

# 法律的经济分析



# 法律的经济分析

(下)

[美] 理查德·A·波斯纳 著  
蒋兆康 译  
林毅夫 校

中国大百科全书出版社

## 第 四 篇

---

### 企业组织和金融 市场的法律

## § 14.1 企业的性质

交易成本 (transaction cost) —— 通过自愿交换而实施经济行为所需要的成本 —— 是本书中一再提及的一个论题。在此，我们将用它来解释这一问题：为什么大量的经济活动是由企业而不是由个人进行的呢<sup>②</sup>？

我们可以对比一下组织生产的两种方法。第一种方法是，企业家与某人订立供给零部件的契约；又与另一人订立装配其零部件的契约，再与第三人订立销售其成品的契约。第二种方法是，企业家雇佣这些人在他的指导下完成这些任务，这些人就成了他的雇员。第一种组织生产的方法存在于契约法的传统领域中；而第二种组织生产的方法却存在于雇主-雇员法 (master-servant law) 之下。第一种方法的本质是，企业家要分别与三个生产者就价格、数量、质量、交货日期、信用条件和承揽人履约保证等规定进行谈判并达成协议。第二种方法的本质是，企业家向生产者支付薪金——这不是购买特定履约的价格而是购买指导他们完成任务的权利的价格。

当然，这两种组织生产的方法都是需要成本的。第一种方法，即契约 (contract) 方法，要求在订立契约时对供给者履约的细节问题作出详尽的说明。这种方法可能需要长时间的谈判或复杂的投标程序，而且当情势变迁要求对达成协议的条款进行修正时，就必须对协议进行重新谈判。第二种方法，即企业

(firm)方法,需要激励、信息和通信成本<sup>②</sup>。由于供给者(一个雇员或一个雇员小组)并不因其生产产量而直接得到报酬,所以他就很少会有积极性使其成本最小化。由于雇员们并没有对他们用于生产的各种资源进行投标,即不会寻求一种会表明最有价值用途的方法,所以企业中关于成本和价值的信息是模糊不清的;换句话说,隐藏在价格中的信息已不再为人所知。而且,由于企业的任务是由雇主的命令所指导的,所以建立一种使一系列命令的上下通达失灵最小化的机制是必要的——而这种机制肯定是既昂贵而又不完美的。总之,组织经济活动的契约方法遇到了交易成本很高的问题,而通过企业组织经济活动的方法要解决的是丧失控制问题。限制企业有效率规模的问题是控制问题,或有时它被称作代理成本(agency cost,主要是取得其代理人诚实、有效履行的成本)问题,而不是限制有效率的企业规模的报酬递减律问题<sup>③</sup>。报酬递减仅仅限制企业能有效生产的某单一产品的产量<sup>④</sup>。

### § 14.2 商业企业的融资问题

企业理论使我们了解到这么多经济活动是以企业形式组织起来的原因,但它并没有告诉我们为什么大量的这些企业都采取公司的形式。一种思路是,原先以劳动力而不是以资本作为投入的企业通常都是合伙(partnership)或个人独资企业(individual proprietorship),而不是公司(corporation)。公司主要是解决出现在筹措巨额资本过程中的一些问题的方法<sup>①</sup>。

一个没有钱但又指望组建一家新企业的企业家如何才能筹措其必要的资本呢?借入全部必要资本也许不成问题。如果无风险利率是6%,而这企业又有50%的破产可能性,并且没有任何财产来偿还债务,那么贷款方(如果是风险中立的话)就

将收取112%的利息率<sup>②</sup>。这么高的利息率再加上分期偿付,将使企业在一开始就要承担很高的固定成本。这将增加企业失败的危险,反过来又会增加债务的利息率。

这些困难在原则上可以由谨慎和富有想象力的借款协定起草来克服,但这里的交易成本可能会是相当高的。对企业家来说,一种可供选择的方法是接纳合伙人进入企业,并在有利润的情况下使之有权取得一部分企业利润以作为他缴入必要资本的交换条件。合伙人所取得的补偿自然取决于企业的经营状况。虽然利息率内含在合伙人以其缴入必要资本交换所取得的任何未来利润的份额之中,但它已经没有必要计算清楚了。最重要的是,没有任何债务性固定成本会使企业变得比开始时风险更大;只有当企业赢利时,合伙人才有可能得到利润。

但问题依然存在。合伙可以由任何合伙人解除,而且合伙人的死亡就将导致自动解除。这种契约关系安排的非永久性可能会妨碍人们向一家将冻结好几年的企业承付巨额款项。合伙人可能会在谈判时绕过这一问题,而且,如果他们同意限制投资合伙人的解除合伙和退伙权,那么其投资的流动性就减弱了,而且他可能会处在任职合伙人(active partner)的支配之中。(你能从中看出这一问题与上一章中讨论的特许管制问题的类似之处吗?)

此外,由于每个合伙人各自都要对其合伙债务负责,未来的投资者就打算出这一企业潜在责任的可能程度,或者甚至参与企业的实际管理,以保证它不造成他要对此承担责任的巨额债务。尽管这样,无限责任的风险仍将存在。在原则上,企业应在其与消费者和供给者订立的所有契约中包含一个将其责任限于其财产之内的条款(有些商业信托就是这么做的),但这种弃权声明的谈判将是成本很高的。而且以这种途径限制侵权责

任是完全不可能的；保险也不是一种完满的解决方法。

### § 14.3 作为一种标准契约的公司

394 公司这一经济活动的组织形式是从商事和法律实践中发展而来的，它被正式用以解决上一节所讨论的问题。公司存在的永久性消除了达成限制解除合伙和退伙的特殊协议的必要性，尽管这样的协议还可能由于其他原因而成为必要。股东对公司债务的责任仅限于其股份的价值（有限责任（limited liability）），由于（1）各种法律权利是与管理部门和任何股东控制集团相对的，和（2）以下事实：一个公司中的股东权益被分散在价值相对小的股票中，使它能在公司较大的情况下在有组织的市场上进行交易。公司组织形式使投资者能进行小股本的投资，通过投资多样化（参见 § 15.1）而减少风险和迅速廉价地转移其投资。应注意的，如果没有有限责任，那么非经其他股东同意就不能由任何股东出售其股票，因为如果他将其股票出售给他更穷的人，其他股东的风险就会随之增加。

然而，反应快的读者会认识到，有限责任并不是一种消除企业失败风险的手段，它只是将风险从个人投资者转移到了公司自愿或非自愿的债权人身上——是他们承担了公司违约的风险，而债权人承担这种风险是必须要得到报偿的<sup>④</sup>。假定投资者必须要向债权人支付其承担任何附加风险的补偿，那么他为什么会将企业倒闭的一部分风险转移到债权人那里呢？其答案是，债权人可能是更有优势的风险承担者。

首先，他可能更有能力估价风险。我们可以比较一下个人股东和向公司出借其流动资金的银行这两者的状况。也许银行评估风险的成本要比股东评估风险的成本低，因为股东可能很少知道或全然不知道他投资的企业的情况，并且可能面临着很

高的发现情况的信息成本。

其次，股东可能比银行更厌恶风险。我们应记住的是，我们正在谈论的是如何使个人向企业投资。当然，公司也可以成为股东，但最终的投资者总是个人。而且正像我们在本书中多次提到的那样，大多数个人是厌恶风险的。银行是一种公司，如果存在有限责任制度，那么，由于股东将通过有多样化的证券投资组合抵消公司遭受的任何风险，公司就可能比个人较少厌恶风险（虽然不完全是风险中立，我们将很快明白）。（如果没有有限责任制度，那么即使股东持有多样化的有价证券组合，他仍无法防止这样的风险；他可能被迫放弃其全部财产以弥补他拥有其股票的公司的债务。）在任何情况下，一个数额巨大的债权人可以通过持有多样化的债权组合而消除或极大地减少某一贷款的损失风险<sup>⑤</sup>。

395 有人认为，有限责任可以使企业将其失败风险外在化<sup>⑥</sup>。但（也有些有限的例外将在后面提及）这里不存在外在性。由于公司负有有限责任，所以它必须向债权人支付更高的利息率，从而使其承担的违约风险得到全面的补偿；同时，债权人还可以将以下要求作为贷款的条件：坚持要由股东个人担保公司债务，或在贷款契约中写入限制债权人风险的其他条款。任何决定性违约风险的减少当然都将使利息率下降。

如风险评估是在贷款协议订立时进行的，利息率就反映了违约的风险，但公司此后就可能通过多种形式增加违约风险，例如，从不属于第一个债权人的另一债权人处取得贷款，或非经全面审议而将其财产转移到其股东处。这样，债务人可以单方面地减少其将对债务支付的利息率，这一利息率是依低于实际风险的预期风险水准而商定的。由于应付债务是企业的固定成本，并且如果存在会导致其收益下降的商业逆境时（如企业产品的需求下降）而使固定成本无法减少，那么债务人的债务与

自有资本的比率的任何上升都会增加违约的可能。

但为什么企业会故意增加其违约风险呢？这种提出问题的方法就是误导性的。企业不会想要违约，它要增加其预期利润，而为达到这一目的可以冒更高的违约风险。假设它要在两个同样支出的投资项目之间进行选择。一个项目的预期利润率是25%，但有风险，而且企业为此融资需要以15%利息率借款，这样企业的预期净利润率就是10%。另一个项目的预期利润率是18%（风险和利润之间的正相关，参见下一章），但由于其风险较少，所以企业为此借钱所需的利息率是10%。企业的预期净利润率要少2%，但我们可以假设那2%是企业所有人要求投资更有风险的项目的风险溢价。假设企业从希望投资第二个项目的债权人那里借到项目（记住，两个项目的投资额是一样的）所需的钱。通过将10%的钱转到第一个项目（风险更大的项目），  
396 企业可以将其预期净利润从8%提升至15%，扣除2%的风险溢价后，仍有5%的利润增值。

这一策略不是依赖于可选择投资项目的存在。假设10%的利润率反映的是股本缓冲（equity cushion）；其失败的风险大部分将由股东承担。股东可以通过消除缓冲而提高其预期利润率，但又不因增加的风险而补偿债权人。由于利润被分散在较少的股本上，所以预期利润率会更高。假设项目的预期利润是100万美元，如果股本是1000万美元，那其利润率就是10%；如果股本只有500万美元，其利润率将是20%。（当然，这还与股本持有人能对从公司取得的钱做什么有关。）

为了使自已免遭这种危险，债权人可能会坚持要求债务人同意在债务存续期间限制其总负债和应付股息总量。为了这些目的，对股息作出广义界定，它包括了任何低于市场价值的公司财产转移。或者是，债权人可能会坚持将资本化程度最小化，施加其他的制约、规定间接保护或放弃保护和要求取得更高的

利息率。但是，由于债务人试图故意增加其债务风险的几率很难量化，所以债权人就不可能完全依赖于更高的利息率——尤其由丰更高的利息率会通过增加债务人的固定成本而使违约的风险上升。

我们在第4章中发现，契约法的功能之一就是提供标准契约条款（如果没有它们，当事人就不得不采用明示契约）而使其交易成本节约；而且到目前为止，我们已清楚地知道这一功能也应适于公司法，例如：公司法中将股息支付限于公司帐簿表明的已获盈余量的规则使债权人得到了免受债务人在借款后增加违约风险之累的保护，而如果这些规则，那么债权人可能会将这种保护明确地写入每一贷款契约之中。同样，通过规定公司的有限责任，法律就使大量麻烦的明示责任契约条款成为不必要的了。

但是，在信贷非自愿展期的情况下，正如在货车撞了行人之后搬运公司要因侵权而对他人负法律责任的情况一样，这时契约类推就失效了。由于双方当事人都没有机会事先规避公司法的规定而进行交易，所以行人将由于承担着搬运公司有限责任所产生的违约风险而得不到补偿。

即使在自愿交易的情况下，对责任范围进行明确谈判的成本可能也是很高的（相对于交易涉及的利害关系而言）。雇员在  
397 在工作时间严重受伤的微略几率（虽然这种几率会由于雇主缺乏足够的财产以满足雇员的工作伤残赔偿请求的这种可能性增长而增长）可能还不足以保证在雇佣契约（如雇主保证书）中包含补救这种偶发事件的明示条款（如雇主的义务）。在这种情况下，即使与零交易成本世界（world of zero transaction cost）中当事人已商议的内容相反，任何被看作公司法和破产法问题的条款都将控制双方当事人关系。但这与前面的事故例证是有差别的：工资水平可以进行调整，以补偿工人得不到他对雇主提

出赔偿时的风险。(但这怎么才能发生呢?)

#### § 14.4 公司之债——破产、重整和杠杆清偿

到目前为止,我们一直认为以下认识是理所当然的:公司在有自有资本(equity)的同时将会负债(debt);在有股东(shareholder)的同时还有债权人(creditor)。从某种程度上而言,这确实是必然的;但一个公司还不能避免以下这种可能性:由于雇员在雇佣关系存续期间的侵权而使公司成为非自愿的债权人。然而,这种类型的风险可以通过保险而得到非常便利(虽然不是完全)的防止。如果公司之债不是必不可少的,那么我们就很难弄清为什么有限责任是必需的。因为如果公司仅仅拥有自有资本,它们就不会对债务违约,(除非公司侵权)否则其唯一的风险就是股东的资本摊缴(capital contribution)。

对于为什么公司在其资本结构(capital structure)中有自有资本的同时还有负债,可以有以下几种解释(虽然其中之一是一种谬误):

1. 一种谬误性的解释是,它通过使股东的投资成为一种杠杆投资(leveraged investment),从而增加股东的利润率;
2. 自有资本和借入资本的混合能使公司提供不同的风险-利润组合(risk-return package),以迎合投资者(在此用作广义,包括了债权人和股东)变化着的偏好。如果公司只有自有资本,那么它就向所有的投资者提供了一种带有统一风险和利润预期的投资机会。但只要公司有一些借入资本,股东的预期风险就会增加,他就会拥有上面提及的杠杆投资。但由于在股东投资完全消耗之前债权人的投资不会受损,所以即使负债与自有资本的比率很高,债权人仍比在全自有资本公司中的股东具有较少的投资风险。当然,有担保的债权人的处境会更好些。他们

所担忧的只是用于偿付他们贷款的特定财产的价值;只要特定财产的价值不降至其贷款价值以下,那么即使公司破产,他们也不必担忧。(正如法学家们说的,“留置权(lien)应优先于破产程序”)。这表明他们节省了监督公司履约的成本。但他们的预期利润确实要比无担保债权人时低(因为不受担保的债权人承担着较大的风险和监督成本);而与股东相比,他们的预期利润就更低了。

销货客户(trade creditor)在风险上与其他债权人不同,他们是不受现金支付的供给人。由于他们的债务通常只是在短期内就可得到偿付而使他们比其他无担保债权人(有时比拥有长期债权的无担保债权人)冒更少的风险,所以影响投资风险的不测之事发生的危险性也较小。

这样,自有资本和借入资本同存的公司组织形式就能使各投资者的多种偏好同时得到满足。当然,一个全自有资本公司(all-equity corporation)中的股东总可以依其股份借钱而取得杠杆投资,这就引起了个人债对公司债的替代。但要注意的是,由于在这种情况下股东的赌注已不再限于其自有资本投资,这就将与有限责任格格不入。由此可以推測,大部分股东不会将它看作一种比现存制度更有吸引力的选择,而债权人对此却要承担一些公司的违约风险。

3. 现代大公司中大量的股东使代理成本成为一个严重的问题。由于单个股东的努力会使其他股东得益,所以任何个人股东都不会花费很多的时间和金钱去监督公司实际管理人的行为。即使监督成本很小,这也很重要。因为虽然在这种情况下单个股东的收益可能会超出其成本,但每个股东仍会设法畏缩不前而寄希望于其他人干预违约。如果监督成本高于任何一个股东的收益而低于对全体股东的收益,搭便车问题就会恶化。而情况恰会是这样,因为一个大公司监督经理人员的成本是巨大





成本的地步,那么公司应合理从事的工作仅仅是立即停业并以任何损失价值 (salvage value) 出售其财产,当然其前提是没有恢复的希望。如果损失价值低于公司总债务,那么股东将会对清算的机会毫无兴趣。他们的合理行为就是放弃这一公司。债权人将努力以最高的可能价值来清算公司财产,但他们在拟定达到这一目标的清算计划时可能会与外在性发生冲突。如果租赁支付是确定的,并且除非支付租金,否则公司必须花很大成本才能转移其财产,那怎么办?哪一债权人会支付这一租金?每一债权人都将对此退缩不前,而希望其他人承担这一责任。即使 101 在公司的银行帐户上有足够的钱作出这种支付,那么仍还有一个债权人可能会查封其帐户,以保证自己的债权得到清偿,从而使其他债权人为租金而担忧。破产法解决这一问题的方法是,给予为破产者提供维持其财产价值所必需的贷款或提供其他必要服务的人清偿特别优先权 (superpriority)。

在没有破产法的地区,还有一种可能性,即债权人可能会竭力与可能伤害其他债权人的股东进行附带交易 (side deal), 这里有一个极端的例证 (诈欺性转移, fraudulent conveyance)。假设公司的总债务是 100 万美元,其中欠债权人 A 10 万美元,而公司财产的总价值为 20 万美元。债权人 A 可能愿意用 10 万美元购买公司的财产,因为这样他在转卖后可以得到 20 万美元,从而补偿其贷款。股东可能会因此感到很高兴,因为他们可以由此收回部分投资,而其他债权人将被弃之一边而无法得到债务清偿。这种交易的可能性在债权人间引起了成本很高的相互诱骗,而在这种情况下,债权人境况的不确定性又会使旨在补偿债权人承担的更大风险的利率上升。

即使企业只是在偿付其他债权人之前先偿付债权人 A 的全部债权 (也许因为 A 首先将其请求变成法律裁决)——用破产法的术语说,即为给 A 予破产清偿优先权 (preference), 这类

问题依然存在: 这一问题对其他债权人产生的效果是: 将其偿还预期从每美元 20 美分  $[200,000(\text{美元}) \div 1,000,000(\text{美元})]$  减至每美元 11 美分  $[110,000(\text{美元}) \div 900,000(\text{美元})]$  并使他们中的每个人都加倍努力为自己争得清偿优先权。在这种情况下,每一债权人都会努力使自己首先得到裁定破产者败诉的判决,而这种竞赛可能会很快地耗尽公司的财产以致使它无法使其财产价值最大化。

换言之,当债务人无法满足所有债权人的权利主张时,每一个债权人都会更快地行动 (从债务人财产价值最大化的立场出发) 以满足其权利主张, 而更缓慢地支付财产价值最大化所需的费用。这些问题可通过债权人之间及债权人与债务人之间的事前契约而得以解决 (为什么事后契约,即无清偿能力之后达成的协议不能达到预期目的?)。破产法可被看作这种契约的标准,它的存在可节约交易成本: 债权人和债务人无需就相对低几率的事件进行谈判。依据破产法,法院指定的中立的破产财产受托人将彻底排除清偿优先权而以所有 (非担保) 债权人代表的身份管理破产者的财产。与传统多个受益人信托中的受托人一样,破产财产的受托人也必须克服多个当事人对其一财产在主张权利时所产生的困难。据分析,从债权人立场看,破产问题是与土地可分所有权问题相同的 (参见 § 3.9)。

我们已经解释了为什么对个人经营的企业既允许债权人申请的破产 (involuntary bankruptcy) 也允许债务人申请的破产 (voluntary bankruptcy) 的原因,但我们并没有解释在允许债务人申请公司破产的同时也允许债务人申请非商业破产 (例如,过分爱用信用证购物的消费者的破产) 的原因,后者也许能用风险厌恶来解释: 它提供了一种市场上难以购买的保险。由也许一词产生的疑问有两个方面。其一,一个人在其借款时不可能放弃其寻求破产以清偿其债务的权利,这具有家长主义色彩,但

其可能基于以下理由：在长时间内监督收债的司法成本可能是相当高的（清偿以外的另一种方法通常是无限期分期付款计划），贷款双方当事人都不愿承担这种成本。债务人申请非商业破产的疑问的第二个原因是与难以买到某人债务违约保险的原因一样的：这种保险将使违约更具吸引力。人们可以借款购买和消费各种好东西，然后违约。这一问题（这是保险中的普通道德危险问题最严重的形式）只有通过区分故意和非故意违约并将债务人申请破产的特权限于后者才能解决。但这种区分在实际中是很难决定的。因为在故意和非故意之间并不存在明确的分界线。无论某人偿还债务的诚心有多大，他承担的债务越多，也就越容易使自己由于不可预见的情势变迁而无力偿还债务。如果信息成本过高而使贷款人无法依借款人宣告破产的可能性而对他们确定不同的利息率，最后要注意的是个自由破产法产生的财富分配效应：它使慎审的借款人资助了无责任心的借款人——这是财富重新分配的荒谬基础。因为，这与人们可能想象的相反，自由破产法并没有从债权人阶层向债务人阶层重新分配财富；债权人会提高其利息率而抵消这一法律所增加的违约风险。但是，如果法律是非预期的并且溯及既往地适用于现存的贷款契约，这就存在一次性的有利于现在债务人而不利于现存债权人的财富重新分配<sup>403</sup>。

债务人申请公司破产的一种最有意义的形式是公司重整 (corporate reorganization)。在这种制度下，经理人员通常可以作为财产债务人继续留在经营公司，这里不存在破产财产受托人，也不采取任何措施对公司进行清算。但公司必须在6个月之内提出一个重整计划，公司将能继续经营，只是其所有权结构改变了。这一计划的本质就是一种将公司之债转变成分配给原债权人的股票或其他有价证券的提议。所以，按计划重整公司就会使债权人成为公司的所有人（或主要所有人，因为原来的股

东往往也给自己分配一部分股票)。债权人可能会反对这一提议的条件；那么将由破产法院来决定公司的实际价值和在债权人之间分配重整公司有价证券的方法。如果有价证券超出了债权人主张的数额，那么破产法院就应将之在原股东间进行分配。

公司重整的关键点是，它所冥思苦想的是公司的继续经营而不是清算。但是，如果继续经营在经济上是可行的，那么债权人也许就不可能首先强制其破产<sup>404</sup>，但这种“也许”是不正确的。一家公司可能在无力偿付债务的同时还能在经济上有生存能力。如果企业的一种（或多种）产品的需求意外地下跌，那么它的收入可能难以补偿其总成本（包括债务的固定成本）。但其收入可能会超过其可变成本。在这种情况下，企业就不应进行破产清算，而且也许在长期内企业会用一较小的工厂无限期地继续其经营。如果债务已被偿付而不再恢复的话，公司的总成本就会下降，而其（下降的）需求曲线和（下降的）供给曲线可能会再次相交。总之，公司可能会有一个或短或长的可生存前途。如果它能还清其所有的现行债务，就能达到这一点。现行债务清偿的一个途径就是将债务转变成自有资本，只要达到这一点，债务就不再成为固定成本了，从而就可以使公司进行一些其他的支付。破产重整就能达到这些目的。由于我们假设公司是要继续其经营，所以既在重整期间允许现存经理人员而非破产受托人管理公司又赋予经理人员重整动议权是非常自然的。经理人员既有经验又有强烈的积极性进行成功的重整以保住其工作并避免其企业特定人力资本的损失。

但所有这些并没有解决这个问题：如果企业继续营业比关闭更有价值，为什么债权人不动自动提出重整呢？为什么法律应该允许（正如现在那样）法院将重整计划“硬塞给”不同意的各位债权人呢？这里有两个答案。一个是我们熟悉的搭便车问题。如果需要债权人的一致同意才能批准重整，就会使每个债

手  
保  
平  
折

权人都为了在重整企业普通股分配中取得有利待遇而坚持不让步。第二个答案更有趣：重整可能对股东和债权人整体而言是最有利的，但可能会损害某些债权人。根据绝对优先规则（参见下章结束时的第3个问题）：大债权人有权在小债权人取得任何偿还之前获得全部的还款，所以一旦企业清算他就能保证得到全额支付。由此，原则上他在重整过程中有权取得的股本利益应当相当于他在清算中应取得利益的风险调整后的预期收益（risk-adjusted expected return），但这种等量是很难计算的。其中有许多原因，其中之一就是股本利益的价值取决于企业的收益预期，而这可能是很不确定的；而且，破产法的“新价值”规则使破产人有权给予向破产人提供新借款的贷款人以特别优先权（如果不是这样，贷款人就很难再借款给破产人）。如果企业最终被清算，这就可能会削弱大债权人全额取得其还款的预期<sup>①</sup>。当立即清算比在重整基础上继续经营产生更少的金钱偿付给债权人时，这些成本就由债权人承担。但从清算可以比从重整取得更多利益的债权人在其是否同意重整时就不会考虑这一点了。尽管在原则上他同意后可由其他债权人对其补偿，必需的多边交易的成本就可能是非常可怕的，即使我们撇开搭便车问题。

当然，公司重整并非灵丹妙药：它不仅因为对公司进行司法估价是一种值得注意的错误。另一个问题是：在清算中将丧失工作的经理和在清算中将不可能取得任何东西的小债权人都会在即使清算使财产更有价值时也要使公司生存下去。如果重整能使股东在重整企业中得到很小的股本利益，他们也会对重整极感兴趣。因为，重整对他们来说是一个没有任何损失的建议。如果重整企业赢利了，他们就可以分得利润；如果它失败了，全部损失就落到了债权人的身上<sup>②</sup>。所以，正像有些破产案件中由于可能使大债权人将成本加于其他利益人而使清算为过早一

样，重整也有可能在有些案件中由于可能使经理、小债权人和股东将成本加于（其他）债权人而使清算不适当地延期。

自从（也可能是由于）杠杆清购（the leveraged buy-out）产生以来，公司破产变得更为频繁了。杠杆清购是指这样一种交易，公司被入以大部分的借款资金购买，而借款购买人又以公司的自有资产来担保贷款。例如，一个企业的经理可能会用公司资产作为贷款担保而从银行借款后从企业所有人处将会购买过来。其结果是企业账簿上的负债额将增加，破产的风险也将增加。这是一件坏事吗？这种决定是复杂的。在一方面，就破产会产生无谓的社会成本（即，不仅会引起从股东、经理和有些债权人向其他债权人的财富转让，而且会引起对有价值资源（律师、银行家的时间和供给者的预期等）的消费和上述资产使用效率的降低）而言，任何增加破产风险的因素都会产生社会成本。这还存在着现存债权人的成本，随着破产几率的上升，他们全额取得还款的希望就会下降。但他们可以通过借款人资产担保其贷款、谈判限制借款人的其他债务、收取更高的利息率等形式保护自己。

在另一方面，增加企业的债务会使经理变成企业的实际控制股东，从而通过将代理人变成委托人而降低代理成本。这也间接地降低了代理成本。因为它剥夺了企业以其留存收益为新项目融资的能力而迫使它经常去资本市场融资，从而减少了经理的自由决定权（参见 § 14.7）。通过使企业成为一个风险更高的企业，很高的债务-自有资本率就可能抵消经理以厌恶风险的方式进行活动的倾向。股东通常希望他们投资的公司能以风险中立的的方式进行活动，因为厌恶风险的股东只要通过拥有多样化证券投资组合就可以保护自己免受特定企业的风险。但是，经理的企业特定人力资本不是很容易多样化的，所以经理就倾向于以厌恶风险的方式管理公司。这种倾向可能会使杠杆所抵消，

杠杆将放大企业经营行情涨落的财务效应。(下一章将对此作更多的讨论。)在所有这些方面,杠杆清偿降低了公司内的代理成本,即使经理的利益和股东的利益结合起来。或至少有助于这样做,因为更复杂的是杠杆清偿中的购买者是投资者而非经理;更高债务-自有资本率所产生的更大的财务失败风险可能会使经理更小心谨慎,同时又使他们经营管理决定的后果更具风险。

#### § 14.5 揭开公司的面纱

虽然有限责任在吸引个人进行自有资本投资方面起着很重要的作用,但无视这一点——用公司法的术语说,即揭开公司的面纱(piercing the corporate veil)——可能会在以下两种情况下促进效率。

1. 考虑一下使许多出租汽车联合起来结成公司以限制其对事故受害人的侵权责任的出租汽车企业。如果这是一种商议后的债务,那么债权人(受害人)就会收取更高利率以反映增长了违约风险,但它不是这样,而且事故之前加害人和受害人也不可能进行商议谈判<sup>①</sup>。所以,由单独的出租车改组成的公司会产生将其出租车服务成本外在化的后果。

即使在这种情况下,揭开公司的面纱仍可能不是最佳的选择<sup>②</sup>。允许侵权受害人取得股东的财产会对股东产生额外的风险,而风险增加对厌恶风险的人来说是一种现实成本。虽然公司可以为其侵权风险购买保险,但这对有限责任还不是一种完全满意的替代性选择。经理人员可能没有进行适当的保险,保险公司可能由于种种原因而拒绝或无力向被保险人支付侵权裁定所决定的损害赔偿(例如,可能是保险公司破产而无偿付能力);特定侵权可能并不包括在保险单的保险范围之内,所有这

些听起来好像是模糊不清的。但一旦所发生的故事不是汽车碰撞而是核反应堆事故或石棉引起的肺病,那么问题就可能更严重了。而且,如果公司有許多股东并且股票经常转手,那么揭开公司面纱就是一种行政管理的恶梦。因为那时人们必须决定哪些股东负有责任(那些侵权发生时拥有股票的人,那些作出侵权判决时拥有股票的人,还是其他时间拥有股票的人?)和如何在有责任的股东群众中分配责任。

一种可代替揭开公司面纱的选择是:要求任何从事危险行为的公司依其侵权责任程度的最高合理估计而向有关当局提供担保。由此,股东可以得到保护(在什么意义上?),事故成本也可以内在化。

2. 另一个更重要情况是揭开公司面纱的正当理由,即单独公司成立会使债权人产生误解。如果各公司都被允许声称有很大的财产来偿还债务人的贷款,而实际上他们并没有那么多的财产,那么其结果就增加了债权人为确认与其进行交易的公司的真实信贷价值而必须承受的成本。

事实上,虚假陈述(misrepresentation)是法院用以决定是否应揭开公司面纱的主要依据。确实,法院往往将揭开公司面纱的准则看作债务公司是否仅仅是一个代理人,是否改变了自我面目,或是否改变了股东的媒介,并考虑债务人是否遵守了公司的程序(如举行董事会会议)和是否已进行不适当当地资本化。但法院在运用这一检验标准时通常要问的是,股东是否参与了经营,是否作了陈述,是否可能欺骗债权人相信债务人拥有大量的财产(比实际拥有的多)并且股东是真正的债务人。有些法院已明确地采用虚假陈述原理以决定是否要揭开公司的面纱。“改变自我”这种检验是在用未经证实的假定在辩论,公司的媒介或代理特征是不相关的,对公司程序的遵守是一种挑剔的考虑,对资本化不足的关注也是不恰当的;新成立的企业往

往是资本较少，而正是这样这些公司的股东才最需要有限责任来引导他们从事冒险的投资事业，这既是由于大部分的新企业都失败了，又是由于对这些企业进行投资的人往往是财力不大。向新的或资本不足的公司贷款的人可以要求股东同意为公司债务担保；如果他们不这样做，法律就不应该为他们从火中取栗，除非公司对其财务能力作了虚假陈述。

股东常常为公司而非个人，而且这看起来以风险转移政策为基础的有限责任原则不应适用于这种情况。如果一母公司要对其子公司的债务负责，那么即使母公司股东对责任承担的风险要比子公司享受有限责任时大，但它仍只限于其对母公司的投资并可以通过拥有多样化自有资本有价证券组合而进一步减少风险。

我们必须将公众持股公司（许多股东进行正常的股票交易）与非公众持股公司（股东很少，没有股票交易市场）区别开来。假设 A·史密斯先生想对一采矿企业投资，但他的全部财产（除他准备对采矿业进行投资的财产外）都已被投资在他自己为唯一股东的广播电台公司了。如果他组成一个新公司经营采矿业，而且如果对附属公司的财产进行股权联合以清偿附属公司债权人的债权，那么史密斯先生就使其全部财产冒采矿业的风险。在这种情况下，揭开公司面纱以取得附属公司财产与揭开公司面纱以取得个人股东的财产就没有差异了。

408 但当一家公众持股的大公司通过其全部为人所有的附属公司从事经营时，我们还在决定什么财产才能清偿债权人请求而将这些附属公司看作一个独立的实体，这可能是极端虚假的问题是不是这样，我们可以将企业分成两组来评估：一组是与业务无关的企业；一组是与业务有着密切关系的企业。在第一组中，由于母公司利润的最大化要求每一附属公司的利润都应最大化，所以每一附属公司的财产、成本等应与它们在独立时

一样。事实上，共同所有人可能会采取措施掩盖和歪曲其不同企业的相对利润率，而其方法之一是以任意利率率在企业间配置资本。但并不是全部的所有人通常都采用这种方法，因为这种方法减少了适用于共同所有人管理其不同公司的效率信息，从而产生了很高的成本。滥用公司形式的最大危险发生在小企业情况下，作为独立的利润中心的子公司的运营是不大需要保证有效率管理的。但个人投资者在有限责任公司分支机构的利益使投资者有兴趣保持非分支机构公司的有限责任。这就是我们的 A·史密斯先生例证。即使附属公司的业务活动是密切相关的——如它们生产互补商品——每一公司在正常情况下也仍然是作为一个独立利润中心在经营，其目的就是保证其总体利润最大化<sup>409</sup>。在共同所有权节省大量成本的情况下，正如附属公司在不同生产流程生产同一产品那样（参见 §10-7 和 §14-19），这两个公司的管理就不同于两个从事同样业务的独立公司的管理；它们的经营将比独立公司的经营更为一体化。但如果由于这样的公司的效率更高，而使我们要通过向它收回其非合并竞争者仍享有的特权，以此来达到惩罚它的目的，这是不公正的。而且，也是在这种情况下，共同所有人会竭力避免使之更难评估各公司业绩的公司间进行转让（转让方法是扭曲各企业的利润率）。这就是以下事实的原因：纵向一体化企业一个部门向另一部门“出售”其产品的价格通常是该产品的市场价格（由于进行与市场交易相对的企业内交易，有了一些成本节约），而不是旨在牺牲其他部门的利润，从而增加一部门利润的任意转让价格。

409 一组从事相关业务附属公司和一组从事大量无关业务的附属公司之间的重要区别，不在于第一组公司的行为与从事相同行业的非联营公司的行为有何不同，而在于与有相关业务的一组附属公司进行交易的债权人更可能被诈欺而认为他正与一

单一公司进行交易。例如，假设一个银行控股公司建立一个子公司投资房地产业，控股公司给子公司起的名称与其银行行业子公司的名称很相似；且房地产公司在银行租用了办公场所，其办公室看起来好像是银行的办公室。没有经验的债权人以优惠的条件贷款给房地产公司，因为它合理地认为房地产公司是由银行经营的。在这种情况下，阻止（即禁止）银行控股公司（甚至是银行本身）否认贷款人向其提供借款似乎是合理的。保护附属公司的法律独立性会导致债权人阶层投入过多量的社会资源以确定向他们借款的实体的公司地位。然而，虚假陈述原则看来还是适于处理这些情况的。事实上，在不存在虚假陈述的情况下，废除联营公司有限责任的规则不会减低任何一类债权人的风险，而只会增加他的信息成本。虽然公司A的债权人知道，如果A违约他就可以取得A的附属公司B的财产；他也知道一旦B违约B的债权人可能有对A的财产提出清偿的请求，这又引起A对其自己债务（即A的债权人）违约。所以，为了知道应收取多高的利息率，他不得不对A和B的财务状况进行调查，而其结果可能是，公司B在业务上与公司A完全无关。

#### § 14.6 现代公司中所有权与管理权的分离

人们普遍认为，公司法不利于公司的债权人，而且不利于股东自身（这些信念相互一致吗？）。后一论点可概括成这样的思想：在公众持股公司中，所有权（股东）与管理权（经理人员）是分离的。但是，对这一所谓分离的大量担忧主要是由于没有将企业（firm）与公司（corporation）区别开来（参见§ 14.1）。企业是一种组织生产的方式；而公司像债券信托契约（bond indenture）一样，是将资本引入企业的一种方式。典型的

大商业实体具有企业和公司的双重性质：企业的管理权属于向雇员发布指令的经理团体，而实际上为企业购买投入并进行产品制造和销售的是企业的雇员；经理团体的人员包括那些富有业务经验而又专职从事日常管理工作人员，典型的股东（非公众持股公司或某人持有某公司很大比例股份的情况除外）是不了解企业的业务状况的，而且他们并不将之作为获得生计的一个重要部分，所以既不希望也没有积极性去参与企业的管理。他是一个消极投资者，而且由于其利益的流动性，他与企业只具有一种松散和暂时的关系。他的利益像债权人的利益一样，是一种金融利益而不是一种管理利益。

股东并不管理或控制“他们”的公司，正如债券持有人也不管理或控制公司、信托受益人不管理或控制受托人一样，这毫不奇怪。这三种人都享有投资收益，但也存在着差异：股东和信托受益人比债券持有人更容易因经理人员滥用职权和不履行义务而受损害。由于债券持有人有固定的利息率（它的价值在于它是自有资本投资的缓冲），所以他所关心的并不是企业得到令人满意的经营，而是不要经营得过糟以至于无法向他支付利息，或债券到期无力清偿其本金、或产生一些他在商谈利息时无法料想的事件。与之相反，股东的收益却与企业的经营状况和经理人员如何认真将企业收入的适当份额分配给股东直接有关——这就是说，经理履行其管理职能所追求的高于竞争收益的任何东西都是与股东息息相关的。

管理不善（过失）的危险性并没有经理人员不公正对待股东（不忠诚）的危险性大。管理不善并不是出于经理人员的私利，实际上它是与他们的私利严重冲突的，因为最终的企业破产（和经理人员未来就业希望的失却）将使他们面临更强的竞争对手。虽然经理人员由此将有极大的热情将企业管理好，或在他们自己无力将之管理好的情况下把他们的职位出售给那些

能管理好企业的人<sup>①</sup>，但他们公正对待股东（即，使公司股票的价值最大化）的积极性却被削弱了。当然，如果不公正对待股东的经理人员要想通过发行新股票而增加资本投入；那他就必须支付一笔溢价（作为保险费）；但溢价成本不是（或不是主要）由经理人员承担的，它将通过冲淡股权而由原股东承担。所以，股东和经理人员之间的这种潜在的利益冲突足以使我们作出这样的预见：股东通常会坚持在公司章程中载入有关保护性条款<sup>②</sup>。

公司法通过在每一公司章程中示意股东应坚持的正常权利而降低了交易成本。在这些正常权利中，最重要的是依其持有的股份数而享有对公司董事会成员的投票表决权。董事会也不管理企业。它通常由高级经理人员加上在其他地方从事专职工作而只对公司事务稍加关心的非本公司经理人员组成。在正常情况下，它只是批准和认可经理部门的行为。实际上，董事会的意义在于：股东通过它能够解雇现存的经理和雇佣更为关心股东利益的新经理。

所有权和管理权的分离是一个**虚假的问题**。假如大部分股东积极参与企业管理的机会成本过高而使之成为不可能，那么这种分离就是有效率的。在股东利益中占必要地位的**不是参与性股东是否民主，而是需要一种能阻止经理人员将过多的企业净收入从股东转向他们自己的机制。**

在这本论述法学的著作中，我们会很自然地致力于法律机制的研究，但我们也不会忽视使经理人员的私利与股东的私利结合起来的私人安排，那就使经理人员的报酬在极大程度上基于以其股票价值为衡量尺度的企业业绩<sup>③</sup>。一种更为奇异的结合方法是前面讨论的杠杆清购。假定（到目前为止还是如此）对资本收入比对普通收入有更优惠的所得税待遇，支付股息就是一种很怪的事。股息作为一种普通收入是要征税的；如

果同样的收入保留在公司中，那么公司的股票就会升值，而且股东能取得一笔现金，这笔现金等于他定期出售一些股票取得的股息。支付股息也有助于控制经理人员，其途径是：使公司更为经常地回到资本市场去资助新的业务（这不同于用留存盈余进行资助），和使公司失败的风险有所增加（因为如果不是所有的收益都保留在公司中，那么债务和自有资本的比率就会上升）<sup>④</sup>。

#### § 14.7 公司管理权的转让

如果经理人员无视股东的利益，那么该企业普通股的市场价格就会下跌。当发生这种情形时，警觉的投资者就会认识到这种股票的价格被定低了——即如果企业以**投资者收益最大化为目标进行管理，那么股票价格就会上升**。我们可以从以下几种途径拓展这种认识：

1. 一个公司或另一投资者可能会设法说服现行的董事会，在公司出售和合并方面合作以将管理权交给买方企业。在职董事和被购企业经理的默许可以由给予大量补偿的允诺来保证，这种补偿允诺的形式有有偿咨询契约等。无论如何，**股东只能对这种出售或合并计划投票赞成。**

2. 如果公司的董事会和经理人员反对这么做，那么该公司的未来受让人就可能愿意出钱从现行股东处以高于现时市价和低于适当管理和控制下公司股票的价格购买大多数已公开发行并售出的股票。如果收购股权成功，那么公司收购人就会有足够的选票来选举产生其自己的董事会，而且将由它来代替现行的管理部门。

3. 公司或个人投资者可以购买足够多的股票以(a)作为取得其他股东的投票代理而进行竞争的基础和(b)能使他在旧董



事会和经理部门被废除时因该企业普通股市价的上升而取得可观的利润。

公司法的传统学者过于强调公司民主(第3)而忽视了公司管理中的市场。由没有取得实质性所有权地位的个人进行的代理竞争非常近似于政治民主程序,但它是一种最不可行的接管方式,这部分是因为严重的外在性问题。这样的个人如何才能以伴有破产风险的利润补偿其竞争成本呢?

不幸的是,法律在有效使用股权收购的道路上设置了障碍,从而它又降低了自愿合并(Merger)方法的效率(为什么?)。例如,它禁止决定接管企业的投资者在不公开其目的的情况下买下目标企业的大部分股份。这样的公开势必会使股票价格上涨从而降低接管的收益和试图进行接管的积极性,它将会使大量由接管投标产生的收益外在化<sup>①</sup>。

近来解释的反托拉斯法是阻碍接管(Takeover)的一个重要因素(尽管有所削弱)。大公司本来只能由另一家大公司接管,而且大公司的收购也容易受到反托拉斯法的挑战。现在,人们经常可以看到经理人员拒绝另一公司的接管,其理由是由此产生的收购违反了反托拉斯法。

如果以下提案得以被采纳,那么就产生了一个新的接管障碍:禁止控股股东在出售其股票时收取溢价以控制将之出售会有利于买主的公司。其基本理论是,控股股东对占少数股权的股东负有信用义务。这一理论在“多数”股东和“少数”股东间发生利益冲突的情况下是有价值的,但在普通接管情况下,以下规则不但对“少数”股东无益反而会对他们有害:通过削弱控股股东出售其控制权的积极性而阻止公司财产向能更有效使用它们而有利于全部股东的人手中重新配置。

另一个问题是,预期的被接管公司会采取使接管人承受更高成本的手段以阻止接管,例如,奥均中保证经理取得过高的

解雇费以作为接管的条件(即所谓的“黄金降落伞”; the golden parachute)和“投毒”(poison pills)。“投毒”是这样一种阴谋:每一股东依其股数收到一份公司发放的认股证书,认股证书规定在公司要被收购的情况下股东有权以证书固定的价格向认购企业出售其股票,而这种股票的价格往往要高出其现时市价好几倍。如果股权收购者有足够的财富进行收购,那么就不会有什么问题,因为每一股东都乐意将其股票(以及其认股证书)出售给认股企业。但从发价人角度看,最佳的股权收购当然不是能吸引所有股东的,那是一种过于昂贵的股权收购。最佳股权收购的目标应是价格确定在能使勉强过半数的股东出售其股票的水平上。由于这样已使之取得控股权,所以股权收购人然后将买下全部的剩余股票(假设他不想为“少数”股东所困扰)——但其价格却是很低的,因为“少数”股东已别无选择。这种价格上的差额就是前面提及的控股权的溢价。双重股权收购实际上降低了股票出售价格,因为股东们会相互竞争在第一轮中以更高的价格出售其股票,从中取得控股权出售的溢价。“投毒”是一种对双重股票收购进行矫正的方法,它迫使购方公司以比第一轮更高的价格全面买下第二轮股票,从而极大地降低了购买人的预期收益。

与“投毒”相比,“黄金降落伞”不太容易引起人们明确的非议。由接管引起的高额解雇金的保证会使接管花费更高的成本,但它也减弱了经理人员拒绝接管人要求的激励,这两种效果可能会相互抵消。

像“投毒”这样的反接管方法被认为应存在的理由是:促进股东间的平等,使股权收购者改善其发价和矫正市场对股票的过低估价。这些辩护理由是难以令人信服的(从下一章将要讨论的有效市场论点看,最后一项理由尤其如此)。它们的主要作用是为了阻止股权收购,而且一些研究已经表明,当股权收