，包含不同信心指数的模型表现有较大差异，则说明其中一种信心指数应当在前瞻性货币政策制定与实施过程中重点关注。

为了检验以上观点，我们重新构建包含 M2 增长率、银行家信心、CPI 及产出增长的 SVAR 模型，实证结果如图 2 子图(b)所示。当货币供给量增加 1% 后，银行家信心在 0 附近呈波动态势，并未像企业家信心一样显著上升。换言之，宽松的货币政策冲击并没有改善银行家对未来经济走势的预期，反而使银行家趋于悲观。CPI 及产出的脉冲响应曲线则与含企业家信心的模型较为一致。当移除银行家信心间接效应后，子图(b)中通胀及产出的反事实脉冲响应曲线和基准模型结果基本没有差异，表明去除银行家信心间接传导效应对货币政策效果并没有显著影响。

为确保结论的稳健性，我们接下来对 ADF 检验  $p$  值大于 0.1 的变量差分处理为平稳序列，并结合样本大小与信息准则构建 SVAR(1) 模型。为便于读者观察，此处的脉冲响应时间长度设为 12 个季度。由于差分处理过程损失部分信息，基准模型与反事实模型间的差距有所弱化，且因变量差分后自身变化减小从而使待估系数的标准误有所增加。不过，从图 3 中的结果我们仍然可以观察到，移除企业家信心间接传导效应后，产出的响应低于基准模型；而移除银行家信心间接传导效应并未产生明显效果，这些结果与基准模型的实证结果保持一致。

#### (a) 企业家信心实证结果



#### (b) 银行家信心实证结果

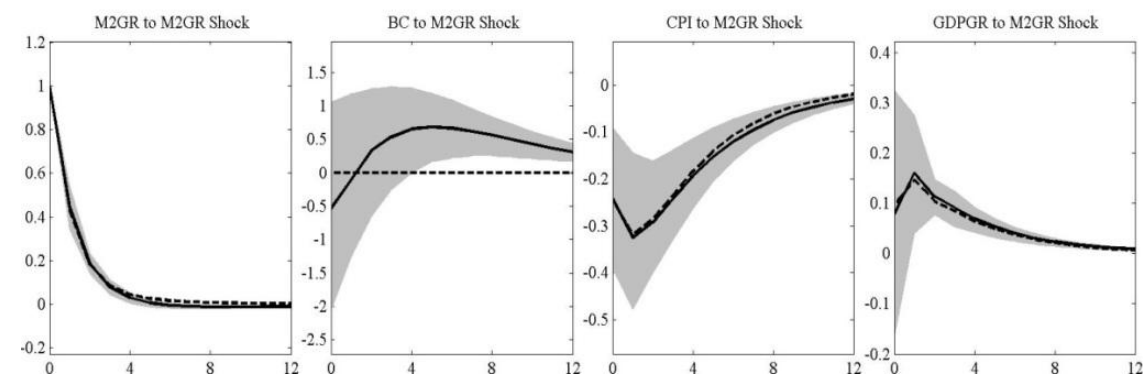


图 3 货币政策-信心-CPI-产出脉冲响应图（平稳序列）

以上实证结果提示我们，企业家信心在货币政策的传导过程中可能发挥了一定作用，而银行家信心的作用则相对较弱。但是，仅由两组实证结果得出以上结论显然过于草率。因此，下

文将考虑其他可能的影响因素，以检验结果的稳健性。

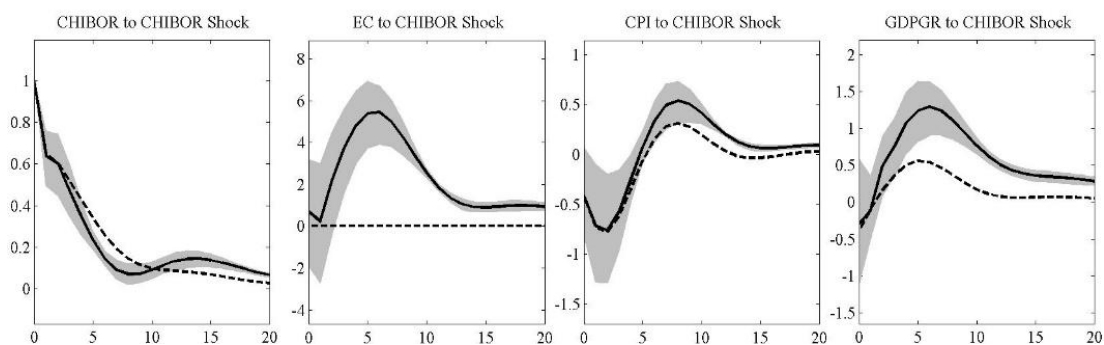
## 五、稳健性检验

在本节中，我们分别考虑其他货币政策代理变量、企业定价行为及企业投资行为，探讨这些因素是否影响本文主要结论的稳健性。

### (一) 货币政策代理变量：CHIBOR 及信贷总量

在本节中，我们进一步更换货币政策衡量指标，确保结论不是由于 M2 指标的某些特殊性导致的。考虑到近年来央行对价格型货币政策工具的重视，我们首先使用银行间同业拆借利率代替货币供应量指标 M2。由于利率对真实经济增长的冲击是负向的，不利于对比，本文采用一单位负向利率冲击来绘制脉冲响应图（调整单位后相当于利率下降 100 个基点）。实证结果如图 4 所示。

#### (a) 企业家信心对应结果



#### (b) 银行家信心对应结果

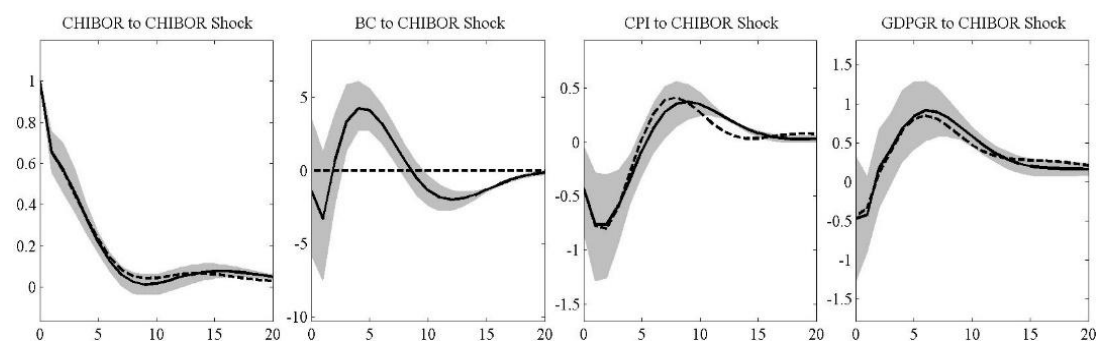


图 4 稳健性检验结果——以 CHIBOR 作为货币政策工具代理变量

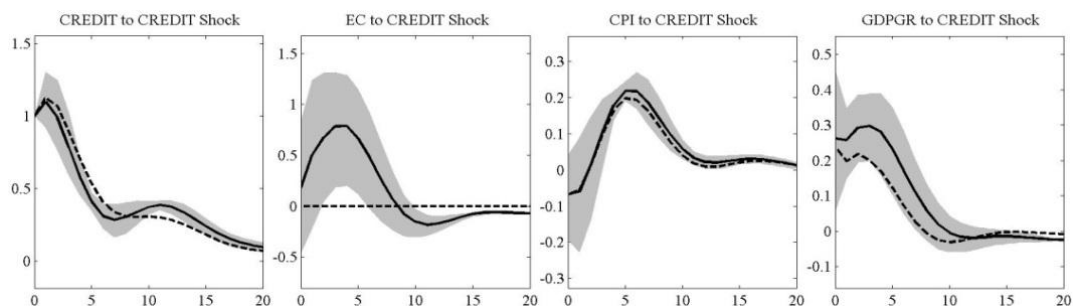
由子图(a)可见，银行间同业拆借利率下降 100 个基点在初期对信心的提振作用并不明显，这一方面是由 SVAR 模型设定传导时滞引致，另一方面也说明，在现实中，突然出现的宽松货币政策可能反令企业家对宏观经济前景心生疑虑。此后，随着宽松政策逐步传导至实体经济，信心和产出迅速回暖，企业家信心指数单期提振最大接近 6 点。但是，如果面对利率下降的情

况，企业家预期未能及时修正，则产出复苏速度将有较大的减缓，从第三期开始，反事实脉冲响应中的 GDP 增长率全面低于基准结果。在基准结果中，CHIBOR 下降 1% 的冲击，最多可使真实 GDP 增长率上升超过 1.3%，而在反事实模型中，单季刺激效果从未超过 0.5%，表明政策刺激效果弱化。

子图(b)展示了包含银行家信心的脉冲响应模型。基准模型与企业家信心结果较为类似，CHIBOR 下降 1% 会导致银行家信心上升，通胀上行和产出增加。移除银行家信心间接效应后，通胀和产出的脉冲响应曲线变化较小，说明银行家信心在货币政策传导中的影响不及企业家信心，结论与前文高度一致。

其次，既有研究表明，信贷渠道在我国货币政策传导中起到十分重要的作用（许伟和陈斌开，2009；姚余栋和李宏瑾，2013）。同时，信贷活动也与银行家信心关系更为密切。因此，我们用信贷总量作为货币政策代理变量，检验主要结论的稳健性，结果展示于图 5 中。

#### (a) 企业家信心对应结果



#### (b) 银行家信心对应结果

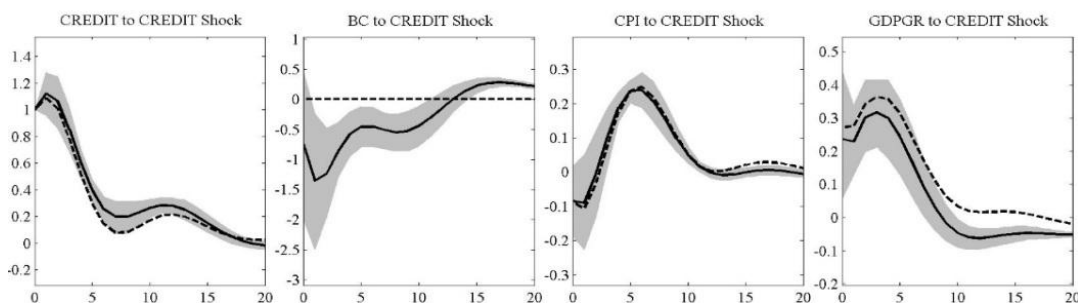


图 5 稳健性检验结果——以信贷总量同比增长作为货币政策工具代理变量

由子图(a)可见，企业家信心对应结果与前文基本一致，当新增信贷未能提振企业家信心时，通胀和产出水平均有一定下降。子图(b)中银行家信心的响应则有所不同，信贷总量同比增长率上行 1% 实际上挫伤了银行家信心。考虑到信贷总量调控措施往往具有逆周期性，当面对经济下行压力时，信贷总量的扩张某种程度上增加了银行的风险承担，银行家信心降低的结果是符合事实的。由反事实脉冲响应可见，如果新增信贷没有导致银行家信心下滑，则产出增长会略高

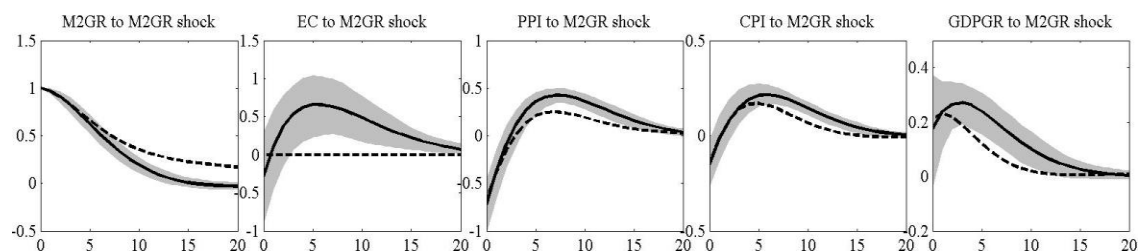
于实际水平。最后,我们使用平稳序列构建以 CHIBOR 和信贷总量为货币政策衡量变量的 SVAR 模型,结果和图 3 中的平稳序列结果基本一致,限于篇幅此处不再报告。

以上实证结果表明,我们的计量结果对货币政策代理指标较为稳健。移除企业家信心的传导作用将会降低货币政策对通胀及产出目标的调控结果,而银行家信心的作用则相对较弱,仅在信贷渠道中发挥有限作用。

## (二) 企业定价行为

企业价格不能随名义冲击及时充分调整的现象已被广泛讨论,可能的解释包括信息在地理上的分散性(Lucas, 1972),较慢的信息扩散速度(Mankiw 和 Reis, 2002),理性疏忽(Mackowiak 和 Wiederholt, 2009; Reis, 2006; Sims, 2003)以及无法准确预测其他企业的定价行为(Angeletos 和 Jennifer, 2009)。考虑到信心在不确定性较高的时期趋于下行(Dequech, 1999),且危机期间保证企业的生存至关重要,低迷的信心很可能导致企业即使面对积极货币政策冲击,仍不愿上调产品售价,从而在宏观上表现出货币数量论失灵的现象。基于以上讨论,我们将生产价格指数纳入模型,观察考虑企业的定价行为后,模型的主要结论是否发生变化。由于该模型的变量数较多,结合信息准则,此处构建 SVAR(1)模型。

### (a) 企业家信心对应结果



### (b) 银行家信心对应结果

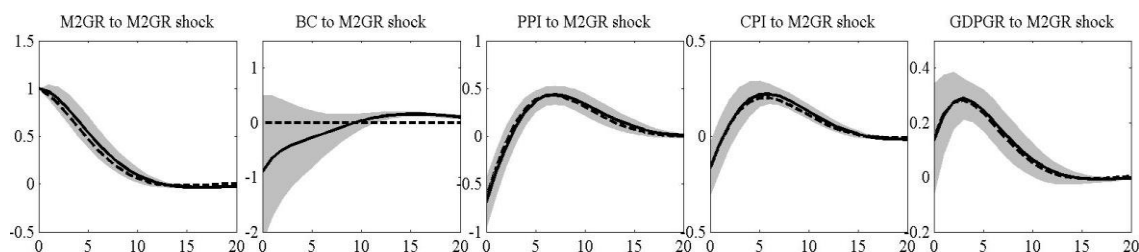


图 6 稳健性检验结果——考虑生产价格指数的脉冲响应

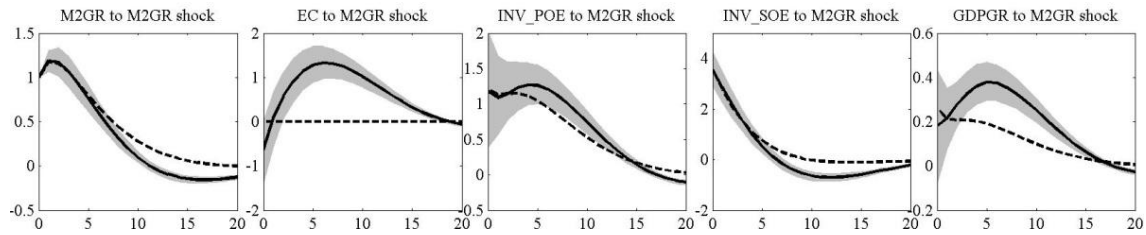
由图 6 子图(a)可见,在模型中加入生产价格指数变量后,本文的主要结论依然保持稳健,移除企业家信心间接传导效应会导致通胀水平和产出的下降,而银行家信心的影响相对较低。当受到货币增发的冲击时,各变量均在一定时滞后呈现上升态势。生产价格指数的上升幅度在第六个季度达到峰值 0.43%。当控制企业家信心的间接传导效应后,PPI 的响应大幅下降,最大反应也仅为 0.25%,仅相当于原效果的六成。基准结果和反事实结果的差异显著,在多数区间

均高达 0.2%。子图(b)则说明, 银行家信心在货币投放向产品价格的传导中没有发挥重要作用, 移除银行家信心间接效应不会影响生产者价格指数的响应。以上结果表明, 当企业家信心不足时, 即使面对较高的货币增发速度, 工业企业对制成品的定价也会相对谨慎, 导致出厂价格并未出现相应的上升。反之, 当经济过热但企业家信心高企时, 货币当局控制通胀的努力也可能难以达成。这一发现为我国金融危机后货币数量论失灵, 高货币供给增长与低通胀并存, 工业制成品价格指数连续多月为负的现象提供了一种可能的解释。

### (三) 企业投资行为

最后, 进一步考虑企业投资行为。鉴于我国不同所有制企业存在明显差异, 我们分别计算国有企业及民营企业的新增固定投资同比增长率, 构建 SVAR(1)模型。该模型结果对货币政策代理变量的选择较为稳健, 为节省篇幅, 图 7 中仅报告以 CHIBOR 为代理变量的脉冲响应。

#### (a) 企业家信心对应结果



#### (b) 银行家信心对应结果

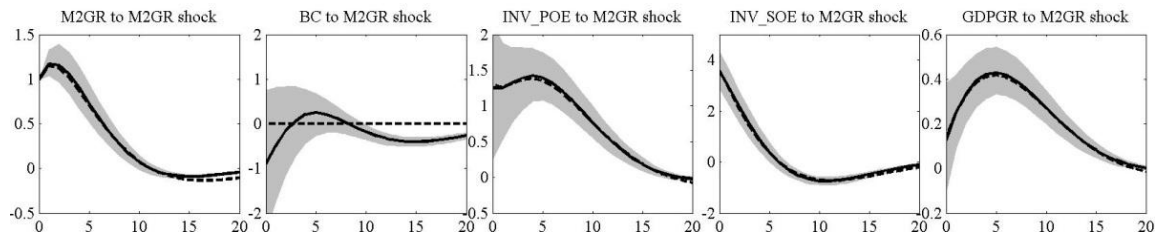


图 7 稳健性检验结果——考虑企业投资行为的脉冲响应

由图 7 可见, 真实产出增长率的脉冲响应曲线与前文各图表现相近, 说明信心在货币政策传导中的作用是稳健可靠的。同时, 国有企业与民营企业的投资行为在移除信心间接传导效应后出现了差异。当扩张性货币政策未能提振企业家信心时, 民营企业固定投资增长率出现下滑, 而国有企业的固定资产投资反而有所上升。这种分歧表明, 企业家信心的作用可能随企业所有制的不同而变化。当然, 这一发现还需要更严谨的微观数据实证检验做支撑。以上三组检验表明, 本文的主要结论在考虑不同的货币政策代理变量、企业定价行为及企业投资行为后均未发生改变, 结果较为稳健。



## 六、结论

本文利用微观调查数据,获取现实中企业家和银行家两类异质性群体的信心指数,并通过反事实 SVAR 模型识别与估计信心对前瞻性货币政策传导效果的影响。实证结果表明,移除企业家信心的间接效应后,通胀与产出对货币政策冲击的响应均显著下降。这说明,如果货币政策意图与企业家预期产生偏离,则政策效果难以达到理想水平。银行家信心对货币政策传导效果的影响则相对有限,主要在信贷渠道中发挥作用。

除初步证实企业家信心在货币政策传导中的作用外,本文的研究还为如何提升我国前瞻性货币政策的有效性提供了启示。从实证结果来看,当央行货币政策立场与企业家信心走势出现背离时,货币政策的物价稳定与经济增长目标均受到了影响。因此,货币当局在运用货币政策工具时,需要密切关注市场参与者的预期调整情况。当宏观经济偏热,当局在实施适当紧缩政策的同时,可以加强沟通,提示风险,以避免企业误判经济形势盲目扩大生产,导致调控通胀和产出的难度增加。同样,当经济出现偏冷迹象,中央银行如果能够在实施宽松政策的同时,积极发声,稳定企业家预期,坚定生产者信心,则积极货币政策能够更好地促进经济复苏。同时,虽然银行家信心在货币政策传导中的作用相对较为有限,但这并不意味着该信心指数不具实际经济意义。银行家对于宏观经济运行状况的判断比企业家更为精确,对经济偏热的情况尤为敏感。因此,及时了解银行家与企业家的认知分歧,有助于央行及时判断经济运行状况,做好预期管理工作。

本文的研究结果表明,信心这一指标在前瞻性货币政策制定与实施中应当加以重视。基于以上分析,货币当局在制定货币政策时应更加强调政策的连续性与可信度,注意市场主体的预期分歧,加强预期管理,打消企业家顾虑,以获得更佳的政策实施效果。

### 参考文献:

1. 李永友:《市场主体信心与财政乘数效应的非线性特征——基于 SVAR 模型的反事实分析》,《管理世界》2012 年第 1 期。
2. 潘建成、唐诗磊:《信心如何影响中国通货膨胀》,《统计研究》2010 年第 10 期。
3. 苏冬蔚、曾海舰:《宏观经济因素、企业家信心与公司融资选择》,《金融研究》2011 年第 4 期。
4. 吴卫星、付晓敏:《信心比黄金更重要?——关于投资者不确定性感受和资产价格的理论分析》,《经济研究》2011 年第 12 期。
5. 许伟、陈斌开:《银行信贷与中国经济波动:1993—2005》,《经济学(季刊)》2009 年第 3 期。
6. 姚余栋、李宏瑾:《中国货币政策传导信贷渠道的经验研究:总量融资结构的新证据》,《世界经济》2013 年第 3 期。
7. 张成思、党超:《基于双预期的前瞻性货币政策反应机制》,《金融研究》2017 年第 9 期。

8. Angeletos, G. M., & Jennifer, L. O., Incomplete information, higher-order beliefs and price inertia. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, 2009, pp. S19-S37.
9. Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y., Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol.4, No.2, 2012, pp. 1-27.
10. Azariadis, C., Self-fulfilling prophecies. *Journal of Economic Theory*. Vol. 25, No. 3, 1981, pp. 380-396.
11. Bachmann, R., & Sims, E. R., Confidence and the transmission of government spending shocks. *Journal of Monetary Economics*. Vol.59, No.3, 2012, pp. 235-249.
12. Barsky, R. B., & Sims, E. R., Information, animal spirits, and the meaning of innovations in consumer confidence. *American Economic Review*. Vol.102, No.4, 2012, pp. 1343-1377.
13. Benhabib, J., & Farmer, R. E., 1996, Indeterminacy and sector-specific externalities. *Journal of Monetary Economics*, Vol.37, No.3, 1994, pp. 421-443.
14. Berg, T. O., 2017, Business uncertainty and the effectiveness of fiscal policy in Germany. *Macroeconomic Dynamics*, Vol.21, 2017, pp. 1-29.
15. Bernanke, B. S., Gertler, M., Watson, M., Sims, C. A., & Friedman, B. M., Systematic monetary policy and the effects of oil price shocks. *Brookings papers on economic activity*, Vol.1, 1997, pp. 91-157.
16. Carroll, C. D., 2003, Macroeconomic expectations of households and professional forecasters. *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, No.1, 2003, pp. 269-298.
17. Carroll, C. D., Fuhrer, J. C., & Wilcox, D. W., Does consumer sentiment forecast household spending? If so, why? *American Economic Review*, Vol.84, No.5, 1994, 1397-1408.
18. Dequech, D., Expectations and confidence under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.21, No.3, 1999, pp. 415-430.
19. Farmer, R. E., & Guo, J. T., The econometrics of indeterminacy: an applied study. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.43, 1995, pp. 225-271.
20. Hürtgen, P., Consumer misperceptions, uncertain fundamentals, and the business cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.40, 2014, pp. 279-292.
21. Keynes, J. M., *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan, 1936.
22. Lucas, R. E., Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, Vol.4, No.2, 1972, pp. 103-124.
23. Mackowiak, B., & Wiederholt, M., Optimal sticky prices under rational inattention. *American Economic Review*, Vol.99, No.3, 2009, pp. 769-803.
24. Mankiw, N. G., Hall's consumption hypothesis and durable goods. *Journal of Monetary Economics*, Vol.10, No.3, 1982, pp. 417-425.
25. Mankiw, N. G., & Reis, R., Sticky information versus sticky prices: a proposal to replace the new Keynesian Phillips curve. *Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, No.4, 2002, pp. 1295-1328.
26. Pigou, A. C., 1927, *Industrial fluctuations*. London: Macmillan, 1927.
27. Reis, R., Inattentive producers. *Review of Economic Studies*. Vol.73, No.3, 2006, pp. 793-821.
28. Shiller, R. J., and Akerlof, G. A., *Animal spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. New Jersey: Princeton University Press, 2010.

29. Sims, C. A., Implications of rational inattention. *Journal of Monetary Economics*, Vol.50, No.3, 2003, pp. 665-69.
30. Sims, C. A., and Zha, T., Does monetary policy generate recessions? *Macroeconomic Dynamics*, Vol.10, No.2, 2006, pp. 231-72.
31. Zhang, F., Confidence and the transmission of macroeconomic uncertainty in US recessions. *Applied Economics*, Vol.49, No.29, 2017, pp. 2893-2909.

## The entrepreneurs' confidence in monetary policy transmission

ZHANG Chengsi, SUN Yuchen  
(Renmin University of China 100872)

**Abstract:** This article investigates the role of confidence in the transmission of Chinese forward-looking monetary policy. We construct an SVAR model that contains the growth rate of monetary supply, entrepreneurs' confidence, inflation and real economic output, and use the counterfactual simulation to isolate and identify the role of confidence in monetary policy transmission. While expanding monetary policy shocks contribute to real output growth, shutting down the confidence channel significantly undermines the stimulation effect of monetary policy. If monetary policy fails to inspire entrepreneurs' confidence, the ultimate goal will be difficult to achieve. Interestingly, the bankers' confidence index based on the same survey question is not an important part of monetary policy transmission. Our results are robust to alternative measures of monetary policy, firm's pricing strategy and investment behavior.

**Key words:** confidence, monetary policy, counterfactual SVAR

**JEL:** E12, E52



# “不平等投票权”的股票发行与控制权安排设计制度创新的边界

## ——基于 Snap 三重股权结构的案例研究

郑志刚

中国人民大学财政金融学院，中国财政金融政策研究中心

关田田

中国人民大学财政金融学院

**摘要：**2017年3月2日在美国纽约证券交易所上市的 Snap 是全球最早发行三重股权结构股票的公司之一。基于对 Snap 的案例研究，本文的研究表明，发行三重股权结构股票，一方面是 Snap 基于市场对公司业务模式创新、创业团队自身管理营运能力的认同，向市场传递管理团队对公司发展前景充满信息的信号，因而有其现实合理性。另一方面，三重股权结构股票的发行人为地割裂了没有投票权的 A 类股票持有人与拥有绝对控制权的 C 类股票持有人，既没有在二者之间建立长期合作关系以提高管理效率，又没有通过建立控制权状态依存的退出转换机制降低未来营运风险，使公司未来的发展片面依赖持有 C 类股票的联合创始人，控制权安排的风险陡然增加。我国资本市场目前正在积极探索“同股不同权”构架的上市制度改革，Snap 三重股权结构股票发行的相关实践以及近期港交所做出的允许“同股不同权”架构公司上市的改革，为我们理解控制权安排设计制度创新的边界带来启发。

**关键词：**不平等投票权；三重股权结构；信号传递；长期合伙合约；控制权状态依存

**中图分类号：**F830

### 一、问题提出

2017年3月2日，著名手机应用 Snapchat 的上市主体 Snap 在美国纽约证券交易所成功上市。值得关注的是，Snap 同时发行 A、B、C 三类股票，其中 A 类股票没有投票权，B 类股票每股一份投票权，C 类股票每股十份投票权。Snap 由此成为全球最早发行三重股权结构股票的公司之一。我们把类似于 Snap，对所发行的三类股票设置不同投票权的控制权安排设计称为“不平等投票权”的股票发行。

回顾“不平等投票权”的股票发行的历史，我们不难发现，“不平等投票权”的股票发行并非像人们想象的一样，随着近年来高科技产业兴起，为适应上述产业发展的变化而出现的新的公

司控制权安排形式。早在 200 多年前美国出现的用来限制大股东的权力，防范大股东剥削小股东的渐减投票权（*graduated voting rights*）股票就是一种具有“不平等投票权”的股票。即使是最典型的“不平等投票权”股票——双重股权结构股票，其从诞生，到繁荣，到再度繁荣经历了上百年的历史。双重股权结构股票，又被称为 AB 类股票结构，不同于 Snap 发行的三重股权结构股票，其发行的股票分为两类。其中 A 类股票一股拥有一份投票权，B 类股票一股拥有多于一份的投票权，从而形成所谓的“同股不同权”构架。通过双重股权结构股票发行形成的不平等投票权有助于将控制权更加集中地掌握在持有 B 类股票的创业团队手中。

从发行已愈百年的双重股权结构股票到如今 Snap 推出的三重股权结构股票，控制权安排设计的合理边界在公司治理理论和实务界始终存在广泛的争议。早期一些学者认为，双重股权结构股票的发行违反了对投资者权益保护更加充分的“同股同权”原则，帮助公司内部人以较小的现金流权利，实现了与现金流能力不匹配的对公司事项产生实质影响的能力，形成了所谓“控制权与现金流权的分离”，为内部人“隧道挖掘”公司资源，损害外部分散股东的利益创造了条件<sup>[1-4]</sup>。然而，在 20 世纪 80 年代美国的并购浪潮中，人们见证了双重股权结构股票在抵御“野蛮人入侵”问题上的有效性，公司治理理论界和实务界开始重新认识双重股权结构股票在控制权安排制度设计上所包含的合理性。郑志刚等<sup>[5]</sup>（2016）基于变相推出不平等投票权的阿里合伙人制度的案例研究表明，创业团队和外部股东之间的不平等投票权的控制权安排设计，有助于实现二者之间从短期雇佣合约向长期合伙合约的转换，提升管理效率，实现合作共赢。在一些双重股权结构股票的控制权安排设计中，出售 B 类股票将导致这部分 B 类股票自动转化为 A 类股票，从而实现了控制权在持有 A 类股票的外部投资者和持有 B 类股票的创业团队之间的状态依存。如果持有 B 类股票的创业团队对未来业务模式创新仍然有信心，那么，由创业团队持续持有 B 类股票，继续引领公司向前发展就是最优的控制权安排模式；反过来，如果创业团队对业务模式创新和新兴产业发展趋势不再具有很好的理解和把握，可以选择出售股票，B 类股票将自动转化为 A 类股票，公司重新回到只有 A 类股票的传统“一股一票”控制权安排模式。全体股东将根据公司治理最优实践来选择优秀的管理团队为股东创造最大价值。由于上述制度设计的优良特性，以双重股权结构股票为代表的“不平等投票权”的股票发行成为 Google、Facebook 等诸多科技类企业上市青睐的实现形式。

2015 年万科股权之争的爆发标志着我国资本市场开始进入股权分散时代，传说中的“门外野蛮人”近在咫尺。我国公司治理的理论界和实务界迫切需要思考面对野蛮人入侵如何保护创业团队的人力资本投资激励问题。然而我国资本市场目前尚不允许发行具有双重股权结构或类似阿里合伙人制度的不平等投票权的股票。而以双重股权结构股票为代表的“不平等投票权”股票的控制权安排制度设计无疑将成为防范野蛮人入侵十分重要的制度设计。2017 年 3 月 2 日 Snap 在美国上市推出的包含无投票权股票的三重股权结构股票把不平等投票权的控制权安排设计推向了一个新高度。对 Snap 推出的三重股权结构股票控制权安排设计中所包含合理性和潜在缺陷的思考无疑将为我国资本市场积极探索推出双重股权结构股票带来直接的启发。

基于对 Snap “不平等投票权”的股票发行和控制权安排制度设计的案例研究，本文的研究表明，推出三重股权结构股票，一方面是 Snap 基于市场对公司业务模式创新、创业团队自身管理

营运能力的认同进一步向市场传递管理团队对公司发展前景充满信心的信号，因而有其现实合理性。另一方面则人为地割裂了没有投票权的 A 类股票持有人与拥有绝对控制权的 C 类股票持有人，既没有在二者之间建立长期合作关系以提高管理效率，又没有通过建立控制权状态依存的退出转换机制降低未来营运风险，使公司未来的发展片面依赖持有 C 类股票的联合创始人，控制权安排的风险陡然增加。

在认识 Snap 三重股权结构股票在“不平等投票权”的股票发行和控制权安排设计中所包含的合理性和潜在缺陷的基础上，本文进一步通过比较三重股权结构股票与“一股一票”和双重股权结构股票在信号传递，风险分担和退出机制等控制权安排设计上的差异，揭示了“不平等投票权”的股票发行和控制权安排制度设计需要遵循的基本原则，为我国资本市场未来推出双重股权结构股票过程中合理把握控制权安排设计制度创新的边界带来丰富的政策含义。

本文以下部分的内容组织如下。第二部分介绍 Snap 公司的发展历程和经营现状，描述 Snap 首次公开募股之后的市场反应，并解释其可能原因；第三部分分析 Snap 三重股权结构股票发行与控制权安排制度设计所包含的现实合理性和潜在缺陷；第四部分对“一股一票”、“双重股权结构”和“三重股权结构”进行比较，结合港交所近期推出的允许“同股不同权”架构公司上市的决策讨论控制权安排制度设计应该遵循的原则和创新的边界；第五部分简单总结全文。

## 二、从热捧到冷遇：Snap 艰辛的资本市场之旅

### 1. Snap 和它的三重股权结构股票的发行

Snap 是著名手机应用 Snapchat 的上市主体。Snapchat 是一款在 2011 年由两名斯坦福大学学生 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 共同设计研发的摄影类手机应用。用户可以通过 Snapchat 互相发送称作“snap”的短视频、文字信息和照片。这些“snap”的特点是“阅后即焚”，也就是发送出去的“snap”在对方浏览后一定时间内将会被自动删除，对方无法保存这些“snap”。除了互相发送短视频、照片和文字信息外，Snapchat 还拓展了一些新功能，包括对拍摄的照片进行创意处理、运用多个“snap”创造生活故事、保存自己创造的“snap”等。可以看到，由于所创造的“阅后即焚”模式使用户在隐私权的保护和观点分享的愿望满足之间找到了一种很好的平衡，Snapchat 在应用商店上架后立即受到 18-34 岁的年轻群体的热烈欢迎。目前每天有平均 1.58 亿人使用 Snapchat，每天有超过 25 亿个“snap”被创造出来。Snapchat 是目前最受美国青少年欢迎的网络社交平台之一。

Snap 于 2017 年 3 月 2 日通过发行三重股权结构股票在美国纽约证券交易所成功上市。在所发行的三类股票中，A 类股票是在纽约证券交易所流通的股票，不包含任何投票权；B 类股票全部由公司高管和早期投资者持有，B 类股票一股对应一份投票权；C 类股票由公司联合创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 各持有 50%。C 类股票每股对应 10 份投票权。按照相关规定，Snap 不具有投票权的 A 类股票股东将不能享有以下通常对于普通股股东来说十分重要的权益：提名、选举或更换董事会成员；提交股东建议书；向董事会施压要求解雇 CEO 或其他公司高级管理成员；影响 Snap 和其他公司合并或接管其他公司的计划；及时知晓是否有对冲基金或其他

大型投资机构持有 Snap 超过 5% 的股票。

表 1 报告了 Snap 在进行首次公开募股时的投票权分布情况。可以看到，两位联合创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 合计拥有 Snap 43.6% 的股份，却拥有 88.6% 的投票权，从而实现了对 Snap 的绝对控制。在招股说明书中，Snap 对上述“不平等投票权”的股票发行和控制权安排设计的解释是，“我们认为这样的投票权结构能够帮助我们维持创始人对公司的领导，并帮助我们增加公司价值。我们认为我们目前取得的巨大成功应该归功于创始人的领导力，创造性思维和管理能力。我们坚信保持创始人的领导地位未来能够带给公司和股票持有者充足的收益”。虽然早有 Google、Facebook 这类硅谷创新企业由企业创始人掌握公司大部分控制权的先例，但是 Snap 显然把这种“不平等投票权”的股票发行和控制权安排设计发挥到了极致。

持股人	投票权
Even Spiegel	44.30%
Bobby Murphy	44.30%
Benchmark Capital	2.70%
Lightspeed Venture Partners	1.80%
General Catalyst	*
SV Angel	*
*表示投票权小于1%	

资料来源：招股说明书

表 2 比较了 Snap 的三重股权结构股票与 Facebook、Google、京东和百度等发行双重股权结构投票的公司的控制权与现金流权的分离程度。这里的现金流权指的是投资者实际投入的资金占公司资本的比例，反映投资者的责任承担能力。而控制权则指的是投票权带来的在股东大会表决上对公司重大事项通过的影响力。理论上，二者的分离程度越高，意味着实际控制人影响力与责任承担能力越不对称，从而对外部分散股东利益进行隧道挖掘的可能性越大。从表 2 我们看到，虽然低于京东和百度，但 Snap 控制权与现金流权的分离程度却明显高于 Facebook 和 Google，表明 Snap 在 A 类股票持有人与 C 类股票持有人之间存在一定程度的利益冲突。特别是由于 A 类股票没有投票权，持有人无法通过参与股东大会投票表决途径保护自己的权益，Snap 面临的上述利益冲突会更加突出。

	创始人现金流权利	创始人投票权	分离程度
Snap	43.80%	88.60%	44.80%
Facebook	28.20%	58.90%	30.70%
Google	31.30%	41.00%	9.70%
JD	23.10%	83.70%	60.60%
Baidu	22.40%	68.17%	45.77%

资料来源：作者根据公开资料整理



## 2. Snap 上市后的股票和业绩表现

在上市前，Snap 公布其首次公开募股发行价为每股 17 美元，高于此前市场预期的 14 美元—16 美元。表 3 比较了几家发行不平等投票权股票的科技类创新型公司首次公开募股的市场表现。我们看到，即使和其他几家同样以不平等投票权上市的科技类创新型企业相比，Snap 在上市首日表现依然可圈可点。Snap 不仅上市首日股价涨幅非常高，而且实现的融资总金额也相当可观。2017 年 3 月 2 日 Snap 在纽约股票交易所公开上市后，按发行价计算，Snap 通过首次公开募股共筹集到 34 亿美元，公司估值达到 240 亿美元，成为继 2012 年 Facebook 上市以来美国本土公司首次公开上市后市值最高的公司。这在一定程度表明，Snap 首次公开募股受到了市场和投资者的热捧。

表 3 Snap、Facebook、Google、京东、百度 IPO(首次公开募股) 首日市场表现

	IPO发行价 (美元)	上市首日收盘价 (美元)	上市首日股价涨幅	IPO融资额 (亿美元)
Snap	17.00	24.48	44.00%	34.00
Facebook	38.00	38.23	61.00%	160.00
Google	85.00	100.34	18.05%	16.70
JD	19.00	20.9	10.00%	17.80
Baidu	27.00	122.54	353.85%	1.09

资料来源：作者根据公开资料整理

虽然 Snap 上市首日市场反应热烈，但仍有不少机构投资者和分析师持观望，甚至否定的态度。据英国《金融时报》报道<sup>3</sup>，美国加利福尼亚州退休教师养老基金 (CalPERS) 的一名高管曾致信 Snap，反对其发行无投票权的股票；在由协会成员联名签字的信中，美国机构投资者协会劝告 Snap 的联合创始人应该重新思考股权结构；另一家大型投资机构的领导人则表达了对 Snap 上市的担忧，“这可能会打开其他公司用同种方式上市的闸门”；就在 Snap 公布发行多层股权结构股票的同一周，投资者管理集团 (ISG)<sup>4</sup>开始在美国上市公司中倡导和推行《美国上市公司的公司治理原则》，其中第 2 项内容为：“股东应按其经济利益的比例享有投票权”；美国大型机构投资人甚至准备开始抱团游说标普、道琼斯指数公司和指数供应商 MSCI，欲阻止 Snap 和其他向投资人出售无投票权股票的公司入选股票指数。

事实上，从传统的通过预测企业未来现金流来判断企业价值的净现值法 (NPV) 来看，Snap 有十分明显的不利于增加未来现金流的因素。至少存在以下三个方面：①Snap 盈利能力不足。Snap 在 2015 年下半年才开始探索商业化，目前尚没有形成稳定的盈利模式，且净亏损有扩大的趋势，这使投资者对公司未来的盈利能力产生担忧；②Snap 面临着来自 Facebook、电视网络的竞争压力。Snap 与 Facebook 等应用软件具有相近的功能和目标群体，在争夺用户上面临着激烈的竞争；③Snap 年轻的管理团队的经营能力和管理风格有待观察。Snap 拥有一个十分年轻的

<sup>3</sup>参见英国 Financial Times 于 2017 年 3 月 12 日以 “Snap’s Offer of Voteless Shares Angers Big Investors” 为题的报道。<https://www.ft.com/content/17dB65c0-e997-11e6-893c-082c54a7f539> .

<sup>4</sup>ISG 的创始成员为美国先锋集团 (Vanguard Group)、贝莱德集团 (BlackRock, Inc.)、威灵顿管理公司 (Wellington Management Company) 及普信 (T. Rowe Price) 等 16 个美国和国际机构投资者，在美国股票市场管理超过总计 17 万亿美元的资产。

高管团队，CEO（首席执行官）Evan Spiegel 和 CTO（首席技术官）Bobby Murphy 的年龄均不满 30 岁。由于 Snap 的主要高管团队成员还非常年轻，外界对其经营能力和管理风格还无法做出清晰的判断。

上述对 Snap 负面观望的判断和盈利能力的担忧最终体现在股价的波动上。在上市次日（2017 年 3 月 3 日）收盘价达到每股 27.09 美元的最高点后，Snap 的股价开始波动下跌；在 2017 年 7 月 10 日跌破发行价后，Snap 的股价出现了较长时间的低迷，一直在 15 美元左右波动，并在 2017 年 8 月 11 日一度出现历史最低点 11.83 美元；截至 2018 年 2 月 9 日，Snap 股价仅仅略高于发行价，报收 18.8 美元。而 Snap 的股价之所以能够重回发行价以上，主要是因为 2018 年 2 月 7 日，Snap 发布了超出市场预期的 2017 年第四季度业绩报告。美国纳斯达克交易所官网的资料显示，目前众多投资机构对 Snap 一年内的目标股价为 15 美元，低于其上市发行价每股 17 美元。我们看到，随着市场预期的理性回归，对 Snap 的追捧热度有所下降，外界对 Snap 发展前景的预测也显得更为谨慎。

表 4 Snap 上市后的市场表现 单位:美元

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
3个月结束	03/31/2017	06/30/2017	09/30/2017	12/31/2017
最新价	22.53	17.77	14.54	14.61
开盘价	24.00	22.70	17.91	14.60
最高价	29.44	23.57	17.92	16.88
最低价	18.90	17.00	11.28	12.10
市值(亿美元)	265.60	209.69	174.73	178.56

资料来源：作者根据公开资料整理

上市后的 Snap 在 2017 年第二、三季度的业绩表现没有达到此前分析师们的预期。Snapchat 每日活跃用户量增速放缓，其中 2017 年第三季度的新增用户数量为 450 万人，远低于此前分析师预测的 800 万人。用户数量无疑是衡量 Snap 发展前景的重要指标，原因是 Snap 的收入几乎全部来自广告，而用户数量直接影响商家投放广告的意愿。不尽如人意的用户增长数量显示 Snapchat 面临着来自 Facebook 和 Instagram 的巨大竞争压力。Snap 公司同时承认对自己的首个实物产品“Spectacle”眼镜的受欢迎程度做出了错误判断，“Spectacle”眼镜销售低迷，存货累积，造成了 4 千万美元的损失计提。

近期（2018 年 2 月 9 日）股价提升的主要原因是 Snap 在 2017 年第四季度的业绩表现优于市场预期。Snap 在 2018 年 2 月 7 日发布了 2017 财年第四季度财报。报告显示，Snap2017 年第四季度每日活跃用户人数为 1.87 亿人，环比增加 890 万人，增幅为 5%；同比增加 2880 万人，增幅为 18%。Snap 第四季度平均每用户收入为 1.53 美元，同比增长 46%，环比增长 31%。虽然 Snap2017 年第四季度平均每用户收入成本同比上涨 5%至 1.02 美元，但需要说明的是，平均每用户收入成本仍低于其 ARPU 值（从全球每位用户身上平均获得收入），且比第三季度下降 14%。

表 5 Snap 每日活跃后用户数和平均每用户收入增长情况

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
每日活跃用户数 (百万)	166	173	178	187
增长率 (%)	5.00%	4.22%	2.89%	5.06%
平均每用户收入 (美元)	0.9	1.05	1.17	1.53
增长率 (%)	-14.20%	16.67%	11.43%	30.77%

资料来源：作者根据公开资料整理

Snap 第四季度营收为 2.857 亿美元，相较于上一季度增长 37.4%，与去年同期相比增长 72%；第四季度净亏损为 3.50 亿美元，相较于上一季度减少 1 亿美元，但与去年同期的净亏损 1.70 亿美元相比扩大了一倍，Snap 第四季度每股摊薄亏损 28 美分；EBITDA（息税折旧摊销前利润）则亏损了 3.4 亿美元；Snap 本季度的自由现金流为负 1.9 亿美元，而去年同期为负 1.881 亿美元。

表 6 Snap 上市后的业绩表现 单位:百万美元

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
主营业务收入	149.6480	181.6710	207.9370	285.6930
毛利润	-13.7100	29.5230	-2.7730	94.4470
息税折旧摊销前利润	-2201.3170	-436.4330	-444.3600	-342.1780
净利润	-2208.8370	-443.0930	-443.1590	-349.9770
EPS (美元)	-2.3100	-0.3600	-0.3600	-0.2800

资料来源：Snap 季度报告

Snap 第四季度总成本和支出为 6.47 亿美元，相比之下去年同期为 3.35 亿美元。其中，营收成本为 1.91 亿美元，高于去年同期的 1.53 亿美元；研发支出为 2.34 亿美元，高于去年同期的 6496 万美元；销售和营销支出为 1.07 亿美元，高于去年同期的 5039 万美元；总务和行政支出为 1.07 亿美元，同样高于去年同期的 6672 万美元。Snap 第四季度运营亏损为 3.61 亿美元，与去年同期的运营亏损 1.70 亿美元相比有所扩大。

表 7 Snap 上市后的成本支出情况 单位:百万美元

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
主营业务成本	163.36	152.15	210.71	191.25
研发支出	805.85	255.74	239.44	233.84
销售及营销支出	217.13	89.31	98.69	107.02
一般行政管理开支	1172.05	129.86	115.26	107.89

资料来源：Snap 季度报告

在整个 2017 财年，Snap 的总营收为 8.249 亿美元，比 2016 财年的 4.045 亿美元增长 104%；净亏损为 34.45 亿美元，远高于 2016 财年亏损的 5.15 亿美元。

我们看到，2017 年第四季度 Snap 在人们关注的收入增长和用户数量增长上扭转了前三个季度的颓势，超出了华尔街分析师们的预期，引发了股价反弹。但是 Snap 的整体业绩仍然让那

些基于基本面进行决策的投资者感到担忧。Snap 还为收入的增长付出了巨大的成本代价。相较于 2016 年，Snap 在 2017 年的成本出现爆炸式增长，其中研发费用同比上涨 260%，销售和营销成本跃升 119%，一般和管理成本上涨了 67%。Snap 还持续快速扩大员工队伍，平均每月雇用约 100 名新员工。由于成本飙升，2017 年净亏损大幅增加，自由现金流缺口扩大到 8.192 亿美元。同时 Snap 的员工激励是以部分牺牲股东利益为代价的。Snap 在第四季度报告了 1.81 亿美元的股票薪酬支出，而去年同期仅为 680 万美元。快速的现金消耗是 Snap 面临的重要问题，虽然目前 Snap 资产负债表上仍有约 20 亿现金，在短期内不会面临现金紧缺，但是如不能削减成本，而是继续以这样的速度消耗现金，Snap 很快将需要筹集资金。

基于近期（2018 年 2 月 9 日）的股价，Snap 的估值约为 240 亿美元，是 2017 年销售额的近 30 倍。即使对于一家科技类创新型上市企业来说，这仍然是一个非常高的估值。虽然 Snap 目前收入增长速度较快，但是获取收入的成本和消耗现金的速度也在大幅提高。这使得 Snap 陷入两难困境：如果 Snap 减少支出，控制成本，它将很难继续维持较高速度的收入增长。更加糟糕的是，Snap 仍然没有向投资者提供长期的盈利路线图，面对 Facebook 和 Instagram 等对手的竞争，Snap 发展的未来仍然面临着诸多挑战。

现在让我们来看 IPO 后 Snap 股权结构的一些变化。Snap 内部人员持股比例从 30.43% 下降到 25.06%，持股人数从 12 人上升至 16 人。在内部持有人中，两位联合创始人的持股数量依然最多，且持股数量在 IPO 后没有发生变化。其他高层管理人员的持股数量和比例略有变动。机构投资者的持股比例上升，从占比 18.14% 增加至 32.98%。值得注意的是，腾讯在 2017 年第四季度买入 Snap 接近 1.46 亿份无投票权的 A 类股票，成为 Snap 目前持 A 类股数量最多的股东。虽然持股结构有所变化，但我们不难发现，Snap 依然维持着三层股权结构，“同股不同权”，由创始人掌握对公司控制权的内核并没有发生改变。

### 三、Snap 控制权安排设计的合理性和可能缺陷

第二节分析表明，在 IPO 后并不太长的时间内，Snap 经历了从市场的“热捧”到“冷遇”，之后股价陷入长期低位徘徊。除了缺乏稳定的盈利模式、竞争对手强劲和经营能力不确定等这些看得到的原因外，本节将从控制权安排设计的角度，通过讨论 Snap 上市发行三重股权结构股票所包含的现实合理性和制度设计缺陷，揭示其从受市场热捧到冷遇背后深层次的原因。

#### 1. Snap 三重股权结构控制权安排设计的现实合理性

Snap 在股权结构设计上的“胆大妄为”无疑构成传统上注重投资者权益保护的公司治理理论和实践新的挑战。一些学者担心，Snap 的成功上市会鼓励其他高估值的公司选择同样方式上市，削弱投资者在公司经营方面的话语权，激化外部分散投资者与公司管理层之间的矛盾。对控制权安排模式演进历史的回顾清晰地告诉我们，市场总会自发内生地创造一些新的控制权安排模式以积极应对外部环境的变化。有鉴于此，在分析 Snap 在控制权安排设计中可能存在明显的纰漏和缺陷之前，我们试图首先寻找 Snap 发行三重股权结构股票所可能包含的控制权安排设计的现实合理性和理论逻辑。

Snap 发行三重股权结构股票所包含的现实合理性和理论逻辑主要体现在以下几个方面。第一，投资者在 IPO 中追捧并超额认购 Snap 发行的 A 类股票一定程度上是基于对该公司业务模式创新和创业团队自身管理营运能力的认同。作为一家成立仅仅 6 年，在 2015 年下半年才开始商业化转型的公司，今天的 Snap 无疑是成功的。Snapchat 在应用商店上架之后用户增长速度极快，特别是在 18-34 岁的年轻群体中非常受欢迎。这显然离不开创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 敏锐的商业嗅觉和超凡的创造力。从 2015 年下半年开始探索商业化道路，在 2015 年当年 Snap 即实现总收入 0.587 亿美元，2016 年实现总营收 4.04 亿美元，2017 年全年总营收更是达到 8.249 亿美元。Snap 的 ARPU（从全球每位用户身上平均获得收入）也从 2015 年第四季度的 31 美分增长到 2017 年第四季度的 1.53 美元。Snap 已经取得的骄人成绩增加了创始人团队与外部投资者围绕控制权安排设计讨价还价的自信和底气。

第二，通过三重股权结构股票的发行，Snap 联合创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 向资本市场传递了极为明确和强烈的对公司未来业务发展模式和盈利前景充满信心的信号。众所周知，在拟上市企业与潜在的外部投资者之间存在信息不对称是资本市场的常态。信息不对称的结果是被称为“逆向选择”的低效经济后果的出现。外部投资者由于无法获得拟上市公司业务发展模式新的消息，宁愿相信其盈利前景和以往类似公司一样，而放弃认购所发行的股票，使得拟上市公司无法实现外部融资的目的。为了在 IPO 中吸引更多的外部投资者，拟上市公司需要向投资者传递公司价值的特殊信号，而“内部管理者持股”则被认为是一种可以用来有效传递公司价值的“特殊”信号之一。按照 Leland & Pyle<sup>[6]</sup>（1977），看似作为激励手段的管理层持股事实上将向投资者传递对公司发展前景充满信心的信号，管理层持股比例越高，未来所承担的经营风险越高，表明管理层对公司的发展前景越有信心。在 Snap 的股权结构安排中，两位联合创始人不仅拥有大量的 A 类股票，而且分享全部 C 类股票，这使得两人合计拥有该公司 88.6% 的投票权，Snap 由此被牢牢掌控在两位联合创始人手中。相比双重股权结构股票，这里看到，Snap 所发行的三重股权结构股票事实上完成了更为强烈的信号传递：两位联合创始人对公司未来发展前景如此充满信心，以至于不愿为野蛮人入侵留下任何可乘之机。上述控制权安排模式传递的积极信号无疑会感染并吸引大量的外部投资者，因此该公司在 IPO 时受到投资者热捧并获得超额认购一定程度上与此不无关系。

## 2. Snap 通过三重股权结构股票发行完成的控制权安排可能存在的制度设计缺陷

Snap 发行的三重股权结构股票在包涵一定现实合理性的同时，也暴露出控制权安排设计中存在的一些缺陷。

首先，没有投票权的 A 类股票持有人与拥有绝对控制权的 C 类股票持有人，只“共苦”不“同甘”，被人为地割裂为两个彼此对立的“阵营”。在双重股权结构下，通过发行具有不平等投票权的股票使创业团队更迭可能性降低，持有 B 类股票的创业团队事实上获得持有 A 类股票股东的长期“聘用”，由此在 A 和 B 类股票股东之间实现了从“短期雇佣合约”到“长期合伙合约”的转化<sup>[5]</sup>；在双重股权结构下，双重股权结构股票发行构成持有 B 类股票的创业团队向外部投资者发出识别项目潜在投资价值信号的“市场解决方案”，成为分别持有 A 类股票和 B 类股票的股东建立长期合作共赢的“合伙人”（合作伙伴）关系的开始；能够有效防范外部野蛮

人入侵的双重股权结构股票发行形成了创业团队人力资本投资的激励，使创业团队心无旁骛专注业务模式的创新。因而，面对眼花缭乱应接不暇的新兴产业业务模式创新，通过允许其持有具有更大投票权比例的 B 类股票，把公司实际控制权交给引领业务模式创新的创业团队将是“理性无知的”外部投资者的理性选择。由此，在持有 B 类股票的创业团队和持有 A 类股票的外部分散股东之间建立了长期合伙人关系，不仅实现了风险的共担，而且实现了更加精细的专业化分工，极大地提升了管理效率，形成双方长期“合作共赢”良性互动的局面。

作为对照，Snap 发行的三重股权结构股票在防御野蛮人入侵上“有余”，而在不同类型股票持有人之间建立长期合作关系，实现合作共赢方面则显得“不足”。持有 SnapA 类股票的股东没有投票权，无从通过股东大会等传统途径参与过问公司事务。在没有现实途径保障投资权益的情况下，被“剥夺”投票权的持有 A 类股票的股东显然并不打算长期持有 Snap 的股份，而是随时等待“以脚投票”时机的出现。在 Snap 发行的三重股权结构股票下，A 类股票持有者被用于和持有 B 类股票 C 类股票的内部管理者共同承担风险，却没有相应的机制保障使 A 类股票持有者能够在未来分享到 Snap 发展带来的红利，使得 A 类股票持有者所承担的风险和预期收益看上去并不平衡。换句话说，这些股东更多被用来与持有 C 类股票的联合创始人分担风险以“共苦”，却没有相应的机制来保证他们未来一定可以分享企业发展的红利以“同甘”。这里看到，目前 Snap 发行的三重股权结构股票并没有使持有不同类型的股票股东基于各自的专长（例如风险分担或业务模式的创新）实现基于专业化分工基础上的长期深度合作，而是人为地把股东分成不同的阵营，彼此孤立和相互对立。这是 Snap 发行的三重股权结构股票目前看来不够成熟的地方之一。

第二，持有 ABC 三类股票的股东之间缺乏顺畅的身份转化和退出机制，使公司未来的发展片面依赖持有 C 类股票的联合创始人，控制权安排的风险陡然增加。在双重股权结构股票中，A 和 B 类股票持有人之间通常存在顺畅的身份转换和退出机制。如果持有 B 类股票的创业团队对未来业务模式创新仍然有信心，那么，由创业团队持续持有 B 类股票，继续引领公司向前发展就是最优的控制权安排模式；反过来，如果创业团队对业务模式创新和新兴产业发展趋势不再具有很好的理解和把握而选择出售股票，B 类股票将自动转化为 A 类股票，公司重新回到只有 A 类股票的传统“一股一票”控制权安排模式。全体股东将根据公司治理最优实践来招聘优秀的管理团队为股东创造最大价值。因此，双重股权结构股票的发行事实上实现了控制权在持有 B 类股票的创业团队与持有 A 类股票的外部分散投资者之间的状态依存。

对照 Snap 所发行的三重股权结构股票，虽然在招股说明书中同样提及 B 类股票持有者和 C 类股票持有者在卖出时自动转为 A 类股票和 B 类股票，但由于对 C 类股票设定了非常苛刻的退出机制，使得上述转换实现变得困难重重。例如，当两位创始人持有的 C 类股票数量低于 IPO 结束时持有的 C 类股票数量的 30% 时，所持有的 C 类股票才将会全部退出成为 B 类股票；在持有者去世 9 个月后，C 类股票才会自动退出成为 B 类股票。

更加糟糕的是，B 类和 C 类股票最终退出成为的 A 类股票并没有投票权。这使得在持有 B 和 C 类股票的股东退出后，Snap 无法像双重股权结构股票一样基于“一股一票”的控制权安排模式建立传统的公司治理构架。这意味着，发行 ABC 三重股权结构股票的 Snap 的两位联合创

始人在最大程度巩固了自己不可挑战的控制权持有地位的同时，也将 Snap 未来的经营管理成败与其个人命运紧紧地捆绑在一起，使他们的决策不能存在些许失误，否则将面临巨大的风险。

Snap 发行的三重股权结构股票既没有在持有不同类型股票的股东之间建立长期合作关系以提高经营管理效率，又没有通过建立控制权状态依存的退出转换机制降低未来营运风险，购买 Snap 发行的三重股权结构股票中的 A 类股票就像是在下赌注。如果说在双重股权结构股票发行中，投资者通过选择低表决权的 A 类股票一定程度向持有 B 类股票的创业团队传递了鉴于后者对业务模式创新的引领和未来盈利前景的信心心甘情愿放弃控制权的意愿，那么，怀有复杂动机而“被迫”持有 Snap 发行的没有投票权的 A 类股票持有人则变得既不心甘，也不情愿，而是在积极等待一个时机，等待在被 B 和 C 类股票持有人抛弃前，首先抛弃他们。这事实上就是本文所观察到的 Snap 在成功 IPO 不久后，股价一路下跌，很快跌破 IPO 当日开盘价，进入低位徘徊背后的原因。

#### 四、讨论：控制权安排设计制度创新的边界

在第三部分分析 Snap 三重股权结构的控制权安排制度设计所包含的现实合理性和潜在制度设计缺陷的基础上，本部分对“一股一票”、“双重股权结构”和“三重股权结构”等不同控制权安排模式进行比较，讨论控制权安排制度设计应该遵循的基本原则和控制权安排制度创新的边界。注意到三重股权结构股票中 A 类股票和优先股一样没有投票权，在第一节首先比较三重股权结构与优先股的异同，从新的角度揭示三重股权结构股票的本质属性；第二节进一步将三重股权结构与“一股一票”和双重股权结构等不同的控制权安排模式在信号传递强弱、风险分担程度高低和是否存在退出机制等方面进行比较；第三节讨论阿里的合伙人制度与“同股不同权”控制权安排的其他实现形式；第四节讨论“同股不同权”上市制度改革在中国香港资本市场的探索；第五节总结控制权安排设计制度创新的合理边界，以及 Snap 和阿里的案例以及中国香港“同股不同权”上市制度改革实践对中国内地资本市场控制权安排设计制度创新的启示。

##### 1. 三重股权结构股票与优先股的比较

Snap 在控制权安排设计上的激进之处不仅体现在超越资本市场更为常见的 AB 双重股权结构股票，推出三重股权结构股票，而且在其所发行的三类股票中，有一类股票（A 类）是没有投票权的。发行没有投票权的股票显然并非 Snap 的首创。谷歌曾于 2012 年 4 月 13 日增加发行无表决权股份（non-voting share），旨在缓解由于股票或期权补偿导致的创始人控制力下降。谷歌首席执行官拉里和联合创始人布林对此的解释是，“我们已经为谷歌奋斗了很多年，还希望能为它奋斗更长的时间。因此，我们希望公司的架构可以确保我们实现改变世界的愿望”。

需要提醒读者注意的是，无论是谷歌发行的无表决权股份，还是 Snap 这里发行的 A 类股票，看似不具有投票权，但它们并非优先股，依然是普通股。表 8 比较了 Snap 发行的 ABC 三类股票与优先股在有无投票权、是否可以上市交易、持有人身份以及享受权益的优先权的异同。我们看到，Snap 三重股权结构中的 A 类股票和优先股的相同之处是二者都没有投票权。但与优先股相比，本质上属于普通股的 Snap 三重股权结构股票中的 A 类股票既没有稳定的分红，也

没有在股利回报和剩余财产分配上的优先权。这意味着，Snap 发行的 A 类普通股净得优先股之“弊”，却无占优先股之“利”。这是拟上市公司在未来发行“不平等投票权”股票和控制权安排设计时需要引以为鉴的地方。

表 8 优先股和 Snap A 类股票、B 类股票、C 类股票的对比

	优先股	A 股	B 股	C 股
投票权	无投票权	无投票权	一股一份投票权	一股十份投票权
是否上市交易	可以上市交易	上市交易	基本不上市交易	基本不上市交易
持有者	外部投资者	外部投资者	内部管理者	创始人
权益	稳定的分红 剩余财产分配优先权		A股B股C股相同权益	

资料来源：作者整理

## 2. 不同控制权安排模式的比较

回顾控制权安排设计的发展历史，我们看到，首先可以把股票区分为没有投票权的优先股和（通常有投票权的）普通股。在围绕普通股的控制权安排设计中，又进一步从“一股一票”这一传统的控制权安排模式出发，逐步演化出双重股权结构股票，从平等投票权股票的发行转向不平等投票权股票的发行。Snap 于 2017 年 3 月 2 日在美国上市推出的三重股权结构股票无疑把以“不平等投票权”为特征的控制权安排设计推向了一个新高度。在第三部分分析 Snap 三重股权结构股票控制权安排制度设计所包含的现实合理性和潜在制度设计缺陷的基础上，本小节围绕在现金流与控制权的分离程度、对业务模式前景信心的信号传递的强弱、风险分担与业务模式创新专业化分工程度高低、退出机制和控制权的状态依存等方面的异同对“一股一票”、“双重股权结构”和“三重股权结构”这三种不同控制权安排模式进行比较。表 9 报告了“一股一票”、“双重股权结构”和“三重股权结构”三种控制权安排模式的比较。

表 9 “三重股权结构”与“一股一票”、“双重股权结构”等控制权安排模式的比较

控制权安排模式	一股一票	双重股权结构股票	三重股权结构股票
比较事项			
现金流与控制权的分离程度	不分离	中度分离	高度分离
对业务模式前景的信号传递	无信号	强的信号	超强的信号
风险分担与业务模式创新专业化分工程度	分工程度低	分工程度中	分工程度高
风险分担	同甘共苦	（长期）合作（才能） 共赢	只共苦（分担风险）， 不同甘
退出机制和控制权的状态依存	传统公司治理机制 和以脚投票	控制权的状态依存	缺乏退出和转换机制， 以脚投票

资料来源：作者整理

从表 9 能够看到，在现金流权与控制权的分离程度上，“一股一票”控制权安排模式下的现



现金流与控制权在理论上可以完全对称，不存在分离。这里需要说明的是，现实中并非“一股一票”控制权安排模式下就不会出现现金流权与控制权的分离。借助金字塔控股结构和交叉持股等，处于控制链顶端的最终所有者仍然可以形成对处于末端的子或孙公司的现金流权与控制权的分离，从而使前者对后者资源进行隧道挖掘成为可能<sup>[7,8]</sup>。在双重股权结构下，A 类股票持有者与 B 类股票持有者的投票权并不“平等”，因而现金流权与控制权是直接（中度）分离的。例如，在发行双重股权结构股票的 Google，持股 31.3% 创始人却拥有 41% 的投票权，现金流权与控制权分离程度为 9.7%；而在 Snap 发行的三重股权结构股票下，不具有投票权的 A 类股票发行使得控制权与现金流权的分离程度明显加大，持股 43.8% 的两位联合创始人，拥有 88.6% 的投票权，分离程度高达 44%。这里同样需要说明的是，并非三重股权结构股票发行导致的控制权与现金流权分离程度总是高于双重股权结构股票，而是取决于不同类型股票赋予投票权的不平等程度。从表 2 可以看到，虽然发行的是双重股权结构股票，但 B 类股票一股具有 20 份投票权的京东，其控制权与现金流权分离程度甚至高于发行三重股权结构股票的 Snap。原因是 Snap 投票权最高的 C 类股票一股只有 10 份投票权，其投票权不平等程度要低于京东所发行的一股具有 20 份投票权的 B 类股票。

从创业团队对业务模式前景信心传递的信号强弱程度来看，一股一票作为传统的控制权安排模式，并未向外界传递太多的信息。在双重股权结构股票发行下，通过把具有更高投票权比例的 B 类股票，从而不平等的投票权集中在创业团队手中，不啻在向投资者昭告，“业务模式你们不懂，但我懂，你们只需要做一个普通出资者就够了”。这无疑会吸引那些为无法理解一个新兴产业业务模式而困惑不解的投资者的目光。在这一意义上，双层股权结构股票的发行恰恰构成资本市场解决创业团队和外部投资者围绕业务模式的信息不对称问题，创业团队向外部投资者发出的一个重要信号。而 Snap 发行的三重股权结构股票无疑向资本市场传递了更加明确和强烈的信号：两位联合创始人对公司未来发展前景如此充满信心，以至于不愿为野蛮人入侵留下任何可乘之机。Snap 发行的三重股权结构股票因此在防范野蛮人入侵问题上变得十分有效。

从风险分担与业务模式创新专业化分工程度看，在“一股一票”控制权安排模式下，全体股东不仅承担与出资比例匹配的风险，而且以和出资比例对应的投票权参与公司重大事项的讨论和决策。尽管现代股份公司形成本身是资本社会化与经理人职业化这一专业化分工的产物，但由于股东既需要分担风险，又需要参与业务模式创新等公司重大事务的决策，专业化分工程度相对有限。而在双重股权结构股票模式下，通过建立长期合伙关系，A 类股票持有者不仅愿意与持有 B 类股票的创业团队一道分担公司未来的经营风险，而且“心甘情愿”地把自己无法把握的业务模式相关决策交给具有信息优势的持有 B 类股的创业团队，实现了 AB 类股票持有者之间在专业化分工基础上的深度合作。而 Snap 发行的三重股权结构股票无疑在 A 股和 C 股股票持有人之间的专业化分工程度加深方面似乎又向前“迈出了一步”。被“剥夺”表决权的 A 类股票持有人甚至无权对公司的任何经营管理事物“指手画脚”，只能听任持有 C 类股票的实际控制人“肆意妄为”，除了在他们认为适当的时机“以脚投票”。

从风险分担程度看，在“一股一票”控制权安排模式下，有限责任制下的全体股东以出资额为限共同承担企业未来的经营风险。在双重股权结构下，不平等投票权股票的发行使创业团

队更迭可能性无限降低，持有 B 类股票的创业团队事实上获得持有 A 类股票股东的长期聘用，由此在持有 B 类股票的创业团队和持有 A 类股票的股东之间实现了从短期雇佣合约到长期合伙合约的转化。建立长期合伙关系的 A 和 B 类股票持有股东之间不仅实现了风险的共担，而且实现了更加精细的专业化分工，极大地提升了管理效率，最终实现合作共赢。而在三重股权结构下，持有 A 类股票的股东并没有投票权，从而无从参与过问公司经营事务。显然这些股东更多被用来与持有 C 类股票的联合创始人分担风险以“共苦”，却没有相应的机制（例如股东大会的投票表决等）来保证他们未来一定可以分享企业发展的红利以“同甘”。因此被“剥夺”投票权的 A 类股票持有者难以与创业团队建立长期合作关系，而是在等待“以脚投票”时机的出现。

最后从退出机制和控制权安排的状态依存来看，在“一股一票”控制权安排模式下，除了股东大会投票表决和选举董事会等传统公司治理机制来保障股东权益外，股东可以选择“以脚投票”的方式表达对现有管理团队差强人意的业绩表现的不满。在发行双重股权结构股票的控制权安排模式下，通常从 B 类股票到 A 类股票存在明确的退出路径，因而公司控制权是在持有 B 股的创业团队与持有 A 股的外部分散投资者之间状态依存的。例如，Facebook 在发行双重股权结构股票时同时规定：如果持有 B 类股票的股东在上市之后选择出售股份，那么这些股票将被自动转换为 A 类股票。这意味着，给定持有 B 类股票的扎克伯格等人对 Facebook 未来业务模式创新仍然有信心，那么，就继续由扎克伯格等领导 Facebook；反过来，如果有一天扎克伯格等人感到无法很好的把握业务模式创新而选择出售持有的 B 类股票，此时 B 类股票将自动转化为 A 类股票，Facebook 由此重新回到只有一类股票的传统“一股一票”控制权安排模式。Facebook 全体股东将根据公司治理最优实践通过股东大会投票表决选择从市场招聘的优秀管理团队为股东创造最大价值。而在 Snap 发行三重股权结构股票的控制权安排模式下，第 3 部分的分析表明，在 ABC 三类股票的持有人之间缺乏顺畅的身份转化和退出机制，使公司未来的发展片面依赖持有 C 类股票的联合创始人，控制权安排的风险陡然增加。在一定意义上，三重股权结构股票的发行将 Snap 未来经营管理的成败与两位联合创始人的个人能力和幸运紧紧地捆绑在一起，一旦两位联合创始人出现任何决策失误，遭受损失的将不仅是这两位决策者，还包括那些没有参与决策，甚至眼睁睁看他们犯错误但无能为力的外部投资者们。

### 3. 阿里的合伙人制度与“同股不同权”控制权安排的其他实现形式

阿里巴巴是形式上在“同股同权”框架下，但按照不平等投票权股票设计逻辑开展公司控制权安排制度创新的一个有趣案例。阿里于 2014 年 9 月 19 日在美国纽交所上市。在形式上，阿里遵循“同股同权”构架，没有发行双重股权结构股票下的 AB 股，只有一类股票，但通过推出合伙人制度，阿里变相地实现了“同股不同权”的不平等投票权股票的发行，因而同样成为不平等投票权公司控制权安排制度创新的典型案例。

与 Facebook 发行的双重股权结构股票和 Snap 发行的三重股权结构股票类似，阿里通过合伙人制度变相实现的“不平等”投票权股票发行从表面上看与“同股同权”所宣扬的“平等”格格不入。在阿里的股权结构安排上，第一大股东日本孙正义控股的软银和第二大股东雅虎分别持有阿里 31.8% 和 15.3% 的股份。由 27 位资深高管组成的阿里合伙人共同持有 13%，其中马云本人

持股仅 7.6%。然而，按照阿里公司章程的相关规定，以马云为首的阿里合伙人有权任命阿里董事会的大多数成员。从 10 人组成的阿里董事会来看，除了 5 名外部董事，5 位执行董事全部由合伙人提名。阿里大部分的执行董事和几乎全部重要高管都由阿里合伙人团队成员出任。持股高达 31.8% 的第一大股东软银并没有像在我国“一股独大”公司治理模式下所司空见惯的那样由大股东主导公司治理制度安排。软银不仅没有委派董事长和董事，甚至还放弃了董事候选人的提名权，仅仅在董事会中委派了一名不参与实际表决的观察员。而持股 15% 的雅虎更是连观察员都没有委派。软银和雅虎通过支持合伙人制度，将阿里的实际控制权交给持股仅 13% 的阿里合伙人，使阿里合伙人成为阿里的实际控制人。

我们看到，软银看似放弃了对阿里的控制权，把对阿里董事会组织等实际控制权交给以马云为首的合伙人团队，但软银从上述实际控制权的放弃中实现了与阿里合伙人的长期合作共赢，由此赚得盆满钵满<sup>[5]</sup>。从实质看，“同股不同权”的股票发行依然是对股东作为公司治理权威所享有的所有者权益的事实尊重，只不过以看起来“不平等”的方式（“同股不同权”）却实现了股东收益最大化所带来的事实上的更加“平等”。

需要说明的是，虽然阿里合伙人制度和 Facebook、京东和百度等采用的双重股权结构股票发行从实质看都形成“同股不同权”的控制权安排，但二者之间在以下方面存在一些不同。①不同于作为双重股权结构下的 B 类股票持有人和三重股权结构下的 C 类股票持有人的创业团队往往由少数人组成，而合伙人制度则以更大规模创业团队集体的方式与外部股东建立长期合伙关系。例如，“长期合伙合约”下的马云合伙人团队成为阿里事实上的“不变的董事长”或“董事会中的董事会”，实现了“管理团队事前组建”和“公司治理机制前置”。前者通过优秀人才的储备和管理团队磨合成本的减少，后者通过雇员持股计划的推出和共同认同的企业文化的培育，两者使阿里得以实现管理效率的提升和交易成本的节省。这是阿里合伙人制度十分独特的地方<sup>[5]</sup>。②相对于合伙人制度，双重股权结构股票在实践中已经形成一定的制度雏形和实操规则，退出和转换机制显得成熟稳健。正如第三部分分析所指出的，扎克伯格等一旦出售所持有的 Facebook B 类股票，这些股票将自动转换为 A 类股票，公司控制权相应从扎克伯格回到持有 A 类股票的股东手中。控制权安排相应完成从“同股不同权”下的“不平等投票权”向“同股同权”下的“一股一票”的转化。然而，对照阿里合伙人制度，目前尚未观察到类似的有效退出机制，虽然阿里公司章程中提及“当马云持股不低于 1%，合伙人对阿里董事会拥有特别提名权，可任命半数以上的董事会成员”等相关规定。阿里合伙人制度的自身制度建设和完善由此也成为未来影响阿里持续稳定发展一个不容忽视的因素。

#### 4. “同股不同权”上市制度改革在中国香港的探索

2017 年 12 月 15 日晚间，香港联交所宣布启动新一轮上市制度改革。主要内容是将在主板上市规则中新增两个章节，其中一个重要章节即是“接受同股不同权企业上市”。此次改革被认为是中国香港资本市场二十四年来最重大的一次上市制度改革。

港交所推出上述改革举措显然并非一时的心血来潮。这一改革的最初缘起恰恰一定程度上与 2014 年阿里巴巴在中国香港上市的失败和之后在美国上市的成功有关。曾经挂牌 P2P 业务的港交所一度是阿里优先考虑的上市目的地。但持股比例并不高的马云等阿里合伙人希望以董事

会组织的方式获得对阿里的实际控制，而这显然是当时仍然奉行“同股同权”原则的港交所无法接受的。阿里被迫选择到能够接纳同股不同权构架的美国上市，并获得巨大成功。时任阿里巴巴集团 CEO 陆兆禧先生在阿里放弃在中国香港上市后曾明确提到，“今天的中国香港市场，对新兴企业的治理结构创新还需要时间研究和消化”。面对类似阿里这样优质公司流失，港交所开始反思，并尝试推出类似今天的改革举措。

我们看到，虽然港交所未来将通过在《主板规则》中新增章节的形式容许不同投票权架构的新经济公司上市，但借鉴其他国家和地区资本市场的经验和教训，对拟申请上市公司的资格和条件提出了全面细致的要求。在公司性质方面，港交所要求拟申请公司必须是满足特定要求的创新产业公司；在公司业务方面，拟申请公司需要提供业务高增长的记录，并证明高增长是可持续的；港交所还要求拟申请公司的价值主要来自无形人力资源，不仅每名超级投票权持有人的技能、知识或战略方针对推动公司业务增长有实质贡献，而且他们均需积极参与业务运营的行政事务，为业务持续增长做出重大贡献；在市场认可方面，拟申请公司需要得到包括金融机构在内的资深投资者提供有实质意义而非象征性投资。此外，在政策执行的初期，港交所将要求拟申请公司预期市值不少于 100 亿港元。这意味着只有发展成熟，知名度高，甚至某种程度上已受到公众关注的公司才能申请以同股不同权架构上市。

除了对拟申请公司上市资格提出严格要求外，港交所还将制订额外保障措施，限制超级投票权持有人所持有的超级投票权比重，以保障普通投资者的权益。港交所规定超级投票权股票所附带的投票权不得超过普通股东“一股一票”投票权的 10 倍，每股 10 票成为拟上市公司赋予不平等投票权股票所包含的投票权的上限；一股一票的普通股东所持有的在股东大会的投票权不少于 10%；港交所保留拒绝拟申请公司发行完全没有投票权普通股，以及其他不符合监管常态的不平等投票权架构的上市申请权利；超级投票权股票在出售、转让或被继承后将失去超级投票权；拥有超级投票权股票的管理层在本人离职后，其股份将不再具有超级投票权；公司章程内要加入令小股东能较易采取法律程序维护自己权益的相应条款等。

对照港交所未来拟采用的“同股不同权”股票发行上市规则，我们不难发现，Snap 发行的三重股权结构股票至少在 A 类股票不具有投票权，C 类股票每股 10 份投票权，以及一股一票股东所持有股东大会合格投票权不得少于 10% 等方面已经违反或接近违反，因而像 Snap 这样控制权安排设计较为极端的“同股不同权”架构的公司仍然会被挡在香港资本市场的门外，尽管港交所这次上市制度改革的目的都是为了增加香港资本市场的“包容性”。

##### 5. “同股不同权”公司控制权安排的新革命与制度创新的边界

无论阿里的合伙人制度，还是 Facebook、京东和百度等的双重股权结构股票，背后体现的“同股不同权”构架的控制权安排实现了创业团队与外部投资者之间从短期雇佣合约到长期合伙合约的转化，成为公司控制权安排的新革命<sup>[1]</sup>。因而，此次港交所“同股不同权”上市制度改革的意义显然并非增加香港资本市场的“包容性”那么简单。它不仅有助于提高主要资本市场之间吸引优质企业上市的竞争力，而且成为一次加快资本市场和公司治理制度纵深建设的重要契机。

第一，通过“同股不同权”上市制度改革，同股同权下的股东与经理人之间的关系将由之

前的短期雇佣合约具备了向长期合伙合约转变的可能性。亚当·斯密在《国富论》中很早提及，“在钱财的处理上，股份公司的董事是为他人尽力，而私人合伙公司的伙员，则纯为自己打算。所以，要想股份公司的董事们监视钱财用途，像私人合伙公司伙员那样用意周到，那是很难做到的。有如富家管事一样，他们往往拘泥于小节，而殊非主人的荣誉，因此他们非常容易使他们在保有荣誉这一点上置之不顾了。于是，疏忽和浪费，常为股份公司业务经营上多少难免的弊端”<sup>[9]</sup>。经理人股权激励的目的是希望协调股东与经理人二者之间的代理冲突，“使经理人同时成为股东”。只不过与股权激励计划往往是针对不同经理人提出不同方案不同，同股不同权上市制度安排则使得经理人开始即不仅持有股权，而且使股东心知肚明经理人将成为未来必须长期面对的稳定合伙人。通过推出同股不同权的上市制度，公司开创了“铁打的经理人，流水的股东”，甚至“铁打的经理人，铁打的股东”的新局面。

第二，通过“同股不同权”上市制度改革，股东和经理人之间实现了专业化的深度分工，提升了管理效率。在京东等双重股权结构股票和阿里合伙人制度下，一方面由刘强东、阿里合伙人等专注业务模式创新，另一方面则由持有A类股票的外部投资者和软银雅虎等股东专注风险分担，双方由此实现了专业化的深度分工，提升了管理效率。这事实上也是现代股份公司诞生以来公司控制权安排制度创新所一直秉持的专业化分工逻辑的延续。

第三，同股不同权上市制度的客观好处是可以有效防范野蛮人入侵，这对于进入分散股权时代的我国资本市场意义尤为重大。从2015年万科股权之争开始，我国上市公司第一大股东平均持股比例开始低于被认为象征“一票否决权”的33.3%。这标志着我国资本市场开始进入分散股权时代，野蛮人出没和控制权之争由此将成为我国资本市场的常态。然而，当万科创始人王石率领的管理团队由于所谓“野蛮人”的入侵而焦头烂额，寝食难安时，阿里合伙人与刘强东通过上述公司控制权安排可以心无旁骛地致力于业务模式的创新，业务发展一日千里。一方面是王石团队与宝能等围绕“谁的万科”争论不休，另一方面，“阿里不仅是软银雅虎的，而且是马云创业团队的，是大家的阿里”<sup>[10]</sup>。这事实上同样是双重股权结构股票在经历了近百年的“不平等”指责后重新获得理论界与实务界认同背后的重要原因之一。同股不同权的双重股权结构股票看似“不平等”背后却更好地实现了投资者权益的“平等”保护。

第四，面对资本市场中众多的潜在投资项目，敢于选择同股不同权构架上市的公司显然在向投资者展示创业团队对业务模式的自信，因而成为投资者识别独特业务模式和投资对象的信号。如果说旧车市场是靠质量担保来传递旧车质量的信号，那么，同股不同权股票发行相比于之前的同股同权构架，构成了拟上市公司可供选择的博弈论中的“分离战略”，成为传递业务模式独特性的重要信号。

目前内地资本市场上市制度仍然遵循着同股同权的原则。一方面，我国资本市场进入分散股权时代使上市公司所面临“野蛮人入侵”的窘境迫使公司治理学术界和理论界积极思考如何在保护投资者权益和鼓励创业团队围绕业务模式创新的人力资本投资激励之间平衡；另一方面，由于“对新兴企业的治理结构创新还需要时间研究和消化”，我国A股市场与香港资本市场痛失百度、阿里巴巴、腾讯等优质公司的上市，而港交所通过近期开展的“同股不同权”上市制度改革正在迎头赶上。因而，未来中国资本市场应逐步放松对一股一票原则的要求，允许新兴

产业创业团队以发行具有双层股权结构的股票上市，甚至像阿里一样推出合伙人制度一定程度上成为学界和业界的共识。而 Snap 发行的三重股权结构股票以及港交所上市公司制度改革的实践无疑为我国资本市场上制度改革提供了积极的借鉴。

具体而言，我国在进行“同股不同权”控制权安排制度设计创新时应把握以下边界。第一，避免将股东割裂成彼此对立的阵营，而是努力在不同股东之间建立长期合伙关系，实现合作共赢。从 Snap 的案例我们看到，不具有表决权的 A 类股票与由两位联合创始人分享的一股十票投票权的 C 类股票二者之间存在复杂的转化机制，A 类和 C 类股票持有人无意之中被分割为两个彼此对立的阵营。这与在二者之间建立长期合伙关系实现合作共赢的初衷相去甚远。相比而言，一些双重股权结构股票设计，通过推出与 A 类一股一票略有差异的一股 5 票，一股 10 票的 B 类股票，既实现了创业团队对控制权的掌握，又通过创业团队较大比例的资金投入表达出愿意与 A 类股东分担风险的诚意。因此，在未来我国推出类似的不平等投票权股票设计过程中，应该使两类股票投票权的差异控制在合理的范围，避免人为地割裂。而港交所推出的“超级投票权股票所附带的投票权不得超过普通股东‘一股一票’投票权的 10 倍”等规定可对内地资本市场监管当局和拟采取以同股不同权构架上市的公司做参考和借鉴。固然是否有投资者愿意购买形式和/或实质具有不平等投票权的股票，并以什么价格购买，市场将会形成理性的判断。

第二，在控制权安排模式设计上，要努力在不同类型的股东之间建立顺畅的转换和退出机制，以实现控制权安排的状态依存。Snap 发行的三重股权结构股票中暴露的很多问题集中在不具有投票权的 A 类股票上。缺乏同甘共苦的诚意和回到传统公司治理构架的困难使得三重股权结构中的 A 类股票持有人身上投机性十足。不平等投票权设计原本期望建立的长期合伙关系演变为一次或数次包括对 IPO 在内的赌注。这是我国资本市场在推出类似上市公司改革时的大忌。一个有生命力的控制权安排模式不仅在于其有助于实现短期雇佣合约向长期合伙合约的转化，还在于基于良好退出路径的控制权安排的状态依存。

## 五、结论

在经历接管浪潮中野蛮人肆意入侵后，公司治理实务界和学术界对原来认为不利于投资者权益保护的不平等投票权股票有了重新认识。近十几年来，以双重股权结构股票发行为代表的“同股不同权”上市构架在美国科技创新型企业中得到了广泛应用。Snap 在 IPO 中发行的三重股权结构股票是在双重股权结构股票基础上对公司控制权安排模式的“新”的创新。它一方面加剧了现金流权和控制权的分离，加强了公司向外界传递业务模式前景的信号强度，提高了风险分担与业务模式创新专业化的分工程度，但另一方面，Snap 发行的三重股权结构股票缺乏不同控制权安排模式下顺畅的转化和控制权的状态依存，无法在创业团队和股东之间建立长期稳定的合作关系。市场在在对 IPO 的 Snap 短暂追捧后恢复冷静，长期处于低位徘徊的局面。这一程度反映出市场对这一“同股不同权构架”下的控制权安排创新的认同程度有限。

本文得到的主要结论是：

第一，Snap 三重股权结构股票的推出包含着一定的现实合理性。Snap 在 IPO 时受到投资者

热烈追捧，一方面一定程度表明外部投资者对该公司业务模式创新和创业团队自身管理营运能力的认同；另一方面它向资本市场传递了极为明确和强烈的创业团队对业务模式盈利前景充满信心的信号。积极的信号感染并吸引大量的外部投资者，帮助外部投资者在众多潜在投资项目中识别 Snap 独特的业务模式。

第二，虽然 Snap 三重股权结构存在现实合理性，但是这一控制权安排存在制度设计缺陷。主要体现在以下两个方面：①持有 A 类股票的外部股东和持有 C 类股的创业团队共同承担经营风险，却没有相应的机制保障持有 A 类股票的外部股东能够在未来分享到 Snap 发展带来的红利。A 类股票持有人与拥有绝对控制权的 C 类股票持有人被人为地割裂为彼此对立的两个阵营；②Snap 发行的三重股权结构股票缺乏不同控制权安排模式下顺畅的转化，形成控制权的状态依存，使公司未来的发展片面依赖持有 C 类股票的联合创始人，控制权安排的风险陡然增加。由于上述两方面因素，对 Snap A 类股票的投资演变为一场赌注。

第三，港交所近期推出的“同股不同权”架构的上市制度改革顺应了香港投资市场的多元化，使中国香港成为更具吸引力 IPO 市场的发展需要。在允许“同股不同权”架构的公司上市的同时，港交所也对拟申请公司资格做出严格限制，并跟进了一般投资者权益保障的制度安排。中国香港资本市场的先行实践再次提醒内地监管当局，未来中国资本市场应逐步放松对“同股同权”上市制度的原则限制，允许新兴产业创业团队以发行双重股权结构的股票在内地上市，甚至可以像阿里一样，通过推出合伙人制度变相地实现“同股不同权”控制权安排。

第四，“同股不同权”构架的控制权安排实现了创业团队与外部投资者之间从短期雇佣合约到长期合伙合约的转化，成为公司控制权安排的一场新革命。它不仅有助于提高主要资本市场之间吸引优质企业上市的竞争力，而且成为一次加快资本市场和公司治理制度纵深建设的重要契机。①“不平等投票权”股票的发行成为投资者识别创业团队独特业务模式的信号，减少由于信息不对称引发的投资逆向选择问题；②通过“同股不同权”上市制度改革，同股同权下的股东与经理人之间的关系将由之前的短期雇佣合约具备了向长期合伙合约转变的可能性；③通过“同股不同权”上市制度改革，股东和经理人之间实现了专业化的深度分工，提升了管理效率；④“不平等投票权”股票的发行可以有效防范野蛮人入侵，鼓励创业团队以业务模式创新为特征的人力资本投资。这对于进入分散股权时代，野蛮人出没成为常态的我国资本市场繁荣稳定发展具有十分重要的现实意义。与传统的“同股同权”构架下的上市制度相比，“同股不同权”构架成为公司控制权安排的一场新革命。

第五，基于 Snap 发行的三重股权结构股票以及港交所上市公司制度改革的实践，我国内地资本市场在进行“同股不同权”控制权安排制度设计创新时应把握以下边界。①避免将股东割裂成彼此对立的阵营，而是努力在不同股东之间建立长期合伙关系，实现合作共赢。在未来我国推出类似的不平等投票权股票设计过程中，应该使两类股票投票权的差异控制在合理的范围，避免人为地割裂；②在控制权安排模式设计上，要努力在不同类型的股东之间建立顺畅的转换和退出机制，以实现控制权安排的状态依存。

**参考文献**

郑志刚. 从万科到阿里: 分散股权时代的公司治理[M]. 北京大学出版社, 2017 年 6 月.

郑志刚, 邹宇, 崔丽. 合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究[J]. 中国工业经济, 2016,(10):126-143.

Harris M, Raviv A. Corporate governance: Voting rights and majority rules[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 203-235.

Grossman S J, Hart O D. Takeover Bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. The Bell Journal of Economics, 1980: 42-64.

Johnson S, Boone P, Breach A, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of financial Economics, 2000, 58(1): 141-186.

Djankov S, McLiesh C, Nenova T, et al. Who owns the media?[J]. The Journal of Law and Economics, 2003, 46(2): 341-382.

Leland H E, Pyle D H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. The journal of Finance, 1977, 32(2): 371-387.

Johnson S, La Porta R, Lopez&de&Silanes F, et al. VTunneling[J]. V American Economic Review, 2000, 90: 22&27.

Claessens S, Djankov S, Fan J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. The journal of finance, 2002, 57(6): 2741-2771.

Smith A. 1776, The Wealth of Nations[J]. Oxford University Press, Oxford, 1776.



# Issuance of Dual—class Stocks And The Border of Institutional Innovations on Corporate Control Arrangements

ZHENG Zhi-gang<sup>1</sup>, Guan Tian-tian<sup>2</sup>

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

(2.Business School of Chinese University of Hong Kong, Hong Kong, China)

**Abstract:** Snap, listed on the New York Stock Exchange since March 2, 2017, is one of the first companies in the world to issue dual-class stocks. Based on the case study of Snap, the research in this paper shows that, on the one hand, the stock structure of Snap is reasonable as the weighted voting rights structure can deliver a signal to the outside investors that the directors of Snap has confidence in their capability of business innovation and operation, and the theyhavea positive prospect of the company. On the other hand, three-class stock structure separates the A-class stock holders who have no voting right and the C-class stock holder who control the company. The structure not only fails to build a long-term partnership agreement between A-class stock holders and C-class stock holders, but also fails to set up a withdrawal mechanism of corporate control to reduce operation risks, which makes the development of Snap heavily relies on the performance of the co-founders and significantly increases the corporate control arrangement risk. China capital market is actively exploring to establish weighted voting rights scheme for stock issuance. Snap's practice of issuing dual-class stocks and the recent reform of Hong Kong Stock Exchange to allow companies with weighted voting rights scheme to be listed can make us better understand the border of institutional innovations on corporate control arrangements.

**Keywords:** Unequal voting rights, three-class stock structure, signal delivery, long-term partnership agreement, state-contingent control.

**JEL Classification:** G34 K22031