

公司自由裁量权促进利益相关者 利益的必然性和可取性^{*}

[美]艾纳·艾尔豪格^{**}著

马学荣^{***}译

摘要:关于公司宗旨是利润最大化还是要兼顾利益相关者的问题,在学界和业界争论已久。本文对反对利益相关者理论的文献进行了批驳,并鲜明地指出,为了公共利益而牺牲公司利润的公司自由裁量权是明确存在且不可避免的。企业领导人为了公共利益而牺牲企业利润的有限自由裁量权实际上是可取的,也是有社会效果的。

关键词:公司宗旨 自由裁量权 利益相关者 股东至上

* Einer Elhauge, *The Inevitability and Desirability of the Corporate Discretion to Advance Stakeholder Interests*, 106 Cornell L. Rev. 1819 (2021). 本文已获得原文作者翻译授权。

** 哈佛大学法学院皮特里(Petrie)法学教授。感谢哈佛法学院和皮特里—弗洛姆中心(Petrie-Flom Center)提供的暑期研究经费。

*** 法学博士,宁夏职业技术学院副教授。

引言

在《利益相关者治理的虚幻承诺》(*The Illusory Promise of Stakeholder Governance*)一文中,卢西安·贝布丘克(Lucian Bebchuk)和罗伯特·塔拉里塔(Roberto Tallarita)对公司领导人应有法律义务只为股东价值最大化的观点进行了有力的辩护。^[1]他们将“利益相关者”定义为“公司的所有非股东群体——包括雇员、客户、供应商、社区和环境”。^[2]他们批评了“利益相关者主义”的替代性方案,他们将其定义为“一种鼓励和依赖公司领导人为利益相关者而不仅仅是股东利益服务的治理模式”。^[3]虽然他们有时称自己的立场为“股东至上”,但这一说法用词不当,因为他们赞成的不仅是一个主要促进股东利益的法律义务。^[4]他们赞成我所说的“股东排他性”,即只为股东利益最大化的法律义务,禁止公司领导人对非股东利益施加任何独立影响。^[5]

他们的论点直截了当。首先,他们认为利益相关者主义是虚幻的,因为公司领导人的动机和过去的行为表明,除了为股东价值服务,不能指望他们保护利益相关者。^[6]其次,他们认为利益相关者主义是不可取的,因为它使公司领导人更加不受股东的监督(从而使公司业绩恶化),而且它不如通过法律法规或税收保护利益相关者的替代方案有效。^[7]

在他们批评的倡导“利益相关者主义”的先前学术研究中,包括我自

[1] Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91 (2020). 他们将“企业领导人”定义为“作出重要企业决策的个人,包括董事和高管”。同前,第94页。

[2] 同上,第93页。

[3] 同上,第91页(强调是后加的);第94页(类似的语言)。

[4] 同上,第104页、第106页、第110页、第139页。

[5] 同上,第91页、第94页、第97~98页、第110页、第114~115页、第139页(认为公司法应允许公司领导人只在股东价值最大化的情况下考虑利益相关者的利益,应该禁止公司领导人对利益相关者的利益施加任何独立的影响)。

[6] 同上,第91~92页、第98~100页、第124~158页。

[7] 同上,第92页、第94页、第100~101页、第164~168页。

己的文章《为了公共利益牺牲公司利润》(*Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*)^{〔8〕}。我自己不会把我的文章说成是在倡导对利益相关者主义的一般理解;因为我的文章并没有倡导任何法律上的改变,既没有赋予利益相关者对公司决策更多的权力,也没有要求公司领导人进一步促进利益相关者的利益。然而,由于贝布丘克和塔拉里塔对利益相关者主义的全面定义包括任何依赖于企业领导人已经拥有一定的自由裁量权来对利益相关方利益施加一定的独立权重的治理模式,根据他们自己的定义,我的立场算作“利益相关者主义”。为了保持我们术语的一致性,我将在本文中使用的他们对利益相关者主义的定义。

在我之前的文章中,我得出了描述性和规范性的结论,这与贝布丘克和塔拉里塔的结论截然相反。

首先,我得出的结论是,公司领导人从来没有任何法律上的强制性义务来专门实现股东利润的最大化。事实上,我的结论是,为了公共利益牺牲公司利润的某种自由裁量权不仅经常是明确的,而且是不可避免的;因为即使公司法在名义上规定了利润最大化的义务,“最小化总代理成本也需要给予管理者商业判断规则的尊重,这必然赋予这种牺牲利润的自由裁量权”。^{〔9〕}因此,与贝布丘克和塔拉里塔关于利益相关者主义是“虚幻的”论点相反,我认为这是不可避免的。

其次,我认为,企业领导人为了公共利益而牺牲企业利润的有限自由裁量权实际上是可取的,也是有社会效果的。原因之一是,“即使是最佳法律制裁也必然是不完善的,需要社会和道德制裁的补充,以充分优化行为。因此,纯粹的利润最大化会因为凌驾于这些社会和道德制裁之上而使公司行为恶化”。^{〔10〕}另一个原因是,股东本身往往重视受其公司影响的其他人的利益,因此,利润最大化的义务往往也会损害股

〔8〕 同前注〔1〕,第104页[引用 Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N. Y. U. L. REV. 733 (2005),作为支持他们所批评的“利益相关者”立场的著名前期作品之一][以下简称 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*]。

〔9〕 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注〔8〕,第733页、第738~739页、第776~779页、第783页、第810~811页、第862页。在之前的那篇文章中,我用“为了公众利益”作为保护任何非股东利益的一个概括。

〔10〕 同上,第733页、第740页、第748~756页、第802页、第797~805页、第814~817页。

东的价值。^{〔11〕}此外,股东存在的集体行动问题,可能会妨碍他们有效地自行采取行动从而促进实现其非货币目标。^{〔12〕}

再次,明确的合同在某种程度上是僵化的,可能没有适当地考虑未来的突发事件;所以对公司来说,授权公司领导人签订法律上不可强制执行的隐性合同往往更有效率。在这种情况下,利益相关者被诱导向公司提供价值;前提是公司领导人会有自由裁量权,在以后的决策中会对这些努力进行奖励。^{〔13〕}要求股东在每时每刻都实现利润最大化,反而会导致公司领导人必须违背这种法律上不可执行的隐性合同;此前景无法有效地阻止隐性合同诱使利益相关者为公司提供价值,从而产生提前降低股东事前利润的自我挫败效应。^{〔14〕}

最后,我强调,公司领导人偏离股东利益的能力受到“产品市场、资本市场、劳动力市场、收购威胁、股东投票以及管理利润分享或股票期权的严重制约”。^{〔15〕}公司领导人可以偏离股东利益的程度仅限于这些约束条件不完善,足以给管理者一些代理松弛(agency slack);但这意味着任何利用代理松弛来促进利益相关者利益的行为都可能取代促进管理利益,而不是股东利益。^{〔16〕}

简言之,贝布丘克和塔拉里塔不仅批评了我作为利益相关者的立场;而且对我的描述性主张即推进利益相关者利益的有边界的自由裁量权是不可避免的,以及我的规范性主张即这种有边界的自由裁量权是可取的,均得出了相反的结论。然而,奇怪的是,贝布丘克和塔拉里塔的文章从来没有回应我为我的描述性或规范性结论提供的任何分析。考虑到我的分析,就会发现他们自己的几个论点存在缺陷。他们在文章中提出的任何观点都没有削弱我的论点。事实上,在某些方面,他们的分析实际上证实了我自己分析的关键要素。

〔11〕 同前注〔1〕,第793页、第800~801页。

〔12〕 同上,第733~734页、第740页、第742页、第759页、第792页、第799~800页、第815~817页、第820~825页、第827页。

〔13〕 同上,第739页、第779~882页。

〔14〕 同上,第864~865页。

〔15〕 同上,第741页、第808~810页。

〔16〕 同上,第740~741页、第776~777页、第805~807页。

为了理解原因,首先需要对我为我的结论提供的分析作出更为详尽的解释,我在第一部分提供了这个解释。然后在第二部分解释了为什么贝布丘克和塔拉里塔的文章中没有任何论点回应我的分析。

在进行更详细的分析之前,有必要澄清我的主张,以避免在一些重要方面的分析是混乱的。

首先,正如我在之前文章中所说的,“我并不是说经理们有法定义务为了公众利益牺牲公司利润;我是说他们有这样做的自由裁量权”^{〔17〕} 因此,当贝布丘克和塔拉里塔声称我“主张企业领导人必须聚合和平衡其多重选民的利益”时,他们错了。^{〔18〕}

其次,正如我在之前的文章中所说,“我并不否认管理者的首要义务是而且应该是盈利,我也不是说应该增加他们牺牲利润的自由裁量权,更不是说让他们无限制地牺牲”。^{〔19〕} 因此,贝布丘克和塔拉里塔错误地将我与应该放弃“股东至上”的论点联系起来。^{〔20〕} 恰恰相反,我明确承认,股东有而且应该有“相对于其他利益相关者的首要地位”^{〔21〕}。我只反对“股东排他性”,因为我得出的结论是“盈利的义务不是也不应该是排他性的,相反,管理者应该而且应该有一些有限自由裁量权来调整这种义务,以符合社会 and 道德规范”。^{〔22〕}

最后,我在之前的文章中强调,我并没有主张增加现有的“牺牲利润的自由裁量权”。^{〔23〕} 因此,贝布丘克和塔拉里塔将我的立场划归为利益相关者主义,声称利益相关者必然主张增加公司领导层的绝缘性,这是错误的。^{〔24〕} 事实上,我明确强调,“管理者现有牺牲利润的自由裁量权实际上是可取的,正是因为它是有界限的”^{〔25〕}。正如我所指出的,这种界限主要不是由法律规定的,而是由市场约束规定的,尽管公司法

〔17〕 同前注〔1〕,第 743 页(重点在原文),第 744 页、第 805 页。

〔18〕 Bebchuk & Tallarita, 同前注〔1〕,第 114 ~ 115 页(强调是后加的)。

〔19〕 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注〔8〕,第 745 页(重点在原文)。

〔20〕 Bebchuk & Tallarita, 同前注〔1〕,第 104 页。

〔21〕 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注〔8〕,第 745 页。

〔22〕 同上,第 745 页(重点在原文)。

〔23〕 同上,第 745 页。

〔24〕 Bebchuk & Tallarita, 同前注〔1〕,第 92 页、第 94 页、第 164 ~ 165 页。

〔25〕 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注〔8〕,第 745 页。

也对这种自由裁量权设定了外部限制,并且在某些情况下,当这些市场约束很弱时,会被施加更严格的法律限制。^[26]

一、为什么牺牲股东利益以促进利益相关者利益的有限自由裁量权一直存在,而且是不可避免的和可取的

(一)牺牲股东利润以促进股东利益的一些自由裁量权的长期存在和必然性

没有任何公司法规规定公司领导人有义务使股东的利润或价值最大化。^[27]相反,每项公司法规都明确允许公司为慈善目的进行捐赠,即使这牺牲了公司利润。^[28]在涉及公司领导人在作出其他公司决策时是否可以权衡利益相关者的利益和股东利益的州公司法规中,包括大多数州,都明确授权这样做。^[29]在某种程度上,没有任何州的公司法规禁止公司领导人权衡利益相关者的利益(interests)与股东的利润(profits)。

公司普通法与这些法规一致。美国法律学会(The American Law Institute, ALI)1994年《公司治理原则》(Principles of Corporate Governance)明确指出,在没有任何公司成文法的情况下,公司普通法的缺省规则是,公司领导人可在特定情形下牺牲股东利润:(1)遵守法律;(2)“合理考量企业社会责任框架内的伦理要求”;(3)将“合理数量”的公司资源用于“公共福利、人道主义、教育和慈善目的”。^[30]

为了详尽阐释美国法律协会所指出的第一点(上文中的“遵守法律”),即使公司领导人们已经考虑到预料之中面临的法律惩罚,甚至不

[26] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第745~746页、第808~810页。

[27] 同上, 第738页、第763页。

[28] 同上, 第738页、第763页、第767~768页。

[29] 同上, 第738页、第763页、第766~767页。

[30] 同上, 第738页、第763页、第766页、第769页[引用1 AM. LAW INST., *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* § 2.01(b)(2)-(3) & cmt. d (1994)]。

遵守法律往往会更有利可图,但他们不仅能(may)而且必须(must)牺牲股东的利润来遵守法律。^[31] 根据包括特拉华州在内的所有州无可争议的法律,未能牺牲股东利润以遵守法律将违反公司领导人的信义义务(fiduciary duty),并使他们个人对公司的任何法律处罚、诉讼费用和对违法行为的经济制裁负责,对于公司可能从非法活动中获得的额外利润则没有任何补偿。^[32] 正如我所指出的,这一理论是有意义的,原因在下文讨论。为了最佳地规范普通独资企业的行为,我们不仅依赖法律制裁,还依赖社会和道德制裁。^[33] 对于公司来说,问题在于公司领导人受制于股东,这些股东在结构上不受社会和道德制裁的影响,他们存在集体行动问题,这使他们不太可能对其可能感觉到的不受影响的社会和道德制裁采取行动。^[34] 因此,通过将公司的所有法律和经济制裁集中到公司领导人身上,强加信义义务以避免有利可图的违法行为的原则,抵消了对社会反应迟钝的股东对公司领导人的结构性影响。^[35] 无论如何,作为一个描述性的问题,法律不仅明确地赋予了公司领导人为了遵守保护利益相关者的法律而牺牲股东利益的自由裁量权,而且赋予了这样做的法律义务。

至于第二点,即公司领导人可以牺牲公司的利润来考虑合理的道德因素,使公司领导人拥有自由裁量权来避免任何可能不道德地损害利益相关者的行为,即使这会使股东获利。^[36] 这就提供了充分的自由裁量权,可以在合理的范围内平衡利益相关者的利益和股东的利润。第三点似乎仅限于企业捐赠。然而,美国法律协会的评论和规则表明,其也授权公司运营(operations)或收购(takeovers)决策可以牺牲股东利润,从而促进利益相关者的利益。^[37] 但是,第二点和第三点都受到合理性限制;这表明公司法的首要目标应该是股东利润,尽管有一定的自

[31] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 757 页。

[32] 同上, 第 758 页。

[33] 同上, 第 747 ~ 756 页。

[34] 同上, 第 757 ~ 761 页。

[35] 同上, 第 761 ~ 762 页。

[36] 同上, 第 764 页。

[37] 同上。

由裁量权将这一目标降低到边际水平。

ALI 对公司原则的陈述得到了大量判例法的支持,包括在特拉华州(Delaware)。^[38]即使是 1919 年的道奇(Dodge)案——通常被引用为对股东利润最大化义务的最明确的支持,也只是说股东利润应该是公司领导人的首要目标,但不是唯一目标。^[39]事实上,办理道奇案的法院支持了一项主要基于人道主义动机的公司扩张决定,并赞许地引用了美国最高法院先前的一项决定;该决定支持了另一项公司决定,即向该市供水,供市政使用,因为这是对该市之前赋予该公司的沉没利益的回报。^[40]实际上,法庭宣布无效的唯一一项公司判决,没有涉及任何牺牲公司利润来推进利益相关者的利益,而是涉及扣减股息以迫使少数股东(道奇兄弟)将其股票出售给大股东(亨利·福特);因此,这反而引发了利益冲突,触及忠实义务问题。^[41]

诚然,有一种有限的情况确实引发了利润最大化的实际责任:公司控制权的出售。^[42]但是,这种责任仅限于这种情况,因为它们引起了最后时期的问题,这些问题破坏了普通的市场约束,(如果没有任何这种责任)就会使公司领导人拥有过度无限制的自由裁量权,以牺牲股东的利润来促进其他利益。^[43]

有些人辩称,普通法中的注意义务是为了“公司的最大利益”而采取行动,规定了股东利润最大化的义务,但注意义务法(duty-of-care law)中从未将“公司的最佳利益”定义为仅指“股东的利润”^[44]。上述法律恰恰采用了相反的观点:公司的最大利益可以覆盖利益相关者的利益。^[45]

在任何情况下,即使人们认为(与上述所有法规和判例法相反)普通法的注意义务规定了使股东利润最大化的名义责任,商业判断规则

[38] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 764 ~ 766 页。

[39] 同上, 第 772 ~ 773 页。

[40] 同上, 第 773 ~ 774 页、第 781 ~ 782 页。

[41] 同上, 第 774 ~ 775 页。

[42] 同上, 第 746 页、第 765 ~ 766 页、第 848 ~ 852 页。

[43] 同上。

[44] 同上, 第 769 页。

[45] 同上。

明确表明,它不能以阻止公司领导人行使实质上的自由裁量权来促进利益相关者的利益的方式合法执行。^[46] 根据商业判断规则,除非决策者有经济利益冲突,否则法院不会对商业决定是否符合公司的最佳利益进行二次评估。^[47] 如果没有这样的财务冲突,法院将维持商业决策;而不必审查这些决策是否实际增加了公司利润,是否真的可能这样做,是否出于增加公司利润的动机,甚至是否可以具体说明任何此类增长情况。^[48]

因此,只要公司领导人提出一些可以想象的理论,说明这样做可以提高公司的长期利润,法院就会作出牺牲公司利润以促进利益相关者利益的决定。^[49] 这种理论几乎总是存在:任何保护利益相关者利益的决定都可能是合理的,因为它有助于避免消费者、员工、社区、其他企业或政府监管机构的不良反应。^[50] 即使只是简单地将公司资金捐赠给利益相关者,也可以说是为了提高公司的声誉,从而提高长期的盈利能力;法院也曾以类似的理由支持公司交易结构的决定,以创造税收劣势的方式构建公司交易,在数学上这肯定会降低公司利润。^[51]

人们可以想象摆脱商业判断规则。但问题是,这样做并不可取,因为法院和陪审团的商业裁决偶尔会取代公司领导人自由决定的商业判断,这会降低效率。^[52] 事实上,90%以上的特拉华州公司都选择取消经理人注意义务的章程条款,即使在商业判断规则下仍是如此。这表明,人们普遍希望规避任何可能的风险,即法院可能实际上强加可强制执行的责任,以实现利润最大化。^[53]

因此,即使是像贝布丘克和塔拉里塔这样名义利润最大化义务的坚定支持者,也承认商业判断规则必须保留在理论版图中。^[54] 只要这

[46] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8],第746页、第770~771页。

[47] 同上,第770页。

[48] 同上,第770页、第772页。

[49] 同上,第770~772页。

[50] 同上,第772页。

[51] 同上,第771页注93。

[52] 同上,第738~739页、第776~779页、第783页、第810~811页。

[53] 同上,第862页。

[54] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1],第112~113页。

样做,就必然意味着没有实现利润最大化的可强制执行义务。因此,公司领导人保留了一些有限的事实自由裁量权,可以根据利益相关者利益牺牲股东利润。在这个意义上,牺牲股东利润以促进利益相关者利益的有限自由裁量权,不仅是对现行法律的准确描述,而且是不可避免的。正如下一节所讨论的,这种有限自由裁量权也是积极可取的。

(二) 牺牲股东利益促进利益相关者利益的有限自由裁量权的可取性

前一节指出,为保护利益相关者的利益而牺牲股东利润的有限自由裁量权不仅一直是法律规定的,而且是不可避免的。本节表明,基于几个原因,这也肯定是可取的。

1. 利润最大化义务将凌驾于理想的社会和道德制裁上

股东利润最大化的义务将凌驾于最佳行为规范所必需的社会和道德制裁之上。对法律监管的经济分析表明,法律监管不可避免地是不完善的。这不仅是因为不完善的政治进程经常阻止或延迟最佳法律的通过;而且考虑到不可避免的信息不确定性和裁决错误,即使是最佳的法律惩罚也不可能阻止所有不可取的行为,无法阻止所有可取的行为。^[55] 法律所能做的最好的事情就是通过将法律上未被制止的不良行为和法律上被制止的良好行为所造成损害总和的最小化来进行优化。^[56]

因此,最佳行为规范始终要求以社会和道德制裁来补充法律制裁。^[57] 社会和道德制裁往往是可取的,因为与法律制裁相比,它们可能涉及较少的信息不确定性或程序成本。^[58] 事实上,在规范大多数日常行为方面,社会和道德制裁可能比法律制裁更重要。^[59] 我们中的任何一个人都希望与那些总是做任何能使其个人利益最大化的事情的人打交道,除去预期的法律惩罚,而不考虑对其他人的影响吗? 很难说,因为这几乎就是反社会者的定义。

[55] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 747 ~ 749 页、第 802 页。

[56] 同上, 第 748 ~ 749 页、第 802 页。

[57] 同上, 第 751 ~ 754 页。

[58] 同上, 第 754 ~ 755 页。

[59] 同上, 第 753 ~ 754 页。

这是企业实现股东利润最大化义务的核心问题。它不仅允许,而且要求所有公司领导人表现得像公司反社会者一样,无论对其他人的影响如何,都尽可能地实现股东利润最大化,并坚决无视旨在保护其他人利益的任何社会或道德制裁。除非我们认为社会和道德制裁是如此偏离正道,以至于它们净是有害的,否则没有理由采取如此改变;如果我们如此认为,那么适当的改变将是让每个人而不仅仅是企业领导者,都有义务实施带来利润最大化的行为,从而推翻这些偏离正道的社会和道德制裁。^[60] 假设我们不认为我们的社会和道德制裁是如此偏离方向,那么利润最大化的义务(对公司或其他任何人)将导致较差的行为,因为它会凌驾于社会和道德惩罚的理想监管之上。^[61]

2. 因为股东通常重视利益相关者的利益,利润最大化的义务往往会损害股东的价值

即使人们认为公司领导人有权义务使股东价值最大化,但股东往往重视受其公司影响的利益相关者的利益。事实上,一项调查发现:97%的公司股东认为,管理者应该考虑利益相关者的利益;88%的股东认为,公司领导人在考虑向新工厂搬迁以获取利润时,应该在决定搬迁之前权衡对利益相关者产生的影响。^[62] 例如,股东可能关心环境,因此,当他们的公司采取某些措施使股东利润最大化但对利益相关者施加过高的环境成本时,股东可能会遭受效用的净损失。利润最大化的义务将要求管理者采取这种利润最大化行动,即使这样做会损害股东效用。^[63]

此外,正如我在前一篇文章中所指出的,从结构层面来看,集体行动问题削弱了股东采取有效行动以推进其非货币目标(nonmonetary objectives)实现的能力。^[64] 因此,股东往往需要依靠公司领导人为其推进非货币目标。

[60] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第755~756页。

[61] 同上,第797~805页、第814~817页。

[62] 同上,第793页。

[63] 同上,第800~801页。

[64] 同上,第740页、第742页、第759页、第792页、第799~800页、第815~817页、第820~825页、第827页。

例如,假设一位收购竞标人成功竞标,其会采取措施以提高公司利润,但会带来现有股东认为过高的环境成本。竞购者将增加公司利润,因此可以提供高于现有股价的溢价。即使每个股东都希望不发生收购,但每个股东都会意识到,其自身决定是否出让自己小部分股份对收购发生与否的影响并不大,但却完全决定了这位股东能否及时获得收购溢价。^[65] 因此,每一位股东单独行动,都会有动机出价;即使考虑到他们的环境价值,他们都希望收购不会成功。这一集体行动问题解释了为什么所有州都(通过法规或法院判决)赋予公司领导人明确或事实自由裁量权,在决定是否阻止敌意收购时权衡利益相关者的利益。^[66]

这个问题不仅限于对收购要约的回应。股东还存在集体行动问题,这可能会妨碍他们在作出投资决策时考虑到他们的非货币目标。^[67] 假设一家公司从事反社会行为(antisocial behavior),虽然此种行为导致利润增加,但从股东社会目标实现层面来看,这种行为会给股东造成净效用损失(net utility loss)。每个股东都会意识到,个人的撤资决定对公司是否继续进行反社会行为影响不大,但肯定会剥夺股东在这些增加的利润中的份额;因此,如果股东采取单独行动,即使对股东效用造成净损害,也会激励他们投资于利润最大化决策的公司。我对股东在进行收购和投资决策时所面临的集体行动问题的分析,在我的文章之后,得到了著名经济学家奥利弗·哈特(Oliver Hart)和路易吉·津加莱斯(Luigi Zingales)的证实,他们使用了一个常见的经济模型得出了类似观点。^[68]

人们可能会认为,股东投票是解决此类集体行动问题的自然方法,因为投票允许股东集体行动而不是单独行动。哈特和津加莱斯本人也持此种观点。^[69] 但是,股东无法对公司的一般经营决策进行可行的投

[65] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第742页、第820~824页。

[66] 同上, 第742页、第825页、第827~830页。

[67] 同上, 第759页、第792页、第799页、第816~818页、第824~825页。

[68] Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J. L. FIN. & ACCT. 247, 251-52 (2017)。

[69] 同上, 第247页、第260~261页、第270~271页。

票,这就是公司法将其交由管理层自由裁量的原因。^[70] 此外,即使在股东可就相关问题进行可行投票的情况下,股东也会面临集体行动问题,这可能会妨碍他们在投票时获得足够的信息,以推进其社会目标。^[71] 例如,即使股东关心环境,对其投资组合中的每一家公司而言,了解和分析每一项潜在公司行为对环境的影响所产生的成本对每个股东来说都是昂贵的。此外,由于每位股东只有一小部分的投票权,她知道,在知情的情况下投票,对这些公司是否从事股东认为会造成过高环境成本的行为影响不大。因此,即使股东们非常关心环境问题,集体行动问题也会阻碍他们了解足够多的信息,使其难以通过投票推动环保目标的落实。^[72]

自从我撰写上一篇文章以来,不同公司之间共同持股的现象日益增多,这使人们更加注意到股东(shareholders)可能会因为营利性的公司行为(profitable corporate action)而遭受净损失(net loss)——此种行为会损害利益相关者(stakeholders)。因为投资者在很大程度上已经转向投资于具有广泛多样化投资组合的基金;所以,投资者不仅经常投资于可能从事一些有利可图的反社会行为的公司,而且还投资于可能受该行为影响的其他公司。由于这种共同持股的增长,从1980年到2017年,任何一家标准普尔500指数公司的股东对另一家标准普尔500指数公司的利润的平均权重从20%上升到70%,对同一行业的另一家公

[70] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第815页。

[71] 同上,第759页、第799~800页、第816~817页、第827页。哈特和津加莱斯忽略了这些信息成本和它们所造成的集体行动问题,因为他们的经济模型假设股东对所涉及的社会问题完全知情。参见 Hart & Zingales, 同前注[68], 第253~254页。

[72] 股东投票的另一个问题是,即使股东完全知情,他们在很大程度上不受独资经营者会感受到的普通社会或道德制裁的影响。参见 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第740页、第758~759页、第798~799页、第814~815页、第827页。真正承受社会制裁和道德制裁的主体将是公司的领导人,因此,必须赋予其相应的裁量权,使其能通过社会道德规范约束公司行为。同上,第740页、第758~759页、第797~805页、第814~817页。但这一问题的本质并不是利润最大化与股东价值的冲突,而是关乎此前讨论的利润最大化逻辑如何凌驾于社会道德规范的约束效力。见本文一(二)第1部分。

司的权重上升到 75%。^[73] 这意味着,如果一家公司的行为对整个经济中的其他公司造成了环境损害,那么第一家公司的股东将通过对其他公司的投资而遭受平均 70% 的损害。如果一家公司的行为以其他方式损害了同一行业的客户或供应商,那么,第一家公司的股东也将遭受平均 75% 的损害。

因此,即使股东只关心自己的个人经济利益,任何特定公司的股东也会越来越强烈地关心损害利益相关者的公司行为,因为这些股东也越来越多地投资于这些利益相关者。因此,对股东利益做出反应的公司领导人可能会越来越多地考虑利益相关者的利益,因为他们的股东都投资于这些利益相关者。与这些激励措施相一致的是,经验证据表明,普通股东的存在增加了公司避免有害环境行为的程度。^[74] 每个公司的利润最大化的义务会阻止这种效果,要求每个公司的领导人从事任何能增加该公司利润的行动,即使这些增加的利润被其共同股东所拥有的其他公司的总体环境危害所抵消。即使人们认为企业应该只实现股东利益的最大化,但以这种方式忽视股东利益显然是不可取的。

3. 利润最大化的义务需要打破有效的隐性合同,从而损害事先的公司营利能力

经济文献表明,公司签订法律上不可执行的隐性合同通常是有效

[73] See Elhauge, *The Causal Mechanisms of Horizontal Shareholding*, 82 OHIO STATE L. J. 1, 7-8 (2021). 关于共同持股及其多重影响的爆炸性文献综述,参见 Martin C. Schmalz, *Common - Ownership Concentration and Corporate Conduct*, 10 ANN. REV. FIN. ECON. 413 (2018); Martin C. Schmalz, *Recent Studies on Common Ownership, Firm Behavior, and Market Outcomes*, 66 ANTITRUST BULL. 12 (2021)。

[74] See Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 WASH. L. REV. 1 (2020); José Azar, et al., *The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World* (November 27, 2020), J. OF FIN. ECONS. 共同持股的影响并不总是良性的。当跨市场竞争对手之间存在共同持股时,这种持股被称为横向持股,它可能会产生反竞争效应,减少这些竞争对手之间的竞争。See Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV. 1267 (2016); Elhauge, *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy—And Why Antitrust Law Can Fix It*, 10 HARV. BUS. L. REV. 207 (2020)。在这种情况下,问题在于最佳竞争行为要求企业忽略其竞争行为损害对手利润的事实。但在其他情况下,当共同持股导致企业将其对其他企业造成的有害外部因素(如环境危害)内部化时,共同持股也会产生有益的影响。

和有利可图的。^[75] 这种隐性合同有两种类型:特殊的和普通的。

一些隐性合同反映了与利益相关者的特殊理解。这种隐性合同可能促使利益相关者(如工人或社区)向公司授予某些特定利益(如更努力工作或有利的分区审查),但前提是公司经理稍后将适当奖励这些努力或不采取损害利益相关者的行动。^[76] 例如,这种隐性合同可能促使培养员工技能,使其对公司(而不是其他公司)更有价值,但前提是公司管理层稍后将行使其自由裁量权,避免将其工资削减到不包括员工在公司的特定人力资本投资价值的水平。^[77] 在时间 2(time 2),违背这样一个隐性合同(implicit contract)将是符合利润最大化且完全合法的,但是,这会阻止利益相关者与公司签订隐性合同,这些合同在时间 1(time 1)是事前利润最大化的。“由于缺乏法律强制力,这种隐性合同的执行必须依靠社会或道德的制裁,以防止违背这种松散的理解,而这种制裁只有在不被法律义务推翻的情况下才会有效。”^[78]

经济文献表明,这种隐性合同往往比显性合同更有效率、更有利可图。^[79] 主要原因是,通常很难界定相关义务及其条件,特别是考虑到许多义务将取决于未知的未来或有关事项。为了说明这一点,在上面的例子中,隐性合同并不是简单的合同,如果员工在一份合同中工作了几年,他们的工资就永远不会被削减。相反,隐性合同要求员工充分发展其公司特有的技能(而且很难确定他们是否做到了这一点,特别是因为必要的技能可能会随着时间的推移而改变),并防止只削减工资,剥夺员工公司特有投资的价值(这很难界定,特别是在许多事件中,可能因不相关的因素削减工资)。

假设一家公司不能签订这样一份隐性合同,因为利润最大化的义务排除了管理层在事后兑现隐性合同的自由裁量权,而这样做是事后无利可图的。在这种情况下,公司不会签订任何不削减工资的明确合同,因为相关的义务和条件无法在书面合同中明确规定,而替代更明确

[75] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 779 ~ 782 页。

[76] 同上。

[77] 同上,第 779 ~ 780 页。

[78] 同上。

[79] 同上,第 779 页。

的义务和条件(例如,为公司工作10年的所有员工永远不会被降薪)将是僵化的,在某些突发事件发生时效率低下。相反,在这个事项上,公司并没有明确或隐含的合同,因此,工人不会做出一些事前就能提高股东利润的公司特定投资。

其他隐性合同不涉及公司和特定利益相关者之间的任何特殊理解,而是涉及每个人都将遵守正常社会和道德规范的一般隐性社会合同。^[80]在这种一般的隐性契约下,利益相关者可能会遵守对公司有利的社会或道德规范,但前提是期望公司会遵守对他人有利的社会和道德规范。如果这样,公司在事后牺牲利润的情况下遵守社会和道德规范的自由裁量权就是事前利润最大化。

这种隐含的理解是,企业管理者将保留以诚实的方式行事的自由裁量权,而不是在后来变得有利可图时通过背弃社会和道德规范来背叛他人。相关经济文献表明了为什么拥有一个值得信赖的品格可以获利。正如该文献所显示的,一个拥有值得信赖的品格的人可以诱导他人与之进行有效的交易,从而使承诺拥有这种值得信赖的品格是有效的和事先有利可图的,即使事后一个人可能通过背弃信任而做得更好。^[81]同样,一家公司如果保持公司经理的自由裁量权,使其能够基于其高尚的品格行事,即使在事后变得无利可图时,也可以与公司进行有效的交易,而这些交易使该公司在事前获利。

事实证明,道奇(Dodge)案中主张利润最大化义务,该案通常被视为他们的主要案例之一,批准这种事后利润最大化的牺牲,以便遵守一种普遍的隐性社会契约,以回报过去赋予的利益。道奇案中的意见表明,它同意美国最高法院先前的一项裁决;该裁决允许一家公司将公司的水提供给市政使用,以换取该市事先授予铺设水管的权利。^[82]这一决定在事后是无利可图的,因为该公司本可以出售水,而该市不可能在没有公正补偿的情况下按照宪法规定剥夺其水权。该公司也没有任何具体的特别隐含的理解,它将在未来向城市提供水。但法院“支持公

[80] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第780~781页。

[81] 同上,第780页注125。

[82] 同上,第781页。

司的行为,将其作为一种适当的手段,以回报城市在过去(实际上是沉没的)通过允许地下管道而带来的利益”。^[83] 简而言之,公司经理人(managers)拥有自由裁量权(discretion)——通过遵守社会与感恩道德来牺牲事后公司利润。理由是,他们知道维持这种自由裁量权才有可能许可公司首先铺设水管——这就促使了城市决定(city decision)事先就是盈利的(profitable)。

贝布丘克和塔拉里塔所倡导的在每一时刻都要实现利润最大化的责任,将迫使公司领导人在有利可图时放弃隐性合同,这将使公司无法诱使利益相关者签订有效的隐性合同。通过阻碍这些隐性合同的签订,利润最大化义务将以损害股东和所有利益相关者的方式降低公司效率和预先的利润率。

4. 为保护利益相关者而牺牲公司利润的有限管理自由裁量权反映了一种有限的代理懈怠,因此可能会取代那些反而会促进管理利益的决策

管理层行使自由裁量权来牺牲股东利益的情形,会受到严格的限制,这是因为这种情形反映了市场监管和法律机制监管的代理懈怠(agency slack)问题。正如我之前的文章所强调的,牺牲公司利润的管理者自由裁量权受到“产品市场竞争(承担过高成本的公司无法生存)、劳动力市场纪律(牺牲太多利润的经理会发现很难找到另一份工作或更好的工作)和资本市场的制约”(如果经理人牺牲了太多利润,那么其持有的股票和股票期权的价值就会降低,甚至可能引发收购要约)。^[84] 考虑到股东理性的冷漠,股东投票当然是不完美的,但它也对管理者牺牲股东利益的决定施加了重要约束。^[85] 最后,正如我所强调的,管理者牺牲利润的行为受到高级管理人员薪酬方法的进一步制约:如果公司利润较低,高级管理人员薪酬便会降低。^[86]

这些市场机制的结合是高度制约的,但并不完善。^[87] 公司法为这

[83] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第781页。

[84] 同上,第808页。

[85] 同上。

[86] 同上,第808~810页。

[87] 同上,第741页、第745~746页、第809页。

些市场约束提供了支持。在公司法明确允许牺牲公司利润以促进利益相关者利益的情况下,它施加了一个合理性约束:禁止过度牺牲利润。^[88] 如果公司法允许实施自由裁量权,通过接受与利润最大化的任何紧张联系来牺牲利润,那么至少需要表明与利润的某种可能性联系也会限制利润牺牲。^[89] 此外,在涉及控制权出售的特殊情况下,当管理者因为所有这些市场约束变得不那么有效而遇到最后一个时期的问题时,法律确实根据露华浓(Revlon)原则规定了一项可执行的利润最大化义务。^[90] 这种市场和法律约束的结合,只允许有限的自由裁量权为进一步的利益相关者而牺牲公司利润。

由于这些市场和法律约束是不完善的,一些牺牲股东利益的代理懈怠总是存在的。^[91] 但正是这些不完美之处,使代理懈怠能够促进企业管理者自身的利益。因为这些不完善的约束条件所留下的代理懈怠的总量是恒定的,管理者为促进利益相关者的利益所做的任何利润牺牲都有可能取代以其他方式促进管理利益的利润牺牲。^[92] 道德和社会制裁可能会说服公司管理者牺牲公司利润,以避免这种制裁;但鉴于代理懈怠总量是有上限的,这种牺牲很可能取代牺牲公司利润以促进管理者利益的其他决定。^[93]

二、贝布丘克-塔拉里塔(Bebchuk-Tallarita)论点的非回应性

尽管贝布丘克和塔拉里塔批评了我作为利益相关者的立场,^[94] 但

[88] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第746页、第775页、第842~848页。

[89] 同上, 第746页、第777页、第842页。

[90] 同上, 第746页、第765~766页、第841~842页、第848~852页。

[91] 同上, 第776~777页、第809~810页。Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 309-10 (1976).

[92] 参见 Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第740~741页、第777页、第805~807页。

[93] 同上。

[94] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第104页。

他们实际上没有回应我为我的立场提供的任何分析。他们提供的任何肯定性分析也没有削弱我为我的立场提出的任何论据。相反,他们的大部分分析实际上支持了我的立场的前提。此外,考虑到我的分析,他们的许多论点都存在缺陷。

(一) 长期以来显然存在牺牲公司利润的实质性管理自由裁量权

贝布丘克和塔拉里塔没有反驳我的观点,即没有任何公司法规规定存在利润最大化的义务,而且在公司法规解决了这一问题的情况下,他们反而规定公司经理可以权衡利益相关者的利益。^[95]事实上,贝布丘克和塔拉里塔承认,32个州的公司法规允许考虑利益相关者的利益。^[96]相反,他们认为应该修改这些公司法规,以施加利润最大化的义务。但重要的是要保持描述性和分析性声明的区别,他们的承认意味着其承认长期以来大多数州都拒绝了利润最大化的义务。

贝布丘克和塔拉里塔也没有提及我的任何分析;这些分析表明,至少截至2005年,公司普通法(包括特拉华州)没有采纳利润最大化的义务,而美国法律协会对普通法的重述早就明确拒绝了这种义务。^[97]贝布丘克和塔拉里塔确实认为,在我之前的文章发表后,2010年特拉华州高等法院在eBay案中的判决表明,特拉华州普通法确实采纳了利润最大化的义务。^[98]然而,这个eBay案的判决并没有产生贝布丘克和塔拉里塔得出的影响。

首先,尽管威廉·钱德勒(William Chandler)大法官备受尊敬,但eBay案是一名审判法官在一个案件中作出的决定。因此,它是否会被视为特拉华州法律的权威性声明,目前尚不清楚。

更重要的是,即使被视为特拉华州法律的明确声明,eBay案的裁决也是相当有限的。最多,法院认为它不会支持“具体的、明确的、公认的不寻求股东利润最大化”的公司行为。^[99]这证实了而非反驳了我

[95] 见本文一(一)部分。

[96] Bechuk & Tallarita,同前注[1],第105页、第115~118页。

[97] 见本文一(一)部分。

[98] Bechuk & Tallarita,同前注[1],第137页[引用eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010)]。

[99] 16 A.3d at 34(原文中强调)。

的观点,即使我们将普通法解读为规定了名义上利润最大化义务,也不会改变公司领导人在牺牲公司利润方面拥有大量事实上的自由裁量权的现实;因为根据商业判断规则,法院不会对任何所谓的行动是为了使公司利润最大化的主张进行二次猜测。^[100]在某些方面,eBay案的裁决只是强调了这一点:只有当公司领导人不仅承认他们牺牲了公司利润,而且不遗余力地具体和明确地这样做时,决策才会无效。避免这种具体、明确的承认是一个很容易达到的标准,也很难消除我所确立的牺牲利润的事实自由裁量权。

事实上,令人惊讶的是,eBay在应用比一般商业判断规则更严格的标准的情况下,采用了这一极其微弱的限制。在eBay案中,备受打击的公司决定采取毒丸(poison)计划,限制少数eBay股东收购公司(craigslist)的额外股份。^[101]法院认为,该决定是一种防御性策略,可以巩固管理者并防止控制权的改变,因此不应根据“尊重商业判断的标准”来判断,而应根据“强化审查的中间标准”进行判断。^[102]根据这一标准,董事必须确定所服务的公司目标,并证明他们的行为与这些目标相关联是合理的。^[103]事实上,即使在这种强化标准下,法院也只愿意推翻一项具体和明确承认牺牲公司利润的决定,这使牺牲利润的决定更不可能根据适用于公司领导人普通经营决策的商业判断规则而受到否决。^[104]

eBay案还涉及其他特殊情况;这些情况是过去限制公司自由裁量权的罕见触发因素,不适用于牺牲利润的普通裁量权的行使。在eBay案中,拥有craigslist*多数股份的两位股东反对第三位股东eBay决定通过推出自己的在线分类网站与craigslist竞争。^[105]作为回应,大股东要求eBay出售其股份;而当eBay不出售股份时,大股东(作为董事)决

[100] 见本文一(一)部分。

[101] 16 A.3d at 6, 28.

[102] 同上,第28页。

[103] 同上。

[104] 另见同上,第35页(董事不能部署毒丸“以捍卫公开摒弃股东财富最大化的商业战略”)(重点补充)。

* craigslist 是一家国外与信息分类有关的网站。——译者注

[105] 同上,第6页。

定惩罚 eBay,采取一种毒丸,阻止 eBay 在大股东去世后从其继承人手中收购任何股份。^[106] 因此,正如在道奇案中一样,被否决的决定涉及大股东和小股东之间的冲突,即大股东利用他们对公司的权力,试图迫使与公司竞争的小股东向他们出售股份。^[107] 这种利益冲突引起了对忠实义务的担忧,而牺牲所有股东的利润来保护利益相关者的决定并不涉及忠实义务。

此外,eBay 案涉及类似露华浓的最后期限问题。^[108] eBay 案中的最后期限并没有涉及典型问题:在公司作出决定时,决策者离开公司的方式破坏了市场对他们自由裁量权的常规约束。相反,它涉及更严峻的最后时期的问题,即大股东试图在他们自己去世后支配公司的控制权和政策。这意味着,在公司决策生效之时,市场约束根本不适用;因为决策相关者已经去世,并以一种约束未来公司经理和股东的方式在坟墓之外作出裁决。对这一影响的担忧似乎是促使 eBay 作出这一决定的部分原因。^[109] 这种最后一段时期和去世后的担忧,并不是由普通的企业决策所引起的,这些决策旨在缓和利润最大化以保护利益相关者。

事实上,eBay 案更重要的一点是,法院没有做任何事情来限制日常现实,即由于 craigslist 的公司领导人拒绝利润最大化,“craigslist 在很大程度上将其业务作为一项社区服务来经营”,拒绝对分类广告收费或将其网站上的广告空间出售给第三方。^[110] 简而言之,虽然法院宣布引发利益冲突和最后期限问题的毒丸计划无效;但法院没有干扰企业领导人继续行使经营自由裁量权,牺牲大量企业利润,以使社会受益。因此,该案证实而非反驳了为公共利益牺牲公司利润的实质自由裁量权的存在。

因此,贝布丘克和塔拉里塔没有提出任何反驳我的观点的证据,即公司法从未强制规定利润最大化的义务,而是长期以来(无论明示或

[106] 同前注[101],第6页、第32页、第34页。

[107] 见本文一(一)部分。

[108] 见本文一(一)和一(四)部分(解释说,控制权的出售会触发 Revlon 义务,因为在这种情况下,最后时期的问题会破坏普通市场对管理者自由裁量权的限制)。

[109] 16 A. 3d at 32.

[110] 同上,at 8, 34.

暗示)维持了牺牲公司利润以保护利益相关者利益的实质性裁量权。准确理解这一基线对于评估贝布丘克和塔拉里塔的其他主张很重要,即除非他们改变了行为,否则最近否认利润最大化义务的声明一定是虚幻的。

(二)牺牲公司利润以造福利益相关者的自由裁量权仍然是不可避免的,而不是虚幻的

1. 确认牺牲公司利润以造福利益相关者的自由裁量权必然性

如上所述,我之前的文章认为,牺牲公司利润的实质性自由裁量权不仅早已成为法律,而且是不可避免的;因为如果不放弃商业判断规则,就无法消除这种自由裁量,而商业判断规则将造成无法克服的低效率成本。^[111] 贝布丘克和塔拉里塔有没有对这一说法提出反驳? 没有。相反,其分析反而有力地证实了这一说法。

首先,贝布丘克和塔拉里塔强调,只要公司领导人愿意声称有利于利益相关者的行动有助于长期股东价值,“根据商业判断规则,公司领导人实际上并不面临无法向审查法院证明其决定的重大风险”^[112]。因此,他们的分析证实了我之前的观察,即公司领导人声称利益相关者利益和长期股东利润之间存在某种可能的联系,从而无法经得住商业判断规则审查,这并不存在重大风险。因此,它证实了我的观点,即商业判断规则必然赋予企业领导人以牺牲企业利润来造福利益相关者的实质自由裁量权。

同样,贝布丘克和塔拉里塔认为,法律是否允许或授权董事权衡利益相关者的利益没有实际意义,因为无论哪种方式,“商业判断规则都防止法院对董事的决定进行二次猜测……因此,即使有一项规则强制要求董事重视利益相关者的利益,他们在多大程度上会这样做也最终取决于他们自己的自由裁量权”^[113]。如果商业判断规则通过防止司法第二次猜测,使赋予利益相关者利益权重的任何授权无效,那么从逻辑上讲,它也会使任何不对利益相关者利益加以重视的授权无效。无论

[111] 见本文一(一)部分。

[112] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第112~113页。

[113] 同上,第115页。

哪一个是强制性的,商业判断规则都意味着任何给予股东或利益相关者利益的权重将最终取决于公司领导人的自由裁量权。这再次证实了我的观点。

当然,我们可以想象摆脱商业判断规则。但是贝布丘克和塔拉里塔并没有对我的观点作出任何回应,即这样做将是低效的,于公司利润有害。^[114]相反,他们的分析自始至终都假定,无论公司法是否规定了不权衡利益相关者利益的义务、权衡利益相关者利益的义务或者权衡利益相关者利益的自由裁量权,商业判断规则都是可取的;它将继续成为理论界关注的对象,并赋予企业领导人在某种程度上权衡利益相关者利益的自由裁量权。^[115]

因此,鉴于贝布丘克和塔拉里塔似乎并没有质疑这样一个实际的现实,即公司法总是赋予企业领导人一定的自由裁量权,以牺牲企业利润来造福利益相关者,他们的论点并不支持任何可执行的利润最大化义务。他们的立场似乎可以归结为一个主张,即公司法应该规定股东利润最大化是一个理想的标准,尽管这是不可执行的,并且只有在公司领导人犯了公开承认他们牺牲股东利润这一容易避免的错误时,才会产生影响。

但是,我们为什么会认为这样一个无法执行(unenforceable)的目标恢宏的标准会有任何实用意义呢?如果没有,又何论理想性标准的实用意义。无论利润最大化是不是规定的不可强制执行的理想标准,公司领导人仍然会受到市场的限制,这些限制主要倾向于公司利润的最大化,但这将在一定程度上受到社会和道德制裁的制约。^[116]同样,无论理想的标准是什么,公司领导人在某种程度上仍会受到现实的影响,即股东通常关心利益相关者的利益(尤其是因为他们经常投资于利益相关者),保护利益相关者自由裁量权通常会增加事前盈利能力(ex ante profitability)。^[117]鉴于这些现实,很难理解为什么坚持一个不可强

[114] 见本文一(一)部分。

[115] Bebchuk & Tallarita,同前注[1],第102页注20,第112~113页、第115页、第122页。

[116] 见本文一(二)第1和第4部分。

[117] 见本文一(二)第2和第3部分。

制执行的利润最大化的理想标准会改善行为。

事实上,采用这样一种无法执行的理想标准的主要影响似乎是,公司领导人不会公开宣称其在权衡利益相关方的利益,而是不得不暗中权衡利益相关方的利益,方法是作出牵强的(但实际上是不可审查的)声明,称只有在这样做能增加股东长期利润的情况下,才会考虑利益相关者利益。正如我在之前的文章中所指出的,迫使公司领导人秘密而非公开地权衡利益相关者的利益只会增加代理成本,从边际效果来看,也剥夺了股东掌握关于公司领导人实际所做事情的精准信息。^[118]

2. 为什么牺牲公司利润以造福利益相关者的自由裁量权并非虚幻

贝布丘克和塔拉里塔也为牺牲公司利润的自由裁量权是虚幻的说法提供了各种论据。他们所说的“虚幻”,似乎并不是(鉴于上述情况)指这种自由裁量权实际上并不存在。相反,他们似乎是指不能指望公司经理人行使这种自由裁量权来保护利益相关者。但他们对这一说法的论证是有缺陷的,主要是因为他们假设了一个不正确的基线(baseline)。

(1)2019年商业圆桌会议声明。贝布丘克和塔拉里塔认为,牺牲公司利润以保护利益相关者的自由裁量权一定是虚幻的,因为2019年商业圆桌会议的声明接受了这一立场,并没有导致各种变化。^[119]但他们在每一点上的论点,都取决于他们对预先存在(pre-existing)的公司法规定的不正确基线的假设。

第一,贝布丘克和塔拉里塔指出,签署该声明的首席执行官们基本上没有寻求董事会的批准,这表明他们不认为新的声明是一个有意义的改变。^[120]但这并不令人惊讶,因为该声明并不是一个有意义的改变,现有的公司法早已确认了存在一种牺牲公司利润以保护利益相关者的公司自由裁量权。^[121]贝布丘克和塔拉里塔的假设并非如此,只是因为他们错误地认为之前的基准线是一种利润最大化的义务,而事实

[118] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第740~741页、第795页、第807页、第811页。

[119] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第94~95页、第98~99页、第124~139页。

[120] 同上, 第98页、第130~133页。

[121] 见本文一(一)和二(一)部分。

上这种义务从未存在过。^[122] 相比之下,签署 2019 年声明的公司解释说,它们认为这不是一个有意义的改变,因为这与它们过去的做法一致。^[123] 这不是事后的合理解释。正如我在前一篇文章中所指出,早在 1989 年,商业圆桌会议就已经拒绝了企业领导人^[124]有义务实现利润最大化的立场。^[124] 可以肯定,1997 年商业圆桌会议指出,董事的主要职责是对股东负责,^[125] 但这与采取股东排他性立场不同,因此与公司法中长期存在的牺牲利润以保护利益相关者的有限自由裁量权相一致。^[126] 简而言之,商业圆桌会议在 2019 年所做的只是正确地陈述了它所知道牺牲利润的自由裁量权的现实,而这种自由裁量权已经存在了几十年。签署该声明的首席执行官们认为,重新确认这一长期存在的原则并不是一项需要董事会批准的有意义的改变,这一事实很难表明该原则赋予了一种虚幻的自由裁量权。

第二,贝布丘克和塔拉里塔指出,签署 2019 年商业圆桌会议声明的公司一般不会修改公司准则,该准则规定公司应当首先追求股东利益的增加。^[127] 同样,这也不足为奇,因为先前的规则已经规定,尽管公司应该主要促进股东的利益;但当追求利润最大化对利益相关者造成损害时,他们可以缓和这种追求。^[128] 贝布丘克和塔拉里塔的假设并非如此,因为他们将股东优先权与他们偏好的股东排他性原则混为一谈,^[129] 而这一原则长期以来一直被公司法所拒绝。

第三,贝布丘克和塔拉里塔强调,2019 年商业圆桌会议的声明没有明确说明它是否倾向于保护利益相关者,而不是间接地让股东受益;它没有解决利益相关者和股东的利益可能发生冲突的问题,也没有解

[122] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第 98 页、第 130 ~ 133 页。

[123] 同上, 第 131 ~ 132 页。

[124] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 803 ~ 804 页。

[125] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第 106 页。

[126] 见本文引言和一(一)部分。

[127] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第 98 页、第 133 ~ 137 页。

[128] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 745 页;前文 I. A 部分。

[129] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第 91 页、第 94 页、第 97 ~ 98 页、第 104 页、第 106 页、第 110 页、第 114 ~ 115 页、第 139 页。

释如何权衡这种冲突的利益。^[130] 但是,这并不令人惊讶。如上所述,牺牲公司利润以使利益相关者受益的明示自由裁量权(an express discretion)和事实自由裁量权(the de facto discretion)——无论何时,只要能够声称与长期股东价值具有可能的联系,且是由做到这一点的能力所供给的,上述两种自由裁量权之间就几乎没有任何区别。^[131] 鉴于前者会带来一些额外的法律风险,但并不会有意义地增加这种自由裁量权,声明(以及许多签署公司的公司准则)转而依赖后者就不足为奇了。这并没有提供证据表明这种自由裁量权是虚幻的。

第四,贝布丘克和塔拉里塔认为,2019年商业圆桌会议的声明一定是虚幻的,因为它忽略了与要求股东利润最大化的公司法中所谓的冲突。^[132] 其论点再次错误地假设一些州的公司法规定了可执行的利润最大化义务,而事实上它们并没有这样做;因为它们要么明确承认牺牲公司利润以使利益相关者受益的自由裁量权,要么隐含地承认根据商业判断规则这样做的事实自由裁量权。^[133] 因此,2019年商业圆桌会议的声明正确地忽略了所谓的冲突,因为根本不存在冲突。

(2)公司领导人的激励。贝布丘克和塔拉里塔认为,公司领导权衡利益相关者利益的任何自由裁量权一定是虚幻的,因为市场约束(包括高管薪酬、资本市场、劳动力市场和控制权市场)为公司领导人提高股东价值提供了有力激励,但却很少激励他们独立地衡量利益相关者的利益。^[134] 这些论点都没有反驳我的分析。我的分析依赖于完全相同的市场约束(以及产品市场和股东投票)来解释为什么牺牲公司利润的任何管理者自由裁量权都将限于行使剩余的代理松弛上,因为这些约束必然是不完善的。^[135] 只要这种代理松弛不是零,经理们就会有牺牲公司利润以促进利益相关者利益的自由裁量权,因此这种自由裁量权不会是虚幻的。

[130] 同前注[1],第98~99页、第127~129页。

[131] 见本文一(一)和二(一)部分。

[132] Bebchuk & Tallarita,同前注[1],第99页、第137~139页。

[133] 见本文一(一)和二(一)部分。

[134] Bebchuk & Tallarita,同前注[1],第92页、第99页、第140~155页。

[135] 见本文一(二)第4部分。

贝布丘克和塔拉里塔并不否认某些代理松弛是不可避免的。事实上,他们承认,这些市场约束是非常不完善的,以至于公司领导人的代理松弛“非常严重”。^[136] 这种严重的代理松弛意味着为了公共利益而牺牲公司利润的重大(但有限制的)自由裁量权。

贝布丘克和塔拉里塔认为,不能期望公司领导人利用其重大的代理松弛来促进利益相关者的利益(而不是管理者利益),因为没有任何市场约束提供任何积极的激励来提高利益相关者福利。^[137] 同样,这并没有反驳我的分析,而是证实了我的观点,即公司领导人可以利用固定的代理松弛来促进自己的利益或利益相关者的利益。^[138] 如我所指出的,这意味着任何为利益相关方牺牲公司利润的自由裁量权的行使都可能取代牺牲利润,而牺牲利润本来是可以促进管理层利益的。^[139] 这种替代效应使为利益相关者利益而行使这种自由裁量权更加可取,对股东的伤害更小。

企业领导人将有动机为了自身利益而行使他们的代理懈怠,这一事实很难使他们行使裁量权以促进利益相关者的利益成为虚幻的。毕竟,这里的目标只是让公司像独资经营者一样对社会和道德的制裁作出反应。^[140] 独资经营者的财务利益只会使其自身利润最大化,但独资经营者也希望避免因以违反社会或道德规范的方式伤害他人而遭受的社会或道德制裁。在某种程度上,这些社会或道德制裁削弱了独资经营者实现利润最大化的财务激励。同样,尽管企业领导人有促进自身财务利益的动机,但当他们从事以违反社会或道德规范的方式损害利益相关者的盈利行为时,他们也会受到社会 and 道德制裁。有时,这些社会或道德制裁会阻止企业领导人采取损害利益相关者的行动。

此外,尽管贝布丘克和塔拉里塔认为相关的市场约束为促进股东利益提供了强有力的激励,这是正确的;但他们错误地认为,这必然意

[136] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第 147 页、第 154 ~ 155 页。

[137] 同上。

[138] 见本文一(二)第 4 部分。

[139] 同上。

[140] 见本文一(二)第 1 部分。Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8], 第 745 页。

意味着没有什么激励来支持利益相关者的利益,因为股东本身往往对这些利益相关者的利益有兴趣。^[141] 贝布丘克和塔拉里塔拒绝接受这一论点,理由是他们详述的市场约束鼓励企业领导人“只考虑股东的财务利益”。^[142] 但是,贝布丘克和塔拉里塔并没有对我的分析作出回应;我的分析表明,隐性特殊合同和普通隐性社会契约往往意味着,牺牲公司利润来保护利益相关者会增加公司的事前盈利能力。^[143] 如果一家公司的领导人具有值得信赖的品格,并且有权以可预见的方式遵守这种品格,不会违背这种隐性合同,那么该公司的利润将更高,这意味着在其他公司获得更高的薪酬和就业前景。

贝布丘克和塔拉里塔认为,影响企业领导人的市场约束完全局限于公司股东的财务利益,这种说法也不正确。正如他们所讨论的那样,这些市场约束包括劳动力市场和控制市场,这些市场取决于股东是否愿意保留公司领导人或其他公司的股东是否愿意雇用他们。^[144] 如果这些股东看重的不是有争议的特定公司的利润,他们可能不赞成保留或雇用那些从事损害股东所看重的利益相关者的盈利行为的公司领导人。^[145] 鉴于普通股持股的激增意味着这些股东将经常投资于那些利益相关者,为避免这些利益相关者受到伤害方面具有经济利益,这种情况尤其可能发生。^[146] 实证文献表明,这种普通股增加了公司避免有害环境行为的程度,这表明这种效果绝非虚幻。^[147]

(3) 私募股权交易中缺乏对利益相关者的合同保护。贝布丘克和塔拉里塔还认为,衡量利益相关方利益的自由裁量权肯定是虚幻的,因为在法规允许公司经理在此类交易中考虑利益相关者利益的州,当公司经理谈判将公司出售给私募股权(private equity)时,经理通常不会为利益相关者的合同保护进行讨价还价。^[148] 不幸的是,贝布丘克和

[141] 见本文一(二)第2和第3部分。

[142] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第155页注208。

[143] 见本文一(二)第3部分。

[144] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第143~145页。

[145] 见本文一(二)第2部分。

[146] 同上。

[147] 同上。

[148] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第99~100页、第155~158页。

塔拉里塔对合同保护的关注忽略了一点,即保持一些保护利益相关者的自由裁量权的根本原因是处理那些法律约束和显性的合同保护无法有效或高效地处理的情况。^[149] 这就是保留自由裁量权以应对社会 and 道德制裁以及履行特殊隐性合同或普通隐性社会合同的全部原因。^[150] 在他们的研究中,贝布丘克和塔拉里塔驳回了“软”承诺,因为其在法律上是不可执行的。^[151] 但是,这种软承诺正是隐性合同;而且文献表明,在显性可执行合同无效的情况下,这种软承诺是有效的。^[152] 如果显性的合同保护是有效的,那么公司就会有充分的动机在私募股权收购之前采用此种合同,从而消除作为收购一部分而增加显性合同保护的任何必要性。

此外,贝布丘克和塔拉里塔解释说,他们“聚焦于私募股权收购,因为这种收购将资产转移到经理人控制之下,他们有强大的动机来实现财务回报的最大化,往往会给利益相关者带来重大风险”。^[153] 这种解释必然假设,在此类收购之前,公司在某种程度上牺牲了公司利润以保护利益相关者;否则,将控制权交给具有更大激励以实现利润最大化的经理人不会给利益相关者带来任何重大风险,因为之前的管理者已经在以对这些利益相关者带来相同风险的方式实现利润的最大化。因此,贝布丘克和塔拉里塔关注私募股权收购的理由本身就证实了当前公司领导人正在行使牺牲利润以保护利益相关者的自由裁量权,因此远不是虚幻的。

贝布丘克和塔拉里塔的逻辑进一步假设,不仅私募股权所有者更有可能伤害利益相关者,而且出售的公司领导人也知道这一点;否则,他们未能就利益相关者的特殊保护进行谈判将毫无意义,因为公司领导人不知道有任何理由与他们进行谈判。这意味着贝布丘克和塔拉里塔的数据集(dataset)是一个有偏见的公司选择,因为它仅限于那些公司领导人愿意出售给更有可能损害利益相关者的私募股权所有者的公

[149] 见本文一(二)第1和第3部分。

[150] 同上。

[151] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第156~157页。

[152] 见本文一(二)第3部分。

[153] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第156页。

司。他们的数据集必然排除了那些不愿意进行增加利益相关者损害风险的私募股权交易的公司经理。可以预见的是,他们将是那些更关心社会和道德制裁的人,因此更有可能行使牺牲利润的自由裁量权,以使利益相关者受益。因此,那些愿意进行增加对股东损害风险的私募股权交易的公司经理人,将是那些不太关心避免对利益相关者伤害的公司经理人,他们也不太可能在合同或软承诺的谈判中,行使牺牲利润的自由裁量权来保护利益相关者。这不足为奇。

也不清楚为什么人们会期望私募股权所有者给利益相关者带来更大的风险。毕竟,私募股权所有者也会受到社会和道德的制裁,这些制裁可以抑制他们追求利润最大化的动机,就像对公司领导或独资经营者一样。^[154] 私募股权所有者也可能希望通过保留履行可执行的隐性合同的自由裁量权或对其他利益相关者的利益进行估价来增加事前利润;特别是如果私募股权基金的投资者也投资于这些其他利益相关者,这对于通常投资于私募股权基金的多元化机构投资者来说是可能的。^[155] 鉴于私募股权基金的所有权由许多有限合伙人投资者持有,私募股权基金通常也会存在一定的代理懈怠,因此,有一定的自由裁量权为利益相关者牺牲公司利润,其方式倾向于替代行使代理懈怠来支持私募股权管理。^[156] 如果私募股权基金对利益相关者构成的风险并不比典型的公司经理人更大,那么就没有理由在私募股权收购期间为利益相关者寻求任何特殊保护。

此外,尽管贝布丘克和塔拉里塔声称,^[157] 企业领导人“一般”不会采取措施保护利益相关者,但这一事实并不意味着企业经理人从不这样做。这些证据与我的观点完全一致,即公司领导人主要为股东的利益行事,但也保留一定的自由裁量权使利益相关者受益。^[158] 相比之下,这些证据与贝布丘克和塔拉里塔的观点不一致;他们认为股东排他性占主导地位,因为这意味着有时公司经理人保护利益相关者。事实

[154] 见本文一(二)第1部分。

[155] 见本文一(二)第2~3部分。

[156] 见本文一(二)第4部分。

[157] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第99页、第156~157页。

[158] 见本文引言和一(四)第4部分。

上,根据贝布丘克和塔拉里塔的说法,即使是那些愿意向对利益相关者构成重大风险的私募股权所有者出售股票的公司经理,有时也会为利益相关者协商特殊(合同或软)保护措施。这就着重强调了一定要有强大的社会 and 道德方面的制裁,偶尔会促进公司管理者代表利益相关者行使自由裁量权。

最后,贝布丘克和塔拉里塔从他们的观察中得出了一个不利的推论,即尽管最近的声明肯定了牺牲公司利润以保护利益相关者的自由裁量权,但近年来公司领导人在私募股权收购中纳入利益相关者保护的度并未增加。^[159]然而,随着时间的推移,没有这种变化并不令人惊讶,因为牺牲公司利润以保护利益相关者的自由裁量权一直存在,而且最近也没有改变。^[160]

(三)为利益相关者牺牲公司利润的有限自由裁量权仍然可取

贝布丘克和塔拉里塔根本无视我的所有论点,即为什么拥有为了利益相关者利益牺牲公司利润的有限自由裁量权在规范上是可取的。考虑到我的规范性分析,不仅表明了他们相反的规范性结论是错误的,而且揭示了他们自己的肯定性分析中的几个缺陷。

1. 拥有应对社会 and 道德制裁的自由裁量权的可取性

贝布丘克和塔拉里塔没有提到我的分析。他们的分析表明,鉴于即使是最佳监管的法律制裁也不可避免地存在过度和不足的威慑力,最佳的监管要求用社会 and 道德制裁来补充法律监管,而这将被利润最大化的义务并非可取地压制。^[161]此外,他们的部分肯定性、规范性论证忽略了我对揭示他们主张中缺陷所做的分析。

特别是,贝布丘克和塔拉里塔认为,承认存在牺牲公司利润以保护利益相关者的自由裁量权是不可取的,因为这将延迟或阻碍通过更有效的法律法规或税收保护利益相关方的努力。^[162]他们的论点基于这样一个假设,即法律法规或税收总是可以消除社会问题,这忽略了大量

[159] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1],第157页。

[160] 见本文一(一)和二(一)部分。

[161] 见本文一(二)第1部分。

[162] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1],第92页、第94页、第101页、第164页、第168~173页、第176~177页。

文献。这些文献表明,由于法律规则和裁决不可避免的不精确性,即使是最理想的法律规则也会留下许多过度威慑和威慑不足的问题。^[163] 他们的论点还依赖于一项前提,即依靠自由裁量权而牺牲利润是法律监管和税收的“替代性”策略。^[164] 相反,文献表明,优化行为需要用社会和道德制裁来补充这些法律监管和税收,而这些只有在行为人有应对这些社会和道德制裁的自由裁量权的情况下才会奏效。^[165] 因此,世界各地都没有把社会或道德制裁作为法律监管或税收的替代策略,而是同时采用这两种策略。它们是互补的,而非替代的。

此外,贝布丘克和塔拉里塔忽视了这样一个事实,即他们追求利润最大化的义务将肯定会通过推翻现有的理论来削弱法律监管的有效性;因为现有的理论不仅允许而且要求公司领导人遵守法律规定,即使违规的预期利润会超过预期的惩罚。^[166] 如上所述,这一现有理论通过将法律制裁集中在这些公司领导人身上而提高了法律监管的有效性;因此,改变这一理论转而采用利润最大化的义务,会降低法律监管的有效性。

贝布丘克和塔拉里塔也没有提供任何证据表明,承认保护利益相关者的自由裁量权会延迟或阻滞法律改革,更不用说为他们更大胆的主张提供证据了,即利益相关者主义试图使法律监管成为不必要的。^[167] 我不知道有什么证据表明,要求独资经营者(sole proprietors)以合乎道德的方式行事会降低对法律的要求,以确保不道德的独资企业遵守类似的规范,更不用说这些法律是不必要的。我也不知道有任何环保活动家曾建议过,因为公司有保护环境的自由裁量权,所以他们不会要求进行保护环境的法律改革,或者认为这种法律改革是不必要的。

事实上,因果效应可能是相反的。如果大型知名企业也努力保护环境,往往会证明这种环境保护的重要性,并使其不那么具有争议性,

[163] 见本文一(二)第1部分。

[164] Bebachuk & Tallarita, 同前注[1], 第94页。

[165] 见本文一(二)第1部分。

[166] 见本文一(一)部分。

[167] Bebachuk & Tallarita, 同前注[1], 第176页。

从而在政治上更容易进行法律改革。此外,若大公司从事一些对社会负责的行为,而小公司却没有,也许是因为小公司不太容易受到社会制裁,或者是因为它们不太知名;那么,大公司就有肯定的动机来支持法律改革,迫使其较小的竞争对手遵守同样的行为规范。

例如,考虑一下当大公司宣布它们正在减少碳排放以应对气候变化时会发生什么。这使制定减少碳排放的法律变得更加容易;不仅因为它在政治上证实了气候变化是一个主要问题的立场,还因为大公司更喜欢一个公平的竞争环境。在这个环境中,社会责任感不强的公司也可以减少它们的碳排放任务。

贝布丘克和塔拉里塔抱怨说,那些(像我一样)支持自由裁量权保护利益相关者的人,并没有明确规定一个精确的协议,以确定利益相关者的利益,并将其与股东的利润进行权衡。^[168]但是,指导行使牺牲利润的自由裁量权的社会和道德规范往往不需要任何这种无限制的效用平衡。例如,我们都遵守普通的道德规则,讲真话,履行承诺,互惠互利,而不需要每次都对效用的权重进行全面计算。即使相关的社会和道德规范确实包含了更多考虑我们的行为可能伤害他人的程度的开放式义务,这些规范也不一定要精确到令人满意的程度。这只是必然的情况,即与纯粹追求个人私利的选择相比,这些社会和道德规范往往会倾向于使行为朝着理想的方向发展。^[169]

事实上,如果我们确实认为可以制定一项规则,准确地告诉企业如何衡量对他人的损害,那么就没有理由不在一项也适用于非公司制企业的一般法中这样做,而不是在一些只适用于公司经理人的特殊义务中这样做。^[170]但现实情况是,即使是最理想的法律义务也无法触及剩余领域,这恰恰证明了依靠社会和道德制裁的补充策略的合理性;只有在存在应对这些制裁的自由裁量权的情况下,这些制裁才奏效。^[171]

可以肯定的是,在没有确切的法律规则的情况下,哪些利益相关者

[168] 同前注[1],第98页、第115~123页。

[169] Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits*, 同前注[8],第744页、第755页、第804~805页。

[170] 同上,第743页。

[171] 同上,第743~744页。

的利益应该得到保护以及保护到何种程度,都会引发我们无法达成共识的哲学难题。但这些问题是不可避免的,而且这些问题的困难并不意味着正确的答案是(如贝布丘克和塔拉里塔所假设的那样)施加一个肯定的对利益相关者的利益不加重视的利润最大化义务。毕竟,没有人会认为,正因为我们从未就我们在每一种行为可能影响他人的情况下应该如何准确地采取行动达成过普遍的哲学共识,我们每个人都应该表现得像反社会者一样,无视道德规范,从不考虑我们对他人的影响,并且在受到预期的法律惩罚的情况下,尽可能地最大化我们的个人利益。然而,这正是贝布丘克和塔拉里塔为企业行为所主张的。

2. 认识到股东重视利益相关者利益的可取性

贝布丘克和塔拉里塔没有对我的观点作出规范性回应,即利润最大化的义务通常会损害股东的价值,因为股东通常会对利益相关者的利益给予一定重视。^[172] 贝布丘克和塔拉里塔没有解决这个规范性问题,而是回避了它并认为这无关紧要,因为即使这是真的,市场约束也促使公司领导人只考虑股东的财务利益。因此,他们认为公司领导人会考虑股东可能对利益相关者利益施加的任何影响是不切实际的。^[173] 基于上述原因,他们错误地认为公司这样做的自由裁量权是虚幻的。^[174] 无论如何,这并没有解决对规范性层面的挑战。

事实上,目前还不清楚贝布丘克和塔拉里塔在规范性问题上的立场。假设利润最大化的公司行为会损害股东价值,是出于股东更重视避免对利益相关者的伤害,而不是增加公司利润。贝布丘克和塔拉里塔也许认为企业领导人的职责是采取这种行动——因为这将使企业利润最大化,或者避免采取这种行动——因为这不会使股东价值最大化。

后一个答案出现在许多段落中。在这些段落中,贝布丘克和塔拉里塔将这一义务描述为实现“股东价值”最大化的义务。^[175] 但如果是

[172] 见本文一(二)第2部分。

[173] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第155页 n. 208。

[174] 见本文二(二)第2部分。

[175] Bebhuk & Tallarita, 同前注[1], 第97页、第110页。

这样的话,那么其承认,公司领导人不仅可以而且必须考虑利益相关者的损害——只要他们认为股东会关心这些损害;这是常见的,而且随着普通股的增加而变得更加常见。^[176] 这将进一步表明,鉴于股东面临的集体行动问题,公司领导人在决定是否阻止收购要约时,可以而且必须(can and must)权衡他们认为股东在多大程度上关心利益相关者的利益。^[177] 承认这些例外情形恰恰会牵涉到贝布丘克和塔拉里塔所要批判的利益相关者主义(stakeholderism)。

另一种说法是,贝布丘克和塔拉里塔的本意是,义务是为了使股票价值最大化,在这种情况下,公司领导人有权采取利润最大化的行动。如果这样,他们有义务采取肯定会损害股东和利益相关者的行动。说管理者必须这么做,很难看出这在规范上有什么吸引力,但避免这种规范性暗示的唯一方法是转而采取第一种立场,从而采取一种符合利益相关者主义的形式。

他们关于规范性立场的这种深刻的模糊性不能通过声称没有实际意义来巧妙地回避。毕竟,因为贝布丘克和塔拉里塔承认,无论哪种方式的义务都无法切实执行,所以我们真正谈论的只是一种期望的义务。^[178] 如果一个人要承担一种渴望的义务,他应该能够定义这种期望是什么。

3. 遵守有效隐性合同的自由裁量权的可取性

贝布丘克和塔拉里塔没有提及我的观点,即利润最大化的义务将要求公司在违背利润最大化时违背不可执行的隐性合同,即使这将阻止利益相关者签订对公司事先有利的隐性合同。^[179] 这一问题与上一节的问题不同,即股东是否会把一些独立的价值放在避免对利益相关者的损害上。即使股东只关心这家公司的利润,他们不希望企业领导人被迫参与违背隐性合同的利润最大化行为。事实上,股东们更希望通过抑制自己违背这种隐性合同的动机,通过承诺(通过公司法)一种管理体系将遵守隐性合同的自由裁量权交给受制于社会和道德制裁的

[176] 见本文一(二)第2部分。

[177] 同上。

[178] 见本文二(二)第1部分。

[179] 见本文一(二)第3部分。

公司经理人,由经理人执行这些隐性合同。

由于这种隐性合同的存在,即使我们关心的只是股东的价值,即使股东看重的只是利润,利润最大化的义务在规范上也是不可取的。这种义务也会损害利益相关者,因为违背这种隐性合同会直接损害他们的利益,也因为这种义务会阻止本来对双方都有利的隐性合同。鉴于这样的义务会同时伤害到股东和利益相关者,显然是不可取的。

考虑到关于隐性合同的经济文献,也揭示了贝布丘克和塔拉里塔的论点中的一个错误,即开明的股东价值和股东价值最大化之间没有真正的区别。^[180] 他们辩称,如果有益于利益相关者的“开明”决策确实有益于股东,那么这种决策将由股东价值最大化决定,因此这两个标准没有区别。如果利益相关者的决定将在以后产生增加股东利润的效果,这将是正确的;因为这样的决定将使股东利润最大化,而这两个标准是相同的。但隐性合同的时间问题是,只有当公司在以后的时间2中维持自由裁量权,通过履行不可执行的隐性合同来牺牲利润时,才可能诱使利益相关者在时间1内向公司授予有利可图的利益。开明股东价值的标准将允许公司在时间2内不违背隐性合同,因为以这种方式考虑利益相关者的利益对股东来说是事先有利的,尽管时间2的决定本身损害了股东的利润和价值。因此,当问题为是否违背隐性合同时,这两个标准会得出不同的结果。在这种情况下,开明的股东价值显然会产生更合乎规范的理想结果。^[181]

4. 为利益相关者而非经理人的利益行使有限的代理懈怠的可取性

贝布丘克和塔拉里塔也没有回应我的观点,因为市场限制使公司经理拥有有限的代理懈怠,任何为了利益相关者利益而牺牲利润的自由裁量权的行使,都很可能简单地取代那些本来会有利于公司经理的自由裁量权的行使。^[182] 忽视这一分析会导致他们采取错误的论点,即

[180] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第97页、第108~110页、第139页。

[181] 一些开明的股东价值观版本还可能考虑到这样一个现实,即由于股东通常重视利益相关者的利益,考虑利益相关者利益可能是必要的,以避免以降低股东价值的方式损害利益相关者利润最大化决策。在这种情况下,基于本文二(三)第2部分详述的原因,标准也可能出现分歧。

[182] 见本文一(二)第4部分。

利益相关者主义必然会以一种不可取的方式使公司领导更远离股东监督,从而不可取地使公司业绩恶化。^[183]至少从我自己为他们所谓的利益相关者主义所作的论证中可以看出,这并没有起到任何作用。我的分析只是认识到了一个现实情况,即现有的代理懈怠已经给了企业管理者很大的自由裁量权,可以牺牲企业利润来保护利益相关者。我不仅从未主张通过增加公司经理的绝缘性(insulation)来增加代理懈怠,而且我也明确拒绝了这一立场,并认为代理懈怠的有限性是其可取之处的一部分。^[184]

他们认为利益相关者主义会增加管理者的绝缘性,这也反映了他们错误的假设,即先前存在的公司法体现了利润最大化的义务,而实际上它始终体现的是牺牲公司利润以保护利益相关者的自由裁量权。^[185]利益相关者主义,至少在我看来,并不是为了增加公司管理者的绝缘性以增加他们保护利益相关者的自由裁量权。它是关于清醒地接受这种自由裁量权早已存在的现实,并清醒地分析现有自由裁量权的规范含义。

(编辑:严 琦 赵 宇)

[183] Bebchuk & Tallarita, 同前注[1], 第92页、第94页、第100~101页、第164~168页。

[184] 见本文引言。

[185] 见本文一(一)和二(一)部分。