

## 域外视野

## 公司所有权和公司治理中的路径依赖理论

[美] Lucian Arye Bebchuk and Mark J. Roe\* 著

宁桂君\*\*译

[摘要] 世界发达经济体之间,公司结构千差万别。我们提出的公司结构的路径依赖理论有助于理解这些差异。在任意时点,某经济体的公司结构部分依赖于该经济体早期所采用的结构。本文提出并分析了路径依赖的两种渊源——结构驱动及规则驱动。首先,一个经济体的公司结构依赖于该经济体在初始阶段具有的结构。初始所有权结构之所以会产生这种效果,是因为它影响到特定公司对有效率结构的判断,也因为它能够给某些当事人提供动力和权力以阻止对初始所有权结构进行改变。其次,影响着所有权结构的公司规则本身也依赖于经济体在初始阶段所采用的公司结构。初始所有权结构既可影响对何种规则有效率的判断,又可影响利益集团政治,而利益集团政治能够决定实际上选择何种规则。我们的路径依赖理论阐明了为何发达经济体能够顶住趋同的压力而保持着所有权结构上的差异。同时,该理论也为理解为何一些重要的差别可能持续存在提供了基础。

[关键词] 公司 所有权 公司治理 路径依赖 公司法 比较法

## 引言

世界发达经济体之间,公司结构千差万别。一些国家的公司为分散所有权,管理人员牢牢控制公司;一些国家的公司采集中所有权;更有甚者,在某些国家中,员工对公司有着强烈影响。在二战后的半个世纪内,西欧、美国和日本的经济、商业惯例和生活标准已经趋同、融合。然而,它们的公司所有权结构却保持着各自的特色,所有权集中程度以及员工影响力的差异持续至今。何以解释这些差别?这些差别将永存抑或消亡?

通过揭示一国的公司所有权结构模式存在重要的路径依赖之源,我们阐明了以上问题。这种路径依赖导致在任意时点,一国的所有权结构部分依赖于其早期的模式。因此,即使不同国家的经济由于某种原因而变得非常相似,但若它们在早期具有不同的所有权结构——由于当时的环境不同,甚至是由于“历史的意外”(historical accidents)——则这些差异可能在之后继续存在。

文章第一部分对我们的研究进行了描述。为何发达经济体的公司所有权结构迥然有异且与全球

\* Lucian Arye Bebchuk,美国哈佛大学法学院 William J. Friedman 及 Alicia Townsend Friedman 教席法学、经济学和金融学教授;Mark J. Roe,美国哥伦比亚大学法学院 Milton Handler 教席经营管理学教授。本文创立了公司所有权和治理结构的路径依赖理论,原载《斯坦福法律评论》(Stanford Law Review)1999年第52卷,第127~170页。本文的翻译已获得两位作者的书面授权。

我们受益于 Merritt Fox, Ron Harris, Marcel Kahan, Ehud Kamar, Louis Kaplow, Randy Kroszner, Benjamin Mojuye, Roberta Romano, Reinhard Schmidt, Gerald Spindler, Luigi Zingales 以及哈佛大学、法兰克福大学、纽约大学研讨会参与者的评论,1997年哥伦比亚大学法学院关于系统趋同的会议、1998年美国法与经济学协会的会议、国家经济研究局的暑期研究班、1999年在瑞士央行研究中心举行的金融市场研讨会。感谢哈佛大学法学院约翰·M·欧林法律、经济与商业研究中心以及国家科学基金会(Lucian Bebchuk)、哥伦比亚大学法学院关于公司治理的斯隆项目(Mark Roe)的财政支持。

\*\* 宁桂君,中国政法大学民商经济法学院民商法学专业2010级硕士研究生(100088)。

趋同的大背景格格不入?为实现具体化,我们的分析集中于各国众多差异中的一个重要方面,即:公司是否普遍地存在控股股东?

在第一部分,我们对路径依赖的两个渊源进行了区分。其一为结构驱动路径依赖(structure-driven path dependence),这关涉初始所有权结构对后续所有权结构产生的直接效果。我们揭示了某经济体在特定时点所具有的公司结构如何受到早期公司结构的影响。

我们将另一种路径依赖称为规则驱动路径依赖(rule-driven path dependence),其发端于初始所有权结构通过本身对公司规则的影响进而对后续所有权结构所产生的效果。这里所说的公司规则,指规制公司与投资者、利益相关者、管理人员之间关系及这些博弈者(players)内部关系的所有法律规则——不仅包括传统意义上的公司法,也包括证券法及规制破产、劳动关系和金融机构的法律中的相关部分。我们发现,公司规则本身即是路径依赖的。本文第二部分和第三部分依次分析了这两种主要的路径依赖之源。

第二部分集中讨论了结构驱动路径依赖。我们分析了对公司所有权结构的选择如何受到该经济体初始所有权结构的直接影响。<sup>[1]</sup>为此,我们展示了在两个初始阶段具有不同所有权结构而现在却有着相同公司规则的经济体中,对所有权结构的不同选择是何以可能的。我们为早期所有权结构影响后续结构提出了两个理由,其一立足于效率,其二立足于寻租。

第一,对公司而言,有效率所有权结构通常是路径依赖的。由于适应性沉淀成本、网络外部性、互补性以及多重最优等因素的影响,替代性所有权结构(alternative ownership structures)的相对效率部分依赖于该公司和/或其他公司在其所处环境中的初始结构。

第二,即使现行公司结构已不再有效率,该结构也很可能因内部寻租而持续。在现行结构下获得公司控制权的人,可能既有动力又有权力去阻止会减少其私人控制利益的任何改变,即便这种改变是有效率的。例如,将公司转换为分散所有权结构会减少控股股东的私人控制利益,故控股股东可能拒绝这种改变。类似地,分散所有权结构公司的管理人员为了维持独立性,可能阻止公司向集中所有权结构转变,即使这种转变总体上有效率。在那些工会于公司控制中发挥一定作用的国家,工会领导可能会设法保住赋予其该等权力的结构。只要能够阻止结构转变的人不承受保持原状的全部成本,或者不能获得进行有效率转变的全部利益,则已被采用的低效率结构就可能继续存在。当然,在一个纯粹的科斯世界(Coasian world)中,所有潜在的有效率的改变都终将发生。然而,在这个并不完美的科斯世界中,可行的交易(transactions feasible)无法阻止现行低效率结构的持续。

第三部分集中讨论了规则驱动路径依赖。我们认为,在任意时点,一个国家的法律规则可能受到该国早期所有权模式的严重影响。<sup>[2]</sup>我们为规则的路径依赖提供了两个理由,其一是效率,其二是利益集团政治(interest group politics)。

第一,即使假设法律规则的选择仅仅考虑效率,初始所有权模式也会影响替代性公司规则的相对效率;我们认为,有效率的规则可能依赖于该国现行公司结构和制度的模式。

第二,规则驱动路径依赖可能起源于利益集团政治。一国初始的公司结构模式将影响不同利益集团在创制公司规则过程中所拥有的权力。如果初始模式为某个集团提供了相对较多的财富和权力,则该集团将有更好的机会促使那些对其有利的公司规则得以采纳。公司内部的地位优势将被转化为国家政治层面的地位优势。并且,这种对公司规则所起的作用会强化初始所有权结构模式。例如,一旦规则对职业经理人有利并保护分散所有权结构,则职业经理人将拥有更多的政治权力,该权力反过来会增加该国继续采用此规则的可能性。与之类似,一旦法律规则提升控股股东的私人利益水平从而鼓励控股股东的存在,则控股股东的政治权力同样会增加该国继续采用此规则的可能性。

[1] 正式声明,我们的主张如下:分别用S1和R1指代T1时期的公司结构和公司规则,用S0指代初始T0时期的结构。我们认为,S1不仅是R1(该国主流的法律规则)的函数,也是S0(该国初始时期的公司结构)的函数。

[2] 正式声明,我们的主张是:R1(T1时期的法律规则)为S0(初始T0时期的公司结构)的函数。

可以肯定,只要一国由于利益集团政治而存在次优法律制度,就可能给那些通过适当的章程规定、境外再次设立公司或境外上市等方式规避(opt out)该国法律制度的人提供动力。在科斯世界中,该机制最终会引导所有公司受同一有效率安排的规制。但在一个不完美的科斯世界中,该机制并不完善,因而无法期待必然产生这种趋同。

第二部分与第三部分研究的核心问题并非公司结构和公司规则低效率的可能性,而是这些结构和规则路径依赖的可能性。我们对路径依赖的分析不同于对低效率可能性的分析,这体现于两方面。首先,因为对有效率的公司结构和公司规则的判断可能依赖于该国的初始所有权结构,故公司结构和规则可能同时是路径依赖并有效率的。其次,虽然该分析的部分内容确实考虑了低效率公司结构或规则产生的可能性,但本部分的中心是路径依赖的作用而非低效率的可能性。也许有人会认为,利益集团政治将产生低效率的公司规则,但仍可期待这些低效率规则大致相同。鉴于此,我们分析的重点不是低效率规则产生的可能性,而是在不同国家的初始条件下,为何这些规则的产生方式不同且发展程度各异。例如,对利益集团政治分析的重点是解释为何起源于利益集团政治的低效率法律规则可能因各国初始公司所有权结构模式的差异而不同。

在第二部分和第三部分,我们将密切关注正风起云涌的全球化所产生的力量。在这两部分,我们将解释为何不能指望以全球产品和资本市场所产生的压力来消除路径依赖。

虽然我们研究的重点是路径依赖,但在第四部分,针对公司结构的国别差异且该差异将随时间推移而持续这一情况,我们也讨论了路径依赖之外的原因。路径依赖的核心是在各国经济的其他方面均相似的情况下,公司结构仍可能不同的原因。然而,发达经济体在某些相关方面可能并不相同。在企业 and 市场的性质、意见、文化、意识形态和政治方向等方面的差异,都可能阻碍了并将继续阻碍公司结构趋同。

所以,在全球范围内,路径依赖在公司所有权和治理结构的发展方面将发挥重要作用。我们提出的路径依赖的渊源可以解释为何发达经济体在公司所有权和治理的模式上仍然存在显著差别(尽管在竞争日益激烈且全球化的市场中有趋同的强大推动力)。同时,路径依赖也表明一些重要的差异可能会持续。

## 一、对持续性差异的解释

本部分描述了我们的研究,对术语进行了界定,列举了可能被视为削弱结构差异的竞争性因素,并提出了我们所关注的核心问题:为何经济方面的其他差异已基本消除而公司结构的差异却持续至今?随后,我们指出了有助于解释该问题的两种路径依赖的渊源。

### (一) 研究的重点

我们的重点在于各国公司所有权和治理结构是如何具有差异的,即公司所有权如何实现及权力在所有者、董事会、高级管理人员和员工间如何分配。为了使论述更具体,我们重点讨论上市公司所有权相对分散与集中。公司结构中的这一维度非常重要,因为控股股东的存在与否会对公司治理的方式和目标产生实质影响。

目前,美国和英国的公开上市交易的公司通常为分散所有权,而其他发达经济体中却普遍有控股

股东。<sup>[3]</sup> 虽然美国多数大型公司的所有权是分散的,但在德国,85%的大型公司仍有控制着25%以上投票权的大股东(通常是家族,有时是财团)。<sup>[4]</sup> 尽管有人相信一些“功能性”(functional)的公司融合已经发生,<sup>[5]</sup>但考虑到控股股东的重大意义,有一点是基本没有疑义的:控股股东比率不同的国家,其公司结构亦显著不同。虽然其他经济制度已经趋同,但这些差异在今天仍然存在。

我们也将关注公司权力结构中员工参与情况,这又是目前国际性差别中的一个重要方面。在德国,员工通过共同决策机制参与公司控制,但在其他国家的公司中,员工并没有这样一种直接的、正式的影响。

我们的重点将是差异的路径依赖基础。所谓“路径依赖基础”,是指植根于国家据以建立的不同初始条件之中的原因。以两个国家为例,假设其初始公司结构和法律规则不同,但不久前,两国在经济、政治、公司类型、文化、规范和意识形态等方面都变得完全一致。此时,公司结构上的差别还将继续存在吗?我们认为,只要一国公司结构和规则依赖于该国初始的结构和规则,这些差别就能持续。

鉴于我们对路径依赖的兴趣,我们将重点置于在世界发达经济体中占主导地位的公司结构和规则。当两国经济发展水平有明显差距时,公司所有权模式上的差异显然有路径依赖之外的原因。我们之所以关注发达经济体,是因为它们相似的经济发展阶段使我们能够集中于对路径依赖的分析。

## (二)公司差异的持续性

### 1. 全球化与有效率结构的驱动力

也许有人认为,现在的发达经济体在公司结构方面应表现为相似的模式。这些国家的公司面临着相似的治理问题,所有大型公司在某些关键功能上具有共性:必须募集资本;必须选择管理方式并使其有纪律性;信息必须被传递给核心决策者。这些组织方面亟待解决的问题可以催生组织上的相似性。并且,其他强大的力量也会推动国家、公司采用最有效率的公司规则和结构,否则,在充满竞争的地球村中,该国家、公司会遭受被甩在后面的风险。未采用最优结构的公司将在利润、价值或募集新资本的能力等方面受到损害;未采用有效率规则的国家将给公司带来损失,公司价值和募集资本的能力会下降,导致公司或者忍受严重打击或者选择迁离该国。<sup>[6]</sup>

质言之,正如有效率的高新技术可以快速传播一样,也可以期待(通过类推)新的公司方面的技

[3] 关于不同国家控股股东比率的比较,see generally Marco Becht & Ailsa Roel, “Blockholding in Europe: An International Comparison,” *Eur. Econ. Rev.* 43 (1999): 1049 (讨论欧洲股份集中的程度); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, “Corporate Ownership Around the World,” *J. Fin.* 54 (1999): 471 (发现仅少数经济体内的大部分公司为分散所有权); 关于特定欧洲国家高控股股东比率的研究文献,see generally Luigi Zingales, “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience,” *Rev. Fin. Stud.* 7 (1994): 131 (以意大利大型上市公司为样本,展示了其所有权的高度集中); Marcello Bianchi, Magda Bianco & Luca Enriques, “Ownership, Pyramidal Groups and Separation Between Ownership and Control in Italy (Sept. 1997) (未发表手稿,存档于《斯坦福法律评论》) (发现意大利的公司所有权高度集中); Laurence Bloch & Elizabeth Kremp, “Ownership and Control in France (Oct. 14, 1997) (未发表手稿,存档于《斯坦福法律评论》) (发现法国的公司所有权高度集中); Julian Franks & Colin Mayer, “Ownership, Control and the Performance of German Corporations (Jan. 25, 1997) (未发表手稿,存档于《斯坦福法律评论》) (发现德国的公司所有权高度集中)。

[4] Franks & Mayer, “Ownership, Control and the Performance of German Corporations,” (Jan. 25, 1997) (在一个有171家德国公司的样本中,发现85%的公司存在掌握着25%以上投票权的单个股东)。

[5] See Steven N. Kaplan, “Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany,” 10 *J. L. Econ. & Org.* 142, 144 (1994) (发现影响日本、德国和美国董事会成员流动性的因素有相似趋势); Steven N. Kaplan & Bernadette A. Minton, “Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers,” 36 *J. Fin. Econ.* 225, 256-57 (1994) (主张公司治理在日本的作用如同公司收购和代理权争夺在美国的作用); Elisabeth Roman, “Une nouvelle génération installée à la tête du capitalisme familial italien [A New Generation Sets up at the Head of Italian Capitalism],” *Le Monde*, May 15, 1998, at 16 (讨论意大利新生代高管如何加速步美国模式之后尘); Greg Steinmetz, “Changing Values: Satisfying Shareholders Is a Hot New Concept at Some German Firms,” *Wall St. J.*, Mar. 6, 1996, available in 1996 WL-WSJ 3097228 (讨论德国股东让高管越来越焦虑)。

[6] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “The Economic Structure of Corporate Law 212-18 (1991) (认为竞争导致规则趋同); Roberta S. Karmel, “Is It Time for a Federal Corporation Law?”, 57 *Brook. L. Rev.* 55, 90 (1991) (“尽管英国和大陆法国家的公司治理实践存在历史性差别,但很快法律将变得一致……”); Harold Demsetz, “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm,” 26 *J. L. & Econ.* 375, 375-77 (1983) (主张公司结构的效率取向是不可避免的)。

术——若更好的话——会迅速传播。公司治理可被视为一种技术——类似于制造工艺、库存管理系统或规模经济工程(an engineering economy of scale)——公司有采纳最好的“公司技术”的强大动力：

在金融市场中,公司及其证券也是一种产品,在很大程度上,这种产品与公司生产的缝纫机等物品是一样的。公司的创立者有制造人们愿意购买的缝纫机的动力,同样,他们也有创造出资本市场消费者所需要的公司、证券和公司治理结构的动力。<sup>[7]</sup>

公司技术信息的易流动性可以方便发达经济体对同一有效率公司治理技术的采用——跨境投资者和跨国公司带来了他们熟悉的国外实践;<sup>[8]</sup>国家报告也定期考察别国实践并认可其有益性。<sup>[9]</sup>

## 2. 持续性

既然存在消减公司差异的种种压力,为何公司所有权和治理结构仍有差别?

我们当然可以指出存在某些消减差别的活动,例如,在欧洲有鼓励分散所有权的种种努力,<sup>[10]</sup>德国银行声明要沽售股份,<sup>[11]</sup>收购上了欧洲新闻头条,<sup>[12]</sup>以及美国机构投资者在国内的影响日益增强(有时可能具有金融机构在欧洲大陆和日本的影响力)。<sup>[13]</sup>然而,这些情形与数目可观的持久性的表现可谓平分秋色。

例如,尽管德国银行有过股权退出的花哨言论,但至今仍保有股票。事实上,过去十年间,在德国最大的100家公司中,银行持有的股权对其具有影响力的公司数量从40个增加到50个以上。<sup>[14]</sup>因此,虽然从已公布的案例来看,德国银行的监管工作未获成功,虽然它们经常成为民粹主义者(populist)情感宣泄的目标,但它们颇具规模的股权却持续至今。与之类似,在德国最大的几家公司中,家族集中所有权也得以持续。<sup>[15]</sup>

至于日本,考虑到其银行系统的崩溃及公司治理问题获得的广泛认同,也许有人期待银行会减持

[7] Easterbrook & Fischel, *supra note 6*, at 4-5.

[8] 二十世纪九十年代末期,这股跨境投资力量有使公司治理美国化的趋势,因为那时推动公司治理创新最活跃的国际投资者是美国人。See Martine Orange & Enguérand Renault, *Les patrons fran? ais se sont convertis aux exigences des actionnaires* [The French Owners Have Converted to Stockholders' Demands], *Le Monde*, Apr. 23, 1998, at 21 (指出法国大型公司中的外国股东(典型的是安格鲁撒克逊人)强迫管理人员更关心股东价值); John Tagliabue, *Compliments of U. S. Investors; New Activism Shakes Europe's Markets*, *N. Y. Times*, Apr. 15, 1998, at D1 (注意到美国股东行动主义的传播); Sara Webb, *Calpers Sees New Targets Overseas*, *Wall St. J.*, Oct. 20, 1997, at C1, available in 1997 WL-WSJ 14170443 (注意到加利福尼亚政府雇员退休系统在改善海外公司治理方面的尝试)。戴姆勒对克莱斯勒的收购可能使德国治理实践与美国一致(或者使美国治理实践在德国得到进一步传播)。

[9] See Corporate Governance Forum of Japan, *Corporate Governance Principles - - A Japanese View (Interim Report)* (1997) (讨论一般公司治理); Competitiveness Policy Council, *Reports of the Subcouncils* (1993) (讨论大规模机构持股的价值); Peter Müllert, *Empfehlensichgesetzliche Regelungen zur Einschränkung des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften?* [Are Rules Limiting Bank Influence Desirable?] (1996) (讨论替代性公司治理系统的用途); Organization for Economic Cooperation and Development, *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Institutional Modernisation for Effective and Adaptive Corporate Governance: Challenges and Responses* (1997) (为公司治理寻求基础的、在世界范围内适用的原则); Michael E. Porter, *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, *Harv. Bus. Rev.*, Sept. - Oct. 1992, at 65-82 (提倡采纳国外公司治理的创新做法)。

[10] See Jeffrey N. Gordon, "Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany," *Colum. J. Eru. L* 5 (1999): 220.

[11] See Brian Coleman & Dagmar Aalund, *Deutsche Bank to Cash Out of Industrial Stakes*, *Wall St. J.*, Dec. 16, 1998, at A17 (指出德意志银行宣布股票沽售计划); *Role of the Financial Services Sector; Hearings Before the Task Force on the International Competitiveness of U. S. Financial Institutions of the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, 101st Cong.* 164-65 (1990) (指出德意志银行的管理层表明了股票沽售意图)。

[12] See Sophie Fay & Pascale Santi, *L'offensive de la BNP plonge le monde bancaire dans la confusion* [BNP's offensive plunges the banking world into confusion], *Le Monde*, Mar. 12, 1999, at 23 (指出法国银行对另外两家大银行同时进行恶意收购)。

[13] See Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (Prin. U. Press) 1994 223-224 (1994) [以下简称 Roe, *Strong Managers*]。

[14] Compare Hauptgutachten der Monopolkommission, *Markt? ffnung umfassend verwirklichen* [To Comprehensively Implement the Opening of the Market] 187-92 (1996/1997) (1996年,对超过50家公司有5%以上的股权), with Hauptgutachten der Monopolkommission, *Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik* [Competition Policy or Industrial Policy] 205-12 (1990/1991) (1990年,对约40家公司有5%以上的股权)。

[15] See Franks & Mayer, *supra note 3*, at 25.

大公司股权。然而,从日本最大的几家公司的所有权数据来看,过去三十年内,银行和保险机构持有的大公司股权几乎没有任何变化。<sup>[16]</sup>

无论如何,各国所有权结构的总体差异是变小、不变抑或变大——这是数据不足以解决的问题——对我们的主旨都没有任何影响。显然,尽管有全球化和效率的推动,各国公司结构方面的一些关键差异仍旧存在。这一观察结果为研究人员提出了以下重要问题:这些差异为何能持续?它们在将来还会存在吗?

### (三) 路径依赖的渊源

我们的重点是路径依赖在产生和维持公司结构差异方面所发挥的作用。路径依赖存在两个渊源。第二部分分析的是结构驱动路径依赖,指某经济体的初始所有权结构直接影响后续所有权结构。我们将看到,所有权结构对初始所有权结构模式的依赖有两种方式。

另一种路径依赖于公司规则。该规则可影响公司所有权和治理结构。特别地,该规则能够决定所有权结构中是否有控股股东。至少在以下三方面,公司规则会影响所有权和治理结构:

第一,如果法律规则使金融机构积累并持有大量股权非常困难或成本高昂,则集中所有权会受到阻碍。<sup>[17]</sup> 这种规则在美国普遍存在,在其他国家却不尽然。<sup>[18]</sup>

第二,在控制人能够获取较多私人控制利益的公司体系中,对“租金保护”(rent - protection)的考虑可能产生集中所有权。<sup>[19]</sup> 如果私人控制利益很大,则在首次公开发行中创设了公司结构的人会不愿交出控制权任由他人争夺,因为这将使已选择的结构不稳定。而且,若私人控制利益很大,公开上市交易公司的控股股东在募集额外资金时也将不愿放弃他们的控制权,因为其他股东不会对他们所放弃的、相比之下价值更大的控制利益进行补偿。

第三,有些国家设有限制(或向某一方向推动)治理结构选择的强制性公司规则。例如,有些规则影响董事会的组成以及员工在公司内发挥作用的程度。<sup>[20]</sup> 美国证券交易规则和公司法理论青睐高比例的独立董事;日本式的员工导向型规范导致内部人主导公司董事会;<sup>[21]</sup> 德国法强制要求员工在大型公司的监事会中占据半数席位。<sup>[22]</sup>

鉴于公司规则的重要性,各国规则中的重大差别可能足以导致所有权模式的实质性不同。本文第三部分的重点是规则驱动路径依赖。所谓“规则驱动路径依赖”,即初始公司结构借由额外、非直接(但非常重要)的渠道,通过影响未来的商业规则(business rules)而影响后续的公司结构。我们也将证明,影响所有权结构的公司规则本身也受该国初始所有权结构模式的影响。

## 二、结构驱动路径依赖

我们对路径依赖的分析从结构驱动路径依赖开始。我们首先关注早期公司结构对后续结构的

[16] See Michael S. Gibson, "Big Bang" Deregulation and Japanese Corporate Governance: A Survey of the Issues (Federal Reserve Int'l Fin. Discussion Paper No. 624, 1998) (其结论是:迄今为止,日本金融制度改革对公司治理的影响是有限的)。

[17] See Roe, *Strong Managers*, *supra* note 13, at 26 - 49.

[18] See *id.* at 167 - 97.

[19] See Lucian Arye Bebchuk, A Rent - Protection Theory of Corporate Ownership and Control (National Bureau of Econ. Research Working Paper No. 7203, 1999) [以下简称 Bebchuk, Rent - Protection Theory] (分析首次公开发行阶段,对租金保护的考虑如何影响对所有权结构的选择); Lucian Arye Bebchuk, Rent Protection and the Evolution of a Firm's Ownership Structure (July 1999) [以下简称 Bebchuk, Rent Protection and Evolution of Ownership Structures] (未发表手稿,存档于《斯坦福法律评论》) (分析公司上市后,对租金保护的考虑如何影响对所有权结构的选择)。

[20] See Mark J. Roe, Political Preconditions to Separating Ownership from Control (September 1999) (未发表手稿,存档于《斯坦福法律评论》) [以下简称 Roe, Political Preconditions]。

[21] See Yasufumikawa, Amidst Calls for Corporate Governance Reform, Nissan Questions Role of Non - Executive Directors, IRRC Governance Bull., July - Sept. 1997, at 21 (日本学者认为,非管理人员对公司治理的贡献不大)。

[22] See Katharina Pistor, Co - determination in Germany: A Sociopolitical Model with Governance Externalities, in *Employees' Role in Corporate Governance* (Margaret Blair & Mark J. Roe eds., forthcoming 1999)。

“直接”作用。特别是,我们展示了某经济体的所有权结构如何依赖于其早期的所有权结构模式。

假设A与B为两个发达经济体,在 $T_1$ 时期具有相同的法律规则和经济条件,但在之前的 $T_0$ 时期,二者却有不同的公司所有权结构。具体而言,在 $T_0$ 时期,A的公司通常有控股股东,B的公司通常是分散所有权的。 $T_0$ 时期结构上的差异可能是国家间法律规则或经济条件不同的结果。虽然这两个国家经由不同路径达到了具有相同公司规则和经济条件的 $T_1$ 时期,但 $T_1$ 时期这种一致性是否意味着此后两国在公司结构方面将变得相同?回答是否定的。我们将在第二部分第一节说明, $T_0$ 时期的初始所有权模式如何影响 $T_1$ 时期特定公司对有效率结构的判断。随后,我们将在第二部分第二节解释内部寻租行为如何使现行公司结构具有持续存在的力量。

### (一) 有效率结构的路径依赖

结构驱动路径依赖的第一个理由是效率。 $T_1$ 时期,特定公司对有效率结构的判断可能依赖于之前 $T_0$ 时期的所有权模式,由此导致A与B间差异的产生。这种差异可能是由于适应性沉淀成本(sunk adaptive costs)、互补性(complementarities)、网络外部性(network externalities)、禀赋效应(endowment effects)或者多重最优(multiple optima)。在此,我们对这些理由进行简要介绍。

#### 1. 适应性沉淀成本

沉淀成本会影响对有效率所有权结构的选择。可考虑一种与此类似的情形:即使从一开始建造一个不同于现状的工厂会更有效率,维持现存工厂也是一种有效率的选择——一旦成本已沉淀于固定设备之中且没有更好的替代性用途,继续下去通常是有效率的。同理,在特定时期,沉淀成本对于决定哪种公司所有权结构有效率可谓举足轻重。例如, $T_0$ 时期,在盛行分散所有权的国家中,公司可能通过制定管理层激励补偿计划、增加独立董事、创建减少代理成本的债务结构等方法进行适应。<sup>[23]</sup>一旦 $T_0$ 时期的A国与B国采用了不同的适应方式(因为 $T_0$ 时期所有权结构不同),对于 $T_1$ 时期A国与B国的特定公司来说,这些适应方式就可能致使其各自的有效率所有权结构的差异。<sup>[24]</sup>

#### 2. 互补性

互补性与适应性沉淀成本类似,不过互补性与适应性之间的链接不是我们正在讨论的公司,而是公司之外的其他实体和机构。每个国家的各种机构、惯例和职业群体都是有利于该国公司结构运作的。一国在 $T_0$ 时期的公司所有权结构决定了之后会产生何种机构、惯例和技术。并且,这方面的公司环境可能反过来影响 $T_1$ 时期何种结构有效率。

假设在活跃收购市场和透明会计条件下(这一条件的具备要求公司和博弈者获得必要的技术和设备以进行投资),分散所有权结构表现得更好。 $T_0$ 时期,一国是否会出现这些活动将依赖于 $T_0$ 时期的公司结构。在我们的例子中,盛行分散所有权的B国可能会产生该市场,但在罕有分散所有权结构的A国则可能不会出现。这意味着,对 $T_1$ 时期的公司来说,分散所有权结构在B国可能有效率,在A国则相反。

#### 3. 网络外部性

[23] 公司通过降低内部交易成本而形成了赋予自身竞争优势的惯常做法(routines)。这些嵌入式的惯常做法使公司很好地适应了环境,但若环境发生了根本变化,公司并不能轻易抛弃之。公司会衰败而不能适应,并且新公司的出现会带来全新的、适应性更好的惯常做法。只要公司真的无法抛弃根深蒂固的惯常做法且这一理论适用于公司治理,那么适应就将是个缓慢的过程。See Rebecca M. Henderson & Kim B. Clark, *Architectural Innovation: The Reconfiguration of Existing Product Technologies and the Failure of Established Firms*, 35 Admin. Sci. Q. 9, 9-10 (1990) (认为渐进性创新与突破性创新的传统范畴具有误导性); Cristiano Antonelli, *The Economics of Path-Dependence in Industrial Organization*, 15 Int'l J. Indus. Org. 643, 644 (1997) (认为转换成本和沉淀成本(switching and sunk costs)是导致不可逆性的因素)。只要这种“硬接线”潜在的僵硬性(potential rigidity of hardwiring)是个难题,那么更好的治理就应该更具灵活性。

[24] 一个例证:德国公司很可能已经通过不在会议室开会而适应了共同决策模式,因为管理人员和股东都不愿增强员工在共同决策会议室中的声音(德国员工须占据大型公司监事会的半数席位)。他们采取了替代“会议室治理”的治理结构:经理会与大股东之间的非正式会议。See Pistor, *Co-determination in Germany*, supra note 22; Mark J. Roe, *German Securities Markets and German Codetermination*, 98 Colum. L. Rev. 167, 168 (1998) (以下简称Roe, German Codetermination)。一旦与共同决策相适应,博弈者就可能不愿改变所有权和治理结构。

网络外部性也可能导致持续性。<sup>[25]</sup> 对特定公司有效率的所有权结构可能要依赖于该国其他公司所具有的结构。采用该国主流的、博弈者最熟悉的模式会有一定优势。因此,如果其他公司也采分散所有权的话,分散所有权给公司造成的成本就会降低。基于此,如果其他公司通常有控股股东,则公司采控股股东结构更有效率;如果其他公司通常为分散所有权,则公司选择分散所有权结构更有效率。

#### 4. 禀赋效应

禀赋效应也可能影响对有效率所有权结构的判断。博弈者在现行结构下掌握的控制权可能影响他们对这种控制的估值,进而影响替代性结构可能产生的总价值。<sup>[26]</sup>

可以推测,这种禀赋效应会使欧洲式的家族所有者治理的公司和美国式的管理人员治理的公司的转型更加困难。处于控制地位的欧洲家族所有者可能对其控制权估值过高,同样,坐拥丰富资产的美国管理人员可能过高估计其职位和权力。任一情况下,买方询价和卖方要价可能都存在差别。鉴于现行的控制结构,这两类群体对自身控制权的估值会高于他们为获取该控制权所愿付出的价值。禀赋效应使得控制结构的整体效率依赖于该结构是否从一开始就存在。

#### 5. 多重最优

所有权结构通过多种复杂的方式影响公司治理和公司价值。因此,两种替代性结构可能各有利弊,而且二者可能创造出大致相同的公司价值。假设在  $T_1$  时期的 A、B 两国公司规则之下,集中所有权和分散所有权的利弊大体互相抵消从而效率基本相同。鉴于从一种结构向另一种结构的转变涉及交易成本,因此各国维持现状将是有效率的。这样,初始公司所有权模式便决定了后续的模式。

因此,适应性沉淀成本、互补性、网络外部性、禀赋效应和多重最优都可能导致一国公司在  $T_1$  时期对有效率所有权结构的判断依赖于  $T_0$  时期该公司和/或其他公司的初始结构。这就为 A、B 两国在初始  $T_0$  时期的差别持续到  $T_1$  时期提供了理由。

### (二) 由寻租导致的现行结构之持续

现在,我们从寻租视角研究  $T_0$  时期的结构持续到  $T_1$  时期的原因。由于寻租,即使现行结构在  $T_1$  时期已不再有效率,该结构也可能得以维持。现行结构下的控制者可能拥有阻止对结构进行改变的动力和权力,而改变所有权结构往往需要这些控制者的配合。尽管改变所有权结构可能是有效率的,但并不能保证控制者总是希望改变发生。如果某些改变使控制者的私人控制利益减少,而增加的利益却由他人获得,则控制者可能阻止这种改变。在这种情况下,现行结构可能会持续。<sup>[27]</sup>

#### 1. 集中所有权的持续

假设在 A、B 两国目前的法律规则下,对于特定的公司 Y 而言,有效率的结构是分散所有权。如果公司 Y 在  $T_0$  时期即为分散所有权,显然 Y 在  $T_1$  时期将继续采用该结构。但是,假设 Y 是 A 国的公司,且如同 A 国的多数公司一样,初始时 Y 存在控股股东,则在  $T_1$  时期, Y 未必会转为分散所有权。接下来,我们将解释原因。

(1) 控制者的路障。假设 Y 有 100 股,  $T_0$  时期的初始所有者拥有其全部股份,此时该所有者将一半股份售于公众投资者并保留一半进行控股。  $T_0$  时期,初始所有者有动力选择最大化其 100 股的价格。

[25] 关于公司法中的网络外部性, See Marcel Kahan & Michael Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 Wash. U. L. Q. 347, 350-53 (1996) (讨论公司合同中的知识和网络外部性); Mark A. Lemley & David McGowan, *Legal Implications of Network Economic Effects*, 86 Cal. L. Rev. 479, 562-86 (1998) (基于网络外部性建议对公司法规则进行适当修改)。

[26] 设想另一种禀赋效应,即德国员工对共同决策的估值依赖于现行条件。换言之,使德国员工放弃共同决策机制所付出的代价将比最初员工换取共同决策机制所愿意付出的代价高。这意味着,对于特定的德国公司而言,共同决策的整体效率依赖于公司是否已经建立了该机制。

[27] Cf. Stacey Kole & Kenneth Lehn, *Deregulation, The Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival*, 87 Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 421 (1997). Kole and Lehn 证明,解除航空管制呼唤航空公司采用新的治理结构。解除管制使管理更趋复杂,需要在管理层引入薪酬激励机制,需要更小的董事会以及更加集中的所有权。虽然新晋航空公司均采用了优越的治理结构,但现有的公司在适应变化上却步履蹒跚。二十年之后,“进化”程度仍难谓完全。



值的所有权结构,因为其在决定之时拥有全部股份并会内部化其决定的所有后果。这样,考虑到  $T_0$  时期的条件,我们可以推测: $T_0$  时期集中所有权是有效率的,因此才会被选择。

然而, $T_1$  时期的条件已发生变化,该 100 股在分散所有权之下所具有的价值高于集中所有权之下情形。假设  $T_1$  时期在集中结构下所有股东的股价总和是 100 美元——包括控股股东的 60 美元(控股股份每股 1.2 美元)和少数股东的 40 美元(少数股份每股 0.8 美元)。假设在分散所有权下股价总和是 110 美元(每股 1.1 美元)。那么, $T_1$  时期,公司的控股股东是否会转向分散所有权结构?

如果初始所有者计划在  $T_1$  时期(而非之前的  $T_0$  时期)上市,则其显然会选择能创造更高价值的分散所有权结构。通过将全部股份售于分散投资者,最初的所有者将获益 110 美元。如果选择集中结构,则其仅能获益 100 美元:原本可售于公众投资者的股票 40 美元和保持控股权的股票 60 美元(换句话说,是将股票售于另一个控制者所得到的资金 60 美元)。因此,在  $T_1$  时期的 IPO 中,选择分散所有权结构将最大化初始所有者的收益。既然  $T_1$  时期初始所有者拥有全部股权,则其将选择能最大化股权价值的结构——而在  $T_1$  时期的新规则之下,使价值最大化的结构即是分散所有权结构,因此,初始所有者将选择这种结构。

表一: $T_1$  时期集中所有权结构下公司价值分配表

	拥有的股份数	价值所占百分比	价值
控股股份	50 股	60%	每股 1.2 美元
外部人股份	50 股	40%	每股 0.8 美元
公司总量	100 股	100%	100 美元
总价值			控股股份 60 美元 + 少数股份 40 美元 = 100 美元

表二: $T_1$  时期分散所有权结构下公司价值分配表

	拥有的股份数	价值所占百分比	价值
控股股份	0		
外部人股份	100 股	100%	每股 1.1 美元
公司总量	100 股	100%	110 美元
控制人总价值			现金 110 美元

但是由于公司在  $T_0$  时期已经上市,在  $T_1$  时期其已经具有了集中所有权结构。因此,问题在于控制人是否会将公司转型为分散所有权这种能给公司增加 10 美元价值的结构。但结果是,转为分散所有权并非控制者的利益所在。<sup>[28]</sup>

实现这种转变的最简单明了的方式是:控制人分解其控股股份并将股份出售于分散投资者。但该交易不会使控制人受益。在分散所有权结构下,公司总价值为 110 美元(每股 1.10 美元),故控制人出售其 50% 的股份仅能收入 55 美元。换句话说,出售全部股份的收益比保留其控股股份的价值(60 美元)少 5 美元。因此,控制人不能从分解控股股份中获益。当然,控制人的行为会使那些早已在公共投资者手中的股份价值从 40 美元升为 55 美元,但这并非控制人能分享的利益;控制人当然不

[28] 对类似障碍使得有效率的结构性变化难以发生的分析,See Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. Econ. 957 (1994) (分析调整控股股份转让的不同法律规则如何阻碍一个有效率的转让行为); Mark J. Roe, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 Yale L. J. 232, 277 (1987) (分析导致债权计划失败的法律障碍)。

能溯及出售少数股份之时,将其价格从 40 美元提高到 55 美元。因此,控制人在  $T_1$  时期不会分解其控股股份,即使转为分散所有权会使总价值增加,集中所有权结构仍将持续。

另一种使分散所有权在  $T_1$  时期成为可能的方式是控制人向某企业家出售公司资产并进行清算。作为  $T_1$  时期的初始所有人,该企业家会受到相同的激励从而使公司上市并形成分散所有权。但在该情形下,控制人向企业家出售全部资产可获得的最大价值是 110 美元,且控制人在随后的清算中仅能收入 55 美元,这又少于保留控股股份将给该企业家带来的价值(60 美元)。

在上述两种情形下,因为转向分散所有权的行为会消除控制人对公司价值的特殊权利,所以控制人均无法从中获益。在集中结构下,控制人将占据总价 100 美元的蛋糕的 60%,而转向分散所有权的行为将为其提供总价 110 美元的大蛋糕的 50% 的份额。虽然蛋糕变大了,但大蛋糕的 50% 仍不如集中所有权下小蛋糕的 60% 有吸引力。

因此,虽然转为分散所有权将使公司价值增加 10 美元,可控制人非但不能从中获益,反而会损失 5 美元。另一种理解为何控制人无法从转变中获益的直观方式是:该行为将积极效益转移至现存分散股东。转变的结果是,现存分散股东占据的价值为 55 美元而非 40 美元。控制人无法得到这 15 美元的利益,故在做决定时不会受其影响。这样,虽然转变行为有效率,控制人却不能从中受益——控制人将失去其租金(私人控制利益)并且不能获得该行为所产生的全部效益(部分效益将转移至现存的公众投资者)。<sup>[29]</sup>

一言以蔽之, $T_1$  时期公司具有集中或分散的所有权取决于其在  $T_0$  时期的初始结构。若  $T_0$  时期公司为非上市公司且欲在  $T_1$  时期寻求上市,则公司会选择分散所有权;同样,若  $T_0$  时期公司为分散所有权结构且公司有意上市,则这种结构将维持到  $T_1$  时期。但如果公司在  $T_0$  时期已经上市且为集中所有权结构,则该结构在  $T_1$  时期将被保留,转向分散所有权的行为将不会发生。

(2) 科斯视角下有无替代方案? 能否使转向分散所有权带来的 10 美元的潜在收益以另一种方式实现? 增加的 10 美元可否不被任何人纳入囊中? 难道没有可以使当事人分享这潜在的 10 美元的交易吗? 在一个纯粹的科斯世界中,博弈者确实可以签订合同从而实施这一行为,实现增值并分享该收益。但在我们这个不完美的科斯世界,全部增值(10 美元)的实现是有障碍的。

在完美的科斯世界,少数股东可以给予控制人一定好处从而引诱其转向分散所有权。因为少数股东将从该转变中获益 15 美元,而控制人因此将损失 5 美元,故两者间的交易可能使双方均获益。少数股东可以向控制人支付 5 至 15 美元之间的一定数额(如 10 美元),从而换得控制人对转向分散所有权的同意。但在我们这个不完美的科斯世界,少数股东的集体行动问题将阻碍这一交易的进行。股东们会发现,因为“搭便车”问题的存在,将“贿赂”收集到一起可谓举步维艰。每个股东都清楚,自己不参与“行贿”几乎不会影响是否能募集到所需的总额,因此,每个股东都有动力拒绝贡献“集体行贿”的份额。

在完美科斯世界中,控制人也可先以 40 美元(或 40 至 50 美元之间的一个数额)的代价收买目前少数股东的所有股权,然后将公司转型为分散所有权并将其全部股权以 110 美元售出。只要对少数股东的给付少于 50 美元,控制人通过该方式就可以获得大于其在集中所有权下拥有的价值(60 美元)。但在一个不完美的科斯世界,控制人会发现以该预期价格收购股权同样举步维艰。假设控制人以每股 0.80 美元(总价 40 美元)的价格进行要约收购,该收购要约很可能因“搭便车”问题而失败。部分公众投资者可能拒绝出售,因为他们清楚,如果其他股东接受要约收购且控制人随后将公司转为分散所有权的话,其股价就从每股 0.80 美元上升为 1.10 美元。如果所有的少数股东都为了 1.10 美元而拒绝收购要约,则控制人将无法以使自己获利的价格收买少数股东股权。<sup>[30]</sup>

[29] 控制人拒绝转向分散所有权的理由与控制人在“平等机会规则”下可能不会转移控制权(即使转移是有效率的)的理由相同。See Bebchuk, *supra* note 28, at 968-73.

[30] 用经济学术语来说,控制人转向分散所有权和在此之前以低于每股 1.10 美元的价格向少数股东进行支付之间不存在均衡。换言之,控制人通过要约收购所有股权与之后将公司转为分散所有权之间不存在均衡。

(3)持续性的限制:效率过低。我们并不认为在上述情形下,不论潜在效率收益多大, $T_1$  时期转向分散所有权的行动都注定失败。若潜在效率收益足够大,则该转变将会发生。内部寻租仅在效率差距(指低效率的现状与有效率的转变之间的差距)不是很大的前提下才能使某结构持续。

前述情形下,若该转变使总价值增加 20 美元以上,即如果  $T_1$  时期分散所有权下的公司价值大于 120 美元,则控制人将选择转为分散所有权。假设  $T_1$  时期分散所有权下公司价值为 122 美元,若控制人分解其控股股份并将其出售于分散股东,则其收入为 61 美元,多于其在集中所有权下占有的价值(60 美元)。这块 122 美元的大蛋糕足以引发结构转变。即使控制人仍仅仅得到新蛋糕的 50%,但这块新蛋糕 50% 的价值就已经超过集中所有权下那块蛋糕 60% 的价值。

我们并不认为在任何情形下现行结构都会因寻租而持续,只是在一个相当宽的价值范围内,控制人会通过寻租阻止转向分散所有权这一有效率的改变。在我们的例子中,只要从该行动中获取的潜在效益(即维持现行结构的效率成本)处于 0 至 20 美元之间,集中所有权在  $T_1$  时期就将被保留。

集中所有权在低效率的情形下也可在一定范围内持续,是什么决定了这个范围呢?对以上例子的讨论表明,该范围取决于控制人在集中所有权下私人利益的大小:私人利益越大,现行结构可持续的范围越大,即使该结构已不再有效率。<sup>[31]</sup> 只要  $T_1$  时期的私人利益不容小觑,则持续范围就会相当宽广。

(4)对持续的限制:租金摧毁规则(rent - destroying rules)。仅当依据  $T_1$  时期的法律,控制人可享有以某种不容忽视的私人控制利益形式存在的租金时,寻租才会导致集中所有权的持续。因此,如果国家采取消除该等利益的法律机制,则可消除此种路径依赖之源。

假设  $T_1$  时期持有 50% 股权的控制人未获得任何私人利益,其股权价值仅为 50 美元,即集中所有权下大蛋糕价值的一半。这样,当且仅当转向分散所有权的行动将增加公司总价值时,控制人才会选择该行为。如果规则的改变消除了租金,也就消除了控制人阻碍改变的动力。但是,这种限制仅在没有私人控制利益的前提下才具有完全相关性,而该前提迄今尚未出现。

(5)新公司。以上分析集中于现行结构的持续性。采取公司结构参与经济运行的新资产又会如何呢?若  $T_1$  时期某国公司以集中所有权为主,假设此时某人单独拥有一定资产,其将如何选择公司的所有权结构?由于没有合伙,因此不存在因所有人内部寻租而影响结构选择的问题。然而,第二部分第一节所考虑的诸如网络外部性、互补性等可能导致有效率结构产生路径依赖的因素,仍可能影响其选择。并且,第三部分也指出,外部寻租可能导致现任者排挤后来者。不论是出于这些理由抑或其他理由,<sup>[32]</sup>我们观察到,新资产和企业向公司法人形式转变的趋势至今尚未消除这种分歧。

## 2. 分散所有权的持续

由于现任管理人员的内部寻租,分散所有权结构形成后也很可能会持续。假设在  $T_1$  时期 A、B 两国的主流法律规则和条件下,公司 Y 采用集中所有权将创造最高的总价值。然而,如果公司在  $T_0$  时期的初始结构为分散所有权,则公司在  $T_1$  时期可能不会转为集中所有权。

假设 Y 公司股份数为 100;  $T_1$  时期,在分散所有权下公司对股东的总价值为 100 美元(每股 1.00 美元);管理人员在该结构下将获得 3 美元的控制利益(来自于价值转移和声望等);在集中所有权下公司将产生 110 美元的总价值(对控制人和少数股东二者而言),且有买方愿意支付该价值以使公司转为集中所有权。虽然转为集中所有权的行动是有效率的,但该行为却可能不会发生。

尽管转为集中所有权将增加总价值,但因为这将消除现任管理人员的私人控制利益,所以管理人

[31] 用代数方法说明:如果控股股份所占的比例为  $k$ ,集中所有权下的价值为  $V$ ,私人控制利益为  $B$ ,则只要分散所有权的价值不超过  $V + [k/(1 - k)]B$ ,转向分散所有权的行动就不会发生。这一条件可以从一个类似的问题推导出来,即在“机会均等规则”之下,控制人何时会阻止有效率的控制权转移。See Bebhuk, *supra* note 28, at 971.

[32] See Bebhuk, *Rent Protection and Evolution of Ownership Structures*, *supra* note 19, at 18 - 21. 该文的分析表明,其他公司工作中的内部寻租可能影响新资产的投向。因为控股股东所能控制的资产越多,其私人控制利益越大,故控股股东有扩张其控制范围的动力。结果是,在以存在控股股东的公司为主的经济体中,即使该类型的公司并非利用新资产的最有效率选择,新资产也常常被注入该类公司中。

员更希望其不会发生。只要管理人员手中的股份少于 30%，则从该转变中获得的那部分收益将不足以弥补其私人利益的损失。

管理人员占据着可阻碍转变行为发生的职位。他们控制着并购的议程——不经其批准，并购无法启动。同时，他们也可以抵制恶意收购。当然，如果潜在收益足够大，该行为仍会发生。但如果像上述例子中，该行为将使总价值增加 10%，考虑到恶意收购涉及的各种问题，则管理人员可能不仅有权力，而且有动力阻止该行为。因此，管理人员保护现行分散所有权下所享有的租金的渴望，可以使该结构具有持续力。

这一结论与之前由控制人寻租导致集中所有权持续的结论受到某些相似条件的限制。如果  $T_1$  时期的公司规则未给管理人员提供私人利益（这是种理论上的、不切实际的情形，因为独立性总会给管理人员带来利益），管理人员就不会有反对抛弃分散所有权的动力。如果  $T_1$  时期的法律规则没有赋予管理人员在收购方面的权力，管理人员就没有阻止该转变行为的权力。

但是，只要管理人员能从独立性中获取利益并有权力阻止收购，现行分散所有权结构就具有持续力。因此，考虑到这些条件在过去通常是存在的，持续性可能一直在发挥着作用——例如，维持美国的分散所有权结构——即使转为集中所有权原本可以增加总价值。并且，无论将来何时满足这些条件，这种持续性的潜在来源与路径依赖将保持相关性。

### 3. 德国共同决策的持续

青睐员工的结构也可能因类似原因而持续。员工参与公司控制的最好例证是德国。德国法强制要求所有大型公司监事会中必须有员工席位，因此这些公司均为共同决策。我们认为，即使修改德国法律，使双重委员会结构的规定是任意性而非强制性的，该结构也具有一定的持续力。

假设德国法律的修改使双重委员会结构成为任意性而非强制性规制。因为双重委员会结构已经存在，即使该结构不再有效率，其也可能持续。如果员工领袖（或其他博弈者）正从共同决策机制中获取私人利益且有权力阻止对现行结构的改变，<sup>[33]</sup> 则他们可能阻止意图抛弃共同决策的行动。只要对员工领袖的“科斯贿赂”（Coasian bribe）是非法的或者交易成本很高，该行动就可能不会发生。

至此，我们已分析了三类主要的“纯粹”的公司，其一为集中所有权结构，其二为管理人员控制，其三为强制的员工参与。每种类型都有持续存在的趋势，而这种持续力导致了结构上的路径依赖。

### 4. 全球化语境下的持续性

因此，由于寻租，有时现行结构即使不再有效率也可持续。然而，怀疑论者也许会质疑该结论：难道经济全球化的力量不能强迫控制人和管理人员将公司转型为最有效率的结构吗？但事实并非如此。

我们的分析已经考虑到产品市场和资本市场竞争可能产生的各种效果。在上例中，当我们说  $T_1$  时期公司在次优所有权结构下的价值为 100 美元而转向最优结构后为 110 美元时，这 10 美元的差异已经包含了产品和资本市场竞争等所有潜在因素对总价值的影响。并且，我们证明了这一总价值上的差异可能不足以吸引掌握控制权的各方赞成转向最优结构的行为。

当然，如果最优结构与次优结构下总价值差距足够大，全球化将有碍次优结构的持续。也就是说，如果次优结构的持续效率过低（并非仅仅 10% 的低效），则其将在全球化中终结。但即使在激烈的全球产品与资本市场竞争中，也并非任何结构上的低效率都将导致如此严重的后果。即使在全球化中，现行结构也伴随着有限（而非无限）的效率成本，而这使其具有一定的持续力。

（1）产品市场竞争。为了更细致地考察上述观点，我们考虑一下为何国内外的产品市场竞争并非在任何情况下都足以阻止控制人或管理人员坚持低效结构。<sup>[34]</sup> 虽然维持某种结构可能涉及效率的

[33] 假设监事会启动变革公司治理计划，德国的改革将步美国之后尘。即使股东废弃了共同决策机制，如果股东意识到将员工隔离于监事会之外给员工带来的巨大震动可能引发的动乱，则结果未必不同。

[34] Cf. Frank H. Easterbrook, *Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence*, 9 Del. J. Corp. L. 540, 557 (1984) (认为产品市场限制管理人员和控制人选择有效率的结构和安排)。

代价并降低股东价值,但这并不一定使公司在产品市场上失去竞争力。

虽然产品市场竞争带给控制人、管理人员和员工领袖追求效率的极大刺激,但竞争却不一定能阻止他们维持那种稍显低效却能为其带来私人利益的结构。<sup>[35]</sup>一方面,公司对集中抑或分散所有权的选择不必然影响公司成本或产品质量;相反,这可能改变股东、管理人员和控制人分配公司所创造价值的方式。当公司所有权结构不影响产品质量或成本时,产品市场竞争将无法限制公司对所有权结构的选择。

即使对所有权结构的选择影响到公司运作的效率,产品市场竞争对公司及其管理人员的限制常常也是很微弱的。产品市场并非一直处于完全竞争(perfectly competitive)状态。<sup>[36]</sup>寡头垄断使管理人员和控制人能利用其产生的松弛。在这样的产品市场中,即使公司放弃一些效率,竞争也不会威胁到公司的生存,所以控制人和管理人员可能为了现行结构能够产生的私人利益而牺牲潜在效率。

(2)全球化资本市场。也许有观点认为,日益全球化的资本市场为公司提供了采取有效率所有权结构的动力。如果公司维持低效结构,则公司在资本市场会受到惩罚,在募集新资金时会遇到障碍。<sup>[37]</sup>但是,已经全球化的资本提供者真的会拒绝提供金融支持从而打击治理低效的公司吗?

不能一概依赖全球资本市场推动管理人员采取最有效率的所有权结构。<sup>[38]</sup>许多已经成立的公司并不利用资本市场而是从留存收益中获取资金。当公司不依赖外源性融资(external finance)时,管理人员和控制人就不会受资本市场的限制。在利用外源性融资的公司中,有些公司利用的是债券而非股权,而结构选择导致公司债务违约的可能性非常小,所以债券市场可能并不会限制对公司结构的选择。

实际上,即使对于依靠股权融资的公司,资本市场限制的强度也是不确定的。低效率的所有权结构可能仅仅意味着公司为了募集既定数额的资金需要发行更多的股份。这对职业经理人来说不构成维持低效率的分散所有权结构的重大障碍(如果他们的股权较少)。虽然这可能或多或少地影响控制人(发行更多的股份会稀释其股权),但如果在现行结构下私人控制利益足够大的话,甚至控制人也会在一定时期内选择维持该结构并消化股权融资的稀释效应。

### (三) 结构驱动路径依赖小结

一个经济体的所有权结构部分依赖于其早期的所有权结构。即使两个国家在  $T_1$  时期具有完全相同的公司规则和经济条件,如果  $T_0$  时期的初始结构不同(例如由于早期不同经济条件的影响),则  $T_0$  时期结构的差别可以导致  $T_1$  时期结构的不同。结构驱动路径依赖有两个主要渊源。第一,初始结构影响公司对有效率结构的判断:适应性沉淀成本、互补性、网络外部性、禀赋效应和多重最优都可能导致对有效率所有权结构的判断依赖于早期结构。第二,初始结构下享受租金利益的博弈者具有阻止结构改变的动力和权力,从而导致初始结构的持续。这两个结构驱动路径依赖渊源有助于解释发达经济体中持续至今的所有权结构方面的重大差别。在未来,这种结构路径依赖也可能导致不同国家公司结构的重大差异。

[35] Cf. Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 Harv. L. Rev. 1435, 1466 (1992) [以下简称 Bebchuk, *Federalism*] (分析为何产品市场竞争“不能阻止管理人员追求那种在再分配方面优遇自己却降低公司价值的规则”); Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 Harv. L. Rev. 1820, 1845-46 (1989) [以下简称 Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom*] (讨论为何产品市场竞争不能阻止管理人员追求在再分配方面优遇自己却导致公司价值降低的章程修正案)。

[36] See Jean Tirole, *The Theory of Industrial Organization* 277-303 (1988) (讨论不完全竞争)。

[37] See Easterbrook, *supra* note 34, at 557.

[38] Cf. Bebchuk, *Federalism*, *supra* note 35, at 1465-66 (分析资本市场为何不能限制管理人员寻求对自己有利却低效率的州法规); Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom*, *supra* note 35, at 1844-45 (分析资本市场为何不能阻止管理人员寻求低效率的章程修正案)。

### 三、规则驱动路径依赖

公司规则能够影响公司治理。<sup>[39]</sup> 因此,当两国的公司规则有差异时,该差异本身就可能导致公司所有权结构的不同。这就引发了如下问题:既然为公司提供理想的公司规则符合发达经济体的利益,为何各国公司法的差别如此之大?这种差别在未来还将继续吗?

我们认为,公司规则本身就是路径依赖的。在任意时点,某经济体的法律规则依赖并反映其初始的所有权和治理结构。这为初始所有权结构影响后续的结构选择提供了另一种渠道:初始结构影响未来的公司规则,公司规则反过来影响未来对公司结构的决定。

考虑在  $T_1$  时期具有相似经济条件的两个经济体。正如下文将揭示的, $T_1$  时期 A 与 B 的公司规则可能依赖于之前  $T_0$  时期的所有权结构(和法律规则)。也就是说,若 A 与 B 在  $T_0$  时期的所有权结构不同,则二者在  $T_1$  时期的公司规则也可能不同。

在第三部分第一节,我们指出评定公司规则体系间的差异不应着眼于基本法律原则,而应审查公司规则体系的方方面面,包括具体程序、规则的实施和强制执行等要素。第二节和第三节提出并分析了公司规则路径依赖的两个渊源。首先,我们在第二节展示了在立法完全出于公共利益考虑的假设之下, $T_0$  时期的早期条件如何影响  $T_1$  时期对公司规则的选择,之所以产生该结果,是因为初始所有权模式可以影响何种法律规则有效率。随后,我们在第三节展示了当立法受到集团利益政治影响时,路径依赖是如何产生的。此时,初始所有权模式可能影响参与公司博弈的各种团体政治力量的强弱。我们认为这两种规则驱动路径依赖之源都会强化现行所有权模式,且二者都有助于解释为何发达经济体在经济方面基本趋同的情况下,公司规则体系却有天壤之别。

#### (一) 公司规则体系

首先,我们要明确所称的“两国具有不同的公司规则或不同的公司规则体系”是何含义。虽然各国公司法的基本原则大致相同,<sup>[40]</sup> 但利益攸关的远远不止于此。因此,可能所有的发达国家都承认并接受了若干信义义务原则,但 A 国与 B 国在该原则的实施方面却可能有根本不同。<sup>[41]</sup> 原则虽重要,但“魔鬼隐藏在细节中”(the devil is in the details),故原则的实施极其重要。在原则上,两国可能都反对自我交易,但由于在公司批准自我交易的必要程序、公司或控制人必须进行披露的内容和时间、公众投资者或原告律师进行诉讼的动机、该诉讼需遵循的程序、法院的审查标准、法院对内部人判断的尊重、实行有效发现程序(discovery process)的程度以及提交和审查证据的方式等方面的不同,二者对自我交易的法律规制差别迥异。

与公司做决定和价值分配相关的法律体系内的所有因素都非常重要:不仅包括基本原则,还包括实施原则的各种具体规则;不仅包括实体法规则,还包括程序法规则、司法实践、制度和程序方面的基础设施以及强制执行力。因为我们关注的公司规则体系是“行动中的”而非“纸面上的”,故所有这些因素都举足轻重。

最后,在考虑公司规则体系的范围时,要再次明确我们所称的公司规则指的是所有规制公司与投资者、利益相关者、管理人员之间关系及他们内部关系的法律规则。因此,出于本文分析的目的,公司规则体系不仅包括传统意义上的公司法,也包括证券法以及规制破产、劳动关系的金融法律中的相关部分。

[39] See text accompanying notes 17 – 19 supra.

[40] See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, in *Are Corporate Governance Systems Converging?* (Jeffrey Gordon & Mark J. Roe, eds., forthcoming 2000) (指出欧洲、美国和日本的公司治理方面的基本法规已经实现了高度一致)。

[41] Cf. Gérard Hertig, *Convergence of Substantive Rules and Convergence of Enforcement: Correlation and Tradeoffs*, in *Are Corporate Governance Systems Converging?*, supra note 40 (描述执行质量的分化)。

## (二) 有效率规则的路径依赖

假设某国的立法者完全站在公共利益一方。即使这样,规则也可能是路径依赖的,因为对有效率的地方性法律规则(对特定国家有效率的规则)的判断可能依赖于该国早期的公司规则和结构。

### 1. 沉淀成本及互补性

沉淀成本及互补性可导致有效率的持续。不同的规则组合适用于不同类型的公司。在  $T_1$  时期,一心为公的官员们可能选择那些适合于  $T_0$  时期就已经存在的规则和结构的法律规则。<sup>[42]</sup>

现行法律规则在效率上可能占优,因为可能已经发展出了应对这些规则所引发问题的各种制度和结构。这样,取代现行结构可能使现行制度和专业基础设施被废弃或难以适用,这就要求进行新的投资。管理人员、所有者、律师和会计师等各种博弈者可能已经投入了与现行公司规则相匹配的人力资本并研发了相应的运作模式。取代这些规则将强迫这些博弈者进行新投资并采取行动以适应新规则。因此,对一个国家而言, $T_1$  时期究竟采取何种规则才有效率,依赖于  $T_0$  时期该国的规则以及与该规则相伴而生的各种制度和实践。注意,该因素常常能强化现行规则的地位,进而强化现行所有权结构。

### 2. 多重最优

对特定国家有效率的规则,其路径依赖也可能源自多重最优。假设  $T_1$  时期的 A、B 两国存在从技术上说完全相同的公司。假设  $T_0$  时期 A 国的公司规则倾向于集中所有权并且 A 国公司通常采取了这种结构。假设  $T_0$  时期 B 国公司规则倾向于分散所有权并且 B 国公司通常采取了该结构。假设,虽然 A、B 两国中占据主导地位的低效率因素很可能不同,但在二者的规则(和结构)下累积的成本却处于类似的数量级。在这种情况下,即使假设两国的官员们完全出于公共利益的考虑,任意一方也没理由转而采取另一方的规则(考虑到进行改变所需的成本,反而有了不转变的理由)。

## (三) 实际选用规则的路径依赖

法律当然并非总是由那些不受利益集团影响的一心为公的官员制定的。利益集团可能影响对法律规则的选择,这就导致低效率规则得以入选或保留。利益集团政治的选择依赖于现行的公司所有权模式。这就引入了法律规则具有路径依赖的另一个渊源,下文即对此进行剖析。<sup>[43]</sup>

### 1. 公司规则的政治经济性(political economy)与初始条件

作为政治进程的产物,法律规则往往是公共利益和利益集团政治的混合。只要利益集团在立法中发挥作用,则每个集团都将支持对自己有利的规则。因此,最终被选择或保留的公司规则可能依赖于相关利益集团力量的相对强弱。

利益集团发动力量支持对其有利的法律规则和施加压力于对其不利的法律规则的能力不同。集团所拥有的资源和权力越多,则其在政治进程中的影响力越大。这就是利益集团政治之所以受到现行财富和权力分配影响的原因。<sup>[44]</sup> 特别是,现行公司所有权结构将影响众多博弈者所占据的资源

[42] 为什么各国不采取两套独立的公司规则,一套适用于集中所有权的公司,一套适用于分散所有权的公司?虽然不同的治理规则是可能的,但各国通常只有一套公司规则,大概是由于多数国家都在采用单一规则,并且,对该适用哪套规则的判断以及博弈者操纵分类标准的企图会导致一系列问题。熟悉美国企业破产法的人可能记得 1938 年至 1978 年期间有效的钱德勒法案(Chandler Act),这是一个失败的法案。钱德勒法案第 10 章和第 11 章分别为上市公司和非上市公司提供了一套规则。但是,在该法案的后期,上市公司常能成功地援用为非上市公司设计的规则。1978 年,国会被迫废止了这种两分的体制。See Report of the Commission on Bankruptcy Laws of the United States -- Part I, at 246-47 (1973)。

[43] 关于为何各国的公司规则存在差异,正在进行中的研究也提供了一些政治经济学的解释。See Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, *The Politics of Financial Development* (Aug. 1999) (未发表手稿,存档于《斯坦福法律评论》)(讨论集中化如何影响国家的金融发展); Roe, *Political Preconditions*, supra note 20 (讨论在员工政治等政治因素的影响下,各国的代理成本及相关规则如何形成各具特色的样态)。这些论文解释的重点是各国政治进程和潜在条件的差别,而不是我们这里所讨论的利益集团政治的存在如何引发路径依赖的问题。

[44] See generally Maxim Boycko, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Privatizing Russia* (1995) (讨论私有化带来的初始财产权分配状态对随后的利益集团政治的影响); Jonathan R. Hay, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Toward a Theory of Legal Reform*, 40 Eur. Econ. Rev. 559 (1996) (认为法律规则应适应而非扰乱现行的经济实践)。

(因而改变其政治影响力),从而影响被选择的规则。因此,任意时点上的公司规则依赖于该经济体早期的公司结构。

这种路径依赖常常导致不同国家采用不同的公司规则。当某套规则使公司控制权掌握在某集团手中时,该集团对现行结构的控制将使其在随后的利益集团政治中更具影响力,该国在未来更有可能采用相同或相似的规则。利益集团在公司的权力将转化为在政治进程中的权力以及对公司规则的影响力。

## 2. 影响集中所有权结构和分散所有权结构的规则

法律规则究竟倾向集中所有权抑或分散所有权会影响公司的博弈者,而博弈者可能影响利益集团。控股股东和职业经理人的权力以及他们在公司法制定中的影响力显然依赖于现行所有权结构。因此,在任意时点,这些集团所青睐的规则得以被选择或保留的可能性将依赖于其在现行所有权结构模式下所拥有的权力。

现在考虑阻止对分散所有权结构的公司进行恶意收购的反收购规则。在美国,该类法律数量众多,既有成文法又有判例法。<sup>[45]</sup> 这种规则鼓励分散所有权且对该公司的职业经理人有利。这样,初始阶段多数公司为分散所有权的国家比其他国家有更多的利益集团支持分散所有权规则。职业经理人从该规则中获益,<sup>[46]</sup>而且他们可以利用公司资源游说立法者。<sup>[47]</sup> 另外,相对于集中所有权的国家(如德国),在分散所有权的国家(如美国)中,职业经理人显然是一个更有权力的团体。因此,初始阶段有较多公司为分散所有权的国家更有可能坚持反收购规则,而这种规则可能强化所有权分散的趋势。<sup>[48]</sup>

另一个在分散所有权结构的国家很可能被采纳或维持的规则是阻止金融机构频繁获取并使用大批量股票的规则。<sup>[49]</sup> 分散所有权公司的职业经理人支持这种规则并为此在美国进行游说。在任意时点,职业经理人权力越大,该规则被采纳或维持的可能性越大。因此,在  $T_0$  时期具有分散所有权的国家(不管是否有这样的规则),在  $T_1$  时期更可能采纳或维持这样的规则,而这样的规则使初始时期的分散所有权在  $T_1$  时期得以维持,其比率甚至会增加。

现在我们转而研究集中所有权下更容易产生且会进一步强化集中所有权优势地位的法律规则。允许控制人获取较大私人控制利益的规则对现行上市公司的控制人是有益的。在一个  $T_0$  时期很大程度上是集中所有权的国家(无论有无这种规则),现行公司的控股股东将形成一个拥有丰富资源且权力强大的利益集团。该集团的影响力将使该国在  $T_1$  时期更可能采取或维持该规则。<sup>[50]</sup> 并且,由于

[45] See generally Ronald Gilson & Bernard Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (2d ed. 1995) (调查管辖收购的法律规则)。

[46] 控股股东并不关心反收购规则,因为控股股东依靠自身的股份足以阻止恶意收购,并不需要反收购规则。

[47] See generally C. Edwin Baker, *Realizing Self-Realization: Corporate Political Expenditures and Redish's The Value of Free Speech*, 130 U. Pa. L. Rev. 646 (1982) (探讨支配商业言论内容的市场力量); Victor Brudney, *Business Corporations and Stockholders' Rights Under the First Amendment*, 91 Yale L. J. 235 (1981) (讨论第一修正案下公司言论的框架)。

[48] 关于美国的管理层如何获得一套使恶意收购越来越难的收购法规的分析, See Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *Federalism and Takeover Law*, 99 Colum. L. Rev. 1168 (1999); Mark J. Roe, *Takeover Politics*, in *The Deal Decade 321* (Margaret Blair, ed. 1993)。

[49] 这类规则在美国是存在的,但在其他发达国家则不明显。该规则抑制机构所有权从而强化分散所有权。美国的实践证明,尝试改革众多已经过时的金融规则困难重重且进展缓慢。 See Roe, *supra* note 13, at 100, 229. 对于最近失败的改革的描述, see Richard W. Stevenson, *House Leaves Finance Law of 30's Intact: Bank Lobbying Delays Glass-Steagall Repeal*, N. Y. Times, Apr. 1, 1998, at C1 (揭示银行持续不断的游说如何成功阻止了对大萧条时期法律的废除)。

[50] 公司法的变动通常对新旧公司均适用。这一特点有维持现行规则的倾向。如果相反,则只要现任控股股东遵循的依旧是那些允许其转移价值的旧规则,现任控股股东就可能对那些阻止新控股股东转移价值的规则漠不关心。 See David Charny, *The Politics of Corporate Convergence*, in *Are Corporate Governance Systems Converging?*, *supra* note 40 [以下简称 Charny, *Politics*]. 但这种二分法很难让人信服,同时难以形成规则并强制执行。利益集团通常必然表明其原则性立场,然后推动他们所称的原则性观点(principled view)。对于控股股东的存在可能有碍意图削减私人控制利益的公司改革的讨论, see generally Bebchuk, *Rent Protection and Evolution of Ownership Structures*, *supra* note 19, at 25-26.



该规则鼓励集中所有权结构,<sup>[51]</sup>  $T_1$  时期该规则的存在将反过来维持或强化初始阶段集中所有权的主导地位。

因此,对公司决策和资源的控制也带来了政治力量。对公司股份有控制权的人——控股股东、职业经理人或其他博弈者——很有可能因其掌控的资源而更有影响力。这些资源使他们能够进行游说,进行竞选捐款,或通过其他方式增强政治影响。同时,这些资源也使他们的媒体曝光率增加,社会地位提高,并可接触有影响力的精英团体,所有这些都助于影响公司规则体系。

公司控制人能够推动保留或扩展对其有利的法律规则的事实,可以使路径依赖沿着强化现行所有权模式的方向延续。当分散所有权结构国家的职业经理人支持反收购或抑制金融机构持有大量股权的规则,或者集中所有权结构国家的控股股东支持能给自身带来大量私人控制利益的规则时,该情形就会发生。对于青睐员工的公司结构(如德国的共同决策机制),该分析也同样适用。<sup>[52]</sup>

### 3. 全球化与采取有效率规则的压力

如果对以上分析进行反驳的话,则该反驳也基于全球化。其认为,全球化程度越来越高,这将抑制国家采取低效率的公司结构,因为反其道而行的国家,其经济必将遭受打击。

但是,全球化至今并未产生这种效果,而这也不足为怪。国家完全可以在很长一段时间内保留低效率规则。事实上,并没有一种机制保证政治进程仅仅产生并维持有效率的制度安排。<sup>[53]</sup>

假设某国的法律规则倾向于某种已过时的治理结构。这种规则或受制于该规则的公司空前激烈的国际竞争中必然会被摧毁吗?他们是否不够稳定?答案是否定的。重要的是公司能否生产出有竞争力的产品并被市场接受。即使公司采用了过时的治理结构,但只要以国际竞争力弥补这一不足,公司仍然能够竞争。如果公司固定投入的价格低于其他国家的公司,那么它很容易在竞争中存活。或者,国家可以在其他固定投入上提高赋税,从而补贴该公司(直接补贴或降低其赋税)。相对其他国家而言,这虽然降低了该国的生活标准(因此该方法有局限性),但未必导致经济动荡。稳定依赖于全球竞争,同样依赖于国家政策。<sup>[54]</sup> 利益集团政治可以将国家引上低效率制度安排的道路。

全球化的资本和产品市场给采用低效率法律规则的公司带来了成本,但如果国家准备好承受这些成本,或者公司内部的现任掌权博弈者能让外部人承受这些成本,那么即使是过时的、成本高昂的规则也能持续。

### 4. 合同能代替法律吗?

反对者也许认为,当国家选择低效率法律规则时,公司博弈者将通过合同这一有效率的制度安排规避法律。虽然我们同意用合同补救低效率规则常常奏效,但这种成功不具有普遍性。强制性规则不允许合同对其变更。而且,即使允许缔结合同,其成本也非常高。<sup>[55]</sup>

的确,有些法律规则是技术性的,仅仅涉及两方并可轻易被合同取代。如果默认情况下法律规则对管理人员(或控制人)有利且当事人可以改变公司章程,则有时他们确实会这样做。但是三个简单的例子证明这是受限制的。第一,通过控制金融机构规模并阻止其积极购买大量股权,国家可能有意

[51] See generally Bebchuk, Rent – Protection Theory, supra note 19; Bebchuk, Rent Protection and Evolution of Ownership Structures, supra note 19.

[52] 共同决策机制一旦形成,员工领袖就会拥有更多权力。只要从共同决策中获益,他们在初始条件下增强的权力就将增加共同决策持续的概率。员工也可能阻止改变并对其持续投赞成票。See generally Pistor, supra note 22, at 163(展现改变德国共同决策机制所遇到的阻力)。

[53] See Mancur Olson, *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities* 17 – 35 (1982)(认为已结成的集团会阻止改变)。如果所有国家都有某些低效率规则,那么国家甚至可能不会因这种低效率规则而受害。所有国家都可能存在低效率规则,但由于受到路径依赖的部分影响,各国的低效率规则可能存在于不同方面。See Mancur Olson, *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities* 17 – 35 (1982)。

[54] See Mark J. Roe, *Backlash*, 98 Colum. L. Rev. 217, 219 – 21 (1998)。

[55] 规范也不能轻易代替法律,其原因与合同难以代替法律的原因类似。See David Charny, *Nonlegal Sanctions in Commercial Relationships*, 104 Harv. L. Rev. 373, 429 – 44 (1990); Charny, *Politics*, supra note 50; Eric A. Posner, *Law, Economics, and Inefficient Norms*, 144 U. Pa. L. Rev. 1697, 1728 – 36 (1996)。

或无意地导致分散所有权结构;想要借合同规避法律的人将不得不重构一个与之平行的、尚未建章立制的金融体系——这是个成本极高的任务——并且,使第一个体系非法的力量也可能使第二个体系非法。<sup>[56]</sup>

第二,考虑国家未能减少控股股东从公司获取的利益的情形。公司章程或合同可以效仿其他国家的减少榨取规则(extraction-reducing rules)并将其施加于控股股东。但是,要想这些规则真正有效,还需要执行系统——法院、先例、专业人士以及规范(norms)等在其他国家已经存在的要素,所以在公司章程中仅仅采用这些规则的益处可能是有限的。相对于合同缔结方而言,该执行系统是“公益性”的,并不能由合同双方建立。

第三,不能轻易通过合同变通的强制性规则的典型是德国的共同决策规则,其强制要求监事会半数成员为员工代表。通过合同规避该规则并无正规方法。一个平行结构在公司内部将缺乏正式权威(formal authority),而赋予其正式权威(正如德国在20世纪70年代和80年代偶尔尝试的)是违反德国法的。<sup>[57]</sup>

## 5. 再次设立公司

公司博弈者通过合同规避低效率公司规则体系的另一种方法是在其他国家再次设立公司(reincorporation)。例如,外国公司可以设立为特拉华州的公司,从而受美国法管辖,或者它可以在美国出售股份,从而受到某些美国法规的管辖。理论上,通过在其他国家再次设立公司可以使任何公司摆脱当地利益集团政治的影响(如果其他国家的法规优先于当地法规的话)并适用其他国家的法规。如果再次设立公司的成本很低,公司就会迁移到法规有吸引力的国家,这样就给本国带来了压力——如果不想失去自己的全部公司,本国必须同样采用有效率的法规。

再次设立公司的可能性确实给美国公司规则带来了深远影响。这一方式使得很多公司迁移到特拉华州,并且许多州也采用了与特拉华州相似的规则。<sup>[58]</sup>但是这些迁移受益于美国对全国范围内的公司不论在哪个州设立基本一视同仁的事实。因此,对于美国公司来说,在哪个州设立公司纯粹是对公司法体系的选择,并不涉及其他经济后果。

然而,在当今世界中,选择其他国家再次设立公司的境遇却并非如此。该等再次设立不是简单地对公司规则的选择,因为其往往涉及税收、监管等不容忽视的经济后果。只要这些障碍存在,在世界范围内,再次设立公司对公司规则的影响就不能同美国的情形相提并论。

以上讨论揭示了一个预言。如果世界成为一个庞大的联邦,那么国家间公司规则的不同将在很大程度上减少或消失。但是这样一个世界级的联邦体系迄今尚无雏形。这方面的行动很少且带有试验性。只要该体系未形成,我们在此提出的路径依赖之源就将继续发挥作用。

此外,即使在他国再次设立公司毫无成本,这也仅能使公司及其博弈者规避那些依赖于设立地的规则。但是规范公司及其股东间关系的公司规则体系还包括许多不依赖于设立地的因素,例如管辖破产、银行业务、劳动合同的规则,这些规则并不能用该方法规避。

## 6. 公众胜利压倒利益集团政治

虽然该部分集中于对利益集团政治的分析,但我们并没有假设公司规则完全是利益集团压力的产物。正如第三部分第二节所证明的,即使假设立法者完全出于公共利益的考虑,公司规则也将是路

[56] Cf. Roe, "Strong Managers", *supra* note 13, at 60-93. 19世纪末,美国金融法禁止银行跨州开展业务,并禁止银行持有大量股票。美国人寿保险机构尝试建立跨州保险系统并由保险机构持有股票,从而避开这种限制。但1906年,新的法律同样禁止了保险机构拥有大量股票。也可想象除平行金融系统之外的替代性方案,但这些方案的成本都非常高且可能被禁止。Cf. Barry E. Adler, *Politics and Virtual Owners of the Corporation*, 82 Va. L. Rev. 1347, 1362-64 (1996).

[57] 德国法院反对用减少了员工代表比例的亚委员会(subcommittees)方式规避共同决策机制。See Roe, *German Codetermination*, *supra* note 24, at 168.

[58] 关于州际竞争是否有益的学术争论一直存在。可比较以下文章:Bechuk, *Federalism*, *supra* note 35(分析公司设立方面州际竞争带来的问题);Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* (1993)(强烈支持州际竞争)。不过正反两方面的争论都承认大规模的迁移和规则统一化的事实。

径依赖的。本部分的目标在于证明,利益集团所发挥的作用(对于利益集团在多大程度上发挥作用,人们的看法可能不尽相同)依赖于现行公司结构。下面我们对采纳有效率公司规则而置利益集团政治于不顾的情形作一说明,并指出对那些能顶住利益集团压力的有效率规则的判断可能仍然依赖于现行公司所有权结构。

通过规则变动而直接削减利益集团的租金可能引发其最强烈的反对。容易获得通过的是那种不直接降低租金而仅仅允许交易性改变(transactional changes)的规则。也就是说,国家也许会决定不强制要求某种结构而允许当事人自行选择。例如取消强制要求票面价值、禁止股份回购和禁止某些所有权结构的规则。从公共政策角度来说,没有理由反对该类型的规则变动(因为很难说赋予选择权是有害的),<sup>[59]</sup>而只要利益集团拥有足够的控制权,他们就能确保削减租金的变动仅在他们的所得多于租金的减少时才会发生,所以该类规则并不会遭到利益集团的强烈反对,甚至会赢得其支持。

作为法律进步的一部分,有些租金削减规则(rent-reducing rules)也会获得通过。有时候,利益集团被卷入现代化的大潮中,自身利益受到损害而他们又未意识到。例如,“自我发展”的社会思潮可能会使政治领袖相信金融系统应该现代化或具有国际竞争力。而国家金融系统的类型很容易影响公司结构,所以如果国家大规模调整金融系统则公司中的在职人员就会受损。欧洲所发生的法律规则趋同似乎正符合这种模式。<sup>[60]</sup>

另一个例子是,改革者们可能得出法院系统必须进行全改进以便利商业的结论。法院创新的结果可能是通过简化股东诉讼而保护小股东(并消除控制人的租金)。有时,甚至控制人(管理人员或员工利益)也可能认为自身利益的损失少于制度进步带给他们的公共福利。

因此,利益集团对事关公益的法律所造成的障碍并非不可逾越。但应注意,有效率变革可能会克服利益集团的反对,不过变革应该采取什么样的形式才能克服阻碍仍然依赖于目前利益集团的相对强弱——这反过来又依赖于现行的公司所有权模式。

#### (四) 政治命令(political fiat)对规则差异的排除

在第三部分第二节和第三节,我们说明了在选择法律规则方面,国家的选择将依赖于现行所有权结构,因此这种选择具有路径依赖性且国别差异巨大。我们对此进行一定限制:如果政治一体化使得各国同意采用完全相同的规则,那么法律规则会趋同。即,如果不允许各国立法者在公司规则方面分别做出选择,则政治命令将消除路径依赖。

政治一体化进程在欧洲已经起步。无疑,当各国被整合到一个政治体系中时,政治命令能产生相同的规则,然而欧洲的官员们在消除公司规则差异方面却并不成功。<sup>[61]</sup>欧洲官员们遭遇的困难可以被视为我们已经分析过的引发分歧的力量的一个说明。英国的管理人员、法国和意大利的控股股东、德国共同决策的公司,可能分别偏好一个与其他国家存在根本差异的公司治理结构。但这些博弈者可能有一个共同立场:他们都希望保持在公司中的优越地位,都希望阻止欧盟官员施加一个通行的公

[59] 即使这些赋权性法律被采纳,因为控制人的私人利益,一些有效率行为也可能不会发生。See the analysis in text accompanying notes 27-38 supra.

[60] Marie-Noëlle Terrisse, *L'Italie adopte des règles de gouvernement d'entreprises sur le modèle britannique* [意大利根据英国模式选择公司治理规则], *Le Monde*, Oct. 9, 1999, at 21.

[61] 对欧盟第五号指令之死的讨论, see J. J. Du Plessis & J. Dine, *The Fate of the Draft Fifth Directive on Company Law: Accommodation Instead of Harmonisation*, 1997 *J. Bus. L.* 23. 与之类似,旨在统一欧洲收购法的第十三号指令的提议也被搁置。See Proposal for a 13th Council Directive on Company Law, Concerning Takeover and Other General Bids, *Bull. of Eur. Communities* (Mar. 1989) (1989年1月19日由欧盟委员会提交理事会)。最近的努力是制定一个欧洲公司法令,使公司有权选择适用当地法或欧盟法。See John Schmid, *Labor's Equal Role Gets a Second Look in Germany: Why Keep Workers in the Boardroom?*, *Int'l Herald Trib.*, June 30, 1997, at 1 (讨论德国对欧盟提议制定欧盟公司法令的反应)。Erik Berglöf, *Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda*, *Econ. Pol'y*, Apr. 1997, at 93, 94 (“尽管最近有复兴的企图,但目前欧盟公司法令的希望渺茫”。

营业本座原则(seat of business doctrine)要求公司设立地应为公司主要营业地。司法裁判对该原则的变通可以实现公司规则的统一。最近的欧洲司法裁判确实为以这种方式设立公司打开了阀门。See *Centros Ltd. v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen* [1999] E. C. R. Case C-212/97 (允许不在英国营业的丹麦公司在英国设立公司)。如果这种发展有一定根基,则变革可能会发生。

司规则。<sup>[62]</sup> 下面这个简单的说明具有启发性：

二十六年来，欧盟委员会一直在推进欧洲公司法令（European company statute）这一概念。历届主席都将其写进日程表，但只看到成员国在诸如工人权利等问题上争论不休。……达成共识的障碍是，公司并非是个与世隔绝的独立存在，它已融入国家社会生活之中。<sup>[63]</sup>

无论通过政治命令施以相同规则多么容易，我们在此分析的中心是各国立法者可以自由选择公司规则这种通常情形。此时，各国的选择很有可能是路径依赖的。

#### （五）规则驱动路径依赖小结

我们在本部分证明了影响着所有权结构选择的公司规则具有路径依赖性。对某些公司规则的选择依赖于现行的所有权模式。首先，为公共利益考虑的立法者往往发现，现行结构以及适应了这些结构的制度，影响着采纳和维持何种规则有效率。其次，在利益集团政治影响法律规则选择的范围内，利益集团的动态和选择的结果又依赖于现行所有权结构。事实上，我们证明了公司所有权结构和商业规则之间的互动如何导致了不同结构的持续。因此，我们提出的两种规则路径依赖之源有助于解释为何公司法体系中的差异持续至今。

### 四、持续性分歧的其他基础

本部分列举了造成发达经济体中公司所有权和治理结构差异持续的其他原因。这些原因并非扎根于路径依赖，相反，它们关注不同经济体基本参数的差别。为论述的完整性，我们列出这些因素。同时，它们也强化了持续性分歧的原因是路径依赖这一结论。

#### （一）意见的差异

我们之前假设全世界的立法者和公司策划者（corporate planners）都能够判断哪种规则和结构是有效率的。但事实上，立法者和公司策划者在过去和现在都未能对何种规则和结构最优达成一致看法，这种分歧在将来很可能还会存在。

通常，理论和经验知识不能确切地告诉我们哪种公司结构或规则最有效率，公司博弈者和立法者在该问题上会产生分歧。这种意见分歧的持续很可能导致公司结构和规则方面差异的产生和持续。实际上，翻看一下这方面的法律评论和金融文献就足以了解，即使在同一个国家，这些基础性的公司问题也鲜有解决。<sup>[64]</sup>

现在也许有人会说（尽管尚未形成一致观点），自然选择可能足以确保最终采取同一种有效率形式。这种观点下，博弈者不需要明确地知道何为最优以达致同一种效率。自然选择将消除低效率结构，而只有最优结构才能存活。所以，人们不必知道迈阿密的商店应该卖泳衣而非皮衣。在迈阿密卖皮衣的商店会经营惨淡，而卖泳衣的商店生意则蒸蒸日上（除非这类店太多），出售最优产品的商店马上会形成一个均衡。

但这个自然选择的故事虽然对迈阿密卖皮衣的商店而言有说服力，对公司结构和规则却不尽然。因为对所有权的选择仅仅是决定公司能否延续的一个方面，自然选择本身（博弈者未认识到低效率）不需要消除低效率结构。类似地，只要博弈者没有认识到某些公司规则的低效率性，自然选择就不能消除采用这些规则的经济体；这些经济体可能日益穷困但却不会消失。因此，自然选择本身并不会消

[62] 并且，国家可能对外国的经济模式和结构充满敌意。例如，法国精英阶层敌视盎格鲁-撒克逊式的自由市场并以持续了几代的家族企业为荣。See Véronique Maurus, *Le secret des Hénokiens*, *Le Monde*, Mar. 18, 1998, at 12 (指出法国大型公司的家庭所有权传统)。美国商界领袖对成功避开欧洲大陆所称的封闭结构引以为傲。

[63] Stefan Wagstyl & Neil Buckley, “Birthpangs of a Colossus”, *Fin. Times*, July 12, 1996, at 17. See also Klaus J. Hopt, *Company Law in the European Union: Harmonization or Subsidiarity* (Centro di studi e ricerche di diritto comparato e straniero Conference Paper No. 31, 1998) (提到欧盟公司法尚未浮出水面)。

[64] 例如，在相关文献进行了大量争论之后，关于规制公司收购的最佳方法，研究人员间的观点仍存在实质性差别。See, e.g., Gilson & Black, *supra* note 45, at 730-889.

除低效率法律规则和所有权结构。仅在决策者认识到这些规则和结构效率确实较低时,它们相对较差的表现才可能导致其被取而代之。并且,正如上面所讨论的,不只是研究人员,对于真正的决策者而言,识别哪种规则和结构是低效率的也可能充满困难。

## (二)公司及市场的差异

为了集中讨论差异化的路径依赖原因,我们已经假设所分析的发达经济体在所有相关的经济条件方面均相似,特别是拥有相似的公司和市场。抛开这一假设,持续性差异的存在有更多的理由。

(1)经济规模。有些国家比其他国家小。经济规模影响公司分销的范围和市场的大小,故何种结构最优可能依赖于公司及该国资本市场的规模。<sup>[65]</sup>

(2)公司如何行动。在公司行为和运作方面,不同国家可能差异巨大。各国的地理位置、自然资源和对人力资本的投资都各不相同。这些潜在的差别,加上专业化和网络外部性带来的利益,可能导致不同国家公司行为的差异。并且,这种差异可能导致不同的所有权和治理结构。最优结构和规则可能依赖于公司拥有的技术类型、投入和劳动力。因此,如果各国公司在技术上存在系统性差别,则对这些公司而言,最有效率的法律规则可能不同,最有效率的公司所有权结构也可能不同。<sup>[66]</sup>

## (三)文化、意识形态和政策的差异

之前,我们将法律规则视为何种规则能产生最高价值这一事关公众福祉的判断的产物,而这种判断被同样塑造着法律规则的利益集团政治所扭曲。但我们并不是纯粹的唯物主义者。文化和意识形态——不仅仅是价值最大化和利己主义——可能影响国家对公司法的选择。

例如,美国文化比法国文化更抵制层级制和中央集权。德国公民对本国的共同决策机制引以为傲。意大利家族企业所有者可能从长期的家族控制经营中获得特别效用,<sup>[67]</sup>而美国家族更倾向于早日将公司兑现并促使家族的后裔向美国政坛进军。

本文的作者之一另行撰文分析了政治意识形态与公司所有权结构的关联。<sup>[68]</sup>据其分析,社会民主意识形态为主流的国家可能比其他国家赋予雇员更多的权利,从而施加压力于管理人员使其站在雇员一方而非所有者一方。其结果是,所有者可能更倾向于次优的控制方法(以抵抗该压力),而这种次优的方法就是集中所有权。这样,在社会民主意识形态下,不仅改变规则的要求会减弱,只要政治差异得以持续,则使所有权和治理结构差异化的要求也可能持续。

## 结 论

本文创立了公司所有权和治理结构的路径依赖理论。我们证明,在任意时点上某经济体的公司结构很可能依赖于其早期的结构。

路径依赖的类型之一是结构驱动路径依赖。我们揭示了某经济体的初始所有权结构如何直接影响随后对所有权结构的选择。我们为这种结构路径依赖提供了两个理由,其一是效率,其二是寻租。首先,由于适应性沉淀成本、互补性、网络外部性、禀赋效应和多重最优,何种结构有效率部分依赖于在该环境中本公司和/或其他公司的结构。其次,现行所有权结构可能因内部寻租而具有持续性,即

[65] Cf. Daron Acemoglu & Fabrizio Zilibotti, Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth, 105 J. Pol. Econ. 709, 745 (1997) (提供了一个经济发展理论,该理论将市场不完全的程度与资本积累和增值联系起来); William J. Baumol & Ralph E. Gomory, Inefficient and Locally Stable Trade Equilibria Under Scale Economies: Comparative Advantage Revisited, 49 Kyklos 509, 510-16 (1996) (分析排除市场机制的规模经济所产生的低效率交易均衡)。

[66] 这一陈述假设公司规则方面也有“规模经济”效应,即为每种类型的公司各自提供一套法律规则的成本高昂,因此各国都创制了一个最适应典型公司的系统。试图创制不同公司法系统而失败的例子,see supra note 42(讨论美国将不同的破产法区分适用于上市公司与非上市公司并最终合二为一的失败做法)。

[67] See Celestine Bohlen, “A Delphic Oracle Has Seen the Future, and Likes It”, N. Y. Times, Apr. 14, 1998, at A4 (描述乔瓦尼·阿涅利的威望建立在对菲亚特(意大利汽车制造商)的家族控制之上)。

[68] See Roe, Political Preconditions, supra note 20.

使其效率可能偏低。我们证明,现行结构下参与公司控制的各方有动力和权力阻止那些可能提高效率却将减少其私人控制利益的改变。

另一种类型的路径依赖是规则驱动路径依赖。我们揭示了初始所有权结构也可以通过影响公司规则而影响后续结构。为什么在任意时点上一国的法律规则可能受到该国早期所有权模式的影响?我们为此提供了两个理由,其一是效率,其二是利益集团政治。首先,即使假设法律规则的选择仅仅出于效率原因,初始所有权模式也影响到哪种公司规则将有效率。其次,一国初始的公司所有权结构模式影响不同利益集团在创制公司规则的政治进程中的权力。因此,将控制权赋予某一集团(例如职业经理人或控股股东)的初始所有权结构可能增加该国随后选择该集团青睐的规则的可能性。

我们的分析阐明了为何发达经济体在公司所有权和治理结构方面存在差异。该理论可以解释为何一些重大的差别能够抵挡全球化和效率的巨大压力而持续至今,也可以为预测重大差别在未来仍将持续提供基础。路径依赖是塑造全球公司所有权和治理结构的不容忽视的重要力量,比较公司治理方向的学生非常有必要认识这一理论。<sup>[69]</sup>

[69] 为便于理解,同时保持原文注释的顺序,在此提供若干概念的定义:

沉淀成本,又称沉没成本,意为已发生或承诺、无法回收的成本支出。

互补性,是指随着采取某种行为的人数或行为本身的数量增加,个人采取这种行为的成本降低或者收益增加。

网络外部性,是指连接到一个网络的价值,取决于已经连接到该网络的其他人的数量。通俗的说就是每个用户从使用某产品中得到的效用,与用户的总数量有关。用户人数越多,每个用户得到的效用就越高,网络中每个人的价值与网络中其他人的数量成正比。

禀赋效应,是指当个人一旦拥有某项物品,那么他对该物品价值的评价要比未拥有之前大大增加。它是由 Thaler (1980)提出的。这一现象可以用行为金融学中的“损失厌恶”理论来解释,该理论认为一定量的损失给人们带来的效用降低要多过相同的收益给人们带来的效用增加。——译者注