

封闭公司实行合伙制股权激励的制度困境及其纾解

——兼论混合型商业组织的治理逻辑

赵尧

摘要：传统理论认为通过股权激励的方式可以降低封闭公司因两权分立而产生的代理成本，但是频频发生的司法争端却不断挑战着这一理论假说。究其缘由，“封闭公司+有限合伙”的组织形式，改变了传统企业的信息分布和利益结构，催生了控股股东与激励对象之间的第二类代理成本。与此同时，上述结构性变迁，还导致强制分红、强制退出以及除名行动等，曾经作用于相似组织结构的传统治理机制纷纷失效。因此，重拾《合伙企业法》中长期被忽略的人数限制、薪酬激励等制度规则，成为优化合伙制持股模式的必然选择。推而广之，混合型商业组织的治理逻辑，应当以特定的信息分布和利益结构为基础，反思并重构以单一型企业为基本假设的传统治理框架。

关键词：股权激励；有限合伙；代理成本；混合型商业组织

[中图分类号] D913.991 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2021) 05-0024-14

一、问题的提出：为何封闭公司的合伙制持股平台屡遭失败

随着企业经营的不断深化以及专业分工的日趋细密，职业经理人、技术骨干等外部雇员逐渐成为企业运营的中坚力量，甚至出现“剩余风险承担与实际经营权”的分离。为了有效降低此类委托—代理成本，无论是封闭公司还是公开公司⁽¹⁾，纷纷推出以合伙制持股平台为载体的员工持股计划⁽²⁾，以期通过赋予所有者权益，使之成为企业剩余的共同享有者，实现企业经营的正向激励。⁽³⁾合伙制持股平台之所以备受青睐，除了其贴合于人力资本密集型企业对同事监督（peer

【作者简介】赵尧，法学博士，西南政法大学经济法学院讲师。

【基金项目】西南政法大学2020年度毓秀青年学者学术创新团队项目“投资者异质化背景下创投基金的治理问题研究”（项目批准号：2020XJTD-01）。

(1) 本文以“封闭公司”统称有限公司与非公众股份公司，意在强调它们所缺失的“公开股权转让市场”及其重要的治理价值。

(2) 所谓合伙制的员工持股模式，是指将符合激励条件的公司高管或技术骨干以合伙人身份联合起来并设立有限合伙企业，然后再以该合伙企业作为目标公司增资扩股或者控股股东转让部分股权的持股主体。显然，激励对象享有目标公司的股东权利是通过持有合伙企业份额并以该集体组织名义来间接实现的。

(3) Yan-Leung Cheung, et al., *Does Corporate Governance Predict Future Performance? Evidence from Hong Kong*, 1 *Financial Management*, 159-197 (2011).

monitoring) 与制度激励的需求之外⁽⁴⁾, 更在于其“透明实体”的节税优势, 可以直接针对激励对象“先分后税”, 有效避免双重征税。⁽⁵⁾

看似合乎逻辑的治理选择, 却不断遭遇现实的拷问: 为什么合伙制持股平台在封闭公司屡遭失败? 据不完全统计, 因持股平台而产生的民事争议近年来有增无减, 并且绝大多数企业属于有限责任公司。虽然这类案件被归入“合伙协议纠纷”“劳动人事争议”等多项案由, 但是其基本诉求却主要围绕“兑现激励承诺”而展开⁽⁶⁾, 并且经常将“激励条件是否成就”作为争议焦点。与此相反, 上市公司采取包括合伙制持股平台在内的多种激励方式, 却在企业绩效、技术结构等方面获得了显著提升。⁽⁷⁾ 概言之, 传统理论认为可以实现利益协同效应的激励模式, 并没有达成预期目标, 反而成为公司高管离心离德的导因。

传统研究并未就此现象提供充分的理论解释。虽然管理层持股的真实绩效广受质疑, 但是研究结论和对象却与本文大相径庭。传统研究认为管理层持股的最大弊端在于“壕堑效应”, 即管理层在增强其内部控制力之后, 将弱化外部约束机制, 从而更加有利于从事机会主义行为。⁽⁸⁾ 但是, 本文关注的却是激励对象与公司不欢而散的情形, 并非管理层继续利用公司从事自利活动。此外, 传统研究的对象大多聚焦于上市公司, 忽略了我国企业形态的绝大多数——封闭公司。由于两者在外部市场与内部治理等方面存在着实质性差异, 所以上市公司的研究框架并不能直接为后者所采用。

实际上, “兑现激励承诺”的争议焦点根源于公司控股股东与激励对象之间的利益冲突, 即公司金融领域所称的“第二类代理成本”。⁽⁹⁾ 控股股东利用关联交易、占款行为等方式窃取控制权私利, 造成激励对象股利分配等权益的减少, 从而引发两者之间的冲突和对垒。至于公司经营目标是否真的达标, 不过是控股股东与激励对象之间第二类代理成本的“宣泄口”。⁽¹⁰⁾ 况且, “封闭公司+有限合伙”的组织形式, 不仅改变了传统单一型企业(封闭公司/有限合伙)的信息分布与利益结构, 而且造成诸如投资者退出等传统治理机制的失灵, 客观上催生了控股股东的第二类代理成本。所以, 笔者将在分析上述结构性变迁的基础上, 反思传统治理机制的局限性, 并重拾《中华人民共和国合伙企业法》(下称《合伙企业法》)中长期被忽略的治理规则, 以期有效缓释该第二类代理成本。

二、第二类代理成本及其肇因分析

内嵌于封闭公司的合伙制持股平台, 虽然在组织形式上有别于单一型公司或合伙企业, 但是

(4) 陈和、蔡晓珊:《公司制还是合伙制——人力资本密集型企业治理模式研究》, 载《制度经济学研究》2012年第3期, 第156页。

(5) 刘天永:《员工持股平台模式的选择》, 载《上海国资》2016年第4期, 第84页。

(6) 根据笔者对北大法宝、中国裁判文书网的初步检索, 近几年间仅裁判文书“理由部分”出现“股权激励”字样的案件已逾千件, 且大多集中在合伙协议、劳动人事以及股东资格确认三个领域。近似的案例统计, 还可以参见海淀法院课题组:《涉互联网行业劳动争议现状分析及对策建议》, 载《法律适用》2019年第8期, 第94-99页。

(7) 肖曙光、杨洁:《高管股权激励促进企业升级了吗?——来自中国上市公司的经验证据》, 载《南开管理评论》2018年第3期, 第74页。

(8) 姜付秀、[美]肯尼思·A.金、王运通:《公司治理:西方理论与中国实践》, 北京大学出版社2016年版, 第19页。

(9) 罗培新:《公司道德的法律化:以代理成本为视角》, 载《中国法学》2014年第5期, 第140页。

(10) 所以, 只要第二类代理成本依然存在, 则不仅股利分配会成为控股股东与激励对象之间的冲突地带, 即便是未来上市、企业并购等激励场景, 也将成为两者冲突的重要领域。

其依附于封闭公司的基本属性，却决定了控股股东与其他投资者的利益冲突（第二类代理成本）并未发生根本改变。^{〔11〕} 控股股东依然会通过金字塔结构分离公司控制权和现金流权，以隧道效应、占款行为等多种方式获取控制权私利。^{〔12〕} 在股权激励场景下，第二类代理成本的重要表征就是激励承诺的可置信问题。一边是控股股东的自利行为，另一边却是激励对象查验能力的不足，所以两者往往在“激励条件是否成就”的问题上异见频现。与此同时，合伙制持股平台的激励模式，却又叠加了两种原本相对独立的组织形态，在客观上改变了激励对象原有的信息分布和利益结构，进一步推升了第二类代理成本。

（一）双重信息偏在

控股股东相对于其他投资者的信息优势以及投资者之间的信息不对称状况，并没有因为合伙制持股平台的加入而得以改观，甚至有过之而无不及。一方面，对于施行股权激励的公司而言，大多处于发展关键期且商业项目渐趋复杂，专业分工也更加细密，容易在激励对象内部构筑起一道难以逾越的信息屏障。另一方面，科层制的管理体制决定了公司的重要信息会向上流动，而非四处扩散，并最终归集于控股股东。^{〔13〕} 何况，控股股东还可以名正言顺地利用公司董事会的信息归集能力，或者以公司名义外聘咨询顾问，以维持相对于激励对象的信息优势地位。由此观之，阿里巴巴公司虽然也采取了类似的合伙制持股模式，但是合伙人在信息分布方面却处于截然相反的地位。他们属于公司的创始（核心）团队，不仅全面而详尽地掌握了公司的运营状况，而且还通过类别股等手段占据着科层制的顶端。

原本旨在打破信息偏在的治理工具，也因为“封闭公司+有限合伙”的组织形式而黯然失色。以《中华人民共和国公司法》（下称《公司法》）第33条所规定的股东知情权为代表，中小投资者可以利用查阅会计账簿等方式径直获得经营信息。但是，“封闭公司+有限合伙”的组织结构，却改变了知情权的行使路线——作为有限合伙人的激励对象，由于受“控制规则”的约束而只能取道普通合伙人，并以集体决议的形式间接质询目标公司及其控股股东。^{〔14〕} 显然，这将在客观上削弱激励对象利用制度手段优化信息结构的实际功效。综上，“封闭公司+有限合伙”的激励模式，加剧了激励对象之间以及激励对象与控股股东之间的信息不对称程度，形成了特有的“双重信息偏在”结构。前者容易诱发激励对象“各说各话”，制约合伙制持股平台集体决议的有效达成，从而掣肘激励对象对目标公司及其控股股东的监督。而后者，更是强化了这一集体决策的难度。^{〔15〕}

（二）利益结构失衡

虽然单一型有限合伙企业与合伙制持股平台，都是由普通合伙人（GP）执行合伙事务，但是

〔11〕 公司股权结构并未因员工持股而发生根本性改变，依然由控股股东占据优势地位。See Brockman & Yan, *Block Ownership and Firm-Specific Information*, 2 *Journal of Banking & Finance*, 308–316 (2009).

〔12〕 Faccio, M. & Lang L.H. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 3 *Journal of Financial Economics*, 365–395 (2002).

〔13〕 [奥] 维克托·迈尔-舍恩伯格、[德] 托马斯·拉姆什：《数据资本时代》，李晓霞、周涛译，中信出版社2018年版，第30页。

〔14〕 甘培忠、李科珍：《论风险投资有限合伙人“执行合伙事务”行为暨权力之边界》，载《法学评论》2012年第2期，第39页。

〔15〕 下文若无特别说明，公司控股股东与合伙制持股平台中的普通合伙人等而视之，激励对象则为有限合伙人。

两者在普通合伙人的选任以及报酬给付方面却存在着重大差别。首先，合伙制持股平台的普通合伙人实际上是由公司控股股东兼任或直接指派，以便于其继续掌控公司。而单一型有限合伙企业的普通合伙人（如 PE 基金），则是全体合伙人基于彼此信任而选定并赋予其法定代表权。当然，这种普通合伙人的选任差异，也是由两者经营方式的不同所致。合伙制持股平台并无具体经营需求，而仅仅是作为股权激励的一种组织形式，其主要经营标的（股权）也是源于公司控股股东的让渡。与此相反，单一型有限合伙企业则存在着独立的营运目标（参与市场投资并盈利），主要经营标的（PE 基金中的资产）也源于全体合伙人的投资，并无任何外部力量的干预。其次，鉴于合伙制持股平台并无独立的经营目标，日常运营事务偏少，因此其普通合伙人多由目标公司雇员兼任。但是，该兼职普通合伙人并不从持股平台领薪，而是由目标公司按照劳动合同支付其相应报酬。相比之下，诸如私募股权基金等单一型有限合伙企业，其普通合伙人多为专业性投资机构，其薪酬来源不仅包括对合伙企业的日常管理费用，而且还多会约定盈利分红，从而将普通合伙人与单一型合伙企业的利益绑定在一起。一言以蔽之，合伙制持股平台的普通合伙人虽名为有限合伙人代表，但实际上却因任免和薪酬而受制于公司控股股东。^{〔16〕} 前述差异，详见表 1 所示。

表 1 普通合伙人的利益结构比较

合伙企业类型	GP 选任	GP 是否交叉任职	GP 薪酬来源
单一型有限合伙（如 PE 基金）	全体合伙人选任	否	合伙企业
合伙制持股平台	目标公司指派	是	目标公司

另外，合伙制持股平台的有限合伙人（LP）在目标公司“兼任”高级雇员，致使其不仅可以获得股息红利，而且还拥有固定的劳动报酬请求权。激励对象的交叉任职及其收益属性，明显区别于传统投资者，并将弱化其主动监督的积极性^{〔17〕}，最终加剧合伙制持股平台的委托—代理问题。究其缘由：其一，股权激励的总份额本来就少（一般低于 10%），若再量化至每一名有限合伙人则更加微不足道，而据此获得的股息红利，可能还不及从目标公司取得的劳动报酬。^{〔18〕} 其二，股权收益具有情景依存性，容易受到经营实效以及任意公积金计提等多种因素的影响，即便对其人为调整也不易查验。更何况，激励对象费力甄别股息真伪的收益，还将归入持股平台而非个人独享。与其如此，不如盯住自己的固定工资。要知道，后者的报酬请求权在劳动合同法和破产法等规范意义上享有稳定的预期，并不会因企业经营实效而有所变动。质言之，作为“兼职”的有限

〔16〕 Chang S. & Mayers D., *Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth*, 32 *Journal of Financial Economics*, 103–131 (1992).

〔17〕 受篇幅限制，正文并未继续从收益绝对值与确定性两个维度，在合伙制持股平台与传统合伙企业之间展开比较。但是，不难想见，合伙制持股平台的有限合伙人亦更加缺乏监督的积极性。

〔18〕 对于传统投资者而言，即便占股比例较小，但这是其在公司的唯一收入来源，并且受制于退出转让的限制，势必对控股股东的监督富有积极性。关于封闭公司投资风险偏高的分析，可参见李建伟：《股东压制的公司法救济：英国经验与中国实践》，载《环球法律评论》2019 年第 3 期，第 149 页。

合伙人在面对激励性收益的微薄及其不确定性时，终将选择“理性的冷漠”，专司自己的雇员职能，而轻视（或无视）公司控股股东可能对其剩余索取权的侵害。⁽¹⁹⁾ 前述比较，详见表 2 所示。

表 2 激励对象的收益比较

形式	收益绝对值	收益不确定性
股权激励	低	高
固定工资	高	低

合伙制持股平台的利益结构与双重信息偏在相互叠加、彼此影响。合伙制的间接持股模式，不仅增加了激励对象借道普通合伙人获取公司经营信息的组织成本，而且持股平台的执行事务合伙人在本质上属于控股股东的利益代表，势必加剧合伙人内部的利益冲突。⁽²⁰⁾ 与此同时，激励性收入相较于固定薪酬犹未可知，而刺探经营信息的成本却又将归入合伙人自身。所以，激励对象将缺乏充分的积极性去改变自身的信息劣势地位。

综上，赋予激励对象股息红利的同时，也会将其卷入控股股东与中小投资者的传统利益冲突之中。只不过，“封闭公司+有限合伙”的组织形式，造成双方当事人在信息偏在与利益失衡两方面的叠加效应，导致激励对象缺乏足够的动机和能力去监督控股股东的机会主义行为，从而在客观上推升了上述第二类代理成本。因此，封闭公司实行合伙制股权激励的核心要义在于，是否存在有效的外部约束机制，以主动缓释上述代理问题。

三、传统治理机制的失灵

“封闭公司+有限合伙”的组织形式绝非股权激励模式所独享，集合信托计划、私募股权基金持股目标公司，也会采取相似的交易结构。如此一来，投资者（有限合伙人）也将陷入间接持股的状态，并对目标公司的经营状况所知甚少。但是，他们却在多数情况下保持着对管理人（普通合伙人）的信任，而不计投资标的情况复杂，更遑论对标的公司控股股东的查验和监督。⁽²¹⁾ 当然，资管市场的有序发展也在实践上证明了如此信任绝非盲目。因此，以私募股权投资基金为参照⁽²²⁾，探究投资者

〔19〕 有经济学研究表明，随着企业规模的扩大，以及合伙人在企业利润中的比重降低，合伙人与企业目标的一致性也将相应减弱，以致于合伙人更加倾向于“搭便车”，而不是积极地施以监督。陈和、蔡晓珊：《公司制还是合伙制——人力资本密集型企业治理模式研究》，载《制度经济学研究》2012年第3期，第161页。

〔20〕 由此可见，《合伙企业法》对全体合伙人利益一致的基本预设，并不符合持股平台利益多元的实情。因此，《合伙企业法》关于限制有限合伙人行为边界而扩大普通合伙人执行事务范围的制度取舍，将在客观上阻碍激励对象优化信息结构的愿景和努力。

〔21〕 当然，在实行净值管理的资管领域，投资者对投资标的的漠视，并不可取。但是，即便如此，基金管理人并没有恣意放大第二类代理成本，甚至还“自掏腰包”进行“刚性兑付”，这无疑值得嵌入有限合伙制持股平台的激励对象认真对待，尤其是普通合伙人与有限合伙人的利益关系还存在失衡问题的情况下。

〔22〕 这部分之所以没有单独讨论单一型企业对第二类代理成本的治理机制，主要缘于：其一，单一型企业的治理方案及其比较研究，将会融入混合型企业的治理之中，毕竟前者构成混合型组织的基础。其二，单一型企业并没有将防控第二类代理成本作为治理重心，缺乏足够的比较对象，即“现行公司治理制度，未将控股股东作为公司治理主体”。参见赵旭东：《公司治理中的控股股东及其法律规制》，载《法学研究》2020年第4期，第92页。

与管理人、标的公司控股股东三者之间信任关系的建构机制⁽²³⁾，有助于辨识合伙制持股平台独特的信息分布和利益结构对传统治理机制的阻滞作用，并为进一步优化治理之策夯实基础。

(一) 强制分红

“收益分配与亏损分担”构成私募股权投资合伙协议的必备章节，多明确约定全体合伙人每年度对已经实现且收回的利润实行全额分配。除非经代表 2/3 以上表决权的合伙人同意其他时间分配外，一律执行“一年一分原则”。这种针对合伙企业利润的强制分配条款，富含治理逻辑：因为企业利润是经营者利用信息优势实现“假公肥私”的重要载体，假如合伙企业管理人不具备留存收益的自由裁量权，那么实际投资人就没有必要实时监督他们对资金的使用情况。正如美国学者利伯斯坦（Ribstein）所言“促使管理层向所有者分配企业利润，是减少代理成本的一种有效方式”。⁽²⁴⁾

但是，我们却很少在股权激励持股平台的合伙协议中见到此类条款⁽²⁵⁾，取而代之的却是合伙企业将根据目标公司的经营实效及其年度利润分配方案获得收益，并且需要经过执行事务合伙人的决定。然而，持股平台的执行事务合伙人多由公司控股股东选任，代表并执行控股股东的意志。对于目标公司的利润分配，控股股东与激励对象难免存在利益冲突，即便排除控股股东的机会主义倾向，两者对现实利益的诉求也颇有差异。激励对象由于持股比例分散且稀少，将更愿意当期分红以变现手中的权利。可是，控股股东由于与公司利益的关联更为密切，更加乐于留存部分利润，以图长远发展。当然，激励对象与控股股东在利润分配上的分歧，还源于两者对待风险的不同偏好：雇佣工人常属风险厌恶型——只要所赋予的剩余分配权并未改变其风险偏好（当然，也很难改变），他将重点关注固定工资或者权利变现；而作为企业家的控股股东，则更可能是风险偏好型，更加关心超额利润。⁽²⁶⁾ 综上，缺乏强制分红条款约束的持股平台，将异化成为控股股东侵蚀小股东（有限合伙人）利益的“便捷之门”：公司控股股东只需要恰当选任普通合伙人（包括亲自担任），便可以名正言顺地通过《合伙协议》留存企业利润。相较于控股股东在公司法背景下（如激励对象全部直接持股）去实现对中小投资者的钳制，这显然要容易得多。⁽²⁷⁾

(二) 强制退出

赋予有限合伙企业以足够的流动性，不仅能够满足投融资双方的经济利益，而且能够对基金管理人及目标公司产生约束效应。一直以来，合伙企业法、公司法都将限制权利让与作为其重要内容，以便维护组织“人合性”。但是，随着金融市场的不断更迭，投融资双方对权利让与的独特

(23) 本文虽摘取了私募投资基金的部分规则，但也能从中体会到持股平台模式的差异和挑战，更为详尽的条款参见 Mccahery, J. A. & Vermeulen, *E.P.M. Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting*, 2 *European Business Organization Law Review*, 235–266 (2014).

(24) Larry E. Ribstein, *Partner Governance of Large Firms*, 76 *The University of Chicago Law Review*, 291 (2009).

(25) 由于部分封闭公司在实行股权激励之后准备首发上市，此时激励对象的主要期待在于股票升值而非每年的股息红利。即便如此，激励性收益还是影响了制约效果：第一，能否上市属于未来的不确定情况，这同样会导致激励对象一定程度的“理性冷漠”；第二，纵使上市并实现股票溢价，但激励对象并不能任意转让并套现，这其实就是后文所称“强制退出”所面临的“锁定”问题。

(26) 张维迎：《企业理论与中国企业改革》，上海人民出版社 2015 年版，第 109 页。

(27) 《公司法》第 74 条规定有限公司股东若遇连续 5 年盈利而不分红，方才有权要求公司回购其股权。

需求,催生了《合伙企业法》第73条等放松管制的新规则。⁽²⁸⁾一方面,私募基金的有限合伙人多为财务投资者,他们并不在意“人合性”所坚守的管理职权,投资灵活性才是他们的天然需求。另一方面,私募基金管理人面对“募资难”的现实约束,只有赋予投资者更多的进退自由权,才能获得后者的青睐。所以,“封闭式基金”主要是指有限合伙人不能要求普通合伙人或者基金回购其投资份额,而并不限制其向外部第三人进行权益转让。另外,投资者纷纷提前退出,将向市场释放不良信号——基金管理人存在失职悖德行为,以致引起了投资者的不满,并产生“用脚投票”的后果。换言之,投资者强制退出会有损基金管理人声誉,限制其未来的募资能力。⁽²⁹⁾所以,在分阶段投资模式的加持下,基金管理人为了获得投资者的持续信赖,将视投资者利益为最高原则,并主动抑制第二类代理成本。在目标公司层面,机构投资者/高级雇员的“中途离场”,具有相似的信号显示与公司治理价值。以私募基金为代表的机构投资者,若采取非常规方式退出(如回购、清算),市场则会怀疑目标公司的实际经营状况,否则这些原本以价值投资见长的机构,断然不会如此失去耐心。进而,目标公司及其未来的持续融资能力,将会受到牵连。⁽³⁰⁾尤其是对于公开公司而言,这种投资者/高级雇员中途退出的反制效果尤为明显。如果目标公司因为治理低效而导致投资者折价退出或者高管离职,势必引发市场对管理层不和的诸多猜测,诱发股价波动甚至外部收购,最终酿成公司控制权易主的结局。进言之,是否存在一个有效的投资退出市场,俨然成为金融创新的必要条件,因为它能够替代性地抑制控股股东的机会主义行为。⁽³¹⁾

虽然合伙企业法与劳动合同法在规范意义上为激励对象的有效退出,提供了制度空间。⁽³²⁾但是,激励对象在客观上却并不具备自由退出的条件,从而丧失了对控股股东的威慑效果。首先,为了维护持股平台的纯粹性,合伙协议通常会事前禁止投资份额的外部转让,而仅存控股股东回购这一退出通道。即便转让自由,外部投资者面对激励对象间接持有的极少数公司股权,也将缺乏收购积极性,从而迫使其交由控股股东回购,以尽快实现退出公司的目的。由此,在持股平台一端,代表控股股东的普通合伙人与作为有限合伙人的激励对象之间的力量对比将会进一步扩大,并在客观上推升第二类代理成本。其次,激励对象的退出并非只是两者合作关系的任意终结,更意味着专用性人力资本的极大耗损。⁽³³⁾按照管理学“个体—组织匹配理论”(person-organization fit theory),组织环境对于人力资源具有重要意义。当个体离开长期熟悉的组织环境时,将难以复制

(28) 《合伙企业法》第73条规定:“有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额,但应当提前三十日通知其他合伙人。”

(29) Gompers, Paul A., J. Lerner & B. T. Hellmann, *What Drives Venture Capital Fundraising?*, 8 *Brookings Papers on Economic Activity Microeconomics*, 149–192 (1998).

(30) 知名机构投资者的加持,无疑会向市场释放融资方被普遍看好的积极信号,从而便捷了后者的再融资。

(31) 所以,这也成为部分学者质疑双重股权结构合理性的重要原因。参见张巍:《双重股权结构的域外经验与中国应对》,载《财经法学》2020年第1期,第70页。

(32) 激励对象在拥有(虚拟)投资人身份的同时,还是公司雇员。所以,他可以援引《劳动合同法》第37条,解除与公司的劳动关系。

(33) Alchian Armen & Demsetz Harold, *Production, Information Cost, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 777–795 (1972).

以前的绩效。⁽³⁴⁾ 企业与员工呈现“共生关系”：企业为满足不同岗位的职能需求，将对员工进行培训投入；而员工长期从事特定工种和职位，也将形成专用于该企业的资源优势。一旦两者分离，有百害而无一利，尤其是激励对象通常都是核心岗位的骨干成员，上述共生关系的特征更加明显。⁽³⁵⁾ 对此，有实证研究表明，专用性投资越高的行业，员工离职率越低，越有利于企业和个人的长期发展。⁽³⁶⁾ 当激励对象不得不作出“离职”这一有违常态的行为选择时，就意味着他将放弃长期磨合而成的融洽且有效的人事关系，并重新面对新岗位、新环境的不确定性挑战。当然，封闭公司在此过程中也并非毫发无伤，其亦将面临业绩下滑的威胁。最后，即便激励对象来去自由，也并不意味着由此形成了对控股股东的有效威慑。封闭公司存在着大量的私人信息，非内部人士无以把控，普通的外部投资者更是望而却步。⁽³⁷⁾ 更何况，封闭公司相对集中的持股结构，也在根本上阻击了外部投资者可能发起的控制权收购。换言之，封闭公司的控制权地位固若金汤，不会因激励对象的愤然离场而有所动摇。综上，合伙制持股平台中所谓的“退出条款”，不仅没有起到约束普通合伙人（公司控股股东）的效果，反而造成对激励对象的不当锁定（lock-in）。

（三）除名行动

既然持股平台内部存在利益结构失衡，代表控股股东的普通合伙人恣意妄为而市场化治理手段却功能受阻，那么激励对象是否可以启动除名行动，以替换普通合伙人呢？虽然私募基金除名普通合伙人不乏成功案例⁽³⁸⁾，但是，在“封闭公司+有限合伙”的混合型商业组织框架下，除名行动的制度成本却不可不察。暂且不论《合伙企业法》第 49 条关于除名普通合伙人实体性规则的模棱两可（比如执行合伙事务时有不正当行为），降低了有限合伙人启动除名行动的行为预期，仅仅是从满足除名行动的程序性要件观之（经其他合伙人一致同意），已然困难重重。其一，激励对象克服双重信息偏在的制度成本偏高。按照《合伙企业法》第 68 条的规定，作为有限合伙人的激励对象，只有“涉及自身利益的情况”，才可以查阅合伙企业会计账簿等财务资料。何况，这些财务信息仅限于持股平台一端，并不足以揭示封闭公司的运营全貌。其二，激励对象内部容易陷入“搭便车”的集体行动困境。比如有权查阅企业账簿的有限合伙人，实际上并不能完全占有启动异

〔34〕 Joseph Raffiee & Heejung Byun, *Revisiting the Portability of Performance Paradox: Employee Mobility and the Utilization of Human and Social Capital Resources*, 1 *Academy of Management Journal*, 63 (2020).

〔35〕 有学者从制度经济学角度揭示企业与员工共生关系为“组织粘性”（organizational coherence），即雇员人力资本的专业化和专用化程度决定了企业与员工的合作密度与收益。质言之，实施股权激励的业务骨干难逃合作博弈关系。相应分析可参见聂辉华：《企业：一种人力资本使用权交易的粘性组织》，载《经济研究》2003 年第 8 期，第 65 页。

〔36〕 胡浩志、卢现祥：《企业专用性人力资本与员工流动性》，载《财经问题研究》2010 年第 6 期，第 92 页。

〔37〕 市场流动性偏低也将导致封闭公司存在着大量的私人信息，外部投资者除非经过充分调研以缓解信息的不对称情况，否则不会轻易入股。所以，封闭公司终将难以形成有效的股权转让市场与价格机制。参见蒋大兴：《股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制》，载《法学》2012 年第 6 期，第 74—77 页。

〔38〕 栾建林与无锡市彩云东方企业管理中心、重庆两江新区彩云之南投资有限公司等合伙协议纠纷案，江苏省无锡市中级人民法院（2019）苏 02 民终 5057 号；深圳前海国民投资管理有限公司与北京旗隆医药控股有限公司合伙协议纠纷案，深圳前海合作区人民法院（2018）粤 0391 民初 255 号。

议程序的全部收益，反而是该异议执行的成本（如聘请律师提供咨询意见）却可能由启动者自行承担。其三，激励对象持股分散且股权收益不确定性高，不利于内部决议的统一和形成。公司控股股东可以通过提高个别激励对象的工资待遇，瓦解他们内部可能形成的一致决议。显然，如此制度成本并不存在于私募投资基金当中。对于单支投资金额不（得）低于100万元的私募投资者而言，企业经营实效是他们唯一关心的话题。因此，普通合伙人并不能为其提供任何特殊待遇，并且合伙人之间的不公平关系，亦为《合伙企业法》所明令禁止。另外，适格的私募投资者还具备相当的投资经验，能够适当缓解信息的不对称约束。即便是对于查询合伙企业账簿而言，也可以基于企业活动的单一性（私募投资），而减少复杂信息的干扰，弥补企业信息的不足。

从行为经济学的角度而言，激励对象也缺乏挑战控股股东的积极性。虽然孔多塞陪审团定理宣称，群体参与者越多，形成正确决定的可能性就越大。但是，行为经济学的实验结果却表明，协商性群体受权威信息的引导以及声誉机制的约束，而容易陷入人云亦云的“极化”现象。⁽³⁹⁾相较于激励对象在专业领域的技术优势，控股股东更具备企业经营的长处，何况激励对象的选择也是由控股股东一手操办。所以，持股平台在形成集体决议时，将会大概率地倾向于控股股东的意见，而不论其是否真的有利于公司整体，毕竟激励对象不愿被视为“忘恩负义”之人，况且他们也并不确信自己的经营意见。⁽⁴⁰⁾

实际上，对于强调人合性的封闭公司而言，任何剑拔弩张的行为均非上上之选，都可能危及双方当事人的信任以及未来的合作。比如，中小股东针对控股股东的财产侵占行为而依法提起派生诉讼，即使获胜，双方当事人的紧张关系终将因此而更加公开化和白热化。控股股东可能会变本加厉地且以更加隐蔽的方式，利用其优势地位对中小股东进行盘剥和压榨，甚至逼迫后者无奈地退出公司。所以，无论是离职（威胁）还是司法争讼，对于中小股东（含持股比例较小的激励对象群体）而言，在无法改变公司控制权结构以及治理机制的条件下，只不过是针对控股股东的最后一搏，其结果往往得不偿失。

四、合伙制持股模式的制度优化

虽然合伙制持股平台的激励模式与私募投资基金类似，都采取了“封闭公司+有限合伙”的组织形式。但是，前者独特的利益结构和信息分布，却致使传统的市场化和法制化治理机制纷纷失效。所以，我们需要正视“封闭公司+有限合伙”的组织优势及其特殊性，并在厘清多种优化方案利弊得失的基础上，重拾《合伙企业法》上曾经被视为无足轻重的治理规则，以便最大程度地抑制第二类代理成本。

（一）优化方案的取舍

既然传统治理机制无法有效应对“封闭公司+有限合伙”的股权激励模式及其第二类代理成

(39) [美] 凯斯·R. 桑斯坦：《社会因何要异见》，支振锋译，中国政法大学出版社2016年版，第119页。

(40) 换言之，《合伙企业法》试图以“一人一票”的民主制求得集体决议的正确与高效，终将落空于合伙企业的实际投资人构成。

本，那么改良激励模式便成为一种理想之选，尤其是将有限合伙制持股平台直接替换成普通合伙，赋予激励对象以合伙事务执行权，或者将激励对象登记为公司股东，直接赋予其公司法意义上的信息获取和异议行动等权利，似乎就能够在一定程度上弥补双重信息偏在等组织缺陷。殊不知，任何激励模式的选择都是成本—收益综合权衡的结果。两害相权，取其轻。虽然一般合伙企业/登记股东具有一定的治理优势，但是赋予全体合伙人/激励对象对外事务代表权，则可能会产生更大的负外部性。比如，将平台持股对外抵押融资，势必增加目标公司与其他激励对象的风险，甚至诱发成员之间的不和，以致违背股权激励“和衷共济”的初衷。所以，通过有限合伙制的方式将持股平台归于控股股东一处，能够在一定程度上保证企业运营的可持续性。笔者也正是为了取长补短，继续发挥“封闭公司+有限合伙”的相对组织优势，提出相应的完善性意见，并非完全改弦易辙。

有人可能还会建议通过完善激励协议的方式，抑制控股股东的道德风险。实际上，受信息不对称以及有限理性的影响，激励对象难以预见合约执行过程中的全部情形，或者预见所需信息成本过高，从而在客观上造成事前合约的不完备性。况且，当“资本雇佣劳动”并由控股股东决定激励对象的人选时，合伙协议的决策权实际上掌握在控股股东一方，激励对象并不具备讨价还价的有利地位。概言之，合约控制不失为一种理论上自我实施的方案，但是从现实可能性而言，无不受到有限理性、信息成本以及交易地位的制约，实则容易产生事倍功半的效果。

另外，被学界寄予厚望的“管理人信义义务”，终将因持股平台的特殊性而收效甚微。^[41]其一，所谓“管理人信义义务”，不过是法解释学框架下的演绎和归纳，《合伙企业法》并没有明确设置兜底性的信义义务条款。^[42]并且，对于天然缺乏对外投融资活动能力的持股平台而言，信义义务的传统规则，诸如不得从事自我交易、不得自营或同他人合作经营竞争性业务等，也不具备现实可行性。其二，即便普通合伙人在应然层面受到信义义务的约束，但是利益结构却决定了它在实然层面的落空。正如前述，合伙制持股平台的普通合伙人，并非全体激励对象选举产生，而是目标公司控股股东的代表。若施以信义义务，则势必将其置于两难境地，甚至当两者发生利益冲突时，他也并不会当然维护有限合伙人的利益关切。

（二）合伙人数的限制

《合伙企业法》第 61 条关于合伙人人数的限制性规定，被认为是对合伙企业“人合性”特点的规范表达与维护。所谓“人合”，实乃企业组建之时投资者构成的一种事实性描述，即彼此熟识且相互信任。因此，合伙企业、封闭公司等以人合性为基本预设的组织法，多以内部自治为主，外部约束为辅。毕竟，人合背景下彼此协同程度较高，“凡事好商量”，无须外力的过多介入。所以，任何可能挑战和改变“人合性”的行为，都将受到严格限制，比如投资份额的外部转让、合伙人超员。

但是，以私募投资基金为代表的有限合伙企业，却突破了上述人合性假设。私募投资者与管

[41] Chester Matthias tan, *Fiduciary Duties in the Private Equity and Venture Capital World*, 1 International Comparative Jurisprudence, 4 (2018).

[42] 许可：《私募基金管理人义务统合论》，载《北方法学》2016年第2期，第42页。

理人之所以汇聚一堂，却非彼此熟悉并由此建立信任关系，而是源于对现代法治框架下市场化投融资模式的期许和信赖，因此也被称之为“非关系性融资”。那么，已经超越了传统人合性假设的有限合伙企业（含合伙制持股平台），是否还需要坚守合伙人人数的限制性规则？况且，在现实的激励安排中，目标公司为了避免组织设立的繁琐，多在50人范围内“顶格”吸纳激励对象，甚至对超过50人的情形通过多层嵌套的方式，将其悉数归入同一合伙企业。^[43]

无论有限合伙企业的人合性是否有所松动，持股平台的人数扩张策略及其功能期许，终将因“封闭公司+有限合伙”的现实约束而落空。首先，人数越多，并不意味着决策越科学。通过吸收更多的激励对象进入持股平台，并没有从根本上解决前述信息偏在的问题，反而是信息源头的增加以及持股结构的复杂化，平添了信息流动的科层制障碍，加剧了信息偏在的程度。其次，熟人熟事，并不意味着决策效果更好。无论是激励对象还是控股股东，大家都深深地嵌在封闭公司这一共同的事业当中，将会碍于情面并从长远考虑（“抬头不见低头见”），而不会过多地在经营决策等方面产生争执，看似决策效率颇高。但也正是这种一团和气的决策局面，可能掩盖了问题的关键。缺乏充分沟通和碰撞的观点，终究难逃偏颇之嫌。与此同时，在“极化”心理的加持作用下，集体决策被控股股东裹挟的风险也将同步攀升，从而推升了第二类代理成本。实际上，有限合伙企业并没有根本脱离“人合性”的组织属性，而且有赖于“人合性”所提供的治理功能。在我国缺乏有效外部治理手段的现实条件下，合伙人之间的熟悉和信任依然构成企业发展的重要条件。否则，投资者也不会突破《合伙企业法》的“控制规则”，频繁介入私募基金的运营环节^[44]，以期通过事后参与的方式，弥补信息偏在的缺陷，并借助集体决策，增强彼此之间的沟通和信任。

合伙制持股平台同样离不开“人合性”的治理方式，需要遵从宜少不宜多的人数规则。^[45]其一，持股平台的合伙人人数，对于修正激励对象的利益结构大有裨益。在可分配利益一定的情况下，激励人数越少，则每位激励对象可分得的利益将会随之增加，激励性收入（含荣誉感和归属感）在全部收入的占比也将相应提升。所以，控制并减少激励对象人数，有助于打破有限合伙人的“理性冷漠”，并激励其投身企业经营和管理之中。其二，合伙人数偏少，有助于克服信息偏在的弊端。激励对象位列目标公司的关键岗位，已经先期具备了一定的信息储备。即使减少合伙人人数，也并不必然降低信息交换的质量。相反，随着合伙人规模的降低，信息交换的成本也将随之减少，从而提高了普遍性共识的达成概率，为启动监督程序创造了有利条件（即“一致同意”规则）。其实，当目标公司通过多层持股等方式增加激励对象的人数时，无异于扩大了公司的所有者范围并趋近于公众公司，在客观上改变了封闭公司的原始属性。但是，控股股东的规制框架却

[43] 当然，对持股平台的总人数进行限定，并非金融监管领域对多层嵌套的规制逻辑。后者旨在克服因组织架构的层峦叠嶂而无法辨识底层资产和投资者构成，这是一种更趋外部性的规制视角，而本文却是从提高组织内部治理绩效的维度予以展开的。

[44] 潘林：《有限合伙控制规则的功能、境遇与实现——基于我国的风险投资实践》，载《当代法学》2014年第3期，第109页。

[45] 有实证研究表明“员工持股人数越少，则持股计划的激励作用越大”。参见孔锦、徐永翔：《员工持股计划激励作用的实证研究》，载《广西大学学报（哲学社会科学版）》2015年第2期，第68页。

并没有随之发生变动，依然局限于单一型封闭公司的治理假定，比如控制权收购市场仍然付之阙如。因此，如果再不对激励对象的人数加以限制，则无疑为控股股东的机会主义行动创造了有利条件，并加重了第二类代理成本。

（三）薪酬结构的调整

诚如《合伙企业法》第 67 条所示，普通合伙人的薪酬问题被视为私人自治的范畴，端赖于执行事务合伙人的主动要求。对于专司投资职责的私募基金管理人而言，收取业绩报酬自不待言。但是，持股平台的普通合伙人，却只是为了满足形式正当性而设置的机构，并不具备任何实质意义上的投融资功能。因此，后者的报酬问题，看似有些师出无名。实际上，有限合伙企业的管理人报酬虽然与交易场景密不可分，但是却又并非可有可无的自然选择，实则关乎合伙企业的有序经营，富含抑制代理成本的治理功能。

以私募投资基金为例，管理人报酬通常由两部分构成，包括按年收取的基本管理费以及按最终收益计提的利润分成，并且后者才是管理人收入的主要来源。显然，通过薪酬结构的安排，管理人收入与投资者收益实现了高度统一。^{〔46〕}并且，私募投资的目的仅限于资本利得，所以当合伙企业最终不能满足投资预期时，有限合伙人完全可以直观而明确地判断管理人的经营实效，以致不必费力于过程监管。^{〔47〕}由此观之，被普遍排除于公司决策层的股权激励对象，在缺乏其他有效治理手段的情形下，薪酬激励成为其制衡控股股东的不二之选。

调整普通合伙人的薪酬结构，不仅可以因利益趋同而产生激励效果，还会因“有偿”而便于施加责任约束。对此，可以从大量的民事规则中窥见一斑，比如好意同乘而致人损害的，应当减轻责任承担；赠与合同（无偿）在财产权利转移之前，可以被撤销。所以，普通合伙人的报酬纵使微不足道，但聊胜于无，这也将为纠正传统利益格局下的管理人缺位提供规范意义上的责任基础。质言之，薪酬结构的调整即便不能将普通合伙人完全转变为激励对象的代表，但是也可以在一定程度上避免其彻底沦为公司控股股东的“代言人”。

至于薪酬制度的具体构成，则应当注意以下几点：其一，在数值方面，虽然改变了过去“零报酬”以及由控股股东支付的方式，但是激励对象所给予的报酬值，应当低于私募投资基金管理人。毕竟，持股平台的组织功能相对单一，并不涉及复杂且专业的投融资管理事项。当然，不同的目标公司因业务范围、治理水平等因素，而在信息偏在和监督成本等方面有所差异，所以报酬水平也将有所不同。其二，在参数设置方面，持股平台的普通合伙人薪酬，应当有别于私募投资基金，即不宜与激励对象的最终收入相挂钩。这是因为，持股平台的普通合伙人不过是激励对象用于实现公司治理和维护自身合法权益的组织模块，并非创造公司营收的主力。相反，激励对象自身才是公司行稳致远的关键所在。因此，从抑制第二类代理成本的制度初衷来看，普通合伙人

〔46〕 肖欣荣、田存志：《私募基金的管理规模与最优激励契约》，载《经济研究》2011年第3期，第120页。

〔47〕 有限合伙人广泛参与过程管理，不过是风险规避或中立的一种现实表现罢了。即使他们可以在下一次投资时，用脚投票以惩罚普通合伙人，但是他们当下却是“输不起”的。

的薪酬应当与其维护激励对象的行为保持一致，比如可以通过考察其在参与公司决策、披露经营信息等方面的执行情况，决定其薪酬。此外，为了降低激励对象的监督成本，可以适当赋权合伙人会议经 2/3 同意即可对管理人绩效进行评测，而不必恪守传统单一型合伙企业的“全体一致同意”规则。

五、余论：正视混合型商业组织的治理特殊性

公司、合伙以及契约，都是现行法制框架下可资利用的组织模块。随着商业需求的不断变化，模块之间的组合形式也呈现出千变万化的姿态。“封闭公司+有限合伙”的组织形式，不过是混合型商业组织在股权激励场景中的应用之一，结构化融资工具中的组织混合更是俯拾皆是。⁽⁴⁸⁾当然，除了组织形式的混合与变幻之外，镶嵌于组织体内的各方权利义务关系也随之发生了重组和更新，尤其是信息分布和利益结构的变化，更为微妙和关键。因此，以静态的、单一型的组织结构为前提假设的传统法制，是否能够适应变化了的混合型商业组织的治理需求，值得深思。

其实，商业组织的混合对传统的治理机制，提出了两项长期被忽视的挑战：第一，传统的商业组织法多以单一型企业为基本假设，不足以应对组织模式的叠加及其治理需求。回溯 2006 年《合伙企业法》的修订背景，不难发现有限合伙企业的创设初衷，旨在回应私募投资市场的制度需求。因此，私募投资基金的合伙人关系，势必成为有限合伙企业的基本假定，比如普通合伙人与有限合伙人保有基本一致的利益趋向。但是，持股平台的合伙人关系却实质性地突破了上述假定，普通合伙人并非由全体有限合伙人选任，而是作为合伙关系之外的控股股东的委派代表。所以，对于利益结构已经发生了根本转变的持股平台而言，若继续援用“控制规则”限制有限合伙人的行为能力，无疑会加重其监督成本。⁽⁴⁹⁾第二，即使组织混合的外形相似，但是两者所依存的信息分布、利益结构以及市场环境等方面的差异，也将导致治理机制大异其趣。除了前述私募投资基金的运行适例之外，华为员工持股计划的巨大成功，也形成了鲜明对比。华为全体持股员工按照“一股一票”的方式选举持股员工代表会，然后以此为基础嵌入公司股东会，行使董事、监事选举权以及审议利润分配方案、增资方案等重大事项。⁽⁵⁰⁾可见，虽然华为公司的激励对象仍属间接持股，但是他们却可以自主选择持股代表，而非听命于公司创始人。与此同时，激励对象的利益代表还可以进入公司核心层，以弥补自身信息偏在的不足。概言之，华为员工持股计划的成功之处在于，通过适当的治理手段，克服了“封闭公司+有限合伙”所造成的双重信息偏在与利益结构失衡问题，增强了激励承诺的可置信。但是，对于许多模仿华为公司实施股权激励的企业而言，他们并

(48) 刘燕：《资管计划的结构、功能与法律性质——以券商系资管计划为样本》，载《投资者》2018年第3期，第16-24页。从这个意义上而言，组织法的分析视角可谓金融法研究的一种有益补充。两者的区别与协同，在收益权信托的讨论中也可可见一斑。

(49) 更何况，持股平台的经营范围单一，即使放松“控制规则”的约束边界，其负面效应也将十分有限。

(50) 王军：《华为的股权与治理结构》，载强世功主编：《超越陷阱：从中美贸易摩擦说起》，当代世界出版社2020年版，第211-252页。

没有遵从上述核心要义，而是利用合伙制持股平台的组织屏障，将激励对象置于信息与利益的“黑箱”之中，催生了大量的第二类代理成本。

综上，商业组织的混合，绝非传统组织模块的简单拼装，它可能改变既有的信息分布和利益结构，从而造成传统治理机制的失灵。所以，切勿为了调用不同商业组织的优势而径直将其混合在一起，以致忽略了组织混合过程中可能产生的互斥和耗损。相应地，无论是建构于单一型企业之上的法律规则，还是流行于相似混合型组织的治理方略，都需要结合特定的商业背景（含信息分布和利益结构），对其适用边界和不足予以检视。申言之，传统法治的稳定和新兴商业的灵活以及两者的协调问题，始终构成商业法治（研究）常谈常新的论题。

The Institutional Dilemma and Solution of Equity Incentive in Partnership in Closed Companies —On the Governance Logic of Mixed Business Organization

ZHAO Yao

Abstract: The traditional theory holds that equity incentive can reduce the agency cost caused by the separation of two powers in a closed company, but the frequent judicial disputes challenge this theoretical hypothesis. The reason is that the organizational form of “closed company & limited partnership” has changed the information distribution and interest structure of traditional enterprises, resulting in the second kind of agency cost between controlling shareholders and incentive objects. In addition, the traditional governance tools that once acted on similar organizational structures, such as compulsory dividend, forced exit and delisting action, also failed due to the above structural changes. Therefore, it is an inevitable choice to optimize the shareholding mode of the partnership system to regain the long neglected system rules such as the number limit and salary incentive in the Partnership Enterprise Law. In a word, the governance logic of mixed business organizations should be based on the specific information distribution and interest structure, reflect and reconstruct the traditional governance framework based on the assumption of single enterprise.

Keywords: Equity Incentive; Limited Partnership; Agency Cost; Mixed Business Organization

（责任编辑：王乐兵 汪友年）