

## 不完全合同视角下的公司治理规则

●朱慈蕴 沈朝晖\*

**【内容摘要】** 科斯认为企业存在的原因是市场交易成本不为零,企业的合同纽带说认为企业内部其实是各种合同的集束和纽带。不完全合同理论进一步认为,因为人的有限理性和信息不对称等因素,市场交易的合同和企业内部的合同集束都是不完备的,在初始合同基础上的事后重新谈判不可避免。在不完全合同的理论视角下,公司法(公司治理规则)有积极的功能,表现在就初始合同中约定的内容,公司治理规则应富有效率地加以空白填补。不完全合同理论视角下的公司治理规则的基本框架包括:第一,通过事前的企业剩余控制权的分配,正确地激励所有者和管理层,激励他们对企业做出有价值的投资,防止寻求事后谈判筹码和权力的行为;第二,依据公司法提供一套企业所有者之间的集体决策机制、管理层之间的集体决策机制以及企业所有者与管理层之间的事后谈判沟通机制,使得事后谈判的成本最小化;第三,借助公司法中的强制规则和默认规则,以不同的方式填补合同的不完全。

**【关键词】** 不完全合同 剩余控制权 谈判成本 公司治理

### 一、关于企业的经济理论演进:不完全合同理论的意义

理解奥利弗·哈特等学者开创的不完全合同理论,需要从企业理论的整个学术发展脉络来看。企业理论经历新古典理论、代理成本理论、交易成本经济学、合同集束(Nexus of Contracts)等学说,直到哈特提出产权理论,<sup>[1]</sup>且哈特的企业产权理论还进一步发展出企业的资产束(Nexus of Assets)理论。从合同集束的角度而言,企业或者公司就是由一系列不完全的合同束构成,而公司的良性运行与持久存续,其实是通过应对这一系列不完全合同遗留的空白或者漏洞而达致。在企业合同集束的视角下,我们可以看到经济学家是怎样通过各种产权理论来为不完全合同填补空白与漏洞寻求解决路径和理论依据,由此发展和演进出各类产权理论。或者说各种产权理论都是在寻求如何最有效率地化解不完全合同的空白与漏洞,而新的企业理论就是在对以往企业理论的扬弃基础上发展起来的。

新古典企业理论把企业看作一个“黑箱”:企业是生产的工具而已,输入原料、资本和劳动力等生产要素,经由企业的“黑箱”输出产品。该理论的基础是亚当·斯密的市场经济理论,它假定企业管理人员在自私自利的驱动下,以个人财富和利润最大化为目标,这自然就导向企业利润或所有者的利益最大化。新古典企业理论的最大不足在于没有深入企业组织的内部,特别是企业内部各成员——所有者、管理层、员工、债权人等——之间的利益冲突来研究企业。

\* 作者单位:清华大学法学院。

[1] Oliver Hart, "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm", 89 Columbia Law Review 1757(1989).

对公司法影响颇为深远的企业理论是代理成本理论。<sup>[2]</sup>这种理论认为,所有者(股东)是被代理人,管理层是代理人。基于可观测性问题和信息不对称问题,代理人和被代理人的目标不一致,存在利益冲突。针对利益冲突问题,合同基本上就能够解决代理关系中的代理成本问题。合同的主要手段是在合同中充分地激励代理人,让代理人的利益和被代理人的利益一致,例如在合同中详细地设计股票期权等薪酬计划。<sup>[3]</sup>代理成本理论下的激励合同是完备的,没有缺漏。

第一次提出企业边界问题的是科斯以及后来的交易成本经济学。科斯追问企业的边界在哪里,为什么存在企业。他指出,企业存在的原因是市场的交易成本;市场交易的两大成本是价格发现的成本和合同谈判的成本。<sup>[4]</sup>企业的存在和边界是为了节省市场交易成本,直到与企业内部的组织交易成本相等。威廉姆森进一步对交易成本做出深入研究,提出“关系专用性投资”的概念。“关系专用性投资”是一种交易成本,要求双方之间的特殊关系建立在长期合同的基础上,而长期合同的构建、谈判和执行都有成本,因此随着关系的发展,双方需要重新谈判。为了避免市场谈判的成本,威廉姆森认为,企业的边界不断扩大,发生一体化(Integration),并将市场交易纳入企业内部。<sup>[5]</sup>然而,哈特认为,威廉姆森没有研究为什么将市场交易纳入企业内部能够减少机会主义行为。<sup>[6]</sup>

在科斯定理的基础上,企业的合同集束理论<sup>[7]</sup>认为,不仅市场交易是合同关系,而且企业组织的内部关系也是各种合同的组合,而企业就是合同集束中的中央交易对手方。在这个观念下,合同集束或者合同纽带理论开始构建企业理论。简而言之,所谓公司是各相关主体通过一个组织体作为纽带而发生的一系列合同的集束而已。“上市公司”的规则也只是标准合同条款而已,这种标准合同的特征是有限责任、无限期限、股份自由转让和所有者享有投票权。推而广之,每一类型的商事组织都是一种标准合同,包括合伙、公司、信托、有限公司、股份公司等不同类型的商事组织的标准合同。在合同纽带说的视野下,公司不过是人格化的客体,企业内部如同一个由各种合同所构成的市场循环。公司的合同纽带理论在公司法上的推论为公司治理规则应该以赋权性(Enabling)法律规则为主。

哈特等人开创的企业理论是产权理论(Property Rights Approach)。他们基本沿袭合同的视角来分析企业的行为。1995年哈特出版的《企业、合同与财务结构》是不完全合同理论的总结。不完全合同理论分为两部分:企业的边界和企业的财务结构(Financial Structure)。这两个部分看上去是独立的部分,但由于不完全合同的范式而有机统一在一个企业理论之中。<sup>[8]</sup>交易成本经济学认为,不完全合同导致事后谈判的套牢(Holdup)问题;哈特在此基础上认为产权的分配能够部分解决这些问题。真实世界的合同必然是不完备的,没有哪份合同能够准确地为将来发生的每一个可能性而预设条款。合同的不完全意味着在双方关系中的权力分配直接影响到双方各自在相互关系中的收益(Payoff)。权力说到底是谁对资源或资产拥有控制权。就企业一体化的例子来说,企业边界问题转化为企业决定是直接拥有某资产控制权,还是通过市场谈判交易的方式取得资产使用权,实质是资源或资产的财产权的最优分配。此外,不完全合同理论的范式也捏合了企业的融资结构理论。融资结构或者资本结

[2] [美] 詹森:《企业理论》,童英译,上海财经大学出版社2008年版,第79~85页。

[3] Oliver Hart, "Corporate Governance: Some Theory and Implications", 105 *The Economic Journal* 680-681(1995).

[4] [美] 科斯:《企业、市场与法律》,盛洪等译,上海人民出版社2009年版,第35~51页。

[5] [美] 威廉姆森:《资本主义经济制度》,段毅才译,商务印书馆2002年版,第27~64页,第413~446页。

[6] 同前注[1], Oliver Hart文,第1763页。

[7] Frank Easterbrook and Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996, pp.15-22.

[8] Milton Harris, "Book Reviews 'Firms, Contracts, and Financial Structure'", 9 *The Review of Financial Studies* 1272(1996).

构分为债权融资和股权融资,在哈特等人看来,债权、股权或者中间形态的企业资本提供者都享有对企业现金流的不同等级的请求权,实质是对企业资产的不同程度的控制权。比如,当企业违约时,债权人有权强制执行企业的资产,这是对企业资产控制权的一种表现;股东对企业资产的控制权则表现在有权替换企业的管理层。不完全合同理论的另一领军人物 Moore 把企业视作资产的集合(Collection of Assets),<sup>[9]</sup>企业所有权就是对于这些资产的控制权。不过,公众公司的问题更加复杂,因为在所有权和经营权分离的情况下,所有权不意味着对企业资产的控制权,公众公司大量存在对管理层的授权以及企业的控制权在一定条件下会转向债权人。<sup>[10]</sup>可见,不完全合同理论不满足于剩余索取权的概念,而是把资产的权利分为特定控制权和剩余控制权;在合同中明确规定的控制权称为特定控制权,不完全合同所无法列明的控制权称为剩余控制权。哈特认为,“剩余索取权不是一个非常健全或重要的理论概念”,<sup>[11]</sup>对企业资产的剩余控制权才是决定企业边界或者一体化的关键原因。

## 二、不完全合同理论视角下公司治理规则的基本框架

企业理论回答了企业及其边界是什么的问题,属于实证层面或者经济视角,而公司法(公司治理规则)要回答企业如何治理,属于规范层面或者法律视角。二者虽是两个层面的问题,但存在内在的逻辑联系,公司治理规则是建立在一定的企业理论基础之上的。按照合同集束的观点,企业是合同,企业的治理等同于合同的治理,只不过企业是更加复杂的合同而已,但本质上还是合同治理;除此之外,不再需要额外的公司法和公司治理;公司法应以赋权性规范为全部,让企业和合同集束中的当事人自由选择以实现利益和效率最大化。

然而,合同的成本是巨大的。第一,如同交易成本经济学派所指出的那样,要在合同中预见将来所有的可能性,成本很高。这个观点也被不完全合同理论所承继。第二,即使预见到了,双方谈判以达成一致解决办法的成本也很高。第三,也是合同最难以完备地进行有效控制的,还有第三方理解和裁断的成本,即双方缔结达成的合同,如果将来发生纠纷时,希冀能让第三方(法官或仲裁)清晰明白地了解当事人双方在缔结合同时的真实意思,并作出准确无误、符合当事人真实意思的判决,不发生第三方的裁断错误;要拟定这样一份清楚明白的合同,可以想象,成本是很高的。基于如上交易成本,合同必然是不完备的,存在缝隙、漏洞或缺失。在某种意义上,不完全合同也是科斯定理中的一种特殊的交易成本。若将来的未预见事情发生时或新的信息产生时,双方将重新谈判,或者谈判不成功,相关方退出,例如所有者(股东)用脚投票或者管理层离职。针对合同的不完全性,哈特从经济学的角度指出有三种治理结构(Governance Structure):一是个人单独所有的企业,企业所有资产的所有权为一个人所有,个人所有者做出有关企业资产的所有决策;二是共同所有,所有者人数众多;三是合伙形式的所有,即按份额所有。在后两种企业结构下通常依照多数决作出决定。<sup>[12]</sup>解决合同不完全性的后两种治理结构都涉及所有者集体决策的成本,而这是公司法(公司治理规则)要致力于降低的成本和发挥作用的制度空间。本文试图提出不完全合同理论视角下的公司治理规则的基本框架。

首先,事后谈判过程中的准租分配会影响事前的行为。由于在缔结关系之前,相关方预见到事后谈判的不利地位,而不愿意事前达成合同,或不愿意进行专用投资(Specific Investment),造成投资不足

[9] John Moore, "The Firm as a Collection of Assets", 36 *European Economic Review* 493 (1992).

[10] 同前注[1], Oliver Hart 文,第 1773 页。

[11] 郑育家:《不完全合同理论与应用》,上海交通大学出版社 2016 年版,第 6 页。

[12] 同前注[3], Oliver Hart 文,第 680 页。

或者退出的效率损失。不完全合同理论常举的例子是上世纪美国 Fisher Body 和 GM 合并的案例:由于一方将厂址迁移到对方的邻近位置,相当于率先投入沉没成本,会弱化自身在事后谈判中的地位,从二者相互关系中获取准租和剩余(Surplus)的能力减弱。事前的剩余控制权分配不当,不仅不会鼓励投资方事先做专业化的投入,而且会有错误的激励,使管理层寻求事后谈判的权力。一个适例是管理层寻求建立“企业帝国”的野心,不完全合同理论对企业管理层频繁发起并购,建立企业帝国的解释是管理层为了增强自己的地位,使自己更重要,增加管理层在事后谈判中所获得的收益。<sup>[13]</sup>

那么在规范层面,公司法(公司治理规则)的作用就是做好事前的控制权分配,以激励当事人事前敢于做投资,特别是做出更有利于专业化分工和更有效率的资产专用性投资(威廉姆森的概念)。不完全合同理论的分析认为,企业的剩余控制权应归属于所有者,主要基于两个理由。第一,相互独立的资产,由不同的所有者拥有,这界定了企业的边界;互补性的财产,应该由同一所有者拥有,这样的一体化才是有效率的。以此推理,所有者权利中的剩余索取权(现金流权)和剩余控制权(投票权)是高度互补(Complementary)的资产,应由同一人所有。<sup>[14]</sup>在这个意义上,哈特的分析支持公司法中的默认规则:一股一权。第二,企业剩余控制权的分配应取决于在事后的谈判中,谁的投资(股东的物质资本的投入和管理层的人力资本的投入)更容易被对方事后的机会主义行为所侵犯,更需要剩余控制权而不是其它合同机制的保护,或者其它合同机制的保护还不足够,而同时还要激励他做有效率的专用性投资。由于组成企业的资产集合中的人力资本是不可事前通过合同确定的(Noncontractible)或者不可事前授权的,人力资本与“人”不可分离,将企业的剩余控制权分配给他们将诱发道德风险;而资金提供是很容易事前谈判的,只要在合同中给予资金提供者在初始时期足够的保护,会大大便利企业融资和资本市场的发展,那么将剩余控制权分配给资金提供者(股东)就是一个保护和激励资金融通的做法。不过,资金提供者为了投资回报率可能不愿意企业的资产用于专用性的投资,因为这会减少资金提供者的流动性和阻碍退出。所以,一方面应当将剩余控制权分配给股东,另一方面在规范设计时又常授权其他主体做出投资决策,这个主体不承担风险(体现为公司法上的商业判断规则),具有投资决策上的独立性,便形成了公司中的董事会角色。不完全合同理论从效率角度和企业理论角度解释了为什么剩余控制权属于股东,而投资决策权应归属于董事会。<sup>[15]</sup>

其次,如果说事前的无效率问题的解决可依赖于公司法对剩余控制权的一般性分配,那么初始合同签订之后的事后解决机制则依赖于私人再缔约。公司法(公司治理规则)的功能是降低再谈判的成本。事后谈判成本是科斯的交易成本的延伸,如果事后的谈判成本过高,将阻遏双方就初始合同的漏洞达成重新的协议。市场交易的成本来自于单纯的市场支配力、事后的市场支配力(锁定)、长期合作的交易风险、信息不对称、策略性的讨价还价等。<sup>[16]</sup>企业内部的事后谈判成本则取决于股东人数的分散或集中程度、股东利益异质性或观点差异(集体决策的成本)、股东对管理层的控制程度、管理层的机会主义行为、市场约束等因素。汉斯曼指出,集体决策是一个成本高昂的过程,少数服从多数的机制会使群体中的中等成员的偏好脱颖而出。公司法的作用是改善当事各方信息不对称的程度、

[13] [美] 路伊吉·辛加勒斯:《公司治理》,载皮特·纽曼主编:《新帕尔格雷夫法经济学大辞典》,张志辽等译,法律出版社2003年版,第565~566页。

[14] Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure: Clarendon Lectures in Economics*, Oxford University Press, 1995, pp.186-209.

[15] 同前注[13],路伊吉·辛加勒斯文,第566~567页。

[16] [美] 汉斯曼:《企业所有权论》,于静译,中国政法大学出版社2001年版,第33~41页。

协调成本(Coordination Costs)和流动性限制。<sup>[17]</sup>

最后,静态地看,公司法中的强制规则和默认规则都具有填补合同空白或者漏洞的功能,但两类规则对当事人私人缔约和谈判行为的影响不一样,以不同的方式填补公司合同的不完全性。公司法中的强制规则直接堵住私人缔约的漏洞,不允许当事人谈判绕开强制规则,做出不同的安排。对于公司法中存在强制规则的学说有投资者保护假说、不确定性假说、公共产品假说、创新假说和投机性修改章程假说等观点。<sup>[18]</sup>不完全合同理论支持不确定性假说和投机性假说。比如,管理层的受信义务是强制性义务,是对所有者(股东)的最低程度的保护,不容许私人缔约的选出(Opt Out)。基于公司的所有权和控制权分离的状况,需要约束拥有权力的管理层,又因为很难对管理层在公司运营中的所有行为在事先的合同中做出约定和预设,受信义务的功能是作为一般条款,由法律强制插入所有者和管理者之间的合同,通过让管理者面临法律诉讼和法律责任的威慑,督促其恪尽职责。<sup>[19]</sup>在不完全合同的理论视角下,受信义务之所以是公司法的强制性规则,因为公司运营中必然会发生不可预见的变化(Unforeseen Contingencies)。上世纪八十年代美国敌意收购的兴起就属于不可预见的变化,敌意收购的来临打乱了公司内部的各种隐含的合同关系,包括不解雇员工的隐含承诺。收购者通过裁员精简、出售不盈利的公司部门来整顿企业,裁减成本,重新获利。在合同未预见到这种变化的情况下,允许管理层在公司利益的前提下采取收购防御措施,符合公司利益整体最大化的目标。当然,一旦敌意收购成为比较常规和普遍预见的事情,不再是不可预见的变化,而且法律也做出了强制性的规定后,公司合同的各方当事人便应该在缔结合同时,为了保护自己的利益,明确将隐含的合同或承诺在初始阶段以可执行的方式一一确立下来,使得它不仅约束现任的管理层,而且约束公司及继任的管理层,并能以较低的成本获得法院的支持,<sup>[20]</sup>进一步降低初始合同的不完备性。强制规则对不完全合同的漏洞补充是否有效率,直接取决于强制规则本身是否符合经济效率的准则。

公司法通说认为,默认规则的功能是填补合同漏洞。然而,不同于强制规则直接预防漏洞,默认规则在对不完全合同的漏洞进行补充的过程中,是否能发挥效率要依赖于私人缔约和谈判的效率。公司法中的默认规则分为两类:定制的默认规则和非定制的默认规则。定制的默认规则是指在事发后,由法院来根据个案的具体情况为具体的案情自由裁断一个默认规则,例如何谓“合理”。非定制的默认规则更依赖于当事人之间的有效谈判和在谈判过程中的相互揭示和披露信息。依据默认规则的形成方式,填补不完全合同的默认规则还可分为两类:一类是大多数人本来想要的默认规则;另一类是惩罚性的默认规则。公司中的合同不完全很多是由于当事人的策略性行为导致的,即一方有意隐瞒信息,或者利用默认规则对自己的有利之处,加上自身的信息优势,故意向对方隐瞒有关情况,谋求在事发后由法院自动适用对己有利的默认规则。在公司的合同集中,管理层居于纽带的核心位置,处于信息优势地位,因此公司法可更多地提供惩罚性的默认规则,以惩罚的方式“激励”管理层向股东、员工、债权人等披露信息,消弭信息不对称,更好地弥补初始合同的不完全性。<sup>[21]</sup>

不完全合同理论在公司法中的应用和推广方兴未艾。从学术文献来看已有两个代表性的应用。

[17] 同前注[13],路伊吉·辛加勒斯文,第566页。

[18] [美]戈登:《公司法的强制性结构》,载《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第60~97页。

[19] Oliver Hart, "An Economist's View of Fiduciary Duty", 43 University of Toronto Law Journal 303(1993).

[20] 同上注, Oliver Hart 文,第312~313页。

[21] Ian Ayres and Robert Gertner, "Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules", 99 Yale Law Journal 91-92(1989).

一是 Andrew Keay 利用不完全合同理论来分析企业与债权人之间的合同。<sup>[22]</sup>二是 Bratton 运用不完全合同理论来分析比较公司治理和移植问题。<sup>[23]</sup>Keay 认为,债权人与企业之间的合同确实要比股东与企业之间的合同更完备,表现在企业须定期向债权人支付,债权人尤其是优先级债权人比剩余索取人承担更低的企业经营风险、合同很大程度上能够使债权人免于管理层的武断;然而,债权人和企业之间的合同仍是不完全的,债权人依然不能事前预见所有的可能性,不能免于符合合同但伤害债权人利益的机会主义行为,因此引入某种程度上的有限的受义务保护债权人是有必要的。以受义务为主的法律责任可以在机会主义行为发生后,对债权人提供事后的赔偿。<sup>[24]</sup>Bratton 主要运用的则是不完全合同理论的另一分支——财务或融资结构,指出在不同的融资结构基础上形成的公司治理结构有不同的抵销(Tradeoff)。世界上的两大股权结构(控股股东结构和分散股权结构)都面临着三大抵销:所有权集中度和流动性之间的抵销、监督管理层和管理层积极性之间的抵销、私人寻租和服务于股东全体利益之间的抵销,并长久地形成了各自相适应的法律系统(Systems),给资本市场相关公司制度的移植制造了不可能性。<sup>[25]</sup>

### 三、不完全合同视角下公司治理规则的完善方向:以修改章程的股东大会决议为例

在不完全合同的理论视角下,公司治理规则的功能是基于初始合同的不完备性,为当事人事后的谈判提供一套富有效率的规则,降低再谈判的成本,以解决当事人事前投资不足或者事后因无效率谈判而退出、僵持的局面。行之有效的股东会决议及配套规则将大大弥补合同的不完全性。下面以公司章程的修订为例,阐述公司治理规则如何达到降低再谈判成本的目标。

#### (一)公司的初始章程是一种不完全合同

公司章程是最典型与最主要的公司合同(Corporate Contract),它是投资者和管理层之间的合约,是公司、股东、董事、监事、高级管理人员之间的合约,对多方主体均有约束力,<sup>[26]</sup>也是判断债权人对公司决议的审查是否尽到注意义务的重要证据。相比较公司法这一一般性公司合同范本而言,章程具有更多的独特性,是对公司法赋权性条款的个性化描述,显然具有对公司法之一般合同的补充作用。相比一般双务合同,公司章程是更加特殊的合同。第一,投资者的利益多元化、观点差异大,不仅控股股东和公众股东之间的利益和观点存在差异,公众股东内部也存在观点和利益的差异。第二,初始章程的缔结理论上须取得股东的一致同意,尚能反映合同性,而公司章程的修订遵循多数表决原则,对未同意的股东也生效,因此章程的修订不存在充分的再谈判以弥补初始不完全性的过程。<sup>[27]</sup>第三,公司是长期限的存在,<sup>[28]</sup>一般推定为永久存续,期限越长,公司合同越会发生不完全性问题。

相比较封闭公司而言,中国上市公司章程的合同不完全性问题更为突出。首先,上市公司初始

[22] Andrew Keay and Hao Zhang, "Incomplete Contracts, Contingent Fiduciaries and A Director's Duty to Creditors", 32 Melbourne University Law Review 141 (2008).

[23] William Bratton and Joseph McCahery, "Incomplete Contracts Theories of the Firm and Comparative Corporate Governance", 2 Theoretical Inquiries in Law 745 (2001).

[24] 同前注[22], Andrew Keay 等文,第 167 页。

[25] 同前注[22], William Bratton 等文,第 757~772 页。

[26] 参见中国《公司法》(2013 年)第 11 条。

[27] Lucian Arye Bebchuk, "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments", 102 Harvard Law Review 1827-1829 (1989).

[28] 朱慈蕴:《公司法原论》,清华大学出版社 2011 年版,第 9 页。

章程<sup>[29]</sup>的不完全性本就较为严重,并非全体投资人一致通过,而是由发起人起草并经公司创立大会多数决通过,这是公司上市成本的一种必然约束。其次,上市公司涉及众多公众投资人,他们无法在初始章程订立过程中享有充分的发言权、谈判权,于是证监会作为监管部门推出了《上市公司章程指引》,该指引名为“指引”实为准强制推行的规章,上市公司大多照抄、照搬同一个模版的公司章程,导致实践中的我国上市公司章程很不适应具体公司的特殊情况,没有体现个性。这样的初始公司章程更容易在公司运营过程中发生不完全性的问题。而中国所处的转轨经济环境变化较多,新情况、新问题层出不穷,自上而下推行的公司章程所表现出来的不完全性屡见不鲜。比如,2008年10月和2012年5月中国证监会两次发文,要求上市公司在公司章程中引入现金分红条款而引发的各类公司窘境。<sup>[30]</sup>再如,2016年6月17日万科股份公司的董事会决议,凸显了万科公司章程条款的解释难题。

正如不完全合同理论所揭示的,尽管有公司法的强制性规则和赋权性规则的引导,要实现公司初始章程的完备性依然是不可能的,因为这需要极高的缔约成本。面对不完备的公司初始章程,针对具体情形适时地修改公司章程,无疑是以较低的交易成本修补合同空白、漏洞与缝隙的理想途径。而通过股东会决议规则实现公司章程的修订,是一种十分重要的弥合公司合同空白的治理方式。相比公司法所确立的默认规则和强制规则,股东会决议对公司章程不完全性的填补更有具体性、个体性,还有“一事一议一表决”等特征。

## (二)降低再谈判成本之目标下股东大会决议相关规则的完善方向

公司章程是不完全合同,加上公司时刻处于未来多变的环境之中,在发生不测事件时,如果法律放任完全自由的重新谈判,会发生前文所指出的事前的无效率和事后谈判的无效率。在股东会决议方面,典型的事后谈判的无效率会表现在两个方面:一是导致损害股东利益和损害公司利益的章程修订议案在股东会表决通过,即经济学所谓的价值减损(Value-Decreasing)的议案被通过,简称“效率损失 I”;二是可能实质增加公司利益的有效率的公司章程修订议案没能获得股东会的表决通过,发生敲竹杠等问题,即经济学所谓的价值增加(Value-Increasing)的议案被否决,这简称“效率损失 II”。在不完全合同理论的范式下,为解决公司章程的不完全性,这两个方面再谈判的效率损失是公司法中的股东会决议规则要解决的问题。

公司章程修订的再谈判过程可以分为两个阶段:第一个阶段是管理层(控股股东)提出章程修订议案,启动与公众股东的重新谈判;第二个阶段是股东会对管理层的提案进行表决。

1. 管理层的再谈判提案与启动。管理层的自利动机和机会主义行为是导致再谈判失败或无效率的原因,管理层总是倾向于提出管理层利益最大化的提案。Bebchuk 经过层层分析指出,即使在美国的半强式有效的资本市场中,管理层面临的市场纪律也是严重失灵的,包括经理人市场、公司控制权市场、融资市场和产品市场均失灵。<sup>[31]</sup>中国转轨证券市场对上市公司管理层的软约束问题更加严重。为了解决管理层在再谈判的提案和启动阶段所出现的机会主义行为,法律的强制规定十分必要,特别

[29] 事实上,我国没有真正意义上的募集上市,所有的上市公司之实体均在上市之前已经存在,上市时的“初始章程”已非真正的初始章程。此处对初始章程的讨论是依公司法中募集设立的规范而展开的。

[30] 2008年10月,中国证监会出台《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,要求上市公司将“三年内公司现金分红不少于公司可分配利润的30%”的内容写入公司章程,导致众多上市公司根据自身情况无法实现这一目标。而后,证监会在2012年5月又发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,强化上市公司现金分红的程序性、透明度的规则,但对现金分红比例的要求则呈现出缓和化趋势。这一事例证明,上市公司章程的不完全性可能因监管机构对适度监管的拿捏不当而更为突出。

[31] 同前注[27], Lucian Arye Bebchuk 文,第1840~1845页。

是明确管理层的受信义务。

2. 股东会对公司章程修订案的投票表决。中国上市公司的公司合同的重新谈判成本高,典型表现在公司章程修改的股东会决议的成本高,这与中国股票市场的结构和效率机制相关。作为不完全合同,公司章程的修改提案其实是管理层(控股股东)与公众股东就初始公司章程中的不完全条款进行重新谈判的过程。管理层(控股股东)与公众股东之间的谈判成本(包括再谈判成本)取决于若干因素:公众股东的构成;上市公司信息披露的质量和执法情况;上市公司所处资本市场的效率机制。

具体来看,第一,机构投资者能降低信息不对称,便于降低管理层(控股股东)和公众股东之间的谈判成本。成熟投资者在信息的搜集和评估方面进行投资,以逻辑一致和职业化为基础,依据他们的发现进行投资。<sup>[32]</sup>而我国的情况是,尽管中国证监会努力培育机构投资者,期待机构投资者在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用,然而总的来说,中国上市公司的公众股东仍以散户为主,理性冷漠问题严重。控股股东和公众股东、股东和管理层之间的沟通成本、谈判成本均较高。个体股东而非机构股东为主的投资者结构,使得股东的集体行动问题严重。第二,充分的信息披露是公司股东作出决策和正确投票的关键前提。股东投票依赖于信息,上市公司披露的信息越完善、越准确,信息不对称越小,股东投票的成本越低。而我国上市公司信息披露的“八股文”问题突出,证监会的信息披露执法还不成熟,专业性有待加强,股东和管理层之间的信息不对称问题比较严重。第三,股票市场的效率机制按照股价反映信息的程度可以分为强式有效、半强式有效和弱式有效。股票市场的效率机制越完善,相关的信息反映在股票价格的波动之中,公众股东可以通过观察上市公司股价的变动来控制信息消化成本和决策成本,股东会决议的表决通过成本便会降低,就不易发生效率损失 I 和效率损失 II。但是,我国股票市场的股价和公司基本面等信息严重脱节,股价反映信息的贴合程度仅仅是弱式有效的市场机制。

在现实中,损害公众股东利益的章程修改议案经常能够顺利通过,发生效率损失 I 的现象,这集中反映在“宝万事件”前后中国上市公司掀起的“公司章程修改潮”中,大量章程修订案中加入反收购条款并顺利在股东大会通过,但这样的条款却不利于公众股东的利益,因为绝大部分的实证金融研究表明,敌意收购会提高目标公司的股价。学者直接指出,“上述反收购条款涉及的内容,几乎都难以经得起法律的严格推敲,有的是明显违法的规定”。<sup>[33]</sup>关于反收购的章程修订案的顺利通过,其实是股东(所有者)和管理者之间重新谈判失败的例子。山东山大原本并不是一家股权特别集中的上市公司,第一大股东仅持股 20.720%,其余均为机构和散户投资者持股,股权相对比较分散,不利于公众股东利益的章程修改议案理论上并不易在股东大会通过。但该公司的公众股东极其冷漠,据公司披露,修改公司章程的股东大会的出席率仅为公司有表决权总股份的 23.31%。其中,通过网络投票出席会议的股东 27 名,代表股份 1705835 股,占公司有表决权总股份的 0.946%;出席会议的中小投资者(除单独或合计持有公司 5% 以上股份以外的股东)共 30 人,代表股份 1839635 股,占公司有表决权总股份的 1.02%。<sup>[34]</sup>也就是说,由于股份公司的股东大会通过率只以出席会议的表决权而不是全体表决

[32] Zohar Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality", 91 California Law Review 423-425 (2003).

[33] 近年来我国上市公司因应对敌意收购而掀起的“章程修订潮”引起我国学界的热烈讨论,参见周友苏:《上市公司反收购措施的合法边界与规制——兼评当前一些上市公司增设的反收购章程条款》,载二十一世纪商法国际论坛论文集,清华大学 2016 年 10 月 30 日,第 131 页。

[34] 参见 [http://www.cninfo.com.cn/information/companyinfo\\_n.html?fulltext?szmb000915](http://www.cninfo.com.cn/information/companyinfo_n.html?fulltext?szmb000915), 2017 年 1 月 16 日访问。

权为分母,绝大部分的非第一大股东都不出席包括网络投票的股东大会,导致山东山大华特的第一大股东就决定了修改案的通过,甚至根本没有展开实质性的再谈判。此外,效率损失 II 的现象在中国上市公司中也普遍存在。这是由于管理层(控股股东)和公众股东之间的谈判成本和沟通成本高,导致提案不被公众股东理解,遭到公众股东的盲目抵制和敲竹杠。<sup>[35]</sup>

不完全合同理论对公司治理的最重要启示之一是,公司法(公司治理规则)应有利于降低再谈判的成本,便利私人缔约在事前、事中和事后富有效率地进行。股东大会的规则应有利于不完全合同的漏洞填补顺利进行,有利于股东之间、股东与管理层之间的再次谈判的成本降低。目前对于上市公司的股东大会,中国证监会制定有《上市公司股东大会规则》,但实施效果不理想,上市公司股东大会问题依旧。已经推出的股东大会网络投票方便了股东投票,可以降低股东参与再谈判的成本,是一项可行之举。除此之外,在我国仍要继续培育股票市场的机构投资者,培育长期被忽视的股票市场的买方力量,包括投资顾问。美国市场兴起一种为机构投资者提供投资咨询服务的投票顾问(Proxy Advisors),<sup>[36]</sup>例如“机构投资者服务”(ISS)是最有影响力的投票顾问之一,为它的客户提供投票评估的服务,做出投赞成票、反对票或弃权的建议。借助作为市场守门人的投资咨询机构的职业化服务,有力地保护少数股东。信息披露是解决管理层(控股股东)和公众股东之间信息不对称的基础制度,需要通过有力的执法来保障信息披露质量的提高。股票市场基础设施的建设也亟需完善,以此增强股票市场价格反映信息的效率。

#### 四、结语

在哈特之前,企业理论是在一个完美的想象世界中进行演绎,合同是完全的,依靠合同能解决公司治理的问题。不完全合同理论的魅力所在是描述了一个不完美但更真实的世界,这是范式的转换。不完美的世界意味着法律尤其是公司法(公司治理规则)需要发挥功能。不完全合同理论对公司法(可能)的重大影响是,推动公司法学界从再谈判成本降低的角度去审视公司治理规则,尤其是股东会决议的规则,研究如何富有效率地填补私人缔约的空白,如何富有效率地让私人再谈判在法律的影响下发挥弥补合同不完全性的功能,如何引导私人缔约等等。公司法(公司治理规则)的功能应是从降低公司合同的各方当事人在初始合同基础上的再谈判成本这个目标出发进行分析和调整,这无疑是一个方兴未艾的事业。当然,哈特的不完全合同理论也受到批评。比如,不完全合同理论在建构企业理论时只考虑物质资本,不承认企业的人力资本也是一种资产,进而有人批评该理论只考虑物质资产的所有者(股东),而没有考虑其他利益相关者。这些争鸣都值得再讨论,但不管怎样,不完全合同理论对公司法的启示将是深远的。

(特约编辑:季奎明)

[35] 在 GOOGLE 网站输入“股东大会表决未通过”、“被少数股东否决”等词条进行检索,有相当数量的报道是关于上市公司关联交易由于少数股东多数决被否决的例子,例如童璐:“反对有效! 30 天 13 家公司议案遭股东大会否决”, <http://www.stcn.com/2016/0701/12777484.shtml>, 2016 年 7 月 3 日访问。

[36] Stephen Choi, Jill Fisch and Marcel Kahan, “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality”, 59 Emory Law Journal 869 (2009).