

公司治理的变迁影响:资本市场的 完备性和政策引导*

[美] 罗纳德·J. 吉尔森**

柯蒂斯·J. 米尔豪普特*** 著

陈岱松**** 齐 飞***** 何 铨***** 译

摘要:传统观点认为,公司治理体系受单因素驱动。实际上,公司治理体系是两个因素(资本市场完备性和政策引导)相互作用的结果。资本市场

* Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, *Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling*, 12 HARV. BUS. L. REV. 1 (2022). 作者非常感谢彼得·康蒂·布朗、杰弗里·戈登、佐哈尔·戈申、戈恩·后藤、亨利·汉斯曼、迈克尔·克劳斯纳、丹·布切·尼娅克、爱德华·罗克、利奥·斯特灵,以及哥伦比亚大学法学院、得克萨斯大学法学院、普林斯顿大学比较法工作进展研讨会和2021年亚洲法律和经济学协会会员与会者提出的有益意见。本文已获得作者翻译授权。部分内容有删减,注释位置与原文有变化。

** 哥伦比亚法学院马克和伊娃·斯特恩(Mark & Eva Stern)法律和商业教授;斯坦福大学法学院法律和商业名誉教授;欧洲公司治理研究所研究员。

*** 斯坦福法学院国际法律教授;欧洲公司治理研究所研究员。

**** 华东政法大学教授。

***** 华东政法大学经济法学院博士研究生。

***** 华东政法大学国际法学院2021级本科学生。

完备性决定了公司的所有权结构,资本市场越完备,对股东和股东价值最大化的治理越敏感。政策引导是指出于经济政策或社会目的,通过对公司的工具性利用实现股东价值最大化以外的其他目的。不同国家的不同时期,两个因素呈动态变化模式。本文的目标是提供改善公司治理的方法,并非精确预测结果。

关键词:公司治理 股东价值 政策引导 双因素 周期

历史不会重演,但总会惊人相似。

——[美]马克·吐温

引言

公司治理通常被描述为单因素驱动模型,如股东价值最大化、董事优先权或团队合作。单因素治理模式认为某个因素是公司治理的中心,其他因素都围绕它旋转,是哥白尼式的。^[1] 本文认为,任何时候公司治理体系都是资本市场完备性和政策引导这两个核心影响因素相互作用的结果。

天体物理学领域的比喻说明了该观点。远处看一些恒星是独立的物体,但近处看,它们实际上是双星系统的一部分。两颗恒星相对彼此旋转,其轨道受到相互作用力的影响。在任何时间点上,“公司治理”可以更好地被理解为是一种像天体物理学家所描述的“双体问题”的解决方案,即双星系统中两颗恒星之间的相互作用。

公司治理过程中必须平衡好两种力量,即资本市场的完备性和政策引导。正如未来发展的目标,资本市场的完备性决定了公司的所有权结构。资本市场越完整,对股东和股东价值最大化的治理就越敏感。例如,通过新金融工具的扩展来转移风险,或是通过其他有效性技术来

[1] See Ronald J. Gilson, From Corporate Law to Corporate Governance, in Oxford Handbook of Corporate Law And Governance 3 (Jeffrey N. Gordon & Wolf - Georg Ringe eds., 2018).

调整权益证券相关的控制权。政策引导是指出于经济政策或社会目的,通过对公司的工具性利用推动公司治理的重心转向股东价值最大化以外的其他目的。对公司工具性利用包括通过公司法和治理规则、资本市场的监管、公司证券的国家化,以及不以国家所有权占比衡量的国家间接影响等方式实现。^[2]如同双星轨道,任何时候资本市场完备性和政府政策引导对公司治理影响的平衡点,都是由这两个因素的相对“权重”决定的。

分析的关键点是认识到这两个治理影响因素之间的关系是动态的。其中一个因素的变化会以可预测的方式影响另一个因素。公司治理体系是一个循环体系,两种合力产生的平衡的变化来自各自的变化。

在探索公司治理内部关于股东价值和其他政策因素之间关注重点的循环问题时,本文借鉴了阿尔伯特·赫希曼不太受欢迎的作品之一《转变参与:私人利益和公共行动》。^[3]通过使用赫希曼的理论来强调不同方式对公司治理的动态影响,而不是治理系统的典型静态描述。公司治理的静止状态,实际上是一幅动态图像在某个时间点的快照。在《转变参与:私人利益和公共行动》中,赫希曼描述了一个在私人事务和公共事务之间的持续循环,这种循环是由对最终效用的失望所驱动的,而不是由预期效用驱动的。参与私人或公共活动的预期效用与实际效用之间的差异导致反弹,从而驱动了重复的循环。

我们对赫希曼关于私人和公共事务之间的周期性互动理论进行了扩展,公司治理转变的主导驱动力是以下因素相互作用产生的:一是资本市场完备性的增加以及由此产生的股东价值最大化对公司治理的影响。二是应对公司对非股东产生影响的“真正的”受治理影响的政策引导。在赫希曼的描述中,人类个体行为的周期性驱动力是对个体的失望。在商业和组织行为领域,驱动力是对公司业绩的失望,包括对股

[2] See Curtis J. Mihaupt & Mariana Pargendler, Related Party Transactions in State - Owned Enterprises: Tunneling, Propping and Policy Channeling, in *The Law and Finance of Related Party Transactions* 245 (Luca Enriques & Tobias H. T. Roger eds., 2019). 首先将政策引导的概念发展为公司治理战略。

[3] See Albert O. Hirschman, *Shifting Involvements: Private Interest and Public Action* (1982).

东财务回报的失望以及对更广泛的利益相关者群体非财务目标的失望。在这种情况下,失望的原因可能是由于社会或政治上对治理制度中普遍平衡抱有幻想的破灭,对公司治理改革可能实现的目标抱有不切实际的期望,或者选择了无法实现预期结果的机制。改变这两个影响因素之间平衡的参与者以及为实现这种改变而选择的机制都将随着时间的推移和不同的治理体系发生变化。

在特定时刻,需要关注哪些治理改革很大程度上取决于以下背景原因:特定国家在赫希曼式治理周期中的位置,以及资本市场变化和实际治理对公司治理干预之间的相互影响。如果对治理系统动态变化的描述是正确的,那么政策分析的相关性就更强。举个例子来说明背景因素对理解周期性变化的重要性,正如本文第三部分讨论的那样,日本一直在缓慢地从极端政策引导转向股东价值最大化,而此时许多人都在敦促美国和英国的公司治理以更广泛的利益相关者为导向。

当前美国和英国对公司治理争论,其框架是由股东价值最大化驱动的系统 and 利益相关者系统之间的紧张关系构成的,利益相关者系统关注如何利用治理系统来影响公司活动所创造的价值在所有受其影响者之间的分配。科林·迈耶最近的著作〔4〕强调了重塑上市公司的必要性,他牵头了当前英国科学院关于公司未来发展的研究项目,该项目旨在实现“公司概念的彻底重构”。〔5〕马丁·利普顿的“新范式”〔6〕反映了一位知名学者和一位有影响力的从业者的观点,即公司不仅要实现股东价值最大化,还应有一个更宏大的目标。美国最大的机构投资者——黑石,其首席执行官拉里·芬克〔7〕在每年给黑石投资组合

〔4〕 See, e. g., Colin Mayer, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good* (2018); Colin Mayer, *Firm Commitment: Why The Corporation is Failing US and What To Do About It* (2018).

〔5〕 See Brit. Acad., *Reforming Business for the 21st Century: A Framework for the Future of the Corporation* 5 (2018).

〔6〕 See Martin Lipton, *Corporate Governance: The New Paradigm*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Jan. 11, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/>.

〔7〕 See Tim Lemke, *The Ten Largest Investment Management Companies Worldwide*, *The Balance* (Apr. 9, 2020), <https://www.thebalance.com/which-firms-have-the-most-assets-under-management-4173923>.

公司高级管理人员的信中重复了这一主题〔8〕

关注股东价值最大化和更广泛地关注多元化利益相关者之间循环的公司治理,很好地体现在“商业圆桌会议”对企业目标的反复转变上。“商业圆桌会议”1978年和1981年的声明试图在股东和利益相关者的对立主张之间小心翼翼地画出一条线。1981年的声明解释说:“平衡股东对最大回报的期望和其他优先事项是公司管理层面临的基本问题之一。股东必须获得丰厚的回报,但其他主体的合理关切也必须得到适当关注。”〔9〕18年后,在1997年,“商业圆桌会议”转向了明确的股东价值最大化框架:“商业企业的主要目标是为其所有者创造经济回报。”〔10〕然而,2019年又回到了更广泛的公司义务框架:“对所有利益相关者的基本承诺。”〔11〕在解释2019年回归利益相关者导向时,“商业圆桌会议”坦率地解释说,1997年向股东价值最大化的转变“部分是为了应对恶意并购者日益增长的压力”〔12〕据说,2019年回归更广泛的框架,对大量利益相关者的关注,是为了“更好地反映企业当

〔8〕 See Larry Fink, A Sense of Purpose, Harv. L. SCH. F. on Corp. Gov. Vernace (Jan. 17, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>. Mostrecently, see the 2022 edition; Larry Fink's Annual Letter to CEOs: The Power of Capitalism, Blackrock, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-finkceo-letter?cid=ppc:blk:ll:na:ol:goog:na:v2:bhv:tl&gclid=5581c76ff49615a8e83fa683fbfb287c&gclid=3p.ds> (last visited Feb. 8, 2022).

〔9〕 The Bus. Roundtable, Statement on The Purpose of the Corporation (1981). 1978年的声明试图走大致相同的路线:“董事会的职责是考虑公司活动对其所属社会的总体影响,以及对与公司没有直接联系的群体的利益和观点的总体影响。这一义务产生于主要为股东的利益——特别是他们的长期利益——行事的责任。”The Business Roundtable, The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation, 33Bus. L. 2086(1978). 商业圆桌会议由美国最大的上市公司的首席执行官组成。

〔10〕 The Bus. Roundtable, Statement on the Purpose of the Corporation 3 (1997) (“在商业圆桌会议看来,管理层和董事会的首要职责是对公司股东负责;其他利益相关者的利益是对股东义务的衍生物。”).

〔11〕 The Bus. Roundtable, Statement on the Purpose of the Corporation (Aug. 19, 2019), <https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationJuly2021.pdf> (emphasis in the original).

〔12〕 同上。值得注意的是,圆桌会议的报告没有解释为什么企业袭击者影响了圆桌会议对其原则的评估,或者为什么这句话中反映的变化可能会减轻压力。

下运营方式”^[13] 因此,可以看到从广义到狭义,并再次返回到广义的企业目标的循环。在政治领域,伊丽莎白·沃伦参议员提出了《资本主义问责法案》作为她竞选民主党 2020 年总统候选人的政策之一。^[14]

继赫希曼之后,本文提供了一个松散的分析性描述^[15],明确了驱动公司治理周期以及影响其方向和轨迹的竞争因素,而非说明具体结果。简而言之,本文的目标是提供改善当前公司治理争论的方法论,并非精确预测具体结果。该方法因时因地而异,并取决于一个国家治理周期中当时的地位以及不断变化的影响因素背后的市场力量。为了更好地理解公司治理的转变,在更严格的建模或实证工作成为可能之前,分析必须是正确的。^[16] 特别是当偏好在很大程度上是非物质的,且路径依赖和系统的初始位置很重要的时候,需要清晰地设定分析框架。

本文对公司治理周期性的分析如下。第一部分详细解释了公司治理二元体系中的两个影响因素的含义:一是资本市场的完备性。它是决定公司所有权结构的关键因素,并为股东价值最大化提供制度基础。二是政策引导。它反映了政府利用公司治理来促进非股东利益的真正目的。

第二部分分析了美国公司治理的周期性变化。这些变化反映了市场完备性和政策引导之间的变化关系如何影响公司治理结构的内生循环。简要讨论公司的早期概念后,本文考察了 19 世纪中期美国的转变。

[13] PressRelease, The Bus. Roundtable, Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’ (Aug. 19, 2019), <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

[14] See Accountable Capitalism Act, S. 3348, 115th Cong. 6(2018). 参议员沃伦的提议将要求总收入 10 亿美元的公司董事会的 40% 由员工选举产生。参议员桑德斯提出了类似的立法(45% 的董事会成员由员工选举产生),但涵盖了更广泛的公司:资产或收入超过 1 亿美元的上市公司。Bernie Sanders, Corporate Accountability and Democracy, Bernie Sanders Official Website, <https://berniesanders.com/issues/corporate-accountability-and-democracy/>(last visited Sept. 25, 2021).

[15] See Robert H. Bates et al., Analytic Narratives(1999).

[16] See Paul Pfleiderer, Chameleons: The Misuse of Theoretical Models in Finance and Economics, 87 *Economica* 81 (2020).

初期,通过特定的立法行为才能设立公司,通常是为了基础设施开发等“公共”目的。后来过渡到“自由”设立公司时期,即所有人都可以设立公司,无须政府进行规范性审查,也不关注公司的业务。这种转变是从政策引导驱动的公司形式向资本市场完备性的转变。资本市场完备性将股权融资的有效性扩展到纯私人企业和私人收益。随后,本文分析了阿道夫·贝尔和加德纳·米恩斯 1932 年对美国上市公司所有权分配的经典描述,以及这种分配与公司治理结构的联系。^[17] 最后,本文关注了 21 世纪初美国股票所有权的巨大调和作用,以及股权向机构投资者集中对主动投资者崛起的影响。

以前,我们认为市场完备性和政策引导之间的赫希曼式循环对于理解公司治理的变化至关重要。在本文第三部分中,转向在其他情况下对同一周期模式的描述。考察了从传统战后日本公司治理全盛时期对政策引导的单一关注,到过去十年中向股东价值最大化轨道缓慢但明显的转移,以及可能回到政策引导的潜在开端。^[18] 不同经济体和不同时期对公司治理影响不断变化的现象,为公司治理动力的解释提供了有力的支持。

第四部分研究了美国和英国对严格的资本市场规则和股东价值最大化感到失望的主要渠道,这些渠道推动了当前公司治理改革的转变,即“管理运动”以及公司也应该有非股东价值“目的”的理念。在英、美两国,改革将有助于缓和资本市场对企业行为的影响,最终赋予企业管理层更多的自主权。本文探讨了这些渠道的局限性以满足改革支持者的期望,改革最终导致的不可避免的失望将为向股东财富最大化的方向转移奠定基础。本文认为,对公司治理的二元影响及其赫希曼式的周期性特征之间的相互作用,将有助于让当前的争论变得更加透明。

[17] See Adolph A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

[18] See Kansai Econ. F., *Developing Corporate Governance Structures to Improve Medium - to long - term Corporate Value*(2019) (反对当前以股东为中心的公司治理改革的核心原则,支持回归日本长期以来以利益相关者为导向的公司治理实践)。KEF 是一个类似商业圆桌会议的组织,由日本关西地区的 1300 家公司组成,包括大阪、京都和日本第二大经济区神户等城市。

一、对公司治理的双重影响:市场完备性和政策引导

(一) 市场完备性

显而易见,所有权是公司治理体系的核心。对所有者身份的哥白尼式理解来自这样一个事实,即治理有助于通过资本市场转移风险。简单地说,资本市场在转移风险方面起着重要的作用,这是通过出售公司的金融权益来实现的。风险转移工具的范围反映了资本市场的完备性:用阿罗-德布鲁术语来说,就是每一种和每一部分风险都有可交易工具。^[19] 反过来讲,公司治理体系存在的部分原因是为了转移风险,即在公司发行的风险转移工具的持有人之间分配控制权,以反映工具的相对不完全性。从这个意义上说,有益于市场完全性。

例如,债务合同是公司发行的正式工具,其条款由公司和债权人协商确定,债权人参与公司决策由债务合同的明确条款规定。另外,普通股股东参与公司决策由公司法 and 监管规则决定,法律与公司的组织规范共同构成了股权合同。如果不支付利息或违反契约,破产制度下的基础工具中会提供明确的补救措施。因此,债务治理是刚性的。

相比之下,股权治理是柔性的。如果不支付股息或公司业绩不如预期,股东只能求助于公司治理体系——质疑董事选举的能力、发出要约收购以及对管理层违反信托义务申请法律赔偿。可用风险转移工具(阿罗-德布鲁条件下资本市场的完备性的范围)决定了公司选择的融资工具,进而决定了支撑这些工具的公司治理结构。就权益证券而言,由工具开发者授予的普通股股东的控制权允许通过资本市场获得的一系列权益工具,并将风险、回报和控制权分割成无数不同的权益工具,其条款用来影响公司管理层免受资本市场影响的程度。例如,有权召集特别股东大会或无故更换董事的股票不同于没有上述权益的证

[19] See, e. g., Peter Friesen, *The Arrow - Debreu Model Extended to Financial Markets*, 47 *Econometrica* 689 (1979). 请注意,本文中的“完备性”不是一个规范术语。如果没有一个完全完善的资本市场(理论上的理想类型),就不可能有一个更完善的资本市场优于不太完善的资本市场的普遍假设。

券。赋予股东这些权利使资本市场更加完善,形成了与特定权益证券相关的影响力特征及其互惠性,即管理层暴露于资本市场监督之下。通过该方式,资本市场的变化引起了治理层面的变化。

资本市场的完备性通过公司法和公司治理的杠杆来强化股东控制,并强调股票价值最大化是公司治理制度的主要目标。时任特拉华州最高法院首席大法官的利奥·斯特林指出:“公司权力就是企业目标。”^[20]

(二) 政策引导

从上述分析中可以看出,“公司”(股东)治理和“真正的”治理(政府在分配决策中的作用以及将公司治理用作社会变革的工具)的目标不一定相同,事实上有时可能会发生冲突。本文语境下,政策引导意味着使用“真实的”治理工具(与公司相对)来影响公司实现的目标和系统设计,该系统除了增加公司发行的证券的价值^[21],也支持公司追求公共政策目标。在当前的公司治理争论中,受益于公司行为要求、规则支持或特殊保护(如德国法典要求监事会中有劳工代表)的非股东,被称为“利益相关者”,^[22]相应的公司治理体系被称为“利益相关者治理”。政策引导的受益者有很多。一种方式是,政府可能完全排除这种做法,只以最大化股票价值和减少任何由此产生的外部性为目标,对企业行为进行直接监管。这种方法非常类似于高度理想化的当代美国制度,它假设社会福利通过在公司层面上最大化股东财富而实现目标最

[20] Leo Strine, Jr., Corporate Power is Corporate Purpose I: Evidence from My Hometown, 33 Oxford Rev. Econ. Pol'y 176 (2017).

[21] 柯蒂斯·米尔豪普特(Curtis Milhaupt)和玛丽安娜·帕金德勒(Mariana Pargendler)创造了“政策引导”一词,用来描述作为实现政策目标的一种手段的国有商业企业。参见前注[2],Milhaupt & Pargendler文。在本文中,我们更广泛地使用这一术语来描述政府试图(通过任何机制,包括监管、所有权或其他方式)利用公司作为推进公共政策目标的手段。

[22] 雇员协商和参与在德国有着悠久的历史,并被写入各种法规中。有关员工人数超过2000人的公司监事会中的员工代表的规定出自1976年《法案终止法》。Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer [Mit best G] [Co-determination Act], May 8, 1976, Bundesgesetzblatt [BGB1] (Ger.), http://www.gesetze-im-internet.de/mitbest_g/index.html.

大化。^[23] 利润表上的每一行都反映了一个非股东利益相关者,从客户关注的销售收入,到供应商关注的销售成本,再到公司工资账单中的劳动力成本。^[24] 在弗里德曼式的分析框架中,利润表的每一行驱动着公司业绩在各种利益相关者之间的分配。

另一种方式是,政府可能会推行国家控股商业公司的战略,通过与公司利润最大化目标完全无关甚至冲突的公司治理要素来实现政策目标。例如,为了保持就业水平,国家可能拒绝将财务状况不佳的企业私有化。在混合所有制的企业中,国家可能以牺牲非国有股东的利益来执行公共政策,非国有股东承担了为实现社会或产业政策目标而放弃利润的成本。因此,国家所有权和影响力代表了“利益相关者治理”的一种特殊形式,在这种形式中,国家通过所有权将公司治理制度作为工具来追求股东财富最大化以外的其他目的。这种政策引导不仅会影响公司管理层在公司层面的决策,还会影响管理国家全部投资组合的政府机构的决策。^[25]

在两种方式之间,政府通过公司治理的各种技术来促进公共政策目标。比如,法国政府试图鼓励长期持股,同时通过改善公司治理来扩大其对重要战略意义公司的股东影响。法国制定了长期投票制度,为持有2年以上的股东提供双倍投票权,从而提升政府对公司决策的影响力。其中,持有期在2年以上的股东很多是国有股东。^[26]

[23] See Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase Profits*, N. Y. Times Mag., Sept. 13, 1970, at 17 (“企业的社会责任只有一个,那就是利用其资源,参与旨在增加其利润的活动,只要它遵守游戏规则,即参与公开和自由的竞争,不欺骗或欺诈。”)。就像任何对复杂问题的简要描述一样,弗里德曼的说法回避了大多数难题。例如,任何企业合规体系都取决于投入的资源和对决策的影响,如对违规的处罚。See Ronald J. Gilson, *Corporate Governance versus Real Governance* (Jan. 12, 2022) (unpublished working paper) (on file with the Harvard Business Law Review).

[24] See Gilson, 同前注[1], p. 24.

[25] See Curtis J. Milhaupt, *The State as Owner – China’s Experience*, 36 Oxford Rev. Econ. Pol’y 362, 376 (2020).

[26] See Loi 2014 – 384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l’économie réelle [Law 2014 – 384 of Mar. 29, 2014 on Aiming at Reconquering the Real Economy], Journal Officiel de la République Française [J. O.] [Official Gazette of France], Apr. 1, 2014, p. 6231. See Curtis J. Milhaupt & Mariana Pargendler, *Governance Challenges of Listed State – Owned Enterprises Around the World*, 50 Cornell Int’ L. J. 473, 485 (2017).

正如下文详细讨论的那样，政策引导与公司本身的历史交织在一起。一个熟悉的例子是拥有准政府权力的荷兰东印度公司。美国早期的公司被要求提供公共服务，^[27] 并被广泛认为是促进社区目的的“政府机构”。^[28] 第二次世界大战前，贝尔和米恩斯设想，政府为实现更广泛的目的而采取行动是必要的，其中一部分通过公司治理间接实现，另一部分将通过对公司实质性活动的直接监管实现。那个时代最明显的例子是根据 1934 年证券交易法案发布的代理规则。^[29] 更近期的例子是，2018 年，加利福尼亚州成为美国第一个要求总部设在该州的上市公司董事会中有女性代表的州，^[30] 并于 2020 年成为第一个要求公司董事会中有广泛多样性代表的州。^[31] 在欧洲，挪威规定女性董事会代表比例的时间比加州早了十多年，违反该规则的公司将被解散。^[32]

[27] See Pauline Maier, *The Revolutionary Origins of the American Corporation*, 50 *Wm. & Mary Q.* 51, 55 (1993).

[28] 同上注。

[29] See 15 U. S. C. SS 14 (a), 78 (n). Policy channeling is particularly evident in the SEC's regulation of shareholder proposals. See 17 C. F. R. 240. 14a-8 (2021). 美国证券交易委员会最近扩大了代理规则作为政策引导工具的用途，通过采用一项规定，要求使用通用代理卡，使股东能够在有争议的选举中投票支持所有候选人，而不是实际上仅限于投票支持竞争名单中的所有被提名人。See *Universal Proxy*, 86 *Fed. Reg.* 68. 330 (Dec. 1, 2021) (to be codified as amended sections of 17 C. F. R. pt. 240). 从业者评论通常将该行为视为加强了那些进行代理权争夺的人的实力。See, e. g., K. Liekefett et al., *SEC Dramatically Changes the Rules for Proxy Contests*, *Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance* (Nov. 19, 2021) <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/11/19/sec-dramatically-changes-the-rules-for-proxy-contests>.

[30] See 2018 Cal. Stat. ch. 94 (codified as CAL. CORP. CODES § 301.3, 21115.5). 在签署该法案时，前加州州长杰里·布朗评论说：“鉴于公司长期以来享有的所有特权，现在是公司董事会包括占美国一半以上人的时候了。” Devika Krishna Kumar, *California State Law Mandates Female Board Directors by 2019*, *Reuters* (Oct. 1, 2018), <https://www.reuters.com/article/us-california-board-women/california-state-law-mandates-female-board-directors-by-2019-idUSKCN1MB172>.

[31] See 2020 Cal. Stat. 92 (amending Cal. Corp. Codes § 301.3 and adding § 301.4 and § 2115.6).

[32] See *Norwegian Public Limited Liability Companies Act*, § 6-11a; see Aagot Storvik, *Women on Boards; Experience from the Norwegian Quota Reform*, *CESifo DICE Rep.*, Jan. 2011, at 35.

(三) 资本市场完备性和政策引导之间的内生转变

在赫希曼对个人和公共事务参与度变化的解释中,失望是驱动个人偏好不断变化的机制。在人类行为中,失望是由个人消费、公共事务的期望与通过相关行为实际获得的效用之间的差距产生的情绪。在对商业和组织行为的解释中,影响公司治理的这两个影响因素的相对权重的反复振荡在很大程度上是由对公司业绩的失望所驱动的。公司业绩可能达不到预期:一方面是因为过分相信市场机制能够为公司管理者提供激励和监督工具的最佳组合,以实现股东回报最大化。另一方面是因为过分相信公司有能为更广泛的社会问题提供解决方案,而这些社会问题最终需要政府直接采取行动。未能满足公司治理领域的不切实际的期望,或者冒着社会或政治对当前影响平衡不满的风险,会导致两个影响因素的相对权重向相反方向转移。尤其是在丑闻或危机之后,表现得更为明显。在改变影响力平衡的努力中涉及的具体行为者和机制将随着时间的推移和不同的公司治理体系而变化。

二、美国公司治理周期

(一) 从立法特许到一般公司制度

在作为公共政策工具的公司和作为增加私人利益工具的公司之间振荡的解释,始于早期的公司概念以及从政府特许制到自由公司制的最终转变,随后是政府以管制的形式重新干预公司行为。

古罗马等地的早期法律人格受到对商业道德和过度财富不信任等流行观点的影响。正如一位评论家所指出的,“这些支配性的文化规范可能促成了一种信念,即公司注册是一种特权,只授予那些明确体现公共目的或社会利益的企业,而排除私人商业企业”。^[33]

在近代早期,民族国家之间的竞争和帝国主义的征服日益加剧,美

[33] Leonardo Davoudi et al., *The Historical Role of the Corporation in Society*, 6 *J. Brit. AcAD.* 17, 24(2018).

国各州开始授予公司特许经营权,作为推进其全球利益的一种手段。^[34]最著名的荷兰东印度公司被赋予准政府权力,包括发动战争、创建殖民地、缔结条约和铸造货币的权力。这个时代的特许公司代表了“公司历史发展中的一个明显的突破,原因是一些追求私有商业目的的实体可以被批准成立公司”。^[35]但是公司仍然与政府保持密切关联。垄断特权必须通过向授予其特许权的民族国家提供利益来合法化,无论是通过增加贸易、帝国征服还是扩大国家软实力等方式。^[36]因此,“历史上,公司和国家一样被用来实现政府的目的”。^[37]

19世纪,无论政治倾向如何,世界各地政府都与私人公司合作提供公共产品,如运河、铁路和码头。^[38]通常的做法是,政府向提供公共服务的公司的债券进行贴息和担保。^[39]与国家利用授予公司特权来提供公共服务的做法一致,限制单一股东投票数量的投票上限制度被用来防止私人控制公共服务。^[40]有时私营企业的失败会导致政府接

[34] 同上, p. 25 - 26.

[35] 同上, p. 30.

[36] 同上。

[37] Joshua Barkan, *Corporate Sovereignty: Law and Government Under Capitalism* 5 (2013).

[38] See Aldo Musacchio & Francisco Flores - Macias, *The Return of State - Owned Enterprises: Should We be Afraid?*, *Harv. Intl Rev.* (April 4, 2009), <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=36235>.

[39] 同上。

[40] See Henry Hansmann & Mariana Pargendler, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, 123 *YALE L. J.* 948 (2014). 汉斯曼 (Hansmann) 和帕金德勒 (Pargendler) 认为由于股权往往是地方性的, 投票上限实际上支持了公司作为服务于当地商人的供应商合作社的角色。See also Ronald J. Gilson, *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, 34 *Stan. L. Rev.* 775, 818 (1982) (认为投票上限不是出于对股东的关心, “而是为了公司所服务的社区。”)。 *Providence & Worcester v. Baker*, 378 A. 2d 121 (Del. 1977), 提供了在基础设施扩建的立法特许中投票上限的公共职能的当代说明。在破产诉讼的背景下, 一家铁路公司的最大股东质疑铁路公司章程中的投票上限公式, 该公式将投诉股东的投票从 28% 降至 3%。如特拉华州衡平法院意见中所述, 上限包含在公司的 1844 年马萨诸塞州立法宪章中, 这是 1836 年马萨诸塞州法令的要求, 该法令规定所有铁路宪章的投票上限, 目的是限制“控制权的集中”。E. Merrick Dodd, *American Business Corporations Until 1860: With Special Reference to Massachusetts* 327 - 28 (1954).

管企业,这就形成了国有企业(SOE)的早期例子^[41]。我们将在下文作更详细的讨论。第一次世界大战前,此类形式的国家干预经济活动在世界各地广泛存在。^[42]类似地,内战前的美国,公司特许经营权通常是由州立法机关出于符合公共利益的目的而以特别法案的形式授予的。如前所述,这一时期,“公司不完全是以营利为目的的组织,而是国家的准公共机构”^[43]

尽管如此,美国公司的广泛参与度还是引起了政府一定程度的不安。对新共和国而言,政府向拥有特权的实体进一步授予特权似乎不合时宜,并令人不安。^[44]人们越来越担心拥有特权的公司获得太多的权力,降低了私人经济的积极性。随之而来的是与立法权相关的腐败,这种腐败将有经济价值的特权给予了受优待的支持者。^[45]事实上,特许公司的坚定批评者亚当·斯密也表达了类似的担忧。^[46]无论公司的目的如何,所有人均可自由地组建公司。该理念开始深入人心,尤其是在安德鲁·杰克逊执政期间。从19世纪中期开始,各州开始废除以准公共目的为重点的特别特许证,并转向一般的公司制度,即州向任何符合某些法定要求的公司提供特许证。到1860年,38个州和地区中

[41] See Aldo Musacchio & Sergio G. Lazzarini, *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond* 24 (2014).

[42] See Musacchio & Flores - Macias, 同前注[38].

[43] David McBride, *General Corporation Laws: History and Economics*, 74 *LAW & CON - Temp. Probs.* 1, 3 (2011). 早期的美国人将公司视为“政府机构”,因为国家授权他们为公共目的服务。Maier, 见前注[27], p. 55. 例如,1780年至1801年,美国批准的317个立法特许状中,有2/3是针对运输业的。See James Willard Hurst, *The Legitimacy of the Business Corporation in the United States 1780 - 1970* (1970). 1790年至1860年的70年间,除了新英格兰地区(由于新英格兰地区规模较小,因此运输需求更有限),运输公司占美国所有地区由数量和授权资本组成的所有公司的一半或一半以上。See Richard Sylla & Robert E. Wright, *Corporation Formation in the Antebellum United States in Comparative Context*, 55 *Bus. Hist.* 653, 656 (2013).

[44] See P. M. Vasudev, *Corporate Law and Its Efficiency: A Review of History*, 50 *Am. J. Legal Hist.* 237, 253 (2010).

[45] 同上, p. 254.

[46] See Davoudi et al., 同前注[33], p. 31 - 32. See also Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* 154 (1776).

的 24 个已经颁布了普通公司法，^[47] 根据这些法规成立的公司数量（4000 家）正在接近拥有立法特许证的公司数量（22000 家）。^[48]

随着时间的推移，自由注册制度的引入以及由此带来的资本市场的完备对美国公司法的方向产生了重大影响。公司法变得“更加自由，取消了对公司规模、存续时间和经营范围的限制，并朝着人们熟悉的授权立法模式发展”。^[49] 到了 19 世纪晚期，州政府从上至下的特许经营的基础已经奠定，这是美国公司法体系化的一个标志。^[50]

在 19 世纪的后几十年里，将公司视为一种准政府职能的观点逐渐让位于将公司视为一种非常适合于工业活动的私人营利组织的观点。公司角色从专注于服务公共目的转变为面向所有人放开，这种转变反映在 20 世纪早期自由公司对经济增长重要性的评估中。公司重心从主要作为政策引导工具转变为使公司股票广泛地作为私人融资工具来提高资本市场完备性。

未来的经济史学家可能会将有限责任公司的佚名者与瓦特、斯蒂芬森及其他工业革命的先驱者比肩。这些人的天才创造了一种手段，使人类对自然资源的控制迅速增长；有限责任公司是筹集、组织和有效管理实现他们发现所需的大量资本的手段。^[51]

公司法越来越关注股东的治理权和董事对股东的信托责任。因此，“公司已经从实现‘君主’特殊目的而创建的专业化实体，发展成为

[47] See Sylla & Wright, 同前注[43], p. 654.

[48] See Robert E. Wright & Richard Sylla, *Corporate Governance and Stockholder/Stakeholder Activism in the United States, 1790 - 1860: New Data and Perspectives*, in *Origins of Shareholder Advocacy* 231, 231 (Jonathan G. S. Koppel ed., 2011).

[49] Charles M. Yablon, *The Historical Race; Competition for Corporate Charters and the Rise and Decline of New Jersey; 1880 - 1910*, 32 *J. Corp. L.* 323, 329 (2007).

[50] 随着州收费制度的发展，竞争的结果似乎形成了两个赢家的稳定格局：特拉华州和公司主要业务所在的州。See Marcel Kahan & Ehud Kamar, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, 55 *Stan. L. Rev.* 679 (2002).

[51] See *The Ownership of British Industrial Capital*, *The Economist*, Dec. 18, 1926, at 1053. 从功能上来说，有限责任早在自由合并之前就存在了，可以追溯到罗马时代。但毫无疑问，现代股份公司的发展促进了一种以前不存在的“现成的”有限责任形式。

一个促进经济所需的新的不断发展的组织形式”^[52] 这种公司法观点在 20 世纪 80 年代达到顶峰,由法律学者弗兰克·伊斯特布鲁克和丹尼尔·菲谢尔引领,呼应了詹森和梅克林的开创性文章,^[53] 即将公司描述为“契约的纽带”,公司法是由国家无偿提供的一套提高效率的默认规则。^[54]

但是,公司的私有化引起了一系列新的关注。企业活动产生的外部性由整个社会承担,污染就是一个典型的例子,现在已被气候变化所取代。为了应对来自私人商业活动的负面溢出效应,政府通过一系列管理竞争、工人安全和污染的联邦法律,以间接的方式对公司进行干预。1890 年《谢尔曼反托拉斯法》、1893 年《安全设备法》和 1899 年《河流和港口法》就是早期的例子。正如一位评论家所指出的,“州政府对特许经营的竞争可以被视为一种成功,因为它缔造了更有效和更统一的公司法模式;同时也被视为一种失败,因为它允许公司借用了需要联邦干预的负外部性”^[55] 因此,19 世纪末美国公司特许经营的历史揭示了公众情绪的赫希曼式转变,在这种转变中,公司首先被视为政府政策的工具,然后被视为促进私人财富增长的机制,最后被视为政府管制的直接对象。

(二) 贝尔和米恩斯的循环重构

主导公司法和公司治理的公共和私人问题之间的第二种振荡模式,显然来自贝尔和米恩斯 1932 年对上市公司股权分布及其公司治理和政策影响的标志性描述的学术理解的变化。^[56] 通过赫希曼的解释视角,我们看到了股权和治理之间关系框架的规律性周期,从应对大萧条的政策引导到理解公司治理结构是促进资本市场完善的一种手段,其结果是关注股东价值。

[52] McBride, 同前注[43], p. 4.

[53] See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm; Managerial Behavior, Ownership and Agency Costs*, 3 J. FIN. Econ. 305, 310-11 (1976).

[54] See Frank Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1996). 这种描述没有避免有力的经验挑战。See Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 Stan. L. REv. 1325, 1329 (2013).

[55] Yablon, 同前注[49], p. 329.

[56] See Berle & Means, 同前注[17].

1. 政策引导：赫希曼式的公私循环始于1932年贝尔和米恩斯的启示，即他们认为控制美国经济的大型公司的广泛股权分布使得股东无法有效监督管理层。^[57] 广泛分布的小股东所有权和大公司的结合导致了贝尔和米恩斯的结论，即公司治理不能约束强大的管理层，只有政府有真正的能力对大公司不受约束的管理层行为作出反应。^[58] 因此，贝尔和米恩斯在股东无力控制他们所拥有的公司基础上，进一步强调真正治理的作用，而不是公司治理的结构，该术语最初出现在贝尔和米恩斯论文的第一次重新排版时。如果公司治理不能监管公司行为，那么就需要真正的治理来保护公共利益，为商业监管新政提供正当理由。几十年后，罗伯特·克拉克在阐述这一机制时解释说，面对分散股东的“理性冷漠”，政府必须进行干预以保护公共利益，这种“理性冷漠”不可避免地来自“搭便车”的逻辑以及监督手段和激励机制的缺乏。^[59]

2. 资本市场完备性和股东治理：现在时间快进到大约40年前的1976年和1977年，当时学术界对贝尔和米恩斯的所有权分离的理解急剧向右转移，远离政策引导并转向资本市场完备性和股东价值最大化。^[60] 在这一点上，贝尔和米恩斯对受新政刺激的广泛分布的股权影

[57] 斯蒂格勒(Stigler)和弗里德兰(Friedland)指出，贝尔(Berle)和米恩斯(Means)没有提供所有权和控制权分离的实际效果的经验证据。我们认为这个事实与更柔和的赫希曼机制的运作方式是一致的。See George J. Stigler & Claire Friedland, *The Literature of Economics: The Case of Berle and Means*, 26 J. L. Econ. 237(1983).

[58] 伯利本人表达了一种有趣的、非民粹主义的大企业观。尽管伯利早期受雇于路易斯·布兰代斯律师事务所，并在新政中发挥了积极作用，但他认为规模在经济上很重要。因此，他支持政府监管大企业行为的角色，而不是追随布兰代斯的观点，即超大型企业应该被拆分。See Nicholas Lehman, *Transaction Man: The Rise of the New Deal and the Decline of the American Dream*(2019).

[59] See Robert C. Clark, *Corporate Law* 390-392(2d ed. 1986). 克拉克毋庸置疑是曼瑟·奥尔森的思想继承者。See Mancur Olson, *The Logic of Collective Action* (1965).

[60] See Stigler & Friedland, 同前注[57]，对经济和政治理论中的动力驱动因素表达了浓厚的兴趣：“一个具有巨大潜在科学和政治意义的命题的形成过程神秘得令人着迷。”同上，p. 237.

响的观点被经济史^[61]和金融经济学^[62]的新文献削弱了。引人注目的是,这份文献对贝尔和米恩斯的描述进行了重新改写,将新政引发的超大型公司的股权分布广泛的问题转化为一系列不同问题的解决方案。在新的描述中,所有权和管理权的分离促成一种基于效率的解决方案,即管理者不再需要向企业提供个人资本而产生的管理专业化与股东多样性产生的风险承担专业化的交叉。作为当时最重要的商业历史学家,阿尔弗雷德·钱德勒将贝尔和米恩斯问题的重构总结为有效的双重专业化产物:

现代企业管理的兴起带来了所有权与经营权关系的新变化。当一个企业的创立和发展需要大量外部资本时,所有权和管理层之间的关系就不同了,所有权变得非常分散。股东没有影响力、知识、经验或承诺来参与最高指挥。取薪管理层决定长期政策并组织短期经营活动。他们主宰了企业上中下层的管理。对投资者而言,公司变成了一个收入来源,而不是一家需要管理的企业。^[63]

诚然,小股东难以监督管理层所产生的代理成本问题必须得到解决,^[64]但这恰恰代表了现实世界中的摩擦,这类摩擦更适合由市场和依靠有限信息披露的政府监管来解决。像贝尔和米恩斯的“最初的框架”一样有影响力,詹森和梅克林以他们自己的方式,与钱德勒几乎同时进入争论的焦点。^[65]雇用专业经理人意味着让专家们代表股东运用专业知识,这种方式以牺牲股东利益为代价,强化了“代理成本”。“代理成本”既包括约束管理层为自身利益行事的技术成本,也包括约束制度

[61] See Alfred D. Chandler Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* (1977).

[62] See Jensen & Meckling, 同前注[53].

[63] See Chandler, 同前注[61], p. 9-10.

[64] 钱德勒(Chandler)把专业化强加的成本理解为伴随管理专业化而来的不可避免的管理自由裁量权的结果。他的分析,与詹森关于管理过度投资的自由现金流解释相似:“在做出生行政决策时,职业经理人更喜欢有利于企业长期稳定和增长的政策,而不是那些最大化当前利润的政策。对于受薪经理来说,企业的持续存在对他们的职业生涯至关重要。”同上, p. 10; see Michael C. Jensen, *The Eclipse of the Public Corporation*, *Harv. Bus. Rev.*, Sep. - Oct. 1989, at 61 (提出杠杆收购组织是降低专业化成本的一种更有效的方式)。

[65] See The Jensen and Meckling article has been cited more than 100000 times.

不完善产生的成本。以独立董事、披露要求和财务审计报告为代表的标准公司治理特征,以及以代理权争夺、敌意收购为代表的资本市场监督机制,有助于降低代理成本,使约束管理层的措施的成本比减少高管自益行为的成本更高。赫希曼式的转变将再次出现:公司治理成为一种工具,通过提高作为融资工具的普通股的效率,使资本市场更加完善。

钱德勒的双重专业化理论,以及被詹森和梅克林的代理成本理论重构的贝尔和米恩斯“对无效小股东概念的民粹主义解释”很难被超越。在接下来的40年里,美国公司法和公司理论的使命采取了寻找“圣杯”的方式,这是一种通过协调股东和管理层利益,使所有权和控制权有效分离的成本最小化的技术,从而使资本市场更加完善。

3. 作为所有者的股东:股东“所有权”变得更具工具性。股东被赋予专属投票权,并不是因为他们在某种概念上是“所有者”。所有权被广泛理解为一系列权利。向特定方提供何种权利取决于分配的目的。调查是工具性的,不是规范性的。这种区分可以追溯到1913年霍菲尔德关于一般产权的表述,^[66]反映在美国法律学会1936年《财产重述》中,^[67]并于1981年在公司治理的背景下明确提出。股东的公司治理角色取决于赋予剩余财产分配权人如何评估管理层和董事会绩效的制度设计,并作为一种降低代理成本的工具。“事实上,如果法律没有赋予股东此类权利,我们就必须创造他们。”^[68]

4. 所有权的重新集中:我们现在又前进了40年左右,从贝尔和米恩斯最初对政府必须干预公司治理以服务于新政实施的政策引导目的,到资本市场的完备性。此时,治理的作用是最大程度减少基于效率导向由所有权和控制权分离所产生的代理成本,使普通股成为更有效的融资方式。对所有权和控制权分离的解释的第二次转变成于21

[66] See Wesley N. Hohfeld, *Some Fundamental Legal Conceptions as Applied to Judicial Reasoning*, 23 *Yale L. J.* 16(1913).

[67] See *Restatement (First) of property* § § 8, 10(Am. L. Inst. 1936) (将“不动产”定义为若干占有性权益之一,将“所有者”定义为这些权益之一的持有人)。

[68] Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations; The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stan. L. Rev.* 819, 834(1981). 弗兰克·伊斯特布鲁克和丹尼尔·菲谢尔在其他出版物中也提出了同样的观点。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. & Econ.* 395(1983).

世纪的第二个十年,是由上市公司股东分布的根本变化引发的。资本市场的日益完善和股东价值最大化的回归发挥了主导作用,而不是贝尔和米恩斯的“政策引导理论”。

直到1950年,贝尔和米恩斯对其20世纪20年代提出的所有权模式理论仍然准确。股票仍主要由家庭持有。1950年,包括养老基金在内的机构投资者仅持有约6.1%的美国股票。^[69]到1980年,股权的分布开始从家庭转向机构。当时,机构投资者持有28.4%的美国股票。^[70]到2009年,股权通过中介机构重新集中的过程基本完成,机构投资者持有50.6%的美国上市公司股权和73%的美国最大的1000家公司的股权。^[71]到2017年,机构总持股量上升至70%。^[72]与此同时,被动资产管理的指数基金的出现和惊人的增长速度导致机构投资者的持股比例进一步提升。到2016年,最大的20家机构平均控制了20家最大公司平均约33%的股份。^[73]到2018年,股权中介机构以及从主动管理到被动管理的转变已经完成。2009年至2018年,美国股票基金中被动管理的比例从19%上升至44%。由于被动管理的经济规模巨大,市场变得高度集中:2017年,三大被动管理公司——黑石、

[69] See Matteo Tonello & Stephan Rahim Rahimov, The 2010 Institutional Investor Report 22, *The Conf. Bd.*, tbl. 10(2010); Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 863, 874(2013).

[70] 同上。

[71] 同上。For a time series of institutional ownership between 1950 and 2004, see Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 – 2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 *Stan. L. Rev.* 1465, 1568(2007).

[72] See Eric Posner, Fiona Scott Morton & E. Glenn Weyel, *A Proposal to Limit the Anti-competitive Power of Institutional Investors*, 81 *Antitrust L. J.* 669(2017).

[73] See Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 *J. Econ. Persp.* 89, 92(2017); Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in *Research Handbook on Shareholder Power* 32, 35 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds. 2015).

先锋和道富——持有标准普尔 500 超过 15% 的股份。^[74]

普通股持有者从直接的个人转换为代个人持股的共同基金和养老基金,以及机构投资者持股集中等现象,彻底颠覆了贝尔和米恩斯的所有权理论。不同于贝尔和米恩斯大约 80 年前阐述美国公司股份广泛分布的情况,现代金融理论支持多样化,第二次世界大战后美国政策导向是退休储蓄将通过公司养老金计划而不是广泛扩展的社会保障来管理。随后,出现了从固定退休福利到固定缴款退休计划的转变,导致了公司所有权的巨大集中,吉尔森和戈登称之为“代理资本主义”^[75]。打个比方,在没有控股股东的情况下,对大多数美国大公司有效控制的投资机构的代表可以很轻松地被一张董事会会议桌容纳。例如,三大指数基金提供商黑石、先锋和道富在 2017 年合计持有标准普尔 500 约 15% 的流通股;约 31% 的标准普尔 500 公司有 4 个或更少的股东,他们合计持有公司 20% 以上的流通股。指数“三驾马车”持有市值最高的苹果公司 20% 的流通股。^[76]

所有权的转移产生了新的治理结构。主要以对冲基金形式出现的主动投资者利用股权的重新集中,通过代理机制向其认为表现不佳的公司的机构股东提出替代性战略方案。如果公司管理层不同意采纳该替代性战略方案,主动投资者就会发起或威胁发起代理权争夺战,用主动投资者选择的候选人名单替换部分或全部现有董事会成员。大型机构股东有资源和专业知识来评估主动投资者的提案,通常集体持有足够的股票以影响主动投资者发起的以实施替代性战略为目的的代理人之争的胜率。机构投资者因此开始扮演贝尔和米恩斯描述的角色,1932 年,股权分布广泛的股东不能有效地监督管理层,但现在通过主动管理的中介机构可以。

一个更加完善的资本市场对管理层的监督能力发生了巨大变化。

[74] See John C. Coates, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve* (Harv. L. Sch., Pub. L. Working Paper, Paper No. 19-07, 2018), <https://ssrn.com/abstract=3247337>.

[75] See Gilson & Gordon, 同前注[73].

[76] See Coates, 同前注[74]. Gilson & Gordon, 同前注[73], 追踪了推动股权中介的力量。

20世纪80年代的敌意收购是通过利用目标公司的资产来支持收购所需的借贷。然而,由于资本市场无力为这种规模的收购提供资金,最大的公司免受敌意收购。^[77] 21世纪的维权代理挑战完全不同,而且可能更加强大;主动投资者利用机构投资者的股票所有权以及投票权,而不是利用目标公司的资产负债表来收购目标公司。在大多数情况下,主动投资者不一定要赢得代理权竞争才能成功。在过去的20年里,越来越多的代理权竞争的结果是与现任者达成和解,主动投资者获得董事会席位。^[78] 这些机构在大型上市公司中的持股比例与小型上市公司大致相同,结果是,任何一家没有控股股东的公司都不能大到足以仅靠规模来抵御主动投资者的挑战。^[79]

即使最大公司的管理层也面临威胁,引发了对贝尔和米恩斯理论最终和最激进的重构。为了应对由更加完善的资本市场带来的股东价值最大化的过度影响,重新转向政策引导。管理层及其支持者贬低股东最大化股票价值的努力,这种努力是由集中的股权中介机构实现的,并受到主动对冲基金的帮助。他们把这种努力描述为迫使管理者进行短期操作,损害了公司、股东和经济的长期最佳利益。^[80] 此前,贝尔和米恩斯将广泛持股的小股东造成的问题定义为不受股东约束的管理

[77] 在敌意收购期间,资本市场的日益完善,确实导致规模大得多的公司成为看似合理的目标。对这种扩大潜在收购目标规模的标准解释,可以追溯到KKR有能力迅速筹集必要的债务,为1988年收购RJR Nabisco提供资金。Bryan Burrough & John Helyar, *Barbarians at the Gate* (1989)。

[78] 从2001年到2016年,在主动投资者获得席位的和解中,投票代理权角逐的百分比从不到25%增加到近50%。Jason Frankl & Steven Balet, *The Rise of Settled Proxy Fights*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (March 22, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/22/the-rise-of-settled-proxy-fights/>。

[79] 从2016年到2019年,平均有66家公司成为代理权争夺的目标,导致平均每年133个董事会席位。在大约84%的情况下,席位是通过和解获得的。Lazard S'holder Advisory Grp., *Lazard 2019 Shareholder Activism Review 15*, tbl. 4 (2019) <https://www.lazard.com/perspective/lazards-2019-annual-review-of-shareholder-activism/>。

[80] See Compare Lynn A. Stout *The Toxic Effects of Shareholder Primacy*, 161 U. PA. L. Rev. 2003(2013), with Mark J. Roe & Roy Shapira, *The Power of the Narrative in Corporate Law making* (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 554, 2020), <https://ssrn.com/abstract=3703882>。

层,因此需要政府为了整个经济的利益进行真正的干预,而非实现股东价值最大化。大约 80 年后,当股权中介机构强化了股东约束时,管理层支持者认为,引发贝尔和米恩斯担忧的管理层自治是解决方案,而不是问题。股东价值最大化,受到股权中介机构和代理资本主义的推动产生了另一个赫希曼式转变:因为可能导致短期主义、创新减少和收入均等化,要反对股东至上。第四部分分析了当前向利益相关者资本主义导向的趋势。

(三) 总结

我们对过去两个世纪美国公司治理的知识和法律发展的关键举措的概述揭示了两种截然不同的公司观点之间的转变——作为政府公共政策的工具和作为投资者私人财富创造的工具。在很大程度上,公司主流观念的周期性变化是内生的,是对当时公司治理中社会或经济效果平衡状况失望的产物。

三、美国以外的治理周期

此前,对赫希曼式的公司治理影响转移周期的分析集中在美国。现在将分析扩展到世界其他地方。首先关注日本,研究结果表明,在任何给定的时间,不同国家的治理体系的重点可能在政策引导和资本市场完善性之间的不同周期上。从空间角度来看,一个国家的公司治理体系通常会反映一个内部问题,而不是一个角落的解决方案。该体系位于一个连续体的某个点上,一个端点标志着纯粹的政策引导,另一个端点标志着纯粹的资本市场完备性。可以看到,日本公司治理一直在从政策引导和利益相关者转向资本市场完备性和更加强调股东财富最大化,当然这种转变是断断续续的。日本对作为股东财富创造工具的公司的高度关注,在美国和英国朝着相反的方向发生,朝着以利益相关者为导向的政策引导发展的时期。不同的公司治理体系可能同时沿着连续体向相反的方向发展,这一事实说明背景因素在比较分析中的重要性,也说明全球各国向特定意识形态或理想状态的公司治理趋同的障碍。很重要的一点是,对不同历史和不同时期国家影响力的类似变

化的观察支撑了以下观点:提高资本市场完备性的努力和加强政策引导的努力之间的变化在公司治理体系中是内在一致的。

本文的目的不是详尽地描述日本制度,而是强调企业发展的内生驱动周期与特定国家、特定经济组织、特定意识形态或特定时间点无关。美国和日本的公司治理体系目前在大致相同的时期沿着连续体向相反的方向发展。

(一) 日本:从政策引导到股东资本主义

第二部分描述了从1932年至今,对美国上市公司股权的认知和实际分配的变化如何反映了政策引导和资本市场完备性之间的转变模式。世界不同地区的有着不同的治理方向,甚至与美国的方向相反。从明确使用公司治理进行政策引导,到通过政治经济变革实现资本市场完备性以更加强调整体价值,并最终更明确地推动公司在社会中实现股东财富最大化。在日本,推动方向转变的关键是明确的“安倍经济学”政府政策和外国机构投资者在日本资本市场的崛起。

在日本高速增长时期,作为围绕战后时期发展起来的非正式制度构建,公司治理有助于支持基本的社会目标,包括最重要的长期稳定就业。这与战前日本的公司治理大相径庭,当时“股东是制度的国王”^[81]。战后大公司对大部分劳动力终身雇佣的承诺导致了以银行为中心而不是以资本市场为中心的公司金融体系,因为前者不太可能破坏公司对劳动力的隐性承诺。一家公司的“主要银行”,是公司最大的贷款人,通常也持有其股权,监督公司业绩,并在公司出现财务困境时提供帮助。拥有同一家主要银行的关联公司之间的稳定持股网络(企业集团)进一步使管理层免受资本市场的压力,支持人力资本长期投

[81] See Takeo Hoshi & Anil Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future 50* (2001) (总的来说,当银行不参与公司治理过程。相反,股东们似乎在监督公司和威胁管理层方面起了带头作用。战前的金融体系可以概括为证券市场占主导地位的体系。银行是盈利的,提供了大量的融资,但股票和债券融资更为重要。股东是这个系统的国王。事实上,如果将战前的体系与战后的美国体系和战后的日本体系相比,美国体系与战前的日本有更多的共同点。)

资。反过来,日本的银行体系得到了政府隐性的“不失败”保证的支持。^[82] 这些非正式机构的互动支持了公司管理层对大部分男性劳动力终身雇佣的隐性承诺。^[83] 公司治理机制为日本战后的社会安全网提供了重要元素。敌意收购、代理权争夺、主动投资者和管理层对财务回报的关注等资本市场或以股东为中心体系的标准特征,在该体系中并不普遍,并经常被诋毁为日本版企业资本主义的诅咒。^[84]

20世纪90年代初,日本资产泡沫的破裂和随之而来的金融危机严重削弱了战后公司治理制度。“失去的十年”见证了持续的低增长、低通胀甚至负通胀。^[85] 银行倒闭出现,实力较弱的银行被兼并。主银行和稳定的持股关系开始瓦解,^[86] 侵蚀了以主银行为中心的企业集团。植根于战后时期的管理实践非常强调保持市场份额和保护员工,变得过度规避风险并不适应随商业条件变化来有效利用资本。日本经

[82] See Curtis J. Milhaupt & Geoffrey P. Miller, Conflict Cooperation and Convergence: Evidence from the “Jusen” Problem, 29 Law & Pol’y Intl Bus. 1, 48(1997) (分析非正式规范的运作,包括90年代初日本银行业的“不失败规范”)。

[83] See Curtis J. Milhaupt, Creative Norm Destruction: The Evolution of Non legal Rules in Japanese Corporate Governance, 149 U. PA. L. Rev. 2083(2001); Ronald J. Gilson & Mark J. Roe, Lifetime Employment; Labor Peace and the Evolution of Japanese Corporate Governance, 99Colum. L. Rev. 508(1999)。

[84] 同上, p. 2089. 2008年,日本最有权力的部门之一的一名官员发表演讲,质疑日本企业需要改变以应对全球经济变化的观点。He made the case that companies should be able to choose their shareholders (which he described as “fickle, irresponsible, and greedy”) rather than the other way around. Michiyo Nakamoto, One Way Street? As Its Companies Expand Abroad, Japan Erects New Barriers at Home, Fin. Times(Mar. 2, 2008), <https://www.ft.com/content/98c40880-e858-11dc-913a-0000779fd2ac>.

[85] 日本1990年前的GDP增长率导致GDP每14年翻一番。1990年后的增长率意味着GDP每80年翻一番。Fed. Rsrv. Bank of St. Louis, Japan’s Lost Decade vs. the U. S. Great Recession, On The Econ. (June 25, 2018), <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2018/june/japan-lost-decade-us-great-recession>.

[86] See Hideaki Miyajima & Fumiaki Kuroki, The Unwinding of Cross-Shareholdings in Japan: Causes, Effects, and Implications, in Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity 79(Masahiko Aoki, Gregory Jackson & Hideaki Miyajima eds., 2007)。

济的创新能力下降。^[87]企业对通缩环境的反应是,越来越不愿意雇用受终身雇佣保护的工人,导致低收入、低工作保障的“非正规”工人比例大幅上升。^[88]日本战后的社会安全网开始随着其公司治理体系出现问题。

战后以银行为中心的公司治理制度的弱化,为日本管理层创造了一个规则真空。2014年,《经济学人》谴责“日本高层管理人员缺乏监督,导致长期表现不佳”^[89]。奥林巴斯会计丑闻之后,《经济学人》问道:“想投资没有外部董事的表现不佳的公司吗?去日本吧。”^[90]在与艾丽西娅·小川奈那共同起草的一份工作文件中,日本养老基金会公司治理总监北古建(Ken Hokugo)对21世纪第二个十年的情况总结如下:

长期以来,日本公司的利润一直低于全球同行;他们失去了全球市场份额;他们选择积累巨额现金余额,而不是冒险刺激创新。他们非常抵制对外透明(尤其是股东),这导致了最近一些渎职的例子。很大一部分日本上市公司的股价仍低于账面价值,这表明投资者认为管理层没有能力创造新的增长点。^[91]

各种背景因素增强了公司治理改革的紧迫感。一个面临人口迅速老龄化和下降问题的成熟经济体必须通过资产创造价值,以履行养老

[87] See Lee G. Branstetter & Yoshiaki Nakamura, Is Japan's Innovative Capacity in Decline?, in *Structural Impediments to Growth in Japan 191* (Magnus Blomstrom et al. eds. 2003).

[88] See Andrew Gordon, New and Enduring Dual Structures of Employment in Japan: The Rise of Non-Regular Labor, 1980s - 2010s, 20 *Soc. Sci. JAPAN J.* 9, 9 (2017) (reporting rise in non-regular employees as percentage of total from 15% in 1982 to 38% in 2014).

[89] Corporate Governance in Japan: A Revolution in the Making, *Economist* (May 3, 2014), <https://econ.st/2XOXODD>.

[90] Corporate Governance in Japan: Olympian Depths, *The Economist* (Nov. 3, 2012), <https://econ.st/3CEbwrw>.

[91] See Ken Hokugo & Alicia Ogawa, The Unfinished Business of Japan's Stewardship Code (Ctr. for Japanese Econ. & Bus.: Corp. Governance & Stewardship Program, Working Paper No. I, 2017), <https://academiccommons.columbia.edu/doi/10.7916/D8D79PTM>.

金义务并防止赤字进一步扩大。^[92] 不断萎缩的国内市场迫使管理层寻求创新和海外投资机会。过去 20 年来,日本上市公司所有权结构的变化,特别是外国投资者所持股份比例的显著增加,^[93] 开始使日本管理层面临投资者更高水平的期望和参与。

在此背景下,第二届安倍晋三政府(2012~2020 年)公布了“复兴战略”,其中包括一系列公司治理改革,明确旨在通过鼓励冒险和关注财务回报来振兴经济,这是向股东价值明显转变的表现。为了落实安倍推动经济复苏的政策,2014 年通过了《管理法案》,希望鼓励公平的机构投资者参与投资组合公司。本文第四部分提到,日本采用《管理法案》的动机与英国和美国的情况形成对比,英国和美国鼓励机构投资者参与是为管理层提供资本市场压力的缓冲阀。^[94] 日本的《公司法》于 2015 年生效,为公司董事会构成提供了一个新的选择,重点是改善董事会的审计和监督职能。同年,在遵守或解释的基础上通过了一项公司治理法案,以鼓励任命独立董事,并强制披露公司稳定持股的理由,期望这一义务将导致交叉持股的解除。《公司治理法案》寻求“以

[92] 正如日本经济产业省一份颇具影响力的报告所言,“日本必须将自己转变为一个‘资产管理国家’,专注于从长期投资中获取回报”。Kunio Ito, *Ito Review of Competitiveness and Incentives for Sustainable Growth: Building Favorable Relationships Between Companies and Investors* 3 (2014), https://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_governance/pdf/FRIR.pdf.

[93] 外国人(几乎所有机构)持有的股份比例从 1970~1985 年的约 5% 上升到 2018 年的约 30%。Japan Exch. Grp., Inc., *2018 Share Ownership Survey*, 4 tbl. 3 (2019), <https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/examination/b5b4pj000002xz8-att/e-bunpu2018.pdf>.

[94] 日本监管准则是以英国监管准则为蓝本的,但其目的非常不同:鼓励机构投资者“为其客户和受益人提高中长期投资回报”。基于对公司及其商业环境的深入了解,通过建设性接触或有目的的对话,提高和促进被投资公司的企业价值和可持续增长。Gen Goto, *The Logic and Limits of Stewardship Codes: The Case of Japan*, 15 *Berkeley Bus. L. J.* 365, 371 (2019) [引用专家委员会关于《日本版管理法案》的意见,“负责任的机构投资者原则:通过投资和对话促进公司的可持续增长 1” (2014), <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140407/01.pdf>]; see also *infra Part IV*.

增长为导向的治理”〔95〕该法案“没有过分强调避免和限制风险或防止公司丑闻。相反,它的主要目的是刺激企业创业精神,支持企业可持续增长并在中长期内增加企业价值”〔96〕

上述改革反映出的远大目标不应被掩盖。安倍改革寻求战后日本公司治理向资本市场的根本转向,并大幅提升股东在利益相关者中的地位。因此,安倍的改革“不仅仅是修补股东和管理层之间的正式关系,更反映了一种有意识的努力,即利用政府干预来克服路径依赖,该路径依赖维系着一个不再有利的治理和生产体系”。〔97〕更通俗地说,这种新政可以被称为“让我看看公司治理的业绩”〔98〕

可以预见的是,迄今为止这些干预的结果喜忧参半。让日本经济走向建立在更完善的资本市场基础上的以股东为中心的资本主义绝非易事。对许多公司来说,强调对资本市场的责任(部分通过代表投资者利益的独立董事来实现)与日本战后以利益相关者为导向的组织结构和实践并不完美契合,特别是在就业领域。〔99〕此外,围绕股东财富最大化的好处,也没有形成社会共识来实现平稳过渡。柔性法律准则和新的董事会结构所能实现的目标也是有限的,尤其是在面临来自企业界重要部门的阻力时。简而言之,在日本,安倍公司治理改革所展现的愿望和战后日本资本主义制度的僵化逻辑之间存在一种悬而未决的矛盾。这在引言部分强调的日本地区商业游说团体的声明中显而易见。声明警告不要“过分关注股东,追求股东利益最大化,而忽视所有

〔95〕 The Council of Experts Concerning the Corp. Governance Code, The Preamble of “Japan’s Corporate Governance Code Final Proposal” 7 (2015) (internal quotation marks omitted), reprinted in Tokyo Stock Exch., Inc., Japan’s Corporate Governance Code app. (2021), https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdi/vq000008jdy-att/b5b4pj_0000046p71.pdf.

〔96〕 同上。

〔97〕 Gilson, 同前注〔1〕, p. 12.

〔98〕 John Vail, Japan’s “Show Me the Money” Corporate Governance: 4Q Economic Troubles, *Forbes* (March 4, 2019), <https://www.forbes.com/sites/johnfvail/2019/03/04/japans-show-me-the-money-corporate-governance-4q-economic-troubles/#6e459ad82b7d>.

〔99〕 See Masahiko Aoki, Toward an Economic Model of the Japanese Firm, 28 *J. Econ. Lit.* 1 (1990).

其他利益相关者的利益”。^[100]相反,它强调日本管理哲学中的“普世价值”:

这些理念强调公司与所有利益相关者之间的纽带,包括股东、员工、客户、商业伙伴、当地社区和机构投资者以外的其他各方,它们代表了一整套价值观,坚持认为公司价值可以通过与广泛的利益相关者分享公司活动成果的方式来不断提升。^[101]

安倍经济学改革可能被简单地视为应对危机而尝试政策引导的一个例子。就像美国伊丽莎白·沃伦提出的《可问责资本主义法案》,^[102]日本的改革代表着一种尝试,即该国先前的资本市场体系被认为失败之后,试图从根本上对该体系进行改造。但安倍经济学改革与众不同,它是政策引导的一个例子,鼓励向增加资本市场完备性的赫希曼式转变,从而更加关注企业盈利能力和为整个社会利益承担风险,而美国和典型的政策引导转变则是在另一个方向上。因此,对比美国和日本的做法说明了环境在公司治理改革中的至关重要性。在日本,尽管经济条件不断变化,但对利益相关者(特别是员工)利益的过度关注导致人们对治理体系的财务表现越来越失望,这促使政府干预以加强股东治理和资本市场规则,并向资本市场完备性转变。如果最终成功,这些干预将让日本资本主义回归战前以资本市场为导向的状态。

(二) 总结

通过观察日本的现象发现,只要企业是经济中的核心角色,公司治理中的二元力量就具有普遍性。同样重要的是,在理解特定国家的企业治理在资本市场完备性和政策引导连续体中所处的位置以及在特定时刻其转变方向时,背景因素具有重要意义。尽管面对私营部门的阻力时有相当大的犹豫,日本政府的政策仍是选择以资本市场股东价值为导向的企业治理,而此时美国和英国正朝着与日本相反的方向转变。

[100] Kansai Econ. F., 同前注[18], p. 1 - 12.

[101] 同上, p. 2 (emphasis in the original).

[102] See Accountable Capitalism Act, S. 3348, 115th Cong. (2018).

四、现在处于治理周期的哪个阶段

在21世纪第三个十年的赫希曼周期中,公司治理处在哪个阶段呢?正如前文所述,这个问题没有唯一的答案。不同的国家处于周期的不同点,反过来印证了这样一个观点,即每个国家的治理体系都是在特定的历史条件下构建而成的。本文重点关注美国的情况,并对日本作简要的分析。

相信读者已经预料到美国的答案,一个更完善的资本市场已经减少了管理层的自由裁量权,并产生了对股东价值的更多关注,导致政策引导方向的反弹以及对利益相关者的相应关注。在文章最后部分,简要概述了反弹发生的两个相关渠道。一个是机构投资者应该在其投资组合中充当上市公司治理的“管理者”。另一个是上市公司除了为股东创造利润之外,还应该承担明确的“目标”。

正如我们将要看到的,这两个渠道都可以被理解为对资本市场完善程度提高的直接反应,这反映在文章第二部分描述的大型机构投资者手中的股权重新集中;^[103] 每家公司都试图利用这些集中的投票权,实现更广泛的利益相关者目标,而不是减少管理层免受资本市场约束。在管理方面,颇具讽刺意味的是,支持增加政策引导和更加关注利益相关者治理的评论者现在正依靠代理权争夺中的投票支持主动投资者的同一批机构投资者来支持远离市场完备性的转变。正是机构投资者股权的重新集中,通过主动投资者导致了资本市场完备性的转变,从而首先引起了对股东价值最大化的关注。因为机构投资者所有权的增加会给管理层带来更大的约束,这是由主动投资者的新角色导致的,所以赫希曼式的向利益相关者的反弹必然要求大机构股东远离股东价值最大化和受约束的管理层自由裁量权,因为它们被“商业圆桌会议”视为资

[103] 这种集中在美国、英国和加拿大最为明显,但不限于这些市场。在世界范围内,机构投资者拥有上市公司41%的股权(按市值计算)。A. De La Cruz et al., Organisation for Econ Coop. & Dev., Owners of the World's Listed Companies, 11 (2019), <https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>.

本市场力量的阴暗面。^[104]

对管理和企业目标这两个渠道的研究已经产生了大量的文献,超出了本文讨论范围。^[105]本文的目的是确定二元公司治理体系的当前位置,并结合周期性特征,认为当前阶段可能会像之前的阶段一样短暂。

(一) 第一个渠道:管理

对资本市场日益严格的规则感到失望的第一个渠道是管理者概念的出现。大型机构投资者,尤其是超大型指数基金,是其投资组合公司的“管理者”,并主动与管理层接触以解决其中任何的问题。机构投资者是长期股东,对主动投资者过于关注短期利益的做法非常敏感。^[106]指数基金也是如此,除非指数发生变化或重新分布,否则其投资组合持有的资产是不变的。^[107]

这里的目标只是强调机构投资者作为有效管理者所面临的困难。^[108]他们的无效性预计会缩短下一次赫希曼式反弹的时间。大型机构投资者作为管理者做出重大贡献的潜力首先取决于其持股的规模和集中度,这两者都有助于确管理者倾向于听取其意见。

目前,机构投资者很容易满足规模和集中度标准。2020年,机构

[104] See The Bus. Roundtable, 同前注[13].

[105] 关于管理权, see, e. g., Jennifer Hill, Good Activist/Bad Activist, The Rise of International Stewardship Codes, 14 Seattle U. L. Rev. 497 (2018); on corporate purpose, see, e. g., Edward B. Rock, For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate Over Corporate Purpose (Working Paper 2020), https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589951; Mayer, 同前注[4]; Brit. Acad, 同前注[5].

[106] See, e. g., Robert C. Pozen, The Role of Institutional Investors In Curbing Corporate Short-termism (2015), <https://www.brookings.edu/articles/the-role-of-institutional-investors-in-curbing-corporate-short-termism/>; Larry Fink, Letter to Chief Executives Blackrock (2016), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2016-larry-fink-ceo-letter>(今天这种歇斯底里的季度收益文化完全违背了我们需要的长期方法).

[107] See, e. g., Adriana Robertson, The (Mis) Uses of the S&P 500, (Working Paper 2018), https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3205235.

[108] 将机构投资者定义为现在所谓的“管家”的早期努力可以追溯到20世纪90年代初,其目标是增加股东价值最大化,而不是政策引导和对利益相关者的更多关注。See, e. g., Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors, 43 Stan. L. Rev. 863 (1991).

投资者拥有美国上市公司约 70% 的流通股。^[109] 这些大型控股公司也高度集中,大大减少了与合作方的摩擦。截至 2020 年 5 月,前 1% 最大的投资公司集团管理着 61% 的行业总资产,是最底层的 50% 投资公司管理公司资产的 243 倍,其集中度还在进一步上升。2020 年,前 1% 最大的基金家族与最底层的 50% 基金家族的持股差异是 10 年前的 2.3 倍。^[110] 最后,基金的分布正急剧向指数基金转移,资产管理公司也是如此,它们管理着足够多的资产,可以获得与被动管理的指数基金相对应的规模经济。指数基金经理越来越集中,甚至更倾向于三大指数运营商:黑石、先锋和道富环球顾问。从 2010 年到 2019 年,指数化股票基金和交易所交易基金(ETF)的净现金流为 1.8 万亿美元,其中 1.7 万亿美元与主动管理基金的负现金流大致相当,即从主动投资组合管理到被动投资组合管理的巨大转变。^[111] 从 2009 年到 2019 年,黑石、先锋和道富全球顾问公司获得的 82.4% 资产流入股票共同基金和 ETF。^[112]

随着英国财务报告委员会(U. K. Financial Reporting Council)为应对 2008 年贝尔斯登(Bear Stearns)和雷曼兄弟(Lehman Brothers)破产引发的大衰退以及对美国国际集团(AIG)的隔夜纾困需求而发布

[109] Posner et al., 同前注[72].

[110] See Siobhan Rinding, Trillion-dollar Club Tightens Grip on Fund Market During Crisis, *Fin. Times* (May 9, 2020), <https://www.ft.com/content/a6aa1010-3dff-4521-af52-tbadb496c89d>.

[111] See Investment Company Institute, *Investment Company 2020 Fact Book*, fig. 3.4 (2020). 关于股票共同基金日益集中和从被动管理向主动管理转变的更多信息, see, e. g., Coates, 同前注[74]; Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, 119 *Col. L. Rev.* 2029 (2019); Edward Rock & Marcel Kahan, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders* (*Eur. Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 467/2019*), <https://ssrn.com/abstract=3295098>; Gilson & Gordon, 同前注[69].

[112] Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 *Boston U. L. Rev.* 721, 732 (2019).

2010年《管理法案》^[113]，管理概念受到了高度关注。^[114] 2010年《管理法案》在2012年和2020年进行了两次修订，^[115]许多其他国家也采用了类似法规。^[116]

然而从一开始，即使是对管理运动起源的简单描述也提出了一个难题，引起了对整个企业的质疑。机构投资者在金融危机爆发时持有足够多的股份，足以影响大多数激进的代理权争夺战的结果，并在机构决定参与时引起投资组合公司管理层的注意。因此，机构有权力充当管理者，而且因为持股足够集中导致协调成本不会成为障碍。但是，如果这场自大萧条以来最大的金融危机是商业银行和投资银行过度冒险的结果，那么那些强大的机构股东在哪里？他们的管理能力本可预见

[113] Fin. Reporting Council, UK Stewardship Code, (2010), <https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf>.

[114] See, e. g., Brian R. Cheffins, The Stewardship Code's Achilles' Heel, 73 *Moo. L. Rev.* 1004 (2010) (采用英国管理规范的调查背景). On the financial crisis, see, e. g., Ben Bemanke, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and its Aftermath* (2015); on the AIG crisis and rescue, see, e. g., Timothy Geithner, *Stress Test: Reflections on Financial Crises* (2015).

[115] See Fin. Reporting Council, UK Stewardship Code (2012), [https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/2012-uk-stewardship-code-\(1\)](https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/2012-uk-stewardship-code-(1)); Fin. Reporting Council, UK Stewardship Code (2012) [frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code-Dec-19-Final-Corrected.pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code-Dec-19-Final-Corrected.pdf).

[116] See Hill, 同前注[105], p. 497, 它很好地跟踪了管理法规在国际上的传播以及不同国家采取的不同方法。尽管这些准则的语言相似,但这些准则在不同国家的用途却大相径庭。See Dan W. Puchniak & Earnest Lim, *The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of the Global Transplant of a Legal Misfit* (Eur. Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 589/2021, 2021). 欧洲公司治理协会网站提供了各国公司治理守则的副本。See Codes, Eur. Corp. Governance inst., https://ecgi.global/content/codes-stewardship?field_categories_tid=stewardship (last visited Feb. 9, 2022).

灾难到来,并通过他们的股权提供防止灾难发生的力量。^[117]

因此,当前的管理概念代表了对这个非修辞性问题的非监管性回应。^[118]这是一种赫希曼式的反应,对日益关注股东价值最大化的结果感到失望。这种反应依赖于极大地增强了这种关注的中介作用,将其作为稀释这种关注的工具。

正如第二部分提到的,股权中介机构重构了股权分布格局,大型机构所有者控制了上市公司超过70%的流通股。例如,大型主动管理的共同基金顾问的商业模式是增加基金管理下的资产价值(AUM)。因为共同基金顾问的报酬通常设定为资产管理规模的百分比,增加基金投资组合中股票价值的决策也会增加顾问的报酬。如果管理要成功,主动投资组合的经理是至关重要的;正是这些追求阿尔法的专业人士拥有评估投资组合公司的业绩和战略的技能。直观上看,这是一名管家的核心职责。

主动型基金顾问成功增加基金资产价值的间接效应,极大地增强了管理基金通过增加资产管理规模进而增加顾问和投资组合经理薪酬的动机。资产管理规模随着现有投资组合价值的增加而上升;但它也因新购买该基金股票的资产流入而上升,这可能是该基金相对表现良好的结果。因此,基金份额的更好表现导致了资产管理规模上升的两个不同来源。

用治理术语来说,资产管理规模导向的顾问薪酬的结果是,让基金有可能接受溢价敌意收购;如果顾问代表基金股东通过投标基金的目的

[117] 一个熟悉的对花旗集团的引用说明了这一点。2007年,当其首席执行官查尔斯·普林斯(Charles Prince)被问及为何没有让该银行退出杠杆收购市场风险最高的部分时,据说他回答说“只要音乐在播放,你就必须站起来跳舞。”Michiyo Nakamoto & David Wighton, Citicorp Chief Stays Bullish on Buyouts, FIN. TIMES (July 9, 2007), <https://www.ft.com/content/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac>. 在这方面,请注意,花旗集团有一个非常大的、友好的投资者,他有能力让资本市场纪律难以实施;不清楚普林斯害怕谁。

[118] See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). 大多数管理和公司治理准则不是强制性的。相比之下,美国的回应是大规模的新法规,数百项条款长达2000多页。该法令预计将强制发布数千页的法规,这些法规创建了新的金融监管阿根体系,并解决了从信用评级质量到对冲基金注册、从衍生品交易到美联储紧急贷款权力的所有问题。

标份额接受溢价出价,基金份额的价值将增加到溢价的程度,从而使基金股东双方受益,并且因为投资者将他们的投资转移到资产增长最快的基金,所以,给予基金顾问通过接受溢价出价来增加其资产管理规模的动机。出价高于市场的溢价提高了受益者的绝对回报,而且在其他基金既没有持有目标公司的股票也没有参与竞标的情况下,也提高了基金的相对表现:表现较好的基金从表现较差的基金中拿走了资产。

这种激励导致基金顾问反对对投资组合公司在资本市场的风险敞口设置障碍,并使他们能够接受敌意收购者对其股票提出的溢价。因此,共同基金通常会在其网站上宣布,它们将投票反对防御性策略,这种策略允许投资组合公司管理层阻止敌意溢价收购,例如通过采用毒丸计划或交错董事会。^[119]

至少就公司管理层而言,一系列机构激励措施导致了一种赫希曼式的反应,远离市场完善并转向政策引导,即从股东价值最大化转向利益相关者导向,更多地保护管理层免受资本市场约束。然而要做到这一点,无论如何都有必要鼓励大型基金顾问抵制溢价敌意收购(如果确信目标的长期价值超过了所获得的溢价),投票反对主动投资者提议的补充战略。抛开基金顾问能否评估出合适的贴现率的问题不谈,必须说服机构投资者更倾向于长期投资而不是短期利润。

随后出现了这样的观点,机构投资者应该是其投资组合公司的管理者。正如2019年英国修订的《管理法案》*,“管理的责任是负责机构投资者界的资本分配和管理,为受益人、经济和社会创造可持续的价值。管理的主要目的是照看受托保管的受益人资产”。^[120]从这个意义上出发,管理是股权再度集中的赫希曼式推论。该政策要求更广泛地

[119] See, e. g. , BlackRock, Corporate Governance and Proxy Voting Guidelines for U. S. Securities (2021), at 5, 7, 9, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf> (反对交错董事会和最毒毒丸)。

* 2019年开始修订,2020年完成修订。——译者注

[120] Fin. Reporting Council, Proposed Provision to the UK Stewardship Code, at Annex A – Revised UK Stewardship Code 1 (2019).

整合“经济和社会”的利益,而不是只关注基金顾问的利润以及受益人的投资表现。推动资本市场的完备性让位于政策引导。

但这种管理架构面临一个简单的问题:它会成功吗?管理角色与管理者的业务模式一致吗?^[121]我们看到的是在田间劳作弄脏双手的管家,还是喜欢这份工作的职责但对这份工作没兴趣的英国地主绅士?

答案将由资产管理经济学决定,其结果受到该行业两项发展的强烈影响,这两项发展几乎与通过中介进行的股权再集中同时发生。首先是资产管理规模的大规模转变,从寻求阿尔法回报的主动管理基金转向只寻求机械地提供与它跟踪的特定指数相同回报的指数基金;其次,指数基金和主动管理基金的管理费因此大幅下降。^[122]

目前为止可以看到,机构投资者拥有足够的所有权,能够影响但不一定支配投资组合公司的管理。投资管理市场足够集中,合作的可行性大幅提升。最后一个问题是,机构投资者是否拥有有效履行管理职责的资源。回答这个问题需要更多地关注管理者的实际行动。

管理箭筒中的令箭可以大致分为监督、投票和参与。虽然监督和参与可能是管理者履行其投票职责的前提条件,但更准确地了解所涉

[121] 我们在这里注意到,文中的讨论假设机构投资者是一个盈利企业,其吸引资金的能力取决于其业绩。换句话说,未来管理导向型基金的潜在投资者可以选择投资对象,因此该基金面临股东价值最大化的市场压力。相比之下,机构投资者锁定了只能投资于管理导向型基金的资金流,从而避免了绝对和相对业绩的激励效应。这种锁定投资者基金包括如加州公共雇员退休系统等美国州级公共雇员养老金,以及新加坡和挪威的主权财富基金。

[122] 指数基金管理费的规模驱动下降,加上指数基金在相当长一段时间内的净值表现优于积极管理的基金,导致最大指数基金的管理费从0到0.3%不等。机构投资者如何在不为所提供的服务收费的情况下赚钱?正如我们将在下文注释[125] - [128]中讨论的那样,指数基金经理分享向希望做空股票的投资者出借证券的费用。然而,将证券借贷作为一种收入来源,可能会在履行管理者的核心职责一方面产生冲突;对投资组合的股票进行投票。我们在后注[128]中讨论了这一冲突。第二个资格与指数经理除投资组合管理以外的费用有关。在几乎所有情况下,管理费仅包括支付给基金顾问的投资建议费用。收取单独的费用,涵盖除基金份额分配之外的所有其他基金费用,根据1940年《投资公司法》,基金份额分配不能向投资者收取。2021年9月29日,美国证券交易委员会(SEC)提出了《交易法》(Exchange Act)规则10c-1,该规则将大幅增加有关证券借贷的重大信息的披露。See Reporting of Securities Loans, 86 Fed. Reg. 69, 802 (Dec. 8, 2021).

及的投票规模和提交给股东的问题类型是有益的。例如,一只标准普尔 500 指数基金每个季度会投出数千张选票,涵盖该基金 500 家投资组合公司提交给股东的问题。需要机构投资者投票的数量巨大,但其中大部分投票都是批准公司的外部审计机构这样的常规事项,决定如何投票几乎不涉及任何费用。但即使基金公司维护机械投票所需的管理机构,实际投票的成本仍然很高,而机构股东服务公司(ISS) 和格拉斯·刘易斯(Glass Lewis) 等领先的代理顾问通过提供一项服务来减轻这一问题,该服务根据基金公司给出的指示机械地进行投票。^[123]

作出投票决定的必要成本可能被夸大。对投资组合公司的公司治理结构作出投票的问题并不新鲜,如毒丸计划、交错董事会、独立首席执行官和董事会主席职位等。上述问题已经被大型共同基金普遍解决了,其立场也出现在网站上。可以肯定的是,当投票与价值或交易有关时,一般政策性问题(如反对毒丸计划)可能需要投入更多资源,这种投票直接影响投资组合公司的股价。例如,一家公司可能希望采用与特定敌意收购或代理权争夺相关的短期毒丸,而不是标准的 10 年毒丸计划。有证据表明,如果董事会等到有机会挑战管理层时,尽管其可以在没有股东投票的情况下马上服用药丸,其作出可能会服用的意思表示也可能会影响股价。^[124] 这种情况下,可以要求一个基金批准一个条款适合特定情况的药丸,例如一个精心制作的药丸,以保护房地产投资信托的税务地位,或防止因所有权变化而丧失净经营损失的结转。这些都是常规问题,不需要深入分析。

对管理者投票的最后一个担忧,是各类基金费用下降导致投资公司收益率压缩。基金不仅可以从管理费中获得收入,还可以通过向希望做空发行人股票的主体出借投资组合股票来获得收入。虽然这些费

[123] ISS 网站描述了该公司在大量投资组合公司选举中管理机构投资者投票机制的能力。See Inst. S'holder Servs., Proxy Voting Services, <https://www.issgovernance.com/solutions/proxy-voting-services/> (last visited Feb. 9, 2022).

[124] See Emiliano Catan, The Insignificance of Clear Day Poison Pills, 48 J. Leg. Stud. I (2019); Merritt B. Fox et al., The Core Corporate Governance Puzzle: Contextualizing the Link to Performance, 99 B. U. L. Rev. 1995 (2019) (解决采用晴天毒丸可能产生信号效应的情况)。

用通常由顾问和基金共同承担,但股票借贷可能会与董事的投票义务产生冲突。如果基金的股份在投票的登记日被借出,则该董事不能投票。这对于有争议的投票尤其重要,因为此时借入股票的费用可能是最高的。^[125]

近期发生的一个极端例子很好地诠释了潜在问题。2020年6月,游戏驿站(GameStop Corp.)面临与两位维权投资者的代理权争夺。根据第一季度报告,三大股东总计持有约40%的流通股。然而投票时,他们的持股比例已经减少到5%。据报道,股价下跌的原因是黑石、先锋和富达在记录日期前出借股票而没有收回,而收回股票将导致贷款费用的损失。^[126]

主动投资者赢得了代理权之战。在这种情况下,游戏驿站股票的新借款人据说已经按年支付了股票价值的80%~190%。^[127]美国证券交易委员会在2019年发布的指导意见称,只要基金评估了其对客户的冲突义务,便可以权衡其投票义务与贷款费用。^[128]

管理角色的核心是监督和参与。问题和分析都很简单。问题层面,基金应该通过评估其投资组合中公司的表现,充当主动投资者的替

[125] See Joshua Mitts, *Passive Exit* (Colum. L. & Econ. Working Paper, Paper No. 638, 2020), https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3716249.

[126] See Dawn Lim, *Investing Giants Ceded Full Vote Power*, WALL ST. J., June 11, 2020, at B1, B10.

[127] See Dawn Lim, *How Investing Giants Gave Away Voting Power Ahead of Proxy Fight*, Market Screener.com (Jun. 10, 2020), <https://www.marketscreener.com/quote/stock/GAMESTOP-CORP-12790/news/How-Investing-Giants-Gave-Away-Voting-Power-Ahead-of-a-Shareholder-Fight-30751433/>.

[128] See Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, 84 Fed. Reg. 47,420 (Sep. 10, 2019). The SEC did not address how this balance would be undertaken. 杰克逊专员发表了一份单独的声明,提出了对安全贷款会降低投票积极性的担忧。Robert A. Jackson, *Statement on Proxy-Advisor Guidance*, SEC. & ExcH. Comm'n (Aug. 21, 2019), <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-jackson-082119>. 最近的经验证据显示,指数基金借出受代理权争夺战影响的股票,而不是投票给它们的数量显著增加。Hu et al., *The Index Fund Dilemma: An Empirical Study of the Lending-Voting Tradeoff* (Colum. L. & Econ. Working Paper, Paper No. 647, 2020), <https://ssm.com/abstract=367531>.

代者,并在认为自己可以提供指导时,直接与公司管理层接触,以影响公司的政策和战略。^[129]至于分析层面,基金必须确定必须监督投资组合公司的数量、公司管理和战略中应该解决的问题以及监督和参与的成本。卢西安·别丘克和斯科特·赫斯特对一个大型基金家族需要监督的投资组合公司数量、直接参与的公司数量以及每项工作的成本进行了详细评估。^[130]得出的结论是,大型基金家族目前的管理实践并没有削弱真正的管理所需要的东西。

然而,当前管理工作的困难不在于基金做了什么,而在于做错的事情。^[131]从赫希曼周期来看,当前走向管理的趋势是一个海市蜃楼,它不能有效地促进政策传导,因此很可能导致失望驱动的转变。要明白这一点,不妨看一下美国大型基金家族的实际做法。

无论如何定义投资组合公司的实际表现,投票、监督和参与(基金对其管理工作的描述)离真正改善股东和利益相关者关心的事情至少有一步之遥。别丘克和赫斯特认为大型基金不仅仅参与实际上有望带来更好业绩的活动,在此基础上,本文进一步认为大型基金不投资于影响投资组合公司业绩的企业并制定应对措施。^[132]这一点可以从公司雇佣来管理项目的员工身上明显看出。可以肯定的是,他们不同于主动投资组合经理。别丘克和赫斯特估计,管理人员每年人均成本约为30万美元。相比之下,一个认真主动投资组合经理的薪酬将达到7位

[129] 注意,发挥这一作用的机构投资者取代了吉尔森(Gilson)和戈登(Gordon)强调的积极投资者和机构投资者的互补性。参见前注[69],p.897。扩大的管理角色将激进者的角色转变为机构投资者。对于一些管理支持者来说,这正是这项工作的重点。See Symposium, Session I: Corporate Purpose and Governance, 31 J. Applied Corp. Fin. 10, 23 (2019) (“除非我们能让更多主要投资机构认同我们的目标和文化,否则我们无法解决问题”).

[130] See Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, 119 Colum. L. Rev. 2029, 2076 – 80 (2019); see Jill E. Fisch, The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds, in Global Stewardship: Complexities, Challenges and Possibilities (manuscript at 101) (Dan Puchniak and Dionysia Katelouzou, eds., forthcoming), <https://ssrn.com/abstracts=3525355>.

[131] See Bebchuk & Hirst, 同前注[130],p.2095.

[132] 同上。

数。管理人员的技能与投资经理的表现、薪酬之间的差异是显而易见的。在过去的10年里,黑石大幅增加了管理团队的人数。^[133] 2017年,该公司表示,将活跃的基本面投资组合经理的数量减少约10%。^[134] 因为技能较高的员工被技能较低的员工取代,节省了人力成本和管理成本,并限制了管理。^[135]

同样引人注目的是大型基金家族不会做的事情。最重要的是,如果机构管理者非常关心投资组合公司的业绩,他们将取代主动投资者,并不会就公司董事的身份与投资组合公司沟通。大约30年前,吉尔森和克拉克曼设计了一种方法,让基金在不寻求影响控制权的情况下影响董事的选择。^[136] 可以肯定的是,吉尔森和克拉克曼方案因为不合理从未被采用。大型基金集团不直接与表现不佳的投资组合公司就董事的身份进行沟通的事实反映出,人们对有效的管理的看法严重扭曲。

无论对英国和美国管理理论的怀疑是否正确,本文研究的其他国家的情况在其对待赫希曼循环的方式上几乎没有更大的不同。日本专注于提高公司盈利能力和股东回报,并在朝着与英国和美国相反的方向前进。日本的管理法案深受英国法的影响,但其引入的动机与其来

[133] See Dawn Lim, BlackRock Power Broker Barbara Novick Is Stepping Down, WALL ST. J. (Feb. 26, 2020), <https://www.wsj.com/articles/blackrock-power-broker-barbara-novick-is-step-ping-down-11582718402?mod=searchresults&page=1&pos=8>.

[134] See Sabrina Willmer, BlackRock Cuts Dozens of Jobs and Fees in Stock-Picking Unit, BLOOMBERG NEWS (March 28, 2017), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-28/blackrock-said-to-cut-jobs-fees-in-revamp-of-active-equity-unit>.

[135] 黑石最近宣布将增加约1800名新员工,占员工总数的10%。这些新员工被描述为“初级角色”。Blackrock to Hire Up to 1800 Staffers, IGNITES.COM, Jan. 18, 2022, https://www.ignites.com/c/3464644/443833/blackrock_hire_staffers?referrer_module=emailMostPopular.

[136] Gilson & Kraakman, 同前注[108].

源国的动机非常不同。^[137] 虽然英国法案的重点是限制过度冒险和短期行为的公共利益,但日本法案旨在激励保守的机构投资者并改善公司治理以支持日本“振兴战略”所必需的“积极”管理。^[138]

在这个表面上是柔性法律移植故事中隐藏着多重讽刺。首先,日本选择努力摆脱政策引导,转而更加关注股东利益,该策略最初旨在鼓励机构投资者更有耐心,并为管理层提供更多考虑非股东利益的自由裁量权。其次,英美的管理理论与作为该理论践行者的机构投资者之间并不匹配。但与英美不同,日本的管理法案要求机构投资者推动治理周期向资本市场完备性的方向转变,并且机构投资者非常胜任该项任务。政策制定者将加强日本管理层对股东回报的关注称为“管理”,这可能被视为营销的妙招,或者是试图表明政府和市场参与者意图改变机构投资者与其投资组合公司之间的被动性关系。^[139] 最后,尽管日本管理法案旨在调动投资者的参与度,但使用的语言“比英国版本更温和、更微妙,即不鼓励机构投资者对被投资公司采取强硬立场”。^[140]

(二) 第二个渠道:企业目标

赫希曼周期目前在美国和英国的政策通道方向上的转向所通过的第二个渠道被称为“企业目标”。与其说企业目标的概念是与管理分开的渠道,不如说二者是两个分叉,它们在当前公司治理的核心特征处重新汇合,通过机构投资者实现股权中介。

当下争论的企业目标并不是新思想。在概念上,公司最早被认为

[137] Goto, 同前注[94], p. 365. 日本对英国法案的模仿并非一字不差。例如,日本省略了英国监管法规中鼓励机构投资者采取集体监管行动的部分。日本并不是唯一一个亚洲国家表面上利用英国管理法案来达到东道国特定目的,而不是其在本国的预期目的的例子。新加坡还通过了机构投资者管理守则。但与日本一样,促使其采用的公司治理问题与英国的公司治理问题没有任何相似之处。See Dan W. Puchniak & Samantha Tang, *Singapore's Puzzling Embrace of Shareholder Stewardship: Successful Secret* (Nat'l Univ. of Sing., Law Working Paper No. 2019/022), https://papers.ssm.com/sol3/pa-pers.cfm?abstract_id=3474151.

[138] See Goto, 同前注[94], p. 387.

[139] See *Singapore's Stewardship Codes also have a strong signaling function*. Puchniak & Tang, 同前注[137], p. 23.

[140] Goto, 同前注[94], p. 386.

是政府的工具或合作伙伴。^[141]随后在与玛格丽特·布莱尔和林恩·斯托特关于狭义上团队生产方式的学术辩论中,这一概念再次出现。^[142]最近,出现在公司治理争论中的主流派和政治争论中的重要参与者几乎同时发表的声明中。2020年达沃斯宣言提道:“企业的目的是让所有利益相关者参与共享和持续的价值创造。在创造这种价值的过程中,公司不仅为股东服务,也为所有利益相关者服务,包括员工、客户、供应商、当地社区和整个社会。”^[143]类似的表述出现在导言部分的概述中:2019年修订的关于企业目标的“商业圆桌会议”声明,^[144]马丁·利普顿的“新范式”^[145],由科林·梅尔领导的英国学院21世纪商业改革项目“公司的未来”。^[146]令人惊讶的是,考虑到当前股东与利益相关者之间的激烈辩论,经济学家并不反对用一个宽泛的标准来评估公司业绩,即所有与公司做生意的人的净收益。这种方法本质上是卡尔多-希克斯效率,^[147]需要计算收益和损失的净值^[148]。

[141] See, e. g., Howard Bowen, *Social Responsibilities of the Businessman* (1953) (这可能是第一部提出企业社会责任的学术著作主张“商人有义务推行那些政策,做出那些决定,或者遵循那些符合我们社会的目标和价值的行动路线。”)。

[142] Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. Rev. 247 (1999) (the original statement of the theory)。

[143] Klaus Schwab, *The Davos Manifesto: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, (Dec. 2, 2019) <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution> (与大多数委员会的草案立场一样,该框架几乎为任何事情都留有余地)。

[144] 参见前注[11]~[13]及相关表述。

[145] “从本质上说,新的范式重新调整了上市公司与其主要机构投资者之间的关系,并将公司治理视为公司、股东和其他利益相关者之间的合作。”Lipton, 同前注[6]。

[146] Brit. Acad., 同前注[5], p. 8; see also Mayer, 同前注[4], 其中阐述了该项目的基
础。颁布目的倡议为董事会出版了一份执行报告。Enacting Purpose Initiative, *Enacting Purpose Within the Modern Corporation* (2020), <https://www.enactingpurpose.org/assets/enacting-purpose-initiative-eu-report-august-2020.pdf>。

[147] See Gilson, 同前注[1], p. 23.

[148] See generally Marco Becht, Patrick Bolton & Alicia Roell, *I Corporate Governance and Control*, in *Handbook of The Economics of Finance*, 1 - 109 (George Constantinides, Milton Hanis & Rene Stulz eds., 2003)。

为了实现这个目的,需要采取本文第一部分那样的方法,想象一张公司的利润表。销售额、工资、销售成本、税收和净收入等利润表的科目分别对应客户、员工、供应商、政府和股东等不同的利益相关者。^[149]反过来,这些利益相关者通过不同的要素市场与企业产生联系。如果市场有效运作,市场将作出每个利益相关群体可分配利益的决策,股东承担成本,拥有剩余利润分配权并获得有效管理投入带来的好处。当不同的策略可以被用来生产相同的产品时,这个问题就变得更有趣了,因为投入的数量和特征都不同。一个经典的例子是两家大型超市的战略差异:开市客和沃尔玛旗下的山姆会员店。虽然他们都在同一个零售行业,但开市客对待员工更好,支付更高的工资,提供健康保险,实行更轻松的轮班安排等。开市客对支付高于劳动力要素市场出清价格的解释是,按照有效工资理论,^[150]如果员工喜欢并想保住他们的工作,公司利润将会更高。^[151]但是山姆会员店对待员工没以前那么好了,其表现却仍然良好。^[152]

按照这个架构,对企业目标的研究就不再那么重要了。^[153]经营公司的方式多种多样,如果能够说服机构投资者积极主动地评估管理质

[149] 同前注[148]。

[150] See Carl Shapiro & Joseph E. Stiglitz, *Equilibrium Unemployment as a Worker Disciplinary Device*; Reply, 75 *Am. Econ. Rev.* 892–93 (1985).

[151] 同上, p. 19.

[152] 例如,开市客的平均时薪为 20.89 美元,而山姆会员店的平均时薪为 11.23 美元。See Liza Featherstone, *Wages Against the Machine*, SLATE (June 27, 2008), http://www.slate.com/articles/business/moneybox/2008/06/wage_against_the_machine.html. 开市客和山姆会员店在对待员工方面的差异,已成为公司治理争论中一个常见的对比。See Alex Edmans, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and profit* 43 (2020). 开市客首席执行官在国会作证时,没有解释其战略反映了一个更广泛的目的:“这不是利他主义。在开市客,我们知道向员工支付高薪和提供实惠的福利对我们的业务来说是有意义的,也是我们的一个重要竞争优势。”Michael Corkery, *Costco Will Raise its Minimum Wage to \$ 16 an Hour*, NY Times (Feb. 25, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/02/25/business/costco-to-raise-mini-mum-wage-to-16.html#:~:text=costco%20Wil%20Raise%20Minimum%20Wage,Says%202D%20The%20New%20York%20Times>.

[153] See Bebchuk & Tallarita, *The Illusory Promise of Shareholder Governance*, 106 *Cornell L. Rev.* 91 (2021).

量,并根据评估情况采取行动,如要求管理人员能够在短视和远视之间游走,可能会比新范式获得更多的成就。^[154]显而易见的是,在这一轮赫希曼周期中,真正的工作将通过机构投资者的监督和参与等管理活动来完成,而不是通过法律或象征性地重构公司义务。^[155]除非机构投资者大大提高管理的决心,否则预期的结果可能是赫希曼式的失望驱动的逆转,即治理体系重新关注股东价值最大化。

对公司治理产生二元影响的市场完备性和政策引导构成的赫希曼式循环,预示着改革的未来方向,但并不预示着改革成功与否。目前主流观点认为公司治理重点从股东价值最大化转向其他利益相关者的政策引导,距离成功还存在实质性障碍,但加强了本文的结论,即解决分配问题是政府的职责,而不是公司治理的职责。^[156]

[154] 马丁·利普顿(Martin Lipton),在构建以目的尤其是利益相关者为重点的公司法新范式方面发挥了主导作用,他认识到自己的议程最终取决于吸引机构投资者的合作。See Symposium, 同前注[129], p. 23 (“如果黑石和道富集团和先锋基金都出来说,我们支持目的和文化,我们同意所有这一切,但随后继续投票支持激进对冲基金的提案,那么我们什么也干不成。新范式中没有什么新东西,在过去的30年里也没有什么新东西。但投资管理业务的竞争性特征从本质上阻止了问题的真正解决。除非我们能让主要投资机构接受我们的支持目标和文化,否则我们无法解决问题。”)。

[155] 我们怀疑重新设计定义董事会义务的标准可能会有任何重大意义。首先,正如文中的开市客/山姆会员店的例子所表明的,在现实世界有摩擦的市场中,利益相关者之间的不同分配在相同的市场中是可持续的。See Ronald J. Gilson, Charles F. Sabel & Robert E. Scott, Contracting for Innovation: Vertical Disintegration and Interfirm Collaboration, 109 Colum. L. Rev. 431, 494-501 (2009) (“对特定交易成本有不止一种组织对策。这种关系至少是一对多的。”)。科林·迈尔(Colin Mayer)教授建议,法院将强制执行董事会对股东的更广泛的信托责任,这种责任在章程中有明确的目的。美国公司律师将会明白,开市客和山姆会员店的不同战略之间的选择将受到商业判断规则的保护,该规则指示法院不要评估公司经理选择的商业战略,实际上是评估商业成功的责任分配给市场,而不是法院。其次,如果市场认为管理层选择的亲利益相关者战略导致股价下跌,但并非卡尔多-希克斯效率低下,资本市场可能会通过发起敌意收购或对冲基金运动来改变董事会进行干预。如果机构投资者接受溢价收购或支持维权投资者的代理权争夺以改变董事会和战略的倾向没有改变,那么,梅耶尔的企业目标将需要通过赋予现有管理层保护其控制权的权力来保护。最后,实现这一点最简单的方法是与控股股东合作,控股股东不对公司的业绩向任何人负责。

[156] See also Gilson, 同前注(23)。

五、总结

本文在阿尔伯特·赫希曼“转变参与”理论基础上,从概念层面推动了对公司治理发展模式的广泛研究。作为目前主流治理理论的单因素模型预测了一个稳定的哥白尼式公司治理体系,其中的股东价值最大化、董事优先权或团队生产等单因素处于中心地位。亨利·汉斯曼和赖尼尔·克拉克曼的《公司法历史的终结》^[157]在文章第一段就有力地指出了这一点:

公司治理基本法……在发达市场管辖范围内实现了高度统一。公司的核心法律特征在一百年前的 20 世纪之交,就已经在先进的司法体系中确立……对于公司法应该主要致力于增加长期股东价值的观点,不再有任何有力的竞争者。^[158]

相比之下,我们看到的不是稳定性,而是赫希曼提出的对公司治理体系的两个影响权重相对变化的周期性振荡模式。首先是资本市场的完备性,它赋予股东价值最大化的特权。其次是政策引导。针对分配和社会问题,政府将公司治理作为一种工具来解决。本文认为,这种模式并不局限于某个特定的国家。事实上,不同国家公司治理体系中存在着相同的周期性,在不同的时间点朝着相反的方向发展。在公司治理中,两个影响因素的相对权重反复波动的模式似乎在很大程度上是由两个方向的过度扩张所引起的。一方面,过度相信市场机制能够为公司管理者提供激励和监督措施的最佳组合,以实现股东回报最大化;另一方面,本应通过真正治理解决的经济和社会问题,过度相信管理有能力强制或促进公司上述问题。在公司治理的任何领域,如果不能满足不切实际的期望,就会产生推动公司治理体系回到起点的动力。

汉斯曼和克拉克曼认为我们已经进入了股东价值最大化的稳定体

[157] See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *Geo. L. J.* 439 (2001).

[158] 同上, p. 439.

系。而本文认为公司治理的周期性模式从关注股东价值转向更广泛地关注公司利益相关者,随后又不断转换。谁将在这场争论中占据上风?

框定差异的一种方式是对公司治理均衡的专注,即存在一种稳定的“自然均衡”或公司治理模式,一旦系统稳定下来,均衡状态是持久的。自然科学研究的成果可以说明这一点,特别是远离中间平衡点是一种常态的现象。自然生态学一直被自然平衡的概念所统治,从这个角度讲,我们期待大自然的“平衡”。然而,部分生态学者开始质疑系统被破坏后会恢复到自然状态的观点。^[159]从这个角度讲,变化是不断发生的,系统中的参与者以特殊的方式对变化做出反应。大自然的正常状态是变化的,由一连串短暂且非常不同的平衡组成。^[160]本文研究表明,治理体系显示出类似的特征,系统不稳定并以特殊的方式对外部发展做出反应。因此,环境非常重要。该结论应该让各种公司治理改革的支持者产生一定程度的谦逊和历史的姿态。

(编辑:宋 澜)

[159] See, e. g., Daniel B. Botkin, *Discordant Harmonies* (1990). Daniel B. Botkin, *Science and the Global Environment*, in *Changing the Global Environment*, 3 (Daniel B. Botkin et. al. eds 1989).

[160] 报纸对这种理解上的潜在变化的报道提供了一个可获得的来源。See William K. Stevens, *Balance of Nature? What Balance is That?*, *NY Times*, Oct. 22, 1991, at C4; William K. Stevens, *Eye on Nature: The Real Constant is Eternal Turmoil*, *NY Times*, July 31, 1990, at C1.