

公司治理与代理崇拜

[美] J. B. 希顿(J. B. Heaton)*

林少伟** 许瀛彪***译

目次

引言

一、法律与经济现实

(一) 所有权与所有权的分离

(二) 公司法(几乎没有隐藏)的指令作用

二、公司治理的代理成本

(一) 公司研究中代理的起源

(二) 詹森—梅克林模型

(三) 代理理论的慰藉

三、代理理论的虚假之神

(一) 公司法中最重要(但被忽视)的

(二) 激烈竞争的小事

四、前进之路

结论

摘要 代理理论——适用于公司治理中的争论——构建在所有权和控制权分离的神话之上。然而,真正的分离存在于所有权和所有权,即股东股份所有权和公司资产所有权之间。股东不是被代理人;董事和高管亦不是股东的代理人。股东确实选举董事,不过董事奉公司法为圭臬,根据公司法行事,而公司法极少要求最大化现有股东价值。相反,公司法允许甚至鼓励董事为公司的基业长青而行事,只要董事有合理理由认为其行为符合股东的长远利益。然而,代理理论对此现实置若罔闻。与此不同,正如早期文明通过参照现实世界中的现象与看不见的神之间的关系来解释前者,代理理论学者讲述的是股东们为保持安宁而有所牺牲(支付监督成本),而管理层则做出承诺并以此行事(引发约束成本),但股东们最终还是要处理不受诸神控制的一时冲动(剩余经理自主权)。然而,尽管研究成果丰硕纷呈,但表明这场战斗是真实的证据尚付阙如。管理者通常忠诚可靠,这可能是因为现行公司法的重点在于规制管理者不忠,并且商业领域的竞争远比大多数代理成本模型所设想的要激烈得多,其几乎没有留给管理者任何松懈余地。相反,有证据表明管理者受认知偏见的影响,最为重要的是,管理者显得乐观。管理者乐观主义和公司法的灵活性可以为最大化现有股东价值的大多数有争议理论的失败提供解释。如果学者直面现实,将代理崇拜抛之脑后,经济学与法学研究的学术水平都将得到提振。

关键词 公司治理 代理成本 代理崇拜 管理者乐观主义

* 芝加哥大学法学院法律与商业研究员。原文为: J. B. Heaton, "Corporate Governance and the Cult of Agency".

** 西南政法大学民商法学院副教授、法学博士。本文是2017年国家社会科学基金项目(编号17CFX072)的阶段性成果。

*** 西南政法大学民商法学院博士研究生。

引 言

代理路径已指出了一些有趣方向,但如果通过询问它是什么从而对其判断,那将是一种反向观察,或被作为对它不利的证据,进展便很糟糕。恰恰相反,似乎没有什么现象超出“代理成本”的范围,有时这个词语更像是咒语陷阱,而非分析工具。

——斯蒂芬·罗斯:《新帕尔格雷夫经济与金融大辞典》(1987)

公司股东与董事、高管之间不存在代理关系。我们之所以做出如此判断,正是因为股东并不是被代理人,董事和高管亦不是股东的代理人。“所有权与控制权的分离”言之凿凿、说得轻巧,就像重复的咒语,然而这种分离乃海市蜃楼,是纯粹的虚构。而法律对此是极其清楚的:所谓分离是所有权和所有权的分离。公司拥有资产,而股东拥有股权。一个简单的例子足以证明:如果股东拥有公司,股东便不可起诉公司,但现实中股东是可以对公司提起诉讼的。因此,这说明股东并不拥有公司。此外,正如数百年来法学家所理解的,股东和公司的分离对于公司作为一种组织经营方式的有效性而言是最为根本的。

股东通常所拥有的是投票选举公司董事的权利。这种投票极具影响,其可改变谁任董事,或现有董事的行为。作为一种代议制民主的选举任免,其可使那些仰赖股东投票的人手握重权(或担惊受怕)。然而,在任何时候,当选的董事均负有义务(包含受信义务)和享受保护机制(包括商业判断规则)——而这几乎总允许董事做出其所认为(或振振有词地声称)符合公司及其股东的“长期”利益的决策。除非将公司出售,否则董事无需最大化现有股东价值。这才是现实状况,可惜当前经济和法律分析置若罔闻,认为此与实际公司行为的研究几乎无甚关联。

公司治理的代理理论研究随着公司发展而勃兴,其构建在如此神话之上:公司是虚拟的,股东实际上在公司资产中拥有财产权。正如早期文明通过参照现实世界中的现象与看不见的神之间的关系来解释前者一样,代理理论学者讲述的是股东在下、管理者在上的故事:股东们为保持安宁而有所牺牲(支付监督成本),管理层则做出承诺并据此行事(引发约束成本),但股东们最终还是要处理不受诸神控制的一时冲动(剩余经理自主权)。

如同原始宗教一样,最终并无证据表明这场神话般的战斗是真实的。管理者通常忠诚可靠,这可能是因为现行公司法的重点在于规制管理者不忠。此外,商业领域的竞争远比大多数代理成本模型所设想的要激烈得多,几乎没有留给管理者任何松懈余地。相反,有证据表明管理者受认知偏见的影响,最为重要的是,管理者显得乐观。管理者乐观主义和公司法的灵活性可以为最大化现有股东价值的大多数有争议理论的失败提供解释。如果学者直面现实,将代理崇拜抛之脑后,经济学与法学研究的学术水平都将得到提振。

本文第一部分虽开门见山,但不可或缺,其阐述了一个简单的法律现实,即我们生活在一个所有权与所有权分离,而不是所有权与控制权分离的世界。股东并不“拥有”公司,董事和高管亦不是股东“被代理人”的“代理人”。公司并不是一种简单的虚构——当然也不是“合同集束”——而是一种必要和基本的分配、锁定和保护公司资产的法律手段,令其不受包括股东在内的其他实体影响。此外,公司法决然迥异于神话中股东(被代理人)对管理者(代理人)所发布的指令,即最大化当前股东价值。公司法明确规定,除非出售公司,否则管理者无须最大化当前股东价值。公司法允许甚至鼓励董事为公司的基业长青而行事,只要董事认为其行为符合股东的长远利益。代理理论学者忽视这些法律现实是极为危险的,因为董事、高管、投资者和许多为其服务的专业人士在

公司治理问题上的斗争都是在这些规则之下进行的。

第二部分探讨公司研究的代理成本范式。代理成本概念源于早期对新古典经济学利润最大化假设的质疑。当时几位经济学家特别是奥利弗·威廉姆森(Oliver Williamson)断言(在没有经验证据背景下)管理者为最大化自身价值,会故意转移价值给自己,从而推卸利润最大化的责任,此即后来的经理自主权路径。自此之后,一些经济学家开始单独研究代理关系的经济学问题。其后,著名学者詹森(Jensen)和梅克林(Meckling)认为,代理成本无处不在,其包括被代理人为了防止代理人转移的支出、代理人为约束自己预期转移的支出以及因代理人转移引发的损失的总和。因为,诚如上述斯蒂芬·罗斯的话所暗示的,代理成本理论无所不及地解释了大多数事情——好行为是被代理人和代理人支出有效的证据,坏行为是不可预防的剩余损失的证据——代理成本理论的解释焕发生机和活力。旋即,代理成本理论的解释便占据多数领地。代理理论使经济学家摆脱学习公司法的束缚,也使得对公司的经济分析转变为股东与管理者之间的博弈研究,这种研究是在一个创新性框架内进行的,而这促进了数学自由叙述,令经济学学者和法学家也展开了广泛争论。

第三部分回归现实,讨论代理崇拜的终结。尽管有成千上万的文章引用代理理论,但几无证据表明管理者没有最大化既有股东价值是因为管理层的不忠诚。这可能有两个原因:其一,现行公司法重点在于规制管理层不忠,可以明确的是在美国大公司中控制管理者转移并非难事。其二,商业领域的竞争远比大多数代理成本模型所设想的要激烈得多,其几乎没有留给管理者任何松懈余地。

第四部分提出,实证表明管理者之所以没有实现股东价值最大化,要么是因为公司法允许,要么是因为管理者对其能力与公司前景过于乐观——这是一种强有力且有充分证据的认知偏见。管理者乐观主义极易与代理理论相关的行为和机制相契合,并在预测更加敏锐的基础上大胆行事。一条有望在对冲基金积极主义和其他公司治理问题等现实争论中更有意义的“前进之路”,能够识别出所有权和所有权的分离、公司法的灵活性以及管理者乐观主义的心理偏见,这些因素有时会使现有股东价值最大化创造者的地位高于管理者。

第四部分为本文的简要结论。

一、法律与经济现实

(一) 所有权与所有权的分离

公司管理者是股东的代理人,这种关系充斥着各种利益冲突。^[1]

公司股东不能对管理者行为发号施令。事实上,股东显然被剥夺了干涉公司管理者活动的权力。他们可能不希望,或理性上不应希望如此行事,将管理者描述为他们的代理人的扭曲。^[2]

在公司理论中,对代理理论有一个显而易见的批判观点:股东不是被代理人,董事和高管亦不是股东的代理人。^[3]在这方面,法律再清楚不过了,其远非如伯利(Berle)和米恩斯(Means)所声

[1] Michael C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, 76 Amer. Econ. Rev. 323, 323 (1986).

[2] Victor Brudney, “Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract”, 85 Columbia L. Rev. 1403, 1428 (1985).

[3] See, for example, Lyman Johnson and David Millon, “Corporate Law After Hobby Lobby”, 70 Bus. Law. 1, 14 (2014). (“代理的定性亦缺乏法律依据。”)

称的“所有权和控制权的分离”。〔4〕 股东拥有股权,但不拥有公司及其资产。公司成立之时,亦是“法人团体”〔5〕与发起其成立的发起人“隔离和区别”之时。〔6〕 此时此刻,公司并不归属于任何人。与之相反,公司通过其代理人行事,业务和事务由其董事决定,〔7〕 上述人员无须成为股东,〔8〕也并非股东或公司的代理人。〔9〕 公司的高管是公司而非股东的代理人。〔10〕

此种法律上的分离并非虚构,这一点也恰最为重要。公司成立极为简明,因为它允许分离:一组由股东锁定却不能抽离的资产,〔11〕能够免受股东债权人解体公司以满足求偿的危险。〔12〕 设立公司的这些优越之处,连同其他闻名遐迩的公司人格特征如有限责任,业已在17世纪得到肯认。〔13〕

(二) 公司法(几乎没有隐藏)的指令

自20世纪60年代和70年代初以来,金融经济学的观点(显然也是许多股东的观点)认为公司管理者的职责是使公司当前价值最大化,〔14〕时至今日MBA学生也被反复灌输此等观念。〔15〕

MBA课堂教学与现实司法实践是如此大相径庭。例如,特拉华州判例法要求董事最大化“股

〔4〕 Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan, 1936), p.4.

〔5〕 See, for example, Del. Code Ann. tit. 8, 106.

〔6〕 Stephen M. Bainbridge and M. Todd Henderson, *Limited Liability: A Legal and Economic Analysis* (Edward Elgar Publishing Ltd, 2016), p.5. (“公司分离的首要含义是,公司具有与其股东和其他利益相关者不同的受法律承认的人格。”)

〔7〕 See, for example, Del. Code Ann. tit. 8, 141(a). (“根据本章组织的每一个公司的业务和事务应由董事会管理或在其指示下管理。”)

〔8〕 See, for example, Del. Code Ann. tit. 8, 141(b). (“除非公司注册证书或章程有此要求,否则董事不必是股东。”)

〔9〕 Restatement (Third) of Agency 1.01 cmt. f(2). (“在本节中,鉴于董事在当代美国公司法的待遇,虽然公司的股东选举董事,并在其当选后有权更换,但董事既不是股东的代理人,也不是公司的代理人。”)

〔10〕 Id. at cmt. c.

〔11〕 See, for example, Margaret M. Blair, “Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century”, 51 *UCLA L. Rev.* 387, 392 (2003)(强调“公司在建立一个资产池中所起的作用,该资产池不受任何想要收回投资的个人参与者的清算或解散”);Lynn A. Stout, “The Corporation as a Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form”, 38 *Seattle L. Rev.* 685, 688 (2015). (“简单地说,一旦你用你的钱购买了一家公司的股票,你的钱就变成了公司的钱。你没有法律权利要求归还。”)

〔12〕 See, for example, Henry Hansmann and Reiner Kraakman, “The Essential Role of Organizational Law”, 110 *Yale L. J.* 387, 390 (2000). (“资产分割的真正意义实际上是有限责任的逆转,即保护实体的资产不受实体所有者或管理者的债权人请求的影响。这意味着组织法作为财产法比合同法更为重要。”)

〔13〕 See Bishop Carlton Hunt, *The Development of the Business Corporation in England, 1800 - 1867* (Harvard University Press, 1936), p.3. [“在17世纪,公司成立所产生的商业利益愈发明显:永久性、独立于成员的存在(和管理)的连续性、对第三方或成员提起诉讼的容易程度、股份的可转让性、股权的无限可分性以及公司债务和股东债务责任的明确划分。”] 亨特(Hunt)指出:“例如,1692年丝绸纺织公司成立的请愿中就强调了公司对成员债务承担责任的重要性:‘如果这种组织形式仅以合伙条款为载体,则其将对几个合伙人的特定债务和私人债务承担法律责任,也将因任何一人的破产而被撕成碎片。’”Id.

〔14〕 See, for example, Alexander A. Robichek and Stewart C. Myers, *Optimal Financing Decisions* (Prentice-Hall of India, 1965), p.2. (“这本书假定财务经理的目标是公司价值最大化。”) Eugene F. Fama and Merton H. Miller, *The Theory of Finance* (Holt, Rinehart and Winston, 1972), p.69.(管理层应该“最大化公司当前市场价值”,此被称为“市场价值规则”。)

〔15〕 See, for example, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, and Franklin Allen, *Principals of Corporate Finance* 7 (2014). (“一位聪明而高效的管理者所做的决策会增加公司股票现值与股东财富。”)

东的长期利益”；^[16]他们没有义务(如果不存在控制权变动交易)“将公司当前股价最大化”。^[17]正如特拉维斯·拉斯特(Travis Laster)法官最近所指出:“为股东利益最大化公司价值的受信义务并不意味着董事为了追求短期战略,必须牺牲长期价值。当然,这并不意味着董事必须每天或每季度试图使上市公司的股价最大化。这种受信义务要求董事为了股东的利益,采取谨慎、忠诚和善良的行动,在长期内实现公司价值最大化。”^[18]

笔者曾在其他地方指出,特拉华州法院在其公司法意见中使用的短期或长期的言辞遮蔽了真正的竞争:一方是敏锐的股东追求自身价值最大化的理性愿望,另一方是法院和其他人士对公司基业长青的渴望。^[19]正如金融学教授对 MBA 学生的教学那般,特拉华州法院以“长期”的言辞来减轻董事压力:“董事在有意、知情和真诚地追求公司利益的情况下,可能会采取一种旨在实现长期价值的方针,即使以即时价值最大化为代价。”^[20]

特拉华州现任首席大法官里奥·斯特林(Leo Strine)在最近评论中有所透露,其所欲乃是令公司专注于长期经营,而非股东价值最大化。他提出如下一些观点:“股东就公司事务提出建议和投票的权利是以股东有兴趣提升公司可持续盈利能力的理论为前提的。”^[21]“总之,真正的投资者所需求的正是一个社会所需求的,也是我们作为最终用户、作为投资者所需求的,即为公司创造可持续的财富。”^[22]“为了促进可持续财富增长,股东本身必须像真正的投资者一样,他们要对长期财富的创造和保值抱有兴趣,而不仅仅在乎股票价格的短期波动。”^[23]“许多机构对季度收益和其他短期指标的关注,从根本上不符合大多数最终用户投资者的目标,这些投资者的储蓄主要有两个目的:其一是供子女接受高等教育;其二是为自己退休养老提供资金。这些最终用户投资者不在乎季度收益或短期噱头,他们希望公司能够创造出可持续的财富,以备其不时之需。”^[24]

简而言之,首席大法官里奥·斯特林希望公司董事会“在通过冒险努力追求利润和谨慎保护价值之间达致适当的平衡”。^[25]这不是“最大化当前股东价值”而是“可持续经营”的说辞。然而,这恰恰是支持管理者的法律背景,也是 MBA 和法律学生进入职场所面对的真实世界。

^[16] Leo E. Strine, Jr., “The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law”, 50 Wake Forest L. Rev. 761, 772 (2015). [quoting *TW Servs., Inc. v. SWT Acquisition Corp.*, Civ. A. Nos. 10427, 10298, 1989 WL 20290, at 7 (Del. Ch. Mar. 2, 1989).]

^[17] *Id.* at 774.

^[18] *Virtus Capital L.P. v. Eastman Chem. Co.*, Civ. A. No. 9808 - VCL, 2015 WL 580553, at 16 n.5 (Del.Ch. Feb. 11, 2015).

^[19] J.B. Heaton, “The ‘Long Term’ in Corporate Law”, 72 Bus. Law. 353, 356 (2017). See also Robert Anderson IV, “The Long and Short of Corporate Governance”, 23 Geo. Mason L. Rev. 19, 20 (2015). (“即使假设机构投资者的投资前景较短,短期投资者将在长期中将政策推向有害方向的论争关键缺乏基础,这一主张与主流金融经济学的基本原则不一致。”)

^[20] *Air Prod. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 124 - 125 (Del. Ch. 2011).

^[21] Leo E. Strine, Jr., “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?” 66 Bus. Law. 1, 8 (2010).

^[22] *Id.* at 26.

^[23] *Id.*

^[24] *Id.* at 12.

^[25] *Id.* at 18 n.54.

二、公司治理的代理成本

(一) 公司研究中代理的起源

公司法和金融经济学的多数研究都假设代理成本的存在,其由防止管理者不忠产生的支出,与即便有所支出股东价值仍由于不忠造成的损失所共同构成。代理成本理论源于20世纪40年代对新古典经济学假设——公司尤其是具有巨大市场力量的公司以利润最大化为目标——进行的有力挑战。^[26] 利润最大化范式的捍卫者们承认,在经济学家所研究的市场中,非金钱利益对公司管理者来说是可能的,也可能是重要的,^[27]这在很大程度上是因为他们意识到,在受到限制的情况下,管理者会最大化自己的价值。^[28] 尽管如此,因为股东和管理者由于不同原因都可能追求利润最大化,所以在早期,“管理动机”会偏离利润最大化的说法并不明显。股东期盼“提高股利的数额”,而管理者则希望“能确保公司安全,或扩大公司规模,或出于各种其他原因而获益。”^[29]虽然希克斯(Hicks)教授建议管理者可以追求垄断,这样他们才能享受“安逸的生活”,^[30]其他经济学家认识到,外部和内部现实(包括来自追求“安逸的生活”工作的其他管理者的竞争)可能迫使管理者追求或趋近利润最大化。^[31]

然而到1963年,奥利弗·威廉姆森教授指出从“管理动机”转向“经理自主权”的研究思路。^[32]威廉姆森认识到,任何直接衡量自主权的尝试都极为困难,因此其认为管理者存在着非金钱利益的动机,比如“安全、权力和威望等”,^[33]他进而追问“这些动机会引发什么活动”?^[34]这一转向,与时代的方法论精神保持一致。因为到1963年,只要遵循可检验的预测,接受主流经济学

[26] See, for example, T. de Scitovsky, “A Note on Profit Maximization and Its Implications”, 11 Rev. Econ. Stud. 57 (1943). (进行一项分析,表明利润最大化意味着代表企业家的特定偏好可能不成立); M. W. Reder, “A Reconsideration of Marginal Productivity Theory”, 55 J. Pol. Econ. 450, 450 (1947). (“该公司的现行理论明确地假定该公司的经营方式能使其利润最大化。”)

[27] See, for example, Fritz Malchup, “Marginal Analysis and Empirical Research”, 36 Amer. Econ. Rev. 519, 527 (1946). (“事实上,商业行为中非金钱因素的性质、强度和影响是需要研究的问题。可以认为,生产更高的产量,支付更高的工资或收取比最高利润更低的产品价格,对商人来说可能涉及社会声望的提高或一定程度的内在满足感。”)

[28] See, for example, Leonid Hurwicz, “Theory of the Firm and of Investment”, 14 Econometrica 109, 110 (1946). [“因此考虑企业家的心理素质(稍微晚些),并且至少暗含着,利润最大化被效用最大化所取代。”] Also influential was Gary Becker’s then-unconventional analysis of preference in Gary Becker, *The Economics of Discrimination* (1957).

[29] C. Addison Hickman, “Managerial Motivation”, 19 U. Chi. L. Rev. 794, 798 - 799 (1952); see also C. Addison Hickman, “Managerial Motivation and the Theory of the Firm”, 45 Amer. Econ. Rev. 544 (1955) (提议研究管理动机)。

[30] J.R. Hicks, “The Theory of Monopoly”, 3 Econometrica 1, 8 (1935) (“最好的垄断利润是安逸的生活”。

[31] See, for example, P. W. S. Andrews and Elizabeth Bruner, “Business Profits and the Quiet Life”, 11 J. Indus. Econ. 72, 78 (1962). (“如果企业要避免陷入困境,我们提出管理者对‘安逸的生活’的追求无济于事,他们必须热心地考虑利润,但不一定是短期内的利润。”)

[32] Oliver E. Williamson, “Managerial Discretion and Business Behavior”, 53 Amer. Econ. Rev. 1032 (1963). 威廉姆森后来承认,他正在解决一些人认为不存在的问题。See Oliver E. Williamson, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm* 1 (1974). (“对一些观察者而言,自主权的机会是广泛的,自主权的行为被广泛地表现出来,然而对另一些人而言,还不清楚在任何重要意义上这样的选择实际存在,更不用说行使其了。”)

[33] Williamson, 53 Amer. Econ. Rev. at 1034 (cited in note 32).

[34] Id.

家的假设可能是“不现实的”,这是米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)著名的经济学方法论的论文所提到的。^[35]然而更好的是,威廉姆森认为管理者利用经理自主权将资源转移给自己,且没有全力以赴地实现利润最大化的假设并不会留下不切实际的印象。旧式利润最大化理论的辩护倾向于依赖于它们作为基准的有用性,以及它们更易于检验的事实。^[36]事实上,可能是在威廉姆森的假设中被接受的现实主义为他的理论所遭遇的实证失败提供了借口。^[37]

自20世纪70年代开始,威廉姆森教授(和其他学者)^[38]的经理自主权理论成为经济学文献中一个独特分支。^[39]反对这一理论可测试性的人相对较少。^[40]这一理论的变体,如“X-非效率”理论,也在研究中得到了发展。^[41]然而,真正的突破来自其他地方。

(二) 詹森—梅克林模型

直到20世纪70年代中后期,金融学家们仍致力于管理者将当前市场价值最大化的观点。法玛(Fama)教授和米勒(Miller)教授在1972年提出,“尽管存在多年来的争议,但目前仍无证据表明,市场价值规则下的预测结果与所观察到的管理者行为存在较大差异,以至于排除了这种预测,即使作为第一近似值也是如此”。^[42]此外,其他经济学家认为,公司内部的管理者可以协调劳动者的行动,以获致有效的结果。^[43]换言之,至少在金融领域,现在还不是时候接受经理自主权而非忠诚管理者的观点。

金融领域朝此方向迈出的第一步,就像事后想的一样,是斯蒂芬·罗斯教授提出的。^[44]他对代理理论进行了全面的经济分析,并在论文结论处提出了一项建议,其可能适用于管理者和股东:“再提一条利益之路——在一个真实的不确定的世界里,不存在适度未定市场,公司的管理者基本

^[35] Milton Friedman, “The Methodology of Positive Economics”, in *Essays in Positive Economics* (1953), p.7. [“实证科学的最终目标是发展一种理论或假设,对尚未被观察到的现象做出有效和有意义的(即非常识的)预测。”]

^[36] See, for example, H.T. Koplín, “The Profit Maximization Assumption”, 15 *Oxford Econ. Papers* 130, 130 (1963). [“利润最大化假设历来备受攻击,主要是因为其缺乏现实性,未能充分考虑到商人对权力、休闲、社会声望和类似的非金钱回报的其他欲望。将这些利益纳入更普遍的利润最大化理论的可能性曾被作者考虑过,但最终遭到拒绝,因为他们认为这样的假设逻辑重复和(或)不可用。”]

^[37] 许多经济学家认为威廉姆森实证结果尚付阙如,因为他对成本的主要预测在数据中并不成立。See, for example, Michael Smirlock and William Marshall, “Monopoly Power and Expense-Preference Behavior: Theory and Evidence to the Contrary”, 14 *Bell. J. Econ.* 166, 167 (1983). (“我们的结果不支持垄断权力与费用偏好行为之间的假设关系。”) Loretta J. Mester, “Testing for Expense Preference Behavior: Mutual versus Stock Savings and Loans”, 20 *RAND J. Econ.* 483, 483 (1983). (“这项测试的结果不支持先前关于管理费用偏好的结论。”)

^[38] Most notably, William J. Baumol, *Business Behavior, Value and Growth* (1959) (注意到企业似乎以达到令人满意的利润水平为前提,实现销售最大化)。

^[39] See, for example, Sidney G. Winter, “Satisficing, Selection, and the Innovating Remnant”, 85 *Q. J. Econ.* 237, 237 (1971). (“管理层强调现代公司的大规模、分散股权和市场力量使其有较大自由追求自己目标的权利,没有正确代表股东利益最大化的诉求。”)

^[40] See, for example, R. Rhees, “A Reconsideration of the Expense Preference Theory of the Firm”, 41 *Economica* 295, 307 (1974). (结论是经过广泛的分析,“在检验费用偏好理论与公司竞争理论时会出现困难。”)

^[41] See, for example, Harvey Leibenstein, “Aspects of X-Inefficiency Theory of the Firm”, 6 *Bell J. Econ.* 580, 603-604 (1975) (“由于约束程度中隐含的自身利益,个人不太可能选择对公司产出贡献最大的岗位”)。

^[42] Fama and Miller, *The Theory of Finance* 75, (cited in note 14).

^[43] See Armen A. Alchian and Harold Demsetz, “Production, Information Costs, and Economic Organization”, 62 *Amer. Econ. Rev.* 777 (1972).

^[44] Stephen A. Ross, “The Economic Theory of Agency”, 63 *Amer. Econ. Rev.* 134 (1973).

上是股东的代理人。因此,对代理关系的了解,将有助于我们理解这一难题。”^[45]

詹森和梅克林全速追赶罗斯的建议,在他们1976年的里程碑式论文《公司理论:管理行为、代理成本和所有权结构》中提出了一个雄心勃勃的代理理论研究范式。^[46]詹森和梅克林试图发展一种内部人和局外人之间的分离所有权理论。^[47]他们简要批判了之前公司理论研究,包括威廉姆森的理论。^[48]然后,在阐述他们的理论时,他们将代理成本定义为被代理人的监督成本、代理人的约束成本及剩余损失之和。^[49]詹森和梅克林论文的影响主要来自它的断言:“公司的股东和管理者之间的关系符合纯粹代理关系的定义。”^[50]他们提供了一个富有弹性的理论,说明公司如何产生代理成本:“上述所讨论的代理成本的大小因公司而异。这将取决于管理者的偏好,取决于他们在决策过程以及监控和约束行为成本中能够多大程度地轻松发挥自身偏好,而非实现价值最大化。代理成本还将取决于衡量和评估管理者(代理人)表现的成本,设计和应用与所有者(被代理人)收益相关的补偿指标的成本,以及制定和执行特定行为规则或政策的成本。当管理者对公司控制利益不足,它也将取决于市场对管理者的需求。来自其他潜在管理者的竞争限制了获得管理服务的成本(包括如果所有的监督成本和约束成本都为零,那么特定的管理者在多大程度上可以实施偏离理想的解决方案)。分歧大小(代理成本)直接与更换管理者的成本相关。如果管理者的职责对公司专业知识要求较低,那么其表现极易评估。如果替换搜索成本较低,则与理想的差异将相对较小,反之亦然。”

“这种差异还将受到公司本身市场,即资本市场的限制。所有者总是可以选择整体或部分出售他们的公司。管理公司的所有者可以不时地对资本市场进行抽样调查,如果他们发现未来收益流对他人的价值高于公司给他们的价值,他们可以选择将公司出售,因为公司由管理者经营。可以想象的是,其他所有者可以更有效地监督,甚或拥有管理才能和足够财富的个人会选择收购这家公司。在后一种情况下,由这样的个人收购公司将彻底消除代理成本。”^[51]

这一说法接近承认代理成本范式过于灵活,自由度太大,因此能够解释绝大多数事情,詹森和梅克林不承认这一点。但大家都可以看到问题就在这里。一个通常与代理问题不存在明显关联的结果,却看似合理地可用所谓的代理成本问题解决办法来解释。^[52]一个看似不合理的结果总是可以用无法控制的代理成本的剩余损失来解释。当所有这些论点都取决于所称的不可观察的成本时,由此

[45] Id. at 138.

[46] Michael C. Jensen and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

[47] Id. at 306.

[48] Id. at 307.

[49] Id. at 307. 虽然詹森和梅克林显然不知道这一点,但俄亥俄州立大学政治学助理教授巴里·米特尼克(Barry Mitnick)早些时候发表了关于监督成本的确切观点,称其是对“监督”的投资:假设被代理人出于某种原因希望监督他的代理人。注意,监督的一种形式是鼓励代理人遵守受信义务;但是,我们不会在此考虑实际的监督模式。假设被代理人没有外部资源用于监督机制,然后,其必须将可能分配给自己和代理人的部分可自由支配的资源转用于监督机制。Barry M. Mitnick, “The Theory of Agency: The Policing ‘Paradox’ and Regulatory Behavior”, 24 Public Choice 27, 31 (1975). 米特尼克还预计到詹森和梅克林的代理成本的第三部分——剩余损失——表明监督可能只解决代理关系中的部分损失。Id. at 33 - 36. 约束成本是詹森和梅克林定义的代理成本中唯一的新贡献。

[50] Jensen and Meckling, 3 J. Fin. Econ. at 309 (cited in note 46).

[51] Id. at 328 - 329.

[52] See, for example, Ronald W. Anderson, M. Cecilia Bustamante, Stephane Guibaud, and Mihail Zervos, “Agency, Firm Growth, and Managerial Turnover”, 73 J. Fin. 419, 422 (2018). (建模代理问题,然后解释数据与模型对最优合同的预测一致。)

产生的解释可能不过“只是逸事而已”。^[53] 代理成本范式为公司和管理者提供了一个诱人的理论框架,但是,正如开篇斯蒂芬·罗斯引证所言,“如果通过询问它是什么从而对其判断,那将是一种反向观察,或被作为对它不利的证据,进展便很糟糕”。^[54] 例如,利用现金流收购公司的管理者可被描述为“浪费股东资金的帝国缔造者”,^[55]而那些不扩张业务的管理者可以被描述为在不忠地享受“安逸的生活”。^[56] 似乎没有什么能超越代理成本的解释力,但这并不是一种好的路径。

(三) 代理理论的慰藉

当詹森和梅克林把注意力集中在“公司所有者与最高管理层之间的合同安排得出的代理成本分析”时,^[57]他们大概知道,股东不会与公司最高管理层达成这样的安排。为了避免这种不便,他们引入了可以说已成为法律经济学中最棘手的术语之一——合同集束(nexus of contracts):重要的是要认识到,大多数组织只是一个简单的法律拟制,其作为个体间一系列合同关系的集束……私人公司或企业只是法律拟制的一种形式,它是合同关系的集束,也是以对组织中一般未经其他订约人许可即可出售的资产和现金流有可分割的剩余索取权的存在为特征的……从这个角度看,试图区分公司内部人与局外人并无多大意义。只有法律拟制(公司)与劳动力、物质和资本投入的所有者以及产出的消费者之间大量复杂的关系(即合同)才存在非常真实的意义。^[58]

在解释公司法和金融学中代理理论的勃兴时,无论怎样强调詹森和梅克林合同集束理论的重要性都不为过。^[59] 对公司作为一个虚构实体的忽视,鼓励了经济学家在公司研究中避免学习公司法。经济学家可以无视公司,甚至无视“所有权”概念来研究个体之间的相互作用。^[60] 不幸的是,这种不受法律约束的分析,往往忽略了控制其所研究的行为的最基本的法律限制。^[61]

此外,詹森和梅克林的合同集束理论是如此影影绰绰,以至于代理理论提供了有关公司融资争辩的机会,这种争辩以法律学者和经济学家同样可用的叙事形式出现,这是跨学科接受的真正

^[53] Rudyard Kipling, *Just So Stories* (1902).

^[54] Stephen A. Ross, “The New Palgrave: A Dictionary of Economics”, Finance(1987).

^[55] See Ronald W. Masulis, Cong Wang and Fei Xie, “Agency Problems at Dual-Class Companies”, 64 J. Fin. 1697, 1722 (2009). (“具体来说,随着内部控制权与现金流权的分歧越来越大,外部股东提高了额外持有的公司现金的折扣,首席执行官获得更大的报酬,管理者从事更低效的帝国建设活动,如收购和巨额资本支出。”)

^[56] See Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences”, 111 J. Pol. Econ. 1043, 1043 (2003). (“我们的研究表明,积极的帝国建设可能并非常态,管理层可能更青睐享受安逸的生活。”)

^[57] 3 J. Fin. Econ. at 309 (cited in note 46).

^[58] *Id.* at 310 - 11.

^[59] 合同集束论断一直是法律学者批判的主题。See, for example, Victor Brudney, “Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract”, 85 Columbia L.Rev. 1403, 1444 (1985). (从合同集束甚至从代理成本的角度来分析公司,将问题置于一个框架中,意味着与制度障碍所允许的相比,公司经理自主权更少,投资者有更有效的投资选择。这些分析包含了严重的描述性不准确之处,这反过来又影响了私人自治制度所暗示的规范性后果,从而使他们不适合这样一个世界:被认为能够讨价还价的一方是一个由分散个人组成的集体,而另一方则是一个协调一致的群体。) William W. Bratton, Jr., “The ‘Nexus of Contracts’ Corporation: A Critical Appraisal”, 74 Cornell L. Rev. 407 (1989) (批判合同集束观点)。

^[60] See Eugene F. Fama, “Agency Problems and the Theory of the Firm”, 88 J. Pol. Econ. 288, 290 (1980). (“从合同集束的角度来看,公司所有权是一个无关紧要的概念。”)

^[61] See, for example, Stewart C. Myers and Raghuram Rajan, “The Paradox of Liquidity”, 113 Q. J. Econ. 733 (1998), 其模型忽略了欺诈式转让法律对防止几乎所有问题的影响。许多“产权”文献都受到这一问题的困扰。

优势。在资产定价研究的时代——期权定价理论^[62]和资本资产定价模型^[63]的发展——为金融以外的人士提供了一个相对较高的数学标准,在正规的代理理论中,这个标准仍然很高,^[64]在公司法和金融学中应用的代理理论,为对重要问题的几乎无休止的猜测提供了一个相互参照的框架,这个框架通常根本没有任何数学依据。^[65]金融学者可以通过非数学的讨论来扩大他们的影响力,比如詹森的短文认为债务是好的,因为它吸收了自由现金流以及收购者可约束管理者以防止管理者恣意耗费,^[66]而法学学者则可以通过代理论点为基础的叙述来查阅经济学文献。^[67]大多数关于20世纪80年代收购的争论都是在代理论点的数学自由应用框架内进行的。^[68]

代理理论的影响是令人敬畏的。根据一项引证排名研究,詹森和梅克林的文章在主要经济学杂志期刊中引用排名第三。^[69]在社会科学网(SSRN.com)上搜索,共有两千多篇标题含有“代理”术语的论文。在詹森和梅克林的文章发表数十年后,人们仍然经常根据他们的理论命题来激发学术研究。^[70]

三、代理理论的虚假之神

(一) 公司法中最重要(但被忽视)的作用

尽管有其影响,但四十多年的积极研究仍未发现任何显著证据证明管理者有系统的不忠以及代理理论的重点——金融决策、投资决策等——最好被理解为代理问题的作用。恰恰相反,我们

[62] See Fischer Black and Myron Scholes, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, 81 J. Pol. Econ. 637 (1973) and Robert C. Merton, “On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates”, 29 J. Fin. 449 (1974).

[63] See William F. Sharpe, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, 19 J. Fin. 425 (1964); John Lintner, “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets”, 47 Rev. Econ. & Stat. 13 (1965); Robert C. Merton, “An Intertemporal Asset Pricing Model”, 41 Econometrica 867 (1973); Stephen A. Ross, “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing”, 13 J. Econ. Theory 341 (1976).

[64] See, for example, Steven Shavell, “Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship”, 10 Bell J. Econ. 55 (1979) (研究被代理人与代理人之间的帕累托最优费用安排) and Bengt Hölmstrom, “Moral Hazard and Observability”, 10 Bell J. Econ. 74 (1979).

[65] See, for example, Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, “Agency Problems and Residual Claims”, 26 J. L. & Econ. 327 (1983) (分析代理问题和剩余索取权)。

[66] Michael C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, 76 Amer. Econ. Rev. 323, 323 (1986).

[67] See, for example, Frank H. Easterbrook, “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, 74 Amer. Econ. Rev. 650 (1984).

[68] See, for example, Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders’ Welfare”, 36 Bus. Law. 1733, 1736 (1981) (“这些代理成本是大型上市公司所有权和控制权分离的必然结果”); Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Corporate Control Transactions”, 91 Yale L. J. 698, 705 (1982). (“如果更好的管理者获得对公司资产的控制,或者如果他们改变了现有管理者的激励结构,那么公司控制权交易可以降低代理成本。”)

[69] E. Han Kim, Adair Morse, and Luigi Zingales, “What Has Mattered to Economics Since 1970”, 20 J. Econ. Persp. 189, 192 (2006).

[70] See, for example, Matthew O’Connor and Matthew Rafferty, “Corporate Governance and Innovation”, 4 J. Fin. Quantitative Analysis 397, 397 (2012). (“詹森和梅克林在1976年表明,代理问题是具有分散所有权结构的现代公司的固有部分。代理问题的产生是因为管理公司的高管和股东不是同一个人。只要股东监督管理者存在困难或代价高昂,管理者就有动机最大化自身效用,而非股东的财富。”)

有充分的理由认为,系统的、故意的不忠行为是极不可能的。^[71] 早期实证表明,调查和制裁消除了詹森和梅克林所宣称的最逃避责任的行为。^[72] 这一点很重要,因为“多数公司法对公司保留充分自主权以有效执行业务的同时涉及一系列旨在控制管理松懈和转移的实质性规则和程序性手段”。^[73] 显然,在美国大公司中公司法的基本约束太强大了,没有给债务、大股东和控制有意管理不忠的收购留下太多空间。如果事实如此,这里便有极大的讽刺意味。如前所述,詹森和梅克林对公司纯粹虚构的漠视,使得经济学家们无须研究公司法的基本机制,而这些机制可能控制了公司董事和高管追求自身利益最大化所产生的一切问题。

不少论者极易忽视股东代表诉讼的权力。^[74] 活跃的股东原告律师和老练的投资者在大公司中质疑挑战薪酬决定、^[75]剥夺公司机会、^[76]严重的管理不善、^[77]自我交易^[78]以及剥夺公司资产的交易。^[79] 研究表明,此类诉讼在管控代理成本理论所意欲解决的许多不端行为方面具有重要的意义。^[80]

(二) 激烈竞争的小事

毫无疑问,在股东追求价值最大化的模型中加入管理层不忠的假设可以产生最微妙的学术激

^[71] 直接衡量代理成本的尝试无法令人信服,部分原因是它们只能用小企业进行比较。See, for example, James S. Ang, Rebel A. Cole, and James Wuh Lin, “Agency Costs and Ownership Structure”, 55 J. Fin. 81, 104 (2000) (“用小企业的数据研究代理成本随公司所有权结构的变化”)。

^[72] Douglas V. DeJong, Robert Forsythe, Russell J. Lundholm, and Wilfred C. Uecker, “A Laboratory Investigation of the Moral Hazard Problem in an Agency Relationship”, 23 J. Acct. Res. 81 (1985).

^[73] Robert C. Clark, *Corporate Law* xxiii (1980).

^[74] See, for example, Jill E. Fisch, “The Overstated Promise of Corporate Governance”, 77 U. Chi. L. Rev. 923, 937 (2010). (“商业判断规则具有将法律诉讼限于涉及自我交易或利益冲突的交易的实际效果。由于这一限制,关于代表诉讼的实证研究发现这是相对无效的就不足为奇了。”)当然,代理理论宣称的绝大多数(虽然不是全部)涉及自我交易和利益冲突交易的有效性危在旦夕。

^[75] See, for example, *Espinoza v. Zuckerberg*, 124 A.3d 47, 66 (Del. Ch. 2015). (“完全公平审查标准要求被告证明交易是公正交易和公平价格的产物。因为被告仅仅依靠批准作为辩护,他们并没有试图提供完全公平的足够证据表明有权作为法律事项获得判决支持,也没有证明关于2013年补偿的完全公平性没有实质性事实的真正问题。因此,我拒绝他们第一条请求简易判决的动议。”)See also litigation pending in the Court of Chancery of the State of Delaware, *Tornetta v. Musk et al.*, case number 2018 - 0408.

^[76] See, for example, *In re Riverstone Nat'l, Inc. Stockholder Litig.*, No. CV 9796 - VCG, 2016 WL 4045411, at 17 (Del. Ch. July 28, 2016). (“根据前述,原告声称,由于合并消除了剥夺公司机会的主张,被告违反受信义务的行为在驳回诉讼的动议中幸存下来,所以合并是不公平的。”)

^[77] See, for example, the litigation brought by a large Uber Technologies Inc. investor, *Benchmark Capital Partners VII, L.P. v. Travis Kalanick and Uber Technologies Inc.*, case number 2017 - 0575, in the Court of Chancery of the State of Delaware.

^[78] See, for example, the litigation brought by Carl Icahn's company challenging the go-private transaction at AmTrust Financial Services Inc., *Icahn Partners LP et al. v. Barry D. Zyskind et al.*, case number 2018 - 0358, in the Court of Chancery for the State of Delaware.

^[79] See, for example, the litigation challenging transactions by a private equity owner, *GPM Investments LLC et al. v. Sun Capital Partners IV LP et al.*, case number 1: 18 - cv - 00796, in the U.S. District Court for the District of Delaware.

^[80] See Dain C. Donelson and Christopher G. Yust, “Litigation Risk and Agency Costs: Evidence from Nevada Corporate Law”, 57 J. L. & Econ. 747, 750 (2014). (“提供证据表明,公司高管和董事的诉讼风险似乎是一种强有力的治理机制,能显著提高公司价值并约束管理行为。我们的发现强调了诉讼风险作为降低公司内部人和外部股东之间代理成本的机制的重要性。”)

辩。纷至沓来的研究为重要的公司事务建立了复杂的代理解释,^[81]但几乎所有这些研究都没有提出一种反对意见,即现实世界中的管理者面临着残酷的商业竞争,而这种竞争肯定限制了逃避和转移的能力。^[82]詹森和梅克林承认了这一问题,尽管是在其论文第30个脚注中提到这个问题:“在对手众多且进入门槛较为轻易的竞争背景下,持续偏离利润最大化的行为将不可避免地走向灭亡。经济上的自然选择占据历史舞台。”^[83]

但是,在承认了这种毁灭性的可能性之后,他们反驳了这一观点,并声称:“由于正如人们常说的管理控制问题,产品和要素市场竞争的存在不会消除代理成本。如果竞争对手都承担相当或高于我的代理成本,我将不会被他们的竞争对手淘汰出市场。”^[84]

假设代理成本会在竞争中存在,是因为代理成本无处不在的观点并无说服力。这是代理成本理论无约束性的又一例证,但是其只能说服信徒。

四、前进之路

有一条破除代理崇拜的出路,这条道路将有助于我们更好地研究公司治理,也可能帮助董事和高管更好地管理公司资产。代理理论在学术之外的影响力如此之小,这一点也不应该让我们感到惊讶。公司董事和管理者会竭尽心思寻找每一个自私自利、中饱私囊的机会逃避责任,比如赞成乘坐公务机去阿斯彭滑雪度假——或者收购下一家不必要的公司,像乐高那样构建自己的帝国——令董事、高管和专业顾问(如银行家和律师)深感虚幻缥缈。当然,有可能找到公司治理中的孤例,即沉迷过度的福利,避免艰难的决策,但对大多数公司的高管而言,他们在黎明前起床,为了工作牺牲家庭与健康,在竞争激烈的市场上日复一日地战斗。对于学术理论将他们视为避免寻找有利可图项目的人,如认为“因其需要太多的操劳或努力来管理或学习新技术,从而使公司的价值大大降低”,^[85]他们以合理的轻蔑做出反应。前进之路可以将以下二者结合:(1)更好地了解(或温故知新)公司法如何鼓励偏离股东价值最大化;(2)行为公司金融的应用。前已述及公司法的灵活性,现转而论述行为公司金融。

与代理理论不同的是,没有证据表明管理者是故意不忠的,但许多证据表明,管理者被误判了。^[86]

[81] See, for example, Rajesh K. Aggarwal and Andrew A. Samwick, “Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered”, 58 J. Fin. 71, 73 (2003). (“与先前文献一致,我们发现公司绩效随着激励增加而提高,随着多元化的拓展而降低。更重要的是,我们发现证据表明公司高管有激励增加公司多元化……我们发现,在这些研究中发现的负相关关系是由未观察到的、公司的特定因素造成的。我们通过使用公司级别固定效应来使用这些因素。多元化激励增加的结果表明,激励和多元化方面的变化是与多元化有关的私人利益的变化所致。”)

[82] See, for example, Peter DeMarzo and Michael J. Fishman, “Agency and Optimal Investment Dynamics”, 20 Rev. Fin. Stud. 151 (2007) (建立一个没有竞争对手的公司的动态模型); Rui Albuquerque and Neng Wang, “Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing”, 63 J. Fin. 1 (2008) (same); Peter M. DeMarzo, Michael J. Fishman, Zhiguo He, and Neng Wang, “Dynamic Agency and the q Theory of Investment”, 67 J. Fin. 2295 (2012) (same); and Boris Nikolov and Toni M. Whited, “Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model”, 69 J. Fin. 1883 (2014) (same).

[83] Jensen and Meckling, 3 J. Fin. Econ. at 329 n.30 (cited in note 46).

[84] Id. at 330.

[85] Jensen and Meckling, 3 J. Fin. Econ. at 313 (cited in note 46).

[86] Itzhak Ben-David, John R. Graham, and Campbell R. Harvey, “Managerial Miscalibration”, 128 Q. J. Econ. 1547 (2013) (提供调查结果显示对管理者信仰的判断严重失当); John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Manju Puri, “Managerial Attitudes and Corporate Actions”, 109 J. Fin. Econ. 103 (2013) (提供证据证明首席执行官的行为特征,乐观情绪和管理风险厌恶情绪与公司财务政策有关); Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, (转下页)

与代理成本相比,乐观情绪反而是可估量的。^[87]关于管理者乐观主义的研究乃立基于心理学文献成果之上,表明当估计事件的可能性时,个体倾向于进行系统偏倚的概率评估。^[88]管理者的乐观主义非常适合公司治理,因为有证据表明,个人不仅对当前信念的有效性有信心,而且相信只要有足够的时间,也会看到这些信念的正确性。^[89]管理者乐观主义理论在过去二十年里已经取得了长足的进步,提供了并不依赖于不可观测的信息不对称和代理成本的更简练的预测和证据。^[90]管理者乐观主义解释了管理者对内部财务的偏好,以及为何自由现金流对有乐观管理者的公司而言是危险的。^[91]管理者乐观主义预测并购^[92]及其他公司投资模式^[93]中管理者超额偿付。管理

(接上页)“Behavioral CEOs: On the Role of Managerial Overconfidence”, 29 J. Econ. Persp. 37, 57 (2015).(越来越多的证据表明,很大一部分公司高管对自己的决定表现出过度自信的症状。)

^[87] See, for example, Manju Puri and David T. Robinson, “Optimism and Economic Choice”, 86 J. Fin. Econ. 71 (2007) (检查乐观情绪的估量)。

^[88] Shelly E. Taylor and Jonathan D. Brown, “Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health”, 103 Psychol. Bull. 193 (1988); Neil Weinstein, “Unrealistic Optimism About Future Life Events”, 39 J. Personality & Soc. Psychol. 806 (1980).

^[89] Todd Rogers, Don A. Moore, and Michael I. Norton, “The Belief in a Favorable Future”, 28 Psychol. Sci. 1290 (2017).

^[90] 关于行为公司金融的调查, see Simon Gervais, “Capital Budgeting and Other Investment Decisions”, in H. Kent Baker and John R. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, (2010) (对有关行为偏见的文献进行的调查表明,有偏见的管理者过度投资公司的自由现金流,发起过多的合并,开办更多的公司和新项目,并且青睐于长期坚持无利可图的投资政策); Malcolm Baker, Richard Ruback, and Jeffrey Wurgler, “Behavioral Corporate Finance: A Survey”, in *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (2007); Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, “Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey”, in *Handbook of the Economics of Finance* (2013).

^[91] J. B. Heaton, “Managerial Optimism and Corporate Finance”, 31 Fin. Mgmt. 33 (2002) (表明管理者乐观主义预测了优序资本结构偏好和自由现金流问题); Dirk Hackbarth, “Managerial Traits and Capital Structure Decisions”, 43 J. Fin. & Quantitative Analysis 843 (2008) (研究管理者乐观主义对资本结构选择的影响); Yueh-hsiang Lin, Shing-yang Hu, and Ming-shen Chen, “Testing Pecking Order Prediction from the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence from Taiwan”, 16 Pacific-Basin Fin. J. 160 (2008) (证实了希顿模型的预测,乐观的管理者比非乐观的管理者表现出对净债务发行/融资赤字更大的敏感性); Winifred Huang-Meier, Neophytos Lambertides, James M. Steeley, “Motives for Corporate Cash Holdings: The CEO Optimism Effect”, 47 Rev. Quantitative Fin. & Acct. 699 (2016) (与管理者乐观主义的预测一致,乐观的管理者不愿使用外部资金,不愿为增长机会囤积现金,而是使用更多现金进行资本支出和收购,并在困难时期节省更多现金)。

^[92] Pekka Hietala, Steven N. Kaplan, and David T. Robinson, “What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies”, 32 Fin. Mgmt. 1 (2003) (发现在一场收购战中,超额支付与管理者乐观主义一致,但不符合“基于代理的激励问题”的有力证明); John A. Doukas, J. and Dimitris Petmezas, “Acquisitions, Overconfidence Managers and Self-Attribution Bias”, 13 European Fin. Mgmt. 531 (2007) (发现管理者往往把最初的成功归于自身能力,因此变得更加自信,参与更多的交易); Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction”, 89 J. Fin. Econ. 20 (2008). (这表明乐观的首席执行官为目标公司支付过高的费用,进行了破坏价值的合并。)

^[93] See, for example, Yueh-hsiang Lin, Shing-yang Hu, and Ming-shen Chen, “Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan”, 13 Pacific-Basin Fin. J. 523 (2005) (在台湾市场数据中检验希顿的管理者乐观主义,并证实其预测); Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, “CEO Overconfidence and Corporate Investment”, 60 J. Fin. 2661 (2005) (发现过于自信的首席执行官的投资对现金流反应更快)。

者乐观主义解释了财务错报多于故意行为的原因,^[94]也解释了为何管理者不青睐分红而偏好回购股票。^[95] 管理者乐观主义还解释了证券发行和融资选择^[96]以及基金经理在筹集资金时所做的投资选择。^[97]

此外,管理者乐观主义虽然有所吝啬,但也允许外部人员、董事和公司经理之间进行丰富的互动。^[98] 管理者乐观主义也可能有助于解释局外人在公司治理中的作用,这也许是代理方法中最

[94] Catherine M. Schrand and Sarah L.C. Zechman, “Executive Overconfidence and the Slippery Slope of Financial Misreporting”, 53 J. Acct. and Econ. 311 (2012) (发现四分之三的财务错误报表反映了一种乐观的偏见,这不一定是故意的), see also Anwer S. Ahmed and Scott Duellman, “Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism”, 51 J. Acct. Res. 1 (2013) (发现强有力的证据证明首席执行官过度自信与会计保守主义之间存在着负相关关系)。

[95] See Sanjay Deshmukh, Anand M. Goel, and Keith M. Howe, “CEO Overconfidence and Dividend Policy”, 22 J. Fin. Intermediation 440 (2013) (发现由乐观的首席执行官管理的公司的分红派息水平大约低了六分之一,这与这类管理者对内部融资的偏好趋于一致); Pei-Gi Shu, Yin-Hua Yeh, Tsui-Lin Chiang, and Jui-Yi Hung, “Managerial Overconfidence and Share Repurchases”, 13 Int’l Rev. Fin. 39 (2013) (发现管理层过度自信与股票回购的强度呈正相关关系,回购强度是由规模大小、执行情况、频率以及宣布的价格和执行后的价格之间的差额所决定)。

[96] See, for example, Ronghong Huang, Kelvin Jui Keng Tan, Robert W. Faff, “CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity”, 36 J. Corp. Fin. 93 (2016) [发现首席执行官过于自信的公司往往采用较短的债务期限结构,使用较高比例的短期债务(12个月内到期)]; Po-Hsin Ho, Chia-Wei Huang, Chih-Yung Lin, Ju-Fang Yen, “CEO Overconfidence and Financial Crisis: Evidence from Bank Lending and Leverage”, 120 J. Fin. Econ. 194 (2016) (发现首席执行官过于自信的银行更有可能在危机前削弱贷款标准); Luis Santos-Pinto and Michele Dell’Era, “Entrepreneurial Optimism and the Market for New Issues”, 58 Int’l Econ. Rev. 383 (2017) (研究乐观主义对新股发行影响); Sanaz Aghazadeh, Lili Sun, Qian Wang, and Rong Yang, “Investors’ Perception of CEO Overconfidence: Evidence from the Cost of Equity Capital”, Rev. Quantitative Fin. & Acct, forthcoming (发现证据表明管理者乐观主义影响股权成本)。

[97] See, for example, Dirk Hackbarth, “Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective”, 15 J. Corp. Fin. 389 (2009) (应用实物期权框架,分析管理者乐观主义和过度自信对融资和投资决策之间相互作用的影响); Ulrike Malmendier, Geoffrey Tate, and Jon Yan, “Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies”, 66 J. Fin. 1687 (2011) (发现可衡量的管理特征对公司融资决策具有重要的解释力); Chih-Yung Wang, Yu-Fen Chen, and Chia-Wen Yu, “Managerial Optimism and Post-Financing Stock Performance in Taiwan: A Comparison of Debt and Equity Financing”, 119 Econ. Letters 332 (2013) (证明台湾的公司融资决策是由管理者乐观主义推动的)。

[98] See, for example, T. Colin Campbell, Michael Galmeyer, Shane A. Johnson, Jessica Rutherford, and Brooke W. Stanley, “CEO Optimism and Forced Turnover”, 101 J. Fin. Econ. 695 (2011) (分析管理者乐观主义的次优和最优水平); Adam C. Kolasinski and Xu Li, “Can Strong Boards and Trading Their Own Firm’s Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs”, 48 J. Quantitative & Fin. Analysis 1173 (2013) (发现独立董事会帮助过于自信的首席执行官在寻求收购其他公司时避免诚实的错误); Jian Wang, Jiliang Sheng, and Jun Yang, “Optimism Bias and Incentive Contracts in Portfolio Delegation”, 33 Econ. Modelling 493 (2013) (发现乐观的管理者比完全理性的管理者承担更多的风险); Clemens A. Otto, “CEO Optimism and Incentive Compensation”, 114 J. Fin. Econ. 366 (2014) (展示公司如何通过调整薪酬合同来调动乐观管理者积极性); Gilles Hilary, Charles Hsu, Benjamin Segal, Rencheng Wang, “The Bright Side of Managerial Over-Optimism”, 62 J. Acct. & Econ 46 (2016) (管理者乐观主义会带来额外的努力,从而提高公司盈利能力和市场价值)。

重要的一种主张。^[99] 研究人员认为,组织的乐观主义最好通过引入“外部”观点来缓解,这种观点能够辨识“内部”观点可能错误的所有原因。^[100] 局外人,无论是大股东和(或)对冲基金活动人士,都有能力提请管理层注意可能表明他们的看法是错误的信息。^[101] 公司治理界对外部董事和董事会外部主席的推动与这一指示不谋而合。总体而言,行为公司金融很可能完全取代代理理论。一般而言,控制代理成本的机制有数种,包括内部股东、机构股东和大股东的持股,外部董事、债务、来自其他管理者的竞争,以及公司控制权市场的存在。^[102] 所有这些均可被接受,而且多数业已通过基于管理者乐观主义而非管理不忠的模型进行了分析。

结 论

公司治理应当摒弃代理理论。管理者不是代理人,股东亦不是被代理人。公司实行所有权(股份)和所有权(资产)的分离,对大公司的繁荣兴旺至关重要。枉顾这些事实,已然产生了与实际公司治理问题无甚关联的大量文献。代理理论试图用不可观测的代理成本解释偏离股东价值最大化的现象。因此,对于研究中的任何现象,至少有两个答案总有用武之地:因为某些机制或其他控制了代理问题,目前的情况达致最优;因为无法以可接受的成本控制代理问题,目前的情况未达最优(或监督和约束成本边际最优)。本文并非第一篇批判代理路径的文章,^[103] 只不过先前的批判寥寥可数、远远不足,我们应该果断结束对代理的崇拜。

笔者以为,公司治理研究的重点应当转变。行为公司金融学有望大胆前进,这将更好地解释公司行为,更好地与现行公司法融合,并为董事和高管提供有益指导。是时候放弃旧式理论,^[104] 以认真对待的方式深入展开理解真正的公司治理的研究了。

(责任编辑:黄韬)

^[99] See, for example, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, 94 J. Pol. Econ. 461 (1986).

^[100] See Daniel Kahneman and Dan Lovallo, “Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking”, 39 Mgmt. Sci. 17 (1993).

^[101] On hedge fund activism, see Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, 63 J. Fin. 1729 (2008); Alon Brav, Wei Jiang, and Hyunseob Kim, “Hedge Fund Activism: A Review”, 4 Foundations and Trends in Finance (2010).

^[102] See Anup Agrawal and Charles R. Knoeber, “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, 31 J. Fin. Quantitative Analysis 377 (1996).

^[103] See, for example, Michael J. Meurer, “Law, Economics, and the Theory of the Firm”, 52 Buff. L. Rev. 727, 731 (2004) (“公司法的合同集束路径提供了宝贵的见解,但其给人一种错误印象,即代理理论抓住了公司理论的精髓”); Claire A. Hill and Brett H. McDonnell, “The Agency Cost Paradigm: The Good, the Bad, and the Ugly”, 38 Seattle L. Rev. 561, 562 (2015) [“我们认为,这种模式在智识上是相当薄弱的,也许在政治和法律上也是如此(尽管也许不是!)”]。

^[104] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, 52 J. Fin. 737, 742 (1997). See also David Yermack, “Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns”, 80 J. Fin. Econ. 211, 211 (2006). (“回归分析发现,首席执行官的财务补贴与薪酬或持股比例之间没有显著关联,但与个人特征相关,特别是长途高尔夫俱乐部会员资格对于私人飞机的使用有极强解释力。”)