

# 被代理人成本：公司法与 公司治理的新理论(下)

[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
- 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(以上上期已刊载)
  - (五) 授权机制
  - (六) 理解公司治理结构频谱：授权与问责
  - (七) 频谱上的治理结构
- 四、被代理人成本理论 vs. 代理成本理论：启发
  - (一) 实证预测
  - (二) 对立法者的启发

---

\* 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。感谢 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。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。

## 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

### (五) 授权机制

为论述方便,我们沿着单一维度,以此延伸来描述授权机制,这种维度始于投资者实施控制,终于管理者完全控制。但现实的授权可沿多个维度展开。其中一个维度便是时间:投资者可以授予管理者一定期限内的控制权。授权也可以取决于决策类型:投资者可能委托管理者日常运营而非商业策划。此外,投资者可以保留选择管理者如公司董事的权力,同时允许这些管理者选择副代理人,如 CEO 及其他办事人员。

授权通常带有附加条件。投资者几乎从不给予管理者处置公司资产和管理事务的完全自由控制权。因为如此一来,将同向基金或信托机构送钱无异。<sup>[105]</sup> 相反,投资者保留问责管理者的权力,以减少授权产生的代理成本。在这一语境下,投资者保留的控制权,可分为自由控制权和义务强制执行权。尽管自由控制权比义务强制执行权具备更大潜力减少代理成本,但同时它们也需要更高的被代理人成本。

义务强制执行权定义直接明了,故将之置于前面论述。当投资者将权力授予管理者时,他们一般对管理者控制权行使施加法律上的强制约束。例如,管理者可能需要披露利益冲突,避免自我交易,并在投资者知情基础上做决策。这些义务可通过法规(例如普通公司法<sup>[106]</sup>)、合同(例如公司债发行契约或协议<sup>[107]</sup>)或普通法(例如通过信义义务法<sup>[108]</sup>)施加。此外,该义务亦可采取一种标准形式,例如诚信义务,<sup>[109]</sup> 或一规定,例如协议约定公司最大杠杆比率。<sup>[110]</sup> 义务强制执行权正是对违反上述义务可提起诉讼的权利。对违反义务之救济有所不同,但产生和强制实施的过程一致:首先,须有义务存在;其次,须代理人违反该义务;最后,须投资者提起诉讼。为赢得诉讼获得所期救济,投资人必须令法院信服代理人确实违反了预先规定义务。虽然投资者有权决定是否寻求救济,但他无权决定能否获得救济,决定权在于法院,所以法院须判断义务或标准是否确被违反。

义务强制执行权的作用是降低冲突成本,这个概念是詹森与梅克林在讨论其模型中投资者为

[105] See Hansmann and Thomsen, *supra* note [98].

[106] See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 141.

[107] See Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", 7 J. FIN. ECON. 117 (1979).

[108] See Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

[109] See In re Walt Disney Derivative Litigation, Case No.411, 2005 (Del. June 8, 2006).

[110] See Smith, *supra* note [107].

降低代理人不端行为的直接成本可能考虑到监督权时所思考到的。因此,禁止自我交易旨在防止财产转移;要求代理人只能在投资者知情情况(传统的注意义务)下行动,旨在防止卸责。相形之下,义务强制执行权对降低能力成本无能为力,毕竟很难向法院证明公司绩效不佳是源于决策不智而非运气糟糕。现存商事审判规则,及对在投资者知情基础上无私作决策的管理者的司法尊重,反映了司法活动中,不同于裁判管理者忠诚问题,法院不愿意牵涉裁判管理者能力问题。<sup>[111]</sup>

关于授权的另一种控制权是自由控制权,典例者如授予被代理人以选择代理人并随意解雇和替换代理的权利。股东通过投票表决罢免现任董事等行使自由控制权。值得注意的是,希望选任新董事的股东不必向法院证明以前董事违反某些标准——自我交易、恶意行为或不称职。股东可自由行事,换言之,寻求救济和给予救济之间无分轩輊,股东行使自由决定权兼具两者。

另一个自由控制权的例子是,大多数公司法赋予公司大股东否决董事提议合并、解散或出售公司资产的权利。<sup>[112]</sup> 否决这些交易,股东只需认为交易不符自己最佳利益判断,不必证实董事会提议的交易牵涉恶意或利益冲突。

自由控制权的主体可以是集体或个人。前已提及两个集体自由控制权:当股东选任董事或对合并提案表决时,遵循多数股份持有者意愿规则。<sup>[113]</sup> 个人自主控制权的例子是对冲基金或共同基金。<sup>[114]</sup> 无须先行证明基金管理者违反了义务或未能达到业绩标准,每个投资者都可依自己意愿单方面行使权利。

并无二致地,自由控制权亦可减少代理冲突成本,但这并非其主要功能。自由控制权主要控制着代理人的能力成本,而义务强制执行权难担此任。詹森-梅克林模型不精确地授予投资者自由控制权,因为模型假设忽视了能力成本,模型中管理者会不忠诚,但从不犯诚实错误。

由于投资者自由控制权可降低代理冲突成本和代理能力成本,因此在控制总代理成本上比义务强制执行权更有优势。但仍存在一个问题:自由控制权也需要更高被代理人成本。有自由控制权的投资者有权否决管理者提出的商业计划,从而做出诚实错误降低公司价值。并且,有了自由控制权,投资者子群体可滥用否决权从其他投资者获取价值。<sup>[115]</sup>

与自由控制权相比,义务强制执行权破坏性较小。义务强制执行权需要较低被代理人成本,但缺乏降低代理成本的能力。义务强制执行权破坏程度取决于是否仅在任意时间或周期点行使。例如,强制分红要求就在周期点上,不干扰管理者选择和实施公司业务战略的权力,只是限制管理者对利润的控制,使投资者能够决定是否让代理人再投资或将其分配到他处。<sup>[116]</sup> 同样,固定期限投资给予管理者无限制的自由控制权,直到期限结束。期限结束时,投资者可以决定是否延长代

<sup>[111]</sup> See Aronson, 473 A.2d at 811-13.

<sup>[112]</sup> See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 275 (2016). (规定解散程序)公司章程可以授权股东否决其他交易。See, e.g., *id.* § 141(a). 相反,投资者可成立有限责任公司(LLC)放弃否决基础交易的权利,并在经营协议中规定这些权利。See, e.g., REVISED UNIFORM LIMITED LIABILITY COMPANY ACT § 110 (2006). (提出有限责任公司经营协议可以大致改变默认规则)有限责任公司法规不强制要求投资者批准任何特定的商业交易,而是允许双方按照其认为合适的方式分配该控制权。

<sup>[113]</sup> See, e.g., Goshen, *Controlling Strategic Voting*, *supra* note [75]. (讨论股东的战略投票和多数表决规则)

<sup>[114]</sup> See John Morley, “The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation”, 123 YALE L. J. 1228, 1252-54 (2014).

<sup>[115]</sup> See, e.g., *Schreiber v. Carney* 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982). (一家公司向控股 35% 的股东贷款,以说服他支持一个未决的合并议案。)

<sup>[116]</sup> See Morley, *supra* note [114], at 1254-55 (讨论私募股权基金退出权)。

理人资金控制的时间。相反,债券契约往往对管理者在资本结构和经营权利上设置持续限制,例如限制发行新债务或禁止公司主营业务变化。<sup>[117]</sup>

与整个授权问题即被代理人成本与代理成本之间权衡一样,自由控制权与义务强制执行权之间权衡也是公司具体而定的。在成立公司后,保留现金流或将其对外转让的各方选择实现公司具体控制权分配,最大限度降低总控制成本的治理结构,实现最大限度地增长财富。

#### (六) 理解公司治理结构频谱: 授权与问责

公司各种治理结构沿着两个不同维度展开: 授予管理者控制权的程度,及投资者行使控制权时问责管理者的程度。<sup>[118]</sup> 第一部分已经述及,传统代理成本理论不能解释上述任一维度问题。代理成本理论不能解释为何即便在全资拥有的公司中投资者仍将控制权授予管理者,从而产生代理冲突成本,此乃代理成本理论的祸根问题。代理成本理论也未能解释为何投资者会愿意自绑双手,限制他们问责管理者的权力。然而,被代理人成本理论对这两个维度的问题应对自如,游刃有余。

在被代理人成本模型下,投资者授权管理者,相比自行经营公司,能降低能力成本且有时也能降低冲突成本。如果投资者避免业务错误的机会成本高于管理者避免业务错误的机会成本,那即便是一位卓越能干的投资者也都会聘请管理者经营企业。如此,考虑被代理人能力成本的公司治理模型便可纳入比较优势经济理论。

被代理人成本也解释了为何投资者会同意限制其问责管理者的权力。最常见的这种限制在于解雇管理者的权力上。公司股东同意在没有特殊情形下每年仅可替换一次董事的治理结构。代理成本理论认为股东应保留任何时候均可替换董事的权力。然而,一旦考虑了被代理人成本,任意选任董事不再理想。

为深刻了解为何股东会心甘情愿地自绑双手,我们观察公司出现次优表现背后的各种原因,其中当然所有原因都需替换管理者。第一个可能性是管理中的自利行为(卸责或转移财产),这反映了代理冲突成本。第二个可能性是绩效评估缺陷,例如公开交易股票短期市场错误定价。<sup>[119]</sup> 第三个可能性是运气糟糕。<sup>[120]</sup> 最后一个可能性是管理过程的诚实错误。只有最后一个可能性是明确的解雇管理者的理由。如果管理者是自利行为而非能力问题,取而代之的解决方案可能是更多监督和更好的薪酬激励机制;如果是绩效评估缺陷则倒逼寻求更好的评估机制;如果遭遇坏运只得耐心守候。如果投资者总是准确诊断出公司业绩不佳原因并且始终谨慎诚实行事,那么他们就没理由同意限制或放弃解雇管理者的权力。但大多数投资者并不适合这种描述,他们因此可能错误地将不忠诚、不实评估或运气糟糕都判断为管理者不能胜任,然后辞退一个原本胜任能干的管理者从而产生被代理人成本。

当投资者面临是否替换管理者的问题时,一个复杂因素是管理者通常比投资者更了解公司表现不佳的原因。特别是,管理者明白自己是否不忠实,并且能更好地判断绩效评估是否准确。然而,因为管理者可能是不诚实的,投资者也可能不相信他所作的解释。因此,投资者合理预计管理者在公司绩效不佳时会归咎于评测不实和运气糟糕,而不会归咎于能力不足与不忠。然而,在揣测管理者过程中,投资者有时会犯诚实的错误,他们会误判公司绩效不佳的原因,辞退公司绩效不

[117] See Smith, *supra* note [107].

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

[119] See Aydoğan Altı & Paul C. Tetlock, "Biased Beliefs, Asset Prices, and Investment: A Structural Approach", 69 J. FIN. 325 (2014).

[120] 在任何特定情况下,即使最明智的业务战略也可能有一定的失败概率。

佳时但忠诚且胜任的管理者。值得注意的是,相反的问题亦可能出现:平庸的投资者可能不会解雇一个平庸的管理者,因为好运连连或扭曲的绩效评测反而使管理者看起来更有能力。

预见到这种错误否定的风险,即管理者虽有能力仍被辞退,管理者可以做好不同的应对措施。他们可能要求更高薪资以作风险补偿。他们亦可能避免虽利润高但复杂得容易出现评测错误的商业策略。<sup>[121]</sup> 在我们假设的 Don 和 Peggy 之间的商事关系中,Peggy 可能不会选择价值被低估的股票,因为这需要时间来鉴别,而更可能将 Don 的资金投资到跟随市场的股票中,这样其价值可以很容易体现。最后,管理者可能拒绝为他们认为能力不足的投资者工作。管理者的这些预期反应都不利于投资者,都迫使投资者将犯错预期成本内部化。

这个讨论表明,投资者和管理者有共同利益选择一个最小化被代理人成本和代理成本预期总和的治理结构,这种最优结构包含投资者同意自己绑手限权。<sup>[122]</sup> 例如,投资者同意给管理者一段长的期限,在这期限内管理者不会被无故辞退,以此鼓励管理者追求受到短期测量误差影响的长期项目。<sup>[123]</sup>

为何投资者同意限制替换管理者权力的第二个原因是希望避免被代理人冲突成本。例如,Peggy 可能拒绝为 Don 工作,尽管管理投资组合可以获得投资组合利润的 50% 作为回报,因为如果 Peggy 选择高价值投资组合后担心 Don 为了获取 100% 的持续盈利投机地解雇她。Don 会在最短时间内保证 Peggy 工作是有利的。从本质上讲,Don 会与 Peggy 本质上利益相连,都期望约束成本小于由此避免的其他被代理人冲突成本。同样,在一个有多位投资者的公司中,投资者因视野长短不同带来的矛盾也产生冲突成本,短期投资者迫使管理者以暂时提高股价却降低长期价值的方式经营公司,上述冲突成本便自然产生,<sup>[124]</sup> 通过限制或排除投资者更换管理者的权利,

<sup>[121]</sup> See, e.g., Mustafa Ciftci, “Do Analysts Underestimate Future Benefits of R&D?” 5 INTER. BUS. RES. 26 (2012). (发现“分析师低估了研发密集型公司的长期增长盈利”)

<sup>[122]</sup> Jacob 法官建议修订公司法,允许公司废除股东年度董事会选举,支持三年或五年董事会。Jack B. Jacobs, “‘Patient Capital’: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?” 68 WASH. & LEE L. REV. 1645, 1648 (2011).

<sup>[123]</sup> 在一些公司,投资者可能需要某种形式的补偿以自愿交出权力。但即使这是真的,只要对不干预管理者的价值超过投资者干预权力的价值,就可以达成双方合意的交易。如果管理者相信自己比投资者认为的还更有能力或更忠诚,这种交易将是可能的。

<sup>[124]</sup> 学者和其他评论家对上市公司是否存在这种冲突以及在何种程度上存在这种冲突进行了激烈辩论,都提出了理论模型和实证证据。See, e.g., Bebchuk, *The Myth*, and Bebchuk, *Long Term*, *supra* note [39] (拒绝短期主义的主张); Martin Lipton, “Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy”, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Feb. 26, 2013 9:22 AM) (提出短期主义的主张); Mark J. Roe, “Corporate Short-Termism — In the Boardroom and in the Courtroom”, 68 BUS. LAW. 977, 1005 (2013) (“总体而言,金融市场被广泛认为过于短期但未得到证实,有很多证据指向另一个方向”); Jeffrey C. Stein, “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior”, 104 Q.J. ECON. 655, 655 - 56 (1989) (提出了博弈论模型,其中如果市场从某些可观察的管理信号推断出积极的价值并且操作这些信号不易被发现,则管理者有操纵信号以提高股票价格的动机); Adam Brandenburger & Ben Polak, “When Managers Cover Their Posteriors: Making the Decisions the Market Wants to See”, 27 RAND J. ECON. 523, 526 - 27 (1996) (解释短视引致管理者和股东之间信息不对称); Brian J. Bushee, “Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?” 18 Contemp. Acct. Res. 207 (2001) (发现高水平的短期持有所有权与近期预期收益的高估有关); 实证讨论尚未产生明确胜利一方。Coffee Jr. & Darius Palia, “The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications” (Colum. L. & Econ. Working Paper No.489, 2014), [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2496518](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2496518). (回顾各种研究并得出结论,短期主义程度并不明确。)然而,这种现象至少在理论上是可能的,并且作为一个例子有力说明被代理人成本如何可能导致投资者希望自绑双手。

投资者可以减少这种冲突成本。

在投资者与管理者之间谈判中预期被代理人成本和代理成本将确定投资者是否以及多长时间内有权替换管理者。较短期间(极端形式是任意任职)对应于较低预期代理成本及较高预期被代理人成本;较长期间(极端形式是终身任职)将产生相反效果。就此,被代理人成本理论为我们观察到的经济生活中一系列治理结构提供了解释,这些治理结构在投资者替换管理者时间频率上有所不同。

#### (七) 频谱上的治理结构

投资者对管理者的控制程度产生治理结构频谱。在一个极点,我们观察到投资者控制的“直接民主”公司;在另一个极点,我们观察到管理者控制的双层股权结构公司。<sup>[125]</sup> 在频谱中间,我们观察到分散所有权结构,这一美国公众公司中最常见的安排。我们在此论述公众公司采用的三个最重要的治理结构,并且评估每个治理结构中需要的被代理人成本和代理成本之间的权衡。<sup>[126]</sup> 其他常见的治理结构,如标准私募股权基金和传统合伙,落在频谱各点。

1. 双层股权结构。在双层股权结构公司中,控制管理者拥有较高表决权之股权,而外部投资者持有较低表决权之股权,<sup>[127]</sup> 谷歌和脸书是典型的采用这种股权结构的上市公司。这种公司的外部股东不能干预商业决策或替换董事。<sup>[128]</sup> 他们虽可以出售股票,但不能从公司抽回出资。<sup>[129]</sup> 基于这些原因,激进对冲基金或敌意收购者都不能强制双层股权结构公司中管理者改变业务战略。<sup>[130]</sup>

在没有直接控制机制下,这些公司投资者通过授予管理者大量现金流(平均为40%)来防范自利的管理行为。<sup>[131]</sup> 即便如此,由于控制管理者股权相对较低,我们预计潜在代理成本在双层股权结构公司中是高昂的。<sup>[132]</sup> 另一方面,潜在被代理人成本最小,管理者完全自由地追求他们的战略

---

[125] See Goshen & Hamdani, *supra* note [9].

[126] 市场失灵也可以解释为何一些公司分配控制权与其他公司不同。例如,因为信息不对称管理者有时能够获得超出有效的控制权。See generally Joseph E. Stiglitz, “Information and the Change in the Paradigm in Economics” (Dec. 8, 2001), [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf). (解释信息不对称在经济分析中的作用)因此,通过隐瞒他不像投资者所认为的那样诚实或有才华的关键信息,管理者能够说服投资者高度授权是适当的。

[127] 举个例子,假设一家公司中,A类股权有51%的表决权,但只有10%剩余现金流权,而B类股权有49%的表决权,但却有90%的剩余现金流权。管理者—代理人享有A类股权,投资者—被代理人享有B类股权。

[128] See Simon C. Y. Wong, “Google’s Stock-Split Would Replace Stewardship with Dictatorship”, HARV. BUS. REV. ONLINE (Apr. 18, 2012), [http://blogs.hbr.org/cs/2012/04/googles\\_stock-split\\_plan\\_would.html](http://blogs.hbr.org/cs/2012/04/googles_stock-split_plan_would.html). 谷歌和脸书不是通常的双层股权结构公司,因为管理者只有一小部分股权(分红权)。See Dan Bigman, “Facebook Ownership Structure Should Scare Investors More than Botched IPO”, FORBES (May 23, 2012), <http://www.forbes.com/sites/danbigman/2012/05/23/facebook-ownership-structure-should-scare-investors-more-than-botched-ipo/>. (“扎克伯格拥有18%的公司股权,但控制着超过50%的表决权。”)

[129] 二级市场股票出售不减少公司资本,他们只是将股权从某些所有者转移到其他所有者。相比之下,投资者撤回资本会缩小管理层控制的资产池。

[130] *But see* Kobi Kastiel, “Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies”, 2016 COLUM. BUS. L. REV. 60, 90–95 (提出和分析双层股权公司激进者干预的证据)。

[131] See, e.g., Paul A. Gompers, Joy Ishii, & Andrew Metrick, “Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States”, 23 REV. FIN. STUD. 1051 (2010).

[132] See, e.g., Masulis, R. W., C. Wang, & F. Xie, “Agency Problems at Dual-Class Companies”, 64 J. FIN. (2009).

而不必担心投资者会在管理者实际表现优秀的情况下错误地辞退他们。<sup>[133]</sup> 因此,该结构极其适合复杂行业的公司,如信息技术公司或外部股东认可管理层独特战略视角与本领的公司。双层股权结构是治理结构频谱上的一个极端选择,在美国的公众公司中也较为罕见。<sup>[134]</sup>

2. 集中所有权结构。在集中所有权结构公司中,单一实体(或一群投资者)凭借大量持有股权控制将要公开上市的公司。与双层股权结构不同,控制权与现金流权之间在此并无区分,控制者拥有等额的控制权与现金流权。因此,与双层股权结构不同,集中所有制结构遵循一股一票的原则,<sup>[135]</sup> 控制是无可争议的,除非控制集团持不到 50% 股份。控制集团作为少数投资者的代理,可以直接管理公司或任命按意愿可被替换的专业管理者。

当代理人的控制无可争议时,潜在被代理人成本低,潜在代理成本则高。双层股权结构和集中所有权结构通常是这种成本分配,这两种结构有所不同,但潜在代理成本在集中所有权结构中较低,因为相比于一个双层股权结构管理者(平均约 40%),控制集团通常享有更大份额的公司现金流权(50% 或更多)。可能基于此,集中所有权结构更为常见。<sup>[136]</sup> 但是双层股权结构确实有一个相对优势:它允许管理者将公司较大部分现金流权出让给外部投资者,而不影响管理者的完全控制。因此,如果管理者个人财富有限,并且他们希望保持完全控制,双层股权结构能使他们筹集更多资金从而实现更大的规模经济。故此,在双层股权结构和集中所有权结构之间的选择中,通常需要在规模经济和代理成本之间进行权衡。

3. 分散所有权结构。值得注意的是,迄今为止讨论的两个治理结构并不能使外部投资者罢免管理者。分散所有权结构公司的投资者可出售权益,但没有多少“说话”的机会。在我们达到美国公众公司中最常见的结构——分散所有权结构之前,解雇管理者的权利不会出现在治理频谱上。<sup>[137]</sup>

虽然其他治理结构可能给予管理者完全所有权,不管是无限期限(如在双层股权公司中)或是固定期限(如在私募股权基金中)的控制,投资者可以通过表决权争夺对分散所有权公司的控制。该结构授权委托管理者做日常业务决策(通常是 CEO 的权力领域)<sup>[138]</sup> 以及主要的战略和治理决策(董事会的权力领域)。<sup>[139]</sup> 但股东可以否决合并公司、出售资产或解散公司的决定,<sup>[140]</sup> 并且可

---

<sup>[133]</sup> See, e.g., Goshen & Hamdani, *supra* note [9] (探讨保护管理者“独特视角”的好处); Belén Villalonga & Raphael Amit, “Family Control of Firms and Industries”, 39 FIN. MGMT. 863 (2010). (检验何者解释家族控制企业和行业,并发现“解释在很大程度上取决于家族和大股东的身份”,并且“创始人及家族更有可能保留控制权,确保竞争优势从而惠及所有股东”。)

<sup>[134]</sup> See Robert M. Daines & Michael Klausner, “Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs”, 17 J.L. ECON. & ORG. 83 (2001) (发现只有 6% 的 IPO 公司有双层股权结构); Gompers, Ishii & Metrick, *supra* note [131]. (指出在美国只有约 6% 的上市公司有双层股权结构)

<sup>[135]</sup> See, e.g., Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, “One Share-One Vote and The Market for Corporate Control”, 20 J. FIN. ECON. 175 (1988). (分析一股一票制最优条件)

<sup>[136]</sup> 集中所有权是世界各地普遍的治理结构。see, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, “Corporate Ownership Around the World”, 54 J. FIN. 471 (1999).

<sup>[137]</sup> See PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 3.01 (Am. L. Inst., 1994).

<sup>[138]</sup> See PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 3.01 (Am. L. Inst., 1994).

<sup>[139]</sup> See *id.* § 3.02; *cf.* Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2016). (将扩张董事会权力设置为默认规则)

<sup>[140]</sup> See Del. Code Ann. tit. 8, § 271 (要求股东批准董事会出售公司所有资产的提案); *id.* § 251. (要求大股东批准合并)

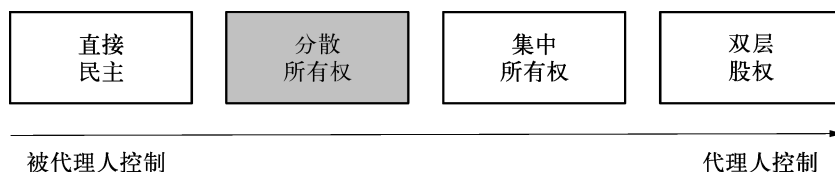
以通过替换董事来改变商业计划。因此,分散所有权结构虽需较低代理成本,但其潜在的被代理人成本高于双层股权结构或集中所有权结构的被代理人成本。

希望改变分散所有权的股东通常遵循两种策略。一个策略是由敌意收购者谋划的:持有一个控制性大宗证券。敌意收购者通过在公开市场上购买股票,持约10%发行股票后开始控制权争夺。<sup>[141]</sup>然后,为了将该股权扩大为多数股权,他们向目标公司股东提出高于市场价格的要约收购,如要约成立,敌意收购者可以行使表决权来重组公司董事会并实施新的经营方针。或者,敌意收购者可以判定现任管理者商业判断基本可靠,继续留任管理者并从他们追求的项目中获得利润回报。

改变分散所有权方向的另一个股东策略是,说服大股东在代理权争夺中支持挑战者提案。这就是激进对冲基金所谋划的策略。<sup>[142]</sup>像敌意收购者一样,激进对冲基金通常通过股票市场获得股权,开始控制权争夺,但是接着不是提出要约,而是发起或威胁发起代理权争夺。在代理权争夺中,他们要求其他股东支持他们替换现有董事,增加红利或改变公司资本或治理结构的提议。

敌意收购者或激进对冲基金将对公司控制权进行争夺使代理成本得以控制。但是由于敌意收购者或激进对冲基金有时错误地瞄准管理者实际有能力和忠诚的公司为目标,<sup>[143]</sup>分散所有权结构使控制权争夺成为可能,也产生了巨大的被代理人成本。

图三将治理结构放置在频谱之中,体现了被代理人成本和代理成本之间的一系列可能的权衡。



图三 治理结构频谱

被代理人成本理论认为,这些治理结构应依据质量垂直排列,最小化代理冲突成本的“直接民主”治理结构位列顶端,最大化代理冲突成本的双层股权结构处于底端。相形而言,被代理人成本理论指出,没有一个治理结构在本质上为优或差,因为每个治理结构在被代理人成本和代理成本之间提供了不同权衡,每个治理结构对于具体公司而言都可能是理想的最优治理结构。

#### 四、被代理人成本理论 vs. 代理成本理论: 启发

被代理人成本理论不仅解释了代理成本理论不能解释的治理结构,且其囊括综合考虑因素而形成的治理结构也产生了更好的实证预测和更明智的政策处方。被代理人成本的理论意义非常广泛,但本文讨论仅限于目前公司法学界的几个最重要的议题。

<sup>[141]</sup> See, e.g., Ronald Gilson, “Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense”, 35 STAN. L. REV. 51 (1982).

<sup>[142]</sup> See Kahan & Rock, *supra* note [37].

<sup>[143]</sup> See Coffee & Palia, *supra* note [124].



### (一) 实证预测

代理成本理论预测,由于某些治理结构本质上优于其他治理结构,公司一经采用将持续创造更多价值。最优治理结构特征在于可以在任何地方都能最大限度地赋予股东权力行使控制权并问责管理者。如果现实中公司采用的结构不符合这个最优结构,背后的原因便是其代理成本:管理者滥用权力选择一种自利且牺牲公司价值的治理结构。<sup>[140]</sup>

被代理人成本理论做出不同的预测。各方不以公司代理成本最小化为目标,相反,他们以具体公司中代理成本与被代理人成本最小化为目标。因此,在投资者回报与特定治理结构特征之间不存在一致相关性。如果发现某种相关性,则应是公司具体特质,而非解释价值差异的特定治理结构特征。一经研究正确控制这些特质,二者表面相关性将会消失。

当法律改革要求他们采用特定治理结构特征时,这两种理论也对公司将发生什么情况做出不同的预测。代理成本理论认为,如果强制性治理结构特征赋予股东权力,改革将增加公司平均价值。反之则削弱公司平均价值。被代理人成本理论认为,改革总令公司价值初始下降。公司会受益于其所采用的治理结构特征;因此,法律只对效率低下的公司强加治理结构特征,压低它们的价值。但上述价值损失只是暂时,因为公司可通过改变治理结构特征、调整资本结构及改变如经营战略选择等要素,从而减少强制性规则的影响。因此,控制成本的初始上升以及由此带来的整体公司价值损失将随时间推移而减少,并在某些公司可完全消失。相形之下,代理成本理论学者通常以静止观点观之:如果法律改革削弱股东权利,所致价值损失恒久不变。

最后,在允许但不强求公司采用新结构特征的法律改革中,两个理论仍存在预测差异。代理成本理论认为,若新选择使公司削弱股东权利,自私的管理者将令公司采用从而降低平均公司价值。另一方面,若新选择增加股东权利,公司则会避开采用。凡此种种,改革效果甚微。这意味着,增加股东权利之改革必须强制才能行之有效。<sup>[145]</sup> 相形之下,被代理人成本理论认为,在治理结构选择中新增选项有利于提升平均公司价值。新选择若对公司不利则公司不予采纳,新选择若对公司有利则采之用之,以此契机更好调整治理结构以适应特定属性从而降低控制成本。

牢记上述预测在心,现在研究论述公司治理中早被实证研究过的几个论题。对于每个论题,我们考虑的是,实证结果是否倾向于代理成本理论抑或被代理人成本理论。过去四十年期间公司治理诸多学术文献中及课题研究中,代理成本理论占主导地位,故此,我们的调研必然有所甄别筛选。然而,我们认为研究趋势是公正的,每个论题都有相互矛盾的结论,这倾向于被代理人成本理论的预测。

1. 现金流分配。根据詹森-梅克林模型,向公司管理者分配更多公司现金流能降低代理成本。基于这一观察,代理成本理论学者预测,管理者拥有公司更多股权将具有更高价值。对此,被代理人成本理论有不同预测,向管理者提供更多现金流可以降低代理冲突成本但亦会增加被代理人冲突成本。鉴于这种权衡,公司将根据其特定属性及治理结构调整现金流权分配,且现金流分配与公司价值之间不存在一般相关关系。

当对该课题进行实证调查时,有研究发现,公司绩效和价值取决于管理者所有权变化。有学

<sup>[140]</sup> See, e.g., Lucian A. Bebchuk, "Letting Shareholders Set the Rules", 119 HARV. L. REV. 1784 (2006).

<sup>[145]</sup> 或者至少默认退出条款。See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution", 96 NW. U. L. REV. 489 (2002) [hereinafter Bebchuk & Hamdani, *Optimal Defaults*].

者得出结论,如同代理成本理论预测,一些治理结构安排优于其他。<sup>[146]</sup> 但是,当这些研究面对无控制权和其他问题时,正如被代理人成本理论预测,现金流分配和公司绩效之间关系不复存在。<sup>[147]</sup>

2. 双层股权结构。相对于分散所有权结构,双层股权结构赋予董事更大权力,使外部股东难以问责管理者。因此,代理成本理论学者预测,双层股权结构公司表现不佳。<sup>[148]</sup> 然而,整体而言实证研究并不支持这种观点。<sup>[149]</sup> 当有学者将双层股权结构与较低公司价值联系起来时,<sup>[150]</sup> 另一些研究将公司具体特质纳入考虑,则发现二者并无相关性,其正如被代理人成本理论预测。<sup>[151]</sup> 此外,有研究发现公司从分散所有权到双层股权结构转变时价值增加,这个结果乃是代理人成本理论

---

<sup>[146]</sup> See, e.g., Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation", 20 J. FIN. ECON. 293 (1988) (发现公司价值“先增加,后下降,最后由于董事会的所有权上升,公司价值略微上升”); John McConnell and Henri Servaes, "Additional Evidence On Equity Ownership and Corporate Value", 27 J. FIN. ECON. 595 (1990) (认为“公司价值是股权结构的函数”); Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, "The Effects of Board Compensation and Direct Incentives on Firm Performance", 20 J. FIN. MGM'T. 101 (1991) (same); Clifford Holderness, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan, "Were the Good Old Days that Good?: Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression", 54 J. FIN. 435 (1999) (same).

<sup>[147]</sup> See Charles Himmelberg, Glenn Hubbard, and Darius Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", 53 J. FIN. ECON. 353 (1999) (“在控制了观察到的公司特征和公司固定效应之后,我们不能得出结论认为[经济计量]管理所有权的变化会影响公司绩效”); Harold Demsetz and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", 93 J. POL. ECON. 1155 (1985) (发现“公司所有权结构以与价值最大化一致的方式系统地变化”); Harold Demsetz and Belén Villalonga, "Ownership Structure and Corporate Performance", 7 J. COR. FIN. 209 (2001). (发现“所有权结构和公司绩效之间没有统计学意义上的关系”)

<sup>[148]</sup> See, e.g., Bebchuk, Kraakman & Triantis, *supra* note [4].

<sup>[149]</sup> See, e.g., Megan Partch, "The Creation of A Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth", 18 J. FIN. ECON. 313 (1987) (“没有证据表明现有股东因限制性表决的普通股而受到损害”); Renée Adamsa & João Santos, "Identifying The Effect of Managerial Control on Firm Performance", 41 J. ACCOUNT. & ECON. 55 (2006). (“与管理控制是完全有害的观点相反,我们发现对至少在一定范围内的公司绩效具有积极影响。”)

<sup>[150]</sup> See, e.g., Ronald Masulis, Cong Wang & Fei Xie, "Agency Problems at Dual-Class Companies", 64 J. FIN. 1697 (2009) (发现“控制权过度超过现金流权的管理者更倾向于以股东费用之名追求私人利益”,而且“内部人过度实施控制权的公司价值正在下降”); Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Companies in the United States", 23 REV. FIN. STUD. 1051 (2010) (“一级回归分析中,我们发现有力的证据表明公司价值与内部团体的现金流权正相关,与内部团体表决权负相关”,“在工具变量回归分析中,点估计相似但显著性水平低”); Scott Smarta, Ramabhadran Thirumalaib & Chad Zutter, "What's in A Vote? The Short-And Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values", 45 J. ACCT. & ECON. 94 (2008). (发现“相对于基本面,双层股权结构的公司以低于单层股权结构公司的价格进行交易,无论是在首次公开募股还是至少在随后的5年内”,“统一双层股权结构后,统计和经济意义上的价值出现增长”。)

<sup>[151]</sup> Boehmer Ekkehart, Sanger Gary & Varshney Sanjay, "The Effect of Capital Structure and Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-Class IPOs", in Mario Levis (ed.), *Empirical Issues in Raising Equity Capital* (Elsevier, 1995). (发现双层股权公司首次公开募股“在股票市场回报以及企业绩效的会计措施方面优于相应的单层股权结构公司”,并得出结论:“相对于其他首次公开募股的公司,上市的双层股权结构公司的投资者获得更多净收益,更好的经营业绩和更大的股本回报就证明了这一点。”)

可以解释而代理成本理论不能解释的。<sup>[152]</sup>

3. 收购。代理成本理论学者已几乎一致支持将敌意收购视为监督管理者的机制。<sup>[153]</sup> 更有论者认为,当被敌意收购者威胁时,因无法使用反收购措施,董事会应当完全被动。<sup>[154]</sup> 折中的观点则认为可以采取反防御措施,但仅为促进目标公司的竞卖。<sup>[155]</sup>

被代理人成本理论意味着敌意收购者并非不切实际。经由敌意收购者手中聚集股东控制权,敌对收购要约确实能降低代理成本。但与此同时,允许股东在没有董事会批准情况下接受要约也会产生被代理人成本。如果股东未能鉴别现任管理者战略的真正价值,股东可能以低价进行投标,从而产生被代理人能力成本。<sup>[156]</sup> 同样地,由于追逐短期利益,股东会以长期投资的代价将股权投资,其可能致使公司管理者采取昂贵的自我保护措施,进而产生被代理人冲突成本。<sup>[157]</sup> 基于如管理者及股东个人性格偏好,乃至公司所处行业及竞争环境等因素所带来的具体影响是因公司而异的,允许敌意收购可增加或减少总控制成本。<sup>[158]</sup> 对于管理者不被信任且业务能被股东理解的公司,将控制权分配给股东可能会降低总控制成本。但对于管理者能被信任,业务难以被股东理解的公司,将控制权分配给董事会可能更具效率。

相同的分析应用于特定反收购措施。例如,毒丸计划对没有经过董事会批准而获得公司大部分股权的敌意收购者强加高昂费用。<sup>[159]</sup> 为阻止毒丸计划,敌意收购者必须通过代理权争夺控制目标公司董事会,但这需要时间和金钱。因此,相对股东权力,毒丸计划增加了董事会权力。代理成本理论学者谴责其为一种增加代理成本而令公司价值降低的反收购措施。<sup>[160]</sup> 毒丸计划也能降

---

<sup>[152]</sup> Dimitrov Valentin & Jain Prem, “Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-class: Growth and Long-run Stock Returns” (Sept. 1, 2004) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=422080>; (“双层股权资本重组是提高股东价值的公司战略”,并显示“平均而言,股东在资本重组公告后获得显著的合法异常收益”,并得出结论:“我们没有发现任何管理防御的证据。”) Kenneth Lehn, Jeffrey Netter & Annette Poulsen, “Consolidating Corporate Control: Dual-Class Recapitalizations Versus Leveraged Buyout”, 27 J. FIN. ECON. 557 (1990). (发现双层股权公司的增长速度快于控制集团中的公司,并进行二次股权融资以支持增长,得出结论:“这些结果增加了我们对组织形式变化原因的理解,说明巩固公司控制权的方法和效果与公司属性呈现系统相关性。”)

<sup>[153]</sup> The leading voice is Henry G. Manne, “Cash Tender Offers for Shares: A Reply to Chairman Cohen”, 1967 DUKE L.J. 231 (1967); see also Bebchuk, *supra* note [78]; Easterbrook & Fischel, *supra* note [33]; Gilson, *supra* note [33].

<sup>[154]</sup> See Easterbrook & Fischel, *supra* note [33].

<sup>[155]</sup> See Gilson, *supra* note [141].

<sup>[156]</sup> Cf. Bernard Black & Reiner Kraakman, “Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value”, 96 NW. U. L. REV. 521, 529–33 (2002). (拒绝隐藏价值的主张)

<sup>[157]</sup> See, e.g., Brian J. Bushee, “The Influence of Institutional Investors on Myopic Investment Behavior”, 73 ACCT. REV. 305 (1998). (通过高投资组合营业额、分散投资和动量交易,高度的机构投资者持股显著增加了追求短期项目的管理动机。)

<sup>[158]</sup> See, e.g., F. M. Scherer, *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*, 2 J. ECON. PERSP., 69 (1988). (发现“一些收购提高了经济效率,一些收购降低了经济效率,效果平衡很可能是接近的,虽其还未被完全了解”。)

<sup>[159]</sup> See, e.g., Suzanne Dawson, Robert Pence and David Stone, “Poison Pill Defensive Measures”, 42 BUS. LAW. 423 (1987). (解释毒丸计划的作用和性能)

<sup>[160]</sup> See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., “Toward a Constitutional Review of the Poison Pill”, 114 COLUM. L. REV. 1549 (2014).

低被代理人成本,迫使敌意收购者代理权争夺可减少股东集体行动问题,<sup>[161]</sup>且毒丸计划鼓励竞标能降低收购方会诱使股东低价投标的风险。<sup>[162]</sup>再次强调,控制成本净效应取决于具体公司。<sup>[163]</sup>如果诚实的管理者正在寻求具有隐蔽价值的商业战略,毒丸计划可以降低被代理人成本,其超过毒丸计划增加的代理成本。

第二个常见的反收购措施是交错董事会,每年只有三分之一而非全部现任董事参加选举。<sup>[164]</sup>交错董事会的实践后果是敌意收购者必须在连续两年的股东大会上赢得代理权争夺从而获得公司控制权。赞成者认为交错董事会更具稳定性,经营方针更为连续。<sup>[165]</sup>但代理成本理论学者严厉批评交错董事会作为一个反收购机制,当其为一个毒丸计划相结合时,公司基本上不会遭受敌意收购威胁。<sup>[166]</sup>他们反对交错董事会的行动成功实践,过去十年间,卢西恩·拜伯切克(Lucian Bebchuk)教授及哈佛大学法学院股东权利课题项目组,已成功地促使约三分之一的标普500公司不再采取交错董事会制度。<sup>[167]</sup>在此之前,多数标普500公司采取交错董事会,现在大多已不再采用该制度。<sup>[168]</sup>

被代理人成本理论表明交错董事会会增加代理成本,但也能降低被代理人成本。由于信息不足或对公司商业模式存有误解,股东有时无法鉴别真实价值,因此可能以低价出售。出于这样的忧虑,董事会可能回避最终能让股东获得更高回报但复杂长期的商业战略。交错董事会制度使股东更难犯此错误,给董事会实施长期策略的充分自由。<sup>[169]</sup>与毒丸计划一样,一些公司受益于交错董事会制度,有些公司则不然。<sup>[170]</sup>

---

<sup>[161]</sup> See, e.g., Marcel Kahan & Edward B. Rock, "How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law", 69 U. CHI. L. REV. 871 (2002); Bainbridge, "Director Primacy in Takeovers", *supra* note [61].

<sup>[162]</sup> See, e.g., Randall A. Heron & Erik Lie, "On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets", 79 J. BUS. 1783 (2006). (发现“毒丸计划有助于提高投标量和出价,但不改变收购的可能性”。)

<sup>[163]</sup> See, e.g., Michael Ryngaert, "The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth", 20 J. FIN. ECON. 377 (1988). (发现“平均而言,毒丸计划防御看起来对公司估值只有微小影响”。)

<sup>[164]</sup> See Del. Code. Ann. tit. 8, § 141(d).

<sup>[165]</sup> See, e.g., Lipton, *supra* note [20].

<sup>[166]</sup> 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费用); Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen, "The Costs of Entrenched Boards", 78 J. FIN. ECON. 409 (2005).(发现“交错董事会与公司经济价值减少有关”)

<sup>[167]</sup> See Lucian A. Bebchuk, Scott Hirst & June Rhee, "Towards the Declassification of S&P 500 Boards", 3 HARV. BUS. L. REV. 157 (2013); Steven Davidoff Soloman, "The Case Against Staggered Boards", N. Y. Times (Mar. 20, 2012), <http://dealbook.nytimes.com/2012/03/20/the-case-against-staggered-boards>. (描述这场行动)

<sup>[168]</sup> See Davidoff, *id.*

<sup>[169]</sup> See, e.g., Lipton, *supra* note [124].

<sup>[170]</sup> See, e.g., Martijn Cremers, Lubomir Litov & Simone Sepe, "Staggered Boards and Long-Term Firm Value", Revisited (Mar. 14, 2016) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=2364165>. (指出“采用交错董事会的公司价值增加,而非采用交错董事会与价值下降相关联”,并且“公司价值与交错董事会之间的正相关性是由更多从事研究且具体利益相关者的投资更重要的公司驱动的,这表明交错董事会可作为长期项目投资和更强利益相关者关系的可信承诺机制,促进长期价值创造。”)

反收购机制的实证研究产生了不同结果。<sup>[171]</sup> 一些研究发现反收购机制降低了公司价值,<sup>[172]</sup> 有研究则发现上述研究的缺陷。<sup>[173]</sup> 另外也有研究发现,如被代理人成本理论所预测的,具有某些属性的公司采用反收购机制可提升其价值。<sup>[174]</sup> 无独有偶,同样矛盾的结果在寻求交错董事会与公司价值减少之间关系的研究中发现:有一些研究发现之间的相关性,<sup>[175]</sup> 但是对具体公司特质进行控制变量的其他研究中无此发现。<sup>[176]</sup>

最能展现被代理人成本理论预测能力的典型例子应是一项 1990 年马萨诸塞州法律的研究,当时马萨诸塞州法律要求在该州注册的所有公众公司都要设置交错董事会。罗伯特·戴恩斯(Robert Daines)教授进行的一项研究发现该制度会减少股东财富。<sup>[177]</sup> 这一发现与代理成本理论一致,认为交错董事会总是价值递减;它也与被代理人成本理论一致,认为强制性结构要素损害了成本最小化治理结构并不包括这一要素的公司。然而,在最近一项研究中,戴恩斯和两位合作者十五年后重新访问了马萨诸塞州的公司,发现具有高度创新性和研发依赖性等特定属性的公司价值已经反弹。作者结论认为,交错董事会可使具有特定属性的公司受益。<sup>[178]</sup> 这一结论与被代理人成本理论一致,其预测公司将通过调整其他结构特征以及诸如他们商业战略选择的属性来应对外部法律冲击。

4. 对冲基金积极主义。代理成本理论学者强烈支持激进对冲基金,<sup>[179]</sup> 其商业模式是通过宣传活动和代理权争夺挑战上市公司现任董事。<sup>[180]</sup> 这种挑战克服了股东的理性冷漠和机构投资者的理性沉默,增加了股东表决权的有效权力,从而降低了代理成本。<sup>[181]</sup> 例如,一个激进型对冲基

---

<sup>[171]</sup> See, e.g., Miroslava Straska & H. Gregory Waller, “Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature”, 49 J. FIN. & QUANT. ANAL. 933 (2014). (回顾四十年的研究并得出结论,尽管“花费大量的时间和精力研究检验反收购条款如何影响股东,这些条款对股东财富的净影响仍然不确定”。)

<sup>[172]</sup> See, e.g., Paul Malatesta & Ralph Walkling, “Poison Pill Securities, Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure”, 20 J. FIN. ECON. 347 (1988). (发现“毒丸计划防御使股东的财富在统计上显著减少”)

<sup>[173]</sup> John C. Coates IV, “Takeover Defenses In The Shadow of The Pill: A Critique of The Scientific Evidence”, 79 TEX. L. REV. 271 (2000); Emiliano Catan & Marcel Kahan, “The Law and Finance of Anti-Takeover Statutes”, 68 STAN. L. REV. (forthcoming, 2016).

<sup>[174]</sup> See, e.g., Miroslava Straska & Gregory Waller, “Do Antitakeover Provisions Harm Shareholders?” 16 J. CORP. FIN. 487 (2010) (反收购议价能力低的公司价值增长); D. Kadyrzhanova and M. Rhodes-Kropf, “Concentrating on Governance”, 66 J. FIN. 1649 (2011) (集中化程度高的行业有延迟规定的公司价值增长,而集中化程度高的行业中无延迟规定、管理者由产品市场竞争约束的公司价值低); Scott Linn & John McConnell, “An Empirical Investigation of the Impact of ‘Antitakeover’ Amendments on Common Stock Prices”, 11 J. FIN. ECON. 361 (1983). (认为“反收购修正案是由追求公司价值增长的管理者提出,并由共享目的的股东批准通过”)

<sup>[175]</sup> See, e.g., Bebchuk & Cohen, *supra* note [166].

<sup>[176]</sup> See, e.g., Thomas Bates, David Becher & Michael Lemmon, “Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from The Market for Corporate Control”, 87 J. FIN. ECON. 656 (2008). (认为“证据与传统的观点即分类董事会是促进管理层防御的反收购机制不一致”)

<sup>[177]</sup> Robert Daines, “Do Classified Boards Affect Firm Value? Takeover Defenses after The Poison Pill” (unpublished manuscript). (指出分类董事会降低公司价值)

<sup>[178]</sup> Robert Daines, Shelley Xin Li & Charles C.Y. Wang, “Can Staggered Boards Improve Value? Evidence from the Massachusetts Natural Experiment” (on file with authors). (发现“当公司和投资者面临信息不对称时,当公司是成长期、依赖研发的创新型公司时,交错董事会是有益的”。)

<sup>[179]</sup> See, e.g., Bebchuk et al., *Long-Term*, *supra* note [39].

<sup>[180]</sup> See Kahan & Rock, *supra* note [37].

<sup>[181]</sup> See Gilson & Gordon, *supra* note [37].

金可以通过管理者在谋求扩张中成功地强制降低低效资本支出。<sup>[182]</sup> 然而,激进型基金亦可产生被代理人成本,这是代理成本理论支持者忽视的缺陷。因为信息不对称使股东很难区分激进主义活动好坏与否,一个基金可能迫使管理者削减实际上是高效的资本支出。<sup>[183]</sup> 最终,对冲基金积极主义对控制成本的影响——代理成本的减少及被代理人成本的增加——将视目标公司具体而定。

关于对冲基金积极主义的实证研究,也同样产生了不同的结论。<sup>[184]</sup> 所有研究表明,当市场感知到公司已经被瞄准为目标公司时,公司会经历股价初始飙升的过程。但对股票价格的长期影响尚不清楚:一些研究发现,积极主义改善长期表现,<sup>[185]</sup> 但有研究中发现上述研究的缺陷,<sup>[186]</sup> 另有研究发现积极主义最终损及目标公司,<sup>[187]</sup> 这个结论是被代理人成本理论可以解释但代理成本理论不能解释的。我们进一步注意到所有现有积极主义研究只考虑其对目标公司的影响,因此没有调研是否单是被视为目标公司的风险导致公司管理者采取提高或降低价值的预防措施。<sup>[188]</sup> 换言之,积极主义活动可能产生正面或负面的外部性,但排除关于积极主义纯粹影响的任何结论,目前关于这些外部性影响的研究尚存空白。

5. 多数表决制。特拉华州公司默认规则是简单多数决,即使大股东通过拒绝投票表示反对,也允许无争议的董事候选人选举通过。<sup>[189]</sup> 其替代规则是多数表决制,董事如没有得到多数支持,则必须辞职。<sup>[190]</sup> 因此,多数表决制为代理人争夺提供了廉价替代品。因为多数表决制增加股东权力,受到代理成本理论学者积极评价。<sup>[191]</sup> 但是,股东权力增加也将增加被代理人成本,从而增加公司总控制成本。不出所料,对多数表决制的研究产生了不确定的结论:有学者发现多数表决制有积极影响,<sup>[192]</sup> 也

---

[182] Bebchuk et al., Long-Term, *supra* note [39].

[183] See, John Coffee & Darius Palia, “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance” (2015) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=2656325>. (以制药行业实践研发为案例)

[184] See Coffee and Palia, *id.* (回顾和分析实证研究)

[185] See, e.g., Bebchuk et al., Long-Term, *supra* note [39].

[186] See, e.g., Coffee and Palia, *supra* note [183].

[187] See Martijn Cremers, Erasmo Giambona, Simone Sepe & Ye Wang, “Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value” (2015), <http://ssrn.com/abstract=2693231>. (“在激进对冲基金活动之后,对比不受对冲基金活动影响以前就表现不佳的公司,激进对冲基金的目标公司价值增长甚微。”)

[188] See Coffee & Palia, *supra* note [183].

[189] Del. Code. Ann. tit. 8, § 216 (“在公司注册证书或公司章程中没有这样的规定;……董事应由在会议上亲自出席或由受托代表代理,并有权投票选举董事的股东投票多数决选出”); Joseph Grundfest, “Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians inside the Gates”, 45 STAN. L. REV. 857, 865-66 (1993). (通过拒绝投票表示反对)

[190] See, e.g., Stephen Choi, Jill Fisch, Marcel Kahan & Edward Rock, “Does Majority Voting Improve Board Accountability?” 83 U. CHI. L. REV. (forthcoming, 2016). (解释表决的不同机制)

[191] See, e.g., Council of Institutional Investors, *Majority Voting for Directors*, [http://www.cii.org/majority\\_voting\\_directors](http://www.cii.org/majority_voting_directors) (last visited July 27, 2015). (“多数表决确保股东的选票数,使董事会对其代表的股东承担更多责任。”)

[192] See Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & David Oesch, “Does the Director Election System Matter?: Evidence from Majority Voting”, 20 REV. ACCT. STUD. 1 (2015). (指出采用股东多数表决提案与股票超额收益有关)

有研究表明多数表决制对股东价值并无影响。<sup>[193]</sup> 被代理人成本理论预测,一旦我们控制公司具体特质,多数表决制的公司不会一直优于不采多数表决制的公司。故此,找寻到明确结论的研究可能缺乏足够控制或合适样品,因此不能被后续研究证实检验。

6. 代理参与权制度。代理权争夺花费挑战者大约 5 000 000 美元。<sup>[194]</sup> 公司只在挑战者占优势时才能给予挑战者回报。<sup>[195]</sup> 结果是阻碍代理权争夺的经典集体行动问题:挑战者承担代理权争夺的预期成本比预期利益大。有评论家建议通过代理参与权制度克服这种阻碍,允许持有大量长期股权的股东使用公司代理材料,令公司资金为他们自己提名的董事候选人争取选票。<sup>[196]</sup> 代理参与权制度促进了多数表决制:当董事必须因缺少多数支持而辞职时,代理参与权制度允许股东而不是剩余现任董事去提名候选人。这种方式将降低代理成本,并依代理成本理论学者观点,其将一以贯之地增加公司价值。<sup>[197]</sup>

但代理参与权制度也增加被代理人成本:虽然其便于替换懒惰、不称职或不忠实的董事,但也提升了股东错误替换称职董事(从而产生被代理人能力成本)或运用更多董事会席位权利谋取私益(从而产生被代理人冲突成本)的风险。事实上,后者有直接证据表明,工会养老基金使用代理参与权作为劳资谈判的议价筹码。<sup>[198]</sup> 关于代理参与权制度是否增加<sup>[199]</sup>或减少<sup>[200]</sup>整体公司价值,实证文献已证实难以预测。<sup>[201]</sup>

7. G 指数。最后,支持代理成本理论中最著名的论文是对一个被称为 G 指数的公司治理指数

---

<sup>[193]</sup> Choi, et al, *supra* note [190] (认为“通过多数表决选任的公司董事很少未能获得多数人的支持,甚至比简单多数票决选任公司董事还更少”); William K. Sjostrom, Jr. & Young Sang Kim, “Majority Voting for the Election of Directors”, 40 CONN. L. REV. 459 (2007) (发现对公司采用多数表决没有统计上显著的市场反应); Jay Cai, Jacqueline Garner, and Ralph Walkling, “Paper Tiger? An Empirical Analysis of Majority Voting”, 21 J. CORP. FIN. 119 (2013). (认为“采用多数表决制对董事选任、董事替换或提高公司业绩影响不大”)

<sup>[194]</sup> See Nikolay Gantchev, “The Costs of Shareholder Activism: Evidence from A Sequential Decision Model”, 107 J. FIN. ECON. 610, 623 (2013). (reporting an average cost of \$ 5.94M)

<sup>[195]</sup> See Note, “Contestants in Proxy Fight Entitled to Reimbursement of Expenses from Corporate Treasury”, 56 COLUM. L. REV. 633 (1956).

<sup>[196]</sup> See, e.g., Lucian A. Bebchuk, “The Case for Shareholder Access to the Ballot”, 59 BUS. LAW. 43 (2003).典型的代理参与权制度规定持有公司 3%股票达三年或更长时间以上的投资者,有权为公司董事会提名董事。

<sup>[197]</sup> *Id.*

<sup>[198]</sup> See John G. Matsuoka et al., “Opportunistic Proposals by Union Shareholders”, USC CLASS Research Paper No.CLASS15 - 25 (Oct. 8, 2015), at 26, <http://ssrn.com/abstract=2666064>. (发现谈判中联合股东滥用股东建议规则的证据)

<sup>[199]</sup> See, e.g., Bo Becker, Daniel Bergstresser, and Guhan Subramanian, “Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable’s Challenge”, 56 J. LAW & ECON. 127 (2013); Joanna T. Campbell, T. Colin Campbell, David G. Sirmon, L. Bierman, and Christopher S. Tuggle, “Shareholder Influence over Director Nomination via Proxy Access: Implications for Agency Conflict and Stakeholder Value”, 33 STRATEGIC MGMT. J. 1431 (2012).

<sup>[200]</sup> See, e.g., A. C. Akyol, W.F. Lim & P. Verwijmeren, “Shareholders in the Boardroom: Wealth Effects of the SEC’s Proposal to Facilitate Director Nominations”, 47 J. FIN. & QUANT. ANAL., 1029 (2012); D. F. Larcker, G. Ormazabal, and D.J. Taylor, “The Market Reaction to Corporate Governance Regulation”, 101 J. FIN. ECON. 431 (2011).

<sup>[201]</sup> See, e.g., Marcel Kahan & Edward Rock, “The Insignificance of Proxy Access”, 97 VA. L. REV. 1347 (2011). (考虑代理参与权制度正反两方面影响,并得出结论:“(没有)人……会见得很重要,所以其净效应很可能接近于零。”)

的研究,该指数由24个不同的治理因素组成,这些因素据称会减少管理者责任。<sup>[202]</sup> 该论文介绍了相关研究,然后回归公司价值,找寻到公司价值与指数之间较强的负相关关系。<sup>[203]</sup> 然而,这项研究因研究方法的缺陷及模型错误而遭受批评。<sup>[204]</sup> 此外,一项后续研究表明,之前的研究结果完全是由与反收购相关的六个因素所驱动。<sup>[205]</sup> 而更近一项研究表明,根据公司具体特质,这六个因素中有三个因素与公司价值负相关,另三个因素呈现正相关关系。<sup>[206]</sup> G指数研究趋势证实了被代理人成本理论预测,即随着研究变得更加精细,事实上较少治理结构元素与公司绩效相关。<sup>[207]</sup>

## (二) 对立法者的启发

代理成本理论和被代理人成本理论之间另一个重要区别是政策影响。代理成本理论学者青睐控制权转移给股东的强制性规则:<sup>[208]</sup> 他们否定双层股权结构、<sup>[209]</sup> 毒丸计划<sup>[210]</sup> 和交错董事会制度;<sup>[211]</sup> 肯定多数投票制<sup>[212]</sup> 和代理参与权制度。<sup>[213]</sup> 但是,被代理人成本和代理成本之间无可

---

<sup>[202]</sup> 公司具备一个治理条款得分为1,因此一个具有G-24得分的公司具有该研究的终极防御结构。

<sup>[203]</sup> See Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", 118 Q. J. ECON. 107 (2003).

<sup>[204]</sup> See, e.g., Jianxin Daniel Chi, "Understanding the Endogeneity between Firm Value and Shareholder Rights", 34 FIN. MGMT 65 (2005) (发现G指数和托宾Q系数之间存在负相关关系); Kenneth Lehn, Sukesh Patro & Mengxin Zhao, "Governance Indexes and Valuation: Which Causes Which?" 13 J. CORP. FIN. 907 (2007) (发现G指数不太可能导致估值较低); John E. Core, Wayne R. Guay & Tjomme O. Rusticus, "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", 61 J. FIN. 655 (2006) (发现弱股东权利不太可能导致异常股票回报降低,并表明高G指数和低G指数公司之间的异常回报差异可能是由于市场模型错误); Shane A. Johnson, Theodore C. Moorman & Sorin Sorescu, "A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices", 22 REV. FIN. STUD. 4753 (2009) (发现Gompers等人使用的资产定价模型错误); Martijn Cremers, Vinay B. Nair & Kose John, "Takeovers and the Cross-Section of Returns", 22 REV. FIN. STUD. 1409 (2009). (发现Gompers等人使用的市场模型错误)

<sup>[205]</sup> See Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, "What Matters in Corporate Governance?" 22 REV. FIN. STUD. 783 (2009).

<sup>[206]</sup> See Martijn Cremers, Saura Masconale & Simone Sepe, "Commitment and Entrenchment in Corporate Governance", 110 NW. U. L. REV. 727 (2016). (只要限制股东的权利是董事会和股东之间相互协议结果,那么这种限制是有益的公司治理职能。)

<sup>[207]</sup> See, e.g., Sanjai Bhagat, Brian Bolton & Roberta Romano, "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", 108 COLUM. L. REV. 1803 (2008) (认为“治理指数和公司绩效测量之间没有一致的关系”); Tatyana Sokolyk, "The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets", 17 J. CORP. FIN. 612 (2011). (发现虽然个别收购条款[ATP]对收购结果有明显影响,“G指数,不考虑ATP的多样化影响,在预测公司的收购概率或收购溢价的规模方面意义不大”。)

<sup>[208]</sup> See, e.g., Lucian A. Bebchuk, "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments", 102 HARV. L. REV. 1820 (1989); Symposium, "Contractual Freedom in Corporate Law", 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989).

<sup>[209]</sup> See, e.g., Bebchuk, Kraakman & Triantis, *supra* note [4].

<sup>[210]</sup> See Bebchuk & Jackson, *supra* note [160].

<sup>[211]</sup> See, e.g., Bebchuk, Coates & Subramanian, *supra* note [3].

<sup>[212]</sup> See, e.g., Lucian A. Bebchuk, "The Myth of the Shareholder Franchise", 93 VA. L. REV. 675 (2007).

<sup>[213]</sup> See, e.g., Bebchuk, *supra* note [196].



避免的权衡反对这种一刀切规定。<sup>[214]</sup> 这表明立法者应允许一系列治理结构足够令每一个公司能以最小化控制成本方式分配控制权。

例如,关于代理参与权制度的争论。因为代理参与权制度降低了代理成本,所以大多数支持代理成本理论的学者都希望它成为强制规定。<sup>[215]</sup> 他们宣传发现在 2010 年已有成功先例,当时美国证券交易委员会(SEC)宣布了 14a-11 规则,这将使所有公众公司实施代理参与权制度。<sup>[216]</sup> 但是,在该规则生效之前,巡回上诉法院以证券交易委员会未进行充分的成本效益分析为由将其撤销,<sup>[217]</sup> 避开矛盾焦点,呼吁者主张公司自愿采用代理参与权制度。他们努力的争取得到支持,特拉华立法机构对州普通公司法进行修订允许代理参与权制度,<sup>[218]</sup> 并再次由证交会修订 14a-8 规则(市民会议规则)通过了代理参与权制度提案。<sup>[219]</sup> 关于代理参与权制度,2015 年达到了临界点,当时 14a-8 规则通过后提交的所有代理参与权制度提案只有一半通过,<sup>[220]</sup> 而通用电气等公司在没有股东提案情况下单方面采用了代理参与权制度。<sup>[221]</sup>

尽管取得以上成功,股东并不总是接受代理参与权制度,大多数大公司并没有采用这一制度。<sup>[222]</sup> 代理成本理论学者将这种持续性抵制归咎于市场失灵及机构投资者之间<sup>[223]</sup> 破坏性的利益冲突,因此继续支持强制所有上市公司实施代理参与权制度。<sup>[224]</sup>

被代理人成本理论反对强制性的代理参与权制度。因为其对控制成本的影响取决于公司具体特质,<sup>[225]</sup> 代理参与权制度可能会使一些公司受益但同样可能损及一些公司。因此,立法者应尊重每一个公司股东是否采取该制度的自由。实际上,在 2015 年代理季度大约一半股东代理参与权制度提案的失败表明,许多公司股东认为代理参与权制度将增加被代理人成本多于其降低的代理成本。<sup>[226]</sup> 同时许多上市公司采用代理参与权制度表明,没有持续市场失灵或利益冲突阻碍投资者为其公司选择合适的治理结构。

---

<sup>[214]</sup> See, e.g., Sridhar Arcot & Valentina Bruno, “One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance” (Jan. 15, 2007) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=887947>. (发现“脱离了管理的公司而其效益极佳是因为真实的环境优于其他公司,不能被视为是管理不善的公司”,并且我们讨论认为“公司治理的灵活性也有重要的作用,因为公司不是同质实体”。)

<sup>[215]</sup> See, e.g., Bebchuk & Hirst, *supra* note [2].

<sup>[216]</sup> See Facilitating Shareholder Director Nominations (Release Nos. 33-9136, 34-62764, IC-29384; File No.S7-10-09) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 200, 232, 240 and 249), <https://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>.

<sup>[217]</sup> See *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

<sup>[218]</sup> *Del. Code. Ann. tit. 8, § 112*.

<sup>[219]</sup> SEC, Final Rule, *supra* note [216].

<sup>[220]</sup> See Steel, *supra* note [85], at 33 n.210.

<sup>[221]</sup> See Ted Mann & Joann S. Lublin, “GE to Allow Proxy Access for Big Investors”, WALL ST. J. (Feb. 11, 2015), <http://www.wsj.com/articles/ge-amends-bylaws-to-allow-proxy-access-for-big-investors-1423698010>.

<sup>[222]</sup> See 2015 Proxy Season Review, Sullivan & Cromwell LLP 4 (July 20, 2015), [https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC\\_Publication\\_2015\\_Proxy\\_Season\\_Review.pdf](https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_2015_Proxy_Season_Review.pdf).

<sup>[223]</sup> See, e.g., Joann Lublin, “Investors Gain Greater Clout Over Boards”, <http://www.wsj.com/articles/investors-gain-greater-clout-over-boards-1452470402>.

<sup>[224]</sup> See, e.g., Bebchuk & Hirst, *supra* note [2].

<sup>[225]</sup> 见上文三(一)6 部分。

<sup>[226]</sup> See Steel, *supra* note [85], at 33 n.210.

代理参与权制度争论也揭示了两种理论关于设置默认规则的重要区别。如许多法律学者所解释的,代理成本理论表明应为赋予股东制定默认规则。<sup>[227]</sup> 由于股东分散,而管理层团结,如股东希望排除对管理者有利的默认规则,则无疑面临着巨大障碍。这意味着,默认规则应为赋予股东权力所设置,而管理者则要说服股东默认规则对公司并非最佳。<sup>[228]</sup> 为了做到这一点,管理者必须向股东提供内部信息,使双方更有可能共同选择最佳规则。<sup>[229]</sup>

被代理人成本理论提出了不同的处方。如果默认规则将控制权分配给股东,股东如受集体行动问题阻碍,错误地抵制改变,管理者可能无法说服股东选择不采取这一默认规则,这即是被代理人能力成本的例子。<sup>[230]</sup> 事实上,即便股东做出正确决定,他们也会承担交易和信息成本,这是代理成本理论忽略的另一种被代理人成本。如果说服股东的成本没有超过获得的利益,这种成本的预期可能会阻止管理者选择退出。这使得许多低效规则得以保留。<sup>[231]</sup> 代理顾问如机构股东服务公司(Institutional Shareholder Services)会发挥影响,其通常支持增加股东权利的规则,而不调查对特定公司的可能影响,这种风险似乎很大。<sup>[232]</sup> 此外,管理者在传达信息以避免股东短期主义时也面临同样的困难,而这将阻碍说服股东改变低效默认规则的尝试。

至于集体行动问题将妨碍股东发起改革的担忧,从股东权倡导者一系列排斥交错董事会的运动,<sup>[233]</sup> 到转向多数投票制<sup>[234]</sup> 和实施代理参与权制度,<sup>[235]</sup> 这种担忧是毫无必要的。即便集体行动问题曾大到足以破坏增加股东权力的默认规则,但由于机构投资者持股和股东积极主义盛行,这种担忧似乎不再必要。<sup>[236]</sup>

总之,立法者不应强制改变投资者和管理者之间的控制权分配。相反,他们应该采取措施使各方能够针对常年委托代理问题的细微差别制定具体解决方案。<sup>[237]</sup> 特别是,除非有特定的市场失灵,<sup>[238]</sup>

---

<sup>[227]</sup> See Lucian Ayre Bebchuk & Assaf Hamdani, "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution", 96 NW. U. L. REV. 489 (2002) [hereinafter Bebchuk & Hamdani, Optimal Defaults]; Lucian Ayre Bebchuk, "The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law", 89 COLUM. L. REV. 1395, 1410-13 (1989).

<sup>[228]</sup> See Bebchuk & Hamdani, Optimal Defaults, id.

<sup>[229]</sup> Cf. Ian Ayres, "Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel", 59 U. CHI. L. REV. 1391, 1397-400 (1992); Ian Ayres & Robert Gertner, "Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules", 99 YALE L.J. 87 (1989).

<sup>[230]</sup> 要了解这一点,我们只需要查阅 ISS 关于新上市公司的最新政策,根据 ISS 这项政策通常建议,投票反对或保留董事的公司,先于或接近于首次公开募股时通过了 ISS 认为不利于股东权利的章程或规章。See Joseph A. Hall, "The Impact of ISS' New Policy on IPO Company Director Elections", at <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/10/the-impact-of-iss-new-policy-on-ipo-company-director-elections/>.

<sup>[231]</sup> This explanation was also offered by Daines et al, *supra* note [178].

<sup>[232]</sup> See, e.g., Robert Daines, Ian Gow & David Lareker, "Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?" 98 J. FIN. ECON. 439 (2010). (指商用公司治理排名不能为股东提供有用的信息)

<sup>[233]</sup> See note [167], *supra*, and accompanying text.

<sup>[234]</sup> See Choi et al, *supra* note [190].

<sup>[235]</sup> See note [220] *supra*, and accompanying text.

<sup>[236]</sup> See Gilson & Gordon, *supra* note [37].

<sup>[237]</sup> 公司法应受默认规则支配的主张是合同法接轨公司法的一种中心思想。See, e.g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press, 1991); Henry Hansmann & Reinier Kraakman, "The End of History in Corporate Law", 89 GEO L.J. 439 (2001).

<sup>[238]</sup> See, e.g., Stephen M. Bainbridge, "Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions" (August 27, 2013), Research Handbook on Shareholder Power and Activism (forthcoming), at <http://ssrn.com/abstract=2298415>. (建议允许公司选择退出美国证券交易会强制性股东提案规则)

立法者应该将规定控制权分配的规则转化为默认规则。<sup>[239]</sup> 此外,当为新公司选择默认规则时,立法者不应简简单单地仅选择赋予股东权力的规则设置。相反,他们应采取多元化默认规则,设置大多数公司能最小化总控制成本的规则。<sup>[240]</sup> 对于已经选择了治理结构的公司,立法者应该尊重现状。当然,他们不应该强加一个新的强制性规则:如马萨诸塞州强制设置交错董事会,大多数公司在现有法律环境中已经调整了治理结构、资本结构和业务战略以最小化被代理人成本和代理成本之和。

## 五、结 论

本文介绍了公司法和公司治理的被代理人成本理论。该理论认为,商业公司的最优治理结构会使被代理人成本和代理成本之和最小化。当投资者由于诚实错误或自利动机,以降低公司价值的方式对公司实施控制时,就会产生被代理人成本。管理者如上所述做法则产生代理成本。被代理人成本和代理成本之间存在不可避免的权衡:在公司中,任何控制权的重新分配必然会减少一种成本,但又增加另一种成本,呈此消彼长关系。将被代理人成本和代理成本之和最小化的控制权分配是依公司具体情形而定,这包括基于行业、商业战略以及投资者和管理者的个性特征等因素而定。

被代理人成本理论阐释了公司的特征,而这在公司法研究中的主导范式——代理成本理论中却得不到阐释。代理成本理论假定,在任何既定生产水平下,公司的最优治理结构最小化代理冲突成本即管理者自利行为的直接和间接成本。这个理论不能解释为何即便在独资所有的公司中投资者仍将控制权授予管理者,也不能解释为何股东投资公司,其治理结构在不同程度上限制股东替换管理者或者问责管理者的权力。被代理人成本理论可以解释这两种做法,它们反映了降低被代理人成本的目标。代理成本理论也不能解释公司治理结构的频谱,从赋予管理者自由控制权的治理结构(例如双层股权结构)到赋予股东问责管理者的治理结构(例如没有交错董事会的分散所有权结构)。相形之下,被代理人成本理论解释了治理结构频谱反映的被代理人成本与代理成本之间权衡的公司特定本质。

被代理人成本理论还提供不同的实证预测和政策处方。代理成本理论表明削弱股东权力的公司治理特征,如交错董事会制度和双层股权结构,将与公司价值负相关,因此理应被禁止。被代理人成本理论预测,一旦研究适当地控制公司具体特质,相关性就不会出现,因此立法者应避免一刀切的治理规则。本文表明实证结果趋势支持被代理人成本理论,证实其政策处方的智慧。因为被代理人成本理论重构了公司治理中大部分关键性争议问题,被代理人成本理论预测与立法启示的继续深化研究也将大有可为。

(责任编辑:黄韬)

---

<sup>[239]</sup> See, e.g., Roberta Romano, "Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws", 89 COLUM. L. REV. 1599 (1989).

<sup>[240]</sup> See, e.g., Easterbrook & Fischel, *supra* note [237].