



FOUNDATION PRESS

THOMSON  
WEST

# FOUNDATIONS OF Corporate Law

【影印本】

## 公司法基础

Roberta Romano

罗伯塔·罗曼诺



法律出版社  
LAW PRESS·CHINA

FOUNDATION PRESS

THOMSON  
WEST

# FOUNDATIONS OF Corporate Law

【影印本】

## 公司法基础

Roberta Romano

罗伯塔·罗曼诺



法律出版社  
LAW PRESS·CHINA

## 图书在版编目(CIP)数据

公司法基础/[美]罗曼诺编. —北京:法律出版社,  
2005.1

(法律基础影印系列)

ISBN 7-5036-5307-8

I. 公… II. 罗… III. 公司法—美国—文集—英文

IV. D971.222.9-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 000882 号

COPYRIGHT©1993 By FOUNDATION PRESS

Reproduced under the license from the Thomson Corporation Hong Kong Limited  
trading as Sweet & Maxwell Asia.

本书由汤姆森(香港)有限公司(以 Sweet & Maxwell Asia 之名营业)授权影印。

著作权合同登记号

图字:01-2004-5254 号

©法律出版社·中国

责任编辑/郭 亮

装帧设计/温 波 李 瞻

出版/法律出版社

编辑/对外合作出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京中科印刷有限公司

责任印制/张宇东

开本/787×960 毫米 1/16

印张/21.5

版本/2005 年 3 月第 1 版

印次/2005 年 3 月第 1 次印刷

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

电话/010-63939796

网址/www.lawpress.com.cn

传真/010-63939622

对外合作出版分社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/guoliang@lawpress.com.cn

读者热线/010-63939703

传真/010-63939701

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

传真/010-63939777

客服热线/010-63939792

网址/www.chinalawbook.com

电子邮件/service@chinalawbook.com

中法图第一法律书店/010-63939781/9782

中法图北京分公司/010-62534456

中法图上海公司/021-62071010/1636

中法图苏州公司/0512-65193110

中法图深圳公司/0755-83072995

中法图重庆公司/023-65382816/2908

中法图西安分公司/029-85388843

书号:ISBN 7-5036-5307-8/D·5024 定价:45.00 元

COPYRIGHT©1993 By FOUNDATION PRESS

Reproduced under the license from the Thomson Corporation Hong Kong Limited trading as Sweet & Maxwell Asia.

本书由汤姆森（香港）有限公司（以Sweet & Maxwell Asia之名营业）授权影印。

Licensed for sale in The People's Republic of China only, excluding the Hong Kong Special Administrative Region and Macau Special Administrative Region: not for export.

本书被授权在中华人民共和国（不包含香港特别行政区和澳门特别行政区）销售，不供出口。

## 序 言

方流芳<sup>1</sup>

罗伯塔·罗曼诺(Roberta Romano)教授编辑的《公司法基础》(以下简称《基础》)一书摘录了美国学者在20世纪中后期发表的47篇论文和实证研究报告,凝聚了法学、经济学、金融学和政治学专家研究公司法原理的学术精华。虽然,中国企业的转型没有纳入任何一篇论文的考量范围,但是,深入《基础》探究的每个问题,我们既能够发现超越国界的相通和相似,也能够体悟到知识结构、制度、文化和意识形态造成的认知差异。直接阅读原著(不管是外文,还是中文),总是能够打开我们头脑里某些一直关闭的视窗,使我们恍然领悟;已经沉淀在我们记忆里的、那些来自翻译或转述的知识并不都是可靠的,我们不加思考地重复的某些套话往往是来自误读、误解和误传。当然,我们不应指望从《基础》中找到解决中国问题的现成方案,更不应当把这些理论当作教条去解构和重构现实。

《基础》分为企业和资本市场理论、有限责任、公司法的属性、公司融资、内部管治结构、外部管治结构和证券市场法律规制七章,每章由若干篇论文摘录组成。在每章起始,编者的导读要而不繁,简而不疏,恰到好处地提炼出每篇论文的精要;在每章结尾,编者围绕论文的主要争点进行点评和提问,通过评注对原著进行阐释、比较和质疑,向读者推荐进一步阅读的论文,虽然是述而不作,点到即止,但是,仍然可以感到编者力透纸背的见解和学识。

我喜欢这本书,也希望有机会和读者分享读书心得。当法律出版社的朱女士邀请我为本书做序的时候,我乐意承接了这一任务。但是,有编者精湛的导读和评注在先,中文序言能有什么学术贡献?这是我必须面对的问题。我想,通过“序言”去重述本书的理论问题,对涉及公司法基本原理的学术成果做一次简要综述,这也许是我应当尽力而为的工作。以下,我围绕《基础》涉及的公司法基本理论问题做一概述。

---

1. 中国政法大学教授。

### (一)企业理论:为什么有公司?什么是公司面临的主要问题?

公司所有和控制的分离是当代公司法面临的主要问题和出发点。伯利和米恩斯在 20 世纪 30 年代揭示了公司所有和控制分离的现象:股权分散导致了强大的公司管理层和虚弱的公司所有者,当股东单独或集体行动都不能任免董事、经理的时候,公司董事、经理取得了永久的权力——没有所有权的控制权,而法律上的所有者——股东——仅仅是一种虚幻的存在。伯利和米恩斯以此为出发点,进一步追问董事、经理掌握公司控制权的合理性:他们应当对谁负责?现代公司的所有权和传统的私有财产的差别将导致哪些革命性的变化?

在 20 世纪后期,中国的经济体制改革引发了国企公司化,“公司制度”在中国备受追捧,被称为“现代企业制度”,尽管商业股份公司在任何意义上都不是现代工业社会的产物(最早的股份公司可以追溯到 15 世纪初热那亚城市国家的 Compere di S. Giorgio,距今已有 600 多年的历史)。最为引人注目的是,“所有权和经营权分离”在中国被认为是“现代企业制度”的优越之处,从而成为治疗国企的良药,这一认识有许多耐人寻味之处,不仅因为这是一个全新的观点,而且因为西方公司的故事被用来支持这一观点。通读《基础》,我们可以发现:在西方,企业所有和控制的分离被认为是困扰资本主义制度的最为深刻的社会问题之一,没有任何理论声称:人为地制造企业所有和控制的分离会带来正面效应。

#### 1. 代理成本理论。

Jensen 和 Meckling 关于“代理成本”(agency cost)的论文可以列入 20 世纪最有影响的公司法论文之一。Jensen 和 Meckling 认为,所有和控制的分离导致了公司管治(corporate governance)必当应对的“代理”问题。公司股东和经理的关系,如同被代理人和代理人的关系——股东是被代理人,经理是代理人;代理人与被代理人的利益最大化是背道而驰的——代理人追求现金报酬和非现金利益(包括由公司报销的个人消费、豪华办公室、专用轿车、免费大餐等)的最大化。对于一个拥有公司 95% 股份的经理来说,只要动用一元公司资金的边际效益相当于 95 分个人资金,他就可能把公司的钱用于个人消费(5 页)。据此推理,一个经理持股越少,他把公司资产用于个人消费的愿望越强,另一方面,他开拓公司业务的努力也就越弱——节约时间、精力和避免冒险符合他个人的最大利益。

既然经理和股东存在不可消除的利益冲突,要确保经理按照股东的意愿进行最优选择,代理成本不可能为零,“代理成本是所有和控制分离的代价”(7 页)。所谓代理成本包括:(1)股东的监督成本。股东行使控制权、聘用审计、编制预算而发生的费用均为监督成本;(2)经理的自我约束成本。经理取信于股东,需要一定限度的自我约束,诸如:会计、考核和纪律等;(3)剩余利益的损失(4 页)。为了让经理与股东的利益保持一致,股东会推出包括经理持股计划在内的

奖励方案,而奖励实质上是股东让渡本来属于自己的利益,从而构成剩余利益的损失。

所有和控制越是趋近一致,代理成本越低——独资企业的代理成本是最底的,因为,所有和控制独资企业已经完全一致。但是,投资者为规避风险而需要多角投资,多角投资意味着一个人必定会成为少数股东。当投资者购买公司股票的时候,通常会评估代理成本,因此,代理成本与公司股票的价格是成反比例的。例如,一个投资者拥有公司的全部股份,价值100万元,假如他想转让50%的股份,受让人愿意出价多少呢?按照Jensen和Meckling的理论,受让人的出价肯定会少于50万,因为,受让人能够预料到:随着外部股东加入,受让人将获得转移支付的机会——他可以背离效率地把企业资产用于个人消费,从企业获得非现金利益,并把损失转嫁给外部股东,而防止他这样做,则需要支付监督成本和奖励成本(9页)。这一判断至少在表面上与中国的实践相背离:在中国,当国企所有者增发新股的时候,发行价大大超过了评估价。这一现象应当如何解释?是国企控制者高度自律而不会进行转移支付,是个人投资者不在乎转移支付,还是投资国企的利益超过转移支付的损失?

经理和股东存在利益冲突,代理成本不可能为零;所有者是代理成本的最终承担者,增加代理成本则可以使经理单方受益,这里就出现了需要法律干预的现象——成本“转嫁”(externality),也界定了法律干预的目标——减少代理成本。因此,检验公司法的合理性,重要看它是否减少代理成本。

## 2. 交易专用财产理论。

在Oliver Williamson看来,合同当事人各自追求自身的最大利益,背信弃义的机会主义不可避免,事先约定和事后履行在某种程度上都是不可靠的;合同当事人之间的信息不对称,他们获取和消化信息的能力相当有限,因此,缔约必定发生交易成本;完备的合同以信息的充分披露和吸收为必要条件,而这一必要条件是可能实现的。在他看来,企业正是针对机会主义、交易成本和合同不完备的回应(10页)。当合同一方是“交易专用财产(trade specific assets)”所有者的时候,交易双方组建企业比签订合同更有效率(11—15页)。

所谓交易专用财产,系指难以改做他用而不减损价值的财产。Oliver Williamson指出,交易专用财产至少有5类:(1)专属位置,如:两个相互依靠的毗邻企业;(2)专属物理财产,如:浇铸某一零件的模具;(3)专属人力财产,如:只适合从事某种工作的技艺;(4)专供定做的商品;(5)品牌资本(12页)。交易专用财产的所有者依赖于特定用户,因此,对用户的毁约和事后盘剥缺乏防范手段——只要用户给他造成的损失少于他寻找另一个用户的成本,他就会忍受用户的背信行为。例如:一个大学教授只会教“计划经济理论”,而又只有一个大学开设这门课,那么,这位教授的知识的消费者是特定的;假如大学当局把该教授

的工资减少 $1/3$ ,并要求他兼任邮件收发员而不另外给付报酬,他是没有能力进行对抗的,因为,他的知识属于只对该大学有价值的专属人力财产。

卖方的交易财产越是具有专用性( $k>0$ ),就越需要买方提供安全保障( $s>0$ )。在交易专用财产交易中,卖方先要单方投资,以完成交易。为了避免在事后任人摆布,卖方会要求买方进行对应的交易专用财产的投资,这就是要求买方提供担保,一旦买方违约,担保金就成为违约金(13—14页)。Oliver Williamson把交易专用财产买卖中的买方担保称之为“人质”;人质对于被担保方的价值应当低于它对于担保方的价值,否则,被担保方就会蓄意指控对方违约,以留住人质(25页)。在交易专用财产情形下,企业能把利益冲突的交易当事人整合在一起,从而避免高昂的缔约成本和背信弃义的机会主义行为。

### 3. 权衡缔约成本和所有权成本的理论。

组建企业的动因是节约交易成本。Henry Hansmann认为:在以下情形下,所有权应当代替合同,交易当事人应当组建企业而不是磋商议价:第一,因为缺乏有效竞争,一方当事人获得了优势的市场力量,另一方当事人却没有相应的讨价还价的实力;第二,交易专用投资或者财产的所有者已将自己事先锁定,需求方因而取得事后的市场力量(ex post market power)——他们可以改变合同条件,压榨对方;第三,交易双方的信息不对称(15—16页)。然而,用企业代替合同之后,同样会发生费用,这就是“所有权成本”,包括:因监督、集体决策和风险承担而发生的费用。

在Henry Hansmann看来,企业所有权类型和所有权成本存在相关性,企业的投资者所有、工人所有和所有者缺位这三种形态都是应对所有权成本的选择。

投资者拥有企业的优势有二:其一,开辟了投资多元化的渠道,减少了投资风险;其二,企业只有单一目的——营利。但是,投资者所有的企业所面临的问题是监管乏术——投资者既缺乏足够的信息以遥控企业,(在大多数情况下)又不会亲临现场监督。因此,在监督成本过高的企业,职工所有比投资者所有更为合理,这就是为什么律师、会计行业普遍采用职工所有权的原因(19页)。

职工是最为合适的监督者:他们每天置身企业,容易获得企业运作的第一手信息;他们每天相互沟通,容易采取集体行动;他们的利益又具有很强的一致性。但是,职工未必总是合适的所有者。职工所有的不利之处是风险承受能力不足——职工不可能把自己的劳动力进行多角投资,他不能在一个以上的企业工作,如果职工再拿出大部分个人积蓄进行“交易专用的投资”,这就大大增加了职工的风险(20页)。抗风险能力弱是职工所有的主要问题。

非营利机构是没有所有者的公司,经理为了受益人的利益而管理捐赠财产,处于受托人的地位。非营利公司经理和受益人之间存在严重的信息不对称,经理趋向于扩大自己的非现金收入,从各种名目的住房补贴、旅游开支、交通费、招



待费获益,而受益人是否从资助项目获益常常是难以评估的。除非让受益人成为所有者,直接管理非营利公司,信息不对称是难以改变的,但是,与受益人从非营利公司获得的利益相比,他们控制公司的成本就显得非常昂贵。因此,非营利公司的监管在于强化经理的忠实义务,而不是重新构造所有者控制。

所有权成本理论的启示是:公司治理并不是一味追求“产权清晰”,更不是要不顾代价地解决“所有者缺位”问题。当所有权成本过高的时候,没有所有者比“产权清晰”更合理。

(二)有限责任理论:股东责任为什么是有限的?是否应当限制有限责任?

1. 有限责任的合理性和资本市场理论是结合在一起的。

资本市场理论认为:(1)投资具有风险,投资回报与风险大小呈正相关——安全的银行存款利息收入不足抵销通货膨胀,长期股票投资回报抵销通货膨胀而有余;(2)理性投资者希望减少风险,股票的投资组合是减少风险的最好选择。“按照组合整体的风险小于组合内单个股票风险之和的方法把若干股票放在一起,形成一个投资板块”——这就是投资组合。在出现投资组合之后,股票投资的回报仅仅与系统风险(如:经济不景气)有关,而非系统风险(如:个股风险)无关,因为,投资组合化解了非系统风险(26—33页)。投资组合意味着多角投资——一个人同时成为若干公司的股东,多角投资与投资者的个人责任是难以兼容的。

2. 有限责任对公司治理和资本市场产生了哪些影响?

Frank Easterbrook 和 Daniel Fischel 对有限责任的效用进行了如下总结:有限责任使投资者能够通过多角投资而分散投资风险,减弱了股东监督代理人的必要性;有限责任隔断了债权人追索股东的路径,减少了股东相互监督的成本;有限责任推进公司股份的转让,引发公司控制权的变更,不称职的经理常常随着公司并购而出局;有限责任使一个公司股份成为具有同一属性的商品,股份的市场价格又折射出公司自身的价值(64页)。针对有限责任把风险转嫁给债权人的批评,Easterbrook 和 Fischel 指出:有限责任并没有一般性地把风险转移给债权人,必须区分自愿的债权人(公司的合同债权人)和非自愿的债权人(公司侵权行为的受害人),才能澄清事实。对于自愿的债权人来说,他们事先知道交易对手是一个有限责任公司——它可能丧失清偿能力,债权风险可能在成交之后增加;他们可以拒绝、防范或者接受来自有限责任的风险,因此,有限责任制度没有向自愿的债权人转移任何风险。有限责任确实把风险转移给了非自愿的公司债权人,但是,公司通过投保“董事和公司要员责任险”(D & O liability insurance)而减少了“转嫁”(65页)。为什么已经获得了有限责任的股东愿意让公司花钱去购买责任保险呢?Easterbrook 和 Fischel 认为,在侵权诉讼中,面对没有购买责任

保险或者责任保险赔偿金较少的公司,原告会想方设法向经理个人索赔,经理承担赔偿责任的法律风险因此增加,另一方面,没有购买责任保险的公司往往无力负担巨额的侵权损害赔偿而宣告破产,经理的失业风险也因此增加——一个聪明的股东需要说服经理和股东站在一起,而责任保险能够说服经理把自己变成公司的“交易专用投资”(66页)。

Easterbrook 和 Fischel 并不认为可以找到普遍适用的方法去解决有限责任对非自愿债权人的成本“转嫁”问题。虽然存在着若干可供选择的方案,但是,每一种方案都存在显而易见的不足:(1)法定最低资本能够在一定程度上把风险“内置”(internalized),但是,它造成新企业的准入障碍、公司的资金成本上升和已成立的公司获得某种垄断优势;(2)法定强制保险的负面影响与法定最低资本相似。保险公司通常会提高新企业保险费,因为新企业缺乏防范风险的经验;(3)刺激公司“内置”风险的一个有效措施是让公司和经理同时承担责任。面临个人责任风险的经理将敦促公司自我保险——充分资本化或购买责任保险,这都将减少高风险行为的发生。但是,作为一个群体,经理并没有承担责任的优势(68—69页)。

Susan Woodward 指出:有限责任替代无限责任是不可避免的。一方面允许股份自由转让,另一方面又要维持延及股东的个人责任,这种无限责任在法律上没有什么意义,因为,当公司面临破产的时候,股东可以把股份转让出去。当然,“只有那些财产少得不足以让债权人费心追索的人才会受让这些股份”(71页)。因此,股份可转让性本身就意味着有限责任已经在事实上的存在。在无限责任,公司的债务清偿能力取决于股东,一个股东的风险大小和其他股东的财产状况密切相关,债权人、股东都需要股东信息,都需要通过合同相互约束,从而导致高昂的信息和交易成本;在有限责任,公司的清偿能力与股东身份无关,股东的风险和其他股东无关,因此,有限责任在法律上的存在降低了信息成本(73页)。

既然有限责任导致公司侵权责任的“转嫁”,增加社会成本,应对之道是风险“内置”。Hansmann 和 Kraakman 认为,无论是公众公司(public corporation)还是内部公司(closely held corporation),公司的侵权责任都应当延及股东——股东应当按持股比例承担按份承担公司的侵权责任(74页)。问题是:什么时候的股东按份承担公司的侵权责任? Hansmann 和 Kraakman 提出了“本于信息”的规则——在侵权行为受害人起诉、公司经理意识到公司极有可能被诉、公司解散而没有人承接公司债务这三种事态之中,哪种事态最早发生,事态发生后的股东就是应当承担按份责任的股东(75页)。

(三)公司法理论:为什么需要公司法?需要什么样的公司法?

1. Roberta Romano 分析了美国各州相互竞争的公司法文化,探讨特拉华州公司法为什么能持续地吸引外地投资者,有以下发现和见解(84—90页):

特拉华州公司法的吸引力来自它的回应力,即:持续不断地回应公司、股东和管理者需求的能力。

州政府的许可税(franchise tax)收入与公司法的回应力(responsiveness)呈现正相关,即:特拉华州的公司注册许可税收入越高,政府就越不愿意丢失这一税源,政府吸引投资者在本州组建公司的动因就越强烈。

特拉华州宪法规定,公司法的任何修改必须得到该州参、众两院2/3以上多数通过,这就决定了已经融入该州公司法的回应力政策不会轻易变更,法律的实施只能是发展和保持回应力,而不是走回头路。

在特拉华州,围绕公司法的实施形成了可以被称为“法律资本”的专用财产,包括:判例法、法官、行政官员、律师、公司服务机构的专门知识和经验。这些“法律资本”要保有它们的用武之地,公司法必须持续保持它的回应力。

具有回应力的公司法明显减少了交易成本。首先,公司法规则通过诉讼而不断清晰,清晰的规则提供了可预见性,增强了公司的长远规划的可靠性;其次,法律规则的清晰程度与投资者对法律服务的依赖以及法律服务的费用是成反比例的,清晰的规则大大降低了法律服务费用。公司法的回应力与股东利益呈正相关——外州公司转移到特拉华州重新创设(re-incorporation),通常都伴随该公司股票价格的上升。因此,尽管特拉华州的许可税高于其他州,但是,投资者还是愿意到该州登记。

2. 什么是公司法应有的效用?这是一个法律政策问题。1989年,一些美国法学教授就此发表论文,各抒己见。

Easterbrook 和 Fischel 认为,公司是参与者之间的“一束合同”、“一组明示和默示的合同”,是一种“自愿冒险”,既然如此,公司法应当是一种“赋权法令”,应当允许当事人按照他们自己的意愿构造公司的管治模式,而不是试图把某种模式强加给当事人。“公司的历史表明:凡是不能按照具体情形调整管治结构的公司,无不在竞争中败亡;公司法的历史表明:凡是试图强制企业接受某种统一模式的国家,公司亦无不败亡。公司的逃亡正是为了寻求更为开放、更能容纳应变力的法令。这就是(公司法)应趋向于程序管制而不是结构管制的赋权法令的理由”(99页)。公司法的效用在于提醒当事人注意某些事项、免费向当事人提供可选择的合同条款和填补当事人空白的备用条款,犹如合同法是补充而不是代替当事人之间的谈判(104页)。

Jeffrey Gordon 持完全不同的看法,他认为:公司法的强制规范代表了政府保护投资者利益的统一的、不可变动的标准,反应了政府纠正信息不对称的努

力。合同路径的公司章程产生不确定性,强制性规范能排除这种不确定性而减少交易成本。完全的合同自由与维持标准的公司形式是不相容的,特制的章程条款会逐渐改变标准的公司形式,而维护标准的公司形式符合公共利益。在合同模式下,当事人难以承受制度创新的代价,任何制度创新都可能导致股票价格下跌,因为,制度创新通常被认为是一种缺乏经验支撑的冒险,但是,市场需要制度创新,而强制规范可以推动制度创新。在合同路径下,控制股东可以修改章程而损人利己,其他股东面临集体行动的困难,陷入无视自身利益的惰性,常常批准不利于自己的章程修改,但是,强制规范至少可以限制控制股东的这种机会主义行为(104—111页)。

John Coffee认为,上述两种意见可以说是都错了或者都没有错,但是,两种意见对问题的表述都错了,因为它们并不存在非此即彼的冲突。“一个杯子装了半杯水,你说它是一半空的或者一半满的,都没有错。美国公司法就象一个装了半杯水的杯子,部分是强制规范,部分是赋权规范。”在John Coffee看来,强制规范和合同模式并非截然对立,当代合同法本身就包含了一定程度的强制规范;合同的可行性在很大程度上依赖于法院的合同解释,后者也是一种强制规范。即使公司法属赋权规范而以合同自由为主导,这种合同自由也不排除法院的合同解释——一种积极干预的司法介入本身就是强制性的(111—113页)。

#### (四)公司管治

##### 1. 董事会的职能

在股东、董事、经理、债权人之间,在多数股东和少数股东之间,在股东和公司之间分配公司控制权的制度,被称为公司管治。什么是公司管治的目标?没有什么回答比Olive Williamson更为明确:公司管治的目标是股东利益最大化,董事会应当确保股东利益最大化。Olive Williamson以公司参与者的财产专用程度、安全担保和溢价收入三个要素作为变量进行了以下分析:无论董事会的结构如何,都无法改变股东投资的交易专用财产的属性,而且,股东所有权是一种难以划定边界的、公司不能为之提供安全担保的交易专用财产。在这一情形下,股东的溢价收入(股利)可以看成是公司不能提供安全担保而支付的罚金。因此,董事会应当是股东管治公司的工具,董事会应当代表而且仅仅代表股东的利益(151页)。接受经理参与的董事会易蜕变为公司管理层的工具,因为,专职经理知晓内情、掌握信息优势。但是,这并不意味着应当把经理排除在董事会之外,相反,经理参与能够给董事会提供决策所需的信息,只是经理的参与应当限制在不改变董事会性质(代表股东利益)的限度(155页)。

##### 2. 股东诉讼和激励机制

董事对股东、公司负有注意义务和忠实义务,但是,这些义务如果没有股东

诉权作为支撑,只是纸上谈兵。股东起诉违反注意义务、忠实义务的董事、经理,这是公司管治的重要构成部分。

股东诉讼有直接诉讼和代位诉讼,前者是股东以自己的名义、为自己的权利起诉,后者是股东以公司的名义、为公司的权利起诉。与董事、经理行使公司权力而承受的其他个人损失一样,董事、经理因股东诉讼而承担的损害赔偿赔偿责任也分为三类:(1)可从公司获得补偿的损失,如:违反注意义务的损害赔偿、合理的律师费和案件受理费;(2)不能从公司获得补偿,但能通过责任保险而得到补偿的损失,如:董事在代位诉讼中败诉,或者与原告和解;(3)必须由个人承担的损失,如:因欺诈、披露虚假信息而承担的个人责任。公司章程和 D & O 责任保险都不能对董事、经理实施欺诈而承担的赔偿责任进行补偿。

Roberta Romano 研究了 1960 年代后期到 1987 年,针对上市公司董事、经理的全部股东诉讼,获得了极有价值的信息:

(1)股东诉讼多以和解结案,被告和原告律师都有强烈的动因寻求和解。对于被告来说,和解不会发生任何个人损失,而诉讼则有败诉的可能。原告律师的考虑大致相同:律师费通常会得到补偿,D & O 责任保险覆盖和解双方的开支,而诉讼则有败诉的可能。在股东诉讼中,原告和被告双方都没有把诉讼成本“内置”,诉讼之后,保险公司将增加保险收费,这一成本是由全体股东分摊的(163 页)。

(2)股东诉讼把原告律师置于监督董事、经理的位置,相当于股东的代理人,但是,律师考虑的重心是酬金,而不是股东或者公司如何从诉讼获益,90%的和解基金都用来支付了律师费,可见代理成本之高昂(166、172 页)。无论股东还是公司,都没有得到实质赔偿。

(3)没有迹象表明:股东诉讼对董事、经理产生有效的阻吓作用。但是,股东诉讼确实导致了 CEO、董事会和经理的变动,由此可见,外部股东利用股东诉讼改变公司管治结构的战略是有效的。

经理激励机制是公司管治的一个重要领域。Smith 和 Watts 的论文指出了激励方案的共性——事先把酬金和业绩捆绑在一起,如:按预定价格购买一定数额公司股票的“认股期权”;按股票市价和认股期权的行权价之差额进行现金结算的“股票价差”;按业绩计算酬金的“业绩单位”;按业绩和股票市价计算酬金的“业绩股份”。与此同时,公司还通过延期支付、分期支付等方式控制经理在离任之前的机会主义行为或者限制经理离开公司(156—158 页)。

### 3. 刑法的扩张与公司管治

John C. Coffee 指出:如今,刑法和侵权法的界限越来越模糊,两者相互交叉,某些不法行为的名称完全相同,甚至一个不能构成侵权行为的过错也能构成犯罪。一方面,法定罪行的范围不断扩大,证券欺诈、内幕交易、海外行贿、过失

造成环境污染、工伤事故等原先不属于刑法禁止范围的事项都成为犯罪；另一方面，司法判决对欺诈的扩大解释足以使一切违反忠实义务行为入罪。例如，一个律师私下代理客户，他的律师事务所却在同时代理该客户的竞争对手，该律师可被定为欺诈罪；公司经理根据上司的指令设置账外资金，用于一些可疑活动的开支，即使他没有捞取任何个人好处，也可定为欺诈罪；“企图或运用计谋，以诈取他人无形权利”的一切行为都构成欺诈罪(173—179页)。

John C. Coffee认为，刑法得到遵从的基础是犯罪行为在道德上具有“可谴责性”(blameworthiness)，定罪表达了社会对犯罪行为的谴责(173页)。一旦任何过错都可以入罪，社会就丧失了刻意谴责某些行为的能力，定罪也就成为检察官的一种自由裁量(174页)。就谋杀、抢劫、强奸等自然犯罪而言，人们完全可以避免以身试法；然而，面对不断延伸扩展的新型犯罪，人们并不能安全、可靠地守法(178页)——他们经常在不慎之间碰触了法网。惩罚“疏忽”的刑法一方面造成“法不责众”——大多数违法行为并不会得到追究，另一方面造成选择性惩罚。“如果这是针对历来就有可谴责性的犯罪行为，尚属可以容忍的代价，但是，疏忽与死亡、税收一样是不可避免的”(179页)。

但是，另一些研究则表明：公司定罪是一种相当有效的威慑手段，在司法判决认定公司犯有欺诈罪之后，公司股票的价格明显下跌，公司的名誉损失是相当明显的——这一损失足以使公司避免成本“转嫁”行为(185页)。

#### 4. 股东表决权、征集表决委托和双重普通股

Easterbrook和Fischel认为，除非股东之间另有安排，“表决权追随剩余权益”，一股一票是表决权分配的基本规则。如果不按持股比例分配表决权，最终风险的承担和公司决策权就出现不一致，表决机制就会被扭曲(187页)。累积投票之所以在各州趋向衰落，美国各州公司法之所以对累积投票持防范态度，原因就在于累积投票造成剩余权益和决策的不一致。表决与剩余权益的一致性就决定了任何形式的表决权买卖都应受到法律禁止(188页)，因为，脱离剩余权益而转让表决权减少了受让方控制公司的成本，对于那些按照持股比例行使表决权的股东是不公平的，表决权买卖必定导致代理成本增加，其极端表现就是在买进表决权之后掠夺公司资产。

但是，一股一票的制度并不能解决集体行动的困难：对于分散的股东来说，直接行使表决权是不经济的，分别委托代理人投票不仅不经济，而且相当复杂，因此，在多数情形下，分散的股东或者用脚投票——通过转让股份而表示他对公司当权派的不满，或者“搭便车”，或者听天由命。针对集体行动困难、股东消极懈怠和投票得不偿失的重要措施是征集表决委托(proxy solicitation)——在股东会召开之前，那些有意影响公司决策的人主动向股东征集表决委托，充当股东的受托人而行使表决权。有意征集表决委托的有两种

人：一是公司当权派（董事和经理），二是反对当权派的异议人士——他们借用股东的表决票，以实施维持或者改变现状的战略，股东会之后，借用的表决票仍然归还股东。因此，征集表决委托只是为特定目的而发生的剩余风险和表决的暂时分离。Easterbrook 和 Fischel 认为，美国法律对征集表决委托的管制是过分的（191—192 页）。

John Pound 的研究表明：征集表决委托是效率最低的影响公司治理的措施（197 页）：

第一，在现有法律规则之下，征集委托表决的过程有利于公司当权派，不利于异议人士。相当一部分股东是以别名登记的，首要的困难就是辨认真正的股东——难以解决向谁去征集表决权的问题；股东会召开之前，有股东登记日，只有登记日之前在册的股东才能行使表决权，但是，股票在登记日之后继续交易，这就存在着持股和表决的分离（199 页）。这些不利于异议人士的因素恰恰对公司当权派有利，因为后者获得的股东信息大大超过前者。

第二，机构股东最有可能发动征集委托表决的对抗战，但是，机构股东常常和公司当权派结成利益联盟，甚至会受利益冲突驱动而支持公司当权派，另一方面，有些机构股东和个人股东一样消极被动（200, 201, 205 页）。

第三，一般来说，征集表决委托的异议人士不能象公司收购者那样向股东作出确定的承诺，因此，在其他股东看来，征集委托表决常常是“一种不必认真对待的、怪异的控制权接管标约”（197 页）。

双重普通股体现了持股比例和表决权的不一致。Jeffrey Gordon 的论文指出：在 1980 年代中后期，一些公司为了抵制敌意收购而发行双重普通股。在收购要约发出之后，公司向经理和关联人士发行每股拥有一票以上表决权的股票，与早先发行的一股一票的普通股共存，构成双重普通股。双重普通股意味着经理通过持有少数“超级表决权”普通股而获得了抵挡收购的力量。不久，纽约股票交易所（NYSE）禁止上市公司发行“双重普通股”，违反禁令要受到包括退市在内的处罚。1987 年，美国证管委（SEC）制定了 19—4 规则，禁止交易所和 NASD 接纳那些通过发行类别股份而“废止、限制或者不可兼容地减损股东每股表决权”的公司上市。虽然双重普通股的发行得到股东会批准，但是，Jeffrey Gordon 认为：单有股东批准，并不足以说明双重普通股的正当性，经理会使用各种谋略去说服公司，何况这是事后稀释股东的表决权（192—194 页）。

##### 5. 公司管治的困难在于政治制度

Mark Roe 从政治制度的层面分析美国公司存在的问题。Mark Roe 认为，股权分散以及由此产生的难以解决的代理问题都是美国公司适应政治制度的产物；（德国和日本的经验表明）金融机构本来可以大宗持股，并对公司进行认真的监督，但是，美国法律和政治故意遏阻金融机构大宗持股，人为地造成了股权分



散。美国法律和政治青睐“割据”(fragmentation)局面:“小银行强烈希望维持金融割据,小企业认为小银行的服务比大银行好,这些集团对国会产生了举足轻重的影响”,割据局面造成股权分散,公司经理成为股权分散的受益人。不管经理们最初是否推动了割据的法律出台,在法律出台之后,“割据局面的稳定延续大概应当归因于作为一个利益集团存在的公司经理”(209页)。按照 Mark Roe 的认识,美国公众公司的出路是私有化,即:从公众持股的公共公司转变为机构持股的封闭公司。

Bernard Black 认为,公司管治的改革目标不应当简单地从经理控制变为机构控制,但是,应当形成机构的声音(让机构持股人在董事会保有的一定份量的席位)。如果若干机构持股 5% 到 10%, 并且很容易增持到 10% 以上,机构就可以共同推举代表少数股东利益的董事,机构推举的董事和内部董事可以相互制约,从而形成一部分代理人(金融经理)监督另一部分代理人(公司经理)的局面。相反,机构通过持有多数股份而控制公司,固然是强大的监督力量,但是,“强大的监督力量不可避免地导致控制权的滥用”(211页)。

John Coffee 对 Mark Roe 的以上观点持有异议,他认为:推崇金融机构持股的管治模式,表明了“外国月亮更圆”(grass-is-always-greener)的心态——人们总是容易把外国模式理想化而忽略它的成本;美国机构股东的冷漠或许能够从另一方面得到解释:“看重股票流通性的股东在公司控制权面前迟疑不决”(218页)。其实,这和中国“股民”的心态非常相似,“股民”总是担心“炒股炒成股东。”

John Coffee 进一步指出:“谁去监管监管者”是一个永无穷尽的问题,何况,没有理由相信金融机构的经理比公司经理更负责任。法律对金融机构的过分管制(overregulation)固然存在,但是,机构股东对参与公司监管持消极态度,究其原因,不是过分管制,而是缺乏动因(218页)。

## 6. 并购是影响公司管治的市场力量

Henry Manne 认为,公司控制权是一种财产,层出不穷的兼并、收购和接管表明:控制权的交易市场已经存在(223页)。并购既提升效益,又是监管经理的市场力量——这一论断以下列认识为前提:经营不善的企业,其股票市价低于同行业或类似的企业,所以,大宗买进该企业的股票,取得公司控制权,更换经理班子,有可能获得超额收益(224—225页)。但是,Michael Jensen 持不同看法,他认为:当公司的借贷资金闲置并且存在无偿现金流入的时候,经理总是会发动低效益的、甚至是得不偿失的并购,其用意是减少进入股东的现金流,扩大自己掌握的资源,因此,并购通常意味着代理成本增加。Michael Jensen 主张:公司应通过发行债券而赎买股份,能够减少经理控制的资源,进而减少代理成本(225—227页)。



Yakov Amihud 和 Baruch Lev 认为:集团式兼并(conglomerate mergers, 兼并行业不相关的企业,组成集团公司)不是减少而是增加了代理成本。人们常常说,集团式兼并能够发展多角投资,分散投资风险。可是,在一个发达的资本市场,股东自己就可以进行多角投资,不必由公司去发动兼并。集团式兼并应当从经理化解“雇佣风险”的动因得解释——经理的人力资本是一种交易专用财产,它既不能分散投资,也不容易找到市场;经理的权位、薪酬和公司业绩相关,如果公司是单一经营,一旦公司不能实现预定的业绩目标,经理收入就要下降,甚至会因为公司破产而丢失工作。但是,当公司通过集团式兼并而开展多种经营之后,公司的收入会趋向稳定,破产的风险减少,经理的权位更加稳固(232—233页)。

一系列的实证研究表明:无论公司收购是否成功,在标约发出的时候,目标公司股东都获得高额的溢价收入(股票市场价与标购价的差额)。在成功的收购,目标公司股东实现了溢价收入;在失败的收购,目标公司股东最终丢失了溢价收入。在收购过程中,收购方的股票市价也呈上升趋势,只是上升幅度小于目标公司;收购完成之后,收购方的股票市价呈下降趋势。总的来说,目标公司股东是收购要约的主要受益人,收购方股东蒙受了少量损失,但是,双方得失相抵之后,收入还是超过损失(235—248页)。Richard Role 对这一现象另有独到见解,他认为:至少有部分溢价收入是来自收购方的价值转移,收购溢价在很大程度上来自收购方对目标公司股票价格的错误计算(233—235页)。在竞价过程中,赢家肯定是出价最高的人,竞价的赢家往往也是一个做亏本生意的赢家(254页)。

## 7. 董事在并购中的义务、法律对收购要约的管制和放松管制

在公司并购中,董事应当承担什么样的忠实义务?这是一个无法脱离制定法和商业惯例而得到回答的问题。1968年,美国制定了“威廉姆斯法案”,许多国家群起仿效(我国证券法第四章“上市公司收购”也是以“威廉姆斯法案”为蓝本,但是,限制更为严格)。Easterbrook 和 Fischel 的论文指出:“威廉姆斯法案”给那些为了保住权位的目标公司经理提供了对抗收购的时间(258页),这既违反效益,也没有实现公正。

敌意收购(hostile acquisition)是并购市场最引人注目的交易:当收购方不能通过谈判而兼并目标公司的时候,转而与股东直接交易——买进目标公司股东持有的股票,入主公司,更换现有的经理班子。所以,敌意收购是指威胁目标公司经理权位的公司控制权接管,因此,目标公司的经理把收购方看成敌对势力,敌意收购多采取收购要约的形式。

Easterbrook 和 Fischel 认为,收购要约是让各方受益的交易:目标公司的股东获得了溢价收入,收购方获得了目标公司的真实价值和收购成本之间的差额,