

美国共同所有权兴起与劳工衰微^{*}

[美] 佐哈·戈申^{**} 多伦·莱维特^{***} 著

林少伟^{****} 何伟晖^{*****} 译

译者评注:佐哈·戈申(Zohar Goshen)与多伦·莱维特(Doron Levit)是公司法和证券法领域享誉国际的杰出学者。代理成本是公司治理学说引以为傲的重大发现,而戈申提出的“委托成本”理论则构成绝佳补充。本文延续“委托成本”的理论脉络:作为委托人的股东在判断管理者忠诚度与能力上存在天然局限,而这一成本在美国普遍存在的共同所有权结构中表现为机构投资者偏好强式治理,抑制管理者投资意愿及企业用工需求,最终打破了劳动力市场的竞争性均衡。

借镜观形,鉴往知来。近年来,美国机构投资者

* Zohar Goshen & Doron Levit, *Agents of Inequality: Common Ownership and the Decline of the American Worker*, 72 DUKE L. J. 1 (2022). 本文已获得作者及原载刊物翻译授权。本文获得最高人民法院 2025 年度司法研究重大课题“新公司法司法适用难点问题研究”(GFZDKT2025-B15-2) 2025 年重庆市教育委员会人文社会科学研究基地项目“公司目的之演进逻辑与模式再造”(25SKJD039)的经费支持。

** 佐哈·戈申,哥伦比亚大学法学院教授。

*** 多伦·莱维特,华盛顿大学福斯特商学院教授。

**** 林少伟,西南政法大学民商法学院教授,博士生导师。

***** 何伟晖,西南政法大学民商法学院博士研究生。

发起以降低代理成本为核心的公司治理运动,客观上挤压了劳动者薪资的增长空间。培育机构投资者是我国资本市场建设的重要方向,但防止资本无序扩张也是一道不可逾越的发展底线。本文结合劳动力买主垄断的实证考察,从公司治理层面进行根源性剖析,揭示了美国共同所有权过度扩张的负面影响并提出规制建议。本文不仅具有丰富的理论价值,更为我国立法者和监管者提供前瞻性借鉴:应密切关注机构投资者参与公司治理的具体行为,并识别其可能在劳动力市场引发的反竞争效应;引导机构投资者在代表广大投资者利益的同时,亦能服务实体经济,促进发展成果共享。

摘要:过去四十年,美国机构投资者在股票市场中获得主导地位。许多强大的机构投资者,即共同所有者(common owners),如今掌握大多数公司的大额股份。劳动者迎来这群新雇主时,他们的工资增长却没有随着股东回报的增长而加快。机构投资者推动公众公司集体采取强式治理,有助于削减管理代理成本,进而提升公司效率,但它也可能限制投资、减少雇佣,最终降低社会效益。若希望恢复从前的均衡状态,则应通过限制规模的方式拆分机构投资者。

关键词:共同所有权 机构投资者 公司治理 劳动力买主垄断

引 言

在美国,劳动者的生产创造力比过去任何时候都高,但他们用于养家糊口的工资与四十年前相比,仍在原地踏步。^[1] 尽管企业享受了巨额利

[1] See, e.g., Estimating the U.S. Labor Share, U.S. BUREAU LAB. STAT. fig.1 (Feb. 2017), <https://www.bls.gov/opub/mlr/2017/article/estimating-the-us-labor-share.htm> [<https://perma.cc/DG5U-8DEY>] (研究发现劳动产出的份额占比已经从1982年64%下降到2011年的56%); JOSH BIVENS, ELISE GOULD, LAWRENCE MISHEL & HEIDI SHIERHOLZ, ECON. POL'Y INST., RAISING AMERICA'S PAY: WHY IT'S OUR CENTRAL ECONOMIC POLICY CHALLENGE 10 fig.A (2014), <https://files.epi.org/pdf/65287.pdf> [<https://perma.cc/6QUR-4QF9>] (该研究发现生产力和工资从1948年到1979年期间几乎同步增长,之后在1979年到2013年间生产力增长64.9%,但时薪仅仅增长8.2%)。

润,^[2]国民经济生产总值(GDP)也增至原来的三倍,^[3]但大多数美国家庭并没有在经济增长的繁荣中分得一杯羹。由于工资水平停滞不前,收入不平等的问题变得一发不可收拾。^[4]对此,去工会化、^[5]全球化、^[6]移民、^[7]劳动力市场集中化^[8]以及科技^[9]等因素被认为难辞

-
- [2] See Robert Hughes, Corporate Profits Hit a New Record as GDP Growth Is Revised Higher, AM. INST. FOR ECON. RSCH. (Aug. 29, 2018), <https://www.aier.org/article/corporateprofits-hit-a-new-record-as-gdp-growth-is-revised-higher> [<https://perma.cc/KR37-5QJJ>] (报道称在2018年企业税后利润总额累计19,685亿美元,创下纪录); Nir Kaissar, Opinion, The Hard Part of Ending Inequality Is Paying for It, BLOOMBERG (Sept. 2, 2019, 9:00 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-09-02/hard-part-of-ending-inequality-is-paying-for-it> [<https://perma.cc/K6XG-QT2C>] (根据美国经济数据分析局的说法,报道称公司利润占GDP的百分比在2012年到达最高点,并保持高位); Jan De Loecker, Jan Eeckhout & Gabriel Unger, The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications, 135 Q.J. ECON. 561, 575 (2020) (“在2016年,收取的平均加价比边际成本高出61%,而在1980年这一数据为21%”).
- [3] GDP (Constant 2015 US \$)—United States, WORLD BANK, <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD?locations=US> [<https://perma.cc/SEM7-HNJ7>].
- [4] See Juliana Menasce Horowitz, Ruth Igielnik & Rakesh Kochhar, Trends in Income and Wealth Inequality, PEW RSCH. CTR. (Jan. 9, 2020), <https://www.pewsocialtrends.org/2020/01/09/trends-in-income-and-wealth-inequality> [<https://perma.cc/ND9Z-TPFP>] (解释了从1970年到2018年,“上层收入家庭持有的财富份额从29%增长到48%”).
- [5] See, e.g., LAWRENCE MISHLE, ECON. POL’Y INST., UNIONS, INEQUALITY, AND FALTERING MIDDLE-CLASS WAGES 1 (2012), <https://files.epi.org/2012/ib342-unions-inequality-middle-class-wages.pdf> [<https://perma.cc/XBK5-GEGF>] (认为工资不平等加剧背后的主要因素是工会联合的衰弱); Henry S. Farber, Daniel Herbst, Ilyana Kuziemko & Suresh Naidu, Unions and Inequality over the Twentieth Century: New Evidence from Survey Data, 136 Q.J. ECON. 1325, 1326 (2021) (发现“工会缓解不平等的一致证据”).
- [6] See, e.g., Guido Cozzi & Giammario Impullitti, Globalization and Wage Polarization, 98 REV. ECON. & STAT. 984, 999 (2016) (“全球化……可作为工资两极化的重要原因”).
- [7] See, e.g., L. Jason Anastasopoulos, George J. Borjas, Gavin G. Cook & Michael Lachanski, Job Vacancies and Immigration: Evidence from the Mariel Supply Shock, 15 J. HUM. CAP. 1, 2 (2021) (“现有文献充分证明了移民影响工资的估量难度”).
- [8] See generally, e.g., José Azar, Ioana Marinescu & Marshall Steinbaum, Labor Market Concentration, 57 J. HUM. RES. S167 (2022) [下文称为 Azar et al., Labor Market Concentration] (发现劳动力市场在美国呈现区位集中分布).
- [9] See, e.g., Daron Acemoglu & Pascual Restrepo, Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets, 128 J. POL. ECON. 2188, 2188 (2020) (发现“每千名工人中机器人数量增加一个以上,就业人口比率就会下降0.2%,工资下降0.42%”); (转下页)

其咎。但迄今为止,还有一个罪魁祸首逍遥在人们视线之外,共同所有者(common owners)——大量控制美国大多数公司股份的强大机构投资者。^[10]如本文所阐述,这些强大的股东充当了工资增长停滞与收入不平等的主力推手。^[11]然而,机构投资者非常成功地避免了指责,这在很大程度上归功于其在ESG(环境、社会、治理)公关宣传上的巨额投入,以及规避监管所进行的大规模游说活动。^[12]不幸的是,在危机驱动下,当前劳动力市场异象频发,进一步掩盖了共同所有者在这四十年间对该市场造成的反竞争影响。^[13]

从20世纪80年代开始,美国股份市场的控制权从个人投资者手中转移到强大的金融机构处,这些机构实际拥有各个公众公司股份。^[14]今天,这些高度多样化的机构投资者拥有超过70%的美国公开交易股

(接上页)Clemens Lankisch, Klaus Prettnner & Alexia Prskawetz, How Can Robots Affect Wage Inequality?, 81 ECON. MODELLING 161, 161 (2019) (发现“自动化增进了我们对不平等加剧动力的理解”).

[10] See generally Matthew Backus, Christopher Conlon & Michael Sinkinson, Common Ownership in America: 1980–2017, 13 AM. ECON. J.: MICROECON. 273 (2021) (记录了共同所有者数量的增长).

[11] 本文解释了工资和不平等受到的影响是共同所有者导致的投资锐减所驱动的, see *infra* Part II. 研究发现,总体水平的投资差距主要是低水平的竞争和高程度的共同所有造成的, see Germán Gutiérrez & Thomas Philippon, Investmentless Growth: An Empirical Investigation, BROOKINGS PAPERS ON ECON. ACTIVITY, Sept. 2017, at 89, 120 [后文称为 Gutiérrez & Philippon, Investmentless Growth].

[12] See generally Michal Barzuza, Quinn Curtis & David H. Webber, Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance, 93 S. CAL. L. REV. 1243, 1251 (2020) (认为“未来回应管理投资的竞争,我们经济当中最大资产池已将其股东权利转向提倡投资者的社会议题”);见后注[285]~[286]以及相应正文.

[13] See generally OECD, OECD EMPLOYMENT OUTLOOK 2021: NAVIGATING THE COVID-19 CRISIS AND RECOVERY 15 (Andrea Bassanini ed., 2021) (解释“新冠疫情危机的负担如何不合比例地落在本已脆弱的群体身上”).

[14] See, e.g., Edward Rock, Institutional Investors in Corporate Governance, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 363, 365–67 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018) (描述了资本市场的去散户化作为劳动监管与市场力量的结果).

票,20世纪80年代时,它们仅持有25%。^[15]三个最大的资产管理公司——贝莱德(BlackRock)、先锋(Vanguard)、道富(State Street)共同构成标普500指数公司中90%公司的最大股东。^[16]分散化所有权结构^[17]一度成为主流,但如今已被共同所有权取代。^[18]实际上,共同所有者已为公开上市公司升起“新管理模式”的旗帜。因此,尽管这些公司早在1973年就雇佣了超过40%的美国劳动力,但在经历一个平稳的退减阶段后,雇佣的比例在2019年下降为29%,^[19]同期工资水平也停止增长。

在强大的机构股东推动下,公众公司集体进入强式治理时代,这使股东可以轻而易举地解雇管理者,对公司管理层实施更强的控制。^[20]机构投资者强化公司治理的举措得到传统观点的赞扬,因为这意味着不忠实管理者的过度投资或在个人偏好项目上挥霍资源的行为将受到有

[15] José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, Anticompetitive Effects of Common Ownership, 73 J. FIN. 1513, 1514 (2018) [下文称为 Azar et al., Anticompetitive Effects]; Germán Gutiérrez & Thomas Philippon, Investment-less Growth: An Empirical Investigation 15 fig.9 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 22897, 2016) [下文称为 Gutiérrez & Philippon, Investment-less Growth (Working Paper Version)], <https://www.nber.org/papers/w22897> [<https://perma.cc/BJ6Y-G55S>].

[16] Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk & Javier Garcia-Bernardo, Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, 19 BUS. & POL. 298, 313 (2017).

[17] 公开上市公司的分散所有权结构意味着个人股东没有足够的表决权和对公司管理行使控制权的充分激励。See John C. Coffee Jr., Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between “Lumpers” and “Splitters,” in THE OXFORD HANDBOOK OF CAPITALISM 463, 463–64 (Dennis C. Mueller ed., 2012).

[18] See Backus et al., 前注[10], at 285 fig.4 (展示了共同所有者持有股份的增长)。

[19] Frederik P. Schlingemann & René M. Stulz, Have Exchange-Listed Firms Become Less Important for the Economy?, 143 J. FIN. ECON. 927, 928 (2022).

[20] See, e.g., Lucian Bebchuk & Scott Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, 119 COLUM. L. REV. 2029, 2104 (2019) (记录了三大机构投资者“一直以来都积极支持[股东]提案,推动其治理原则所提倡的治理变革”); Asaf Eckstein, The Virtue of Common Ownership in an Era of Corporate Compliance, 105 IOWA L. REV. 507, 507–08 (2020) (展示了共同所有提升合规的益处)。

力震慑,最终有助于提升公司效率。^[21] 但与此同时,强式治理也抑制了忠实管理者在增值项目上的投资。在股东的大举干涉下,管理者不太可能去追求冒险的、长期的或变革性的投资项目。^[22] 毕竟,此种投资活动不仅难以评估,还极有可能被股东误解为效率低下,加剧管理者被错误解雇的风险。^[23] 鉴于此,管理者反而会选择向股东分配更多的利润或支付股份回购对价。^[24] 由此观之,忠实和不忠的管理者都有可能在强式公司治理框架下减少投资。^[25]

当投资活动减少,雇佣也会萎缩,因为公司不会再开设新的工厂或分支机构,进而不需要劳动力来运营。^[26] 自然而然地,用工缩减意味着

-
- [21] See generally Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323 (1986) (介绍了管理层过度投资的问题); Steven Kaplan, *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, 24 J. FIN. ECON. 217 (1989) (提供了证实“帝王建筑”——贪功求大而非追求利润——假设的证据); Scott Richardson, *OverInvestment of Free Cash Flow*, 11 REV. ACCT. STUD. 159 (2006) (发现强治理减少了过度投资); Micah S. Officer, *Overinvestment, Corporate Governance, and Dividend Initiations*, 17 J. CORP. FIN. 710 (2011) (发现投资机会匮乏的企业减少过度投资的同时,表现为更高的分红).
- [22] See Zohar Goshen & Doron Levit, *Irrelevance of Governance Structure* 8 (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 606/2019, 2020), https://ssrn.com/abstract_id=3340912 [<https://perma.cc/HDQ7-9NXL>] (建立了经理在投资个人偏好项目或创造价值项目之间的选择模型).
- [23] Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 787, 803 (2017); Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE. L.J. 560, 580 – 81 (2016).
- [24] A corporation can distribute accumulated profits to its shareholders either in the form of dividends or buybacks. See generally, e.g., EDWARD YARDENI, JOE ABBOTT & MALI QUINTANA, *YARDENI RSCH., INC., CORPORATE FINANCE BRIEFING: S&P 500 BUYBACKS & DIVIDENDS* (2022), <https://www.yardeni.com/pub/buybackdiv.pdf> [<https://perma.cc/6G3F-G459>] (更详细地描述了标普 500 公司从 1999 年到 2021 年的分红和股份回购情况).
- [25] 以下问题值得讨论:在降低管理代理成本与抑制增值投资的两种互斥效果之间,强式公司治理是否平均而言有利于社会。现有实证研究结果无法得到结论。有关此类研究的概述参见 Goshen & Squire, 前注[23],第 814~825 页。
- [26] See Frederico Belo, Xiaoji Lin & Santiago Bazdresch, *Labor Hiring, Investment, and Stock Return Predictability in the Cross Section*, 122 J. POL. ECON. 129, 131 – 32 (2014) (检视了用工和投资之间的关系).

薪资降低,企业通过降薪将财富从劳动者身上转移到股东手中。将企业集体转至强势治理后,机构投资者减少了对经济的整体投入以及对劳动力的需求。如此一来,他们孕育了同样有反竞争效果的垄断孪生子——买主垄断(monopsony)。如果说垄断的化身是一个减少供给并提升产品价格的强大售卖者,买主垄断的代表就是强势购买者,他们可以降低需求并拉低资源(此时指的是劳动力)价格。^[27] 无需寻求共谋,他们就创造了劳动力市场的买主垄断,^[28] 而这实际上也可能是一种“无心插柳柳成荫”。^[29] 共同所有者的劳动力买主垄断源于股东对众多企业管理者施加的市场力量,每家公司都追逐自己的经济利益最大化。随着所有权集中化导致更低的需求,劳动者只能承受更低的均衡价格,最终结果就是生产力增长的同时工资不升反降。^[30]

[27] COUNCIL ECON. ADVISERS, LABOR MARKET MONOPSONY: TRENDS, CONSEQUENCES, AND POLICY RESPONSES 2 (2016), https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/page/files/20161025_monopsony_labor_mrkt_cea.pdf [<https://perma.cc/ZFZ9-826K>] (“[A] firm with monopsony power has the ability to pay lower prices for its inputs . . .”). 垄断利用市场力量提升销售给消费者的产品价格,买主垄断则运用市场力量使得自己从供应者处取得的资源降价。See id. Although common owners own multiple firms that collectively should be termed an oligopsony, this Article elects to use the somewhat more palatable single-firm term monopsony as a matter of style. See Oligopsony, MERRIAM-WEBSTER, <https://www.merriam-webster.com/dictionary/oligopsony> [<https://perma.cc/BLP7-74CE>] (将“商品采购垄断”[oligopsony]定义为“每个购买者都对市场施加不合比例的影响的市场现象”).

[28] 尽管本文的命题——共同所有者创造了买主垄断——适用于所有投入,比如材料和装备,本文基于以下两个原因而聚焦于劳动力。首先,当相关投入是产品和服务而非劳动力时,共同所有者从买主垄断的价格机制中获利甚少。因为他们很可能同样持有供应者的份额,他们通过买主企业获得的利润将被卖方企业的损失所抵消。但是,当讨论的资源是劳动力,共同所有者捕获的经济利益将反映在薪资上,他们并不从中分享份额,因此万无一失。第二个原因是,劳动者通常不会自行决定收回他们在市场上提供的服务,因为他们需要以此谋生。因此,相比于产品和服务的供应者而言,劳动者更缺乏讨价还价的能力。See Orley Ashenfelter, Kirk Doran & Bruce Schaller, A Shred of Credible Evidence on the Long-Run Elasticity of Labor Supply, 77 ECONOMICA 637, 637 (2010) (指出“劳动力供应不太可能具有长期弹性是相对广泛的共识”).

[29] 正如下文“竞争性治理均衡的打破”一节所解释的那样,企业迈向强势治理会产生更高的利润,共同所有者因此相信此种做法正在降低代理成本。不幸的是,高利润实际上是低迷的工资水平所带来的。

[30] 参见下文“产品市场垄断(Product Monopolies)”。

现有实证研究表明,三分之二的投资下降都归因于共同所有权和公司治理。^[31] 基于此,本文将构建一个新的经济模型,揭示共同所有权与公司治理抑制投资、从而导致薪资停滞的机制。事实上,最近两项实证研究进一步证实了机构投资者持股比例的增长会降低工资和雇佣水平,进而为本文的模型提供了“最后一公里”式的关键证据。第一项研究(2021年4月)发现,“迎来越来越多更大规模且更集中的机构投资者后,企业的雇佣和工资水平往往变得更低。”^[32] 在另一项研究(2021年11月)当中,乔西·阿扎赫(José Azar)教授及其合作者发现,“劳动力市场中共同所有权的增长与人均工资以及就业人口占比的下降有关。”^[33]

在一个充分竞争的市场中,股东将通过转换为弱式公司治理,允许管理层自由投资并利用劳动力价格下跌来应对异常低迷的工资水平。^[34] 当越来越多的公司转向弱治理模式并积极投资,用工需求增长将带动薪资上涨,压缩投资利润空间,这一系列作用会持续到不足以支撑选择宽松的弱治理模式。相反,在此过程中,如果工资趋于异常高,就会出现对称性的表现,即启动强式治理方案,以抑制公司投资。工资水平和治理结构因此形成了一个反馈回路,催生兼具以下特征的竞争性均衡点:特定数量的强式、弱式治理公司共存且盈利能力相当,最为关键的是工资水平由竞争机制决定。^[35]

然而,共同所有者的出现阻断了这一反馈回路。不同于竞争性均衡状态,共同所有者一味促使企业采取强式治理,而无论当下劳动力价格如何。越来越多的公司选择强式治理导致投资锐减、劳动力需求下降以及工资水平低迷。^[36] 强式、弱式治理公司由于劳动力成本折扣而获得

[31] See Gutiérrez & Philippon, *Investmentless Growth*, 前注[11],第89页。

[32] Antonio Falato, Hyunseob Kim & Till M. von Wachter, *Shareholder Power and the Decline of Labor* 0 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 30203, 2022), <https://www.nber.org/papers/w30203> [<https://perma.cc/RJ8W-FUP7>].

[33] José Azar, Yue Qiu & Aaron Sojourner, *Common Ownership Reduces Wages and Employment*, FOX SCH. BUS. 0 (Nov. 1, 2021), <https://ssrn.com/abstract=3954399> [<https://perma.cc/67PX-HSGD>].

[34] 参见下文“工资水平与治理模式之间的反馈机制”。

[35] 参见下文“竞争性均衡及其参数”。

[36] 参见下文“竞争性治理均衡的打破”。

利润增长,又因为共同所有者持有不同治理强度公司的整个投资组合,他们的投资也迎来增值。通过将企业组织转换为弱式治理,共同所有者令市场机制——治理模式的选择切换陷入瘫痪,这一机制原本可以提振落到竞争水平以下的工资。因此,本文的模型预测:在共同所有结构下,无需企业之间达成共谋,工资水平都将持久低迷。^[37] 并且,由于劳动力买主垄断意味着(一般而言更富有的)股东获得更高的利润,而职工群体的工资却会降低,收入不平等的问题将进一步加剧。^[38]

重要的是,本文将揭示:共同所有者运用劳动力买主垄断效应的实现方式并不是(现有文献所主张的)^[39]控制管理层决策,而是向(那些推行强式治理的)^[40]股东分配控制权,并为其他股东如激进对冲基金^[41]或敌意收购者^[42]所运用。这就是机构投资者无需参与任何非法的反竞争密谋(如企业间协调减产^[43])就能享受低价劳动力的原因。相反,他们仅需努力让自己在各个公司中的股份价值最大化。因此,本文提出的共同所有者买主垄断理论并不存在其他主张共同所有结构反竞争效果的理论所面临的相同缺陷。^[44]

[37] 在本文的模型中,共同所有者以其他相关者的利益为代价增加股东利润,而不是通过其他理论主张的产品(输出)价格的非法调控,它们利用导致劳动力(输入端)买主垄断价格的强公司治理模式。有关其他理论的讨论,见下文“共同所有权下买主垄断与其他解释路径的比较”。

[38] See, e.g., Joshua Gans, Andrew Leigh, Martin Schmalz & Adam Triggs, *Inequality and Market Concentration, When Shareholding Is More Skewed Than Consumption*, 35 OXFORD REV. ECON. POL'Y 550, 550 (2019) (发现在2016年,“前20%的人群和后端60%的人权消费基本持平,但相比之下,前者持有15倍之多的公司股份”并且“由于所有权比例较之消费更为悬殊,股份利润增加放大了不平等”。

[39] 有关这些研究的描述与分析,整体参见 C. Scott Hemphill & Marcel Kahan, *The Strategies of Anticompetitive Common Ownership*, 129 YALE L.J. 1392 (2020)。

[40] 参见下文“强式治理的推行”。

[41] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 867 (2013)。

[42] 参见下文“强式治理的推行”。

[43] 当试图促成企业联合(卡特尔)时,每个公司都会影响其他公司,因此要求企业卡特尔分配份额并监测叛逃行为。See generally Joseph E. Harrington & Andrzej Skrzypacz, *Private Monitoring and Communication in Cartels: Explaining Recent Collusive Practices*, 101 AM. ECON. REV. 2425 (2011)。

[44] 参见下文“共同所有权下买主垄断与其他解释路径的比较”。

诚然,在学者眼中,机构投资者是股东权利的守卫,他们有能力监督公司并追究不忠实管理层的责任,这创造了包括以职工退休计划累积起来的净社会利益。^[45] 但是,本文将说明,为了获得这一退休基金投资的边际增值,劳动者将委身于低迷的用工和薪资,即使他们的生产力以及因此为公司创造的价值已经飙升至前所未有的水平。

强式治理必须面对降低管理代理成本与形成劳动力买主垄断之间的内在博弈。承认此点就会发现政策制定者处于左右为难的境地——应该站在职工还是股东一边? 如果股东利益是核心关切,政策制定者袖手旁观即可。在此情况下,共同所有者的力量将持续壮大,与此同步增强的还有强式治理的效果。^[46] 但如果政策制定者决定关注职工利益,他们必须有所作为。为了让市场回到早前的竞争性均衡——那种劳动力和资本有效且平等地分享公司价值的状态,政策制定者必须消除共同所有者的买主垄断效应。

为此,尽管不存在可以直接规制的共谋行为,本文建议通过限制规模的方式拆分大型机构投资者来实现这一目标。现如今,若干机构投资者所拥有的管理资产(assets under management,简称“AUM”)高达数万亿美元。^[47] 如果将机构投资者持有 AUM 的规模限制在五千亿美元以内,有利于增加机构投资者的数量,激励市场竞争,重新调整管理者和股东之间的力量平衡。这些转变将重新赋予公司管理者开拓投资和增加

[45] See, e.g., Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1644 (2013) (认为“股东参与的能力为公司、股东以及经济整体带来长期利益”); Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811, 815 (1992) (“机构们是唯一可得的吹哨者”); Audra L. Boone & Joshua T. White, *The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production*, 117 J. FIN. ECON. 508, 508 (2015) (发现机构投资者“畅通信息输出,继而增强监管”); Alan D. Crane, Sébastien Michenaud & James P. Weston, *The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds*, 29 REV. FIN. STUD. 1377, 1377 (2016) (发现“即便是不激进的机构投资者,也在监督公司行为的过程中扮演重要角色”,带来了股息增加)。

[46] 资产管理行业中的合并预计能够增加集中度。See, e.g., Leslie P. Norton, *Triun's Nelson Peltz Wants To Fix the Fund Industry*, BARRON'S, Oct. 5, 2020, at 16.

[47] 参见后注[64]的相应内容。

用工需求的动力,恢复劳动力市场的竞争性均衡,带来更高的工资水平和更明显的收入平等。诚然,机构投资者通过政治献金来大规模“俘获”国会,[48]使拆分难以进行。不过,鉴于拜登政府大力推行反垄断政策,以此兑现包括拆分大型科技巨头[49]在内的“增进美国劳工利益”承诺,[50]而两党当前的注意力也都转移到此前被忽视的中产阶级身上,人们仍可寄希望于国会能够在遏制美国劳工境况恶化的问题上形成共识,从而推动共同所有者的拆分。[51]

本文行文思路如下:第一部分将描述共同所有权的兴起以及强式治理的潮流转向。第二部分展示转向强式治理导致投资活动减少、工资增长停滞的实证证据。第三部分构建了一个用于解释公司治理模式与工资水平之间关系的经济模型,并将阐述共同所有者如何扰乱公司治理强弱模式的天平,打破治理均衡。第四部分讨论买主垄断效应的政策影响。最后,结论部分将总结全文的主要观点。

一、共同所有权的崛起

从分散所有权向共同所有权的转变,从根本上改变了企业的所有权结构和运营方式。散户股东,即通过养老金或投资账户持有股票的普通民众,无法对企业行为实施有效监督。[52] 相比之下,贝莱德、道富等大

[48] 参见下文“逆转买主垄断效应:以拆分贝莱德为例”。

[49] Zephyr Teachout, A Blueprint for a Trust-Busting Biden Presidency, NEW REPUBLIC (Dec. 18, 2020), <https://newrepublic.com/article/160646/bidenantitrust-blueprint-monopolybusting> [<https://perma.cc/5VA4-DHX3>].

[50] Exec. Order No. 14,036, 86 Fed. Reg. 36,987 (July 14, 2021).

[51] See, e.g., Susan Davis, Top Republicans Work To Rebrand GOP as Party of Working Class, NPR (Apr. 13, 2021, 5:00 AM), <https://www.npr.org/2021/04/13/986549868/top-republicanswork-to-rebrand-gop-as-party-of-working-class> [<https://perma.cc/AV79-8YEE>] (“对两党而言,为工人阶级而奋斗都不失为一个更为紧迫的事项,因为他们面对的是一个不断壮大的选民集团”).

[52] See Barbara Black, Are Retail Investors Better Off Today?, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 303, 303 (2008) (将散户投资者定义为“与机构投资者或富裕个人投资者相比,其投资组合规模较小、投资敏锐度较低且较少获得专业顾问个性化关注的个人投资者”).

型资产管理机构凭借专业能力与资源优势,对其投资组合公司施加实质性影响。^[53] 共同所有者利用这种新型影响力开创了“强式治理”的新纪元,推动了一系列旨在强化股东制衡管理层的制度改革。^[54] 正如本文即将揭示的,随着共同所有权的崛起,“弱式治理”向“强式治理”的范式转变已然产生深远的社会影响。

本部分第一节将阐释共同所有者如何取代散户投资者,成为美国股市场的主导力量;第二节则着重分析共同所有者如何推行强式治理措施,促使公司董事高管对股东诉求作出积极回应。

(一) 从分散所有权到共同所有权的嬗变

六十年前,美国资本市场由分散的股东群体主导,企业管理层因此享有近乎完全自主的决策权。^[55] 彼时,现被称为“三大巨头”的贝莱德、道富和先锋等头部机构投资者尚未形成。^[56] 而如今,仅这三家机构的资产管理规模之和已超越中国的 GDP 总量。^[57] 美国股份市场的这一结构变迁让本文所描述的劳动力买主垄断效应立竿见影。

有关共同基金、养老基金以及保险公司等机构投资者的数据能够更直观地展现此场变革的规模。机构投资者在所有投资活动中的策略核

[53] 参见前注[45]以及对应正文。

[54] 参见下文“强式治理的推行”。

[55] See ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 6 (1932); see also Mark J. Roe, A Political Theory of American Corporate Finance, 91 COLUM. L. REV. 10, 10-11 (1991) (首次提出“伯利-米恩斯式公司”(Berle-Means corporation)这一术语,将其定义为“股权分散的股东通过证券交易所买卖股票的公司”).

[56] See Vanguard at a Glance: Facts and Figures, VANGUARD, <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/sets-us-apart/facts-and-figures.html> [<https://perma.cc/H4DL-UUAZ>] (指出先锋集团创建于1975年); History, BLACKROCK, <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/blackrock-history> [<https://perma.cc/9UZ7-DYXD>] (指出贝莱德创建于1988年); Our History, STATE STREET GLOBAL ADVISORS, <https://www.ssga.com/us/en/individual/etfs/about-us/our-history> [<https://perma.cc/RK2F-XWF4>] (注意到道富集团旗下的资产管理公司,道富环球投资管理[State Street Global Advisors]创建于1978年)。

[57] 贝莱德、富道集团和先锋集团的资产管理规模总计超过20万亿美元。参见后注[64]。中国2020年国内生产总值为14.7万亿美元。GDP (Current US \$), WORLD BANK, https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?most_recent_value_desc=true [<https://perma.cc/REE6-3XTN>].

心在于分散化投资,即购入多家公司股票,“把鸡蛋放在不同的篮子里”以降低风险。^[58]最为常见的分散化操作是整体持有某一指数(如标普500或罗素2000指数)的全部成分股。回到1965年,机构投资者整体持股仅占股市总市值的14%左右,^[59]其在资本市场的影响力相对较弱。此后,正如罗纳德·吉尔森(Ronald Gilson)教授与杰弗里·戈登(Jeffrey Gordon)教授所指出,^[60]美国雇员退休储蓄监管制度的私有化改革、养老基金投资市场化的转向,创造了可供机构投资者支配的巨额资金来源。^[61]至1980年,机构投资者已掌控美国股市约25%的份额,仅是养老基金就持有17.4%。^[62]截至2015年,机构投资者持有的份额已超过市场一半。^[63]

重要的是,这一私有化的转变也催生了一群多元化且占据主导力量

[58] See Gilson & Gordon, 前注[41], at 884-85.

[59] See BD. GOVERNORS FED. RESRV. SYS., FINANCIAL ACCOUNTS OF THE UNITED STATES: HISTORICAL ANNUAL TABLES 1965-1974, at 95 tbl.L.213 (2014), <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/20140306/annuals/a1965-1974.pdf> [<https://perma.cc/6V7U-QPQK>] (文章显示,当时全美公开交易股票的市值总和不足7,500亿美元)。未被机构投资者持有的美国公司股份,主要由公众直接持有或大股东(含控股股东)持有。See John C. Coates IV, Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are U.S. Public Corporations?, 24 J. CORP. L. 837, 848 (1999) (在讨论美国大型公司的所有权结构时指出,控股股东在相当规模的经济领域中举足轻重)。

[60] See Gilson & Gordon, 前注[41], at 878-79.

[61] 具体而言,主要原因在于三种监管选择:对私营养老基金(而非社会保障)的依赖,“1974年《雇员退休收入保障法案》(ERISA)的颁布实施”,以及后续雇主主导的养老金计划从固定收益型(defined-benefit)向固定缴费型(defined contribution)的制度转变(参见前注)。首先,“税收优惠政策的强力引导,促使劳资双方优先考虑私营养老计划而非社保体系”(参见前注第879页)。其次,《雇员退休收入保障法案》强制要求企业养老金必须存入具备完全注资/偿付能力的独立信托实体,并承担对参保人的受托责任;公共养老基金随之效仿该模式,使得养老基金总资产规模在1980~1990年间激增三倍,突破三万亿美元(参见前注第879~880页)。最后,固定缴费型计划(即由雇员自主管理的退休账户定额供款机制)的推广普及,加速了对机构投资者专业服务需求的爆发(参见前注第880~881页)。

[62] James M. Poterba & Andrew A. Samwick, Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption, 1995 BROOKINGS PAPERS ON ECON. ACTIVITY 295, 313 tbl.5 (描述了此前30年内股份所有权结构的变动模式)。

[63] See Gutiérrez & Philippon, Investment-less Growth (Working Paper Version), 前注[15]。

的高度集中股东群体。第一,就集中度而言,机构投资者市场高度集中,仅有少数几家公司具有显著影响力。^[64]整体上,最大的 25 家机构投资者持有超过 30% 美国公司股份,^[65]其中前 10 家占有这些资产的大部分。^[66]第二,其多元化体现在机构投资者持股遍布全球股票市场。^[67]最大型的资产管理公司将大致 80% 到 97% 的资本投入指数型基金,^[68]包括中小型公司、大型企业。例如,贝莱德在美国 3,900 家公开上市公司中持有超过 2,000 家公司的 5% 以上股份。^[69]第三,在主导性方面,

[64] See Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections, 3 HARV. BUS. L. REV. 35, 55 (2013) (指出三家头部共同基金的资管规模在行业中呈碾压之势)。例如,在商业板块的资管规模方面,贝莱德持有约 8.68 万亿美元,先锋集团持有约 8.1 万亿美元,富达投资持有约 4.28 万亿美元,以及道富集团持有约 4.02 万亿美元。关于贝莱德,参见 BLACKROCK, <https://www.blackrock.com/sg/en/about-us> [<https://perma.cc/W9L5-QN6V>] (reporting total as of Dec. 20, 2020); Vanguard at a Glance: Facts and Figures, VANGUARD, <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/sets-us-apart/facts-and-figures.html> [<https://perma.cc/H4DL-UUAZ>] (reporting total as of Mar. 31, 2022); Fidelity by the Numbers: Asset Management, FIDELITY, <https://www.fidelity.com/about-fidelity/our-company/asset-management> [<https://perma.cc/2JLP-CGMA>] (reporting total as of Mar. 31, 2022); Who We Are, STATE ST. GLOBAL ADVISORS, <https://www.ssga.com/us/en/individual/mf/about-us/who-we-are> [<https://perma.cc/YES4-AUKB>] (reporting total as of Mar. 31, 2022).

[65] See Marcel Kahan & Edward Rock, Anti-Activist Poison Pills, 99 B.U. L. Rev. 915, 939-40 (2019).

[66] 截至 2016 年 12 月。Itzhak Ben-David, Francesco Franzoni, Rabih Moussawi & John Sedunov, The Granular Nature of Large Institutional Investors 1 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 22247, 2017), <https://www.nber.org/papers/w22247> [<https://perma.cc/233KXQKV>].

[67] See Gilson & Gordon, 前注[41], at 884-85. see also Einer Elhauge, Horizontal Shareholding, 129 HARV. L. REV. 1267, 1267 (2016) [下文以 Elhauge, Horizontal Shareholding 表示] (将“横向持股”,即大型金融机构在互为竞争关系的企业中均持有大量股份——描述为一种普遍存在的现象)。

[68] See Fichtner et al., 前注[16], 第 304 页。例如,追踪标普 500 指数的基金覆盖了美国 500 家最大上市公司,而这些公司占据的市值规模约达 80%。See S&P 500, S&P DOW JONES INDICES, <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500> [<https://perma.cc/B6HG-CWFZ>].

[69] Giovanni Strampelli, Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing, 55 SAN DIEGO L. REV. 803, 811 (2018).

机构投资者在最具公众性的上市公司中大量持股。^[70] 机构投资者在一千家最大公司中平均占有超过 70% 的股份。^[71] 综合来看,三大巨头是全美近半数公开上市公司(大约 3,900 家中的 1,662 家企业)的最大股东。^[72]

横向股东的主导地位增加了全美大多数公司的所有权重叠现象。例如,在 1999 年,同一行业中两家上市公司拥有同一持股 5% 以上股东的概率为 1/5;而到 2014 年,这一数据已经上升为 9/10,即 90% 的上市公司之间存在至少持有各自 5% 股份的同一股东。^[73] 共同股东的投资组合覆盖整个行业,例如航空、银行、科技和医药领域普遍存在横向持股现象。^[74]

关键是,尽管“横向股东”和“共同所有权”^[75] 这两个术语最近才出现,但实际上可追溯到机构所有者兴起之时:任何持有相互竞争公司股份的高度多元化股东,都构成实质意义上的共同所有者。^[76] 只不过,直

[70] 同前注; Luis A. Aguilar, Commissioner, Sec. & Exch. Comm'n, Speech: Institutional Investors: Powers and Responsibility (Apr. 19, 2013) (transcript available at <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch041913laahtm> [<https://perma.cc/2NG3-2G7C>]) (“简而言之,机构投资者是占据主导地位的市场参与者”).

[71] See MATTEO TONELLO & STEPHAN RABIMOV, CONF. BD., THE 2010 INSTITUTIONAL INVESTMENT REPORT: TRENDS IN ASSET ALLOCATION AND PORTFOLIO COMPOSITION 27 tbl. 13, http://shareholderforum.com/e-mtg/Library/20101111_ConferenceBoard.pdf [<https://perma.cc/QB5Y-MCYL>] (文章显示,在 2009 年,机构投资者的持股集中度在美国市值排名前一千名公司中达到约 73%).

[72] Fichtner et al., 前注[16].

[73] See José Azar, Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm 2 (IESE Bus. Sch. Univ. of Navarra, Working Paper No. 1170 - E, 2017), <https://media.iese.edu/research/pdfs/WP-1170-E.pdf> [<https://perma.cc/5D5X-Y6JQ>]. 有研究表明,股票市场的重叠水平比 1980 年至 2012 年期间增长超过 15 倍。See Erik P. Gilje, Todd A. Gornley & Doron Levit, The Rise of Common Ownership 19 (Apr. 19, 2018) (unpublished manuscript), http://gcgc.global/wp-content/uploads/2018/05/6.-Levit_The_Rise_of_Common_Ownership_June_6_2017P-1.pdf [<https://perma.cc/RR5K-LENN>].

[74] See Elhauge, Horizontal Shareholding, 前注[67], at 1267 - 68.

[75] 前注,第 1268 页。

[76] See Gilson & Gordon, 前注[41], at 884 - 86 (将多元化描述为机构投资者主要的投资策略)。

到机构投资者的力量不断增强后,学者出于对其在产品市场上可能造成反竞争效果的担忧,才创造了“共同所有者”这一称谓。^[77] 本文因此将“共同所有者”和“机构投资者”等同视之,并交替使用。

(二) 强式治理的推行

尽管公司法学者将机构投资者在投资组合公司治理中的状态描述为“理性地保持沉默”,^[78] 但共同所有者自身另有说法。例如,先锋集团首席执行官(CEO)威廉·麦克纳布(William McNabb)在致投资组合公司的一封信中明确表态:“有人误认为,我们的投资风格以被动管理为主,对公司治理秉持消极态度,但事实绝非如此。”他进一步解释:“我们无意指导企业如何经营,但在公司治理上,我们确实有可与董事会分享的宝贵见解。”^[79] 这封信是近四十年来,共同所有者推动强式治理的生动写照:通过向股东赋权,对企业管理者进行实质管控,公司治理范式得到重塑。^[80]

即使是最为消极的投资者——模仿标普 500 市场投资者组合的指数型基金,也在积极地推进强式治理。当然,由于其运作的本质是向客户承诺:必须持有指数公司股份来模拟该指数的市场表现,指数型基金无法通过出售股份表达反对意见。不过,行使表决权是可行的,这也是其实际做法。他们以压倒性多数支持那些有利于股东赋权的提案,^[81]

[77] See generally Azar et al., *Anticompetitive Effects*, 前注[15], 是首个使用此种表述的文献。

[78] See Gilson & Gordon, 前注[41], at 895.

[79] Letter from F. William McNabb III, Chairman & CEO, Vanguard, to Bds. Dirs. Vanguard Funds Largest Portfolio Holdings 1 (Feb. 27, 2015), https://pcg.law.harvard.edu/wpcontent/uploads/2016/09/7-CEO_Letter_03_02_ext.pdf [<https://perma.cc/3WKQ-8Y6R>].

[80] See Zohar Goshen & Sharon Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 N.Y.U. L. REV. 263, 277–82 (2019) (解释了机构投资者如何推行强式治理以及股东赋权运动,这在很大程度上消解了要求法院保护股东权利的需求); Barry B. Burr, *Money Managers Increasing Activism on Governance—But Quietly*, PENSIONS & INVS. (Mar. 19, 2012), <https://www.pionline.com/article/20120319/PRINT/303199980/money-managers-increasing-activism-on-governance-but-quietly> [<https://perma.cc/K8ED-LAVR>].

[81] See Ian R. Appel, Todd A. Gormley & Donald B. Keim, *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 J. FIN. ECON. 111, 113–14 (2016) [下文以 Appel et al., *Passive Investors* 表示]。

且多数情况下采取“一刀切”的统一投票政策。^[82] 另一方面,激进基金的投资活动不受限制,因此能利用“退出威胁(即抛售持股)”来影响公司治理。^[83] 此外,资管公司会通过与管理层讨论战略与治理的方式,与其投资组合公司展开正式及非正式的双向沟通。^[84]

这些活动所产生的最显著后果就是强式治理大行其道。^[85] 尽管机构投资者所提倡的个别政策在过去数十年间不断变化,但这些政策的共同目标实际上都是为了增加股东们在投资组合公司当中的影响力。

1. 20 世纪 80 年代: 敌意收购兴盛时期

在 1980 年前,公众公司的管理层都效忠于其公司,而不是股东,公司治理机制几乎束之高阁。^[86] 敌意收购相对少见,代理人斗争也并不

[82] See generally, e.g., BLACKROCK, BLACKROCK INVESTMENT STEWARDSHIP: PROXY VOTING GUIDELINES FOR U. S. SECURITIES (2022), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf> [<https://perma.cc/94V6-BUQX>] (describing general BlackRock voting policies); VANGUARD, VANGUARD FUNDS: PROXY VOTING POLICY FOR U. S. PORTFOLIO COMPANIES (2021), https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/2021_proxy_voting_policies.pdf [<https://perma.cc/6F85-GH6Q>] (describing general Vanguard voting policies); Rick Lacaille & Rakhi Kumar, 2019 Proxy Voting and Engagement Guidelines: North America, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Mar. 27, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/03/27/2019-proxy-voting-and-engagement-guidelines-north-america> [<https://perma.cc/8K43-GYPF>] (outlining general proxy voting principles).

[83] See, e.g., Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, 71 J. FIN. 2905, 2912 & tbl.II (2016) (documenting institutional investors use of exit, the threat of exit, and “behind the scenes” discussions with boards and management to achieve governance goals).

[84] 参见前注第 2912 页(研究发现“与投资组合公司进行非公开磋商的广泛应用,印证了投资者试图在幕后通过直接协商参与公司事业的观察”。

[85] 参见 Edward S. Adams, Bridging the Gap Between Ownership and Control, 34 J. CORP. L. 409, 425 (2009) (“投资者倾向于购买公司的很大一部分股票,以获得对公司的一定程度的控制权”。

[86] Bengt Holmstrom & Steven N. Kaplan, Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, 15 J. ECON. PERSPS. 121, 123 (2001) [下文称为 Holmstrom & Kaplan, Merger Activity]。

普遍,且二者成功率微乎其微。^[87] 董事会主要由支持管理层的内部人员构成,长期绩效计划被广泛地运用,并且多以会计指标而非股价作为考核基准,致使管理层激励仅与股东价值形成间接关联。^[88] 相应地,管理层持股比例较低;到 1980 年,仅有 30% 的 CEO 薪酬与股票市场表现挂钩。^[89]

至 1980 年,机构投资者持股比例突破 25% 的临界值,^[90] 其规模之大终于足以引发敌意收购浪潮,继而终结管理层自由裁量的时代。^[91] 需特别指出,敌意收购作为一种强有力的外部治理机制,可在成功收购公司控制权时,通过更换低效管理者实现问责功能。^[92] 对机构投资者而言,敌意收购实为套利机遇:当管理层业绩不佳导致股价低迷时,标的公司犹似“香饵”,吸引收购方在较低股价的基础上支付一定溢价来收购公司。机构投资者既可获取这部分的溢价,又能得益于对投资组合内其他低效管理者形成的威慑效应。收购方通过改组管理层提升绩效,进而享受股价回升所带来的利益。^[93]

20 世纪 80 年代初,并购浪潮开始加速并于该十年间持续扩张,^[94] 其背后有机构投资者崛起的两重动力作用。其一,相较于个人投资者,机构投资者更注重投资回报最大化,对公司管理层忠诚度较低,因此成

[87] 参见前注。

[88] 参见前注。

[89] Brian J. Hall & Jeffrey B. Liebman, Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?, 113 Q.J. ECON. 653, 663 (1998) (“自 1980 年以来,CEO 们的薪酬水平及其与公司业绩的关联敏感性均呈现显著上升态势,这一现象主要归因于股票期权授予规模的扩大”).

[90] Paul A. Gompers & Andrew Metrick, Institutional Investors and Equity Prices, 116 Q.J. ECON. 229, 233, 236 (2001) (研究发现,1980 年初机构投资者持有所有公开交易股票市场总值的 26.8%)。

[91] See Bengt Holmstrom & Steven N. Kaplan, The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?, 15 J. APPLIED CORP. FIN. 8, 11 (2003) (“正是由于企业绩效提升的潜在可能性,加之机构投资者持股比例的增长,才催生了 20 世纪 80 年代的并购浪潮、垃圾债券及[杠杆收购]现象”).

[92] See Henry G. Manne, Cash Tender Offers for Shares—A Reply to Chairman Cohen, 1967 DUKE L.J. 231, 236–37 (有观点认为,收购者的潜在威胁能够促使公司管理层以尽可能高效的方式经营管理企业)。

[93] 参见前注第 236 页。

[94] See Holmstrom & Kaplan, Merger Activity, 前注[86]。

为敌意收购中大额股权的主要出让方。^[95]其二,通过向并购基金及高收益债券市场注入巨额资金,机构投资者实质上在收购活动中扮演着主要融资者的角色。^[96]诺贝尔奖得主本特·霍姆斯特罗姆(Bengt Holmstrom)与斯蒂文·卡普兰(Steven Kaplan)教授论证指出,如果没有机构投资者资金规模的大幅增长,支撑数十亿美元级并购交易的意愿与能力将无从谈起。^[97]

然而,收购浪潮仅是开端,更为深远的是,机构投资者崛起将促使公司权力从利益相关者转向股东,由此催生股东至上(shareholder primacy)原则。^[98]即便在20世纪90年代并购潮消退后,这种范式转变仍被美国公司奉为圭臬,^[99]致使股东权利以及公司治理的持续强化。

2. 20世纪90年代:独立董事制度成熟期

机构投资者持续扩大其治理权能,其持股比例于1990年突破40%关口,至该世纪末更是跨越50%的绝对控股阈值。^[100]相较于20世纪80年代时对敌意收购等外部治理机制的依赖,90年代机构投资者通过独立董事会^[101]与股权激励^[102]两大内部治理工具,最终完成股东至上原

[95] 前注第132页。

[96] 参见前注。在并购交易中,大部分融资通过高风险、高收益债券(亦称“垃圾债券”)的形式实现。此类债券最著名的发行案例当属迈克尔·米尔肯通过德崇证券(Drexel Burnham Lambert)投资银行所进行的操作。See Elijah Brewer III & William E. Jackson III, Requiem for a Market Maker: The Case of Drexel Burnham Lambert and Junk Bonds, 17 J. FIN. SERVS. RSCH. 209, 209-10, 232 n.9 (2000)。

[97] See Holmstrom & Kaplan, Merger Activity, 前注[86], 第132页。

[98] 股东至上原则是一种公司治理模式,其将股东利益置于其他所有公司利益相关者之上。See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 GEO. L.J. 439, 440-41, 443 (2001)。

[99] See Holmstrom & Kaplan, Merger Activity, 前注[86], 第132页。

[100] Gompers & Metrick, 参见前注[90], at 237 fig.1.

[101] 独立董事会由与公司无重大利害关系的董事组成,因而受公司管理层的影响较小。See Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, 59 STAN. L. REV. 1465, 1526 (2007) (详细阐述了独立董事制度的演进)。

[102] Brian J. Hall & Jeffrey B. Liebman, The Taxation of Executive Compensation, 14 TAX POL'Y & ECON. 1, 1-2 (2000) [下文称为 Hall & Liebman, Taxation] (提出股权激励情形的激增主要与大型机构投资者持股比例的变化、公司治理结构以及公司控制权市场的变动有关,而非受到税收因素的影响)。

则的制度化建构。这两个机制均致力于增强旨在实现管理层激励、股东诉求与资本市场价格的协调性。

正如杰弗里·戈登 (Jeffrey Gordon) 教授表明,90 年代上市公司董事会独立性及监督效能较此前发生质的跃升。^[103] 在董事会中,独立董事占比从 1980 年的平均 31% 攀升至 1990 年的 60%,并于 2000 年达到 69%。^[104] 该趋势持续强化,最终形成独立董事主导的绝对多数治理格局。2016 年标普 500 成分股公司中,独立董事席位占比普遍超过 70%。^[105] 由于独立董事更倾向于让管理层向股东承担责任,^[106] 这导致 CEO 的更迭率显著提升,且外部选聘比例大幅增加。^[107] 全美最大 500 家企业中,CEO 内部更替率从 1992 年的 12.62% 升至 2000 年的 19.15%,平均任期由八年缩短至大约五年。^[108] 其中,约半数的更替是由业绩不佳导致的。^[109] 同期从外部聘任 CEO 占比从 20 世纪 70 年代的 15% 升至 90 年代的 27%,进入 21 世纪后的头十年更是达到了 32%。^[110]

监督强化的双重效应在于:在导致 CEO 解职风险上升的同时,^[111] 薪酬水平也有所膨胀。^[112] 例如,一个标普 500 企业 CEO 的平均总薪酬从 1980 年的 200 万美元增至 1990 年的 400 万美元,2000 年峰值时更突

[103] Gordon, 参见前注[101], at 1475 fig.2.

[104] 参见前注, at 1565 app. tbl.1.

[105] Renee Lightner & Theo Francis, Inside America's Boardrooms, WALL ST. J. (Jan. 19, 2016, 1:30 PM), <http://graphics.wsj.com/boards-of-directors-at-SP-500-companies> [https://perma.cc/WR4S-FYCF].

[106] 此种立场因削弱管理层在董事任命事项上的影响力而得以强化, Gordon, 前注[101], 第 1496 页,亦得益于董事股权激励规模的增加, Holmstrom & Kaplan, Merger Activity, 前注[86], 第 135 页.

[107] See Holmstrom & Kaplan, Merger Activity, 前注[86], 第 135 页.

[108] Steven N. Kaplan & Bernadette A. Minton, How Has CEO Turnover Changed?, 12 INT'L REV. FIN. 57, 61 (2012) (“在 1992 至 1996 年的早期阶段,采用第一种定义标准测算的 CEO 总更替率为年均 12.62%,这意味着平均任期为 7.9 年;而在 1997 至 2002 年期间,总更替率上升至年均 19.15%,对应的平均任期则缩短至 5.2 年”).

[109] Alex Edmans, Xavier Gabaix & Dirk Jenter, Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence, in 1 THE HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE 383, 421 (Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach eds., 2017).

[110] 参见前注,第 433 页.

[111] Benjamin E. Hermalin, Trends in Corporate Governance, 60 J. FIN. 2351, 2351 (2005).

[112] Edmans et al., 前注[109], at 433.

破1,800万美元。^[113] 股权激励占比则从1980年的约20%,^[114] 攀升至1996年的50%以上,并于2000年达到78%的历史峰值。^[115] 1980~1998年间CEO薪酬绩效敏感度提升逾十倍,^[116] 管理层与股东利益实现高度绑定,股东价值最大化由此成为公司管理者决策的核心准则。

这一时期的治理变革由机构投资者持股增长及其激进主义行动所驱动。该类投资者重塑公司治理生态的具体路径表现为:(1)以股东价值作为绩效衡量基准;(2)公开锁定业绩不佳企业;(3)强力推行CEO股权激励计划;(4)发起“反对票运动(just vote no)”以抗议董事会持续失职。^[117] 此后二十年的发展轨迹表明,股东权力扩张与公司治理强化均呈现持续深化态势。

3. 21世纪前10年:对冲基金激进主义时期

机构投资者的权利在21世纪头十年持续增强。除了强化内部治理之外,^[118] 对冲基金激进主义作为一种强大的新型外部治理机制应运而

[113] Kevin J. Murphy, Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There, in 2 HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 211, 225 & fig.3 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013).

[114] Edmans et al., 前注[109], at 399 fig.5.

[115] Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, The Growth of Executive Pay, 21 OXFORD REV. ECON. POL'Y 283, 290 tbl.4 (2005).

[116] Hall & Liebman, Taxation, 前注[102], at 5.

[117] Gordon, 参见前注[101], at 1528-29.

[118] 例如,正如一位支持者所言:“在投资者的推动下,年度董事改选、董事选举的多数表决规则、股东对毒丸计划的批准权以及委托书备案细则等关键治理机制,现已发展成为公司治理领域的通行实践。”See Kosmas Papadopoulos, The Long View: The Role of Shareholder Proposals in Shaping U.S. Corporate Governance (2000-2018), HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Feb. 6, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/06/the-long-view-the-role-of-shareholder-proposals-inshaping-u-s-corporate-governance-2000-2018> [<https://perma.cc/3JVD-ARYN>]. 一位更为审慎的研究者指出,激进投资者通过占据“董事问责制”这一“诤诤高地”,成功推动了多项改革诉求的实施,包括获取特别会议召集权、确立多数同意即可采取行动的决策机制、废除超级多数决条款等。Latham & Watkins LLP, Future of Institutional Share Voting: Three Paradigms, CORP. GOVERNANCE COMMENT. (July 2010), https://www.lw.com/upload/pubcontent/_pdf/pub3617_1.pdf [<https://perma.cc/4H87-NRKA>]. 更为重要的是,机构投资者所支持的是一套多元化且快速发展的强力治理措施体系(包括本文提及的各项举措),这些措施的实质效果是使董事任免权越来越牢固地掌握于股东手中。

生。^[119] 过去二十年间,在市场中占据主导地位激进对冲基金^[120]通过收购表现不佳企业的股权并采取措施提升业绩,^[121] 奠定其独特的市场定位。尽管共同所有者通常不会推动其投资组合公司的运营变革,但激进投资者会这样做,尤其是当这些变革符合其治理目标时,共同所有者更是大力支持。^[122] 共同所有者的存在显著提高了激进对冲基金(成功)更换公司管理层的可能性。^[123] 因此,对冲基金激进主义本身就是一种强势治理机制。

此外,对冲基金激进主义及其在共同所有者中获得的支持对治理产生了更直接的影响。对冲基金常以治理薄弱为由,发起针对公司管理层

[119] Brian Cheffins & John Armour, The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds 34 (Univ. of Cambridge Fac. of L. Legal Studs. Rsch. Paper Series, Paper No. 38/ 2011, 2011), https://ssrn.com/abstract_id=1932805 [<https://perma.cc/2JDC-9JEL>] (聚焦于 21 世纪初对冲基金激进主义的崛起及其显著影响力)。

[120] 激进对冲基金的资产管理规模从 2000 年的不足 30 亿美元激增至 2015 年的近 2,000 亿美元。See AIMA & SIMMONS & SIMMONS, UNLOCKING VALUE: THE ROLE OF ACTIVIST ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGERS 12 fig.1 <http://www.sewkis.com/wp-content/uploads/9386e594-838e-46c0-a842-3d914714aee3.pdf> [<https://perma.cc/DEW2-29WQ>]; Paula Loop, Catherine Bromilow & Leah Malone, The Changing Face of Shareholder Activism, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Feb. 1, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/01/the-changing-face-of-shareholder-activism> [<https://perma.cc/WX7P-VHTS>].与此同时,激进投资者的维权活动事件从 2000 年的 78 起激增至 2016 年的近 428 起。Mark R. DesJardine & Rodolphe Durand, Disentangling the Effects of Hedge Fund Activism on Firm Financial and Social Performance, 41 STRATEGIC MGMT. J. 1054, 1063 (2020).

[121] See generally Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, 63 J. FIN. 1729 (2008) [下文称为 Brav et al., Hedge Fund Activism] (采用一套新颖的数据集,记录了激进对冲基金的股权收购与代理行为随时间变化而发展的特征)。

[122] See Ian R. Appel, Todd A. Gormley & Donald B. Keim, Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism, 32 REV. FIN. STUDS. 2720, 2752 (2019) (“我们仅发现……在保守投资者认为符合其长期利益的领域,激进投资者取得了更多成功;尤其是在构建高效的董事会、良好的公司治理机制以及活跃的公司控制权市场等方面”)。

[123] See Brav et al., Hedge Fund Activism, 见前注[121], at 1755 (“公司治理问题——包括撤销反收购措施、罢免 CEO、提升董事会独立性以及限制高管薪酬等——亦常被援引为股东激进主义行为的动因”)。

的激进主义行动。^[124] 当主张提升董事会效率与独立性,并反对反收购防御措施时,^[125] 这些行动成功的概率更高。换言之,对冲基金在为强化股东权利而斗争时一马当先,而被动的所有者则在场边摇旗呐喊,予以支持。

事实上,在 21 世纪前 10 年,共同所有者借助激进投资者的力量,推动企业不断扩大股东权利,尤其致力于削弱反收购保护措施。^[126] 传统观点认为,移除反收购的保护措施能让低效管理者直面敌意收购威胁,进而遏制无效投资。^[127] 然而,畏惧收购也会阻碍忠诚的管理者进行高效投资。^[128] 由于一些具有远见、难以评估或长期性的投资在市场价格

[124] 参见前注。

[125] 参见前注[122]及其附随文本。

[126] 早在 1999 年,公司法学者便已注意到:“机构投资者已不再满足于强烈批评这种反收购措施(即毒丸计划),而是升级为不仅要求强制废除该防御手段,还对其具体操作机制提出质疑。”See John H. Matheson, *Corporate Governance at the Millennium: The Decline of the Poison Pill Antitakeover Defense*, 22 HAMLIN L. REV. 703, 704 (1999); see also Francis J. Aquila, *Adopting a Poison Pill in Response to Shareholder Activism*, PRACTICAL L. 22, 24–25 (2016).

[127] See, e. g., Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973, 993 (2002) (主张“收购威胁成为管理层服务股东的重要动力来源”)。在当今市场环境下,此类收购行为通常会被包装成“友好”并购。See, e. g., Tingting Liu & J. Harold Mulherin, *How Has Takeover Competition Changed over Time?*, 49 J. CORP. FIN. 104, 104 (2018) (“研究发现,在交易启动至完成的整个拍卖流程中,并购竞争态势并未减弱。实际上,通过拍卖形式开展的并购竞争已转为非公开化运作”)。

[128] See, e. g., Mark Humphery Jenner, *Takeover Defenses, Innovation, and Value Creation: Evidence from Acquisition Decisions*, 35 STRATEGIC MGMT. J. 668, 668 (2014) (研究发现,对于难以估值的企业而言,若其设有反收购条款,则其实施的并购行为不仅能为股东创造更多财富,同时更有可能促进企业创新水平的提升); Thomas J. Chemmanur & Xuan Tian, *Do Antitakeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis*, 53 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1163, 1163 (2018) (“反收购条款通过使管理层免受股票市场短期压力的影响,有助于培育创新”); Vivian Fang, Xuan Tian & Sheri Tice, *Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?*, 69 J. FIN. 2085, 2085 (2014) (提出资产流动性会抑制创新,因其加剧敌意收购风险,提高机构投资者持股比例); Mark S. Johnson & Ramesh P. Rao, *The Impact of Antitakeover Amendments on Corporate Financial Performance*, 32 FIN. REV. 659, 686–87 (1997) (提出由于反收购条款的采纳降低了管理层因业绩不佳而面临收购威胁的顾虑,研发支出随之增加)。一项得出相反结论的研究因将反收购法视为外生事件(exogenous event)而受到学界(转下页)

上被低估,忠诚且有才能的管理者常常被暴露在不合理的敌意收购威胁面前。^[129] 尽管如此,如下文所示,共同所有者已基本废除了最有效的反收购保护措施,如毒丸计划(poison pill)和交错董事会,这对企业投资水平产生了显著的抑制作用。

(1) 毒丸计划。毒丸计划通过限制股东向敌意收购方出售股份的权利,防止潜在收购者在未经董事会批准的情况下接管公司。^[130] 毒丸计划又称“股东权利计划(shareholder rights plan)”,作为一种公司治理机制,它允许董事会设置特定持股门槛,超出该门槛的股权收购成本高得令人望而却步,从而阻止敌意收购。^[131] 从实际效果看,向意图改组董事会的收购方出售股份无异于投票解雇现任管理层。因此,共同所有者

(接上页)批评。See Julian Atanassov, Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? Evidence from Antitakeover Legislation and Corporate Patenting, 68 J. FIN. 1097, 1097 (2013) (提出与未通过反收购法的州相比,在通过反收购法的州注册成立的公司,其专利数量及单件专利引用次数均呈下降趋势); Jonathan M. Karpoff & Michael D. Wittry, Institutional and Legal Context in Natural Experiments: The Case of State Antitakeover Laws, 73 J. FIN. 657, 668 (2018) (批评了将各州反收购立法作为相关事件的研究); Emiliano M. Catan & Marcel Kahan, The Law and Finance of Antitakeover Statutes, 68 STAN. L. REV. 629, 629 (2016) (进一步分析此类研究的缺陷,以阐明以反收购法为研究对象的学术成果存在局限性的原因)。

[129] See, e.g., Jeremy Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 J. POL. ECON. 61, 61 (1988) (“若股东未能充分掌握信息,则短期盈利不佳可能导致股票价值被低估,从而增大公司以不利价格被收购的风险;此即管理层高度关注当期盈余之缘由”); Eitan Arom, Hidden Value Injury, 121 COLUM. L. REV. 937, 950–52 (2021) (认为市场可能无法将长期价值信息充分反映在短期价格之中)。

[130] 实际上,毒丸计划成为愿意出售股份的股东和有意收购股份的投标人之间的阻碍。See Scott Hirst, The Wrong Prescription? Revisiting the Justification for Poison Pills, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Nov. 18, 2009), <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/11/18/the-wrong-prescription-revisiting-the-justification-for-poison-pills> [<https://perma.cc/H2ZE-HUPA>]。

[131] 具体而言,在采用“毒丸计划”时,公司将向其股东授权,允许其以显著低于市场现行价格的折扣价购买公司股份。该等权利的触发条件为某一股东购入股份达到公司总股本特定比例阈值(例如20%)时。需重点说明的是,该计划将使触发阈值的违规股东进行的股权购入自动失效,因此仅其他投资者有权购买折价股份。这一机制将实质性稀释违规股东的持股比例,从而使其在初始阶段试图购入足量股份以跨越阈值的行为丧失经济上的合理性。See Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., Toward a Constitutional Review of the Poison Pill, 114 COLUM. L. REV. 1549, 1570 (2014)。

认为毒丸计划固化了董事会权力,阻碍了股东通过出售股份的方式追究公司管理层的责任。^[132] 尽管毒丸计划在马蒂·利普顿(Martin Lipton)于20世纪80年代发明后迅速普及,^[133] 但随后便遭到机构投资者的坚决反对。^[134] 代理咨询机构为股东提供的投票建议不仅包括反对毒丸计划,还涉及反对任何未经股东批准即支持采纳该计划的董事。^[135] 其结果是,标普500指数成分股中采用毒丸计划的公司从2000年的299家锐减至2009年的84家。^[136]

(2) 交错董事会。交错董事会采用分届选举机制:董事会席位每年改选三分之一,而非全体改选。^[137] 这种机制旨在阻止股东一次性更换全部董事,进而保护公司管理层。^[138] 收购方若想控制设有交错董事会的公司,必须等待两轮年度董事选举才能获得董事会多数席位。^[139] 交错董事会的权力固化效应显而易见,因此引发了共同所有者的强

[132] See Aquila, 参见前注[126].

[133] David Futrelle, Corporate Raiders Beware: A Short History of the “Poison Pill” Takeover Defense, TIME (Nov. 7, 2012), <https://business.time.com/2012/11/07/corporate-raidersbeware-a-short-history-of-the-poison-pill-takeover-defense> [<https://perma.cc/CK5X-7X4Z>].

[134] Appel et al., Passive Investors, 前注[81], at 114 (认为指数型基金持股比例较高的公司,往往更少采用反收购防御措施或双重股权结构).

[135] See Aquila, 参见前注[126], at 25.

[136] Michael Useem, The Ascent of Shareholder Monitoring and Strategic Partnering: The Dual Functions of the Corporate Board, in THE SAGE HANDBOOK OF CORPORATE GOVERNANCE 136, 143 (Thomas Clarke & Douglas Branson eds., 2012).

[137] See Staggered Board of Directors, THOMSON REUTERS: PRACTICAL L. (2020), <https://us.practicallaw.thomsonreuters.com/7-382-3831> [<https://perma.cc/4RS3-AA45>] (将交错董事会或分类董事会定义为“一种由任期不同且相互重叠的多年任期董事组成的董事会结构,由此并非所有董事的任期都在同一年度届满”).

[138] See Olubunmi Faleye, Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment, 83 J. FIN. ECON. 501, 528 (2007) (其结论认为,“分类董事会制度以牺牲股东利益为代价使管理层获益”,而“强化问责机制之改革趋势要求公司董事会实行同步换届制度”).

[139] See Carmody v. Toll Bros., 723 A.2d 1180, 1186 n.17 (Del. Ch. 1998) (指出“分类董事会制度虽可延缓敌意收购方掌控董事会之进程,但不能阻却其最终取得控制权”).

烈不满。^[140] 在机构投资者的推动下,“去交错化运动”^[141]成效显著:标普 500 指数成分股中保留交错董事会的公司在 2017 年仅占约 10%,^[142]与 2002 年高达 60%^[143]的比例形成巨大落差。

针对上述两种机制的废除运动仅是共同所有者四十年来强化公司治理全部举措的冰山一角。然而,这些努力连同其他诸多被作为“一刀切”政策推行的公司治理改革,^[144]共同将管理层置于股东意志之下。其结果是共同所有者重构了公司权力架构,股东登上金字塔顶端。本文第二部分将揭示,这种根本性变革如何导致投资萎缩并对美国劳动者产生不利影响。

二、强式治理与劳动力市场买主垄断

共同所有权的崛起导致美国劳动力市场发生令人不安的结构性转

[140] See Guhan Subramanian, Delaware's Choice, 39 DEL. J. CORP. L. 1, 13 (2014) (有学者指出,机构投资者之所以反对交错董事会制度,是因为该制度使他们在日常经营活动中难以针对其希望追责的具体董事采取“有效救济措施”).

[141] Lucian Bebchuk, Scott Hirst & June Rhee, Toward Board Declassification in 100 S&P 500 and Fortune 500 Companies: The SRP's Report for the 2012 and 2013 Proxy Seasons, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Feb. 25, 2014), <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/02/25/>.

[142] Matteo Tonello, Corporate Board Practices in the Russell 3000 and S&P 500, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Oct. 18, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/18/corporate-board-practices-in-the-russell-3000-and-sp-500> [<https://perma.cc/3QRT-3JGA>] (“在标普 500 指数成分股公司中,仍存在交错董事会结构的公司占比约为 10.9%,较 2016 年的 15.4% 有所下降……”).

[143] K.J. Martijn Cremers, Lubomir P. Litov & Simone M. Sepe, Staggered Boards and Long Term Firm Value, Revisited, 126 J. FIN. ECON. 422, 422, 428 fig.1 (2017) (指出“交错董事会制度通过促使企业致力于开展长期项目,并将其与利益相关者的特定关系投资相绑定,从而为部分公司实现增值”).

[144] See, e.g., Paul Rose, The Corporate Governance Industry, 32 J. CORP. L. 887, 917 (2007) (指出在治理咨询机构的协助下,机构股东已形成一种“放之四海而皆准的模式,该模式实质上将公司治理标准化,并抑制需要针对特定公司(乃至特定行业)制定的治理政策”).

变。尽管工人生产效率持续提升,工资增长却陷入停滞;^[145]收入不平等攀升至“咆哮的20年代(Roaring Twenties)”以来的最高水平,^[146]而企业利润与利润率持续创下历史新高。^[147]而且,衡量劳动力市场竞争程度的工资弹性指标近几十年来持续下降,表明雇主已将劳动力市场卡特化。^[148]迄今为止,认为共同所有权是工资增长停滞与收入不平等加剧之原因的学者,主要聚焦于产品市场垄断与市场集中度理论,^[149]但该理论存在重大争议。^[150]因此,尽管共同所有权引发的变革影响深远,评论家仍未能就其与疲软劳动力市场的联系予以令人信服的解释。^[151]毕竟,只要共同所有者存在操纵市场的行为(无论是针对工人还是消费者),理论上应该会留下可追溯的痕迹。^[152]如果共同所有者真的是劳动力市场困境的症结所在,证据何在?

对此,本文给出了一个简明的解释:凭借其规模与影响力,共同所有者无需有意地组建企业联盟,即可产生卡特效应。实际上,这些效

[145] See Simcha Barkai, *Declining Labor and Capital Shares*, 75 J. FIN. 2421, 2459 (2020) (“自20世纪80年代初以来,劳动支出份额持续下降反映出劳动生产率[保持增长态势]与劳动报酬[陷入停滞状态]之间日益扩大的鸿沟”).

[146] 参见后注[215]及其附随文本。

[147] See Barkai, 前注[145], at 2434 fig.3 (通过构建企业“利润份额”[利润与增加值总额之比]的计量模型,证实该比率至少自1980年代起保持上升趋势)。根据彭博社专栏文章,标普500指数利润率[即收入占营收的百分比]在2018年攀升至10.2%,创下自1990年以来的最高纪录。另据美国经济分析局数据,企业利润占国内生产总值的比例于2012年达到历史峰值,且该比例此后持续维持高位运行。

[148] 有学者对近期关于工资弹性的研究文献进行了系统考察,发现“即便是采取保守立场并基于结果缺乏显著性的研究,它们仍然清楚表明了垄断性买方劳动力市场对经济及劳动者造成重大损害的不争事实”。Suresh Naidu, Eric A. Posner & Glen Weyl, *Antitrust Remedies for Labor Market Power*, 132 HARV. L. REV. 536, 568 (2018) (审视了有关企业并购的实证数据,并提出一个反垄断救济方案)。

[149] See generally Gutiérrez & Philippon, *Investmentless Growth*, 前注[11] (检验行业及企业层面的数据集); Azar et al., *Anticompetitive Effects*, 前注[15] (“本研究得出结论,多元化和良好公司治理所带来的私人收益伴生着一项隐性成本——产品市场竞争的减弱”).

[150] See *infra* note 264 (援引关于共同所有权理论争议的诸种学说)。

[151] See Gutiérrez & Philippon, *Investmentless Growth*, 前注[11], at 108 n.24 (指出“共同所有权削弱竞争的具体作用机制仍有待进一步厘清”).

[152] See Hemphill & Kahan, 前注[39], at 1426 (共同所有权所产生的反竞争效应“若在实践中具有重要意义,则必将留下明显的痕迹”).

应自然而然地生发于共同所有者推动的强式公司治理之中。在强式治理模式下,无论忠诚与否,管理者会因担忧股东(错误)将其投资项目视为低效的“个人偏好项目”而减少投资;^[153] 同样地,一个理智的管理者会避免将利润投入创新项目、长期项目或个人偏好项目,转而选择利润分配,以规避股东问责与职位不保的风险。^[154] 总的来说,通过推行强式治理,共同所有者制造了投资缺口。^[155] 投资活动减少意味着雇佣规模收缩,^[156] 雇佣收缩导致劳动力需求下降,^[157] 需求下降最终引发工资水平停滞。因此,即便不是唯一因素,对于过去四十年间劳动力市场的日益低迷,共同所有者推行的强式治理也难辞其咎。

前文已揭示市场如何从个人投资者主导转向共同所有权主导,以及共同所有者如何开启强式治理时代。本部分将论证强式治理如何将工资压制在竞争性水平之下,实质性地剥夺了劳动者分享劳动成果的权利。关于买主垄断效应的实证证据可分为两类:强式治理导致投资缺

[153] 公司首席执行官(CEO)的核心职责在于遴选能够实现企业价值最大化的投资项目。然而,代理理论的一项基本原则指出,某些投资项目会为 CEO 带来货币性或非货币性的私人收益,从而导致管理层与股东之间的激励错位。在此情形下,CEO 可能选择能使其私人收益最大化而非公司价值最大化的项目。公司治理的有关文献通常将此类低效投资称为“CEO 个人偏好项目(a CEO pet project)”。关于此类项目的例证,可参见 Paul H. Décaire & Denis Sosyura, *CEO Pet Projects* (Apr. 9, 2021) (未刊手稿), http://ssrn.com/abstract_id=3747263 [<https://perma.cc/3HNJ-KJW2>].

[154] 参见后文“管理者的困境:投资还是不投资”。

[155] See, e.g., Gutiérrez & Philippon, *Investmentless Growth*, 前注[11], at 89 (提出尽管托宾 Q 值[衡量盈利能力的指标]处于高位,但投资不足现象反映出企业仍不愿进行投资;且这种投资缺口与无形资产的增加、市场竞争的减弱以及公司治理模式的转变密切相关——这些治理变化倾向于鼓励利润分配而非资本投资)。

[156] See Belo et al., 前注[26], at 138 (该研究指出“雇佣率与投资率呈显著正相关”)。诚然,对技术与创新的投资可能抑制就业增长(如机器人技术的研发)。这一现象构成了将技术、无形资产与投资萎缩、劳动支出份额下降相联系的理论核心。然而,实证研究表明,此类效应仅能解释投资降幅的三分之一。Germán Gutiérrez & Thomas Philippon, *Ownership, Concentration, and Investment*, 108 *AEAPAPERS & PROC.* 432, 436 (2018) [hereinafter Gutiérrez & Philippon, *Ownership, Concentration, and Investment*]. 该文主张,其余部分可归因于共同所有权及治理结构。

[157] See generally Daniel S. Hamermesh, *New Measures of Labor Cost: Implications for Demand Elasticities and Nominal Wage Growth* (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 821, 1981), <https://www.nber.org/papers/w0821> [<https://perma.cc/3ZVJ-BRF7>] (衡量劳动弹性,即劳动力价格对劳动力需求的敏感程度)。

口的证据以及共同所有权削弱劳动力市场竞争的证据。本部分第一节聚焦于第一类证据,检视强式治理何以抑制投资;第二节则集中讨论第二类证据,直接说明工资增长停滞与收入不平等加剧可归因于共同所有者。这些实证研究共同为过去四十年来不平等加剧与工资增长停滞提供了系统性解释。

(一) 强式治理与投资缩减

在机构投资者崛起之前,公司董事与高管基本上能让企业按照他们认为合适的方式运营。这一时期的典型代表是李·艾柯卡(Lee Iacocca)等强势企业领袖——这位长期执掌克莱斯勒的CEO,其姓氏被戏称为“我永远 是克莱斯勒公司董事长(I Am Chairman Of Chrysler Corporation Always)”的首字母缩写。^[158] 对于艾柯卡这样的管理者来说,自由构建商业帝国、攫取控制权私利或是培育宏图愿景并开展大胆投资,^[159] 都不在话下。随着所有权逐渐集中于具备监管能力的机构股东手中,^[160] 管理者对外投资的意愿显著下降。对此,本节首先剖析强式治理如何抑制投资,继而详述相关实证证据。

1. 管理者的困境:投资还是不投资?

一般而言,管理者面临两难选择:将盈余现金投入可能产生远期回报的项目,或通过股息与股份回购将盈余分配给股东。^[161] 在股东不予干预的情况下,管理者可凭良知与专业判断决策。忠诚的管理者会投资有益高效的项目,不忠诚的管理者则可能实施利己低效的投资并从中谋

[158] “I Am Chairman Of Chrysler Corporation Always”: 8 Facts About Lee Iacocca, REUTERS (July 2, 2019), <https://www.reuters.com/article/us-people-lee-iacocca-facts/i-am-chairman-of-chrysler-corporation-always-8-facts-about-lee-iacocca-idUSKCN1TY06X> [<https://perma.cc/YU L9-SEKM>].

[159] See Roe, 前注[55], at 14 (阐述了一种批评观点,即在股权分散的结构下,“管理层在股东未能及时干预的情况下肆意扩张企业帝国并推行不当战略,直至事态恶化到只能通过敌意收购的激烈手段或杠杆收购的不稳定局面来收场”).

[160] See Gilson & Gordon, 前注[41], at 865 (指出由于所有权集中于少数金融机构手中,“伯利-米恩斯提出的股权分散化前提在当下已不成立”).

[161] See William Lazonick, Profits Without Prosperity, HARV. BUS. REV. (Sept. 2014), <https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity> [<https://perma.cc/4VFX-6WD6>] (阐述了公司资源配置方式如何从“留存再投资”模式转变为“精简分配”模式).

取私利。^[162] 然而,当股东对管理者施加高压时,管理者作出选择时不免战战兢兢,因为任何引发股东质疑 CEO 忠诚度的投资决策,都可能导致后者职位不保。^[163] 在强势治理框架下,管理者将更偏向于选择利润分配。^[164]

这一现象的根源在于,股东对管理者绩效与忠诚度的判断存在固有缺陷,况且产生错误评价也是人之常情,在所难免。^[165] 无论投资者再怎么成熟,也可能将称职忠诚的管理者误判为能力低下、背信弃义之辈。史蒂夫·乔布斯(Steve Jobs)在苹果公司的早期经历即为一例。^[166] 作

[162] See, e. g., Jarrad Harford, Sattar A. Mansi & William F. Maxwell, Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US, 87 J.FIN.ECON. 535, 535 (2008) (该研究指出在美国,受约束较弱的管理者倾向于迅速将现金用于收购及资本性支出,而非进行资金储备); Matthew T. Billett, Jon A. Garfinkel & Yi Jiang, The Influence of Governance on Investment: Evidence from a Hazard Model, 102J.FIN.ECON. 643, 643 (2011) (指出治理不善与过度投资之间存在显著关联)。

[163] See, e.g., Heitor Almeida, Vyacheslav Fos & Mathias Kronlund, The Real Effects of Share Repurchases, 119 J.FIN.ECON. 168, 168 (2016) (该研究发现管理层倾向于通过放弃对外投资和收缩就业岗位来实现股票回购,以此满足分析师对每股收益的预测要求); Huasheng Gao, Jarrad Harford & Kai Li, CEO Turnover – Performance Sensitivity in Private Firms, 52 J.FIN.&QUANTITATIVE ANALYSIS 583, 583 (2017) (指出相较于非上市公司,上市公司首席执行官[CEO]的更替率更高,且其更替与业绩表现的关联性更为显著,其根源在于投资者的短视行为)。

[164] See Gutiérrez & Philippon, Investmentless Growth, 前注[11], at 104 (该研究成果表明,被动型机构持股比例较高的企业往往具有更高的股东派息率和更低的投资水平); Todd A. Gormley & David A. Matsa, Playing It Safe? Managerial Preferences, Risk, and Agency Conflicts, 122 J.FIN.ECON.431, 432 (2016) (主张公司管理层出于职业前景的考量,往往会采取“求稳”策略——相较于股东偏好的风险水平,其更倾向于选择风险更低[相应收益也更低]的经营决策,以避免遭到解聘); Pornsit Jiraporn, Jang-Chul Kim & Young Sang Kim, Dividend Payout and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation, 46 FIN.REV. 251,275(2011) (认为“治理质量较高的企业”倾向于非均衡地分配利润而非进行再投资)。

[165] See Goshen & Squire, 前注[23], at 803 (“在特定情形下,投资者可能将管理层的背信行为、不当评估或偶发不利因素错误归咎于能力欠缺,继而通过解聘聘任的管理者而产生委托代理成本”); Roe, 前注[55], at 13–14 (“在股权结构分散的情形下,投资者难以通过低成本方式有效区分管理层出于私利扩张的‘帝国构建’行为与真正具有高净现值的投资项目”)。

[166] See Matt Weinberger, This Is Why Steve Jobs Got Fired from Apple—and How He Came Back To Save the Company, BUS.INSIDER (July 31, 2017, 2:17 PM), <https://www.businessinsider.com/steve-jobs-apple-fired-returned-2017-7> [<https://perma.cc/N5Y2-ZYHK>].

为公司当中的远见者,乔布斯以难以共事著称,其曾遭到解雇的原因也是董事会选择站队 CEO 而非支持乔布斯。十余年后,当苹果公司濒临破产之际,乔布斯重掌帅印并凭借 iMac 重振科技霸主地位。^[167] 由此可见,尽管乔布斯的专断作风与细节苛求令人侧目,但他仍是值得托付的领导者,而这对于与苹果公司利益深度绑定的资深董事们而言,也曾产生误判。^[168] 机构投资者的管理者需要以股东身份同时关注数千家被投资企业,其误判概率较之苹果前董事们有过之而无不及。^[169]

通过减少投资与增加派息,“不忠”(实际上忠诚)的管理者可降低被(错误)认定为不忠而遭到解雇的风险。即便对忠诚的管理者而言,开展复杂、长期或创新性的投资项目仍可能引发失败、问责与解雇。^[170] 因此,在强式治理下,CEO 们将出于理性选择利润分配,而非承担职业风险进行再投资。^[171]

相比之下,弱式治理公司的管理者无需担忧因投资决策(无论短视低效,抑或远见卓识)遭股东罢免。另一科技巨头 Facebook(现 Meta)的案例可佐证此点。2019 年,Facebook 董事长兼 CEO 马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)将加密货币项目 Libra 确立为公司重要新目标,并宣称将引发数字金融革命。批评者将此计划视为无益于公司的个人偏好项目。^[172] 就在 Facebook 宣布推出加密货币 Libra 的同月,外部投资者试图通过解除扎克伯格的董事长职务以制衡其权力,最终有超过三分之二的

[167] 同前注。

[168] See Goshen & Hamdani, 前注[23], at 580 (援引乔布斯之例证,表明股东对独特愿景的低效干预)。

[169] John C. Wilcox & Morrow Sodali, Getting Along with Black Rock, HARV.L.SCH.F. ON CORP.GOVERNANCE (Nov. 6, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/11/06/getting-along-with-blackrock> [<https://perma.cc/CG78-GRQU>] (需要指出的是,贝莱德集团的“投资管理”团队虽仅有三十名成员,却每年参与约 17,000 场股东选举投票,并与 1,500 家企业进行会晤洽谈)。

[170] See Goshen & Squire, 前注[23], at 786-87.

[171] 参见前注[164]。

[172] See Lionel Laurent, Opinion, Facebook's Answer to Bitcoin Poses a Double Threat, BLOOMBERG (June 17, 2019, 9:00 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-06-17/facebook-libra-crypto-currency-is-another-zuckerberg-threat> [<https://perma.cc/SRA8-UVFU>] (指出“这一尝试旨在掀起在线支付革命,实际上蕴含着诸多风险,既涉及反垄断隐忧,又存在危及金融稳定的可能”)。

外部投资者投票支持此项行动。^[173] 然而, 尽管扎克伯格仅在 Facebook 分享少量经济权益, 但基于他在双重股权结构中掌控 58% 的表决权这一事实, 否决该提案对他而言易如反掌。^[174] 当然, 时间终将证明孰是孰非。但 Libra 事件表明: 在 Facebook 这类弱式治理企业, 管理者可基于商业判断投资其认可的项目, 无需担忧遭到股东反对甚至是解雇。

的确, 科技公司广泛采用的双重股权结构是弱式治理的终极形式。^[175] 但即便在“一股一票”的常规架构下, 弱式治理仍可为管理者提供保护屏障。2010 年全球工业气体巨头空气产品公司 (Air Products) 以 50 亿美元敌意收购 Airgas 公司的著名案例即为典例。尽管 Airgas 多数股东支持接受收购要约, 但其管理层通过结合毒丸计划与交错董事会的反收购策略成功抵御——这意味着收购方需要连续赢得两轮代理权争夺战 (proxy contests) 才能实现控股。^[176] 这些措施被空气产品公司诉上法庭, 但特拉华衡平法院最终裁定其合法。^[177] Airgas 得以保持独立运营, 并于 2015 年以 100 亿美元的价格被收购——这一金额是原收购价的两倍。^[178]

综上所述, 在强式治理模式下, 企业股东可轻易罢免管理者, 这使后者普遍选择利润分配而非投资, 而在弱式治理企业中, 管理者可基于商业判断自主投资 (无论忠诚与否), 投资规模也因此得以扩大。循此逻辑

[173] See Betsy Atkins, Facebook Strong Arms Investors Who Want Zuckerberg Out, FORBES (June 7, 2019, 3:30 PM), <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2019/06/07/facebook-strong-arms-investors-who-want-zuckerberg-out/#37f0d85b5901> [https://perma.cc/4BSX-9BAX].

[174] 同前注。

[175] Dhruv Aggarwal, Ofer Eldar, Yael V. Hochberg & Lubomir P. Litov, The Rise of Dual-Class Stock IPOs, 144 J. FIN. ECON. 122, 123 (2022) (记录并探讨了近年来双重股权结构首次公开募股的兴起及其成因)。

[176] See Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 STAN. L. REV. 887, 904 (2002) (探讨了“毒丸计划”与“分期分级董事会”制度的协同效应, 并实证检验了二者在管理层隔离机制中的实施效果)。

[177] Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48, 55 (Del. Ch. 2011)。

[178] Leslie Picker, Why Airgas Was Finally Sold, for \$10 Billion Instead of \$5 Billion, N.Y. TIMES (Sept. 5, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/09/06/business/dealbook/why-airgas-was-finally-sold-for-10-billion-instead-of-5-billion.html> [https://perma.cc/2BVC-EXRW].

辑,共同所有者推动企业整体转向强式治理,必然引发系统性投资缺口。下面将用实证数据证实这一推论。

2. 强式治理与投资缺口

投资缺口对企业经营的多个维度产生系统性影响,包括研发(R&D)投入缩减、新建工厂数量下降、分支机构扩张放缓,这些都将导致雇佣规模收缩。不同研究对投资缺口起始时期的界定存在差异:有研究关注到美国GDP中投资增长率自1980年起持续下行;^[179]还有研究指出,投资相对于企业盈利能力的比率从20世纪90年代中期^[180]或最迟自2000年开始下降。^[181]值得注意的是,第二项研究指出,共同所有权与投资下降之间存在因果关联。^[182]企业不再将利润用于再投资,而是以股份回购等方式加速向股东分配盈余。^[183]此外,在共同所有权集中度较高的

[179] Total Investment (% of GDP), WORLD BANK, https://tcdata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=USA&indicator=345&viz=line_chart&years=1980,2024 [<https://perma.cc/P9QP-3YFZ>]; Jordan Brennan, Rising Corporate Concentration, Declining Trade Union Power, and the Growing Income Gap: American Prosperity in Historical Perspective 12 fig.3 (Feb. 2016) (未刊手稿), http://www.levyinstitute.org/pubs/e_pamphlet_1.pdf [<https://perma.cc/6EBV-ZLB9>].

[180] Lee 及其合著者经研究发现,该下滑趋势早在20世纪90年代中期便已初现端倪。See Dong Lee, Han Shin & René M. Stulz, Why Does Capital No Longer Flow More to the Industries with the Best Growth Opportunities? 0 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 22924, 2016), <https://www.nber.org/papers/w22924> [<https://perma.cc/JT74-LGD7>] (表明自20世纪90年代中期以来,处于高Q值行业的企业呈现出股份回购显著增加而资本支出持续减少的发展态势)。

[181] See Gutiérrez & Philippon, Investmentless Growth, 前注[11], at 89.

[182] 同前注。at 131 (发现准指数型共同所有权的增加会导致企业更多地进行股票回购,同时减少投资)。

[183] 参见前注; Kathleen Kahle & René M. Stulz, Why Are Corporate Payouts So High in the 2000s? (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 26958, 2020), <https://www.nber.org/papers/w26958> [<https://perma.cc/TB33-U9B6>] (研究发现2000年至2019年间,上市工业公司通过股息派发和股票回购所支付的实际金额[经通胀调整后],较1971年至1999年期间增长了三倍); Ilan Strauss & Jangho Yang, The Global Investment Slowdown: Corporate Secular Stagnation and the Draining of the Cash Flow Swamp 0 (Oxford Martin Programme on Tech. & Econ. Change, Working Paper No. 2019-5, 2019), <https://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/downloads/academic/The-Global-Investment-Slowdown.pdf> [<https://perma.cc/C8EE-ET87>] (研究提出,企业“日益成为向股东、债权人和债券持有人净释放资金的实体,这一现象反映出:多重外生因素的共同作用导致现金流持续过剩,而投资机会却不断萎缩”)。

行业,有研究发现“企业用于股份回购的金额在自由现金流中占比异常”。^[184] 简言之,和过去相比,共同所有者的影响力正导致企业投资意愿普遍下滑。

作为补充,另一些实证研究的结论也进一步支持了“公司强式治理抑制投资”^[185]的论断:资本支出缩减、^[186]研发投入降低^[187]与股东权利强化存在显著关联。近期,更多研究证实了强式治理与投资呈现负相关,如强式治理企业更少进行大规模投资。^[188] 概言之,强式治理会明显压制企业投资活动。^[189]

投资萎缩已引发深远的经济后果。董事会发起的投资活动减少意味着对雇佣的需求减少,工资水平将会更低。下节将揭示投资缩减如何催生工资的买主垄断,使财富从劳动者口袋转移至股东手中。

[184] Germán Gutiérrez & Thomas Philippon, Declining Competition and Investment in the U.S. 1 n.1 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 23583, 2017), <https://www.nber.org/papers/w23583> [<https://perma.cc/G87B-3R3U>].

[185] 前文讨论未涉及治理机制对并购活动的影响,原因在于:尽管强式治理能抑制企业对其他公司的低效收购(需求侧效应),但同时会促进公司更高效地出售资产(供给侧效应)。目前尚无法确证何种效应占据主导地位。此外,并购行为对整体经济福利的影响亦无定论。See Bronwyn H. Hall, The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 69, 70 (Alan J. Auerbach ed., 1988) (“并购活动的增加是否对整体经济有益,这一问题迄今仍无定论。如果仅着眼于相关企业的个体经验,这一问题恐怕难以得到解决”).

[186] Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, 118 Q.J.ECON. 107, 133-34 (2003).

[187] See Florence Honoré, Federico Munari & Bruno van Pottelsberghe de La Potterie, Corporate Governance Practices and Companies' R&D Intensity: Evidence from European Countries, 44 RSCH.POL'Y 533, 541 (2015) (发现强式的公司治理措施与研发投入强度呈负相关,且不利于企业的长期研发投入); Tao-Hsien Dolly King & Min-Ming Wen, Shareholder Governance, Bondholder Governance, and Managerial Risk-Taking, 35J.BANKING & FIN. 512, 513 (2011);前注[128] and accompanying text.

[188] Billett et al., 前注[162], at 644 (“股东保护机制薄弱[管理层形成堑壕防御]与投资峰值频现呈正相关关系”).

[189] See Gutiérrez & Philippon, Investmentless Growth, 前注[11], at 121, 122 tbl.3 (估测共同所有权及共同治理机制可解释投资抑制效应中80%的成因).

(二) 强式治理与工资增长停滞

前面已论证强式治理如何制造投资缺口并抑制用工需求。随着投资水平(与GDP相比)有所下降,^[190]在美国,工作于上市公司的劳动者在全国劳动力资源中所占的比例从1973年时的40%以上迅速地降至2019年时的29%。^[191]本节聚焦共同所有权与工资增长停滞的实证关联。

买主垄断效应的理论所作出的预测与劳动力市场数据高度吻合。^[192]尤其是,该理论推断:在共同所有权环境下,即便劳动生产率提升,强式治理下管理者面临的投资(雇佣)风险仍将抑制企业扩大用工规模。^[193]即使边际生产率上升,工资水平与雇佣需求仍将维持低位,差额利润则由股东攫取。总之,买主垄断效应预测,工资增速与生产力增长脱钩,而股东回报持续膨胀,而这一预测具有宏观经济数据作为支撑。

最近,乔西·阿扎赫教授及其合作研究者的最新研究系统地检验了共同所有权与工资、就业率的因果关系,这一研究发现:“在劳动力市场中,共同所有权集中度的提升与员工人均工资与就业人口比率的下降存在联系”。^[194]该研究团队进一步针对2009年贝莱德收购巴克莱全球投资者(Barcleys Global Investors)(此次并购使贝莱德跃升为全球最大资管机构)^[195]采用事件分析法,并证实:“受并购冲击更显著的市场将面

[190] 参见前注[179]及其附随文本。

[191] Schlingemann & Stulz, 前注[19]。

[192] 有研究提出了另一种解释,其分析聚焦于“劳动者权力”的衰落这一核心变量。See Anna Stansbury & Lawrence H. Summers, The Declining Worker Power Hypothesis: An Explanation for the Recent Evolution of the American Economy 2-3, 6-7 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 27193, 2020), <https://www.nber.org/papers/w27193> [<https://perma.cc/68KH-WY8B>]。然而,由于该研究将“劳动者权力”界定为工会弱化与公司所有权变迁共同作用之产物,see id. at 2,然而,由于该研究将“劳动者权力”界定为去工会化与企业所有权变迁的共同产物,其部分论点与本文的解释存在重合之处。

[193] 参见前文“管理者的困境:投资还是不投资”。

[194] Azar et al., 前注[33]。

[195] Svea Herbst-Bayliss, BlackRock To Buy BGI, Becomes Top Asset Manager, REUTERS (June 11, 2009, 7:48 PM), <https://www.reuters.com/article/us-blackrock-barclays/blackrock-to-buy-bgi-becomes-top-asset-manager-idUSTRE55B06X20090612> [<https://perma.cc/5TKG-H9EN>]。

临并购后员工年均工资与就业率的下跌。”^[196]该发现为本文主张“共同所有权-工资增长停滞”传导模型提供了直接证据。

无独有偶,基于美国普查局针对1982~2015年企业群体数据的加密样本研究,安东尼奥·法拉托(Antonio Falato)团队发现:“由大型且更集中度更高的机构股东持股的公司具有更低的企业雇佣规模与薪资总额”,且“劳动力收益的压缩伴随股东回报率率的提升”。^[197]这为本文的理论模型提供了又一力证。

此外,“生产率—薪酬差距”的持续扩大进一步确证买主垄断效应。^[198]在1980年以前,边际产出提升意味着工资增长,即劳动者为雇主的营收贡献越多,他们就能获得更多酬劳。^[199]然而,就在共同所有权粉墨登场后,生产力提升与工资增速出现结构性背离。^[200]二者此后的分道扬镳是反竞争劳动力价格的一个明显迹象。^[201]一项研究估计,在过去四十年里,劳动力的生产率提高了4.5倍,而工资水平却停滞不前。^[202]

随着工资增长停滞、生产率不断提高,共同所有者从企业收入中的分成比例越来越大。至少自20世纪80年代以来,每名劳动者创造的利润逐年增长,但这部分收益最终主要归属于股东而非劳动者。到2014年,企业人均利润比1980年多出14,600美元,总计新增企业利润达1.2

[196] Azar et al., 前注[33].

[197] See Falato et al., 前注[32].

[198] Cf. The Productivity – Pay Gap, ECON. POL’Y INST., <https://www.epi.org/productivity-pay-gap> [<https://perma.cc/DA5U-R5MM>], (last updated Aug. 2021) (“1979年至2020年间,全要素生产率实现了61.8%的显著增长,然而经通货膨胀调整后,普通劳动者的小时工资增速却远远滞后——四十年间仅累计增长17.5%”).

[199] See Barkai, 前注[145] (美国经济体系中的劳动报酬水平曾长期与劳动生产率保持同步增长.直至20世纪80年代前,劳动生产率的提升始终伴随着同等幅度的劳动报酬增长)。

[200] 参见前注(“自20世纪80年代初以来,劳动支出份额的持续下降反映了劳动生产率[持续增长]与劳动报酬[增长停滞]之间日益扩大的差距”)关于市场集中度可能构成“生产率—薪酬差距”成因的探讨,参见下文“劳动力买主垄断的经典理论”。

[201] See Barkai, 前注[145], at 2460.

[202] Abdul A. Erumban & Klaas de Vries, Wage-Productivity Growth Gap: An Analysis of Industry Data 14–15 (Conf. Bd. Econ. Program, Working Paper No. 16–01, 2016), https://www.conference-board.org/pdf_free/workingpapers/EPWP1601.pdf [<https://perma.cc/5EQV-NJUH>].

万亿美元。^[203]与此同时,劳动者只是从中分得蝇头小利。1979年至2013年间,中位数小时工资的年均增幅仅为0.2%,更具体地说,在2000年至2013年期间,绝大多数劳动者的小时工资要么下降(至少30%的劳动者),要么基本持平(剩余40%的劳动者)。^[204]简言之,虽然劳动者为雇主带来了更大的回报,但股东们在公司收入的每一美元中分走的份额越来越大,这表明共同所有者掌握了减少用工需求并保持工资低位的市场力量。^[205]

图1可以更直观地展示这一发现:共同所有者持有股份的平均比例在20世纪70年代末超过20%,过去同步上升的薪酬水平和生产力却开始脱钩——当劳动者为公司提供越来越大的经济价值时,他们的时薪却未见增长。

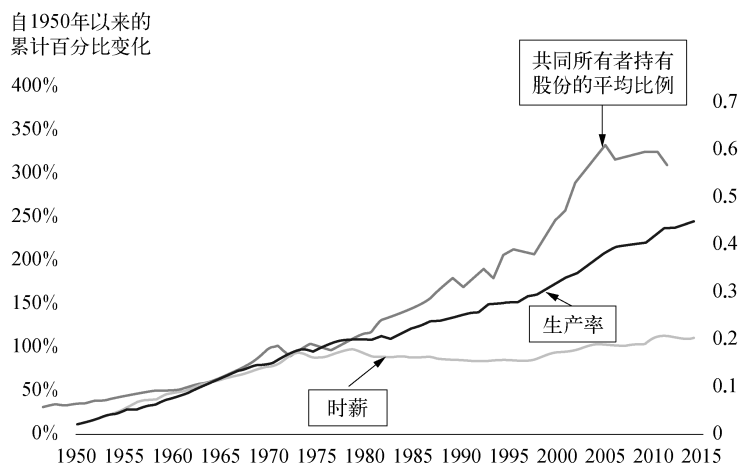


图1 共同所有权、生产率和时薪^[206]

[203] See Barkai, 前注[145], at 2423.

[204] See BIVENS ET AL., 前注[1], at 5.

[205] 总体而言,这一趋势可通过“劳动收入份额”(即年度经济产出中归属于劳动者而非资本的比重)得以体现。该指标自第二次世界大战以来保持相对稳定后,自20世纪80年代起呈现显著下降态势——从64%降至58%,其主要驱动因素为低收入群体薪酬水平的持续走低。Michael W.L. Elsby, Bart Hobijn & Ayşegül Şahin, *The Decline of the U.S. Labor Share*, BROOKINGS PAPERS ON ECON. ACTIVITY, Fall 2013, at 2.

[206] 在图1中,我们结合了来自 Gutiérrez & Philippon, *Investment-less Growth* (Working Paper Version), 前注[15], Poterba & Samwick, 前注[62], 以及 BIVENS ET AL., 前注[1]的数据。

为了揭示“生产率-薪酬差距”的扩大如何预示劳动力垄断，^[207] 想象在一个市场中，工资和边际生产率最初均为 X ，但生产率上升为 $2X$ 。在竞争充分的经济中，企业会竞相雇佣工人，直到工资增长到 $2X$ ，届时工资将等于边际产品，企业将停止招工。^[208] 然而，在形成买主垄断的情况下，企业则可能限制雇佣，以保持工资处于或接近于 X 的水平，并将差额据为己有。

对冲基金激进主义是股东通过强式治理从劳动者处攫取价值的生动案例。作为一种强有力的治理机制，对冲基金激进主义运动在机构投资者支持下得以削减投资，包括不忠管理者的低效投资^[209] 以及忠诚管理者的高效投资。^[210] 通常，这还会导致裁员以及削减其他支出，^[211] 即使生产率提高，目标公司的工资水平也会停滞不前。^[212] 公司利润更高，股东更富有，劳动者则如人们所想的那样一无所获。

买主垄断理论的最后—个预测是收入不平等加剧。^[213] 通过将工资控制在竞争水平以下，劳动力买主垄断导致财富从劳动者处转移到往往

[207] See Naidu et al., 前注[148], at 556 (指出垄断性买方会将工资水平设定在低于边际收益的程度)。

[208] 同前注 (“在竞争性劳动力市场中，企业会将工人的现行工资水平与其‘边际收益产出’相等——即该劳动者所能创造的额外收益价值”)。

[209] See Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM.L.REV. 1085, 1087, 1093 (2015) (描述激进投资者要求公司采纳的各项变革，包括削减长期投资等)。

[210] See, e.g., John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41J.CORP.L.545, 605–06 (2016) (描述激进对冲基金在医药行业目标公司中大幅削减研发投入的惯常做法)。

[211] See DesJardine & Durand, 前注[120], at 1070–72.

[212] Alon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes*, 28 REV.FIN.STUD. 2723, 2753 (2015) (“平均而言，目标公司员工并未能分享对冲基金激进主义所带来的效益提升。在劳动生产率显著提高的同时，这些员工的工资水平却陷入停滞状态”)。

[213] 本文着重探讨工资收入者与资本收入者之间的不平等，而非不同阶层工资收入者之间的不平等。就后者而言，see Jae Song, David J. Price, Fatih Guvenen, Nicholas Bloom & Till von Wachter, *Firming Up Inequality*, 134 Q.J.ECON. 1, 1 (2019) (指出高薪酬劳动者与低薪酬劳动者之间的收入差距)。

已更为富裕的资本收入者的口袋中。^[214] 这就像反转版本的绿林好汉故事——劫贫济富。收入不平等达到历史水平的事实无需再次详述。财富与收入比率(衡量收入最高者获得的经济财富)急剧上升,在1970年至2010年之间翻了一番,似乎恢复到1920年的水平。^[215] 同样,收入基尼指数(该指标用于衡量收入不平等)从1979年的36.6%不断攀升至2016年的44.84%,达到历史高点。^[216]

这一部分大致展示了共同所有权导致工资增长停滞和经济不平等的实证证据。第三部分将阐释这些现实效应背后的理论机制。具体而言,下文将提出一个简化的经济模型,以解释工资和治理模式之间关联,并表明共同所有者如何有意或无意地打破这种联系,进而从工资下降中获利。

三、工资和治理模式:竞争性均衡的打破

为了更好地理解共同所有权和买主垄断效应,本部分将概述共同所有者如何破坏工资与治理结构之间的关系。第一节构建以下情景模型:当股东选择弱式或强式治理时,其对管理者投资决策的影响。第二节解释了工资如何取决于股东对治理结构的选择。第三节大致描述了竞争性均衡,并说明即使这种均衡给股东带来了代理成本问题,但仍能使社会效益最大化的原因。第四节解释了共同所有者如何打破精准均衡并制造了劳动力买主垄断。最后,第五节比较了共同所有者买主垄断理论与其他替代性理论的解释力。

[214] See Naidu et al., 前注[148], at 537 (主张劳动力买主垄断“将导致劳动者收入相较于资本收入者相对减少,而后者收入水平几乎普遍高于前者”).

[215] Thomas Piketty & Gabriel Zucman, *Capital Is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700–2010*, 129 Q.J.ECON.1255, 1257, 1259 fig.IV (2014).

[216] Kaissar, 前注[2]; James Elwell, Kevin Corinth & Richard V. Burkhauser, *Income Growth and Its Distribution from Eisenhower to Obama: The Growing Importance of In-Kind Transfers (1959–2016)*, at 43 tbl.2, col.5 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 26439, 2019), <https://www.nber.org/papers/w26439> [<https://perma.cc/AJW5-MZFM>].

（一）公司治理：管理层不忠诚的风险

股东暴露于管理者不忠的风险取决于他们选择的治理结构。弱式治理会增加管理者不忠诚的风险,因为管理者低效投资并获取私人利益的行为无法处于股东的约束之下。相反,强有力的治理将这种风险降至最低,因为股东可以追究不忠诚管理者的责任。^[217] 然而,如上所述,无论治理模式强弱,均会对忠诚管理者产生类似的影响。^[218] 弱式治理会增强管理者(无论是否忠实)的投资动机,而强有力的治理会降低这种激励。因此,在强式治理和弱式治理之间选择,既取决于管理层不忠的可能性和后果代价,也取决于投资的相对收益。在没有共同所有权的情况下,每家公司的股东都会一如既往地围绕公司价值最大化选择治理模式。换句话说,股东选择弱式治理或强式治理的依据是哪种结构可以提高预期回报。

可以用一个简化的经济模型来说明此种选择。^[219] 假设市场中有一百家公司,且其中没有一家公司对产品或资源拥有市场支配力。^[220] 所有股东在公司所有权层面也没有市场支配力,^[221] 但必须为各自的公司选择一种治理结构。当然,公司治理在本质上是一系列制度安排的光谱,决定着在股东和管理者之间分配控制权的不同组合形式。^[222] 但为

[217] See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 323-28 (1976) (描述股东如何投资于监督和约束机制以降低管理层不忠实所产生的成本)。

[218] 参见前文“管理者的困境：投资还是不投资”。

[219] 此处构建的模型借鉴自 Goshen and Levit, 前注[22], at 4.

[220] 换言之,在雇佣环节中,企业作为价格接受者,必须遵循市场所决定的竞争性薪酬标准。See David W. Berger, Kyle F. Herkenhoff & Simon Mongey, *Labor Market Power* 10 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 25719, 2019), <http://www.nber.org/papers/w25719> [<https://perma.cc/5WL5-ZCPE>] (指出在竞争性均衡状态下,所有企业均为价格接受者)。

[221] See Market Power, OECD GLOSSARY OF STATISTICAL TERMS, <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3256> [<https://perma.cc/G3AR-C73G>], (last updated Mar. 16, 2002) (市场支配力是指某一企业[或企业集团]将价格提高并维持在竞争水平之上的能力……)。

[222] See Goshen & Squire, 前注[23], at 805 (将公司治理概念阐释为谱系式,而非二元对立式)。

了分析之便,假设股东只有两种极端的治理结构可供使用:[223]其一,股东可以轻易解雇管理者(强式治理),例如在没有交错董事会或毒丸计划的所有权分散公司之中;^[224]其二,股东无法解雇管理者(弱式治理),就像在双层股权结构公司中的情况,^[225]公众股东仅拥有低投票权的股份。^[226] 股东只想雇用忠诚的管理者,但无法区分忠诚和不忠诚的 CEO。^[227] 进一步假设,CEO 职位的所有候选人中忠诚与不忠诚的人选各占一半。^[228]

被雇用后,管理者面临着各式各样的投资决策,他们可以选择项目 A 或项目 B。两者都要求公司花费 100 万美元来雇用工人团队。项目 A 是一项好投资,在项目结束时将收入 150 万美元,剔除 100 万美元的劳动力成本后即可获得 50 万美元的利润(即收益率达 50%)。项目 B 深受管理者偏好,因为管理者可以从其中享受时尚旅行、任人唯亲、提升社会地位等好处,该项目预期创造 50 万美元价值,扣除 100 万美元投资后将产生 50 万美元的损失(即损失率达 50%)。然而,这些投资项目的成效如何,需要时间检验,股东也无法在一开始就轻易辨别优劣。由于两者都耗资 100 万美元且在其他方面无甚差别,股东无法在事发前判断管理者投资于优质项目 A 或劣质项目 B。

此外,管理者还有第三种选择:无所作为。他们可以像往常一样经营公司,不进行新投资,并将原本用于劳动力支出的 100 万美元分配给股东。虽然股东无法区分项目 A 和 B,但对于管理者进行投资还是分配自由现金,股东的感受差异还是较为显著的。考虑到股东可能

[223] 若股东能够在弱式治理与强式治理之间的连续区间内任意选择治理结构,该模型之结论仍将维持不变。See Goshen & Levit, 前注[22], at 27-28.

[224] 参见前文“21 世纪前十年”。

[225] 例如参见前注[172]~[174]及其附随文本(探讨在 Facebook 的双层股权结构下,多数股东为何无法罢免扎克伯格)。

[226] 为便于分析,本文基于治理谱系中的两极进行论述。但如前所述,即便股东能够在弱式治理与强式治理之间的连续光谱分布中任意选择不同强度的治理结构,本模型的研究结论依然成立。参见前注[23]。

[227] See Goshen & Squire, 前注[23], at 770 (投资者实际行使控制权时,可能因专业知识匮乏、信息不对称或管理才能不足而产生决策失误,由此形成委托人能力成本)。

[228] 当然,这种观点对人性的解读未免有失宽厚。如下文所示,无论比例如何,该模型的运作机制均保持一致。参见后文“工资水平与治理模式之间的反馈机制”。

会任用一位不忠管理者,后者选择投资项目 B,他们现在必须在强式治理和弱式治理之间做出选择。选择弱式治理的股东遭遇不忠损害的概率为 50%:若有幸雇用一位忠诚管理者(概率为 50%),并投资项目 A,则能为公司带来 50 万美元利润;若不幸雇用一位不忠管理者(概率为 50%),并投资项目 B,将产生 50 万美元损失,选择弱式治理的预期收益^[229]为零。^[230]

然而,如果股东选择实施强式治理,管理者就不太可能进行投资。由于担心股东将自己的投资选择归类为项目 B,不忠的管理者不会进行投资;基于同样的担忧,忠诚者则不会投资项目 A,从而导致投资活动流产。^[231]相反,管理者会通过分发股息和回购股份,分配自由现金(100 万美元)而非投资。^[232]从边际上讲,公司既不会盈利也不会亏损,选择强式治理的预期收益也是零。

在这种情况下,对于究竟采用强式还是弱式治理,股东已不甚在意。强式治理产生的预期回报率为零,因为管理者没有投资动机;弱式治理也不产生预期回报,因为选用忠诚管理者的潜在收益会被雇用不忠管理者的失败风险所抵消。股东意识到,无论采用哪种模式,预期价值都将为零,故对此漠不关心。^[233]

当然,此种局面只是由于上述假设中忠诚管理者占比 50%,且损失和收益相互抵消。以下部分则说明了这些预设条件发生变化后产生的

[229] 预期收益的计算方式是将每一可能结果的价值乘以其发生概率,并对所有加权结果进行加总。据此,在本例中,50 万美元乘以 50% 的概率加上负 50 万美元乘以 50% 的概率,其预期收益为零。关于预期收益的具体计算方法说明, see Will Kenton, Expected Value (EV), INVESTOPEDIA, <https://www.investopedia.com/terms/e/expected-value.asp> [<https://perma.cc/7K6P-NLGU>], (last updated Mar. 10, 2022).

[230] 预期收益为零意味着一种足以补偿相应风险的适当回报。此处的理论预设是:项目 A 的预期收益不仅能够为项目 A 本身的投资风险提供合理补偿,亦能涵盖雇佣不忠实管理者(其可能转而投资于项目 B)所产生的代理风险。

[231] See Goshen & Levit, 前注[22], at 13 (在构建模型时,需考虑股东可能从投资行为中“获取错误信号”,进而错误解聘管理者的可能性)。

[232] 同前注, at 12 (表明在强式治理公司中,若管理者在意其职位,则其倾向于规避投资行为)。

[233] 即在该假设中,任一风险水平下投资所产生的回报均能对该风险水平予以相应补偿。换言之,所有投资最终都将产生市场基准回报(净现值为零)。这一规律既适用于强式治理公司已实施的现有投资,亦适用于弱式治理公司拟开展的新投资。

不同结果。关键在于,股东偏好何种治理结构取决于市场条件。

(二) 工资水平与治理模式之间的反馈机制

前文假设A和B两个投资项目的劳动力支出均为100万美元,即每个项目需要雇佣10名员工,支付每名员工10万美元。考虑到其他市场条件,这一设置使强式治理和弱式治理在预期回报方面相当。然而,假设每名员工的工资降至8万美元。现在,各投资项目需花费80万美元,但所产生回报与之前假设保持一致。项目A将产生150万美元收入,减去80万美元的劳动力成本,可得利润为70万美元(而之前为50万美元)。项目B将产生50万美元收入,减去80万美元的劳动力成本,损失30万美元(而之前为50万美元)。

因此,股东在决定治理结构时面临着不同选择。在强式治理下,忠诚和不忠的管理者都会避免投资。^[234] 因此,强式治理的预期价值仍然为零,但弱式治理则产生了积极的预期价值。股东与忠诚的管理者一同盈利70万美元的概率为50%,与不忠的管理者一起损失30万美元的概率同为50%,预期利润回报为20万美元。因此,当工资水平较低时,可以推测股东会偏好弱式治理而非强式治理。

乍看之下,这一结果似乎有违直觉。毕竟,股东通常会优先考虑行使解雇、更换公司管理者的权利。^[235] 然而,当工资水平较低时,股东可能希望通过采取弱式治理措施来“自废武功”,让管理者能利用工资标准折扣以获得积极投资的空间,且不必担心被解雇。^[236] 换句话说,如果

[234] See Goshen & Levit, 前注[22], at 12 (表明在均衡状态下,只要股东保有解聘管理层的权利,管理者便会倾向于维持现状)。

[235] Simone M. Sepe, Board and Shareholder Power, Revisited, 101 MINN. L. REV. 1377, 1380 (2017) (尤为值得注意的是,股东权益倡导者极力主张赋予股东一项强有力的罢免权——该权利几乎可在任何时间行使——以确保此项权利的行使(甚至仅是其潜在威慑)能够发挥有效的规制功能)。

[236] See, e.g., Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns, 12 J. CORP. FIN. 342, 342 (2006) (以1979~1998年间178家由“一股一权”[强式治理结构]转为“双重类别普通股结构”[弱式治理结构]的企业为样本进行分析,发现股份双层化重组实则为提升股东价值的公司治理举措)。

目标是鼓励投资,那么巩固管理者的职位在商业上是有意义的。^[237]

需要注意的是,尽管此种情况会产生管理代理成本,但股东确实更热衷于弱式治理。由于忠诚的管理者投资于项目 A,一半的弱式治理公司将获得 70 万美元的收入,而另一半将因投资于项目 B 的不忠管理者而损失 30 万美元,这 30 万美元损失即代表弱式治理的管理代理成本。然而,当投资特别有吸引力时,比如此处的工资折扣——由于投资收益巨大,弱式治理仍然比强式治理更可取。^[238] 因此,股东可能希望放弃控制权,以鼓励管理者在他们原本不会投资的情形下进行投资——即使一些公司会因为管理代理成本而亏损。

因此,在低迷的劳动力市场中,治理选择变得尤为关键。当工资水平较低时,弱式治理更为可取。可以预测,在劳动力市场低迷的情况下,至少会有部分采用强式治理公司的股东会转向弱式治理,这样,公司管理者将重获投资自由。随着弱式治理公司不断增加,投资水平也会提高,从而推高工资水平。公司将继续转向弱式治理,直到每名员工的工资上涨到 10 万美元,如上所示,两种治理模式具有相同的预期价值。一旦工资达到这个水平,公司对治理模式的选择将恢复到漠不关心的状态,也不会再进行模式转换。换句话说,市场将达到一个新的均衡状态,此时实行弱式治理的公司将更多。^[239]

相反,当工资较高时,强式治理则更具优势。假设工资上升至需向每位员工支付 12 万美元,各项目的总劳动力成本均分别达到 120 万美元。此时,两种治理模式的潜在利润与损失情况将发生反转:项目 A 平

[237] Raymond J. Fisman, Rakesh Khurana, Matthew Rhodes-Kropf & Soojin Yim, *Governance and CEO Turnover: Do Something or Do the Right Thing?*, 60 *MGMT. SCI.* 319, 320–21 (2014) (提出了一种模型,该模型表明保持一定程度稳定性的董事会可能具有最优性,因为这种稳定性可以保护 CEO 免受股东不当罢免决策的影响)。

[238] Dimitrov & Jain, 前注[236] (研究发现,当公司从“一股一票”制转向双重股权结构时,股东基本上都能够获得显著为正的超常收益;而对于那些同时进行股权融资的企业而言,此类收益更为可观——这充分表明此类企业正在从事重大投资活动)。

[239] See Goshen & Levit, 前注[22], at 15 (本质上,此种无关性得以成立是因为:在均衡状态下,市场的供求平衡状态要求资源价格必须符合公允标准,即从股东视角观之,任何对现状的变更都将形成净现值 [NPV] 为零的投资决策)。

均仅带来 30 万美元利润,而项目 B 则平均导致 70 万美元的损失,尽管强式治理的预期收益仍为零(如前所述),但此时的弱式治理将预期损失 20 万美元。在这样的市场环境下,强式治理更优。

基于此,弱式治理公司会转向强式治理,投资水平、雇佣人数以及工资水平也随之下降。^[240] 公司会持续切换治理模式,劳动力价格也将不断下降,直到工资降至每位员工 10 万美元,股东在两种治理模式之间再次恢复无偏好状态。在这种情况下,强式治理的公司数量将比原来更多,但两种治理结构的预期价值将相等。上述工资水平与治理模式之间的互动,形成了一个反馈机制。

因此,在均衡状态下,股东将在弱式治理和强式治理之间无偏好。同样的道理也适用于忠诚与不忠诚管理者的比例:股东将不断调整转换,直到这一比例在这两种治理模式下产生的效果变得毫无差别。例如,假设管理者当中忠诚与不忠的比例各占 70% 与 30% (相比之前的五五分),且员工工资为每人 10 万美元。在这种情况下,弱式治理更具盈利性:70% 的忠诚管理者会投资于项目 A,带来 50 万美元利润;而 30% 的不忠诚管理者会投资于项目 B,造成 50 万美元的损失。此时,弱式治理带来的预期利润为 20 万美元,而强式治理的预期收益仍为零,故而公司会转向弱式治理,工资在此推动下持续上涨,直到抵消弱式治理所带来的全部收益。因此,可以推测,在一个忠诚管理者占比更大的世界中,将会有更多公司实行弱式治理,但两种治理结构的预期价值仍将相同。^[241]

简而言之,正如工资会影响治理模式的选择,后者也会反过来影响工资水平。强式治理会抑制投资,而弱式治理则会激励投资。投资需要劳动力来建造工厂、启动新业务部门、开设门店、建立供应链以及开展研

[240] See, e.g., K.J. Martijn Cremers, Beni Lauterbach & Anete Pajuste, *The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation* 42 (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 550/2018, 2020), <https://ssrn.com/abstract=3062895> [<https://perma.cc/GXD6-5PXJ>] (发现 20% 的双层股权结构公司[弱式治理]通过股权单一化[强式治理]实现了价值提升)。

[241] 例如,研究者可将管理层存在不忠行为的先验概率设定为 0 至 1 之间的通用变量,即便如此仍可得出存在无关性的结论。See Goshen & Levit, 前注[22], at 8-9.

发工作。^[242] 因此,如果许多公司转向弱式治理,投资和雇佣将随之增加,从而推高工资;相反,如果转向强式治理,投资活动将减少,工资也将随之下跌。这种对称性的作用力会将工资水平推向一个竞争性的均衡点。

(三) 竞争性均衡及其参数

这一简化模型说明,治理结构和劳动力价格将达到一个均衡状态,在该状态下,股东在治理结构的选择上并无偏好。此时,强式治理公司与弱式治理公司将共存,并且不会因为切换治理模式而获得优势。由于这个均衡反映的是在公司间雇佣竞争下形成的劳动力价格,在这种情况下,无论是公司、股东还是员工都不具备市场支配力,故而表现为劳动与资本之间财富分配的社会效益最大化。^[243]

当然,这种均衡会给公司及其股东带来一定程度的效率损失,因为仍会有部分公司选择实行弱式治理。^[244] 假设有 50% 的公司实行弱式治理结构,且有 50% 的管理者是不忠诚的,那么根据概率,约有 25 家公司所雇用的管理者是不忠诚的,这类管理者会投资于个人偏好的项目(项目 B)进而造成损失。此时,每家公司损失 50 万美元,25 家公司总计将造成 1,250 万美元的管理代理成本。然而,强式治理同样也会产生成本。继续以此为例,在 25 家实行强式治理的公司中,即使管理者忠诚,他们也不会投资项目 A,这最终会导致每家公司放弃 50 万美元的利润,总计损失同样达到 1,250 万美元。这一损失可被称为“委托成本”(即由于股东无法准确区分项目 A 和项目 B 所导致的利润损失)。^[245]

[242] 例如,劳动力成本约占标准普尔 500 指数公司营收的 13%。Connor Smith, Higher Pay Is a Rising Threat to Stocks, Goldman Sachs Says, BARRON'S (July 10, 2019, 6:00 AM), <https://www.barrons.com/articles/higher-pay-is-a-rising-threat-to-stocks-goldman-sachs-says-51562752800> [<https://perma.cc/GN4R-HUJQ>].

[243] See Berger et al., 前注[220], at 43 (该研究得出结论,相较于竞争性劳动力市场,在企业掌控市场支配力的反竞争劳动力市场中,家庭的经济福利水平显著降低)。

[244] See, e.g., Kevin C.W. Chen, Zhihong Chen & K.C. John Wei, Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital, 46 J.FIN.&QUANTITATIVE ANALYSIS 171, 200 (2011) (该研究得出结论,采用反收购措施[一种弱式治理机制]的企业将面临更高的股权资本成本)。

[245] See generally Goshen & Squire, 前注[23](延伸了“委托成本理论”)。

在竞争性均衡的状态下,这些成本对股东而言是无法避免的。如果股东可以仅在那些雇佣到不忠诚管理者的公司中选择切换到强式治理,他们就可以阻止这些管理者将资金投入劳动力开支。换句话说,在上述例子中,25位不忠诚的管理者会投资于他们偏好的项目,而股东更希望管理者不进行投资。然而,这些投资活动增加用工机会并推高工资,对劳动者而言其实是好事一桩。因此,正是由于股东无法预先精准识别不忠诚管理者,公司在劳动力上的支出将超出所有者希望控制的水平。^[246]

从股东的角度来看,前述平衡并非最优,但从社会整体的角度来看,它代表了劳动力与资本之间一种竞争性的财富分配方式。重要的是,虽然这种确保更高社会效益的均衡状态包含了一定程度低效的管理代理成本,^[247]但只要股东客观上无法准确识别管理者的忠诚度,降低管理代理成本就必然会以牺牲其他利益相关者为代价。^[248]换句话说,即使这种均衡对股东来说不是最优的,它在整体上仍是有效的。

综上,本部分说明,在没有共同所有者的情况下,工资水平与治理模式将相互制衡,最终达到一个竞争性均衡。下一部分将说明,共同所有者如何推动越来越多的公司实行强式治理,打破这一均衡,确立效率更低的新均衡状态。

(四) 竞争性治理均衡的打破

共同所有者及其对强式治理的偏好,背离了前述经济模型所描述的均衡状态,即治理模式与工资水平在一个竞争性市场中相互作用。在竞争机制下,强式治理公司的数量由市场工资水平决定;然而,共同所有者推动强式治理的行为却与市场工资无关。因此,企业选择何种治理模式,不再是市场竞争的结果,而是取决于少数资产管理者的治理偏好。

回顾先前的假设:市场中有50家强式治理公司和50家弱式治理公

[246] See Goshen & Hamdani, 前注[23], at 565-67 (阐述阻碍股东成为管理层效能与忠诚度之完美裁断者的信息与能力缺陷问题)。

[247] See Goshen & Levit, 前注[22], at 18 (通过数学方法证明控制权的竞争性均衡可实现社会效益最大化)。

[248] 同前注。

司,同时,潜在管理者中有一半是不忠诚的。在这种设定下,没有任何一方拥有足以单方面改变均衡的市场力量。^[249]正如前文所述,工资水平会调整至一定程度,使得无论公司是从弱式治理转向强式治理,还是反向而行,都无法获得额外利润。^[250]

现在假设,有少数几位共同所有者在这 100 家公司中都持有大量股份,^[251]并在他们的推动下,有 20 家公司从弱式治理转为强式治理。^[252]这样一来,市场中分别采用两种治理模式的公司数量将从原本的“对半开”,变成 70 家强式治理公司和 30 家弱式治理公司。

在原先的状态下,管理者可以选择投资于项目 A 或项目 B,从而分别创造或损失 50 万美元价值,在扣除劳动力成本后,弱式治理公司的预期价值为零。然而,随着共同所有者推动更多公司实施强式治理,整体投资活动将减少,劳动力市场随之趋于疲软,工资也将下滑。假设现在每位员工的工资降至 8 万美元,每个项目的总劳动力成本就会变成 80 万美元,而不是原来的 100 万美元。在当前情形下,强式治理的预期价值仍为零,因为管理者会选择进行投资。但现在,弱式治理却可以带来 20 万美元的预期利润。^[253]

在一个竞争性市场中,面对这种投资回报失常,股东通常会调整策略,将公司转向弱式治理以利用较低的工资水平,从而最终将工资重新推高至均衡水平。^[254]然而,在这个由共同所有者主导的新市场中,股东即使面对此种情况,也仍然更倾向于维持强式治理结构。无论某家

[249] 同前注, at 5.

[250] 同前注。

[251] 就本文研究目的而言,共同所有权人的数量多寡并无实质意义。然而,若将这一数量设定为三者——譬如以美国股权市场为例——则颇具现实参照价值。需特别指出的是,贝莱德、先锋集团与道富银行这三家机构投资者,目前共同构成了标准普尔 500 指数成分股中 90% 企业的最大股东群体。参见前注[16]及其附随文本。

[252] 这一假设并非脱离现实:共同所有者往往倾向于支持其投资组合公司享有股东权利,而不受市场条件影响。参见前文“强式治理的推行”。

[253] 在弱式治理的企业中,半数情况下会聘用缺乏忠诚度的管理者,其选择投资 B 项目将产生 50 万美元的总收益,但净亏损达 30 万美元;而另外半数由忠诚管理者领导的弱式治理企业,则能创造 150 万美元的总收益,实现 70 万美元的净利润。因此,选择弱式治理模式的预期收益值仍为 20 万美元。

[254] See Goshen & Levit, 前注[22], at 4-5.

实行弱式治理的公司可能获得怎样的超额收益,共同所有者都会反对公司采取此种模式,这意味着工资将持续处于较低水平。实际上,共同所有者已经“关闭”了市场中本应通过切换治理模式来纠正劳动力市场失衡的机制。^[255] 因此,共同所有者制造出了一个新的均衡状态:投资更少,工资更低——换句话说,一个劳动力市场的买主垄断局面就此形成。^[256]

上述模型预测,在共同所有权成为新常态后,市场上将出现更多实行强式治理的公司,整体投资水平将下降,工资水平也会降低。强式治理公司将减少投资,而弱式治理公司则继续不受限制地进行投资。两类公司都将从劳动力成本折扣中获得实质性好处:强式治理公司基于其减少的投资活动获利,弱式治理公司则基于其扩大的投资活动受益。由于共同所有者持有市场投资组合,他们可以从这两类公司的额外利润中获利。值得注意的是,即使投资回报显著为正,强式治理公司仍会减少

[255] 正如所有卡特化市场一样,异常收益必将引发新进者的涌入,而既存垄断集团势必要对此加以阻截。实证数据表明:双重股权结构首次公开募股(IPO)在1980至1989年间仅占IPO总量的4.59%,至1990至1999年间已攀升至8%,2000至2009年间进一步增至9.3%,及至2010至2019年间则显著跃升至16.9%。这一历时性增长趋势清晰地印证了上述理论推演。计算数据基于 Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings: Updated Statistics*, WARRINGTON COLL. OF BUS., UNIV. OF FLA. 67 tbl.23, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf> [<https://perma.cc/Y2SL-TYME>], (last updated Dec. 23, 2021). 不足为奇的是,机构投资者对双重股权结构首次公开募股发起了猛烈抨击。See Goshen & Hannes, 前注[80], at 281-82. 有关双重股权结构首次公开募股的兴起,其他不同的解释参见 Aggarwal et al., 前注[175], at 122 (发现“双重股权结构日益普及的现象主要源于创始人控制型企业的推动”,且“创始人控制权的日益增强可归因于私人资本的不断充裕以及技术变革导致企业对外部融资的需求降低”).

[256] 需要特别说明的是,尽管本文的模型将公司治理结构简化为“弱式治理”与“强式治理”的二元划分,但模型结论在治理强度呈连续光谱分布的情形下依然成立。根据管理层投资自由度的不同,公司治理结构实际上构成一个从弱到强的连续系统:在管理层自由受限的极端情形下,公司投资额为零;而在管理层享有完全自由的另一端,投资规模达到最大值。在此框架下,公司可以采纳光谱上任一点的治理模式,并对应特定的投资水平。例如,当某公司处于治理光谱的中位点时,其管理层将执行最大投资额的50%。在此情境中,若所有公司均增强其治理强度,则社会总投资规模将呈现下降趋势,而各公司对其仍在进行的投资的盈利能力则会提升。总的来说,买主垄断效应在此种连续分布模式下也将如此运作。

投资,仅在剩余投资中享受低工资水平带来的好处。〔257〕

上述模型进行了简化处理,假设强式治理公司不对外投资,但在其现有业务中没有任何损失(即忽略了其剩余投资可能带来的额外利润)。不过,在这一经济体系中,其余的 30 家弱式治理公司将受益于反竞争的工资水平。每家公司平均将净赚 20 万美元,总共带来 600 万美元的利润增长。由于共同所有者在每家公司中都持股,随着弱式治理公司盈利能力增强,而强式治理公司没有损失,其整个投资组合的价值也会随之上升。这些投资增值并非凭空产生,而是来自员工的工资——相当于劳动者向雇佣他们的公司股东支付了 600 万美元的“补贴”。换言之,这是从工薪阶层流向富人阶层的 600 万美元的财富转移。

更糟糕的是,这种向股东转移的财富还会对社会造成无谓损失(deadweight loss): 20 家从弱式治理转为强式治理的公司将减少投资,也就不会雇佣本应聘用的 200 名员工。〔258〕这部分损失的严重程度取决于这些员工的替代就业状况。如果其中 10 人失业,则社会损失为 100 万美元。或者即使这 200 人都找到新工作,但每人年薪减少了 1 万美元,则社会损失为 200 万美元。也就是说,将 600 万美元转移给股东是

〔257〕 异常盈利意味着企业将存在私有化或维持私有状态的动机,从而规避公开市场以持续获取投资所产生的超额收益。事实上,已有实证研究对这两种现象进行了充分论证。See generally MICHAEL J. MAUBOUSSIN, DAN CALLAHAN & DARIUS MAJD, CREDIT SUISSE, THE INCREDIBLE SHRINKING UNIVERSE OF STOCKS: THE CAUSES AND CONSEQUENCES OF FEWER U.S. EQUITIES (2017), https://www.cmgwealth.com/wp-content/uploads/2017/03/document_1072753661.pdf [<https://perma.cc/7WYV-VFC2>] (提供有关私募市场增长的数据); John Asker, Joan Farre-Mensa & Alexander Ljungqvist, Corporate Investment and Stock Market Listing: APuzzle?, 28REV.FIN.STUD.342,342(2015) (发现“与私营企业相比,上市公司投资规模显著偏低,且对投资机会变化的敏感度明显不足”); Ofer Eldar & Jillian Grennan, Common Ownership and Entrepreneurship, 111 AEAPAPERS & PROC. 582, 582 (发现私募市场中共同所有权架构正在形成,并对公开市场中共同所有权所引发的反竞争效应构成挑战,因为“同行业初创企业采用共同所有权模式如今已成为常态”)。鉴于实证研究表明投资水平仍处于低位,可以合理推定私募市场存在矛盾因素,致使该市场无法使经济恢复至竞争性均衡状态。

〔258〕 在该模型的基本设定中,我们假定两个投资项目——A 项目与 B 项目——均需投入 100 万美元劳动力成本,且每个项目需以每人 10 万美元的薪酬标准雇佣十名员工。当二十家企业不进行投资时,将导致二百个就业岗位未能创设(即二十家企业乘以每家本应雇佣的十名员工)。

以社会承担巨额的无谓损失为代价的。通过将价值从劳动市场转移到资本市场,共同所有者制造了一个新的、效率更低的均衡,降低了整个经济体系的社会效益。^[259]

值得注意的是,共同所有者无需进行任何共谋,就能从劳动力市场攫取价值。他们只需行事如常:解雇他们认为是“不忠诚”的管理者,保留他们认为是“忠诚”的管理者。然而,随着强势治理公司数量的上升,这种日常行为造成的结果是相对于竞争市场而言的投资不足,从而导致工资下降。

从本质上讲,共同所有者将一部分管理代理成本转嫁给了劳动者。由于较少的不忠诚管理者会投资于低效项目,加上工资水平的折扣,这些项目的损失也更小;此外,那些忠诚管理者所做的有效投资将获得不成比例的高利润。通过压缩管理代理成本,共同所有者使市场对他们而言更为高效,但对其他所有相关主体而言却更低效。

(五) 共同所有权下买主垄断与其他解释路径的比较

到目前为止,本部分已阐述了共同所有者如何制造一个劳动市场上的买主垄断,并将财富从劳动转移到资本。本节将探讨针对宏观经济趋势(如工资增长停滞和收入不平等扩大)的其他常见解释路径,并展示共同所有权理论如何取代这些解释或予以补充。

1. 产品市场垄断(Product Monopolies)

近来的文献将共同所有者引发的反竞争效应归因于其对产品市场竞争的削弱,而不是劳动力市场中的竞争。^[260] 诚然,这一理论同样可以解释投资活动减少和工资增长停滞的问题:通过减少产出来提高产品价格,共同所有者也会顺带减少投资、招聘和工资支出。毕竟,垄断(monopoly)和买主垄断(monopsony)只是“一枚硬币的两面”,两者都会损害劳动市场和产品市场。^[261] 由于共同所有者在相互竞争的企业中均有持股,他们在理论上可能通过阻止这些企业相互竞争,从而

[259] See Goshen & Levit, 前注[22], at 17-19 (表明“任何对竞争性资源配置的偏离都会导致社会效率的损失”).

[260] See Hemphill & Kahan, 前注[39], at 1401-09 (梳理关于共同所有权反竞争效应的理论学说,并系统评述支持这些理论的相关实证依据).

[261] Naidu et al., 前注[148], at 559.

提高产品价格。^[262] 例如,经济学家已注意到共同所有权在航空票价方面引发的反竞争效果。^[263]

然而,垄断理论有一个致命缺陷,而买主垄断理论幸免于难。根据垄断理论,共同所有者会采取显性或隐性的措施来促成产品市场中的垄断。换句话说,垄断理论认为像贝莱德和先锋这样的机构会激励公司提高价格。至今为止,学术界尚未提供令人信服的证据,证明存在这种系统性的反竞争行为,^[264]而在缺乏这些证据的前提下,认为共同所有者能

[262] See Hemphill & Kahan, 前注[39], at 1402-03 (阐述共同所有者如何通过阻止投资组合公司相互竞争而获益)。

[263] See Azar et al., *Anticompetitive Effects*, 前注[15], at 1518. 该研究受到了强烈质疑。See, e.g., Patrick J. Dennis, Kristophe rGerardi & Carola Schenone, *Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry*, J.FIN. (forthcoming) (手稿 at 1), https://ssrn.com/abstract_id=3063465 [<https://perma.cc/5WT5-L4BA>] (研究表明,共同所有权与票价之间所呈现的正相关关系源于共同所有权衡量指标中的市场份额要素,而非所有权及控制权要素); Hemphill & Kahan, 前注[39], at 1397-98 (描述该航空公司案例研究如何受到学术检视)。针对上述质疑的反驳观点有, see generally Einer Elhauge, *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy—And Why Antitrust Law Can Fix It*, 10 HARV.BUS.L.REV.207 (2020)。

[264] See, e.g., Erik P. Gilje, Todd A. Gormley & Doron Levit, *Who's Paying Attention? Measuring Common Ownership and Its Impact on Managerial Incentives*, 137 J.FIN. ECON. 152, 152 (2020) (指出若采用恰当的衡量方法,共同所有权并不会影响管理者考虑采用反竞争手段的动机,因为共同所有者通常对此并不关注); Hemphill & Kahan, 前注[39], at 1410-19 (针对主张共同所有者构成反竞争行为的相关研究,提出了全面的质疑与批判); Edward Rock & Daniel Rubinfeld, *Does Common Ownership Explain Higher Oligopolistic Profits?* 1 (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 528/2020, 2020), <https://ssrn.com/abstract=3627474> [<https://perma.cc/XC8A-KUDP>] (针对反竞争垄断主张的批判性分析及数据替代性解释); John Morley, *Too Big To Be Activist*, 92 S.CAL.L.REV.1407, 1407(2019) (阐释大型机构投资者何以难以成为激进投资者); Thomas A. Lambert & Michael E. Sykuta, *The Case for Doing Nothing About Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms* 0 (Univ. Mo. Sch. L., Legal Stud. Rsch. Paper No. 2018-21, 2018), <https://ssrn.com/abstract=3173787> [<https://perma.cc/RV3F-PULA>] (针对那些主张共同所有权会导致反竞争垄断现象的研究提出批评); Edward B. Rock & Daniel L. Rubinfeld, *Antitrust for Institutional Investors*, 82 ANTITRUST L.J. 221, 223 (2018) (针对反竞争垄断主张之经济分析与研究结论的批判性评述); Daniel P. O'Brien & Keith Waehrer, *The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think* 2-3 (Feb. 22, 2017) (未刊手稿), https://ssrn.com/abstract_id=2922677 [<https://perma.cc/KH54-JHWV>] (“目前的新近研究(转下页)

在神不知鬼不觉的情况下操控产品市场长达 40 年,实在是难以令人信服。

相比之下,买主垄断理论不需要借助共谋行为就可以解释工资增长停滞和收入不平等问题。本文认为,共同所有者通过推动强式治理、惩罚不忠或无能管理者的一贯做法,形成了劳动力市场买主垄断。与传统观点相反,强式治理并非共同所有权所产生的一项“好处”,而是与其反竞争成本(如降低产品市场竞争)相伴而生的结果。换句话说,共同所有权的利与弊都源于机构投资者在上市公司实行的强式治理政策(即降低代理成本的同时,制造了劳动力市场上的买主垄断)。

由此可见,买主垄断效应就不再受制于传统垄断理论的局限性。共同所有者无需通过产品定价(产出)上的违法协作,就能通过在劳动力价格(投入)上形成买主垄断,从而增加股东利润,损害其他利益相关者的利益。

2. 股东至上原则

转向股东至上原则被认为是导致收入不平等加剧的之一。^[265] 其背后的逻辑是,当管理者开始追求最大化股东价值时,他们会以牺牲其他利益相关者(如员工)的利益为代价。^[266] 如今,“股东 vs. 利益相关者”

(接上页)尚未科学地证实,涉及少数股权之共同所有权比例上升会导致所考察行业出现价格上涨现象”。对此存在不同见解, see generally Einer Elhauge, *The Causal Mechanisms of Horizontal Shareholding*, 82 OHIO STATE L.J. 1 (2021).

[265] See, e.g., Ezra Wasserman Mitchell, *Corporate Governance and Income Inequality: The Role of the Monitoring Board*, 3 BUS.&FIN.L.REV. 49, 49 (2019) (指责奉行股东至上原则的监事会); Matthew T. Bodie, *Income Inequality and Corporate Structure*, 45 STETSON L.REV. 69, 70 (2015) (将不平等归咎于股东至上原则)。

[266] 关于此立场的进一步阐述, see generally Leo E. Strine, Jr., Ancil Kovvali & Oluwatomi O. Williams, *Lifting Labor's Voice: A Principled Path Toward Greater Worker Voice and Power Within American Corporate Governance*, 106 MINN.L.REV. 1325 (2022); Leo Strine & Kirby Smith, *Toward Fair Gainsharing and a Quality Workplace for Employees: How a Reconceived Compensation Committee Might Help Make Corporations More Responsible Employers and Restore Faith in American Capitalism*, 76 BUS.LAW. 31 (2020/2021); Leo Strine, *Toward Fair and Sustainable Capitalism: A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System Toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future* (Univ. of Pa. Inst. for L. & Econ., Research Paper No. 19-39, 2019), <https://ssrn.com/abstract=3461924> [<https://perma.cc/T3UL-KL7E>]; Leo Strine, *Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 YALE L.J. 1870 (2017).

已成为学术界争论的核心,主张企业应重新转向利益相关者价值最大化的呼声越来越高。^[267]

虽然股东至上原则确实对强式公司治理模式的实施起到推波助澜的作用,^[268]但它本身无法解释收入不平等的产生。在单个企业的层面上,如果市场竞争充分,仅仅对股东给予更多关照并不会导致他们从其他利益相关者处劫取财富。如果市场上的劳动力雇主之间相互竞争,无论管理层如何拼尽全力,也无法压低工资,以使股东获利。只有在削弱工资水平与公司治理之间的反馈机制之后,拥有共同所有权的机构投资者才能将价值从员工转移至股东手中。因此,仅凭股东至上原则无法解释这些趋势。

3. 劳动力买主垄断的经典理论

通常,劳动力买主垄断理论关注企业在劳动力市场中的市场支配力——即公司与员工之间的相对议价能力及其影响因素。^[269]然而,这一关注点与共同所有者对买主垄断理论所提供的解释并无冲突。

(1) 市场集中度。一家企业的市场力量往往是通过市场集中实现的,无论是在地理区域、生产技术领域还是产品市场中。^[270]当员工的议价能力较弱时,企业就能仅支付较低的薪资。例如,设想某一地理区域

[267] See generally, e.g., Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L.REV. 91 (2020) (阐述了利益相关者理论的核心论点并予以驳斥)。

[268] See *supra* Part I.B.2; Falato et al., 前注[32], at 2 (“持股比例较高且股权集中的股东……能够更为有效地监督管理层,并迫使管理层在违背自身意愿的情况下裁撤员工或削减薪酬……”)。

[269] See generally, e.g., Orley C. Ashenfelter, Henry Farber & Michael R. Ransom, *Labor Market Monopsony*, 28 J.LAB.ECON.203 (2010) (阐释劳动力买主垄断理论)。

[270] See generally, e.g., Azar et al., *Labor Market Concentration*, 前注[8], at S169 (研究发现,美国各地劳动力市场普遍存在地理集中现象,“这契合劳动力市场的集中化催生劳动力市场支配力的观点”); Efraim Benmelech, Nittai K. Bergman & Hyunseob Kim, *Strong Employers and Weak Employees: How Does Employer Concentration Affect Wages?*, 57J.HUM.RES. S200 (2022) (探究企业劳动力市场支配力的来源)。

曾经有十家工厂,而现在只剩下两家。^[271] 随着该地区工厂之间对满足用工需求的竞争减少,员工的议价能力也随之降低。尽管这一理论可以潜在地解释工资增长停滞和收入不平等的问题,但越来越多的研究质疑劳动力市场集中度的实证证据。^[272]

相比之下,本文认为驱动买主垄断的是股东的市场力量,而不是企业的市场力量。因此,为了形成劳动力市场上的买主垄断,企业在地理或产品市场上的集中并非必要。事实上,共同所有制在这种情形下的影响最大。^[273]

(2) 去工会化(De-unionization)。另一个增强企业对劳动力市场支配力的因素是美国劳动力市场的去工会化。集体谈判可以增强劳动者的市场力量,使之获得与生产力相符的竞争性薪资。^[274] 此外,强有力的工会还对非工会企业产生溢出效应,迫使后者也提高工资。然而,从20世纪80年代起,工会代表的员工比例迅速下降,此种态势延续到20世纪90年代和21世纪头十年。^[275] 工会化率下降及其伴随的溢出效应减

[271] 因此,合并作为导致劳动力买主垄断的市场集中化驱动力,一直是研究的主要焦点。See generally, e.g., David Arnold, *Mergers and Acquisitions, Local Labor Market Concentration, and Worker Outcomes* (Jan. 21, 2020) (未刊手稿), <https://papers.ssrn.com/abstract=3476369> [<https://perma.cc/T4SX-AL52>] (发现导致市场集中度提升的合并行为亦会引致工资水平下降)。

[272] See, e.g., Brad Hershbein, Claudia Macaluso & Chen Yeh, *Concentration in U.S. Local Labor Markets: Evidence from Vacancy and Employment Data 33* (Soc'y for Econ. Dynamics, Working Paper No. 1336, 2019), https://economicdynamics.org/meetpapers/2019/paper_1336.pdf [<https://perma.cc/HY66-XSBA>] (发现过去十年间,美国新增就业岗位中至多仅有5%分布于中度集中的地方劳动力市场,且自1976年以来,地方劳动力市场集中度至少下降了25%)。See generally, e.g., Kevin Rinz, *Labor Market Concentration, Earnings, and Inequality*, 57J.HUM.RES. S251 (2022) (发现从1976年至2016年间,地方产业集中度总体呈下降趋势); Esteban Rossi-Hansberg, Pierre-Daniel Sarte & Nicholas Trachter, *Diverging Trends in National and Local Concentration*, 35 NBER MACROECON. ANN. 115 (2021) (发现美国经济中的地方劳动力市场集中度正呈下降趋势)。

[273] See Gutiérrez & Philippon, *Ownership, Concentration, and Investment*, 前注[156], at 434 (发现在传统衡量标准下呈现竞争态势的行业中,共同所有权仍会产生实质性影响)。

[274] See generally, e.g., Farber et al., 前注[5] (发现有持续一致的证据表明工会能够降低不平等程度)。

[275] See, e.g., MISHEL, 前注[5], at 2.

弱最终导致工资下跌。

该理论的批评者认为,劳动者权利的削弱并非单纯源于去工会化,还源于与之同时发生的其他趋势,比如全球贸易压力、向服务业的转型以及技术变革等。^[276] 在这种情况下,本文提出的理论还可以补充另一项同期影响谈判力量的趋势:强势的机构投资者推动公司走向强化治理并回归股东至上,这改变了劳资谈判的动态——雇主对工会和员工采取更强硬的立场。^[277] 值得注意的是,这可能也是市场竞争减弱的结果:当可供选择的投资活动减少,劳动者本身的议价能力也就变得更弱。

(3) 全球化与移民。当劳动者面临更多竞争者时,他们的议价能力也会降低,即求职者数量越多,工资越低。来自其他国家的劳动者加剧的竞争,可以表现为生产转移到其他国家,^[278] 或外国劳动者移民到美国。^[279] 诚然,移民活动不能解释投资活动减少和在上市公司就业的员工比例下降,全球化现象却可以。但也有关于投资活动减少原因的一项研究认为,全球化提供的解释力较弱。^[280] 因此,这些趋势可能是工资增长停滞的并行原因,与共同所有权作用并存。

(4) 技术。技术以两种方式影响劳动力:其一,利用自动化和机器人替代部分劳动者;^[281] 其二,加大劳动者差异化——有能力操作或开发技术的高学历员工可获得高薪及股权,而其他员工的薪资则止步不

[276] 同前注。

[277] 同前注;Stansbury & Summers, 前注[192], at 2-3 (将“劳动者权利”衰退界定为工会组织弱化与企业所有权变革共同作用之产物)。

[278] See generally, e.g., Jonathan Haskel, Robert Z. Lawrence, Edward E. Leamer & Matthew J. Slaughter, Globalization and U.S. Wages: Modifying Classic Theory To Explain Recent Facts, 26 J.ECON.PERSPS. 119 (2012) (考察“全球化现象如何解释美国实际工资与相对工资近期变动趋势”)。

[279] See generally George Borjas, The Labor Demand Curve Is Downward Sloping: Reexamining the Impact of Immigration on the Labor Market, 118 Q.J.ECON. 1335 (2003) (估算了移民对劳动力市场的影响)。

[280] See Gutiérrez & Philippon, Investmentless Growth, 前注[11], at 147 (“美国投资的减少并不能(完全)归因于全球化的加剧”)。

[281] See generally, e.g., Acemoglu & Restrepo, 前注[9] (表明自动化可能导致就业机会减少与工资水平下降)。

前。^[282] 研究表明,技术可以解释约三分之一的劳动力影响,^[283] 而共同所有者垄断理论旨在解释其余三分之二的作用力。

总结来看,尽管其他理论具有一定解释力,共同所有者买主垄断理论在当前一些令人担忧的宏观经济趋势中发挥了重要作用。基于共同所有权对劳动力市场和经济产生的不利影响,我们有必要重新思考法律应如何对待共同所有者和强式治理机制。

四、逆转买主垄断效应:以拆分贝莱德为例

由于强式治理存在固有的权衡,即减少管理代理成本的同时制造了劳动力买主垄断,政策制定者面临“选边站”的难题:应该站在劳动者一边,还是股东一边?如果首要考量的是股东利益,那么无需采取任何措施,保持现状即可。共同所有者的权力将继续扩大,而强式治理的破坏性影响也将不断蔓延。但如果优先考虑劳动者利益,则事不宜迟,政策制定者应当立即采取行动。

要消除这种买主垄断效应,未来的政策应当增加市场参与者的数量,削弱单一市场主体的影响力,从而引导市场结构从强式治理转变为弱式治理与管理者自主。^[284] 也就是说,要解决共同所有权带来的问题,

[282] See generally, e.g., Lankisch et al., 前注[9] (发现自动化进程加剧了收入不平等)。

[283] See Gutiérrez & Philippon, *Ownership, Concentration, and Investment*, 前注[156] (“我们认为,无形资产的增长在[投资]缺口中所占的比例约为四分之一至三分之一”。

[284] See, e.g., José Azar & Xavier Vives, *Oligopoly, Macroeconomic Performance, and Competition Policy* 4 (Dec. 18, 2018) (未刊手稿), https://ssrn.com/abstract_id=3177079 [<https://perma.cc/P5CB-8FCM>] (“市场集中度的提高——无论是源于企业数量的减少还是共同所有权模式的普及——均会通过抑制就业率、产出规模、实际工资水平及劳动收入份额等途径对经济产生下行压力……”)。现有文献中虽数量有限但持续增加,已开始考察资本市场中寡头垄断(及相应买方寡头垄断)控制的影响。Fiona Scott Morton & Herbert Hovenkamp, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, 127 YALE L.J. 2026, 2032 (2018) (“少量机构投资者持股与产量下降及价格上涨之间存在因果关系”)。然而,确凿无疑的是,所有权集中会对经济产生负面效应的这一观点,至今仍遭受激烈批判。See Douglas H. Ginsburg, *Why* (转下页)

应采取的措施是：拆分共同所有者。

目前看来,美国国会似乎对拆分共同所有者的政治意愿不高,因为机构投资者已通过政治献金“俘获”国会。自 2008 年金融危机以来,机构投资者大幅增加了竞选捐款^[285]和游说开支,^[286]尤其针对国会金融委员会的成员。^[287]作为交换,他们似乎获得了国会决策者的特别庇护,使监管机构难以对其进行有效规制。^[288]因此,成功拆分机构投资者所需付出的努力之巨可想而知。

尽管如此,仍可抱有希望。一方面,拜登政府承诺将反垄断政策升

(接上页) Common Ownership Is Not an Antitrust Problem, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 4, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/12/04/why-common-ownership-is-not-an-antitrust-problem> [<https://perma.cc/UY7X-96XL>] (“现有实证研究表明,共同所有权引发反竞争损害的证据尚不充分,且该议题在学界仍存在激烈争议”).

[285] Compare Securities & Investment: Money to Congress, OPENSECRETS, <https://www.opensecrets.org/industries/summary.php?ind=F07&recipdetail=A&sortorder=U&mem=Y&cycle=2006> [<https://perma.cc/XN3E-8VAD>] (表明在 2006 年选举周期中,机构投资者用于竞选捐赠的支出约为 5,000 万美元), with Securities & Investment: Money to Congress, OPENSECRETS, <https://www.opensecrets.org/industries/summary.php?ind=F07&recipdetail=A&sortorder=U&mem=Y&cycle=2012> [<https://perma.cc/34YZ-G8PA>] (表明在 2012 年选举周期中,规模约为 1.04 亿美元), and Securities & Investment: Money to Congress, OPENSECRETS, <https://www.opensecrets.org/industries/summary.php?ind=F07&recipdetail=A&sortorder=U&mem=Y&cycle=2020> [<https://perma.cc/S4TP-2GAK>] (表明在 2020 年选举周期中,规模约为 1.54 亿美元).

[286] See Securities & Investment: Lobbying, 2021, OPENSECRETS, <https://www.opensecrets.org/industries/lobbying.php?cycle=2006&ind=F07> [<https://perma.cc/MWM8-VX5N>] (研究表明,机构投资者用于游说活动的支出呈显著增长态势:2006 年约为 6,500 万美元,至 2010 年已攀升至 1.06 亿美元,而 2020 年仍维持在 1.05 亿美元的高位水平).

[287] See CAMPAIGN FOR ACCOUNTABILITY, BLACKROCK'S WASHINGTON PLAYBOOK: HOW THE WORLD'S LARGEST ASSET MANAGER BOOSTED ITS POLITICAL SPENDING AND FOUGHT OFF GOVERNMENT SUPERVISION 4 (2019), <https://campaignforaccountability.org/work/blackrocks-washington-playbook> [<https://perma.cc/3PZL-5SKK>] (“毫不令人意外的是,贝莱德集团的大部分政治献金都给予了那些在对其具有管辖权的国会委员会中任职的议员”).

[288] 同前注, at 6-7 (述及两位曾接受贝莱德集团巨额政治献金的参议员,曾就一份认定该公司“迄今稳居美国最大资产管理公司地位”的政府工作报告质询财政部官员,该报告结论“对其商业模式构成了重大威胁”).

级为“促进美国工人利益”^[289]的工具,并拆分大型科技公司;^[290]另一方面,两党的注意力日益转向长期被忽视的中产阶级,因此,国会也许能够在阻止美国劳动者地位下滑这一问题上找到共同战线。^[291]基于此,本文将展示拆分方案及其预期效果。^[292]本部分第一节提出应通过限制资产管理规模以遏制买主垄断效应;第二节论述拆分万亿级资产管理公司的做法将如何重塑股东与管理者之间的关系,增强管理层的自主性;第三节总结了这些变化对买主垄断效应的打破,即通过削弱强式治理机制、恢复市场竞争平衡来重建劳动力市场;最后一节试图回应可能遭遇的反对意见。

(一) 拆分贝莱德

一小群拥有共同所有权的大型机构控制着绝大多数上市公司,阻止了公司走向弱式治理,对单个公司而言,这可能是更为有利可图的选择。限制单一机构所能管理的资产总额,意味着将大型共同所有者拆分为规模更小的实体,从而限制他们对所持股公司的治理结构的影响力。这样,公司将重新获得自由与动力,回归弱式治理,从而打破买主垄断效应。

换言之,政策制定者应缩小共同所有者的规模,由此限制共同所有者权利这一关键变量。例如,即使在股权高度分散的情形下——例如在由数百万名微小、多元化投资者组成的股东结构中——每个投资者都可能因买主垄断效应带来的投资回报而受益。然而,这些小股东并没有能力推动公司实施强式治理。也就是说,投资组合多元化虽然能够激励强式治理的推行,但起到决定性作用的是“规模”所带来的权力。没有这种权力,买主垄断效应就不可能实现。

限制单个机构的资产管理规模将迫使大型资产管理公司拆分成较

[289] See Exec. Order No. 14,036, 86 Fed. Reg. 36,987 (July 14, 2021).

[290] See Teachout, 前注[50].

[291] See, e.g., Davis, 前注[51] (“对于两党而言,争取工人阶级支持的斗争显得尤为迫切,盖因此一选民群体正日益壮大”).

[292] 我们并非“反垄断法可适用于共同所有者”这一观点的首次提出者。See, e.g., Elhauge, Horizontal Shareholding, 前注[67], at 1301-16(提出以反垄断诉讼作为应对之策)。然而,本文首创性地提出以限制资产管理规模(AUM)作为解决共同所有者弊端的治理方案。

小的公司。例如,如果把资产管理金额上限设定为 5,000 亿美元,那么其总额超过 8 万亿美元的贝莱德^[293]将被要求拆分成 15 个不同的基金家族,而道富、富达(Fidelity)和先锋则需被进一步拆分为另外 25 个基金家族。^[294]在资产管理规模较小的情况下,单个基金或基金组合将无法在整个市场中取得主导地位。^[295]一个基金即使具有共同所有者的身份,但已不足以充当能够制造买主垄断效应的那类强势共同所有者。^[296]

对于资产管理规模的具体上限,应考虑达到投资规模经济所需的最低规模,这一问题超出了本文的讨论范围。^[297]然而,全球前 500 家资产管理公司的 AUM 中位数值不足 500 亿美元,^[298]这说明实现规模经济并不需要数万亿美元的资产管理规模。出于讨论便利,5,000 亿美元是一个方便假设的数值,但显然,上限越低,市场中的参与者数量就越多。^[299]为了保持相对规模的稳定,资产管理上限也可以与整个股市总

[293] See About BlackRock, 前注[64].

[294] 参见前注[64].

[295] 美国公开上市权益证券总市值(即纽约证券交易所、纳斯达克交易所及 OTCQX[场外交易]市场全部挂牌公司市值之和)约为 53 万亿美元。Total Market Value of the U.S. Stock Market, SIBLIS RSCH., <https://siblisresearch.com/data/us-stock-market-value> [<https://perma.cc/3SFX-3WLT>].

[296] 从数学角度而言,具备特定绝对体量的投资者能够取得每家公司的显著股权份额,从而获得对整体治理决策施加影响的能力。参见前文“共同所有权的崛起”。因此,在拆分公司的情形下,资产管理人可能成为共同所有者,但其对整体市场的影响力或将有所减损。

[297] 关于此议题的部分学术讨论,可参阅以下代表性文献: Lucian Bebchuk & Scott Hirst, The Specter of the Giant Three, 99 B.U.L.REV. 721, 729 (2019); Patrick Jahnke, Ownership Concentration and Institutional Investors' Governance Through Voice and Exit, 21 BUS. & POL. 327, 335 (2019); Jill Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors, 168 U.P.A.L.REV. 17, 26 (2019).

[298] BOB COLLIE, MARISA HALL, TIM HODGSON, ROGER URWIN & LIANG YIN, THINKING AHEAD INST., THE WORLD'S LARGEST 500ASSET MANAGERS 11 (2019), https://www.thinkingaheadinstitute.org/content/uploads/2020/11/PI500_2019.pdf [<https://perma.cc/3Q5R-9HSN>].

[299] 例如,1984 年美国电话电报公司(AT&T)的解体催生了若干规模更小、结构更精简的“小贝尔”运营公司。See George B. Shepherd, Joanna M. Shepherd & William G. Shepherd, Antitrust and Market Dominance, ANTITRUST BULL., Winter 2001, at 860.

值的增长挂钩。^[300] 尽管仍需进一步研究以确定恰当的上限,买主垄断效应已表明,过去四十年来,市场权力的天平向少数几个强势所有者一侧过度倾斜。因此,朝着所有者数量更多、规模更小的方向发展——这也是过去一直追求的监管目标^[301]——可以削弱劳动力市场上的买主垄断效应。^[302]

实际上,由乔西·阿扎赫等学者开展的事件研究就生动地说明了资产管理规模所产生的影响。^[303] 在2009年贝莱德收购巴克莱全球投资者之后,贝莱德成为全球最大的资产管理公司,而受影响的市場就出现了员工年工资和就业人口比有所下降的现象。

(二) 拆分对共同所有权的影响

买主垄断效应并不是共同所有者多元化投资的产物,而是源于共同所有者将其治理目的强加于几乎整个市场的能力,这一能力最终影响了强式治理公司与弱式治理公司之间的平衡。^[304] 相反,由更多小型投资

[300] 想要探究企业规模与市场集中度之关联,参见例证如下: Lina Khan & Sandeep Vaheesan, *Market Power and Inequality: The Antitrust Counterrevolution and Its Discontents*, 11 HARV.L. & POL'Y REV. 235, 266 (2017)。

[301] Roe, 前注[55], at 11 (阐释了针对美国民众对大型金融机构权势的不信任,政治家通常采取“制定规则以限制金融机构积聚私有权利”的应对策略)。

[302] 值得注意的是,对资产管理公司在任一行业或企业中的持股比例设置上限亦可产生类似效果,此举将有效阻止基金家族持有竞争企业的巨额股份。该机制不仅能在特定行业内消除共同所有权现象,更能实现全市场范围的所有权规避。这一改革方案最主要的倡导者当属 Eric Posner, Fiona Morgan, 以及 Glen Weyl 三位教授。See generally Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton & E. Glen Weyl, *A Proposal To Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors*, 81 ANTITRUST L.J. 669 (2017) (为机构投资者提议执行政策)。根据其提案,资产管理公司在任一特定行业中所持股份不得超过该行业总股本的1%,或在各行业中对单一企业的持股比例亦不得超过1%。见上注, at 678。但相较于设置全局性持股上限,对机构投资者在单一公司或行业的持股比例设置上限将产生更大的市场扰动效应。关于此项提案在监管端与企业端所产生的交易成本分析,可参阅 Lambert & Sykuta, 前注[264], at 44-47。尽管 Lambert 与 Sykuta 所担忧的——限制机构投资者的影响力将增加代理成本——这一问题将在后文予以探讨,见上注, at 49-50; 参见下文“拆分、代理成本与收入不平等”,他们仍然详细阐述了如 Posner 及其合著者所提方案中涉及的广泛监管要求。See generally Posner et al. (前文),当然,随着监管的加强,合规成本亦随之增加。

[303] 参见前注[194]~[196]及其附随文本。

[304] 参见前文“竞争性治理均衡的打破”。

者组成的团体则没有足够的权力在企业群体中形成类似的支配地位。尤其是对于资产规模受到限制的小型资产管理公司而言,至少由于以下两个原因,它们难以产生买主垄断效应:一是董事可以更自由地独立行事,无需顾及机构投资者这个“800 磅大猩猩”的声音;二是激进投资者需花费更高的交易成本来推动强式治理。

1. 边缘化“无法忽视的重量级角色”

控股股东常常被形象地比喻为“800 磅大猩猩”,即“无法忽视的重量级角色”——其意志若被忽视,后果不堪设想。^[305] 尽管三大机构投资者(贝莱德、先锋、道富)很少直接行使控制权,但他们合计是几乎 90% 标普 500 企业的最大股东。^[306] 拆分这些大型资产管理公司有助于将这个“股市金刚”边缘化,^[307] 从而让董事在投资和招聘决策中更具独立性。

举例来说,由于害怕遭到报复,董事一般不敢无视贝莱德的意见。而特定董事也可能同时在另一家贝莱德持有大量股份的公司担任董事^[308] 或高管。^[309] 若三大公司全部反对某项决策,影响将呈三倍放大。考虑到职业发展和声誉因素,董事不敢冒险破坏与三大巨头以及其他资产管理机构的关系,因为后者在整个企业界都享有广泛的影响力。^[310] 董事令某个控股股东失望的后果可能是被逐出某个公司的董事会,而与大型机构投资者发生

[305] See Leo E. Strine, Jr., *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, 27 DEL.J.CORP.L. 499, 509 (2002) (将控股股东比作“一头 800 磅重的大猩猩,企图独占所有剩余香蕉”).

[306] See Fichtner et al., 前注[16].

[307] See Kara Haar, *King Kong Through the Years: How the Giant Gorilla Has Evolved Since 1933*, HOLLYWOOD REP. (Mar. 9, 2017, 8:00 AM), <https://www.hollywoodreporter.com/lists/king-kong-years-how-giant-gorilla-has-evolved-1933-982360/item/king-kong-1933-983416> [<https://perma.cc/PN9L-HBYB>] (所描述的金刚是一只体型巨大的大猩猩[电影角色],在近九十年来在电影界中引发了诸多轰动效应).

[308] 2019 年,标普 500 指数成分股企业的独立董事普遍存在多重任职现象,其中 31% 的独立董事同时在三个及以上企业董事会兼任职务。SPENCER STUART, 2019 U.S. SPENCER STUART BOARD INDEX 17, https://www.spencerstuart.com/-/media/2019/ssbi-2019/us_board_index_2019.pdf [<https://perma.cc/B7W2-QV8N>].

[309] 高达 41% 的企业 CEO 同时兼任其他公司的董事会成员。见上注, at 22.

[310] 该论点演变自适用于管理者的相同主张。参见前文“管理者的困境:投资还是不投资”,当然,若董事毫无职业声誉危机,此问题自当无足轻重。

冲突可能带来更深远的后果。^[311] 相比之下,小型资产管理者不会给董事造成同样的职业或声誉风险。^[312] 因此,拆分大型机构投资者将有助于缓解董事的顾虑,让他们能更独立、自主地做出判断,而无需过度担忧后果。

2. 增加代理权争夺的交易成本

资产管理公司的数量增多也会使激进投资者组建必要联盟的难度加大,进而难以发起代理权争夺,这就限制了共同所有者约束管理者的主要工具。过去,激进投资者在代理权争夺中往往与少数熟悉的参与者打交道,而在新格局下,他们需要争取更多的股东,^[313] 赢得更大规模的投资者支持。^[314] 投资者人数越多,意味着需要花费的时间、精力和沟通成本越高,同时在组建联盟策略上也更具挑战性。^[315] 资产管理者越

[311] See Gordon, 前注[101], at 1488 (主张董事的独立性因其职业发展考量而受到局限); see also Assaf Hamdani & Sharon Hannes, *The Future of Shareholder Activism*, 99 B.U.L.REV. 971, 983 n.60 (2019) (指出由于董事“很可能在其他上市公司再度遭遇同一批基金管理人”,其职业发展顾虑被进一步放大)。

[312] 例如,业界领头者会投入大量时间研读贝莱德集团首席执行官兼董事长拉里·芬克(Larry Fink)那封备受瞩目的年度公开信。See, e.g., Larry Fink, *The Power of Capitalism*, BLACKROCK (2022), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> [<https://perma.cc/R3Y6-AZ8R>]; Dan Pontefract, *Decoding BlackRock Chairman Larry Fink's Letter to CEOs on the Importance of Purpose*, FORBES (Jan. 26, 2019, 7:29 AM), <https://www.forbes.com/sites/danpontefract/2019/01/26/decoding-blackrock-chairman-larry-finks-letter-to-ceos-on-the-importance-of-purpose/#749bf2aa2995> [<https://perma.cc/H4W3-XC9C>]。若某资产管理公司的规模仅为该行业巨擘的十五分之一,则对其年度致股东信进行解密、研读乃至据此采取行动的必要性便大为降低。

[313] See generally John C. Coffee, Jr., *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality* (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 373/2017, 2017), https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3058&context=faculty_scholarship [<https://perma.cc/TA4X-5NQX>] (阐述激进对冲基金与“常驻股东”——即贝莱德、先锋及道富之间的关联)。

[314] See John Armour & Brian Cheffins, *The Rise and Fall of Shareholder Activism by Hedge Funds* 8-9 (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 136/2009, 2009), https://ssrn.com/abstract_id=1489336 [<https://perma.cc/ER7V-NYXQ>] (描述了激进投资者要约收购行为所产生的“各类交易成本”,其中包括“沟通成本”,即与股东进行沟通所支出的费用)。

[315] See Khan & Vaheesan, 前注[300] (“简言之,股权集中度提升既增强了相关主体的利益趋同性,又降低了其凝聚针对提案之共识的成本”)。

多,其意见在公司治理结构和投资质量方面的分歧也越大。^[316] 反过来,这种意见分歧允许管理层说服部分股东支持管理层而非激进投资者,由此疏解了管理层的治理压力。^[317] 基于此,即使是在采取强式治理的公司中,误判并解雇忠诚管理者的概率也会降低。^[318]

这些效应解释了为何小型资产管理公司欠缺贝莱德和先锋所具备的方法与激励,无法像这些巨头一样影响公司治理。毕竟,一个诸葛亮还是比三个臭皮匠更胜一筹。简而言之,一旦完成拆分,共同所有者将不再具备对公司治理产生足以造成买主垄断效应的影响力。

(三) 限制代理顾问在公司治理方面的建议

为了加强拆分强大机构投资者的效果,必须防止机构投资者通过代理顾问进行协调。机构投资者只要根据事先设定的政策并依据第三方(代理顾问公司)的建议投票,就可视为履行了其投票职责。^[319] 实际上,许多机构投资者已将投票工作外包给代理顾问公司,尤其是代理咨询行业的两家领头公司——机构股东服务公司(Institutional Shareholder Services, ISS)和格拉斯·刘易斯公司(Glass, Lewis & Co)合计控制了97%的市场份额。^[320] 因此,代理顾问对美国上市公司股东投票影响深

[316] See Paul Rose & Bernard S. Sharfman, Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance, 2014 B.Y.U.L.REV. 1015, 1018-19 (指出只有当机构投资者兴起疏解了组建优势联盟过程中产生的集体行动困境时,广泛的股东激进主义才可能实现); A.N. Licht, Corporate Governance, in HANDBOOK OF KEY GLOBAL FINANCIAL MARKETS, INSTITUTIONS, AND INFRASTRUCTURE 369, 375 (Gerard Caprio ed., 2012) (有学者指出,在股权分散型公司中,“通过代理人斗争来推动未被董事会提出的议案,实属成本高昂的繁碎之举,或仅适用于特殊情形”).

[317] DELOITTE, ACTIVIST SHAREHOLDERS: HOW WILL YOU RESPOND? 3 (2015), <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/finance/wallace-cfo-insight-activist-shareholder.pdf> [<https://perma.cc/846X-KFYY>] (鼓励管理层通过“主动与投资者沟通”来抵御激进投资者的攻势,尤其应重视与“可作为抵御激进投资者之中流砥柱的大股东”开展战略对话).

[318] 相应地,精准解雇不忠诚的管理者之可能性亦将随之提升。

[319] Asaf Eckstein, Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation, 40 DEL.J.CORP.L. 77, 92-93 (2015).

[320] 同前注, at 93-94.

远,^[321]甚至被视为“事实上的公司治理监管者”。^[322]

虽然代理顾问在投票过程中提供了规模和范围上的经济效益,但它们“一刀切”的投票政策也助长了劳动力市场的买主垄断效应。最显著的是,代理顾问在公司治理政策上普遍倾向于强式治理。^[323] 鉴于这类政策给劳动者带来的负外部性,监管机构应禁止代理顾问就公司治理问题提出建议。诚然,这将不可避免地削弱代理顾问所带来的投票规模经济,但迫使机构投资者自行研究治理提案,是为了打破当前僵化的强式治理倾向——这种趋势已经束缚了劳动力市场。因此,禁止代理顾问“染指”公司治理方面的建议具有合理性。代理顾问相当于操控一个卡特尔式劳动力市场的指挥者,限制其影响力可以使垄断行为难以为继。

(四) 重新检视买主垄断模型

前述买主垄断模型展示了,共同所有者如何将公司治理从自然均衡状态向不对称的强式治理主导格局推进。^[324] 被强制拆分后,这些共同所有者将不再具有影响治理决策的集体力量,进而削弱甚至彻底扼杀其制造买主垄断效应的能力。如此一来,企业投资将上升,从而促进用工需求并使劳动力价格回归均衡。

再回顾之前的模型,即假设在共同所有者的影响下,工资水平比均衡状态下低2万美元(每名员工年薪为8万美元)。^[325] 在原本强式、弱式治理公司各占一半的市场结构中,共同所有者推动市场呈现出70家强式治理公司和30家弱式治理公司的占比组合。同时,他们抵制回归弱式治理的任何尝试,以维持因压低工资而带来的高投资回报。^[326]

[321] Asaf Eckstein & Sharon Hannes, A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms, 53 WAKE FOREST L. REV. 787, 789 (2018), 阐述机构股东服务公司 (Institutional Shareholder Services) 与格拉斯·刘易斯公司 (Glass, Lewis & Co.) 在美国的影响力。

[322] Letter from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, to Elizabeth M. Murphy, Sec'y, SEC 6 (Oct. 19, 2010), <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-129.pdf> [<https://perma.cc/XTE7-EQJC>].

[323] See Dorothy S. Lund & Elizabeth Pollman, The Corporate Governance Machine, 121 COLUM.L.REV. 2563, 2596 (2021) (阐述了代理顾问的投票建议)。

[324] 参见前文“竞争性治理均衡的打破”。

[325] 参见前文“竞争性治理均衡的打破”。

[326] 参见前注[254]~[256]及其附随文本。

但如果现在假设共同所有者因拆分而被边缘化,单个公司就会在作出自身利润最大化的治理决策方面重获自由。在工资水平因强式治理主导而走低的情况下,为了在每雇用一名员工时额外获得 2 万美元利润,部分强式治理公司将转向弱式治理,激励管理者增加投资和用工,从而获得超额回报。^[327] 随着越来越多的公司转向弱式治理,工资水平将逐步上升,直到达到新增用工的边际收益,^[328] 即工资回升至 10 万美元。随着时间推移和生产力提高,工资还将进一步增长,从而在长期内消除买主垄断效应。

强制拆分将破坏买主垄断效应的核心机制。限制资产管理规模将促使劳动力市场恢复竞争,重新平衡不同公司治理结构的整体格局。因此,拆分大型资产管理公司有助于消除买主垄断效应,并使工资水平回归竞争状态,政策制定者有必要将此作为重要举措加以考虑。

(五) 拆分、代理成本与收入不平等

拆分管公司的提议挑战了“代理成本本质主义”的观点,这一观点认为公司强式治理机制百利而无一害。^[329] 对于其他学者鼓吹机构投资者干预的观点,比如,学界曾高度评价机构投资者支持激进对冲基金推行节约成本、强化股东权利的倡议,^[330] 本文却要对此“唱反调”——主张应拆分资产管理公司,因为共同所有者与激进投资者的“二连击”对竞争性劳动力市场构成威胁,使董事与经理层不再愿意进行雇佣或投资。

缓解这种担忧的关键在于理解:代理人会带来成本,委托人也不例外。赋权代理人增加代理成本,而赋权委托人则增加委托成本。^[331] 过

[327] 参见前文“工资水平与治理模式之间的反馈机制”。

[328] 在经典的经济竞争条件下,工资水平被认为与劳动生产率呈正相关关系。Roy J. Rotheim, *Keynes and the Marginalist Theory of Distribution*, 20 J. POST KEYNESIAN ECON. 355, 356-57 (1998) (阐述了“生产要素根据其各自边际产品的价值获得相应的独特报酬的传统分配理论”).

[329] See Goshen & Squire, 前注[23], at 775 (将“代理成本至上主义”描述为这样一种信念,即“降低代理成本是公司法及证券监管等相关领域存在的根本要义”).

[330] 举例而言, Gilson 与 Gordon 两位教授将激进投资者描述为“治理套利者”,认为其与机构投资者协同运作,旨在实现“绩效最大化”。Gilson & Gordon, 前注[41], at 896-97.

[331] Goshen & Squire, 前注[23], at 771 (“委托成本与代理成本具有相互替代性:投资者与管理者之间控制权的任何重新配置,都会在降低一类成本的同时引致另一类成本的必然增加”).

去几十年,学界主要关注如何通过强化股东权利来降低代理成本——即如何制约不忠诚的管理层。^[332] 但本文指出,将斗争局限于削减代理成本的做法忽视了其遭遇的委托成本,具体表现为劳动力市场的买主垄断。

诚然,回归到一个所有权更为分散的格局,意味着更高的管理代理成本。如果激进投资者无法有效发起对抗不忠管理者的代理权争夺战,的确会带来更多低效投资。但与此同时,也会遏制规模缩减、^[333] 避免大规模解雇,^[334] 以及降低解雇忠诚管理者时的“误杀”风险。^[335] 此时,忠诚与不忠诚的管理者在总体上都将拥有更大的投资自由。确实,股东将因不忠管理者的低效投资而承受损失,但这些损失只是将原本从员工身上攫取的价值还了回去。^[336] 这并非意味着劳动者会获得暴利,而是劳资之间恢复到一个更高效、更公平的平衡状态。^[337]

一言以蔽之,当前的代理成本已被压得过低,而委托成本则上升过高。在竞争性均衡的状态中,投资者本应承担某种程度的、源于代理成本的投资低效。^[338] 而在如今的均衡中,这部分代理成本以牺牲工资增长为代价,从而维持过低的水平。削弱机构投资者话语权会增加管理代理成本的说法虽然成立,但这并非问题的关键。实际上,规模较小的资

[332] See John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, What Is Corporate Law?, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 1, 2 (Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda & Edward Rock eds., 2d ed. 2009).

[333] See Lazonick, 前注[161] (指出激进对冲基金的新口号已演变为“缩减规模并分配利润”).

[334] See Brav et al., 前注[212], at 2764 (发现目标公司员工的工时与薪酬均呈现停滞态势); Mariah Summers, Employees Often End Up the Losers in Activist Investing Campaigns, BUZZFEED NEWS Apr. 21, 2014, 12:05 PM, <https://www.buzzfeednews.com/article/mariahsummers/employees-often-end-up-the-losers-in-activist-investing-camp> [<https://perma.cc/8ML4-4S8B>].

[335] 参见前注[163]~[165]及其随附文本。

[336] 参见前注[246]~[248]及其附随文本。

[337] 参见前文“竞争性均衡及其参数”(主张劳动者与资本之间的财富竞争性分配能够实现社会效益的最大化)。

[338] 参见前注[247]及其附随文本。

产管理者确实更难为股东控制代理成本,但其他利益,特别是劳动者以及整个市场的利益,将因此得到更好的保障。

结 论

本文揭示了工资增长停滞和包括收入不平等在内的种种宏观经济趋势之根源。除此之外,本文指出共同所有权造成买主垄断效应,这也挑战了公司法学界中“强式治理即经济正义”的传统认知。本文识别出长期以来令人怀疑却难以捉摸的现象,即共同所有权与强式治理带来的反竞争效应。尽管强式治理降低了管理代理成本,但同时也抑制了投资与雇佣活动。共同所有权促成了一个新的、效率更低的市场均衡:公司利润更高,工资却更低,最终导致收入不平等加剧。强式治理的内在权衡表明,政策制定者必须在偏向股东与偏向劳动者之间作出选择,如果选择后者,就应考虑拆分共同所有者,使工资水平恢复至竞争性均衡状态。

(编辑:徐伟浩 吴紫君)