

被代理人成本：公司法与 公司治理的新理论(上)

[美] 佐哈·戈申(Zohar Goshen)
理查德·斯奎尔(Richard Squire) *
林少伟** 许瀛彪*** 译

目次

- 一、引言
- 二、代理成本理论的局限性
 - (一) 詹森-梅克林模型及其延伸
 - (二) 代理成本理论的缺陷
- 三、被代理人成本理论
 - (一) 能力成本
 - (二) 能力提升的授权副产品：冲突成本
 - (三) 合成：控制成本矩阵
 - (四) 被代理人成本与代理成本之间的权衡(以上本期刊载)
 - (五) 授权机制
 - (六) 理解治理结构频谱：授权与问责
 - (七) 频谱上的治理结构

* 作者分别是哥伦比亚大学法学院教授及福特汉姆大学法学院教授。我们感谢 John Coffee, Luca Enriques, Merritt Fox, Jesse Fried, Ronald Gilson, Victor Goldberg, Jeff Gordon, Assaf Hamdani, Sharon Hannes, Robert J. Jackson, Jr., Marcel Kahan, Curtis Milhaupt, Mariana Pargendler, Katharina Pistor, Ariel Porat, Alex Raskolnikov, Garbriel Rauterberg, Ruth Ronnen, Robert Scott, Alex Stein, Eric Talley, Andrew Verstein 等人对本文提出有益建议,感谢哥伦比亚大学法学院教师研究讨论、联邦第五巡回上诉法院年度司法会议、福特汉姆大学法学院教师研究讨论、美国法经济学会 2015 年年会、西北大学法学院法经济学研究所以及范德比尔特大学法学院法律与商业研讨会的各位参会者。我们对 Hannah Geller, Kristin Giglia, Ray Koh, Anna Shifflet, Reilly Steel 几位卓越的研究协助和周到的编辑工作表示感激。本文英文版将发表于 Columbia Law Review (2017)。

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

*** 西南政法大学民商法学院硕士研究生。

四、被代理人成本理论 vs. 代理成本理论：启发

五、结论

摘要 目力所及,在公司法研究中,代理成本理论占据主导地位。该理论认为,通过强制公司向股东分配更多控制权以降低管理者代理成本是法律应有作用。然而,该理论不能解释股东何以愿意投资于限制其问责管理者权力的公司。本文论述被代理人成本理论,指出公司治理结构达致最优时,能最小化投资者行使控制权时产生的被代理人成本及管理者行使控制权时诱发的代理成本。由于控制权最优分配因公司具体情形而异,股东权限程度的差异会形成不同的治理结构,而公司则从这些治理结构中理性选择。被代理人成本理论比代理成本理论在实证预测上更为准确,其还提出不同的政策处方:立法者应允许每个公司基于公司具体的被代理人成本与代理成本之间的授权替代率(delegation substitution rate)来调整治理结构,而不是禁止甚或强制性推行某些治理结构。

关键词 代理成本 被代理人成本 控制权 公司治理

一、引言

过去四十年来,代理成本理论占据公司法及公司治理结构研究的主导地位。^{〔1〕}代理成本理论认为,公司治理最重要问题乃管理者(代理人)和股东(被代理人)之间利益冲突。这种冲突根源于所有权与控制权分离,使得管理者经营公司,但其利润则由股东分享。因此,管理者不会像被代理人那般,他们会投机取巧、牟取私利。通过卸责与转移等诸多途径,管理者降低公司价值,并因而产生代理成本。为降低代理成本,学界主张强制性实施公司治理安排,如代理参与权制度(proxy access),以问责管理者。^{〔2〕}他们也主张禁止交错董事会^{〔3〕}及双层股权结构^{〔4〕}诸如此等削弱股东权利的治理安排。对于代理成本理论学界而言,降低代理成本绝对是件好事,公司法及公司治理皆以此马首是瞻。^{〔5〕}

毋庸置疑,代理成本理论加深了我们对公司的理解。然而,对于公司法当前争论,代理成本理论囿于关注狭隘,无法洞察公司基本特征。根据迈克尔·詹森(Michael Jensen)和威廉·梅克林

〔1〕 For the seminal work, see Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", 3 J. FIN. ECON. 305 (1976). (发展了代理成本规范分析)

〔2〕 See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, "Private Ordering and the Proxy Access Debate", 65 BUS. LAW. 329 (2010).

〔3〕 See, e.g., Lucian A. Bebchuk, John C. Coates & Guhan Subramanian, "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy", 54 STAN. L. REV. 887 (2002). (批判交错董事会产生代理成本)

〔4〕 See, e.g., Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", in Randall K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (University of Chicago Press, 2000), available at <http://www.nber.org/chapters/c9013.pdf>.

〔5〕 See, e.g., Lucian Bebchuk, "The Case for Increasing Shareholder Power", 118 HARV. L. REV. 833 (2005) [hereinafter Bebchuk, *The Case*].

(William Meckling)合著的一篇开创性论文,^[6]代理成本理论学者设想公司将控制权授予管理者,令控制权从所有权分离,仅为促进投资者资本聚合,实现规模经济。^[7]然而许多独资公司也将控制权授予管理者,并进而产生代理成本。因此,代理成本理论在此方面的解释力度不足。代理成本理论学者同样无法解释为何投资者常投资设置交错董事会的上市公司,在此种模式的董事会下,其只允许股东在指定期限内替换代理人,^[8]或投资在双层股权结构的公司中,因为其否定外部股东完全替换代理人的权利。^[9]如果说,实现规模经济是将控制权授予管理者的唯一利益,投资者便无任何理由以此自绑双手。显然,被代理人行使控制权时亦会产生成本,公司选择治理结构时应当将此类成本与代理成本相对比权衡。由于忽视这种权衡,代理成本理论产生了不精确的实证预测及不明智的政策处方。

为克服这些缺陷,本文将介绍法律在公司治理中起适当作用的新理论。该理论认为每个公司的最优治理结构会使总控制成本最小化,其中总控制成本为代理成本以及被代理人成本之和。代理成本,在管理者行使控制权时产生;被代理人成本,则在投资者行使控制权时产生。由于控制权与所有权相分离,代理人可以自利方式行事,从而产生代理冲突成本,但也可能囿于自身能力、专业水平不足抑或信息不对称导致诚实的错误,从而产生代理能力成本。相似地,当投资者行使控制权时,他们可以自利方式行事,产生被代理人冲突成本。他们也可产生诚实的失误,从而产生被代理人能力成本。代理成本与被代理人成本互为替代,投资者与管理者之间控制权呈此消彼长关系,任何重新分配都将降低一种成本而增加另一种成本。这个替代率因具体公司而异,其由商业战略、行业状况以及关键参与者个性特征等因素驱动。因此,每个公司最小化总控制成本的控制权分配迥乎不同。因为成本最小化的分配因公司而异,公司最优治理结构亦复如是。这意味着法律的适当作用是允许公司从多样化的治理结构中选择而非强制或禁止某些治理结构。

代理成本理论几乎仅考虑到这四类控制成本中的一类:代理冲突成本。^[10]它低估了代理能力成本,更重要的是,它基本上忽略了被代理人成本的两种类型。然而,被代理人成本与代理成本同样重要,两者不可偏废。公司决定对投资者及管理者分配控制权时,必须权衡被代理人成本与代理成本。当公司存在多位投资者时,被代理人成本产生原因迥异,包括投资者之间利益冲突和集体决策问题等。^[11]但即便公司仅有一位投资者,无论何时,投资者都会因自身能力、专业水平不足抑或信息不对称等导致诚实的错误,产生被代理人成本,特别是被代理人能力成本。事实上,正是降低被代理人能力成本的目标解释了为何即便是独资公司也通常是由管理者而非投资者经营。

被代理人成本与代理成本之间权衡的公司特定性质解释了为何公司采用多样化治理结构,且

[6] Jensen & Meckling, *supra* note [1].

[7] 规模经济是由于组织、产量或经营成规模而获得的成本优势。See generally *Economies of Scale*, Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/e/economiesofscale.asp> (last visited 2016-04-08).

[8] 法律允许公司采用股东有权随时替换公司董事的治理结构。See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a), (d). (允许公司注册证书中提供可替代的治理结构)

[9] See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, "Idiosyncratic Vision and Corporate Control", 125 YALE L.J. 560, 588-91 (2016). (说明双层股权结构排除投资者替换管理者)

[10] See, e.g., John Armour et al., "What is Corporate Law", in Reinier Kraakman et al. (eds.), *The Anatomy of Corporate Law* 1, 2 (2d ed., Oxford University Press, 2009). ("许多公司法的内容可被理解为应对投机主义的三个主要来源:股东与管理者的冲突、股东之间的冲突以及股东与公司其他人员的冲突……")

[11] See Henry Hansmann, "Ownership of the Firm", 4 J. L. ECON. & ORG. 267 (1988). (分析股东决策问题)

不同治理结构为投资者和管理者之间提供不同的控制权分配。在治理结构频谱上,一端为双层股权结构,其赋予所有者型管理者彻底的、无争议的控制权。双层股权结构公司将潜在被代理人成本降至最低,但同时也提升代理成本的风险。目力所及,频谱另一端,除了独资公司和小型合伙企业之外,其他采用的公司则较为罕见,这些公司股权投资者保留对公司商业战略选择及发展的完全控制权。此种结构的公司将潜在代理成本降至最低,但同时也提高被代理人成本的风险。频谱中间区域则是美国公众公司中最常见的治理结构:股权分散制。^[12] 股权分散公司管理者对公司控制程度大,由此产生显著的代理成本。但管理者控制权可以通过敌意收购或股东积极主义加以制衡,令代理成本得到控制。但是,由于敌意攻击者和激进对冲基金有时也会错误地以管理者实际上卓越高效的公司为目标,^[13] 这种所有权结构同样产生显著的被代理人成本。

本文并非第一篇研究股东(与管理者相对)行使控制权时产生成本的论文。既往学者已然确定被代理人成本的具体来源,^[14] 如短期主义、股东利益冲突和集体行动问题。^[15] 然而,本文创新点在于论述了一套完整的控制成本,其中涵盖冲突成本与能力成本,并确认被代理人成本构成一般范畴,与代理成本分庭抗礼,并驾齐驱。也表明被代理人成本与代理成本之间无可避免地权衡决定了每个公司最优治理结构。这些成果凸显代理成本理论学者忽视的公司治理问题的两个重要方面:其一,公司无论由被代理人还是管理者控制,都会存在控制成本的问题。其二,由于既定的治理结构对控制成本的影响对公司而言是具体而异的,故此,没有特定的治理结构可以被描述为本质上是优或差,是有利或低效的。

理论检验之一为预测的准确性。被代理人成本理论,在公司价值与特定治理结构之间关系上,做出与代理成本理论迥异不同的预测。代理成本理论认为,采用削弱股东权利治理结构的公司,如采用交错董事会和双层股权结构的公司,其持续表现将不如那些不采用这些治理结构的公司。形成鲜明对比的是,被代理人成本理论认为,基于公司具体特质,削弱股东权的治理结构对某些公司是高效的,对其他公司则并不尽然。因此,对这些特质进行适当控制的实证研究将观察到治理结构特征与公司价值之间其实并无相关性。诚如本文所述,被代理人成本理论在预测多数实

[12] 集中所有权结构通常与分散所有权结构形成鲜明对比,分散所有权结构在美国和英国最为普遍,公司的大部分股权被广泛持有。See generally Ronald C. Anderson & David M. Reeb, "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", 58 J. FIN. 1301, 1301 (2003) (指出大致 30% 的标普 500 公司为家族控股); Marco Becht & J. Bradford DeLong, "Why Has There Been So Little Block Holding in America?" in Randall K. Morck (ed.), *History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups To Professional Managers* 613 (The university of Chicago Press, 2005). But see Clifford G. Holderness, "The Myth of Diffuse Ownership in the United States", 22 REV. FIN. STUD. 1377 (2009). (提出质疑美国上市公司所有权实际上是否真为分散的证据)

[13] See infra note [143] and accompanying text.

[14] 作者感谢研究助理 Anna Shifflet 建议该术语表达。

[15] See, e.g., Jeffrey N. Gordon, "Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law", 60 U. CIN. L. REV. 347 (1991) (论述股东商业提案的投票病理); Bernard Black, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", 39 UCLA L. REV. 811 (1991—1992) (讨论机构投资者冲突); Edward Rock, "Controlling the Dark Side of Relational Investing", 15 CARDOZO L. REV. 987 (1994) (same); Roberta Romano, "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", 93 Colum. L. Rev. 795 (1993) (讨论公共养老基金的冲突); Lynne L. Dallas, "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", 37 J. Corp. L. 265, 269 (2011) (分析短期主义问题); 见下文二(一)及(二)部分(将被代理人成本理论与既往理论研究对比)。

证研究的结论上,确实优于代理成本理论。^[16]

理论检验之二为政策处方的智慧。目前关于公司治理的法学争论几乎限于代理成本。争论在股东至上派与董事至上派之间展开,^[17] 股东至上派认为代理成本是一个大问题;董事至上派则认为代理成本仅是一个小问题。^[18] 股东至上派希望立法者将公司控制权更多地转移给股东,^[19] 董事至上派则希望将公司管理层与控制权争夺相隔离。^[20] 双方各执一词,但被代理人成本理论明确认为这两个政策处方皆不可取,两者都千篇一律地将所有公司等同一。^[21] 由于最小化控制成本的治理结构因公司而异,监管机构和立法机构等不可一刀切地解决问题。在不存在明显市场失灵情形下,他们应假定每个公司选择的治理结构可以行之有效,他们应寻求增加而不是减少治理结构菜单选项。

本文以此展开:第二部分论述公司法的普遍范式——代理成本理论,并甄别该理论的缺陷,特别是其无法解释公司常见治理结构特征。第三部分论述被代理人成本理论,阐述该理论为何能解释代理成本理论力不能及的问题。此外,本文论述公司如何沿着一个频谱展开选择治理结构,频谱各点对应着被代理人成本和代理成本之间不同的权衡。第四部分论述被代理人成本理论如何实现更好的实证预测和政策处方。第五部分为结论。

二、代理成本理论的局限性

多数公司法研究集中于管理者(广义上包括董事)与股东之间的利益冲突这一主题。学者总是依据代理成本将冲突概念化:公司经济损失乃基于管理者追求自利行为的动机,令个人利益置于公司价值最大化目标之上。^[22] 认为代理成本是个大问题的代理成本理论学者,依据降低代理成本能力这一指标,持续评估政策建议。他们反对所有权集中和双层股权结构的治理结构安排,认为这限制了股东问责管理者的权力。^[23] 然而,因投资者行使控制权,或问责管理者时,被代理人亦会产生成本。值得深思的是,代理成本理论不能解释被多数公司广为采用的公司治理结构特征。

(一) 詹森-梅克林模型及其延伸

自古以来睿智洞察的研究者一直探讨代理成本问题,^[24] 而对商业公司代理成本的现代分析中,最具影响力的是1976年由迈克尔·詹森(Michael Jensen)和威廉·梅克林(William Meckling)合作撰写的一篇论文。^[25] 该文采用一个简单的公司模型,其中公司由投资者和管理者

[16] 见下文四(一)部分。

[17] *See, e.g.,* Bebchuk, *The Case, supra* note [5].

[18] *See, e.g.,* Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy and Shareholder Disempowerment”, 119 HARV. L. REV. 1735 (2006).

[19] 见下文四(二)部分。

[20] *See, e.g.,* Bainbridge, *supra* note [18]; Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, “A New System of Governance: The Quinquennial Election of Directors”, 58 U. CHI. L. REV. 187, 205-13 (1991).

[21] 见下文四(二)部分。

[22] *See, e.g.,* Bebchuk, Kraakman & Triantis, *supra* note [4].

[23] *See* articles cited *infra* notes [86]-[92], and accompanying text.

[24] *See, e.g.,* John 10: 12-13. (“雇工不是牧羊人,并不拥有自己的羊。所以当他看到狼来了,他放弃了羊逃跑,然后狼攻击驱散羊群。他逃跑了,因为他是雇工,对羊并不在乎。”)New International Version, 1978.

[25] Jensen & Meckling, *supra* note [1].

共同拥有,投资者提供资金,管理者管理公司。联合管理者提供的资本能使公司实现规模经济,^[26]但投资者资金使用呈现下行趋势。作为交换条件,管理者向投资者让与公司产生的一部分现金流,从而使所有权(现金流权)和控制权(公司经营权)分离。这种分离使管理者产生自利行为的动机,并降低公司价值。管理者不再有努力工作的激励,因与投资者共享现金流,与从“游手好闲”处获得的边际回报相比较,管理者勤勉工作所获得的边际回报更少。进而,现金流的共享也增加了管理者以先决条件形式将公司资源转移给自己的动机,^[27]因为按此行事的管理者只承担一部分成本。由于投资者不会无成本地防范,管理者的自利行为时常发生。迈克尔·詹森和威廉·梅克林所言“代理成本”即是管理者卸责和转移的直接成本,以及各方防范所产生的成本。

迈克尔·詹森和威廉·梅克林用该公司模型说明的基本问题是规模经济和代理成本之间不可避免地权衡。随着管理者向投资者转让更多现金流以换取更多资本,投资者和管理者之间现金流的最佳分配是最大化规模经济扣除代理成本的净额。如此,詹森-梅克林模型展示了规模经济和代理成本之间的权衡如何决定商业公司的规模。

詹森-梅克林论文的第二个重要贡献是对代理成本组成要素的描述。更为重要的是,代理成本不仅包括管理者自利行为的直接成本,正如使用警卫犬和安装安全层的费用构成了入室盗窃的部分成本,投资者监督管理者的付出也构成不端行为管理成本。詹森和梅克林进一步指出,管理者付出的,令投资者放心信任他们努力尽职工作的成本,也即“约束成本(bonding costs)”,也应被视为代理成本。^[28]管理者理性地产生约束成本,是因为感到放心的投资者对资本使用干预较少。故此,整套代理成本——实际或潜在的不端行为管理相关的成本——包括了约束成本、监督成本以及约束与监督皆无法阻却的因代理人不端行为而产生的直接成本。^[29]

詹森-梅克林模型极具影响力,^[30]特拉华州法院用这一模型作为分析框架。^[31]在公司法学中,该模型启发了代理成本理论,其过去被用来讨论诸如高管薪酬、^[32]敌意收购、^[33]集体诉

[26] See *id.* at 312.

[27] See *id.* at 312. 例如,管理者更可能将自己的办公室搬到更好的建筑,雇佣更多的下属,这样他就可以缩短工作时间,享受老板的待遇。且可投资公司资源到其有个人利益的项目中。

[28] See *id.*

[29] See *id.* at 326. 詹森和梅克林称这些直接成本为“剩余损失”。举例来说,公司价值损失由于管理卸责所导致,故扣除管理者卸责的私人利益。

[30] A Westlaw search of the term “agency cost” yields 15,141 results. WESTLAW, [\(https://1.next.westlaw.com/\(search “agency cost”\)\)](https://1.next.westlaw.com/(search%20%22agency%20cost%22)) (last visited 2016-08-26).

[31] See, e.g., *Bird v. Lida, Inc.*, 681 A.2d 399, 402-03 (Del. Ch. Ct. 1996) (Allen, C.). (引自詹森和梅克林主张“不对称激励必然导致集中管理下多余的成本”。)

[32] See, e.g., Lucian Ayre Bebchuk & Jesse Fried, “Executive Compensation as an Agency Problem”, 17 J. ECON. PERSP. 71 (2003); Robert J. Jackson, Jr., “Private Equity and Executive Compensation”, 60 UCLA L. REV. 638 (2013).

[33] See, e.g., Frank Easterbrook & Daniel Fischel, “The Proper Role of Target’s Management in Responding to a Tender Offer”, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981) (强调敌意收购者监视公司管理者行为的作用,引自詹森和梅克林); Ronald J. Gilson, “A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers”, 33 STAN. L. REV. 819, 836-45 (1981). (主张防御策略是不恰当的,因为公司控制权交易作为减少代理成本方法的重要性)

讼、派生诉讼、^[34] 董事自我交易、^[35] 机构投资者作用、^[36] 激进投资者作用、^[37] 股东修订公司章程(bylaws)与章程的权利等争议话题。^[38] 代理成本理论学者普遍认为:公司法应进行赋予股东更多权力的改革。比如,学者们谴责使现有管理者免受敌意收购和激进对冲基金影响的公司治理结构。^[39] 他们同时对控股股东与少数股东之间的冲突采用了类似推理,关注大股东对小股东的潜在压迫。^[40]

(二) 代理成本理论的缺陷

不可避免地,简化假设的模型会限制解释范围。詹森-梅克林模型亦不例外。然而,代理成本理论学者通常忽视此种限制,而从模型中得出政策处方。故此,他们有效地假定在任何既定生产水平下,公司唯一治理目标是 minimized 代理冲突成本。然而,在公司真实环境中并非如此。

詹森-梅克林模型的一个简化假设是,管理者享有所有自由控制权,即是选择和实施公司业务战略的权力。投资者不仅缺乏选择公司战略的权力,甚至也不能试图影响公司的战略,譬如假设不赞成管理者商业计划则可替换管理者。^[41] 在这个模型中投资者享有的唯一控制权是义务强制执行权(duty-enforcement rights),即履行合同义务的权利,以及法律所规定的信托方面相关的责任,以预防管理者徇私舞弊。正是行使如上权利产生了詹森和梅克林所称的监督成本。^[42] 为使投资者对公司不能完全自由控制,詹森和梅克林在模型中创造了一家仅沿外部资本大小变化的公司。

^[34] See, e.g., John C. Coffee, Jr., “Understanding the Plaintiff’s Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions”, 86 COLUM. L. REV. 669, 680 & n.30 (1986) (指出高昂代理成本与集体诉讼和派生诉讼相关联,引自詹森和梅克林); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, “The Plaintiffs’ Attorney’s Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform”, 58 U. CHI. L. REV. 1, 12–25 (1991) (将詹森和梅克林的理论应用于集体诉讼与派生诉讼); Elliot J. Weiss & John S. Beckerman, “Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions”, 104 YALE L. J. 2053 (1995). (分析证券业集体诉讼)

^[35] See, e.g., Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, “Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors”, 43 STAN. L. REV. 863, 867 & n.11 (1991) (citing Jensen and Meckling).

^[36] See, e.g., Bernard S. Black, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, 39 UCLA L. REV. 811 (1992); John C. Coffee, Jr., “Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”, 91 COLUM. L. REV. 1277, 1283–84 (1991).

^[37] See, e.g., Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights”, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); Marcel Kahan & Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1085 (2007); Mark J. Roe, “Corporate Short-Termism — In the Boardroom and in the Courtroom”, 68 BUS. LAW. 977, 1005 (2013).

^[38] See, e.g., Bebchuk, *The Case*, *supra* note [5].

^[39] See, e.g., Lucian A. Bebchuk, “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value”, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1165 (2013) [hereinafter Bebchuk, *The Myth*]; Lucian A. Bebchuk et al., “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”, 115 COLUM. L. REV. 1085, 1136 n.99 (2015) [hereinafter Bebchuk, *Long Term*]; Easterbrook & Fischel, *supra* note [33]; Gilson, *supra* note [33].

^[40] 例如,最近一篇论文针对一些管理者呼吁对少数股东负责的董事应该增强独立性这一行为,提出了自我交易风险。See Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, “Making Independent Directors Work”, 116 U. PA. L. REV. (forthcoming 2016).

^[41] See Jensen & Meckling, *supra* note [1], at 313. (假设投资者无表决权)

^[42] See *id.*

詹森-梅克林模型的第二个局限性假设是：无人犯错。然而管理者并不总是考虑投资者利益，他们也会考虑自身利益。在模型中，管理者选择最有利的商业战略并认真无误地执行。同样地，投资者总以最小化代理成本的方式行使义务强制执行权。换言之，投资者只实施有效的监督：他们从不会花100美元监督防范价值50美元的不端管理行为。因此模型忽略了能力成本，认为在任何既定生产水平下唯一的成本是由于所有权和控制权相分离导致的冲突成本，且这些成本仅因管理者实际和潜在自利行为产生。而在实践中，管理者不仅有意卸责和转移，而且由于专业水平不足、信息不对称抑或囿于自身能力做出不明智决定亦能产生成本。以此观之，投资者亦会犯此类错误，譬如错误聘请管理者。然而，“错误”在詹森-梅克林模型中付诸阙如。

综上观之，这两个带有局限性的假设将被代理人成本排除在外，但对詹森和梅克林不能求全责备，他们已成功地阐述代理冲突成本如何限制公司生产规模。虽然詹森和梅克林已谨慎承认模型的局限性，^[43]但代理成本理论学者实质上将该模型应用于一个不同的问题，即在任何既定生产水平下投资者和管理者之间控制权的最优分配。他们得出如下结论：最小化代理冲突成本实际上是确定这种分配的唯一相关因素。换言之，如该理论所示，最小化代理冲突成本的治理结构即能最大化公司价值。正是如此，他们一直倡导增加股东问责管理者的权力的治理结构。^[44]

将被代理人成本排除在分析之外，代理成本理论学者未能解释为何即便在仅有一位投资者提供资本的公司中，投资者仍通常聘请管理者经营公司。由于投资者提供所有资金，聘请管理者也并非出于规模经济考虑，但规模经济却是詹森-梅克林模型中所有权和控制权相分离的唯一原因。意识到这一盲点，一些理论家将其模型调整为“企业家有想法，投资者有钱”的理想状态。^[45]但是，该说法尚显不足，因为理论上投资者很简单地就可以购买到管理者的经营理念，当然，这在许多公司确切发生着，但在许多其他公司并没有此类情形。只有将被代理人成本特别是将被代理人能力成本前置考虑的模型，才能解释上述公司为何聘请管理者。

一个排除被代理人成本的商业公司理论同样未能解释为何投资者通常愿意自绑双手限制他们问责管理者的权力。其中最重要的权力是有权随意替换管理者。代理成本理论表明，投资者替换管理者的权力乃是对自利行为极具价值的威慑。^[46]然而，许多大公司采用的治理结构严格限制了股东解聘和替换高级管理人员的权力。譬如，大多数公众公司采用的标准的美国公司形式，通常只允许股东每年在年度股东大会上替换一次公司董事。^[47]在采用交错董事会的公司，董事会成员除了其他必要原因外，只能每三年替换一次，^[48]私募股权基金进一步限制这种解雇权力：

[43] See *id.* at 64; (“特别地，我们假设所有外部股东不行使表决权……对该问题完整分析将需要仔细规定双方所涉及的合同权利、董事会的作用以及由股东在实施政策改革时承担的协调(代理)成本……对这些问题的进一步分析留待未来。”) *id.* at 70. (“虽然我们认为前面几页中所描述的治理结构适用于广泛的公司，但它仍处于不完整状态。该分析的最严重局限之一是，在论文中没有解决管理者拥有极少甚至完全没有股权的大型现代公司的问题。我们认为我们的方法可以适用于这种情况，但由于行文限制排除在这里讨论这些问题，它们仍然需要在未来论文中详细阐述。”)

[44] See, e.g., Bebchuk, *The Case*, *supra* note [5].

[45] See, e.g., Oliver Hart, “Financial Contracting”, 39 J. ECON. LIT. 1079 (2001); Philippe Aghion & Patrick Bolton, “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting”, 59 REV. ECON. STUD. 473, 475 (1992).

[46] See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, 103 VA. L. REV. (forthcoming 2017).

[47] See, e.g., *Del. Code Ann. tit. 8, § 211(b)*.

[48] See, e.g., *id.* § 141(d).

投资者无权替换管理者,且他们必须提供至少十年的资金。^[49] 同时,谷歌和脸书等公司已采用防止投资者完全替换董事的双层股权结构。^[50] 代理成本理论认为投资者仅为防范管理不端行为而行使控制权,未能解释投资者为何将资本投向拥有如上治理结构的公司。

这点可在詹森-梅克林模型中观察到。在该模型中,投资者一切控制权都用以降低代理冲突成本。投资者行使任何控制权都将在詹森-梅克林框架中产生监督成本。^[51] 但可能产生监督成本并不足以成为限制投资者行使控制权的理由。该模型假定投资者准确预估代理冲突成本,且在行使控制权过程中从不犯错,因此他只行使控制权并带来相关的监督成本,如此便能降低总代理成本。换言之,他只在行动有效的情况下才行使控制权。基于此,该模型逻辑上没有提供限制投资者包括任意解雇或替换管理者的权力的理由。

只有考虑到投资者会产生冲突成本,更认识到投资者和管理者都会产生能力成本时,治理控制权频谱的说明才达致明确,令人信服。

三、被代理人成本理论

被代理人成本理论始于观察到在对公司行使控制权时会产生效益和成本。为创造公司价值(公司创造商品或服务的价值减去因创造它们所消耗资源的成本),必须有人对公司行使控制权,无论是投资者或是聘请管理者抑或两者兼具。公司价值创造总需要有人选择商业战略,其后通过人事任免及产品计划发布等实施执行,在此过程中,控制无处不在。因此,经由充分利用专业及才能等,公司实现控制权行使的核心利益——公司价值创造。^[52]

然而与此同时,控制权行使亦产生削弱公司价值的成本。控制成本问题可分为两个维度展开,其一是谁的行动为成本来源的问题,另一个是成本解释的问题。在谁的行动为成本来源问题

[49] See Steve N. Kaplan & Per Stromberg, “Leveraged Buyouts and Private Equity”, 22 J. ECON. PERSPECTIVES 1 (2008).

[50] See Alphabet Inc., Annual Report (Form 10-K) (filed Feb. 1, 2016); Facebook, Inc., Annual Report (Form 10-K) (filed Jan. 28, 2016); Simon C.Y. Wong, “Google’s Stock-Split Plan Would Replace Stewardship with Dictatorship”, HARV. BUS. REV. (Apr. 18, 2012), <https://hbr.org/2012/04/googles-stock-split-plan-would/> [<https://perma.cc/B8T9-6YBU>]; Facebook, Inc., Form 10-K and Brad Stone, “Facebook Will Form 2 Classes of Stock”, N.Y. TIMES (Nov. 24, 2009), <http://www.nytimes.com/2009/11/25/technology/internet/25facebook.html> [<http://perma.cc/AW79-7FRP>]; James Surowiecki, “Unequal Shares”, NEW YORKER (May 28, 2012), <http://www.newyorker.com/magazine/2012/05/28/unequal-shares> [<http://perma.cc/R3AS-FUS3>].

[51] 在 Jensen-Meckling 模型假设下,控制管理者的权力不能阻却不端管理行为,因为该模型明确假设管理者均倾向于卸责或转移。See Jensen & Meckling, *supra* note [1]. 根据这一假设,实际上替换管理者不会提高公司业绩,由于解聘和替换管理者产生相关交易成本,事实上反而会降低其价值。因此,投资者解聘管理者的威胁将不可信。为了使解聘权作为一个有效的监督手段,我们必须假设行为人的行为倾向是不忠诚的,当投资者聘请管理者的时候,他们也不知道就职的管理者的倾向和其他的管理者候选人的倾向孰大孰小。

[52] 此外,创造公司价值的过程产生无害的非财产性利益,如行使控制权的愉悦享受。See, e.g., Ronald J. Gilson, “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy”, 119 HARV. L. REV. 1641, 1663-64 (2006) (将非财产性利益定义为“一种精神或其他利益形式,其既不涉及公司资源转移,也不会成比例地稀释公司多元化投资者的股票价值”); Alessio M. Paces, “Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control” 12 (ECGI-Law Working Paper Series No. 131/2009, 2009), <http://ssrn.com/abstract=1448164> [<http://perma.cc/T2MR-43RR>]. (解释私人利益如个人满足感可以在市场上兑现公司控制权。)尽管这些非财产利益很重要,为了行文方便,我们在本文不做论述。

上,我们将被代理人成本定义为归因于投资者行使控制权的成本;代理成本定义为归因于管理者行使控制权的成本。在此问题上,我们区分能力成本与冲突成本。能力成本,我们将其定义为诚实错误的成本加上防范这种错误而付出的成本;冲突成本,我们将其定义为自利行为的成本加上为防范此类行为而付出有效努力的成本。我们之所以提及防范自利行为的有效努力,是由于有成本源于如监督超支(如为防范50美元的不端行为而产生100美元的监督成本),这将构成一个错误,因此将其视为能力成本而不视为冲突成本。^[53]

这两种区分产生四类控制成本:被代理人能力成本、被代理人冲突成本、代理能力成本和代理冲突成本。一个治理结构以最小化这四类成本总和的方式分配控制权,以使公司价值最大化。在被代理人 and 代理人之间任何控制权的转移都需在四类成本之间进行权衡,其中转移效果——以及最优控制结构——取决于公司具体特质。

“开宗明义,概念先行。”在阐述整体框架意义之前,须先厘定概念定义。当区分被代理人 and 代理人时,我们欲参考投资者和管理者这组概念区分,但许多公司也有管理者出资,这令这些概念边界影影绰绰。我们又一解决思路是定义“被代理人(principalness)”和“代理人(agentness)”的程度,但我们认为这将引入更多复杂性。为了论述简便,我们将代理人定义为自由控制权份额超过其现金流权份额的参与方,而将被代理人定义为现金流权份额等于或超过其自由控制权的参与方。^[54] 由于适用于大多数公司治理结构,上述定义可行,并且也符合常见用法。例如在分散所有权的公众公司中,董事及管理层为代理人,股东为被代理人。但在一个有控股股东(拥有普通公司控股权^[55]或双层股权结构中的表决控股权^[56])的公司中,控股股东、董事会及管理层为代理人,而非控股股东为被代理人。可以肯定的是,当双方在投资者和管理者之间更复杂关系中分配控制权时,更难确定谁拥有比现金流权更多的控制权,所幸这种治理结构安排不常见,尚不足以破坏这组概念区别的效能。^[57]

下面,我们在本文框架内详细阐述每一类控制成本。

(一) 能力成本

标准的委托代理模型经常绕过一个门槛问题:为何被代理人要聘请代理人?如果投资者可提供所有必要资本,投资者也可自行经营公司从而避免麻烦的所有权和控制权分离。管理者提供经营理念这一作用的说法并不充分,^[58]因为投资者可简便地从管理者处购买到经营理念。对冲突成本的来源即所有权和控制权的分离,更有说服力的解释是能力。投资者聘请一个比其更有能力经营公司业务的管理者,从而创造更多公司价值。因此,能力成本或者更具体地说被代理人能力成本,是所有治理结构最终旨在解决的问题。

1. 被代理人能力成本。通过授予管理者控制权,投资者降低被代理人能力成本,即便同时增加了代理成本。只要避免由此产生的被代理人能力成本超过其他类型的控制成本,授权委托即为有效率。

[53] 正如投资者监督超支将构成被代理人能力成本,代理人联系超支将构成代理能力成本。

[54] 这一定义区别于委托代理关系中的普遍定义,它要求被代理人行使终极控制权作为基本要素。RESTATEMENT (THIRD) OF AGENCY § 1.01, cmt. f (Am. Law Inst., 2005); see also *Hollingsworth v. Perry*, 133 S. Ct. 2652, 2666 - 67 (2013) (citing the Restatement for its control requirement). 根据我们的定义,无控制权的投资者仍然是被代理人,管理投资者资本的管理者仍然是代理人。

[55] See generally Goshen & Hamdani, *supra* note [9], at 591.

[56] See generally *id.* at 588 - 89.

[57] 例如,如果被代理人团体中非控股股东能够影响表决结果(例如:保留),则她仍将被视为投资人,即使就特定投票而言,她的控制份额超过了她在现金流权中所占的份额。

[58] See the papers cited *supra* note [45].

为说明这种权衡,假定一投资者 Don, Don 希望运用大量资金设立一个股票投资组合。虽然 Don 可自行挑选股票,但因缺乏金融知识而可能犯错。他可能选择价格被高估的股票,可能没有作多元选择,也可能会承担原可避免的税赋。这些费用都不是由利益冲突造成的,Don 管理自有资金因而将其所有利益和行为成本内部化。换言之,其犯错不是由于卸责或转移,是因缺乏能力导致的诚实的错误。为了降低他自己因错误引发的预期成本,Don 当然可以尝试获取必要的专业知识和信息,但如此行事便将引发机会成本。^[59] 此外,他可能由于认知不足,比如过于主观和过度自信,面对一个囊括巨大信息量、需要大量专业知识的投资时更是无所适从,从而再犯诚实的错误。^[60] Don 诚实错误的成本以及努力在控制权行使中减少错误的成本,将一同构成能力成本。^[61] 这种成本是被代理人能力成本的范畴,因为 Don 在公司中属于被代理人,主要职能即是管理他的股票投资组合。

为了降低被代理人能力成本,Don 可聘请股票市场专家 Peggy 管理股票投资组合。当然,Peggy 的控制也会产生成本,我们称为代理成本。她可能会产生诚实的错误从而产生代理能力成本,她也可能会因不忠诚而产生代理冲突成本。只有理性聘请 Peggy 并授予控制权,Don 才能期望管理投资组合的总控制成本下降。因此,授权委托的一个条件便是预期被代理人能力成本的下降超过所产生的预期代理成本。

值得注意的是,单是聘请 Peggy 不可能消除所有被代理人能力成本。Don 很可能保留某些控制权,譬如当认为投资组合表现乏善可陈时可以解雇 Peggy。再如,投资组合的表现确实不如市场基准时,Peggy 可向 Don 保证表现不佳仅是暂时,精挑的股票即将充分体现价值,从而试图挽救她的工作。此时此刻,Don 可能不知道 Peggy 是睿智诚实,还是无能懒惰且以谎言欺瞒极差表现。在判断这些可能时,Don 亦可能会犯一个诚实的错误。评估股票能力之不足令其聘用 Peggy,也可能损及对 Peggy 表现之判断。即便她能力不足或不道德(错误的否定),Don 亦可能让 Peggy 留任;又或即便她是优秀且诚实的(错误的肯定),Don 亦可能替换 Peggy。这种可归责的错误是被代理人能力成本的另一个潜在来源。为了保护自己,Peggy 可能会选择一个次优投资组合,这个组合既不会一直超过市场基准且从不暂时表现不佳,而且由股票组成的次优投资组合,可易于向 Don 解释。^[62] 这种自我保护行为带来的价值损失是被代理人能力成本。此外,Don 可能会强制 Peggy 提供定期绩效报告,即使这会分散 Peggy 工作且对 Don 决策无所助益。这种过度监督的成本也构成被代理人能力成本。这意味着,只要被代理人保留替换代理人或问责代理人的权力,此则依旧产生被代理人能力成本。

Don-Peggy 之间关系能够说明即便公司仅有一位投资者,仍将产生被代理人成本。然而,当被代理人作为一个群体存在时,正如存在多个股东的公司中,能力成本也因决策协调而产生。^[63] 在这种情况下,由于集体决策被代理人成本之间存在权衡,且如果控制权集中在代表集体行动的少数人手上,代理成本也会上升。

2. 代理能力成本。代理成本模型往往假设管理者损及公司利益是有意为之的。但是管理者也

[59] See generally Investopedia, Opportunity Cost, <http://www.investopedia.com/terms/o/opportunitycost.asp> (last visited 2016-08-26). (解释机会成本为“一个人本可以获取但因采取另一个行为放弃了利益”)

[60] See generally Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, “Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics”, 88 CAL. L. REV. 1051, 1084-1102 (2000). (解释行为认知偏差的影响)

[61] 学者通常认为专业与信息差异乃股东向董事会授权的原因。See, e.g., Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections”, 55 STAN. L. REV. 791, 792 (2002).

[62] See, e.g., Sunil Wahal & John McConnell, “Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?” 6 J. CORP. FIN. 307 (2000). (表明“机构投资者比个人投资者更愿意允许管理者向生产设备与科研投入资金”)

[63] 这些成本来源于为了共同利益,协调多方所尽的努力。See Hansmann, *supra* note [11].

会犯诚实的错误,从而产生代理能力成本。该成本水平因管理者不同而有所变化:智慧、正见和见识渊博的管理者比愚笨、偏见和无知的管理者犯的错误更少。因此,如果 Peggy 选择一只劣股是由于她使用有缺陷的评估方法,这种错误将是代理能力成本的来源。同理,如果过度自信的公司管理者对一个项目过于乐观,^[64]她决定向该项目投资也会产生代理能力成本。诚如我们将在第三部分第(五)节中所论,被代理人为降低代理能力成本的责任机制往往不同于降低代理冲突成本的责任机制。

3. 公司总能力成本。公司中被代理人 and 代理人之间的控制权分配决定着总能力成本水平,成本最小化之分配取决于公司具体特质。因为犯错概率取决于个人决策者能力水平,洞察商务的投资者通常比不熟悉商务的投资者向管理者授予较少控制权。此外,能力因具体事项而定:对冲基金经理可能擅长选股和管理投资组合,但不擅长运营公司;同样,一个企业家可能擅长识别商机,但不擅长人事管理。据此,我们期待公司相应合理地分配控制权。^[65]

另一个犯错概率的重要决定因素为公司业务类型。在规模、技术或地理等方面复杂的公司中,错误更易出现。复杂性使诚实错误更具可能,并给投资者带来挑战,特别是令管理绩效更难评估。^[66]因此,当一个公司属复杂行业时,投资者更有可能在评估管理者行为及决定是否替换管理者方面犯错。^[67]同样,当投资者以公司股票价格作为绩效指标时,市场不完善会扭曲价格,并令投资者误判管理能力和忠诚度。^[68]

除了犯错概率不同,错误大小亦有不同。错误程度的一个重要决定因素是市场竞争水平,不论是在产品市场还是在需要资本、原材料及员工的投入市场。同样的错误可能令一个公司破产或只是利润减少,这取决于它所在市场是竞争的还是垄断的。

随着犯错预期成本(大小乘以概率)增加,各方将愿尽更多努力进行防范,如通过获取专门知识与信息。^[69]因防范成本高于预期成本,一些错误仍无法避免。因为错误可能源于管理者智力和情感禀赋,如果管理者特别能干或特别具备公司看重的管理才能,所犯错误可被容忍。但若错误无法被容忍,管理者被削减控制权或被完全替换。

[64] See Susanna Kim Ripken, "Predictions, Projections, and Precautions: Conveying Cautionary Warnings in Corporate Forward-Looking Statements", 2005 U. ILL. L. REV. 929, 958-68. See generally Korobkin & Ulen, *supra* note [60], at 1091.(解释过度自信偏见的影响)

[65] See, e.g., Viral V. Acharya, Marc Gabarro, & Paolo F. Volpin, "Competition for Managers, Corporate Governance and Incentive Compensation" (April 2012) (unpublished manuscript) at <http://ssrn.com/abstract=2066309>.(表明在均衡状态中“越好的管理者终于治理越弱的公司”)

[66] See, e.g., Mustafa Ciftci et al., "Is Research and Development Mispriced or Properly Risk Adjusted?" 26 ACCT., AUDITING & FIN. 81, 97-109 (2011) (提出证据表明投资者对研发型公司价值低估); Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms", 80 AM. ECON. REV. 148, (1990).(表明股票市场很可能对复杂的新项目错误定价)

[67] 管理人员将通过限制投资者替换他们的权利来解决这一风险。这可以解释为何我们在高科技公司中观察到更多的双层股权结构。

[68] 市场可能由于错误估计(例如信息不对称的交易)或套利限制(例如低效或短视市场)而变得有瑕疵。See, e.g. Lynn A. Stout, "The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance", 28 J. CORP. L. 635, 653 (2003); Victor L. Bernard & Jacob K. Thomas, "Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect The Implications of Current Earnings for Future Earnings", 13 J. ACCT. & ECON. 305 (1990).

[69] 麦肯锡公司商业模式是建立在这种需要基础之上的。See *About Us*, MCKINSEY & COMPANY, <http://www.mckinsey.com/about-us/overview> (last visited 2016-08-26).("麦肯锡公司是一家全球性管理咨询公司,为世界前沿公司、政府、非政府组织和非营利组织提供服务,我们帮助客户持续改进绩效,实现核心价值。在近一个世纪来,我们建立了一个独特公司来完成此项任务。")

(二) 能力提升的授权副产品: 冲突成本

冲突成本乃代理成本理论固有部分,是控制成本的次要形式,仅当投资者为了降低能力成本向代理人授予控制权时出现。经营自有公司的独资经营者产生能力成本,不产生冲突成本。^[70]相反,冲突成本是公司经营中有目的的自利行为即卸责和转移的产物,其仅在控制权、现金流权或二者在各方分享时才出现。

1. 被代理人冲突成本。被代理人冲突成本源于投资者因所有权与控制权分离引致的自利行为,即便商事关系中仅有一个被代理人,被代理人冲突成本也会出现。

用 Don-Peggy 关系加以说明,假设二者同意从 Peggy 管理的投资组合中均分现金流量权。这个分配令双方不择手段地行事。如同 Peggy 有卸责并将公司价值从投资组合向自己转移的动机,Don 也有行使控制权从而卸责和转移的动机。举例说明,假设 Don 和 Peggy 最初同意如果投资组合表现不如市场基准,Don 可以辞退 Peggy。进一步假设,六个月后投资组合表现不佳。此时,Peggy 可能认为只是表现暂时不佳,精挑的股票即将充分实现价值,而且 Don 可能相信她胜任且忠诚,所言皆实。但 Don 仍可能在投资组合价值增加,且可获 100% 利润情况下辞退 Peggy。预料到此种可能,Peggy 可能会选择一个不会永远优于市场但也不会永远表现不佳的次优投资组合。这种由管理者自我保护行为造成的价值损失是被代理人冲突成本,因其最终是由投资者自利行为引起的。

当被代理人形成一个群体,比如公众公司的分散股东,冲突成本源于群体内的利益冲突,比如,当一个小群体从另一个小群体攫取价值时。学者阐述了股东之间这种冲突的几个缘由,包括投资视野不同^[71]、现金支付需求不同^[72]、真空投票^[73]和外部竞争利益等。^[74]此外,当被代理人形成一个群体,冲突成本来自集体行动,例如保留动机^[75]、理性冷漠^[76]、理性沉默^[77]和策略性投票^[78],此皆由多方之间控制权分配引发。

为了消除被代理人冲突成本,投资者通常将控制权向一位共同代理人转移。^[79]譬如,假设不止 Don,而是一群投资者聘请 Peggy 通过投资基金管理资金。进一步假设,Peggy 有个投资项目的主意,其将占用投资者大部分资金几年,最终将产出比基金欲投其他项目还更高的回报。^[80]原本

^[70] *But see* Robert Lewis Stevenson, *Strange Case of Dr. Jekyll And Mr. Hyde* (1886). 我们假设现实世界的人们不会受双重人格矛盾影响。

^[71] *See* José-Miguel Gaspar et al., “Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control”, 76 *FIN. ECON.* 135 (2005).

^[72] *See* Deborah Lucas & Robert McDonald, “Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy”, 33 *J. FIN. QUANT. ANALYSIS* 233 (1998).

^[73] Bernard Black & Henry T. Hu, “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, 79 *S. CAL. L. REV.* 811 (2005). (讨论表决权与股权分离时的投资者冲突)

^[74] *See, e.g.*, Bainbridge, *supra* note [18].

^[75] *See* Zohar Goshen, “Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?” 70 *S. CAL. L. REV.* 741 (1997) [hereinafter Goshen, *Controlling Strategic Voting*].

^[76] *See generally* Adolf Berle & Gardiner Means, *The Modern Corporation And Private Property* (1932).

^[77] *See* Gilson & Gordon, *supra* note [37], at 889.

^[78] *See* Lucian A. Bebchuk, “Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers”, 98 *HARV. L. REV.* 1693 (1985); Jeffrey N. Gordon, “Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, 76 *CAL. L. REV.* 1 (1988).

^[79] *See generally* Kenneth Arrow, *The Limits of Organizations* (1974).

^[80] *See generally* Richard Brealey et al., *Principals of Corporate Finance* 101 (10th ed. 2011). (解释“净现值”的概念)

Peggy 是为投资者集体利益而追求这样一个项目,但假设项目进行一年后,Don 有自己的想法:他想立即分配现金,这样才可以将女儿送到一所昂贵的寄宿学校。如果 Don 一定需要这笔支出,对基金而言为此做出支出的唯一方式是提前清算这个长期项目,这会给其他投资者造成损失。此外,如果 Don 不得不自己承担全部损失,则 Don 不会强迫清算,因为损失将非常大。因此,其行使控制权将产生被代理人冲突成本。预估到这些问题,投资者可能集体放弃固定期限内的清算权。^[81] 但是通过放弃这种控制权,将失去一个问责 Peggy 的机制。尽管如此,他们同意放弃这项权利,这也意味着预期降低的被代理人冲突成本超过随之增加的预期代理成本。

降低被代理人冲突成本和被代理人能力成本的目标同样解释了为何公众公司投资者将控制权授予管理者。为了观察这一点,想象股权广为持有的公众公司被称为直接民主公司,依其章程,成千上万不断变化的股东可随时上网建议改变商业战略。提案一经提出,简单多数的股东可在线表决通过。^[82] 这样的公司虽有管理者,但唯一的任务是执行股东批准通过的商业计划。限制管理者自由控制权无疑会限制代理成本,但直接民主公司实践成功的可能性有多大? 由于股票被广泛持有,其股东自然会有分散意见,会有利益冲突和不同的投资视野。他们也将面临集体行动和协调问题,因为大多数股东只拥有公司一小部分股权,每个股东在多样化投资组合背景下作利益考量。^[83] 进一步说,股东不了解公司管理者掌握的大部分相关信息,因为如果公司网站上公布所有内部信息将会损害公司竞争地位。在这种情况下,被代理人成本的两个来源即能力成本和冲突成本很可能消耗公司所有潜在价值。因此毋庸置疑地,股票被广泛持有的公司从来不采用这种治理结构。相反,股权投资者对战略决策直接控制的治理结构只能在独资企业、小型合伙企业和一些关联控股的公司中出现。法律承认公司在董事会中将业务事务执行委以管理者的直接民主的成本,^[84] 法律遵循允许公众公司排除股东在公司年度代理陈述中提议公司有关日常业务运行的提案的先例,即便这在委托条款之下。^[85]

正如此处探讨清楚表明,无论是大公司还是小公司,对管理者授予控制权的主要原因是降低被代理人成本。基于此,我们在本文中引入的理论称为“被代理人成本理论(principal-cost theory)”。被代理人成本是公司中所有控制成本的来源,且是所有治理结构最终旨在解决的问题。

[81] 事实上,这是私募股权基金的常见结构。See Kaplan & Stromberg, *supra* note [49].

[82] 特拉华州普通公司法授权公司此类型治理结构,允许公司注册证书规定直接由股东而不是董事会提供管理。See Del. Code, Ann. tit. 8, § 141(a) (2016). (除非在公司注册证书中有所规定,否则将授予公司董事会业务和事务的管理权,并进一步允许授予“证书中提供的数人或某个人”管理权。)对于封闭持股公司,特拉华州法律明确授权股东管理,尽管它提出了各种附加要求。Id. at § 351. 某些形式的商业组织,如合伙和有限责任公司,默认规定合伙人或股东实施管理。See, e.g., UNIF. P'SHIP ACT § 401(f) (1997) (每个合伙人在合伙事务管理和行为方面享有平等权利); REVISED UNIFORM LIMITED LIABILITY COMPANY ACT § 407(a)-(b). (默认规定有限责任公司为“自治管理”,并规定公司的“管理和行为”权利归属于成员)

[83] 个人投资者,其中许多持有各种各样公司的一小部分股权,对管理者决定保持理性冷漠。虽然机构投资者兴起,其在许多公司中占据重要地位,并致力于监督他们的投资,这可能表明这种理性冷漠的下降。事实上,这些投资者似乎不愿意去干预公司管理。See Gilson & Gordon, *supra* note [37], at 889-95. Gilson 和 Gordon 解释了机构投资者如共同基金和公共基金是如何低估了投票权,因为他们的相对绩效与股东的绝对绩效有利益分歧。See also Kahan & Rock, *supra* note [37], at 1057-62. (低薪酬激励、政治约束和利益冲突作为阻止公共资金追求激进战略的因素)

[84] Del. Code, Ann. tit. 8, § 141(a); cf. Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, 97 NW. U. L. REV. 547, 557-59 (2002). (假定集中决策是对集体行动问题的回应)

[85] 17 C.F.R. § 240.14a-8(i)(7) (2016); see also Reilly S. Steel, Note, “The Underground Rulification of the Ordinary Business Operations Exclusion”, 116 COLUM. L. REV. (forthcoming Oct. 2016), manuscript at 13. (认为一般商业经营排除法律视角下股东和管理者角色之间的区别)

2. 代理冲突成本。詹森和梅克林忽视能力成本,代理冲突成本就被简单地理解为代理成本,其实质是被代理人成本的副产品:投资者为降低被代理人成本而委托控制时出现冲突成本。公司法学者已经确定代理冲突成本来源的各种各样行为,包括防御、^[86] 规模合并、^[87] 多元化合并、^[88] 过度或低效薪酬、^[89] 自我交易、^[90] 隧道行为^[91] 和期权倒签等。^[92] 所有这些行动都是通过卸责或转移形式,并都因管理者没有享有公司所有现金流,因此他们行使控制权时不承担他们所做决定的全部成本。

3. 公司总冲突成本。是什么原因导致一些公司比其他公司承担更高冲突成本呢?投资者和管理者自利行为的预期数目以及由此带来的冲突成本的大小取决于各方的动机、机会和倾向。正如詹森和梅克林所证明,动机取决于现金流权的分配:随着现金流份额下降,卸责和转移的动机上升。^[93] 一方当事人不端行为的机会反过来取决于控制权的分配、^[94] 公司类型^[95] 和市场竞争水平。^[96] 最后,还有倾向问题:有些人自然比其他人更诚实,从休假或乘坐私人飞机中所得愉悦甚少,鉴于如上因素皆影响自利行为的概率与程度,预期的公司总冲突成本因公司具体而定。在非竞争性行业中,投资者将大部分控制权而只是一小部分现金流权授予一个不诚实和懒惰的管理者,公司冲突成本会更高。通过监督和约束防范不端行为的机会,同样是冲突成本的来源,这通常也是公司具体而定的。^[97]

(三) 合成:控制成本矩阵

图一列出了四类控制成本的具体来源。当独资经营者不向管理者授予控制权时,唯一潜在控制成本是被代理人能力成本(图示左上角)。当投资者以一个群体出现时,例如在合伙中被代理人冲突成本也是可能产生的(图示右上角)。但是投资者将所有控制权授予管理者,例如基金会或信

[86] See Andrei Shleifer & Robert Vishny, "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", 25 J. FIN. ECON. 123 (1989).

[87] See William J. Baumol, "On the Theory of Expansion of the Firm", 52 AM. ECON. REV. 1078 (1962).

[88] See Yakov Amihud & Baruch Lev, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", 12 BELL. J. ECON. 605 (1981).

[89] See Bebchuk & Fried, *supra* note [32].

[90] See Austin W. Scott, "The Fiduciary Principle", 37 CAL. L. REV. 539 (1949).

[91] See Vladimir A. Atanasov, Bernard Black & Conrad Ciccotello, "Unbundling and Measuring Tunneling", 2014 ILL. L. REV. 1697.

[92] See Erik Lie, "On the Timing of CEO Stock Option Awards", 51 MGMT. SCI. 802 (2005).

[93] See Bebchuk & Fried, *supra* note [32].

[94] 授权范围,约束和监督以及其他形式削减控制权可以限制一方避开卸责或转移的能力。随着一方控制权增加,权力也随之增加。例如一方有权仅根据自己签字即可从公司银行账户提取资金,比起需要联合签名人他会提取更多资金。See, e.g., Ricardo Alonso & Niko Matouschek, "Optimal Delegation", 75 REV. ECON. STUD. 259 (2008).(提出授权困境的正式模型)

[95] 例如,收益性公司提供许多机会转移有形资产,而主要拥有知识产权的成长型公司提供较少机会转移资产。See, e.g., Michael Jensen, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", 76 AM. ECON. REV. 76.2 (1986).

[96] 一般而言,垄断型公司比在竞争市场中的公司能承受更高的冲突成本。See, e.g., Julia Chou, Lilian Ng, Valeriy Sibilkov, & Qinghau Wang, "Product Market Competition And Corporate Governance", 1 REV. DEV. FIN. 114 (2011)(发现“产品市场竞争对公司治理有重大影响,其替代公司治理质量”,“管理层竞争的约束力来自对清算的恐惧”); Maria Guadalupe & Francisco Pérez-González, "Competition and Private Benefits of Control" (2010) (unpublished manuscript) at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=890814>.(发现产品市场竞争有助于减少实施控制中的私人利益)

[97] 由于不端行为的程度取决于行为人的个人特征、公司类型和市场竞争程度,因此通过采取措施努力降低这一程度。

	能力成本	冲突成本
被代理人	专业知识不足 信息不足 智力不足 情绪控制差 协调问题 认知短视	集体行动问题 违背承诺 理性冷漠 理性沉默 保留 真空投票 视野差异
代理人	专业知识不足 信息不足 智力不足 情绪控制差 过度自信偏见 乐观偏见	卸责(减少努力) 转移(自我交易) 期权回溯 防御 规模合并 多元化合并 过度或低效薪酬

图一 控制成本

托,^[98] 被代理人成本即可避免,但代理能力成本和代理冲突成本是可能产生的(图示底部两格)。最终,如在大多数公司中当投资者与管理者分享控制权时,控制权行使可产生全部四类控制成本。

由于控制成本降低了公司价值,且控制权分配决定了控制成本水平,分享公司现金流的各方对选择一个最小化总控制成本的治理结构有共同利益。因此我们可以假定,如果没有市场失灵或禁止交易成本,^[99] 每个公司都有一个适合公司具体特征的治理结构。

(四) 被代理人成本和代理成本之间的权衡

公司的控制权数量是固定的,任何重新分配控制权减少一方权力,必增加另一方权力。例如,控制公司的商业策划。商业策划可分为三部分:提出策划、通过策划和实施策划。投资者可以保留对这三部分控制权,抑或他们可以将一部分或所有部分控制权授予管理者。而且,如果将控制权授予管理者,他们仍可保留选择管理者的权利。又或者,他们也可授予这一权利,令管理者自行把握自我维持。然而,投资者无法做到的是保留对特定决策完全的最终决定权,同时将完全的最终决定权授予管理者。^[100] 据此,公司中控制权分配乃是一个零和命题。

虽然公司控制权的分配呈现零和结果,但分配对控制成本的影响则截然不同。有些分配总比其他分配更有效率,我们将不同控制权分配抽象成一个范围,始于投资者完全掌握控制权,终于管理者完全掌握控制权。随着投资者沿着这一频谱授权,将更多的控制权授予管理者,被代理人成

[98] See, e.g., Henry Hansmann & Steen Thomsen, "Managerial Distance and Virtual Ownership: The Governance of Industrial Foundations" (ECGI Finance Working Paper No. 467, 2013), <http://ssrn.com/abstract=2246116>(描述和分析工业基金会的表现和职能)。

[99] See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, "The End of History for Corporate Law", 89 GEO. L.J. 439, 467 (2001).(提出市场失灵是管理主义的一个可能因素)Michael Klausner, "Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts", 81 VA. L. REV. 757, 769-70 (1995) (指出不同类型的市场失灵); Ronald H. Coase, "The Problem of Social Cost", 3 J.L. & ECON. 1, 15-19 (1960) (讨论交易成本的影响); Victor Brudney, "Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract", 85 COLUM. L. REV. 1403, 1404-05 (1985).(指出在常规假设下,履行合同将使所有各方获益,除非出现市场失灵。)

[100] See ARROW, *supra* note [79].

本减少而代理成本增加。从管理者向投资者转移控制权,则有相反效果。这种变动对被代理人成本和代理成本的影响并无抵消:从投资者到管理者控制权转移可能降低的被代理人成本超过增加的代理成本。理论上,控制权频谱中存在一点,能实现最小化被代理人成本与代理成本的总和。当然这一点是由具体治理结构实现的,且因具体公司不同而异。

举例说明,想象一个公司,刚开始投资者掌握完全控制权。投资者正考虑是否将1%控制权授予管理者。授权会使预期被代理人成本下降,假设为100美元。同样,授权也会使预期代理成本上升,也许不是那么多,假设为50美元。因此,公司授予1%控制权将使公司价值增加50美元。投资者青睐这个授权委托,因为作为现金流所有者,他们将获得授权后公司增加的价值。

我们把“授权替代率(delegation substitution rate)”定义为:投资者向公司管理者转移控制权引发的预期代理成本增加与预期被代理人成本减少之间的比率:

$$\text{授权替代率} = \text{预期代理成本增加量} / \text{预期被代理人成本减少量}$$

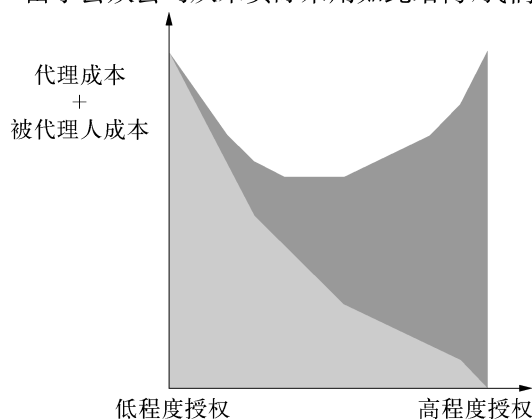
由于被代理人成本和代理成本之间的权衡无可避免,授权替代率将始终为一个正数。当比率低于1.0时,向管理者更多授权会降低预期控制成本,公司价值得到增加;当比率高于1.0时,向管理者更多授权则增加预期控制成本,公司价值将会降低。在前一个例子,投资者赞成支持的授权中,授权替代率为0.5。

一些公司的授权替代率整体可能保持低于1.0。在这些公司中,我们预计投资者希望将所有控制权授予管理者,因为当管理者完全控制时,被代理人成本和代理成本之和达到最低点。这些公司将通过选择一种授予管理者高度控制权的治理结构来实现最大价值,如双层股权结构。^[101]

相反的,有些公司授权替代率范围始终高于1.0。此类公司中任何授权增加的预期代理成本超过减少的预期被代理人成本,这些公司所有控制权牢牢掌握在被代理人手中,以此最小化控制成本。如果是公众公司,将采用类似直接民主的治理结构。^[102] 由于公众公司从未实际采用如此结构,我们认为,规模足以上市的公司从未存在如此的被代理人成本与代理成本之间的关系。相反,这种关系似乎只出现在小企业,包括独资企业,以及合伙人保持对业务决策完全控制的合伙企业中。^[103]

最后是,一些公司的授权替代率最初低于1.0,但是随着控制权向管理者转移,授权替代率最终高于1.0。图二描述了这些公司的控制成本。

这些公司采用将大量控制权授予管理者的治理结构,以实现公司价值最大化,这种结构也赋予投资者问责管理者的权力,分散所有权的公司便是一例。^[104] (未完待续)



图二 成本权衡支持部分授权

(责任编辑:黄韬)

^[101] Goshen & Hamdani, *supra* note [9], at 588 - 91.(解释了公司双层股权结构的潜在利益,其中这些公司管理的“独特视角”很重要。)

^[102] 见上文二(三)1部分。

^[103] See, e.g., Royston Greenwood, “The Professional Partnership: Relic or Exemplary Form of Governance?” 24 *ORG. STUD.* 90 (2003).(解释专业人士合伙的成功)

^[104] 见下文二(七)3部分。