

公司法和公司治理中的现实与幻象

[美] 迈克尔·克劳斯纳 著* 李诗鸿 译**

目 次

- 一、导论
- 二、在 IPO 阶段的缔约
- 三、公司法供给方面的州际竞争
- 四、公司上市后的治理调整：“中期”阶段
- 五、解释、内涵与结论

摘 要 公司契约论在 IPO 阶段体现得最为清晰。如果契约论有效，IPO 时披露的公司章程中就应当包括大量的个性与定制化条款，但现实恰恰相反。IPO 章程中并未包含反收购措施、对交错董事会的实证研究也无法达成一致，反收购措施只是专属投资关系的有效补充。IPO 章程并不像公司契约论设想的那样是治理创新和个性化定制的载体。对公司法供给方面的州际竞争研究中，尽管大型企业通常在特拉华州注册，但如果其总部设在较小的州，那么其更倾向于在该州注册。公司在较小州注册时，更期待对该州公司法未来的变化施加影响。上述两种解释都得不到公司契约论的支持。1980 年至 2000 年中期阶段的实证研究表明，公司上市后管理层并未发起提升公司价值的治理变革，管理层维持了被认为将降低公司价值的交错董事会制度。2000 年中期以后，公司治理环境出现了两大重要变化。其一，大量公司取消交错董事会，董事会独立性增强。其二，多数投票制度作为一项创新制度被广泛运用。虽然这两大变化可被视为降低代理成本进而提升企业价值的治理措施，但是契约论无法解释上述变化为何出现在当下，而非之前的阶段。

关键词 公司契约论 治理指数 州际竞争 交错董事会 独立董事

* [美] 迈克尔·克劳斯纳 (Michael Klausner)，斯坦福大学法学院 Nancy and Charles Munger 商业和法律讲席教授，法学博士。本文系作者于 2013 年在《斯坦福法律评论》中发表的一篇文章。Michael Klausner, Fact and Fiction in Corporate Law and Governance, 65 STAN. L. REV. 1325 (2013)。

** 李诗鸿，华东政法大学国际金融法律学院讲师，法学博士。中文译文保持了原文的注释体例，但为了使论文集集中于对公司契约理论的反思，译文省略了作者关于公司治理指数的分析部分。

一、导论

这一期的《斯坦福法律评论》作为第七届法律实证研究年度会议 (Conference on Empirical Legal Studies, CELS) 的记录,让六位作者有机会展示其在各自领域进行的重要实证研究成果。在公司法和公司治理领域,实证研究的影响是广泛的。提交给法律实证研究会议报告中有超过四分之一的主题文章与公司法和公司治理相关。早在 1970 年代初,法学和经济学者就开始着手构建该领域的基础理论。然而,针对一些关键问题,理论却始终无法提供回应。例如交错董事会 (staggered board)、独立董事抑或是首席执行官和董事会主席 (board chair) 的界分,是否真正提高了公司价值?针对每一个问题,正反双方都有相应理论支持。因此,实证研究对其进行回应就显得十分必要。

涉及公司法最基础性的理论问题——即独立于法律,市场力量是否推动了最优的公司治理安排?这是一个塑造了 1980 年代以来公司法研究方向的理论命题,并没有系统性的实证数据研究支持这一命题。在本文中,我经过分析并得出的结论是:就上述绝大部分命题而言,证据显示不支持。

我们理解公司法和公司治理的理论框架源于 1970 年代晚期的金融学文献和 1980 年代的法学文献。在 1984 年,Roberta Romano 评论道:“直到最近,公司法变成了一个无趣的研究领域。”^{〔1〕}并引用 Bayless Manning 于 1962 年作出的著名论断:“公司法作为知识的一个领域,在美国早已死亡……留下的只有繁杂而空洞的公司法条文,如同那些由生锈钢筋建成的摩天塔楼,框架虽在,其中却荡然无物,唯有长风呼啸而过。”^{〔2〕}就知识和法律角度看,1976 年由 Michael Jensen 和 William Meckling 发表的《企业理论:管理者行为、代理费用与产权结构》^{〔3〕}一文,带来了“公司法的革命”。^{〔4〕}其发展出公众公司的代理成本理论,迄今仍是公司法和公司治理研究领域的主导框架。一年后, Ralph Winter 发表了《州法、股东保护和公司理论》一文,文章中含蓄地应用了 Jensen 和 Meckling 代理成本模型来分析以下问题,即美国各州吸引公司注册的竞争行为,究竟是“逐顶竞争”(race to the top)还是“逐底竞争”(race to the bottom)?^{〔5〕}随后, Frank Easterbrook 和 Daniel Fischel 在 1980 年代发表一系列文章并汇集为一本颇有影响力的著作,继续拓展了 Jensen 和 Meckling 的理论框架,发展为公司法的实证和规范性研究。^{〔6〕}而后,这一作品和其他以经济学为基础的法学作品开始影响法院和证监会。^{〔7〕}

透过 Jensen 和 Meckling、Winter、Esterbrook 和 Fischel 以及其他学者的作品可见,该时期文章的

〔1〕 Roberta Romano, Metapolitics and Corporate Law Reform, 36 STAN. L. REV. 923, 923 (1984).

〔2〕 Id. at 1 n.1 (原文有删节) (引自 Bayless Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, 72 YALE L. J. 223, 245 N. 37 (1962)) (内部引文标记略去)。

〔3〕 Roberta Romano, After the Revolution in Corporate Law, 55 J. LEGAL EDUC. 342, 347 (2005). 一个值得格外关注的是 Henry Manne 的作品,预期敌意收购的文献将会在 20 年之后出现。See id. at 343; see also Henry G. Manne, Our Two Corporate Control, 73 J. POL. ECON. 110 (1965); Henry G. Manne, Our Two Corporation Systems: Law and Economics, 53 VA. L. REV. 259 (1967). 同样还有 Ronald Coase 的作品,在 1937 年第一次将公司概念化为契约。R.H. Coase, The Nature of the Firm, 4 ECONOMICA 386 (1937).

〔4〕 Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

〔5〕 Ralph K. Winter, Jr., State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation, 6 J. LEGAL STUD. 251 (1977).

〔6〕 FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 15 (1991) (本书的规范性命题是:若对每一个可能发生的事情进行协商的效率足够低,则公司法应当包含人们将会协商出来的条款。实证性命题则是公司法几乎总是要符合这一模型。)

〔7〕 See Romano, supra note 3, at 350.

观点都主张公司契约论。^{〔8〕}公司被视为“相关者”之间“契约的联结”，这些组成者包括管理者、股东、债权人和雇员等主体。公司法和公司治理主要集中在处理管理者和股东之间的代理关系。就像在其他市场环境下，被视为契约的股东—管理者关系概念化的含义是——在不存在交易成本（transaction costs）时——市场的力量可以被信赖用以最大化共同收益。在公司法背景下，这意味着市场力量将会引导各方创设治理安排，并接受那些能够最小化代理成本的法律规则，继而最大化企业价值。

契约理论逻辑在公司首发上市 IPO 时点下最为清晰。拟上市公司管理者和投资者设计了企业治理结构。市场设定了公司股份的价值——反映用于降低代理成本的公司治理架构有效性的价格——投资者在市场中购买了上述股份。拟 IPO 股东期待获得良好治理架构的收益，并会为质量较差的架构买单。因此，他们被期待来设计最优的治理机制以适应每个企业的情况，并在公司章程中提供上述机制——即“公司契约”。^{〔9〕}作为一个规范性问题，契约治理被认为是优于强制实施的法律治理安排，因为企业在许多维度上都存在差异，并且市场力量创设了激励机制来促进个性化的形成和创新的发展。如果契约理论是成立的，那么我们会发现公司上市时应包含章程的个性化和创新的治理安排。一旦公司内部公众股东的股份是分散的，管理者是否可以利用其控制权放松治理控制并提升自身利益，这仍然是一个问题。^{〔10〕}同样，契约主义理论者主张，市场力量会促使管理层采纳最优的治理安排。^{〔11〕}实证数据支持这一理论要素，会采取由公众公司管理者发起的修改章程或采纳治理改进，以最小化代理成本的方式展开。

契约论对公司的理解，对公司法起到了支撑作用。公司法提供了“现成的”（off-the-rack）缺省规则（default rules），节省了为各方整体关系定制条款的成本。^{〔12〕}当管理者能够改进上述缺省规则，可以选出这些规则，并在章程中草拟替代性规则，这会在 IPO 阶段或者之后发生。此外，在美国可以适用的缺省规则本身就是契约。当企业上市时，选择了注册所在州就选入了该州的公司法体系。一旦上市，在得到董事会和股东的许可下，该企业即可以重新注册。契约论者的理解是，该公司会在具有更能降低代理成本公司法的州进行注册。此外，追随 Winter 研究的脚步，契约论者预期各州会渴望得到伴随注册而生的特许经营费，并且因此互相竞争以提供满足这一需求的公司法——展开“逐顶竞争”。^{〔13〕}

契约理论将经济学带入公司治理和公司法的分析框架，并基于简单假设和直接的经济逻辑，开启公司法研究的新篇章。不存在交易成本时，经济学理论意味着管理者将会与股东定制彼此关系，借此最大化企业价值。^{〔14〕}这是契约论理论的核心内涵，也为契约论者提供了一个强有力的规范性主

〔8〕 试图列出一个名单不可避免地要忽略一些这一时期有影响力的文章。以下仅是其中一部分：OLIVER E. WILLIAMSON, THE ECONOMIC INSTITUTIONS OF CAPITALISM: FIRMS, MARKETS, RELATIONAL CONTRACTING (1985)；Armen A. Alchian & Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 AM. ECON. REV. 777 (1972)；Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 J.L. & ECON. 301 (1983)；Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, 94 J. POL. ECON. 691 (1986)；David D. Haddock et al., Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers, 73 VA. L. REV. 701 (1987)。

〔9〕 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Corporate Contract, 89 COLUM. L. REV. 1416 (1989)（将公司章程描述为契约）。

〔10〕 对这一问题的概述，参见 Lucian Arye Bebchuk, The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law, 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989)。

〔11〕 Haddock et al., supra note 8, at 733-37.

〔12〕 EASTERBROOK & FISCHEL, supra note 6, at 34.

〔13〕 Winter, supra note 5.

〔14〕 为了简化以及与文献的术语保持一致，当涉及管理者和股东共同的财富时，我运用了“企业价值”这一术语来代指，没有考虑行为的外部性，及其对企业其他利益相关者财富的影响。

张——本质上没有必要进行法律干预,因为任何需要都可以通过契约来完成。然而,仍存在问题,例如实际的契约条款是否符合契约论者期待,市场的缺陷是否阻碍了最优的公司治理安排。这是一个实证问题,基于此实证性和规范性契约论的定位被装上了铰链,同时,这也是本文集中讨论的问题。

整体来看,近三十年来的实证研究文献对契约理论的支持力度很小。^[15] 该理论的核心支撑论点与实证数据不匹配。首先,契约理论意味着公司上市时的章程会是一个充满活力的价值最大化创新和个性化定制的轨迹。然而,实证数据显示,事实上在 IPO 章程中并没有任何创新和个性化定制出现过,这些章程本质上非常的空洞。在 IPO 阶段,企业会选择注册地所在州的缺省规则或法定选择权。^[16] 唯一出现在 IPO 章程中的重要治理条款就是交错董事会,而研究表明该条款会降低企业价值。^[17] 其次,实证研究表明州际竞争在公司法的供给方面并不存在,^[18] 并没有“逐顶竞争”或者“逐底竞争”之说。特拉华州是这场竞赛中的唯一参赛州,并且统治了整个市场。

一旦公司上市,反映中期阶段公司契约治理的数据是混合的。实证证据并不支持“看不见的手”会迅速废除那些无效率的治理机制,或者引致管理上的革新,提出创新或定制化的章程修改,来提请股东批准。相反,在治理方面股东与管理层之间则存在非常明显的较量,相关历史超过 30 年。多数情况下,上述较量的结果更偏爱管理层。然而,近些年来,权力的天平似乎开始转向到股东一方。在延迟了 30 年之后,背景法律发生了重大变化,股东倡导的治理结构已经被采纳。

为何契约论理论与现实不适应?答案必然取决于交易成本和其他的市场缺陷。契约论假设相关的交易成本为起草契约的定制成本(drafting costs),还不足以有效破坏上述理论,同时又不存在其他市场缺陷。但恰恰相反,市场缺陷比契约论者认识到的更为复杂也更为重要。在定义股东—管理者关系的权利和义务之时,普适性的标准相较特定规则往往更为适合。各种语境下的信义义务就是一个很好的例子。当某种类型的契约条款被需要,该条款的内容通过特定情况下的司法解释进行供给。被越多企业采纳的治理规则,就越有可能被诉诸法律,也可能有更多的司法解释。因此,由于缺省规则更可能被广泛接受——如果仅是因为其核心质量——其提供的不仅仅是一个当前的先例,同样也是未来大量的规则供应。针对一个企业个性化定制的条款而言,并非如此。此外,缺省规则提供了在市场运行中熟悉规则的好处,以及在可能被请求提供建议时,律师熟悉上述法律规则的好处。

在之前的工作中,我运用经济学中“网络技术”的方法解释了上述现象。^[19] 缺省规则的网络优势大于某个企业基于自身情况设置条款所带来的利益——正如 Windows 操作系统的优势超过了专业计算机生产商考虑发展的新操作系统。其同样优于那些对企业存在潜在吸引力的创新中所蕴含的

[15] 在之前一篇文章中,我探讨了公司契约论理论所面临的挑战。See Michael Klausner, The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later, 31 J. CORP. L. 779 (2006) .

[16] 法定选择权包括,如交错董事会、累积投票权和外部董事金钱责任的辩解, See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 102 (b)(1), 141 (b), 214 (2013) . 企业往往不会免受州内反并购条款的约束。See Robert Daines & Michael Klausner, Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Provisions in IPOs, 17 J.L.ECON. & ORG. 83, 95 (2001) .

[17] See infra Part III. A. 1. b.

[18] See infra Part II.

[19] Michael Klausner, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, 81 VA. L. REV. 757, 826-29 (1995) ; see also Henry Hansmann, Corporation and Contract, 8 AM. L. & ECON. REV. 1, 9-10 (2006) (通过聚焦于通过立法修改来证明论点,不受多少企业采纳缺省规则的影响,可以提供独立的价值。) Ian Ayres 做出了相关的论证,与公司法缺省规则的设计相关。他论证道,应当有一个法院在事后应用的通用标准。选出该规则的公司会以特殊规则处理,不需要这样的事后实施。Ian Ayres, Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel, 59 U. CHI. L. REV. 1391, 1403-08 (1992) (reviewing EASTERBROOK & FISCHEL, supra note 6) .

固有利益。定制和创新性条款(以及新的操作系统)本质上也可具有网络优势,但仅限于它们被广泛接受的时候,而集体行动难题阻碍了其被广泛采纳。然而,如同我所讨论的,这些与公司治理安排相关的内容仍然处在变化中,并作为由股东行动主义推动的高能见度战役的对象。

契约论未能适应现实的第二个原因在于,契约论者很少关注现实的公司契约。事实上早在1984年,Easterbrook教授就认识到当代实证研究具有局限性,他认为进一步推进实证研究将会大有裨益。^[20]但目前仍然缺乏全面性的研究,而对部分公司章程的回顾,将揭示真实世界的现实与契约论者所描绘的理论在一些重要方面存在显著不同。^[21]

实证文献已经填补了契约论理论研究者遗漏的一些事实,基于此,理论的有效性基本上已经所剩无几。本文将按以下内容展开,第一部分,我将契约论者对IPO阶段的理解和实证文献所揭示的现实展开对比;为了支持这一分析,继而展示了一些从IPO章程中搜集的新数据。在第二部分,我回顾了关于各州“竞争”以提供公司法的实证文献。在第三部分,我检验了实证文献在多大程度上证明了契约论的预测,即一旦公开上市,市场将会推动公司治理安排达到最优的调整。

二、在IPO阶段的缔约

当公司公开上市之时,公司章程事实上就是管理者和公众股东之间订立的契约。这一章程赋予了股东法律权利并施加了管理者义务。章程能够促使公司放弃毒丸计划,设置一个交错董事会,限制董事的责任风险,将首席执行官和董事会主席职位隔离开来,保持董事会的确定规模,拥有特定数量的独立董事,要求管理者持有一定数量的股份,以某种方式对管理者发放薪酬等。对这些公司内部自由选择所施加的限制非常少。^[22]只要经过董事会和股东们的批准,公司章程中的任何条款都可以在之后进行变更。

定价(pricing)是契约论的核心。企业内部章程中所包含的治理承诺,在公司上市后会披露出来。如同他们评估公司的其他方面一样,投资者有机会评估这些承诺协议。证券市场应当为公司章程中所提供的治理协议进行定价,如同其为公司商业模式的质量、产品、管理和其他可能影响未来利益进而影响当前价值的因素进行定价一样。^[23]如果治理承诺有价值,投资者应该会竞价抬高公司股价,这种情况下,在企业IPO之前拥有股份的投资者将获得好处。因此,在契约论逻辑下,拟IPO企业的管理者和投资人应该会将价值最大化治理机制写入公司章程。无论这样做是否会是一个实证问题。

[20] Frank H. Easterbrook, Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence, 9 DEL. J. CORP. L. 540, 552 (1984).

[21] 例如 Easterbrook 和 Fischel 教授陈述如下:“企业上市常采取简单易得的方式:没有毒丸计划证券,没有超级投票权规则或者交错董事会。”EASTERBROOK & FISCHEL, supra note 6, at 205. 这并不正确。类似地, Haddock 等人陈述如下:“许多公司的股东……拒绝在章程中设置毒丸计划。”Haddock et al., supra note 8, at 734. 毒丸计划并不是通过公司章程创设,也并不需要股东批准,因此他们的指向并不清晰。Haddock 等人的分析促使我们期待(预期),至少有一些公司章程规定禁止或者限制董事会采取毒丸计划。然而,没有研究报告发现 IPO 章程中具备这样的条款,一个这样的章程都没有。

[22] 公司治理承诺对一个公司仅有的限制可能包含在其章程中,使其不能与注册所在州的法律要求相冲突——如同下文所讨论的,本身就是就合同问题。例如特拉华州普通公司法(DGCL)规定:“公司注册证书可能包括任何或所有下列事项:(1)有关公司经营管理及处理各项事宜的规定,有关公司、董事、股东……权力的产生、定义、限定和规范的规定,条件是该规定不与本州法律发生冲突。”DEL. CODE ANN. tit. 8, § 102(b)(2)(13). 无论在何州注册,这一法律限制都不是最强的那个。

[23] Easterbrook 和 Fischel 说明:“通过何种机制借以对股票进行估值,如同其反映了管理者身份和公司生产的产品那样,需要确保价格机制反映了治理和运营条款的价值。”EASTERBROOK & FISCHEL, supra note 6, at 18.

(一) IPO 章程和收购防御

包含在 IPO 章程中最优化的公司治理承诺,是公司契约理论最少有争议的部分。IPO 章程是被期待具有价值提升功能的治理机制。即便是契约论的质疑者,也会认可契约论在 IPO 阶段拥有最强解释力这一观点。^[24]仅有的另一个契约论如此确定(质疑者也一样认同)的主张是,收购防御措施会稳固管理层并降低企业价值。^[25]因此,反收购措施预计不会在 IPO 章程中出现。Easterbrook 和 Fischel 事实性陈述了两种观点:

如果投资者重视(反收购措施)……其就应当出现在公司成立条款中或者公司上市的证券条款中。如果确实有价值,企业家会因为上述设计所承担的风险而获得额外的回报。然而,这些条款却没有被章程囊括其中。相反,公司以简单易得的方式上市 没有毒丸计划的证券、没有超级多数规则或者交错董事会。防御措施在之后才被加上,这一顺序揭示了很多。^[26]

IPO 章程事实上是否包含反收购措施,是一个我们不应再用十年去研究的实证问题。显然,Esaterbrook 和 Fischel 基于理论而非现实做出关于上述问题的事实陈述。在之后的十年中,该理论被广泛地接受,并且没有人认为应当用现实中的章程来验证该理论,即便传闻的研究都没有。

2001 年和 2002 年发表的三篇文章,展示了公司上市章程的相关数据。出乎意料的是,他们发现 IPO 章程中普遍包含了反收购条款——更重要的是,交错董事会规则的出现——这让人们对 IPO 章程事实上是否达到公司价值最大化产生质疑。^[27]这一研究覆盖了 1988 年至 1999 年间的不同(类型)样本时期,并发现样本中 34%~82% 的公司章程中包含交错董事会条款,越往后的年份,比例越高。^[28]在最近一项对 1997 年至 2005 年上市企业的研究中,大约 64% 的企业设置了交错董事会。^[29]

其中两篇文章分析了一些公司采纳交错董事会制度可能存在的有效解释。Laura Field、Jonathan Karpoff、Robert Daines 和我一起展开了研究:在敌意收购发生之时,公司是否需要采纳交错董事会制度以获取额外的议价能力?^[30]没有研究支持这一解释。Daines 和我同样检测是否那些难以估值的公司更容易接受交错董事会,因为他们更容易被低价收购,没有研究支持这一解释。事实上,Daines 和我发现,交错的董事会制度在效率理论认为最不需要时,反而更受欢迎;对此,管理层壁垒(management entrenchment)似乎做出了最佳解释。^[31]

John Coates 就公司律师是否影响了交错董事会规则的采纳展开研究,他发现确实如此。其研究表明 如果某一律师事务所大量与并购相关的交易或法律工作,并渗透在律师业务里或出现在律师

[24] See, e.g., Bebchuk, supra note 10, at 1404. (“在上下文语境下,这里的契约自由是最强的”)

[25] See, e.g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 HARV. L. REV. 1161, 1164 (1981).

[26] EASTERBROOK & FISCHEL, supra note 6, at 204-05 (着重强调)。

[27] See Daines & Klausner, supra note 16.

[28] John C. Coates IV, Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers, 89 CALIF. L. REV. 1301, 1353 tbl.3, 1377 & fig.3 (2001) (概括四个样本阶段的结果以及指出收购防御在 1990 年代变得越来越普遍); Daines & Klausner, supra note 16, at 96 tbl.2; Laura Casares Field & Jonathan M. Karpoff, Takeover Defenses of IPO Firms, 57 J. FIN. 1857, 1861 tbl.II (2002).

[29] E-mail from William C. Johnson, Assistant Professor, Sawyer Sch. of Bus., Suffolk Univ., to author (Jan. 11, 2013) (由作者存档)(基于他们的数据集,确认设置交错董事会企业占 IPO 企业总数的合计比例); see also William C. Johnson et al., The Bonding Hypothesis of Takeover Defenses: Evidence from IPO Firms 33 (April 29, 2013) (未刊稿), available at <http://ssrn.com/abstract=1923667>.

[30] Daines & Klausner, supra note 16, at 98-99; Field & Karpoff, supra note 28, at 1857-58.

[31] Daines & Klausner, supra note 16, at 102, 104.

的格式章程中,那么它就会更偏好反收购措施。^[32] 这里几乎没有证据表明价值最大化发生了作用。关于IPO阶段反收购措施的定价,Coates评述道:“与IPO参与方传闻的报告一致,由于缺乏定价惩罚,包括投资银行、风险资本家和Wilson Sonsini 律师(包括其他律师)在内的所有参与方均在谈话中表示传统的收购防御措施不影响IPO定价。”^[33]

由于包括风险资本在内的多数拟IPO股东,在IPO之后一段时间内仍继续持有公司股份,之后才分配给他们的投资者,所以Coates对现阶段反收购的价格解释,应当扩展到IPO之后的二级市场。三篇文章的观点都与上述解释保持一致。尽管契约论逻辑令人信服,如果律师、承销商和风险资本家不相信反收购措施会影响IPO阶段的股价或IPO之后的二级市场股价,市场参与者可能通常也不会相信——在这种情况下这些反收购措施确实不会产生影响。然而,更可能的是最新研究为分析带来的新变量,对有效市场充满信心,并最优化IPO阶段的缔约。

William Johnson、Jonathan Karpoff 和 Sangho Yi 在最近一篇文章中提出了这样的变量,该研究的早期版本作者曾提交给法律实证研究会议。他们指出收购防御措施在对商业伙伴有重大合同义务的公司中普遍存在——这些商业伙伴包括客户、供应商或战略合作伙伴。^[34] 他们的分析表明,对于这些企业,反收购措施能够提升公司价值,因为他们确保了商业伙伴关系的持续发展,因此鼓励更多的合作伙伴投入到这些关系中。换句话说,反收购措施可能是专属投资关系的有效补充。^[35]

Johnson 等人的研究支持了上述命题,一些企业在IPO阶段采纳了价值提升治理机制。但是他们对为何企业上市时常常采纳反收购措施这一难题,仅提供了部分回应。他们发现65.6%有大客户的企业拥有交错董事会制度,60.6%无大客户的企业拥有交错董事会制度(统计学上有显著差异)。^[36] 因此,尽管Johnson等人提供了引人注目的解释——为何大量企业采用交错董事会制度,样本中仍然有许多企业的交错董事会制度无法用效率条款来解释。

Johnson 等人的结论同样提出了另一个问题:即专属性投资关系是否要求反收购措施永久有效?总的来说,即使反收购对拥有长期合作关系的年轻企业有价值提升作用,事实上,永久有效的收购防御措施仍然会带来问题,即这一措施是否事实上达到价值最大化?他们可以在一定阶段以后,代替——自动废止或要求股东批准的规则,但是研究中没有公司在IPO中以此种方式加以限制。

[32] Coates, *supra* note 28, at 1336-37, 1377. 随着我与Daines教授合作文章的发表,我们在斯坦福大学组织了一次会议,内容是在IPO章程中针对风险投资人和机构投资者设置收购防御措施。在那次讨论之后的一段时间,一个资深风险投资人,用温和而蔑视的口气说道:“我从事这项事业已经有30年,从来没有见过,甚至会考虑防御是否会对股份价格产生什么影响。我也从来没有见过,甚至听闻银行家提出这样的问题。”

[33] *Id.* at 1381-82. 同时,章程条款可能没有被定价的思考似乎构成思想认识上的错误,类似于异端邪说或政治不正确。在Daines和我将所撰写论文的草稿被传阅后,我和一群高水平公司法学者在某次会后共进晚餐。对坐下来,一位学者以一种略显高高在上(高傲)的态度,说道:“我听说你和Daines认为在证券市场发展了700年之后,投资者仍然不清楚如何为IPO中的收购防御措施定价。”有志向的年轻学者的安全回答——同时也是技术上正确的回答——是Daines和我并未对收购防御是否被定价作出评论。今天,这个正统观念已经逐渐消退,市场是否为治理安排定价,成为了一个正当合理的问题。See Lucian A. Bebchuk et al., *Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns*, 108 J. FIN. ECON. 323 (2013) (分析了好或者坏的公司治理的市场定价); Martijn Cremers & Allen Ferrell, *Thirty Years of Shareholder Rights and Stock Returns* (Dec. 2012) (未刊稿), available at <http://ssrn.com/abstract=2020471> (观点相同)。

[34] Johnson et al., *supra* note 29.

[35] See Andrei Shleifer & Lawrence H. Summer, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* 33, 53 (Alan J. Auerbach ed., 1988). Johnson等人运用收购指数作为因变量,如同在第IV部分中解释的那样,是有疑问的。但他们报告称,如果替代性的使用现存的交错董事会,他们的结果不会发生改变。Johnson et al., *supra* note 29, at 32-33.

[36] Johnson et al., *supra* note 29, at 33. 他们的发现,与那些有或没有从属供应商和战略合作伙伴的企业类似。*Id.*

同样,与定价有关,Johnson 等人表明反收购增加了拥有重要业务关系企业的股份价值。没有这一关系的企业,反收购措施对股价没有重大影响。^[37] 尽管这一偶然发现没有价值,其仍支持了上述观点,因为这是对契约价格主张唯一直接的检验方式。^[38] 这一差异很难被解释。

总之,即使采用 Johnson 等人的结论,目前 IPO 章程中的反收购条款对契约论而言,仍然问题重重。提出的问题是:公司治理条款被包含在 IPO 章程中,是否作为估值要素? IPO 章程事实上是否达到价值最大化?

(二) 创新、多样化和“普通”章程

为了确定 IPO 章程是否为公司治理创新的来源,以及公司是否有决心定制个性化治理协议以适应独特的环境,我在本文中增加了一些新搜集的数据。选择了 2000 年到 2012 年间上市的 373 个公司的随机样本,^[39] 将这些公司中搜寻到的章程(和章程细则)作为治理创新和个性化定制的例证。^[40] 我试图搜寻所有的非标准化治理措施,为这一搜寻借用一些体系架构,重点查找了在过去 20 年间引起过激烈争议的主题,例如首席执行官和董事长的界分以及和董事独立性相关的其他条款。我同样查找了近年来出现的公司治理创新制度。其中的一些创新已经作为立法或美国证监会规制结果的强制性规则予以实施,如独立董事占多数席位、独立董事委员会、股东使用委托书提名董事(proxy access)、股东对董事薪酬建议权(say-on-pay)。第五大创新——股东选举董事的多数决制度——并未为法律强制性规定,但为了回应源于机构投资者的压力,其已经被广泛采用,这一创新也被一些研究认为能够提升公司价值。^[41]

上文中回顾的几种治理创新,都已经具有法律强制性。我继而考察了法律规定出台之前,存在股东行动主义者(shareholder activists)推动的情况下,这些治理创新是否会出现于 IPO 章程之中。我考察了自 2005 年(这一制度受到机构投资者关注的年份)出现以来,多数决规则是否会出现于公司章程中。如果一个创新出现在 IPO 章程中,我们能够据此推断, IPO 章程确实是治理创新的渊源。如果一个创新没有出现在 IPO 章程中,则有两种可能的解释。其一, IPO 章程可能并不具备公司契约论认为其应当具有的属性,可能不是创新的来源。其二,这些特殊的创新可能对样本公司没有任何价值提升功能。这是公司契约论的经典推论:如果创新没有被将要上市的公司采纳,那么,其就不具备价值提升功能(同样也不应为被法律实施)。^[42] 如果我的研究表明,这些治理结构被某些而非所有公司采纳,如同契约理论假定的那样,一个可能的解释是:公司是多样化的,会采纳不同的治理架构来适应不同的需求。

[37] Id. at 24.

[38] 由于作者这个部分中的因变量分析,是收购指数的核心,我们应当更谨慎地解释这样一个空结果(null result)。See *infra* Part IV. 但是,无论该指数是怎样被测量的,对拥有重要关系的企业存在一个结果,对于没有这种关系的企业则不存在这样的结果。

[39] 这一样本包括了每一年 30 家公司,除了 2008 年,当年少于 30 家企业进行 IPO。我删除了分拆独立上市(spun-off)、资产剥离(carve-out)、空白支票公司(blank check companies)、受监管的金融机构和不动产投资信托。

[40] 公司章程可能授权董事会修改其章程细则。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 109 (2013). 通常都能够提供这样的权威。因此,一个包含在章程细则中的治理条款并没有如同章程条款中所具有的契约品质,章程条款只能在董事会和股东会都同意的情况下,才能修改。然而,理论上章程可能对董事会修改章程细则加以限制——例如,不允许董事会对特定条款单方面修改。因此,当公司的章程细则中包含了创新时,我会查阅章程来确定是否对其修改存在任何限制。我发现这样的限制并不存在。

[41] See *infra* notes 149-153 以及相应附随的文本。

[42] 参见 EASTERROOK & FISCHER, *supra* note 6, at 204-05 (主张作为对敌意收购的回应,如果他们认为能实现价值最大化,那么强制拍卖应当包含于 IPO 章程之中); Haddock et al., *supra* note 8, at 728 (主张作为对敌意收购的回应,如果他们认为能实现价值最大化,那么强制的被动规则应当包含于 IPO 章程之中)。

表1 IPO 章程或细则中的治理创新和个性化定制发生率

	相关期间(月/日/年)	是	否	总计
独立薪酬委员会	1/1/00 to 4/1/04	1	125	126
独立提名委员会	1/1/00 to 4/1/04	0	126	126
独立治理委员会	1/1/00 to 4/1/04	0	126	126
股东使用委托书提名董事(proxy access)	1/1/05 to 12/31/12	0	224	224
多数决规则(Majority Rule)	1/1/05 to 12/31/12	4	220	224
董事薪酬建议权(Say on Pay)	1/1/06 to 4/4/11	0	143	143
首席执行官与董事长职位分离	1/1/00 to 12/31/12	2	371	373

表1展示了我的发现。^[43]简言之,IPO章程并不像公司契约论设想的那样,是治理创新和个性化定制的载体。首先,没有章程包含创新或非标准化条款。然而,很少量的公司在其公司细则中却包含了上述条款(通常可以由公司的董事会单方面修改)。在373个样本公司中,有7家公司章程中包含了超越标准并购相关条款以及公司内部事务安排的治理承诺——七家公司中的每家公司都仅采纳了一项上述条款。事实是,没有一个公司的章程包含了上述创新性或非标准化条款中的任何一款,仅有少数细则有部分例外,因此,实质上对任何公司而言,可能创新性与个性化定制条款都不具有价值提升功能。然而,有相当多的证据表明这并不正确。许多企业在2002年萨班斯(Sarbanes-Oxley)法案要求之前,就已经将首席执行官和董事会主席席位分割开来,满足了多数独立董事的要求,另一些企业自从萨班斯法案以来开始拥有绝对多数的独立董事。可能意味着,这样的创新或定制实质上对任何公司来说都没有价值提升作用。或许,机构投资者在对多数投票的支持方面是错误的。但如下文讨论的,有证据表明多数投票有价值提升功能,并且甚至更强的证据表明其使得管理层对股东反应更积极。^[44]目前法律要求的公司治理安排,其可能实质上降低所有公司价值。此外,或许机构投资者在国会和SEC倡导这些措施之前,都存在明显的错误,或许国会和SEC错误地采纳了这些安排——错得离谱,以至于这些条款未能在任何公司中提升价值。但是,似乎不太可能对IPO章程中完全缺乏

[43] 表1中的时间周期要么起始于2000年1月1日,即样本的起始日,要么在每一个机制第一次受到显著的公众注意的时刻。时间周期要么在2012年12月31日结束,样本周期的最后一天,要么在一个机制变成法律强制规则之时。至于独立委员会要求,SEC批准的规则由纽约证券交易所和纳斯达克交易所于2003年11月4日发布。这些规则,要求在交易所上市的公司设置薪酬、提名/公司治理以及审计委员会,完全由独立董事构成,在2004年1月15日以后的第一次年度大会开始生效(如果没有更早的年度会议,也不迟于2004年10月31日)。我因此使用了2004年4月1日(传统的委托书征集季)作为这一规则的相关起始日。全美证券交易商协会和纽约证券交易所规则制定:与公司治理相关,Exchange Act Release No. 48,745,68 Fed. Reg. 64,154 (Nov.12, 2003)。至于股东使用委托书提名董事,我运用了数据,基于此美国州县和市政工人联合会(AFSCME)在2005年向美国国际集团(AIG)申请股东提案,美国第二巡回上诉法院支持了这一提案。See AFSCME v. Am. Int'l Grp., 462 F.3d 121, 123 (2d Cir. 2006)。至于多数规则,加州公务员退休基金(CalPERS)在2005年3月14日向媒体发布新闻稿称他们将倡导多数投票选举(majority vote election)。Press Release, CalPERS, CalPERS to Seek Majority Vote for Corporate Directors (Mar. 14, 2005), available at <http://www.calpers-governance.org/marketinitiatives/initiatives/press-releases/majority-vote-for-directors>。至于董事薪酬建议权,加州公务员退休基金在2006年在8家公司申请了股东提案。See CHALLIE DUNN & CAROL BOWIE, RISKMETRICS GRP, EVALUATING U.S. COMPANY MANAGEMENT SAY ON PAY PROPOSALS: FOUR STEPS FOR INVESTORS 4-5 (2009), available at http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20090316_RiskMetrics.pdf。SEC制定的董事薪酬建议权规则于2011年4月4日开始生效。股东对高管薪酬和金色降落伞补偿的批准,Securities Act Release No. 9178, Exchange Act Release No. 63,768, 76 Fed. Reg. 6010 (Feb. 2, 2011)。总的差异反映了与每一个机制相关的更短和更长的时间周期。然而,没有上市公司,先于这一个时间段在章程或章程细则中设置上述的任何条款。因此,对起始日的选择对我们的结论没有影响。

[44] See infra notes 149-153 以及相应附随的文本。

这些条款进行解释。奥卡姆剃刀 (Occam's razor) 会指出另一种可能的解释:与契约理论相反,有一些 IPO 章程的部分,使得它们不适宜作为治理创新和个性化定制的来源。^[45]

IPO 阶段是契约理论的核心。该理论认为:创新性和个性化缔约应当出现在拟上市企业章程中。然而,实证研究的结果并非如此。公司章程只是“普通”章程加上通常被添加进来的法定反收购措施,仅此而已。有一些公司存在交错董事会,另一些公司没有,存在一定的差异性。Johnson 等人的分析表明,其中一些差异可以用效率条款进行解释,一些公司将交错董事会作为巩固重要长期业务关系的手段。但仍有许多公司的防御不能够被这样解释,同时,即使可以据此进行解释,交错董事会永久存续期限也会引发疑问。

在广义层面,股东和管理者之间当然存在契约关系。股东自愿进入这一契约关系。然而,实证文献带来了两个推断——两者都与契约论相矛盾。其一,契约论者期待的价值最大化契约的缔结,可能存在若干障碍;其二,基本上所有公司的价值最大化条款都是由公司法提供的缺省条款。

上述两种解释的组合具有一定的经济学解释基础——但不是无摩擦市场理论(译者注:所有参与者都可以无成本地参与证券市场,没有交易成本和税收,对于参与者的证券持有量没有头寸限制)。如同我在其他地方做出的解释,网络经济学解释了个体公司可能通过采纳缺省规则或其他标准化治理条款,来最大化治理价值;以及如何通过这样的行为,总体计算所有企业可能未最大化它们的共同价值。^[46] 公司治理安排和法律规则与网络产品,如软件、电脑操作系统和在线社区等有相同的特质,越多人使用,价值增加越大。存在越多企业使用某种治理安排,这一安排将变得更有价值。这一价值主要源自于目前和未来的司法判例,这些判例会对这一安排的法律要求进行解释。与明确的解释规则相对,当治理安排涉及对法律或契约规则的开放式安排之时,先例就显得特别有价值。在公司治理语境下,开放式标准非常普遍。信义义务、董事的独立性概念以及对股东投票的披露要求都是例证。治理安排的另一个网络优势还在于律师在提供法律咨询时的熟悉度。如果一个治理安排有这样的网络优势,可选的定制化或创新的发展就显得不那么有吸引力。广泛使用条款的价值就源于其被广泛使用,与那些公司针对特殊情况专门定制的条款或对大量公司潜在有价值的创新相比,可能价值更大。

这可能解释了为何公司上市章程在治理方面沉默不语,以及为何基于沉默选择适用缺省规则。缺省规则已被广泛采纳,未来的广泛应用仍旧可期。拟上市公司的管理者和股东通过采纳缺省规则,而非应用如契约理论暗示的个性化定制或创新性条款,来最大化其所有的公司价值。但从社会性的观点看,可能存在创新和个性化定制的次优选择。此外,缺省规则也可能是次优的选择。即便接受了所有的公司都采取缺省规则这一事实,也存在一个可供替代的缺省规则会提升公司价值的可能。

三、公司法供给方面的州际竞争

当公司上市时,会选择一个州进行注册登记。该州的公司法将会决定管理者和股东之间的关系,并期待能理想化地降低代理成本。因此,公司注册的决定也是对公司法的选择。如同契约理论认为

[45] 另一个可能的解释是,适合创设公司的治理机制,不一定适合公开上市公司。然而,这一解释是不令人信服的。如果这是真的, IPO 章程会拥有这样的条款,例如,要求管理层允许股东在 IPO 以后五年内投票赞成或反对特定的治理安排。这不能解释为何完全缺少这样的条款。

[46] 参见 Klausner, *supra* note 19.

章程条款将会使公司价值最大化的预测,这里的预测表明,如果一个州具有最大化公司价值的公司法系统,公司将会选择该州进行注册登记。正如章程条款一样,契约理论证明,各公司不同的治理需求将会导致某些注册选择上的多样化。

1980年代,多数经济导向的法律学者期待各州通过提供价值最大化公司法来回应对公司法的需求,尽管从契约论的逻辑看,这并不必要。起始于1970年的著名公司注册竞争的争论被定格为,各州之间为谋求公司付给注册所在州的特许经营费之间的“竞争”。1970年代主流观点认为,各州试图通过定制公司法来迎合管理并吸引公司注册,同时以牺牲股东利益为代价——对管理自主权少有限制,同时对股东权利保护不力。这一逻辑非常简单:管理者可以在公司上市时决定在哪里进行注册,并且一旦在特定州注册后,管理者可以将公司继续保留在该州。这一观点在1974年由SEC前任主席同时也是哥伦比亚大学法学院教授的William Cary显著加以推进。^[47]三年后,在最早一篇使用经济分析方法解析公司法文章中,Winter主张“与‘几乎所有的……学术评论员的意见’相左,州际竞争恰恰相反,会导致逐顶竞争。”^[48]Winter主张,管理者和股东利益在最大化公司价值方面是重叠的,如果管理者运营价值小于最大化价值,那么公司在资本市场上融资就会遇到障碍。最终导致公司在产品市场上表现较弱,敌意并购会使管理者失去工作。^[49]因此,管理者选择在一个不能使公司价值最大化的州上市,无疑是自我毁灭行为,同时,对采纳这样法律的州而言,也是自我毁灭的。

Barry Baysinger和Henry Butler进一步推进了Winter的观点结论,即各州不必要朝着“顶端”的同一方向运行。他们认为:关于最大化公司价值的公司法种类各异,各州因此可能设计自身法律来吸引不同类型的企业。^[50]例如,Baysinger和Butler认为,拥有集中所有权的公司将会从严格对待管理层自主决断权(management discretion)中受益,那些拥有分散所有权的公司将会从宽松的法律条款(enient law)中受益。^[51]与公司法需求多样化的普遍性强调一致,Easterbrook和Fischel表达了关切:“50个州毕竟数量有限,可能无法为数千种不同公司风险投资,提供选择性条款(menu of term)。”^[52](由于他们认为企业将会个性化定制其章程来最大化价值,人们会问,在缺乏缺省规则的情况下,他们将遇见何种潜在的问题。)

公司注册的争论混合了三个问题,有时候模糊不清、难以区分。第一,当公司上市时,它们是否会如同契约论者引领的预测那样,选择在具有价值提升功能法律的州进行注册?第二,一旦企业上市后,它们的管理者是否会做出最大化公司价值的重新注册决定?例如,如果一个州颁布了降低公司价值的法律,那么,管理层是否会提议在他州重新注册?^[53]第三,各州之间“竞争”的本质是什么,是公司法的供应者?是向上发展的还是向下发展、沉沦?大多数情况下,公司注册的实证研究集中在最后一个问题,仅间接地回应了前两个问题。然而,结果允许我们就前两个问题引出推论。

Romano承担了第一个主要关于公司法市场州际竞争的实证研究工作。^[54]她的研究基于公众

[47] William L. Cary, Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, 83 YALE L.J. 663, 663-68 (1974).

[48] Winter, *supra* note 5, at 251.

[49] *Id.* at 256.

[50] Barry D. Baysinger & Henry N. Butler, Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law, 10 J.CORPL. 431, 456-62 (1985).

[51] *Id.* at 459-60.

[52] EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 6, at 216.

[53] 重新注册需要董事会和股东的双重许可。

[54] Romano追踪了50个州的8项公司法创新举措:①清晰地细化董事和管理者(officer)豁免(indemnification)的标准;②在

公司 (publics companies) 从一州迁往另外一州重新设立的数据, 并未检验公司上市时的注册决定。Romano 发现随着时间推移各州采纳公司法的创新呈现 S 形状, 与产品市场上创新的扩散非常相似, 这是一个与竞争力普遍联系的模式。^[55] Romano 进一步发现, 现实符合为获得特许经营费 (franchise fees) 而展开州际竞争的假设, 某州对他州公司法创新的响应度, 与作为其收入来源的特许经营费的依赖程度相关。^[56] 特拉华州特许经营费收益占财政总收入的比例比其他州要高, 因此, 特拉华州在创设法律, 快速匹敌他州的创新方面, 是反应最积极的。然而, 有趣的是, 特拉华州并不是一个伟大的创新者。^[57]

Romano 发现, 在需求一侧, 那些重新注册的公众公司之中, 特拉华州是首要目的地。^[58] 进一步, 她发现在特拉华重新注册的公司大都是有交易计划的企业, 因为这种情况下公司法可能很重要——例如合并和收购, 常常引发诉讼。她进一步发现, 在特拉华州重新注册可能与增加股票价值有关。^[59] 这一研究结果与之后或者之前的事件研究 (event studies) 一致。^[60] 这同样与 Daines 的研究保持一致——在特拉华州注册的企业比在其他州注册的企业估值更高,^[61] Guhan Subramanian 对这一研究提出辩驳。^[62]

Romano 的结论表明, 事实上确实存在公司法的州际竞争。^[63] 她从自我强化“先发优势” (first mover advantage) 方面解释了特拉华的成功, 基于若干因素: 特许经营税收对州政府预算的重要性; 大量的判例法; 富有经验的法官; 全国律师对特拉华法律体系的熟悉度。^[64] 然而, 这些研究结果彼此之间“关系紧张”。如果特拉华州在促进股东利益时具有先发优势, 并且在 1980 年代中期已经在公司注册市场中占据领先地位, 那么其他州在多大程度上还会试图继续推进, 更不用说取代特拉华州。为什么还会有公司在除了特拉华以外的州进行注册呢? 如果其他州没有完成与特拉华州有力的正面交锋, 特拉华是否还会达到“顶端”? 特拉华州公司法是否急于回应管理者以及与股东利益不一致的其他人的需求?

以 Daines 的一项研究为起点^[65], 一系列发表于 2002 年至 2006 年间的论文着手处理这些问题。

涉及特定比例的公司股份时, 股东对并购投票的豁免; 在国家交易所内交易公司的股份, 适用股份回购请求权 (appraisal right); 反收购立法; 未召集会议, 没有许可的情况下股东不一致 (nonunanimously) 的采取行动; 使用董事会交错选举制度; 排除适用累积投票制度; 排除优先购买权 (preemptive rights) 的适用。Roberta Romano, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 J.L. ECON. & ORG. 225, 233 (1985)。

[55] Id. at 233-234.

[56] Id. at 239-40.

[57] See id. at 240 (作者指出, 尽管特拉华州会很快采纳创新法律制度, 但很少首先进行创新)。

[58] Id. at 244.

[59] Id. at 268-73.

[60] See Michael Bradley & Cindy A. Schipani, *The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance*, 75 IOWA L. REV. 1 (1989); Peter Dodd & Richard Leftwich, *The Market for Corporate Charters: “Unhealthy Competition” Versus Federal Regulation*, 53 J. BUS. 259 (1980); Randall A. Heron & Wilbur G. Lewellen, *An Empirical Analysis of the Reincorporation Decision*, 33 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 549 (1998); Allen Hyman, *The Delaware Controversy—The Legal Debate*, 4 DEL. J. CORP. L. 368 (1979); Jeffry Netter & Annette Poulsen, *State Corporation Laws and Shareholders: The Recent Experience*, FIN. MGMT., Autumn 1989, at 29; Pamela P. Peterson, *Reincorporation: Motives and Shareholder Wealth*, 23 FIN. REV. 151 (1988)。

[61] See Robert Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, 62 J. FIN. ECON. 525, 533-38 (2001)。

[62] See Guhan Subramanian, *The Disappearing Delaware Effect*, 20 J.L. ECON. & ORG. 32, 41-44 (2004)。

[63] Romano, *supra* note 54, at 240.

[64] Id. at 280-81.

[65] Robert Daines, *The Incorporation Choices of IPO Firms*, 77 N.Y.U.L. REV. 1559 (2002)。

令人吃惊的是,各州之间并不存在所谓的竞争——朝向顶部或底部发展。尽管竞争辩论中双方的评论者都假定全国市场中 50 个州彼此之间存在竞争关系,这些研究发现这一市场并不存在。相反,差不多所有的公司要么在本州(公司总部所在州)设立,要么在特拉华州设立。因此,如果各州之间存在竞争,那么其将会采取每个州与特拉华州竞争的方式,针对本州公司的注册而言。Daines 研究了 IPO 阶段的公司注册决定。他发现 1978 年到 2000 年间 95% 的公开上市企业在本州(home state)或者特拉华州注册,剩余的 5% 注册州中的多数,则与企业有一些其他的地缘关系——例如,公司注册州是公司创始州或者前总部所在州。^[66]把特拉华州放在一边,通过吸引外州公司注册最成功的四个州,共获得 3.5% 的企业上市。^[67]因此,除特拉华州以外的其他州,几乎没有“关系生死”的特许经营税收入。

在一篇名为《公司法州际竞争的迷思》(The Myth of State Competition in Corporate Law)的文章中,Marcel Kahan 和 Ehud Kamar 断定,除了特拉华之外其他州的至关重要的数量,都显得无足轻重。并且,事实上除了特拉华州以外,没有其他州采取重要举措来吸引公司注册。^[68]他们将结论建立于对州特许经营税的结构分析、他们的税收收入以及由公司在本州注册所带来的合法商业的数量、被各州采纳的法律的模式和市场营销力量等基础之上。^[69]

即便不存在竞争,所有州都拥有公司法,企业仍然需选择在特拉华州还是在本州注册。什么样的要素影响了这一决定?各州法律的差异是否驱动了这些选择的做出?或许企业注册的决定可以告诉我们,企业在多大程度上于 IPO 阶段,还是之后做出价值提升选择的情况。或许能够告诉我们,如果各州费心于州际“竞赛”的话,这一竞争可能的走向。

事实上,地理环境在公司注册决定时,发挥了压倒性作用,其强烈地表明如同契约论和竞争概念化假设的那样,州公司法的质量并不是一个重要因素。正如 Daines 所言,IPO 企业中大约 70% 的总部继续保留在俄勒冈州,但在 20 年间,仅有 3 家公司总部在别处的企业公开上市时,将企业注册在俄勒冈。^[70]如果是由于俄勒冈州的公司法质量导致以俄勒冈为基地(居住地)的企业在该州注册,外州企业就很可能看到吸引力并在该州注册。显然,吸引力位于州法实质性条款之外——与当地注册本身的某个因素相关。

Daines 提出了两个尝试性解释。其一,与 Coates 的研究涉及章程反收购一致,他发现律师会施加影响。Daines 发现公司上市时使用的当地律师事务所和本州公司注册之间存在关联。^[71]其二,Daines 发现了证据表明,那些关心未来并购的企业,更易于在本州注册。他的解释是:当试图阻挡敌意并购时,这些企业可能受到本州议会(州立法机关)或法院的青睐。^[72]Lucian Bebchuk 和 Alma Cohen 发现证据表明,在本州注册企业的动机是为了影响未来的公司法。^[73]他们发现,尽管大型企

[66] Id. at 1572-74, 1599-1600 (‘本文’一个主要的发现在于,州公司法处于统治地位的隐喻——全国的竞优或竟次或者拥有 50 个生产者的市场——是不正确的,也存在潜在的误导。相反,市场更像是特拉华与其他州形成的 49 对双头垄断 (or run-off)’)。

[67] Id. at 1573 tbl. 4.

[68] Marcel Kahan & Ehud Kamar, The Myth of State Competition in Corporate Law, 55 STAN.L.REV. 679, 748-49 (2002).

[69] Id. at 687-99.

[70] Daines, supra note 65, at 1576.

[71] Id. at 1599-1600.

[72] Id. at 1590. 在另一个研究中,Romano 发现州反并购立法基本上听命于管理者或本州企业加以制定,两者都是敌意收购的目标。

[73] Lucian Arye Bebchuk & Alma Cohen, Firms' Decisions Where to Incorporate, 46 J.L. & ECON. 383, 402 (2003).

业通常在特拉华州注册,但是如果大型企业总部设在较小的州,那么其更倾向于在本州注册。他们的推论认为,在较小州注册的大型企业,更期待对未来公司法的变化施加影响。^[74] 上述两种解释都得不到公司契约论的支持。

运用已经公开上市的公司注册模式数据,Bebchuk 和 Cohen,^[75] 同样包括 Subramanian,^[76] 报告的证据表明相较于没有这一立法的州而言,拥有反收购立法的州保留了更多的本州企业——一个与契约论和逐顶竞争命题抵触的结论。然而,Kahan 对这一主张展开争论。他发现一州法院的质量和州公司法中特定要素的灵活性相关,在保持公司于本州注册方面,发挥了重大作用,并且,当这些要素被包含在一个模型中,州反收购立法就变得无足轻重了。^[77]

总而言之,州际竞争中的实证研究得出了与契约论截然不同的解释——既包括公司注册是否存在于州际竞争,也包括公司是否会在 IPO 阶段基于州公司法的质量而做出注册选择方面。

涉及州际竞争问题,可能确实存在过,但是在被争论之前就早已结束,并且特拉华州已经主宰市场。由于特拉华州并没有在一个竞争的环境中运营,也就没有办法评估其法律规则是否处于“顶端”状态。尽管如此,有证据表明在特拉华州注册公司是有价值提升功能的——作为领会围绕在特拉华公司法产品周围的竞争或是文化的结果。

特拉华州注册公司的价值可能源于法律规则的内容,但是同时也存在其他渊源。一个公认的来源是特拉华大体量的判例法,并且可以预见这一体量将会不断扩大。一个高体量的判例法,虽然质量可能参差不齐,但其能够降低法律的不确定性并因此提升公司价值。在特拉华州设立公司的价值还在于律师对特拉华州法律的熟悉程度,他们也更容易提供可靠的法律咨询。同样特拉华州审判人员的专业技能,与实体法质量密切联系在一起,是公司选择在当地进行注册的价值来源之一。

这些价值实际上全部源自于上述同一网络外部性动力,缺省规则相较创新和个性化定制更具吸引力——这一动态与 Winter 原本预期的竞争完全不同。^[78] 事实上,法律本身的质量,就是网络外部性的部分结果。由于更多的企业在特拉华州注册,预期的判例法数量也有所增加,对特拉华州法律熟悉的律师数量增加了,并通过职业活动进行扩散,特拉华州司法系统获得更多经验,并且更能适应当代商业惯例,这反过来会将更多顶尖律师吸引到特拉华司法系统中。这些影响又会反馈在特拉华州注册公司的价值之上,将持续吸引公司前来注册。^[79]

公司是否会作出价值最大化的决定呢?大多数公司在 IPO 阶段选择将公司注册在特拉华就表明了事实确实如此。这与契约论理论相符。另外,管理者可以从特拉华州法律中获利——法律确定

[74] Id. at 398-403.

[75] Id. at 404-20.

[76] Guhan Subramanian, The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the “Race” Debate and Antitakeover Overreaching, 150 U. PA. L. REV. 1795, 1846, 1852-53 (2002).

[77] Marcel Kahan, The Demand for Corporate Law: Statutory Flexibility, Judicial Quality, or Takeover Protection?, 22 J.L. ECON. & ORG. 340, 363-64 (2006).

[78] See supra text accompanying note 46. 在这篇开拓性的论文发表若干年后, Winter 修正了其对竞优 (race to the top) 的观点,将其重新定义为“悠闲的散步”。他观察到州反收购立法用于潜在的保留企业,即便该立法没有价值最大化的功能。作者同样发现,特拉华州只需要在这一竞争中保持稍许领先即可。同时,作者认识到,州立法可能并不仅仅为特许经营费所驱动。See Ralph K. Winter, The “Race for the Top” Revisited: A Comment on Eisenberg, 89 COLUM. L. REV. 1526, 1528-29 (1989).

[79] See Oren Bar-gill, Michal Barzua & Lucian Bebchuk, The Market for Corporate Law, 162 J. INSTITUTIONAL & THEORETICAL ECON. 134, 151-52 (2006); Klausner, supra note 19, at 846-47; Romano, supra note 54, at 277.

性和明确的法律建议,例如——在特拉华州注册公司的决定,对于公司管理层个人利益和股东利益而言,没有明显的矛盾。因此,涉及IPO阶段价值最大化方面,大量公司选择在特拉华州注册的事实对契约论理论呈弱支持。此外,公司中的重要少数派(substantial minority)选择在本州注册,显然没有考虑州法的内容,这表明迫于市场压力而最大化公司价值这一观点,即使存在的话,也并不有力。

四、公司上市后的治理调整：“中期”阶段

一旦公司上市,管理者与股东之间动态的、被描述为“契约的”关系,与IPO阶段相比较弱。公司章程的修改首先要经过董事会批准,其次需要得到股东大会的批准。修改需要由董事会发起,股东不能提出修改。另外,董事会可能单方面实质性改变公司治理结构——例如,可以设置毒丸计划或者改变高管薪酬。1989年被广泛传阅的一卷《哥伦比亚法律评论》前言中,Bebchuk写道:“公司法下关于契约自由的论争,应当被视为两个,而不是一个。初始章程中契约自由的问题和中期阶段(即,在公司成立之后,已设置初始章程的阶段)的问题并不相同,并且要求分别进行检验。”^[80]在同一册论文集中,Easterbrook和Fischel确认:“在开始确立的公司治理条款和之后加入的条款之间存在差异,这些差异表明在对待这两个相似的分类时,需要谨慎。”^[81]

尽管契约论者仍然在被称作“中期阶段”时期倡导私人秩序(private ordering)。他们支持的立场有两个基础。首先,他们假设IPO章程会包括限制改变公司契约的条款——例如,限制毒丸计划的应用——将会降低企业价值。^[82]

其次,一些主张认为市场力量将鼓励董事会发起治理安排,提高企业价值。^[83]这里,公司契约论者范围内产生了分歧。Easterbrook和Fischel相信对于竞价收购行动中价值最大化的回应是管理层保持消极,并且如果股东作出选择的话,可以将自己的股份提供给收购方。他们怀疑章程条款可能会限制管理层保持消极状态。因此,他们更倾向于一个强制性法律规则,要求管理层在面临敌意收购之时保持消极状态。^[84]David Haddock, Jonathan Macey和Fred McChesney并不赞成这一观点。他们论证认为,市场力量会实现诱导管理层采纳价值最大化的契约安排,并将会支配对敌意收购的回应。^[85]尽管并不明确市场机制能否提供明确的准则,他们还是表达了这样的信心:“公司治理各方面

[80] Bebchuk, supra note 10, at 1339.

[81] Easterbrook & Fischel, supra note 9, at 1443. 在其他多数被研讨会论文集收录的文章中,法律学者清楚地说明了在中游阶段契约争论的缺陷。Robert C. Clark, Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law, 89 COLUM. L. REV. 1702 (1989); John C. Coffee, Jr., The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role, 89 COLUM. L. REV. 1618 (1989); Melvin Aron Eisenberg, The Structure of Corporation Law, 89 COLUM. L. REV. 1461 (1989); Jeffrey N. Gordon, The Mandatory Structure of Corporate Law, 89 COLUM. L. REV. 1549 (1989); see also Lucian Arye Bebchuk, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraint on Charter Amendments, 102 HARV. L. REV. 1820, 1848 (1989).

[82] See Easterbrook & Fischel, supra note 6, at 33. (“修改规则的规则本身就是原始章程,并且其(或者应该)可以起草对章程修改的限制”) ;see also Haddock et al., supra note 8, at 727-28.

[83] See, e.g., Baysinger & Butler, supra note 50, at 448-51.

[84] Easterbrook & Fischel, supra note 6, at 167-74.

[85] Haddock et al., supra note 8. 在他们的原文中管理层对敌意并购的回应是, Easterbrook和Fischel倡导的被动强制性规则。Easterbrook & Fischel, supra note 6, at 1164. 在他们的书中,十年之后,他们仍然对契约理论可能的功效表示质疑,但是他们的立场已经缓和,改为倡导需要消极的默认规则(缺省规则)。EASTERBROOK & FISCHEL, supra note 6, at 174 (“最优的法律规则制止了抵抗,除非被事先合同明确授权”)。

压倒性的实证研究数据表明,忠诚的管理者应受奖励,不忠诚的管理者应受惩罚。”^[86]

契约论主张“中期”阶段存在两个实证问题:首先,IPO章程是否包含了限制中期治理变革的条款,这些条款偏爱管理者,并以牺牲股东利益为代价?其次,在公司上市以后,管理层是否会发起价值提升的治理变革,特别是收购防御相关方面?

之前对IPO章程的研究给第一个问题提供了否定性答案。IPO章程并不限制管理层发起的治理变革。Coates报告,在他抽取的样本中,没有禁止使用毒丸计划的情况。^[87] Daines和我同样发现,在我们的样本中也没有章程禁止毒丸计划,或毒丸计划需要接受股东的批准,或除此之外限制管理层采纳毒丸计划的权力。^[88] 在我们样本所覆盖的区间,由于股东激烈反对管理层单方面采取毒丸计划,因此,在IPO章程中完全缺乏限制,并反映了市场将其视为价值提升接受度,这一观点似乎并不合理。^[89] 此外,与契约论的期望值相比,章程通常包含条款阻止股东对章程细则提出修改——例如,绝对多数(supermajority)投票要求。^[90] 关于第二个问题——管理层发起治理变革——实证研究以及随机观察解释了股东和管理层之间的动态,距离看不见的手引导管理层发起降低企业代理成本的治理安排,还差得远。这是一个动态过程,而非股东对管理者施加压力,管理者只能要么默许,要么提出异议。股东和管理者之间的斗争,往往针对同一个话题,持续争论30年。

(一) 1980年代中期到2000年代中期的公司治理

从1980年代晚期一直到2000年代中期,股东和管理者主要就两个治理问题展开斗争:收购防御和董事会独立性。^[91] 在这期间,股东提案赎回(redeem)毒丸计划或使毒丸计划服从于股东提案受到大力支持,而且支持力度不断增加,如同股东去交错董事会(staggered boards)的提案一样。^[92] 尽管如此,管理层拒绝了上述两项请求,主张毒丸计划和交错董事会都是有利于股东的,因为一旦发生竞价收购,其提高了目标公司的议价能力。事实上,这一阶段的早期,一些企业曾试图寻求股东对章程修改的批准,来设置交错董事会制度。^[93]

管理层在增强董事会独立性方面,受到抵抗较少。为了回应股东的关切,董事会中独立董事的比例大大增加,CEO与董事会主席职位分离的公司数量也大大增加了。^[94]

收购防御和独立董事会是否有助于提高公司价值,属于实证研究问题。这一子部分,回顾了我们

[86] Haddock et al., *supra* note 8, at 737. 在另外一篇文章中, Macey 和 McChesney 写道:“管理者市场会惩罚管理团队,一旦管理者牺牲股东利益来推进自身利益。”Jonathan R. Macey & Fred S. McChesney, A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail, 95 YALE L. J. 13, 40 (1985).

[87] Coates, *supra* note 28, at 1357. 他发现仅有4%的没有授权优先股或普通股创设毒丸计划。Id. 然而这未必反映出对毒丸计划的禁止,如果公司为了其他目的,为额外的授权股份寻求股东批准,规则可能会被逆转。

[88] Daines & Klausner, *supra* note 16, at 95. 我为本研究所调查的章程显示,在章程的修改方面没有限制,章程本身同样更偏爱管理者。

[89] Michael Klausner, Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage, 152 U. PA. L. REV. 755, 757-58 (2003).

[90] Paul Gompers et al., Corporate Governance and Equity Prices, 118 Q.J. ECON. 107, 146 (2003). 这一数据并不是从IPO章程中取得的,但是,没有理由相信股东会在中期采纳这样的条款。

[91] Georgeson 是一个战略投资者咨询服务提供者,在线提供一系列公司年报,为股东提案制度提供了一个有用的时间轴。See Annual Corporate Governance Review, GEORGESEON, <http://www.georgeson.com/us/resource/Pages/acgr.aspx> (last visited June 9, 2013).

[92] Klausner, *supra* note 89, at 757-62.

[93] Id. at 758 & n. 7, 759 tbl.2.

[94] See *infra* Part III. A.2.

对每个问题的价值的理解,同样回顾并纠正了一些从早期研究开始,对收购防御研究的一些实证研究文献中存在的错误理解。总体来说,从1980年代中期到2000年代中期,这一阶段的经验并不支持契约论的预期,管理层不会发起降低代理成本的措施。

1. 收购防御

长期以来的实证研究证明,目标公司股东将会从敌意收购中获得实质性收益。^[95]因此,如果收购防御阻止了竞价,或者允许管理层将其击败,收购防御有可能会降低目标公司股东价值。此外,如果基于连续的分析与判断,管理者从收购威胁到最大化股份价值方面的压力都减少了,那么在缺乏实际并购的时候,股东情况可能更糟糕。另外,如果管理层运用收购防御,迫使竞买人议定更高价格,或是抵制出价(最终低价成交)。那么,现存的措施能够提升那些接受竞价的公司的股东价值。不同的管理者运用相同的防御手段,既可能降低股东价值,也可能提高股东价值。因此,收购防御的影响是一个实证问题。

这一节剩下的部分回顾了对毒丸计划、交错董事会和其他收购防御措施的实证文献研究,包括我们了解的情况——以及我们不了解的情况。简要地概括如下。

虽然毒丸是仅有两个重要的反收购机制之一,但是实证分析并不能证明这一机制与并购可能性之间的因果关系或者与企业价值之间的因果关系。

交错董事会是毒丸计划以外另一个重要的收购防御措施,并且实证研究总体上表明其与股份价值的降低相关联。这一证据是否能够证明当中的因果关系受制于一些争论,但是从我们的观点看,一个因果关系的推理支持了上述观点。

1985年当特拉华州法院支持了毒丸计划的应用之时,几乎所有经过实证研究的其他收购防御措施,都变得无关紧要了。这代表,替代性措施可能对并购事实或企业价值没有因果影响(causal impact)。

1980年代到2000年代中期,董事会拒绝适用去交错董事会的行为,似乎与价值最大化行为不符。当董事会开始在2000年代中期适用不交错之时,积极的股价反应支持了对这一数据的解释。

本节中大部分内容都是以经济学读者的视角展开——具体来说,是对收购防御的解释。自1980年代起,关于收购防御的金融学文献就反映了涉及收购防御工作运营情况的大量(实质)错误认知。

(i) 毒丸计划

毒丸计划,正式名称为“股东权利计划”,可以阻止收购的继续进行,直到目标公司董事会放弃使用。毒丸计划“过于复杂的”(rube goldberg)细节并不重要,但是其基本原理是,对企图收购方而言,当收购方股份超过一个特定的门槛时大幅稀释其股份——例如,已发行股份的20%。一家公司的董事会可以在任何时候单方采取毒丸计划,不需要经过股东的批准。毒丸计划可以在收购努力最激烈的时候或者在并购还未显露之前采用。如果收购竞价做出,董事会可以在试图议定更高价格的时候

[95] 展示这些研究汇总有, see Gregor Andrade et al., New Evidence and Perspectives on Mergers, J. ECON. PERSP., Spring 2001, at 103; Sanjai Bhagat et al., Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization, BROOKINGS PAPERS ON ECON. ACTIVITY, no. 1, 1990, at 1; Gregg A. Jarrell et al., The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980, J. ECON. PERSP., Winter 1988, at 49; and Michael C. Jensen & Richard S. Ruback, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, 11 J. FIN. ECON. 5 (1983). 尽管收购方的收益很小,有时甚至是负的,这些文章中概括的研究同样表明,目标公司股东和收购方的总收益很大。

采用,或者为吸引一个竞争性竞价时采用。^[96]另一个替代性选择是,董事会可以简单地拒绝竞价并维持毒丸计划——用收购的说法表达,董事会可以“直接说不”。^[97]当毒丸计划在适当位置,收购难以进行,但是董事会可以选择禁用这一规则。

如果董事会运用毒丸计划说不——即抵制收购,收购的努力也没有白费。收购方仍然可以直接向目标公司的股东展开收购,并且,有机会更换公司的董事,更换的董事能够禁用、废止毒丸计划并且允许竞价收购继续进行。收购方通过委托书争夺(proxy contest)的方式展开,要求目标公司股东更换现在的董事,选出由竞价方提名的一系列董事候选人。完成委托书争夺至少需要几个月时间,取决于下文中讨论的特定章程或章程细则条款的存续或缺失。如果目标公司拥有交错或“分层”董事会,竞价收购方可能要花费两年以上的时间来替换目标公司的大部分董事,并且容许收购继续进行。下一节将讨论到的交错董事会会因此构成敌意收购者的障碍。

如果一个目标公司没有交错董事会,替换目标公司董事会的时间取决于一系列因素。^[98]最为重要的因素是,目标公司的章程是否允许股东召开特别股东大会或者书面表决同意。^[99]两种途径中的任意一种都允许股东在任何时候选举董事。如果一家公司章程阻碍了股东行动的路径,那么,收购方就需要等候大约一年时间,在下次股东大会上继续行动。

1986年至1996年之间,出版了12篇关于采纳毒丸计划可能影响股份价值的事件研究报告。^[100]然而,每一个研究都存在固有的问题——与任何一个衡量采纳毒丸计划影响评估的努力一样。如上所述,毒丸计划可以被董事会在任何时间单方采纳。如果一家公司今天没有采纳毒丸计划,明天就可能采纳(甚至今天晚些时候就可能采纳),并且在其收到一个不想要立即接受的竞价收购时,一定会采纳。一项研究表明,敌意收购的目标公司中,每一家公司要么事先采纳毒丸计划,要么在收购竞价做出时采纳毒丸计划。^[101]因此,当收购竞价作出时,毒丸计划与股价之间最终一定存在因果关系,在此期间不存在毒丸计划则不具有因果关系。所以,毒丸计划的采纳与否并不重要,事件研究不会衡量其影响。Coates在2000年对金融学文献的批判中指出了这一点。^[102]

不足为奇,采纳毒丸计划事件研究的结果,范围从无显著异常收益(significant abnormal returns)到发现统计学上显著但是经济上回报较少,都是既积极又消极的。^[103]这些研究发现,运用最早期的取样周期的时候,毒丸对股价存在统计学上显著的负面影响。^[104]Robert Comment和William Swert的研究,是当时最详细的研究,仅在1984年就发现了统计学上显著的负向影响(该年度有9个毒丸计划

[96] See *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985) (支持在没有竞价发生时毒丸计划的应用)。

[97] See *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989) (支持管理层应用毒丸计划拒绝敌意要约,因为这不符合公司的长期商业战略)。

[98] Coates 对这一问题进行了详细描述, *supra* note 28, app. B.

[99] See DEL. CODE ANN. tit. 8 § 211 (d), 228 (d) (2013)。

[100] See John C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critical of the Scientific Evidence*, 79 TEX. L. REV. 271 APP. A (2000) (列出了这些研究结果)。

[101] See Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887, 926-27 (2002)。

[102] Coates, *supra* note 100, at 286-91.

[103] See *id.* at 280-86 (总结了研究毒丸计划的结果)。

[104] *Id.* at 284. (“对早期毒丸计划的采纳,研究显示了(弱)负面结果,尽管1986年以后唯一的采纳毒丸的研究显示,就样本而言并无统计学上显著结果。”)

被采纳)。^[105]如作者表明,这可能反映市场最初缺乏对毒丸计划如何运作的基本理解。^[106]后来的研究总体上没有发现统计学上显著的结果。Coates 汇聚了所有对毒丸计划的事件研究,运用了两天和三天的事件窗口,发现对采取毒丸计划的公司股价加权平均价格反应增加了 0.02%。^[107]

一项由 Martijn Cremers 和 Allen Ferrell 发起的研究表明,在 1985 年——也就是特拉华最高法院支持使用毒丸计划的年份以后,采纳毒丸计划的公司与没有采纳毒丸的公司相比,价值较低(通过托宾 Q 测量)。^[108]由于任何一家公司可以在任何时候采取毒丸计划,因此,不可能是采纳与否本身导致了价值上的差异。相反,他们所发现的横断面的差异,应当反映那些随时待命的毒丸计划,与那些直到竞价收购出现才作出的或者等待期限超过样本周期的毒丸计划之间不同。可能由于低价值公司选择采纳准备就绪的毒丸计划,同时,高价值公司则采取等待。与这里做出的因果关系观点并不矛盾——人们倾向于推断采纳准备就绪的毒丸计划是管理层计划对抗(一旦提起的)竞价收购的信号。如果情况属实,事件研究应当显示基于毒丸计划设置而产生的负的异常收益。

Q 交错(或“分层”)董事会

为了评估管理层对敌意收购的抵抗程度,一方面大家的注意力必须集中于交错董事会,并确定其对股票价值的影响。交错董事会中董事会任职三年,并且每年改选三分之一的董事。如果董事会采用交错制,那么需要两届连续的股东大会的股东选举才可能替换多数董事。与毒丸计划相联系,交错董事会可能延迟一个未来的竞买者大约两年时间。不同于少被使用的双层股权结构,交错董事会是可用的最有力的反收购措施。如果企业拥有一个交错董事会,没有其他相关的反收购措施——那么就没有足以认为“显著”的影响。^[109]

如前文所述,毒丸计划允许董事会无限期地抵制收购行动。因此,一个竞价收购人对于目标公司股东的回应是,选择新董事替代公司原董事会,并通过新董事禁用毒丸计划。如果目标公司选举董事会是每年进行的,那么董事会可以在单个股东投票中被更换。取决于目标公司章程及其细则是否允许股东在年度会议之间投票——特别股东会议或者书面同意(written consent)——投票可能发生在并购努力开始的几个月甚至一年内。然而,如果目标公司有“事实上的”交错董事会,两次股东选举必须在两次连续的年度会议做出,以替代目标董事会大多数董事。^[110]考虑到收购取决于目标公司何时召开年度会议以及下次会议召开时董事提名规则有何种限制,这可能要花费两年甚至更久的时间。

两次年会的延迟会使得潜在并购者的收购难以进行。如果收购方做出正式的无条件收购,那么,在等待股东第二次投票期间,情况可能随时发生改变。不仅可能发生外生的变化,而且目标公司的管

[105] Robert Comment & G. William Schwert, Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, 39 J. FIN. ECON. 3, 20 tbl.2, 21 (1995).

[106] Comment & Schwert, supra note 105, at 21.

[107] Coates, supra note 100, at 283.

[108] Martijn Cremers & Allen Ferrell, Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation 19-20 (May 2011) (未刊稿), available at <http://ssrn.com/abstract=1413133>.

[109] 先于毒丸术出现,交错董事会没有给并购带来重大的障碍。在一个并购完成后,目标公司的董事仍然有一到两年时间保留自身职位。但是,一旦公司在敌意并购者控制之下,这样做并不会给他们带来个人利益。

[110] 对作为收购防御措施的交错董事会的效果展开研究,应当限定在有效的交错董事会。更详细地对有效和无效交错董事会差异性的研究,参见 Bebchuk et al., supra note 101, at 890, 893-95. 一个“有效的”交错董事会是,能够阻止目标公司股东在一次选举中选出目标董事会的多数董事。一个“无效的”交错董事会的例子是在公司的章程细则而不是章程中提供这样的设置。尽管现任的董事会必须同意修改章程,股东可以单方修改公司的章程细则。因此,如果股东想要收购发生,那么他们可以通过对章程细则的修改,

理层也可能导致情况的变化——例如,出售竞购者想要得到的部分商业业务。相反,如果潜在收购者没有做出无条件出价,目标公司股东可能不会认真对待委托书争夺,可能拒绝其对董事会的提名。选举出收购方提名的董事会成员超过三分之一,意味着董事会将存在一年的分裂,可能不利于公司的经营管理 (ongoing management)。^[111]

作为一个先决问题,基于上述原因,有理由相信交错董事会将降低股份价值。其一,交错董事会允许管理层——如果其愿意——为了股东利益抵抗收购。其二,由于并购威胁保护措施的存在,管理层履职压力较小,并因此难以持续性地最大化股份价值。另外,由一群勤勉和忠实的管理层团队基于其他因素的激励,交错董事会可能被用来提升目标公司的议价能力,从收购者那里获得更高溢价。因此,交错董事会对股东是好是坏这个问题,是一个实证研究的问题。

尽管自 1980 年代以来,经济学家已经对各种各样的收购防御措施展开研究,对交错董事会的实证研究直到 2002 年才发表(由法律教授做出)。由 Bebchuk、Coates 和 Subramanian 做出的研究发现,交错董事会制度对股票价值有负面影响。^[112] 作者发现拥有交错董事会的公司更容易保持独立性,与被收购的公司相比,保持独立性意味着降低给予股东的回报。他们进一步发现当设置交错董事会的目标公司被出售,获得的溢价与没有设置交错董事会的公司相比,并无不同。这些影响结果共同意味着股份价值平均 8%~10% 的损失。^[113] 在另一个研究中, Bebchuk 和 Cohen 直接对比了是否设置交错董事会的公司价值,并再次确认了上述结论,研究结果表明设置交错董事会与设置年度改选董事会的公司相比(由 Tobin's Q 测量),企业价值相对较低。^[114]

大部分情况下,这些研究结果被后来的研究确认和完善。一项研究表明,一旦设置了交错董事会,股东从并购中获得的预期收益,将少于 Bebchuk 等人和 Bebchuk、Cohen 的发现。^[115] 另有研究表明,隔绝敌意并购会造成管理者懈怠,进而导致公司价值上的损失。这一被记录的懈怠,与以下两方面相关:不能解雇业绩不佳 CEO^[116] 和做出破坏公司价值的并购^[117]。最后,一项近期运用自然实验做出的研究,涉及交错董事会的法庭裁决,展示了交错董事会和企业价值降低之间的因果关系——与较低价值的公司管理层选择交错董事会来保护自己相反,交错董事会导致公司价值降低。^[118] 本研究结果不仅确认了之前的发现,即交错董事会与降低公司价值相联系,其同样支持了这样一种因果推论。

使董事会变成年度选举董事会,并且继而选举收购方提名者替代现任董事会——都在一次会议中发生。Id. at 898. 尽管多数的交错董事会由公司章程设置,还有一些由章程细则加以规定。See Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen, The Costs of Entrenched Boards, 78 J. FIN. ECON. 409, 419 (2005). 当交错董事会由公司章程细则进行提供时,其并没有起到收购防御的功能,除非对章程细则的删除需要一个实质上的股东超级多数决。其他方式中,交错董事会可以被视为无效的情况有:(i) 当一个公司的章程允许股东扩张董事会规模,能够创设足够的空缺,因此收购方的候选人将会组成董事会中的多数,(ii) 所在公司章程和公司所在地州法允许股东无因免除交错董事会的董事。Bebchuk et al., supra note 101, at 894. 在本文其余部分,除了在区分有效和无效交错董事会的相关情况下,我将会简单地使用术语“交错董事会”来指代一个有效的交错董事会。

[111] See Bebchuk et al., supra note 101, at 919-24.

[112] Id. at 890-91.

[113] Id. at 938-39.

[114] Bebchuk & Cohen, supra note 110, at 410.

[115] Thomas W. Bates et al., Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control, 87 J. FIN. ECON. 656, 671, 673-75 (2008).

[116] See Olubunmi Faleye, Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment, 83 J. FIN. ECON. 501, 522-26 (2007).

[117] See Ronald W. Masulis et al., Corporate Governance and Acquirer Returns, 62 J. FIN. 1851, 1853, 1867-69 (2007).

[118] Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment 1, 3-4 (Harvard Bus. Sch., Working Paper No. 13-068, 2013), available at <http://ssrn.com/abstract=2141410>.

③ 其他收购防御措施

自从1985年以后,交错董事会和毒丸计划一直是仅有的重要反收购措施。^[119]如上文所述,交错董事会事关重大,因为其可以阻碍潜在收购者替换目标公司董事,而这些董事又能禁用目标公司的毒丸计划。即使没有设置交错董事会,毒丸计划可能基本上导致其他所有的防御措施无关紧要——包括企业合并条款、公平价格条款、控制股份收购条款和其他条款。^[120]无论收购防御设置在公司章程或是州立法中,这一观点都是正确的。毒丸计划统治了其他反收购措施,董事会可以单方采取毒丸计划,因此,对暴露于敌意并购下的公司而言,存在或者缺乏其他收购防御,并不重要。^[121]

然而,由于缺乏对每种反收购措施运作模式的理解,许多1980年代晚期和1990年代的研究,集中针对这些其他的防御措施展开。在Coates收购防御实证研究的反思性评论(评论性综述)中,他说明如果毒丸计划的研究中,研究者未能意识到,毒丸计划的采纳并不影响企业法律并购的要害(vulnerability),那么对此类驱鲨剂的研究就没有益处,因为研究集中在错误的驱鲨剂种类上。^[122](在1980年代和1990年代使用的术语“驱鲨剂”是指公司章程中采纳的反收购防御措施。)

1980年代晚期和1990年代经济学家们发表的收购防御实证研究,有两个缺陷。第一,使用的一些样本期间,要么早于1985年^[123]毒丸计划的出现,要么跨越了该年份。^[124]1985年之前,包括交错董事会在内的防御措施对敌意收购的威慑作用较小,但其都是目标公司管理层降低收购吸引力的方式。因此,在预先设置毒丸计划防御时期,研究预先设置的毒丸的关注点是将其作为一个历史事件(historical matter)。第二,一旦州法院和立法机关确认毒丸计划的合法性,对收购防御措施唯一会有价值的研究,就是针对交错董事会展开的。其他的收购措施变得无关紧要。然而,许多1980年代晚期

[119] 双层股权是另一个具有影响的反收购措施,但却很少存在。同样可行的是以下组合:禁止股东通过书面一致进行投票,同时禁止或者严格限制股东召开特别股东会以阻止收购进行。如果上述两种对股东投票权的限制同时存在,收购方必须等到目标公司的下一次年会才能发起委托书争夺,继而替换董事。这一延迟没有交错董事会创设的延迟那么严格,但是仍然可能是有意义的。

[120] 因为,这一领域在金融文献中仍然备受困惑,我将在文本中以无条件的方式展开陈述(我同样重复了多次)。然而,一些限定条件学术上是恰当的,尽管在评估这些文献中可能没有实际意义(显著性)。第一个限制条件是在特拉华州最高法院于1985年支持了毒丸计划之际,其他州法院还尚未仿效。在那时,其他的防御在特拉华州变得无关紧要。但是如果想要研究在特拉华州以外注册企业的反收购章程条款,那么研究除了交错董事会意外的其他防御就具有正当性。然而,这是一个短暂的效用,此后不久所有州都采纳了毒丸计划。同样,此后许多州都追随了特拉华州的指引,市场可能充分地预期所有州都会赞成毒丸计划的使用。在没有确立毒丸计划的州,没有研究孤立(或隔绝)了其他防御的努力。第二个次要的限制条件是直到特拉华州最高法院在Time, 571 A.2d 1140 (Del. 1989)的判决中,清晰地表明目标董事会能够无限地保持毒丸计划的运作,以阻止收购的发生。因此,直到这一切变得清晰之前,其他防御措施都还发挥着一些影响。但正如毒丸计划可能被目标公司董事会设置或禁用,其他收购防御措施也是如此。如果一个法院认为毒丸计划不能无限地适用,那么其他的防御措施也处于相同的地位,因为信义义务的治理原则是相同的。因此,即使在1990年至1995年之间,在任何方面仍没有理由认为其他收购防御比毒丸计划有更多的保护。

[121] 预设毒丸收购防御包含了公平价格条款和要求绝对多数决的条款,来通过一项决议。这些防御本质上不是反收购的防御。他们是反对二阶段收购(two-tier)或头尾借贷方式(front-end-loaded)收购的收购防御,这两种收购方式下,对股东创设了压力,让其交出股份,即便他们认为价格是不对的。一旦毒丸计划成为抵抗这种要约收购的方式,存在或缺乏这样的条款就变得无关紧要。毒丸计划阻止这样的要约收购,表现在这种要约于1980年代后期基本消失这一事实,那些推定的防御也是如此。一个更详细的解释, see Coates, supra note 1000, at 320-25.

[122] Id. at 320.

[123] See, e.g., Gregg A. Jarrell & Annette B. Poulsen, Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980, 19 J. FIN. ECON. 127 (1987); Victoria B. McWilliams, Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals, 45 J. FIN. 1627 (1990); John Pound, Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight, 20 J. FIN. ECON. 237 (1988).

[124] See, e.g., Brent W. Ambrose & William L. Megginson, The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood, 27 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 575, 577, 586 (1992); Kenneth A. Borokhovich

和 1990 年代的研究表明,将交错董事会与其他(过时的并且不相关)防御措施组合在一起作为一个单变量(single variable),代表了收购防御的出现。^[125] 他们的研究结果的价值值得怀疑(他们的研究结果没有价值)。

1980 年代和 1990 年代的经济学家对涉及收购防御如何运作产生了困惑和误解,相伴而生的研究设计中,也存在相互矛盾的结果——在没有完全了解防御收购的情况下,付出了持续性努力试图来解决这一矛盾。^[126] 当前的文章,不断提及并将 1980 年代和 1990 年代的矛盾结果视为不解之谜,认为在某种程度上可以被后毒丸计划时期对交错董事会的当代研究所解决。^[127] 混乱由此而继续。

2. 董事会独立性

与交错董事会的经验相反,管理层接受了股东的需求,增加了董事会外部董事的数量,一定程度上隔离了 CEO 和董事会主席职位。从 1950 年到 2005 年间,董事会中独立董事的比例从大约 35% 上升到 70%。^[128] 在 21 世纪早期,隔离 CEO 和董事长职位还并不普遍,从 1992 年到 2002 年,拥有独立董事会主席的公司从 1992 年的 20% 上升到 2002 年的 25%。^[129]

从契约论视角看,从 1980 年代中期到 2000 年代中期,这一阶段有两个方面很有趣。首先,董事会独立性的变化并不是管理层发起将其与股东利益绑定在一起。他们反而赞同股东的一些存在已久的需求。其次,被采纳的治理变革并非契约性的。这被视为一个实践的问题,公司章程中没有承诺来维持。公司契约理论并未假设所有的治理一定是明示的契约,因此,这里不见得存在矛盾。另外,这些表明超越契约论的认知,做出具有法律约束力的承诺,存在一定阻碍。

有趣的是,对董事会独立性、CEO 和董事长职位的分离等实证研究,在其是否推动了股东利益的结果方面,喜忧参半(at best mixed)。关于董事会独立性,研究表明独立董事在履行审慎义务方面表现更佳,例如,解雇业绩不佳的 CEO 们,回应收购报价,作出要约收购。^[130] 尽管如此,研究通常发现,董

et al., CEO Contracting and Antitakeover Amendments, 52 J. FIN. 1495 (1997); James M. Mahoney & Joseph T. Mahoney, An Empirical Investigation of the Effect of Corporate Charter Antitakeover Amendments on Stockholder Wealth, 14 STRATEGIC MGMT. J. 17 (1993); Victoria B. McWilliams & Nilanjan Sen, Board Monitoring and Antitakeover Amendments, 32 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 491 (1997).

[125] See, e.g., Ambrose & Megginson, supra note 124, at 584, 585 tbl.4, 586 (梳理了交错董事会和过时的防御措施以及跨越 1985 年使用的样本); Borokhovich et al., supra note 124, at 1497, 1499, 1508 tbl.III (相同); McWilliams & Sen, supra note 124, at 494-95 (相同)。

[126] See, e.g., Borokhovich, supra note 124, at 1502-03 (指与收购保护相关的收购防御数量); McWilliams & Sen, supra note 124, at 491-92 (反映了涉及每个收购防御如何发挥作用,以及在之前的结果中如何反映其差异方面,存在认识不清的情况)。

[127] 例如,Olubunmi Faleye 教授在架构 2007 年对交错董事会的研究中,提到了 1980 年代和 1990 年代的两个研究,分别得到了不同的结果。Faleye, supra note 116, at 502. 如同上文指出, Faleye 的研究是所有交错董事会研究中最富有启发性的那个。尽管如此,如其他研究中显示,与其他公司治理机制结合在一起之时,他错误理解了交错董事会的运作。例如,他指出一个交错董事会组成是,限制股东召开特殊会议或通过书面同意进行表决的权力。Id. 没有这样的组合存在 交错董事会要求在年度会议上进行投票。他同样测试了交错董事会和州反收购立法之间的联系。Id. 基于上文解释的原因,此种联系与目标公司抵抗敌意收购的能力并不相关。See supra Part III. A.1.c.

[128] 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, 1474 fig.1 (2007)。

[129] SPENCER STUART, SPENCER STUART BOARD INDEX 10 (2012), available at http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/Spencer-Stuart-US-Board-Index-2012_06Nov2012.pdf; B. Ram Baliga et al., CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?, 17 STRATEGIC MGMT. J. 41, 43 (1996)。

[130] Cf. Sanjai Bhagat & Bernard Black, The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 BUS. LAW. 921, 924, 928, 932 (1999); Gordon, supra note 128, at 1465, 1500-05.

事独立性和会计绩效、企业价值以及长期股票市场表现之间的关系无统计学意义 (insignificant)。^[131] 考虑到内生变量问题,变量遗漏偏差 (omitted-variable bias),以及横断面数据 (cross-sectional data) 中固有的错误 (noise)、干扰,然而,这些结果并不必然排除独立董事对公司价值有影响的可能性。

Benjamin Hermalin 和 Michael Weisbach,通过回顾独立董事方面的文献,推论出几乎没有证据表明董事会中的独立董事比例提升了公司价值。^[132] 尽管有证据表明 CEO 同时兼任董事会主席,相比没有兼任的情况下,权力更大,并且在公司表现不佳的情况下更不容易被替换,这一因果关系的方向是含糊不清的。很可能的是有权势的或有成就的 CEO 相比不那么强势,不太成功的 CEO 更有可能得到董事长席位。^[133]

总而言之,在 2000 年代中期以前,尽管股东对管理层施加了压力,管理层还是维持了交错董事会。实证研究表明,通常来看,上述做法大体降低了公司价值。这表明,一方面,市场对管理层的压力,以最大化股东价值方面并不像 Haddock 等人相信的那样强劲。另一方面,管理层确实同意股东的需求而增加了董事会独立性。然而,并不明确的是,这是否是一项价值提升措施。与 2000 年代中期开始的,被 Kahan 和 Rock 之后称为“实质性的”董事独立性相比,^[134] 人们也会质疑市场是否有理由怀疑,一个推定的独立董事甚至是一个独立董事在与 CEO 利益冲突时,是否会促进股东利益。

(二) 2000 年代中期以来的公司治理

紧随着 2000 年代早期安然 (Enron) 和世通 (Worldcom) 公司的丑闻,2002 年通过了萨班斯—奥克斯尼斯法案,^[135] 公司治理环境发生了显著的变化。在《四面楚歌的首席执行官》(Embattled CEOs) 一文中,Marcel Kahan 和 Edward Rock 描述了这一改革及其对公司治理的影响。^[136] 一些改革是法定的。萨班斯—奥克斯尼斯法案要求股票交易所采纳董事独立性的标准——这被 Kahan 和 Rock 称为“名义上的”独立性。^[137] 萨班斯—奥克斯尼斯法案同样要求独立董事,一年至少要举行一次没有 CEO 出席的秘密会议 (executive session),并任命一个董事主持这一环节。^[138] 在许多公司中,结果是设置持续性的首席董事 (lead director) 职位。^[139] 该法案同样为审计、薪酬和提名/公司治理委员会设置了独立性要求,同时其扩张了审计委员会的作用。^[140]

这同样是与股东组成和股东态度相关的变化。这些包含了机构法人持股 (institutional

[131] See Barry D. Baysinger & Henry N. Butler, Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition, 1 J.L. ECON. & ORG. 101, 101-04 (1985).

[132] 对这些文献的概述,参见 Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, FED. REV. BANK N. Y. ECON. POL. 'Y REV., Apr. 2003, at 7,12.

[133] 对于这些文献的调查,参见 Renee, B. Adams et al., The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey, 48 J. ECON. LIT. 58, 82 (2010).

[134] Marcel Kahan & Edward Rock, Embattled CEOs, 88 TEX. L. REV. 987, 1025-33 (2010).

[135] Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, 116 stat. 745 (作为修改被纳入美国法典,在散落的章节 11,15,18 和 29).

[136] Kahan & Rock, supra note 134, at 1007-33.

[137] See Order Approving NYSE and NASDAQ Proposed Rule Changes Relating to Equity Compensation Plans, Exchange Act Release No. 48, 108, 68 Fed. Reg. 39, 995 (July 3, 2003).

[138] See NASDAQ STOCK MARKET RULES § 5605 (b) (2) (2013); NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 302A.03 (2013).

[139] DAVID LARCKER & BRIAN TAYAN, CORPORATE GOVERNANCE MATTERS: A CLOSER LOOK AT ORGANIZATIONAL CHOICES AND THEIR CONSEQUENCE 136-39 (2011).

[140] See Sarbanes-Oxley Act § 301, 116 Stat. at 775-77; NASDAQ STOCK MARKET RULES § 5605 (b) (1); NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 303A.04-07.

shareholding) 的持续性增加,致力于影响管理层特定决策的对冲基金的出现,传统机构股东积极行动主义 (shareholder activism) 的意愿,以及代理投票咨询公司 (proxy advisory firm) 的出现。最显著的是机构股东服务公司 (Institutional Shareholder Services, ISS),为机构股东提供信息,设计特定公司的治理,并且事实上协调投资者的行为。^[141]

根据 Kahan 和 Rock 的研究,这一法律和制度上改变的结果是独立董事的出现,他们对 CEO“言听计从”的可能性较小。不仅仅是董事更少受到 CEO 的支配,而且更能为股东需求服务。^[142] 如 Kahan 和 Rock 解释的那样,董事角色的观念在这一阶段发生了改变——他们变得不再是名义上独立,而且是“实质性”独立。^[143] 董事的独立性在涉及调查董事如何分配时间,董事投入多少时间履行董事职责,以及他们如何看待自己的角色方面,显而易见。^[144] 同样显而易见的是,董事对股东的回应方面,如下文所述。

这些变化对治理最重要的影响是,董事在多大程度上愿意接受交错董事会——在抵制大约 20 年以后。依据从 2003 年到 2010 年间的一个研究,大约每年有 60 家公司采用去交错董事会——与 1987 年至 2001 年相比,每年仅 4 家公司采纳该制度。^[145]

交错董事会的拆解 (dismantling) 与股东行动主义直接相关。公司去交错董事会,是股东提案的目标,与没有去交错董事会的公司相比,已经去交错董事会的公司中曾经针对该董事会的股东提案更加频繁。^[146] 此外,与仅作为股东提案目标之一相比,去交错董事会被对冲基金行动主义者当作目标时,发生较为频繁。^[147] 与上文对交错董事会的研究一致,决定去交错董事会的宣告,产生了统计上显著、正向异常回报 (positive abnormal return),受制于对冲基金行动主义的公司回报最多。^[148]

一项可能增加管理层对股东需求响应度的新公司治理措施是多数投票 (majority voting) 制度,这属于股东投票领域,要求即便自动当选的董事,仍需获得多数投票来确保获得董事席位。从 2003 年到 2009 年,采用多数投票的标准普尔 100 指数公司的数量从 10 家增加到 99 家,^[149] 从 2006 年初到 2007 年,采用多数投票的标准普尔 500 指数公司比例从 16% 上升到 66%。^[150] 尽管因未能获得多数投票而失去董事席位的情况非常少,^[151] 多数投票的出现和“只投反对票” (just vote no) 运动,使用令人不快的聚光灯照向董事,针对那些虽然股东不同意,却执意而为的董事。这为近期的研究证实,发

[141] Kahan & Rock, *supra* note 134, at 995-1007.

[142] *Id.* at 1025.

[143] *See id.* at 1022.

[144] *Id.* at 1022-32.

[145] *See* Sarbanes-Oxley Act § 301, 116 Stat. at 775-77; NASDAQ STOCK MARKET RULES § 5605 (b)-(d); NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 302A.04-.07. [以下 Guo et al., *Undoing*]; Re-Jin Guo et al., *Activism and the Shift to Annual Director Elections* 30 fig.1 (Apr. 2, 2013) (未刊稿) (由作者归档) [以下 Guo et al., *Activism*].

[146] *See* Guo et al., *Undoing*, *supra* note 145, at 282. (“prior shareholder 先股东提议去交错董事会的存在……与公司去交错董事会之间存在强烈的关联。”)

[147] Guo et al., *Activism*, *supra* note 145, at 17.

[148] *Id.* at 19-21.

[149] Kahan & Rock, *supra* note 134, at 1011 tbl.3.

[150] CLAUDIA H. ALLEN, NEAL, GERBER & EISENBERG LLP, *STUDY OF MAJORITY VOTING IN DIRECTOR ELECTIONS* (2007), available at <http://www.ngelaw.com/files/Uploads/Documents/majoritystudy111207.pdf>.

[151] Yonca Ertimur et al., *Does The Director Election System Matter? Evidence from Majority Voting* 29-31 (Jan. 4, 2013) (未发表手稿). 该文的最新版本可参见 <http://ssrn.com/abstract=1880974>.

现多数投票权增加了公司对股东关切的响应度。^[152] 这一研究同样发现对于多数投票的采纳与股份价值的提升相联系。^[153]

总之,管理层和股东之间的权力平衡,在2000年代中期似乎已经发生了改变。最有力的反映是管理层对股东长期需求响应度的提升,即取消交错董事会。

2000年中期以来,有两个出人意料的发展。首先,管理层前所未有的关注对于股东需求的回应。其次,股东投票权产生了创新,并且发生在中期阶段,而非IPO阶段。尽管公众公司已采纳了多数投票,但基本上没有公开上市公司承诺适用多数投票。

近期董事会对股东需求的响应度(responsiveness),符合契约论者的预期么?我并不这么认为。这种情形花费了20年才得以发生,远远超过了契约论的预期。更重要的是,发生了一些与管理层响应度相关,可被识别的制度变迁(institutional change)。调整董事独立性的法律曾发生了变迁,安然和世通公司丑闻,凸显了公司外部董事的失败,并未如预期的表现;治理导向的委托书顾问企业的兴起,特别是机构股东服务公司,对冲基金治理行动主义。这不仅仅是看不见的手独自发挥作用,而且是制度的变革,似乎已重新定位独立董事的自我认知(自我观)。因果关系观察表明,这一压力在推进独立董事作为真正独立的自我认知方面发挥了作用,并且对董事未能善意地采取行动追求股东利益,受到破坏声誉的威胁方面,发挥作用。当然,制度变迁是市场力量的结果。治理导向的对冲基金的兴起,就是对觉察到的市场机会的反应,ISS的兴起也是如此。然而,特别是鉴于已经发生的法律改革,自从2000年中期以来的治理经验,还远远不能验证契约论对中期阶段治理的预期。

关于创新,制度变迁也能对其作出解释,并且预示将来更多的中期(midstream)改革。多数投票运动(majority-vote campaign)是高度可见的,机构股东服务公司占有一席之地。多数投票替代途径的正反两面的意见,被展示于公众论坛之中。同时,大量公司迅速地采纳了多数投票制度。任何一个采取多数投票的公司都明白,它们不会孤立无援,出现的法律问题可能会被共享,并被另一家公司首先理想地解决了。换句话说,采纳多数投票的公司具有网络利益,因为有些公司已经完成或将要解决同样的事项。在目前的环境中,治理问题的可见性和协作的便利,使得中期阶段比IPO阶段更能够适应创新,因为在IPO阶段的可见度和协调性更少。

五、解释、内涵与结论

本文回应的首要问题是,过去20年间积累的实证数据是否支持了契约论理论?答案是否定的。IPO章程不如契约论理论暗示的那样,是创新和个性化定制的源泉。其只不过是一个普通文件,为管理层提供缺省规则,并且同样常常创设交错董事会制度。各州之间也不存在朝向顶部或底部的竞争。特拉华州没有面临任何竞争。公司可以选择在其本州注册,但这一决定并不意味着公司本州的法律优于特拉华州。但一项实证研究表明,特拉华州公司法会使公司价值增值。

在本文和之前的研究中,我提出了一个基于网络经济学的理论,来解释为何缺省规则比个性化定

[152] 拥有多数决的公司与简单多数决的公司相比,常常更倾向于成功执行股东提案。此外,当股东保留投票权作为表达对普通公司治理问题不满的方式,和对特定董事的不满相对,设置多数决的公司也比设置简单多数决的公司更有可能去解决问题。

[153] Id. at 15; see also Jay Cai et al., A Paper Tiger? An Empirical Analysis of Majority Voting, 21 J. CORP. FIN. 119, 129-30 (2013). (发布采纳多数投票提案的公告,在股价上有积极的反应。)

制条款更有吸引力,以及为何特拉华州在面临其他州竞争下,仍然成为公司注册的首选?^[154] 缺省规则和特拉华州注册提供了网络效应,这是个性化定制条款以及在特拉华州以外的其他州注册企业所不能够提供的。网络外部性在公司契约理论发展起来的时候,没有被充分理解,在我的观点中,他们在公司法和契约中的存在,解释了为什么公司契约理论不是一个有效的实证理论——因此也不能作为一个有效的规范理论。

网络外部性理论作为公司法和公司治理的实证解释,至少有两层含义。其一,现存的公司治理安排并不一定如同契约理论假定的那样社会最优。其二,公司法的影响远远大于理论表明的那样。公司会采纳社会次优的缺省规则,他们会拒绝采纳社会最优安排,如果他们不确定其他公司是否会同样做出这种选择的话。这种次优平衡达成的原因,在于集体行动的难题。公司在创新治理安排方面难以协调并形成网络。因此,作为一个规范性问题,改变公司缺省规则或改进公司法以提供标准化治理选择的选项方面,仍有争议空间。契约论者不能合理地论证,如同他们经常做出的那样,如果治理安排没有出现在 IPO 章程中,那么法院、立法机关或证监会就没有采纳的基础。然而,网络外部性理论并没有表明强制性公司法的作用。相反,其意味着在制定缺省规则的时候应更加审慎,因为可能通过自愿选择而非强制适用达到次优目标。

网络外部性并没有解释 IPO 阶段对于交错董事会的采纳问题。这一现象仍是未解之谜。Johnson 等人似乎基于对长期商业关系的承诺,提供了部分回答,但是仍有许多交错董事会未得到解释。有人提出疑问,涉及拥有交错董事会的公司上市之时,拟 IPO 股东是否会承担相应的成本。契约论者的期待似乎是一个理论问题,但是这些疑问需要认真对待和进一步研究。

近年来,多数投票制度的创新及其被快速而广泛地应用令人吃惊。这种创新发源于已上市公司,同时可能预示未来在中期阶段的创新。随着积极主义对冲基金的出现,以及关于治理安排高度透明的讨论,公司或许可以在实际治理标准的设计和应用方面达成协调。此外,多数决本身可能降低管理层对股东需求的抵制。中期阶段可能比 IPO 阶段更符合创新的轨迹——至少等到类似机构重点关注 IPO 章程和促进协调之前会是如此。

(责任编辑:肖崇俊)

[154] Klausner, *supra* note 19. 其他人进行了密切相关的观察。例如 Romano 将特拉华州的领先优势描述为,与其所储备先例相关的先发优势。Romano, *supra* note 54, at 226, 240. Ayres 则论证,公司法的缺省规则应当采取通用标准,而不是特殊规则。因为法院依据通用标准进行个案审查,能够带来事后应用中的利益。Ayres, *supra* note 19, at 1403-13. 另外, Henry Hansman 随后加入了新的观察,即缺省规则为法律修改所更新。因此,对缺省规则的采纳,企业不仅将获得未来司法解释的网络化利益,还将获得立法上的更新。Hansmann, *supra* note 19, at 9-10.