



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

the essence
of
company law

公司法的本质

从代理理论的角度观察

郁光华 著

the essence of company law

公司法的本质

从代理理论的角度观察

郁光华 著

TODAY | Legal Thinker



法律出版社
始创于1954年

图书在版编目(CIP)数据

公司法的本质——从代理理论的角度观察 / 郁光华著. —北京:法律出版社, 2006.7

ISBN 7-5036-6408-8

I. 公… II. 郁… III. 公司法—法的本质—研究 IV. D912.290.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 065349 号

© 法律出版社·中国

公司法的本质——从代理理论的角度观察

郁光华 著

责任编辑 董彦斌

装帧设计 乔智炜

开本 A5

版本 2006 年 7 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 7.25 字数 185 千

印次 2006 年 7 月第 1 次印刷

编辑 法学学术出版社

经销 新华书店

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

苏州公司/0512-65193110

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 7-5036-6408-8/D·6125

定价:19.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

给佩珍、颖洲和颖捷

前 言

法律是国家管治机制中非常重要的制度。正因为这个原因,法律和政治及经济是密不可分的。中国古代的孔子、老子、韩非子、朱熹等人的学说常常融政治、法律、经济和教育于一体。英国 18、19 世纪的道德哲学(moral philosophy)也体现了综合学科分析社会公共政策的特点。在这方面比较杰出的有斯密、穆勒和边沁。然而,近 200 年来的学科分类和专业化使得法律和其他学科的联系变得疏远起来,这种现象无论是在中国还是在英国都非常突出。在中国,法律和其他学科的分离还有另外的制度和历史因素。在中华人民共和国成立后的计划经济时代,法律对社会资源和社会关系的规范被扭曲得非常严重。尽管在过去的四五十年国外越来越多的法律问题受到来自其他学科的侵入,法律和其他学科的交叉分析也愈来愈深入,并且这种现象也正在中国发生,但是,法律和其他学科的交叉分析在中国远没有受到足够的重视。本书的第一

个目的是要在改变就法律论法律现象方面起一个抛砖引玉的作用。

从传统的角度来分析法律问题,特别是公司法问题是当今中国公司法研究和教育的主要特点。简单的历史判断使我们得知,在中国改革开放以来的二、三十年间,中国的公司法学者和专家肩负着填补由我国在计划经济年代因为各种政治运动造成和留下的法律空白的历史重任。公司法的概念和体系教学和研究是 20 世纪 80 年代和 90 年代不可超越的过程。如今,在中国不断地向市场经济迈进的时候,中国的公司法学者、专家和学生是多么如饥似渴地吸收用新的交叉学科方法来分析公司问题的养分。

在北美,公司法的研究和教学在 20 世纪 70 年代后发生了革命性的变化。组织经济学和金融经济学对公司法的不断渗透使新的分析工具和方法被用于公司法的教学成为可能,公司法学者也更多地将经验调查引入公司法问题的研究。在众多的公司法问题中,人们把主要的精力集中于运用代理理论来分析怎样使董事或经理的利益和公司或股东的利益一致化的问题。中国的学者也更多地了解了伯尔(Berle)、弥恩(Means)、基圣(Jensen)、雪来佛(Shleifer)、罗尔(Roe)、考费(Coffee)、依思特布如克(Easterbrook)等公司学者。可是,总的来说,用交叉学科知识来系统分析公司法本质问题的学术著作在中国还非常少。本书的第二个目的是弥补在这一方面的缺陷。这本书无论是作为中国公司法方面博士生和硕士生的教材,还是作为公共政策制定者的参考书都是非常适合的。

本书收录的这些文章得益于我在许多大学的学术会议和讲座。我在首尔国立大学经济学院、台北中研院、澳大利亚新英格兰大学商学院、北京大学法学院、清华大学法学院、中国人民大学法学院、中国政法大学、西北政法学院和浙江财经学院法学院演讲后都得到了不少有益的意见和建议。在此,对向我提出意见和建议的学者和学生表示感谢。

本书收集的文章,其中大部分已经发表在內地的经济学或法学期刊

上。《股份公司的代理成本和监督机制》发表在 1994 年第 3 期的《经济研究》；《比较公司治理制度研究的政策意义》发表在 1996 年第 10 期的《经济研究》；《比较风险资本市场研究的政策意义》刊登在 2002 年第 4 期的《法学家》；《论破产法的经济逻辑原理》收录在魏振瀛和王贵国 1994 年主编的《市场经济与法律》；《建立适合中国国情的公司派生诉讼制度》刊登于 2003 年第 3 卷的《法大评论》；《从代理理论看对公司高管报酬的规范》刊登于 2005 年第 2 期的《现代法学》；《走向机构竞争模式的比较公司治理制度研究》刊登于 2002 年第 6 期的《中国经济问题》。

最后,谨以此书献给我的妻子、儿子和女儿。

目 录

前言/1

股份公司的代理成本和监督机制/1

比较公司治理制度研究的政策意义/15

比较风险资本市场研究的政策意义/38

论破产法的经济逻辑原理/56

建立适合中国国情的公司派生诉讼制度/72

从温州民间非正规融资市场看发展中小型企业
融资市场的重要性/101

走向机构竞争模式的比较公司治理制度研究/114

从收购和证券欺诈看适用西法的制度影响/147

从代理理论看对公司高管报酬的规范/176

从收购法的移植和适应看公司治理制度趋同的
困难性/192

股份公司的代理成本 和监督机制

本文要探索的问题是依然在中国国民经济中占主导地位的国有企业能否在市场经济中达到较高的效益。为此,我们首先讨论公司中的代理成本问题,然后分析降低代理成本的各种监督机制和公司法的作用,最后,论述目前中国经济中监督机制的缺陷。我们的中心论点是巨大的代理成本是国有企业缺乏效益的主要原因。对公司中的低能或不负责的管理人员的不健全的监督机制,使得对代理成本控制的工作异常艰难。

一、代理成本问题

代理成本是指代理人(雇员、经理人员及董事)的偷懒、不负责任和以种种手段从公司攫取财富的

行为。^{〔1〕}这些行为的必然产生可从公司成员组成的分析得知。基本地说,同公司相联的不同的组成人员包括雇员、经理人员、董事、股东和金融及贸易债权人。这些成员间的利益冲突是不可避免的。可是,假如有不可预见的“面罩”的话,这些成员都会在事前选择能使共同财产极大化的规则。可是当不可预见的“面罩”被揭开时,这些成员便难以达到共识,因为存在利益冲突及对各人偏好的衡量是非常困难的。那些仅仅假定财富生产功能,然后只去讨论对这一定量的财富怎么进行合理分配的人只是在从事喋喋不休的空谈而已。财富的生产是分配财富的必要条件;^{〔2〕}显而易见,这些同公司有关的人员需要达成协议去限制某些行为,以便代理人偷懒、不负责任或攫取公司财富的行为被降低到最低点。可是因为存在着道德危机问题,合同达成后,同公司相关的某些代理人总有想增大自己财富的利益驱动。换句话说,协议达成后的毁约可能性是很高的。

同公司有关的股东、债权人、董事、经理和雇员间存在着合同的关系。因为股东是剩余资产的所有者,他们的利益同公司最一致。他们在公司还清了债权人和其他代理人的债后,将取得公司的所有剩余成果。金融债权人通常只对放贷的资本和利息感兴趣。贸易债权人只期望他们的贸易信贷是安全有效的。由于债权人不能得到所有监督行为的利益,他们只会在负债公司将破产而不能偿还债务时对该公司进行干预。董事、经理人员和雇员的报酬通常是固定的,而且只占公司收入的很小一部分。有鉴于此,他们会偷懒并在受限制的条件下追求固定报酬外的其他利益,代理成本主要是指这些行为。显然,在这些合同关系中有着本人(股东)向代理人包括董事、经理人员和雇员的授权行为。

〔1〕 M. Jensen and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure", 3 The Journal of Financial Economics 305 (1976).

〔2〕 M. Trebilcock, "Economic Analysis of Law" in R. Devlin, ed., Canadian Perspectives on Legal Theory (Toronto: Emond Montgomery Publications Limited, 1991) at 122.

根据依思特布如克等人的观点,上述的授权行为至少有三大优点。^{〔3〕}第一,授权行为使得缺乏财富但恰有管理技能的经理人员去从事公司的管理工作,并且使得拥有财富但并无管理能力的人去从事投资活动;第二,授权行为可降低投资者的风险,因为他们可以把资本投放于众多的公司;第三,授权行为帮助了管理人员去筹措足够的资金以实现生产的规模经济、降低交易和合同行为的代价及取得那些要么在秘密状态中使用,要么不使用的生产信息的益处。

公司中的管理行为是很复杂的。由于剩余资产的所有者是很分散的,由他们自己去管理公司的代价将超出他们的收益,所以,只要雇佣特定代理人去管理公司的边际收益大于代理行为的边际成本,股东是愿意聘用这些特定代理人的。福马和基圣认为在复杂的企业中,分散的剩余求偿权的益处和决策功能及由于剩余风险承担分离而产生的益处通常大于因所有权和管理权相分离而产生的代理成本,包括由于建立机制将管理和决策控制分离而造成的代价。^{〔4〕}

由于企业里特定的管理技能是由特定的代理人所掌握的,向这些代理人——经理人员授予经营管理权,会降低成本。同理,向特定的代理人——董事们授予决策监督和审批权是有效益的,因为如此众多的股东们去直接参与公司的决策控制过程的成本是惊人的。假如股份是非常分散的话,一个有少量股份的特定股东是没有兴趣去监督董事和经理人员的,因为监督的成本远高于由此而产生的收益。如果个人收益和公司的收益在某项事务中是不相等的,我们预测将会有不足或过量的行为。例如,尽管一个特定的股东对董事、经理的监督行为是有益于该公司的,但他的监督行为对自己的益处远小于对公司的益处,我们预测该股东会

〔3〕 F. Easterbrook and D. Fischel, "Corporate Control Transactions", 91 The Yale Law Journal 700 (1982).

〔4〕 E. Fama and M. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims", 26 The Journal of Law and Economics 309 (1983).

减少对董事、经理人员的监督行为。由于其他股东可不从事这些监督行为而分享其成,他们自然会这样做。但是如果一个股东是这样推算的,那么其他的股东也会如此推算。

自从伯尔和弥恩在 1932 年发表了以公司管理为主题的重要著作后,对公司代理人的无约束性的机会主义行为的考虑一直成为公司学说的一个主题。他们著作中的主要忧虑是管理人员能否同股东的利益保持一致。他们在 1929 年的经验调查表明,200 个最大的美国公司中 88 个是由管理人员操纵的。发展趋势表明了管理人员对公司的控制力在不断增加。基于管理阶层无限制的裁量权的证据,他们提出了股东对控制严重的代理冲突无能为力的悲观结论。^{〔5〕}

代理成本问题的出现是因为合同的达成和执行不是没有代价的。代理成本包括在利益冲突的各种代理人和委托人间制定、监督和实施一系列的合同。^{〔6〕}对决策执行代理人(经理人员)和决策控制代理人(董事们)的监督而产生的代理成本是显而易见的。可以预测,代理成本跟资产拥有量是成反比关系的。当所有权和经营权合一时,代理成本将会减少到最小值,因为由于机会主义行为而产生的成本将完全要由从事该行为的人负担。

二、监督机制

当那些提出和执行公司政策的经理人员不是公司剩余财产的所有者并且不能分享由其决策而产生的财富的绝大部分时,在决策过程中对

〔5〕 A. Berle and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, (New York: Harcourt, Brace and World, 1932).

〔6〕 M. Jensen and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", 3 *The Journal of Financial Economics* 305 (1976).

代理成本问题的控制变得极为重要。若无有效控制程序,这些经理人员很有可能采纳一些跟剩余财产所有人利益相违背的决策。对决策过程中代理成本的控制不仅包括对决策管理代理人而且也包括对决策控制代理人的有效监督。假如对决策控制代理人(董事们)不能实行有效的控制,那么对决策管理代理人(经理人员)的控制也将被削弱。

尽管公司经营中代理成本是不能被消除的,伯尔和弥恩的观点在有监督机制的经济中显得过于悲观。首先,众多的市场机制是可以降低代理成本的。第二,资本市场能对管理阶层施加压力以保证公司的决策过程是朝着利于剩余资产所有者方向的。这个监督机能的有效程度决定于资本市场是否有效。北美众多的经验数据,包括大多数专业投资者都无法胜过市场的证据,支持了股价对公众能得到的有关公司信息会作出反映的论点。当一个股东在作初始投资时,他所付的股价对预期的代理成本的大小也作出了反映。但是,获得信息是需要代价的,人们的预见也会有缺陷。事后,经理人员会偷懒或从股东处攫取财富。资本市场的特殊性质使得股东在监督和揭示事前未遇见到的经理人员的机会主义行为时能起一定的作用。这样股价便会对这种机会主义行为起惩罚作用。把管理人员的不良行为的后果包括在股票价格中,资本市场给股东提供了公司经营的相对清楚的信息。所以当这个公司的股价比其他类似公司的股价升得快,投资者可以预测他投资的公司得到了很好的管理和监督。相反,如果该公司的股价比不上竞争对手的价格,管理人员的无能或偷懒行为就被反映出来了。面对后者,该股东可以选择卖掉他在该公司的股票或选择在股东大会上反映或选择去控制公司。〔7〕

在这样的监督机制下,董事和经理人员被迫选择能够增大公司财富的决策。假如他们不这样选择,他们将无法顺利地筹措资金,因为该公

〔7〕 A. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970) at 10—15.

司的股票价格将会下降。有些公司可能不会选择最佳公司决策,但长期的竞争将把这些公司逐出市场,因为有关这些公司管理的信息将不断增加,这样这些公司融资的困难性就增大。

第三,产品市场上的竞争也有利于代理成本的控制。在市场上,公司的产品和服务将受消费者的裁决。在顾客至上的社会里,如果某个公司的产品或服务因其质量或形式深受顾客的欢迎,那么该公司的产品或服务的市场占有率就上升。倘若某公司的产品或服务不能占有一定的市场比例,股东们将获得此信息而去调查公司的管理情况。尽管对高层经理人员的处分常常是董事会作出的,但股东仍可以通过他们的选举来威胁改组董事会,以防止董事会不愿惩罚这些经理人员。

第四,委托人和代理人之间的利益冲突可通过经理市场来得以控制。在有效的经理市场上,不负责的或低能的经理得到的是低工资和低职位,而勤奋和有能力的经理会得到较快的晋升和较优越的报酬。有了适当的利益激励机制,无能和不尽职的经理人员和有责任心及有较高能力的经理人员就会被区别开来。无能和不负责的经理在被解雇后便会发现他们将很难再找到如意的工作。破产的可能和争夺公司控制权的行为又给那些企图偷懒和追求超越应得报酬的经理人员敲响了警钟。当一个公司被兼并时,它的经理人员往往被撤职。当然这个机制的有效程度决定于能把特定经理人员的表现和其他管理阶层区别开来的信息。

经理市场也起了另一个控制利益冲突的功能。在公司内职员有向上晋升的需求以取代上层的经理人员时,他们将密切监视高层经理可能导致被股东撤职的不当行为。^{〔8〕}另外,雇员对经理的监督行为将会因雇员的报酬和集体的表现挂钩而得以增加。在这种情况下,只要这个集体的人员不多,便会有一个利益激励机制去监督和反映因经理无能行为

〔8〕 E. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", 88 The Journal of Political Economy 288 (1980).

而影响集体的表现。还有,当劳动力市场对雇员不利时,职员将会监督经理人员的不负责和追求不当报酬的行为。雇员失业的危机感会增加他们对经理人员的监督活动。

最后,具有无限制转让性的剩余求偿权和兼并市场的外部监督机制对公司治理产生了重要影响。^[9] 由于剩余求偿权是可以自由转让以及和经营权相分离的,“敌意性”的兼并者可以越过现任的经理人员和董事去收购目标公司足够的股票而达到对某该公司决策过程的控制。

对兼并行为的益处必须从事前及事后两个角度来分析。从事前看,有兼并市场机制使得肩负责任的经理人员更注意使得他们的利益和剩余资产所有者的利益一致化;从事后看,假如经理人员不负责或攫取属于公司的财富,警觉的兼并者会迅速地作出反应,因为兼并者期望的因兼并而获得的利益跟股东因代理成本而受的损失是直接关联的。尽管部分的收益是由被兼并公司的股东分享的,通过惩罚低效的经理人员,兼并者期望从中取得收益。当兼并者惩罚经理阶层时,他们也把生产资料转移到把这些资料更能充分利用的人手中。美国的经验调查表明,当正确的标准被采用时人们便会发现兼并是财富增值的行为。^[10] 相反的,反兼并的策略通常是对被兼并公司的股东不利的。^[11]

除了这些市场力量外,另一个控制管理决策代理人的机制是通过董事会和股东自己。剩余资产所有者常常保留了对诸如董事的挑选、审计员的选择、合并、增资及新股发行等事项的审批及否决权。其他管理的

[9] H. Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control”, 73 The Journal of Political Economy 110 (1965).

[10] G. Jarrel and A. Polsen, “The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades”, 18(3) Financial Management 12 (1989); M. Jensen and R. Ruback, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” 11 The Journal of Financial Economics 5 (1983).

[11] F. Easterbrook and G. Jarrel, “Do Targets Gain from Defeating Tender Offers”, 59 New York University Law Review 227 (1984).

控制机能由剩余资产所有者授权给了董事会。董事会再把大多数的决策管理功能和许多决策控制功能授予了公司经理阶层。但是董事会依然保留了对经理人员的控制,包括公司的决策酝酿和决策审批和控制了对高层经理人员的聘用、解雇及决定他们工资水平的权利。

股东选举制度对限制经理人员的利己行为起了重要的作用。股东选举权给了剩余资产所有者决定董事会人选的能力。例如经理人员为追求个人利益而偷懒,不负责或攫取公司财富,董事会则有责任和权利去处分和撤换这些管理人员。倘若股东对董事会的表现不满意的话,他们则有权重组董事会。这个内部监督机制的有效性不仅取决于对决策酝酿代理人的控制而且也取决于对决策审批和监督代理人的控制。由于董事的人数是有限的,所以他们的协调相对容易些。但是董事人员也不是公司剩余资产的所有者,他们也会不尽职和追求工资外的收入。这样股东对董事人员不间断的监督行为成了降低代理成本的重要一环。

跟董事的人数相比,股东的人数多得多。为了正确行使选举权以降低代理成本,股东需要足够的信息。对公司代理人行为的信息越多,股东的选举表决行为也就越理智。可是尽管公司的信息对股东是举足轻重的,但这些信息的取得是需要付出代价的。可以预测,只要该项投资的个人边际收益大于或等于个人边际成本,每个股东是愿意为获取信息而投资的。可惜的是,股票非常分散的性质导致了集体行为问题。这使得达到获得公司信息的最佳状态成为不可能。由于一个一般股东对获得信息的投资不可能完全由自己回收,有关公司决策制订和审批行为的信息常常是不足的。某个特定的股东设想既然在信息方面投资的利益对所有股东都是有利的而不管其个人贡献,那么倒不如去占其他股东投资行为的便宜。嫌疑犯的二难困境问题显示如果这是一个股东理智的

策略,这也是其他有同样处境的股东的策略。〔12〕

尽管不可否认集体行为问题,并不是所有的股东都是完全相似的。那些拥有相对大量股票的人会有较大的利益激励去监督代理人的行为。由于这些股东对公司好或坏的结果有更大比例的收益或损害,他们会有积极性去更密切地监视公司的代理人,况且,集体行为问题是可以长期过程中股票的转让和积累以及行使股票给予的选举表决权而克服的。股东选举表决权可以以撤销经理为警告而迫使这些人去实现公司财富最大化。〔13〕

在股份非常分散的经济里,集体行为问题使得对代理成本控制的内部监督机制相对的无力。可是如果内部监督机制因非常分散的股份而变得低效,兼并市场必然要相对活跃些。美国就属于这种情况。相反地,假如内部监督机制因公司大多数股票由大股东或控制块股东拥有而非常有效,兼并市场将微弱些。香港近似地属于这一类。但若内部和外部监督机制都缺乏或低效,那么这些国家的经济一定是低效的。前世界社会主义计划经济就属于这一类。对代理成本的有效控制并不要求每一种监督机制都是同样有效的。

对控制代理成本的内部和外部监督机制的讨论还未涉及公司法的经济作用。那么在有了市场监督机制的情况下,法律规则的作用有多大呢?从经济分析的角度看,公司法至少有三大作用。

第一,公司法因提供了一套标准的可供选择的法律规则,便利了内部和外部监督机制的建立。这些能被绝大多数公司接受的任意性选择规则大大地降低了交易成本。因谈判而选择规则的成本是很大的,特别是当谈判人数不断增加时。有了这些标准规则时,谈判人员只需制定一

〔12〕 D. Mueller, *Public Choice* (Cambridge: Cambridge University Press, 1989), Chapter 2.

〔13〕 D. Fischel, "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock", 54 *The University of Chicago Law Review* 119, 136 (1987).