

财产法视角下的公司法*

[美]罗伯特·安德森四世 著**

林斯韦 译***

摘要:公司契约论认为公司是投资人、债权人、员工等生产要素提供者之间的“契约束”,这也是理解公司本质的主流学说。循此观点,作为公司法核心的普通股股东不是公司所有人,仅是公司众多合同请求权人之一,公司本身及其财产上也不存任何财产性利益,公司由此成为契约束编织的浮萍。甚至可以说,公司法是合同法的特别法。

公司法学界及司法界多服膺公司契约论,例如,特拉华州法院屡次将公司执照组织文件(charter documents)视为“合同”。法院及评论家也不约而同将公司法视为由各州提供的既有合同默示条款。然而,公司契约论未能解释公司法某些根本特征,如信

* Robert IV Anderson, *A Property Theory of Corporate Law*, 2020 Colum. Bus. L. Rev. 1 (2020). 译文工作受国家留学基金委员会“国家建设高水平大学公派研究生项目”(202006010189)、中国法学会民法学研究会青年学者研究项目(2021MFXH001)资助。感谢作者安德森教授以及《哥伦比亚商法评论》(Columbia Business Law Review)主编米格尔(Miguel)的中文翻译授权。

** 佩珀代因大学卡鲁索法学院教授。

*** 北京大学法学院博士研究生。

义义务何以只依附股东而非公司其他合同请求权人?公司契约论也不能解释公司法“对物性”特征,该特征亦非合同法能简单摹画的。公司契约论始终不能就上述问题给出一个圆满答案。

财产法理论能找回公司契约论遗失的拼图,厘清公司法的边界,解释公司法的独特性。在财产法理论中,公司是一个所有权结构——将一系列混乱的对人请求权转化为有序“打包”的对物财产权——这就是“股”。对物结构使权利去人化,也即在无须征得合意和免除权利人身份特性的情况下,权利便能被分割、转让。所有权利益的财产属性关键在于剩余控制权,也即投票权。投票权也印证了普通股是财产利益而非合同利益这一判断。

财产法理论认为,公司是一系列财产权利和合同权利的混合体,其为公司法“光滑的平面”提供“牵引力”。如果财产与合同存有界限的话,那么此界限同样也能界分公司法 and 合同法。相应地,股东所特有的信义义务不是因为股东是经济上的剩余请求权人,而是因为股东享有剩余控制权。股东的剩余控制权构成所有权利益,因而有别于其他公司请求权人。公司的财产法理论很好地阐明了公司法许多特征,也厘清了信义义务模糊的范围。

一、引言

主流学说认为,公司本质是各种生产要素缔结的“合同束”。^[1]梳

[1] See, e. g., Stephen M. Bainbridge, *The Board of Directors as Nexus of Contracts*, 88 *Iow A L. Rev.* 1, 9 (2002) (“公司法学界的主流模型即是所谓的合同束理论。”); Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547, 550 (2003) (将契约论视为关于厂商的“流行”理论,且表示“标准的契约论将公司视为合同束”); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Va. L. Rev.* 247, 287 (1999) (“在过往的二十年里,公司法学界由‘契约论’或者说‘法律和经济学派’主导。”); Melvin A. Eisenberg, *The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts and the Dual Nature of the Firm*, 24 *J. Corp. L.* 819, 819 (1999) [注意到,自从詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)首次明确表述公司合同契约论,该方法“已经占据公司法的法律和经济文献”]; Thomas W. Joo, *Contract, Property, and the Role of Metaphor in Corporations Law*, 35 *U. C. DAVIS L. Rev.* 779, 780 (2002) (表明公司契约论“占领公司法学界”且“几近主流”).

理法律和经济学文献后,该理论将员工、债权人、股权投资人甚至顾客视为达成“一系列明示或默示合同”的各类参与者,共同构成公司。^[2] 该理论强调,公司是缺省性规范下自愿达成的合同,而非政府对强制性规范的肯认。^[3] 因为公司是一系列合同,所以规制公司内部事务的公司法也仅是合同法的特殊法。换言之,公司“只是合同而已”。

尽管公司契约论源自作为经济主体的厂商理论,^[4] 却对作为法律主体的公司理论产生了深远的学术及司法影响。公司律师一般认为,公司法监管股东和受信管理者的“内部事务”,^[5] 但公司契约论认为,这类关系也是合同关系,同公司缔结的其他合同一样,别无二致。^[6] 基于此,股东被视为公司“所有人”的传统观点让位于股东是合同的相对人,即股东是资本的提供者和剩余风险的承担者的观点。^[7] 合同范式也使诸学者完全否认公司内所有权存在的意义。^[8] 基于此视角,股东只不过是公司众多合同请求权者中的一员——在耶鲁大学法学院教授梅西 (Jonathan Macey) 和特拉华州最高法院前大法官斯特林 (Leo Strine) 看

[2] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *the Economic Structure of Corporate Law*, p. 12 (1991). 伊斯特布鲁克和费希尔甚至把侵权请求权人也纳入此类。See *Id.*

[3] 该主张也颇具争议。See, e. g., William W. Bratton, Jr., *The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal*, 74 *Cornell L. Rev.* 407, 438–46 (1989) (主张在公司建立过程中,公司契约论忽视州“主权”及其强制性规则的存在); Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *The Uncorporation and the Unraveling of “Nexus of Contracts” Theory*, 109 *Mich. L. Rev.* 1127, 1128–29 (2011) (主张“州公司法而非合同类决策塑造现代公司的结构”).

[4] See *infra* Section II A.

[5] See generally Deborah A. De Mott, *Perspectives on Choice of Law for Corporate Internal Affairs*, 48 *Law & Contemp. Probs.* 161, 161 (1985) (“对于许多公司律师而言,‘内部事务’准则——有且仅有一州,且通常是公司设立地应被授予监管公司与其高管、董事及股东的关系,即便不是逻辑上的必然,也是不可抗拒的。”).

[6] See *infra* note 8 and accompanying text.

[7] See Barry D. Baysinger & Henry N. Butler, *Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law*, 10 *J. Corp. L.* 431, 433 n. 9 (1985) (“现代公司契约论认为,将股东视为公司的所有人毫无意义;他们最好应被视为供给公司某类资本的风险承担者。”).

[8] See Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, 2010 *U. Ill. L. Rev.* 897, 899 (2010) (“然而,如今法学家及其他领域学者似乎已达成‘股东不所有公司’的共识。”). Velasco 不同意此观点,并提出股东享有公司所有权的理论。See *Id.* at 901.

来,股东“没有什么特别的”。〔9〕

从合同视角窥视公司法教义或颇为激进,该想法却有更激进的深刻内涵。不同于公司法的重要教义,公司契约论模糊乃至消弭公司的边界,预示公司法无“内”“外”之别。当所有针对公司的请求均为合同请求权时,公司也就没有明确的边界。〔10〕该理论大概暗示,公司压根不存在。〔11〕该抹杀公司内外边界的理论有别于传统公司法的标准答案。传统公司法认为,公司法规制公司“内部”关系,也即公司的高管、董事及其股东的关系。〔12〕事实上,公司内外边界的缺位可能预示着,独立公司法及其他商事组织法并不存在,余下的仅是合同,换言之,公司仅是置于特殊背景下的合同。

如果公司仅是合同,那么公司法所能为之事无非为根据合同法解释认定有效抑或偶尔无效合同。这是因为合同视角下不能过多地指引公司与其传统合同关系请求权人(如员工、顾客、供应商等),这些主体之间的关系被认定为合同关系且受制于合同法基本原则。股东也被视为合同请求权人,股东权利源于合同法,这是公司契约论唯一创新之处。然而,除非合同视角下的股东能阐发其他新知,否则该理论除了一般合同法法理的旧识外,似乎也没有更新的内容。

关于如何处理股东与公司的关系,这或是公司契约论唯一能发挥作用的地方,但该理论于此也折戟沉沙。该理论无法解释股东与公司间最

〔9〕 Jonathan Macey & Leo E. Strine, Jr., *Citizens United as Bad Corporate Law*, 2019 Wls. L. Rev., 451, 483 (2019).

〔10〕 See, e. g., D. Gordon Smith, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 Vand. L. Rev., 1399, 1432 (2002). 事实上,詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)明确表明,“界分公司‘内部’和‘外部’是毫无意义的。劳动、材料、资本所有者以及消费者输出者与法律拟制体(公司)间达成众多复杂的关系(包括合同关系),这才是有意义的。” Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. p. 305, 311 (1976).

〔11〕 Eisenberg, *supra* note 1, at 832. Gulati, Klein 和 Zolt 更进一步,其提出一个没有公司,只有“连接的合同”模型。See G. Mitu Gulati et al., *Connected Contracts*, 47 Ucla L. Rev. p. 887, 894 (2000).

〔12〕 See, e. g., Ann M. Lipton, *Manufactured Consent: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws*, 104 Geo. L. J. 583, 597 (2016).

根本且最重要的方面,例如,归属股东信义义务的范围和来源问题。^[13]与之相类似,公司契约论也未能就公司法强制性规范,^[14]如章程目的、信义义务概念的存在给出合理解释。因此,与其说公司契约论就公司法法律问题提供了新路径,毋宁说这只是正当化既有的“合同”安排而已。^[15]

对股东关系的合同解释还伴随另一重问题,也即公司股东所谓“合同”与一般合同关系的迥异。^[16]即便公司被视为合同束,确定合同何时属于公司内部事务进而受制于特殊规则之问题仍然存在。公司契约论不负责“内外界限”的划分,因而合同束模型也未能厘定公司的边界。即便在阐明厂商经济理论时,合同束模型确曾发挥重要作用,但在揭示公司法重要特征时,它要么未能予以合理解释,要么产生抵触。公司契约论未能供给公司法理论以源头活水,反而模糊了法律的根本特征。

本文基于财产法旨在提出关于公司法的新理论——财产法视角下的公司法,这与合同法视角下的公司法截然不同。本文补充公司契约论,明晰财产属性,界定与合同特性不同的公司法属性。财产法理论认为,公司中存在法律边界,该边界很大程度上遵循了“合同—财产”的划分方式。公司是合同性和财产性利益的混合体。缺省性规范和强制性规范分别展现了公司法的不同方面。信义义务、投票权、有限责任、永久存续、可转让股票体现的是公司财产法属性。在财产法理论中,公司剩余请求权对应投票权,缺省规则和信义义务保护该权利。公司债权人、雇员、供应商、顾客乃至(最)优先股的利益则属于合同性利益,明示合同条款和善意规则相应保护该利益。

财产法视角下的公司法理论不认为,所有一般意义上的“公司法”请求权都源自财产而非合同。正如公司利害相关人一样,股东能与公司或公司其他选区(corporate constituency)缔结合同,这些请求权也如其他合同请求权一般。与之相反,公司中的财产性利益是剩余治理权,源于公司法中对普通股的相关规定,特别(但非唯一)体现为股东大会及剩

[13] See *infra* Section II. B.

[14] See, e. g., Marc T. Moore, *Corporate Governance in the Shadow of the State* 4–6 (2013) (认为公司契约论的弱点在于未能就公司法的强制性规范予以合理解释)。

[15] See Hayden & Bodie, *supra* note 3, at 1127.

[16] See *infra* Section II. C. 2.

余投票权。因此,所谓股东针对公司请求权的合同方面指的是那些超出公司法缺省性规范的请求权。需要注意的是,优先股股东诸多权利多属合同请求权,因为优先股权利本质上源于公司法“执照”一章法律条文的授予,^[17]而非公司法中的缺省性规范。^[18]源自公司法强制性或缺省性规范的公司法基本原则应被认定为财产性权利基本原则更为合适。

本文以科斯式提问方式建构财产法视角下的公司法。^[19]当年科斯问到,以经济为目的的交易为什么以厂商形式(许可或科层结构)而非市场形式(独立合同)展开?本文同样要追问的是,为什么以授予股东股份,而非以所有权人直接所有公司财产和所有权人之间的合同关系构建公司?下文揭示,传统公司契约论强调公司股东剩余风险分配的功能,然此功能可借其他法律工具实现,因而未揭示公司特殊性。不能被合同法复制的公司特性在于公司商业关系的“物化”(in rem - ification),这是公司法的核心,拓展、升华了既有“组织法具备的对物和财产等属性”的相关研究。^[20]

第一部分阐明,将公司契约论融入既有公司法理念是多么困难,而新兴财产法视角挑战纯粹的公司契约论。

第二部分简述厂商理论,以此作为公司契约论的背景知识,展现其对公司法律理论的影响。

第三部分是本文立论的关键。首先假设公司不仅仅是一系列合同(也绝非仅是对财产法的接受)。公司是一种所有权结构,一类将各类财产和非财产关系打包的技术。它使权利去除繁琐属人特性,将其打包为易于分割和转让的标准化单元财产,这就是“股”。该理论视角将公司视为所有(own)商业财产的一种手段,“股”将混乱的对人合同性权利转化为简洁的对物财产性权利,以此实现权利流转的便捷。

其次进一步揭示股东在公司中确存财产性利益。该论点中心是,财

[17] 本文统一将“charter”译为“执照”或“营业执照”,将“bylaw”译为“章程”,下同。

[18] See, e. g., *In re Sunstates Corp. S'holder Litig.*, 788 A. 2d 530, 533 (Del. Ch. 2001). (“因此,法律承认,优先股的存在和范围需由公司执照确定,优先股权利本质上属于合同性权利。”)

[19] See R. H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* 386, 390 (1937).

[20] See *infra* Section II. C. 1.

产法理论强调,“排他权”是财产的核心(或曰典型)特征。有选任、解任董事等投票权的股东享有“不被排他的排他权”。有投票权的股东独享的公司利益也被视为一种所有权利益。所有权的边界也即公司法的边界,这意味着公司法最好应被理解为财产法的特别法,而非合同法的特别法。然而,该章澄清仅是财产“弱”形式,它仅与公司组织缺省性(及大部分强制性)特征有关。该章追问,在财产法的框架中,公司法律结构发挥何种特殊作用,并以此描绘财产权和合同权间的边界。

第四部分论证财产法理论如何关联“剩余请求权”分析,后者充斥于公司法与经济学文献中。信义义务和股东投票对此的标准答案是,股东与公司达成不完全合同,股东是经济法上的剩余请求权人。^[21] 尽管这也是事实,但同样也有很有合同请求权人享有公司剩余经济利益。因此,剩余请求权范式不能解决公司法上诸多疑难问题。本章表明,公司法上更为重要的剩余权是剩余控制权,也即投票权——通常情况下该权利独被股东享有。股东,作为财产性投票权的剩余所有人,理应成为公司法剩余请求权分析中的重点。

财产法理论如何解决公司法中长期的困扰,解释公司法新动态,这是第五章的研究内容。特拉华州越来越倾向认为应将“执照”中条款视为合同解释,^[22]“执照”中条款应如何被解释,这或是该理论最显著的应用领域。此外,财产法理论也不失为公司法痼疾的一剂良药,例如非股东请求权人是否享有信义权利、资不抵债状态下信义义务的范围、逐渐流行的双层资本结构带来的问题乃至公司的社会责任都能在该理论范式中寻得解答。

二、公司契约论及其缺陷

公司契约论认为,公司是各类合同请求人缔结成的合同束。^[23] 因

[21] See *infra* Section I. B.

[22] See *supra* notes 59 – 62 and accompanying text.

[23] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at 12(公司是“合同束,是一系列默示或明示合同”)。

此,股东也仅是合同请求权人,尽管其合同请求权属于另一类合同。^[24] 如果将公司解释为一系列合同,那么所有权概念便与公司无涉,因为包括股东在内的请求权人权利都将被定性为合同权,而非财产权。本章第一节论述合同路径如何发展为厂商经济理论,第二节表明厂商理论是如何影响公司法理论的,第三节揭示公司契约论在解释公司法基础规则时面临的具体问题。该章也为下一章财产法视角下的公司法理论构建奠定基础。

(一) 厂商合同理论

在知识谱系上,公司契约论接续罗纳德·科斯的《公司的本质》一书观点。^[25] 在此皇皇巨作中,科斯追问厂商何以存在,也即交易为什么不是通过市场合同安排而达成。^[26] 理论上,企业家无须借助“厂商”便可直接与各种必要生产要素的提供者缔结合同,进入生产阶段。换言之,无须借助组织、科层甚至“内部”构造,企业也能火热开张。

然而,在现实生活中,厂商确实存在。科斯主张,厂商之所以存在,是因为市场交换尤其是价格机制带来的交易成本。^[27] 企业家与众多要素提供者缔结合同的成本或是高昂的,因为其需要通过“价格机制”决定“相关价格”。^[28] 科斯主张,当企业家通过雇员关系而非合同关系节约交易成本时,厂商便诞生了。^[29] 在科层制雇佣关系中,厂商无须就要素提供的价值、员工业绩条款进行再磋商,只需告诉雇员什么任务应该完成,最终节省交易成本。当然,某些交易的开展仍采取市场中的缔约形式,但这是以交易成本允许此类合同交易存在为前提。在另一些交易中,厂商以内部科层结构替代市场交易,降低交易成本。

科斯的厂商理论首创了“合同束”概念,但未给出纯粹合同法解释

[24] See, e. g., Macey & Strine, *supra* note 9, at 483-85 (股东也是“同类的合同请求权人”且“仅是其投资的公司的合同相对方”).

[25] See Coase, *supra* note 19.

[26] See Coase, *supra* note 19, at 390 (“我们旨在探究在专业分工交换经济背景下,厂商缘何出现.”).

[27] See *Id.* at 390-91.

[28] See *Id.* at 390 (“为什么成立厂商有利可图的最主要原因是,使用价格机制有成本。通过价格价值‘组织生产’最显著的成本莫过于发现相关的价格是多少.”).

[29] See *Id.* at 391.

路径。相反,科斯为非市场(厂商内)交易提供了理论供给。^[30]数十年后,阿尔钦和德姆塞茨两人的批评方使厂商合同理论进一步发展。^[31]阿尔钦和德姆塞茨认为,厂商内部与外部的关系均属合同关系,内外别类无二致。^[32]例如,企业家同员工的关系与其同承包人的关系一样,并没有什么不同,二者均由企业家给出指令,另一方要么选择接受合同条款,要么选择离开。某种程度上,阿尔钦和德姆塞茨才是“合同束”的理论创始人,因为在其模型中,厂商所有关系均是合同关系,这不同于科斯“科层+合同”的混杂结构。^[33]

尽管阿尔钦和德姆塞茨的研究路径是明显的合同进路,但二者回避公司中财产问题。阿尔钦和德姆塞茨的合同进路是基于科斯“科层”/“市场或合同”两分法而发展,而非基于财产与合同法律概念划分,即便其理论模型中仍保留传统享有剩余权利和监督责任的所有人(owner)。^[34]事实上,在该文几近一页关于所有权概念的长脚注中,作者都在质疑所有权是否应该附随股权利益,却始终没有怀疑所有权概念本身。^[35]该命题也未处于阿尔钦和德姆塞茨研究的中心,这可能是因其未将控制权与剩余权分离的投资人融资公司(investor - financed company)纳入解释范围。

詹森和麦克林在《厂商理论:经理行为、代理成本和所有权结构》这

[30] See Coase, *supra* note 19, at 388.

[31] See Armen A. Alchian & Harold Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *Am. Econ. Rev.*, p. 777, 784 - 85 (1972).

[32] *Id.* at 777 (认为厂商内部的“纠纷解决权”与“一般市场上的合同缔结”没有什么区别。).

[33] See Thomas S. Ulen, *The Coasean Firm in Law and Economics*, 18 *J. Corp. L.* 301, 319 (1993) (阿尔钦和德姆塞茨的进路“而非科斯的进路,开启现代公司法的合同关系集群论,也即合同束理论”).

[34] See Alchian & Demsetz, *supra* note 31, at 783 [这是一个权利束:①剩余请求权;②监督生产行为;③作为所有生产合同中共享的中心当事人;④变动团队人员组成;⑤转让这些权利。上述权能定义所有权,或言之定义典型厂商(资本的、自由经营的公司)的雇主。].

[35] 正如后文更为充分的讨论,阿尔钦和德姆塞茨的脚注并未质疑所有权概念本身。相反,他们明显通过投票权判定所有权。他们提出的问题是,所有权(投票权)是否应该强制性地分配给剩余所有人。See *infra* notes 270 - 272 and accompanying text.

一经典论文中解决了“投资人融资如何影响公司本质”这一问题。^[36]该文通过“合同束”阐明“当外部融资增加,代理成本如何增加”,这也是詹森和麦克林二人的最主要原创贡献。^[37]该理论补足了复杂厂商理论中的重要板块——当公司接受外部投资者融资,其代理成本也随之提高。因引进代理成本这一分析工具,两位作者的工作被视为奠定了厂商组织理论的微观经济学基础。

詹森和麦克林在研究中将厂商视为完全合同。^[38]基于此视角,所有针对公司的请求权本质上都是合同请求权,且“划分厂商(或其他类型组织)的内部与外部关系没有意义”。^[39]詹森和麦克林的理论模型包含股东在内的资本提供者,这标志其理论实现了经济学厂商理论向法学公司理论初步地转变。换言之,在詹森和麦克林的理论视角下,先前理论模型中的股东和企业家都“消失不见”,这使得股东微观经济学理论以及公司契约论的发展成为可能。

尤金·法玛的《代理问题和厂商理论》则将厂商所有权是否存在的质疑推向高潮。^[40]该文仍以合同束视角直接探寻公众公司所有权和控制权分离,^[41]他一开始就否定“公司存有所有权人的假设”的意义。^[42]法玛之所以如此论断,是因为在许多公众公司中,权利高度分散的股东不能“控制公司的决策”,这与先前理论模型描绘“所有人”的形象背道而驰。^[43]该理论模型指出,“证券所有权和厂商控制权的分离可以被解释为经济组织一种有效形式。”^[44]法玛理论消灭的是作为假设前提的所有权,而非作为结论的所有权。

[36] See Jensen & Meckling, *supra* note 10, at 306.

[37] See *Id.* at 311 (“私人公司或厂商仅是服务于合同束关系的法律拟制体。”).

[38] See *Id.* at 311.

[39] See *Id.*

[40] See Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 *J. Pol. Econ.* 288 (1980).

[41] See *Id.* at 289 (既有文献未能解释所有权和控制权分离的大公司,并基于“合同束”方法提出一套新的理论。).

[42] See *Id.* at 289.

[43] See *Id.* at 290 (“祛除证券所有者所有公司”的执念是很重要的,因为这是理解‘公司决策控制权并不一定归股东所有’的第一步。”).

[44] See *Id.* at 289.

总而言之,这些宝贵研究的视域不限于市场经济中作为“黑箱”的厂商,相反,新合同视角检视厂商内部的个人激励,奠定了组织行为的微观经济学基础。微观经济学路径抽离了厂商的拟人化主体人格,取而代之的是,公司本质是“他们”而非“它”。^[45]这解放了厂商理论中本不应背负“物化实体”负担,也使经济学家轻装上阵,探寻厂商中的经济安排何以采此形式而非彼形式。

值得注意的是,科斯及其后续理论的解释对象仅是经济组织,而非公司法。公司法不规制公司同外部供应商订立的合同,而只规制资本供应者。与之相类,商业组织同资本供应者订立的合同也不在科斯理论框架内。然而,当厂商合同理论开始考虑外部投资者时,它也在逼近股东,研究重点也由“为什么由厂商代替市场完成生产要素的磋商”转变为“为什么由厂商而非合同完成资本的洽谈”,二者在此交集。厂商合同论为公司契约论奠定论证基础,而后者偏离公司中的所有权。问题关键在于,公司契约论如何解释公司法中以股东为核心的法律制度?

(二)公司契约论

厂商合同理论不完全等同于公司契约论,后者中的公司属法律实体,但前者很快渗透进后者当中。尽管两种理论渗透于很多标志性作品中,但最负盛名者莫过于伊斯特布鲁克和费希尔的作品。^[46]其论述可视为公司契约论范式中最重要且最具代表性的作品。伊斯特布鲁克和费希尔的思想既是本文分析原点,也是公司契约论模型的试金石。

伊斯特布鲁克和费希尔从公司契约论出发解释公司各项法律制度。^[47]二者关于公司法的理论视角是完全合同性的,例如,他们认为州立公司法不过是降低合同当事人之间缔约成本的“现成”合同条款。^[48]合同束假设认为,作为财产性利益的普通股与其他基于合同而产生的请

[45] Kenneth Shepsle 观察国会后,也作出了类似的著名论断。See Kenneth A. Shepsle, *Congress Is a “They,” Not an “It”*; *Legislative Intent as Oxymoron*, 12 Int'l Rev. L. & Econ. 239, 244 (1992).

[46] See Generally Easterbrook & Fischel, *supra* note 2.

[47] See *Id.* at 15.

[48] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J. L. & Econ. , 395, 401 (1983).

求权之间并无任何区别——基于此,公司完全是合同:

比起债券持有人、债权人及员工(包括董事)等贡献给企业专门资源的主体,股东作为公司的“所有人”不具有更多的正当性,前者却不享有任何投票权。企业所有参与者默示或明示地与其他参与者缔结合同,且他们仅在其权利有利于公司整体的情况下享有投票权。^[49]

因此,在合同束视角下,公司法律制度完全来自公司各类请求权人缔结的合同。

尽管伊斯特布鲁克和费希尔试图解释公司法方方面面,但与本文主题最相关的莫过于股东投票权和信义义务。伊斯特布鲁克和费希尔学说面临的第一个问题是,在合同范式下,董事何以向股东背负信义义务;第二个问题是,股东投票权何以存在。^[50] 毕竟合同当事人通常不向另一方当事人负有信义义务,至于合同一方当事人为何能投票决定可能影响所有人的决策,为何此类投票权是独占的,其法理基础也不甚明晰。事实上,在合同范式内耕耘的阿尔钦和德姆塞茨也有类似主张,即投票权无须完全附着于股东。^[51]

伊斯特布鲁克和费希尔以普通股剩余经济风险承担为例,阐明信义义务和股东投票权。普通股股东是剩余经济请求权人,其有权在剩余债务清偿完毕后获得剩余利益。^[52] 在此视角下,股东似乎与其他合同请求权人没有什么差异,但“无法事前解决所有突发事件”的股东合同不完备性却是其特有属性。^[53] 股东合同不完备性赋予管理层自由裁量权。然而,管理层利益不同于剩余请求人利益,^[54] 管理层的自由裁量权

[49] See Id. at 396.

[50] 伊斯特布鲁克和费希尔甚至也承认摆在其面前的这个难题,其俏皮地打趣道“信义义务是怎么混入这些合同当中的呢?” See Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at 90.

[51] See *infra* notes 270 – 272 and accompanying text.

[52] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at 67 – 70.

[53] See Id. at 90 – 93.

[54] See Id. at 90 – 91.

不当地影响作为剩余请求权人股东的利益。这给投票权和信义义务“附着于剩余请求权”之上的法理基础——“因为剩余请求权人负担公司剩余风险,且有强激励作出最优的投资和管理决策”。^[55]

在伊斯特布鲁克和费希尔看来,类似于合同法和经济学中的合同漏洞填补,信义义务就是公司法版“假设磋商”或“本欲如此”。^[56] 信义义务内容大约接近无缔约成本时合同的状态。^[57] 对投票权的解释也是如此:假如磋商和执行合同的成本足够低廉,投资者所能达成的磋商合意便是投票权的内容。^[58] 伊斯特布鲁克和费希尔认为,假如作为剩余请求权人的股东完全磋商,那么股东也应磋商过此类保护措施。因此,信义义务是节省交易成本、效率最大化的司法定制填补漏洞举措。

然而,问题的关键在于股东经济请求权的剩余权属性。几乎所有生产要素合同都是非完全合同,且几乎所有非生产要素合同都预留了管理者自由裁量权。如上所述,这种裁量权也可能与合同对方当事人利益相悖。并非所有合同都能激发信义义务,更勿论投票权。在伊斯特布鲁克和费希尔理论框架下,股东合同之所以特殊,仅是因为股东请求权的剩余权属性。在某种程度上,普通股股东甚至不愿意通过合同条款明确表述信义义务的内容,其有意缔结不完全合同。根据伊斯特布鲁克和费希尔的解释,“开放合同 + 剩余经济索取权”最终生成了股东的信义义务和投票权。

上述理论与传统所有权视角下的公司股东利益相去甚远。传统观念基于股东在公司中的财产性利益,部分正当化信义义务。^[59] 与之相

[55] See Id.

[56] See Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 Yale L. J. 87, 89-90 (1989) (描述“本欲如此”的缺省规则,伊斯特布鲁克和费希尔拥抱此视角)。

[57] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at 92 (“社会最优信义义务规则大概接近于如果没有成本且能磋商洽谈、执行合同的情况下,投资者和管理者所达成的磋商合意。”)。

[58] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 48, at 398.

[59] See Thomas Lee Hazen, *The Short-Term/Long-Term Dichotomy and Investment Theory: Implications for Securities Market Regulation and for Corporate Law*, 70 N. C. L. Rev. 137, 203 (1991) (“传统的信义义务模型”是“管理者代公司真正所有人——股东享有权利”)。

反,合同束路径却是基于“信义义务受益人剩余请求权人的身份+不完全合同”正当化信义义务。公司契约论主张,信义义务并非因为所有权而产生,股东在公司中也没有财产性利益,甚至说公司中根本没有财产性利益。^[60] 公司契约论动摇了公司法的根基——股东与非股东请求权原本存在的楚河汉界。

随着法律与经济学的发展,公司法学界很快接纳了合同束的理论范式。在法院系统,这种接纳尤为明显。常年以来,特拉华州法院虽将公司执照视为合同,且紧紧跟随公司契约论的理论范式,但其仍坚持传统所有权概念,辅以公司契约论思考。^[61] 然而,在过去短短数十年间,公司契约论通过法院渗透至方方面面,以至于特拉华州案件中通常将公司的执照和章程视为“合同”。^[62] 在学术界大部及实务界部分,当公司契约论逐渐挤占其他理论范式的生存空间时,质疑公司所有权理论的声音便不绝于耳。^[63]

尽管“合同束”的比喻已深入人心,但未抹杀普通股在公司法上扮演的特殊角色。“纯粹”公司合同束理论范式主张,法院仅应根据当事人剩余请求权人的地位而区别对待针对公司的各类请求权。然而公司

[60] See, e. g., Ronald J. Gilson & Charles K. Whitehead, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, 108 Colum. L. Rev. 231, 241 (2008) (“最近研究将公司解构为‘合同束’,否定股东作为所有人的身份,将公司视为股东、债权人、管理人等各类主体形成的均衡体。上述各类主体以公司为核心磋商缔结一系列复杂的关系。”)。

[61] See, e. g., *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5, 9 (Del. 1998) (董事“有为了所有权人的股东的利益而管理公司事务的法律责任”)

[62] See, e. g., *Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc.*, 8 A.3d 1182, 1188 (Del. 2010) (“公司的执照和章程是公司股东间的合同……”)

[63] See, e. g., Martin Lipton & William Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 VA. L. Rev. 733, 754 (2007) (股东的所有权是一个谜)。需要注意的是,为了论证这一观点,作者引用下文 Martin Lipton's article *Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come*。该文引用 Martin Lipton 早期论述,且视其为权威。See Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come*, 59 Bus. Law. 67, 72 (2003) [citing Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*, 58 U. Chi. L. Rev. 187 (1991)]。

法教义并未完全屈从于此类“纯粹”理论范式。^[64]相反,法院仍普遍以“股”作为大致界分标准,基于内部事务的法理,在公司和合同法间划分边界。然而,法院已意识到,这种划分方法尤显粗糙,优先股便是一例。特拉华州法院通常区别优先股的合同性权利及其“信义”权利。^[65]

无论是学术界也好,审理重要案件的特拉华州法院也罢,其实践均表明,向公司契约论演进的法学思潮正在发生。然而,如下所述,“纯粹”公司契约论难以兼容公司法基本原则。由各类不同但平等合同请求权编织而成的合同束脱离财产法坚实基础而“自由漂浮”,这很难获得州立公司法支持。正如普通法大多监管作为所有人的股东,此类公司法专门处理股东权利。此外,法院仍坚持区别合同性权利和信义义务权利。这些事实都表明,公司契约论或多或少存在例外。下节便凸显公司契约论与公司法及其实实践的格格不入。

(三) 法律背景下的厂商合同理论

即使公司契约论在最浅层次意义上质疑所有权,它也面临公司法重要特征的解释难题。公司契约论首先需要解释的是将股东视为公司“所有人”的传统观点。^[66]事实上,《标准商事公司法》(Model Business Corporation Act)基本法条遵循的也是此传统观点。^[67]此观点在法院系统颇为流行,也即法院经常把股东视为公司的“所有人”。^[68]问题的关键在于,“所有人”等标签称谓仅仅是特殊合同关系的便捷指代,抑或确有独立意涵?

本节探寻支持及反对公司中财产性权利和合同性权利的理由。第一小节论述支持及反对公司股权财产论的理由。第二小节阐明支持及

[64] See William W. Bratton, *The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History*, 41 Stan. L. Rev. 1471, 1517 (1989) (“总而言之,公司型企业驳斥公司是‘合同’的观点。”).

[65] See *infra* Section V. B.

[66] See Velasco, *supra* note 8, at 898–901 (股东所有权属于“传统观点”).

[67] 在《标准商事公司法》中,股被定义为“划分国外或国外公司财产性利益的单元。” See Model Business Corporation Act § 1.40 (AM. BAR Ass’N2016). 鉴于“财产性”意味着“属于、关联抑或持有财产”,《标准商事公司法》即明确主张股是所有权利益。 See *Proprietary*, Black’s Law Dictionary (11th ed. 2019).

[68] See, e. g., *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A. 2d 92, 101 (Del. 2007) [quoting *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5,9 (Del. 1998)].

反对股权契约论的理由。该部分从“合同法基本原则同公司法特征不符”展开。下述讨论表明,无论是公司契约论也好,财产法视角下的公司法也罢,普通股股东的缺省性权利都应断然落至“财产—合同”分界线中偏财产的一侧。然而,相较于“股东是公司中‘所有人’”的传统观点,实际情况更为复杂。股东透过公司享有所有权利益,某些利益强,某些利益如合同般微弱,但所有利益都依赖具体请求权。第三章、第四章以及第五章着重讨论作为所有权结构的公司具有的精微特性。

1. 普通股及财产法理论

公司股权特性是否符合财产的典型特征?财产法理论提供了财产界定的各种方法,最典型者莫过于“权利束”理论。该理论借鉴奥诺雷(A. M. Honoré)提出所有权的11项权能。^[69]尽管财产法文献充分发展该理论,但该理论仍受到财产法“新本质说”挑战,“新本质说”确定了财产多个本质属性。^[70]本节先讨论公司所有权如何契合奥诺雷的“权利束”理论,下一章第二节再聚焦“新本质说”对公司所有权的影响。

根据奥诺雷的论述,所有权包括占有权、使用权、管理权、收益权、处分权、安全保障权、遗赠权、无期限的权利、有害使用之禁止权、被执行的责任以及剩余权等11项权能。^[71]奥诺雷上述罗列的关于财产属性的方方面面均表明,相较传统私人土地永久所有权(fee simple ownership),所有权要更为复杂。股东也非永久所有权人那般的公司财产所有权人。

所有权怀疑论者通常以永久所有权作为参照系,对比股权,发现其缺失某些所有权权能,以此证成所有权之不存。^[72]某种程度上,所有权怀疑论者是正确的——股东确实欠缺所有权某些权能,至少在法律上财

[69] See A. M. Honoré, *Ownership*, in *Oxford Essays in Jurisprudence* 107, A. G. Guest ed., (1961).

[70] See Katrina M. Wyman, *The New Essentialism in Property*, 9 J. Legalanalysis, 183, 184 (2017).

[71] See *Id.* at 113–34.

[72] See, e. g., Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law* 45 (2006) (“相较其他事实上的所有权人,股东‘拥有更少的所有权利’”). Richard A. Booth, *Who Owns a Corporation and Who Cares?*, 77 Chi. – Kent L. Rev., 147, 163–65 (2001). (毒丸计划的股东仅存出售公司之否定权,因而股东不像所有权人)。

产归公司所有。例如,在缺少授权的情况下股东无权使用公司财产。^[73] 相较董事管理权,股东不因股东身份而享有管理公司权利。^[74] 因此,至少从表面上看,股权不具备财产中某些重要权利。

另一方面,股权确存某些强财产权之特征,例如公司收益权、处分权、安全保障权、遗赠权、无期限的权利^[75]以及剩余权。这不能证明,股东也拥有永久所有权中完满所有权形式,只能证明相较公司其他选区,股东权利更强。而这正是奥诺雷所谓的所有权:确认所有权权能的“利益最大化可能”。^[76]

股东至少享有三项非最强请求权形态的直接权利,^[77]即受限的使用权、占有权和管理权。然而,奥诺雷所称的权能并非所有权的必要条件。^[78] 仅以使用权为例,我们可以清楚地看到,为了个人消费而使用某财产的权利不是所有权的核心权能,不然这无法解释租赁合同关系的存在。在租赁关系中,房东没有在租期内实现使用财产的权利,但其权利仍保有所有权最强请求权形式。与之相类,许多财产上有多个所有权人,所有权人以垂直化、集中化的方式行使控制权。^[79] 例如,房主协会(homeowners' associations)、共管公寓以及合作社都属于共同利益社团,

[73] See, e. g., Daniel J. H. Greenwood, *Person, State, or Not: The Place of Business Corporations in Our Constitutional Order*, 87 U. Colo. L. Rev., 351,383 (2016).

[74] 似乎可以认为,董事所有公司。See Velasco, *supra* note 8, at 911 n.69 (2010). 然而该主张可以被“董事不能把公司财产用作个人使用或消费”的观点驳斥。Id. 对于那些认为股东不能所有公司者也犯了同样的错误,Velasco 已注意到,董事只能在“履行其义务”时使用公司财产,这只是削弱其财产使用权而非所有权中的使用权能。See Id.

[75] 其他主体与公司缔结的合同均有合同终止期限。公司董事也适用一年合同期限或者分层董事会中的多年期限。See Del. Codeann. tit. 8, § 141(d) (2019).

[76] See Honoré, *supra* note 69, at 108.

[77] 股东是否就公司所有财产负有被执行的责任,这点尚不明确。See *Infra* Section III. C. 1. 然而,正如其称谓所揭示的那般,权能非“权利”,而是一种责任。此外,股东不负有责任的原因在于“类财产权利”通常被也被称为“积极财产分割”,第三章第三节将讨论此种问题。

[78] See Honoré, *supra* note 69, at 112 - 13 (“对于在特定体系中认定某一物品作为‘所有人’的继承人,罗列出的权能并非必要条件。正如我们了解的,‘所有人’的使用权将会拓展至那些所有权权能并不齐备的领域。”).

[79] 这是多个所有人财产的特性,这类财产也被称为“共管财产”。See Gregory S. Alexander, *Governance Property*, 160 U. Pa. L. Rev. 1853, 1856, 1866 - 73 (2012).

其所有人使用权都受到限制,但不能否定这些组织形式关涉所有权。^[80]此外,正如下文更细致地论述到,所谓“使用”权能反对意见忽视以下事实:之所以以某种特定方式限制股东财产使用权,这也是为其他股东利益着想。

更重要的是,作为整体的股东至少间接享有上述全部权利。在最重要的公司法域中,股东无须董事会的同意便能解散公司。具言之,在加利福尼亚州和纽约州,绝大多数股东无须董事同意便能解散公司。^[81]特拉华州允许公司解散无须董事会,但仍需股东一致同意的投票。^[82]上述州的股东享有以集体、间接方式任意操控、使用公司财产的权利。《标准商事公司法》有一套不一样的规则,也即要求董事和股东一致同意解散公司,^[83]然而股东始终保有解任不认同其主张董事的权利。^[84]

类似强制清算、分割以共同租赁方式所有的财产,单方解散公司权便是一个强财产权能。这不仅意味着股东能脱离公司支配公司财产,也意味着股东具有财产权利中的“毁灭权”。^[85]公司契约论者无法解释股东为何有权转移公司财产,而此现象清楚地暗示,当股东向公司投入财产时,股东同时保有所有权利益。

公司法语境下的管理权和占有权阐明了公司法的财产权维度。占有权主要指排除他人使用的权利,董事会主要享有管理权。^[86]然而,股东们能够通过董事的任免实现其意志。^[87]作为整体的股东能够视“任

[80] 关于此类比较研究,参见 Jane B. Baron, *Rescuing the Bundle – of – Rights Metaphor in Property Law*, 82 U. Cin. L. Rev. 57, 80–81 (2013)。

[81] See Cal Corp. Code § 1900(a) (West 2018); N. Y. Bus. Corp. Law § 001(a) (McKinney 2019)。

[82] See Del. Code Ann. tit. 8, § 275 (2019)。1969年以前,特拉华州法律要求公司解散董事需提起动议,但同年即免除此项要求。See Act of June 23, 1969, 57 Del. Lawsch. 148, §§ 31–32 (codified as amended at Del. Code Ann. tit. 8, § 275 (2019))。1987年新的条款替代原有的条款,但法律仍保留通过“董事—股东”联合提起动议,而由股东单独解散公司的规定。

[83] See Model Bus. Corp. Act § 14.02 (Am. Bar Ass'n 2016)。

[84] See Id. § 8.08。

[85] See, e. g., Lior Jacob Strahilevitz, *The Right to Destroy*, 114 Yale L. J. 781, 781–87 (2005) (“毁灭权”作为所有权权能的历史可以从现在追溯至罗马法。)

[86] See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2019)。

[87] See Id. § 141(k)。

何关于直接管理的限制”于无物,这足以说明此限制是为股东本身利益而设计,而非顾及债权人等公司其他选区之利益。至于股东不能单独享有这些权利也并非为了保护其他主体的利益,仅是为了保护其自身的利益。股东权利限制是事实上的,而非法律上的,保护股东利益的程序法律限制基本不存在。

另外两项权能——股东解散公司、直接转移财产的权利以及解任管理层的权利通常会招致以下质疑——因为公众公司中单独股东缺乏事实上的控制权,上述权利无异于空头支票。^[88] 所有权质疑论者主张,在公众公司中召集绝大多数股东投票以控制公司财产,这是不切实际的(尽管也有可能)。所有权有无的争论通常沦为老生常谈——控制权事实上的匮乏使个人股东无法被视为财产所有权人。本文将此种论点命名为“控制权质疑”。

欲回应“控制权质疑”,首先可以试想公众公司与仅有一个股东的封闭公司的情况。即便所有权质疑论者也会承认,封闭公司中的唯一股东在公司中存有财产性利益。^[89] 公众公司的股东控制权受限,因而其缺乏行使所有权权能的实际能力。^[90] 但循“控制权质疑”之逻辑,封闭公司的唯一股东具有完全控制权,因而该股东具有所有权。

表面上看,将所有权转化为控制权的论证或是迷人的,但“仅把股东视为风险承担人”,这恐难与公司现实交易相适应。合同束模型认为,“普通股股东将其风险承担功能出售给公司”^[91] 从经济学视角看来,

[88] See, e. g., Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Va. L. Rev. 675, 688-94 (2007) (表决权征集竞赛的高成本、分层董事会是股东通过授权替换管理层的障碍)。

[89] See Lynn A. Stout, *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. Cal L. Rev. 1189, 1191 (2002) (“因此,尽管将封闭公司中仅存的控制股东大致视为是公司‘所有人’或是情有可原的,但将公众公司与其股东的关系形容为所有权关系却颇具误导性”)。她紧接着说道,“从经济学的角度出发,在封闭公司发行债券后,该公司的唯一控制股东是否仍‘所有’公司仍不无疑问。” Id. at 1191-92。

[90] See Velasco, *supra* note 8, at 907-12 (2010) (回应股东因缺乏控制权而不具有所有权的普遍观点。其认为,股东作为共同所有权人确存某类控制权。). Velasco 认为控制权质疑不具有说服力。 Id. at 907-10。

[91] Henry N. Butler, *The Contractual Theory of the Corporation*, 11 Geo. Mason L. Rev. 99, 107 (1989)。

这属于有益“假设”模型,但从法学视角出发,这无疑会带来很多问题。在公众公司特定语境下,普通股股东“出售”风险承担功能或存功能性意义,然而,当我们逐步检视时,又会发现其中逻辑矛盾之处。

试以独资企业为例阐明此问题。假如独资企业有员工的话,在经济学意义上,作为组织团体(corporation)的独资企业也同时属于厂商(firm)。^[92]因此,厂商理论中关于公众公司是合同束的论点同时也能应用于合伙、有限责任公司甚至独资企业等其他商业形式。^[93]在独资企业中,独资人直接所有商业财产是共识。独资人是否出售“风险承担功能”给独资企业?恐怕没有几个人会得出肯定答案,部分也是因为企业中不存在“股”的利益。

否定公司所有权存在的学者常以股东“让渡风险承担功能”为论据。^[94]为了检视这一观点的可靠性,让我们思考以下更为贴近的示例。理论上,独资人可以出售企业底层财产中1%的份额给99位投资人。此时组织没有一个实体的形式,^[95]但原来的合伙人仍是财产的共同所有人,而非合同请求权人。此组织的构架或许一团乱麻,但这种混乱也属于财产法上的混乱。另外,假如持有公司100%份额的股东出售1%的份额,那么公司契约论者仍倾向认为,此时公司的结构仍是“合同束”。

过程类似,结果缘何不同?在前后两示例中,原来的企业家均丧失了控制权,因此结果迥异原因不在于企业控制权的丧失与否,而在于法人实体的有无。据“控制权质疑”逻辑,设立后的独资企业仍然具有财产属性,因为其控制权100%掌握在独资人手里。如果唯一股东出售99%的利益(以公司股权的形式)，“控制权质疑”论便会认为,原先股东保有的1%股权由财产性利益转变为合同性利益。如果说,在财产性利

[92] See *supra* Section II. A(科斯厂商理论本质在于科层或“特许”而非市场架构于员工之上)。

[93] See Velasco, *supra* note 8, at 921(“小型的公司、封闭公司、有限责任公司、合伙甚至独资企业均在合同束的理论范畴内。”)。

[94] See, e. g., Daniel J. H. Greenwood, *Fictional Shareholders: For Whom Are Corporate Managers Trustees, Revisited*, 69 S. Cal. L. Rev. 1021, 1034n.24 (1996)。

[95] 此种组织安排更像是普通合伙。普通合伙是“两个或两个以上自然人以共同所有人身份形成社团盈利”。See Unif. P’ship Act § 102(11)(Nat’l Conference of Comm’rs on Unif. State Laws 2013)。

益转化为合同性利益的过程中存在某种催化剂的话,那么这种催化剂也应该是公司成立本身,也即以后一种方式成立的公司本身,而非所谓的控制权让渡。

上述示例揭示了“控制权质疑”的无力。财产权实际行使的困难不能使其转化为合同性权利。假如将财产所有权分割为多人所有(从而消除有力控制权)能使得财产性权利转化为合同性权利,那么将分散的合同性权利集合归一人所有便会发生合同性权利转化为财产性权利的效果。循此逻辑,当其他股东交易股票时,个人股东的股权性质会随其他股权交易而变动不居,股权性质在财产性利益和合同性利益之间来回旋转。然而,当财产权分割或合同性权利集中于一人时,此种“财产—合同”权利性质的转化并不会发生。在无须将财产性权利转化为合同性权利的前提下,财产的所有人便能将其财产权分割为任意部分。

将财产划分为多人持有的份额不会使财产利益转变为合同利益,故而公众公司的股东与封闭公司的股东享有相同类型的利益。换言之,假如一人公司归股东所有,那么其他类型的公司都是归股东所有。假如公众公司仅是合同权利束,那么一人公司也是合同权利束。公司成立本身是将财产性权利转化为合同性权利的唯一因素。公司契约论不是这么认为的,此解释故而与“控制权质疑”矛盾。

另一反对公司财产权的理由并非来自股权划分的份额数量,而是来自多种生产要素的必要性。公司经营需要公司各选区的贡献,例如财产投入、劳动力投入或资本投入。任一要素提供者都期待得到相应补偿,且任何投入都对公司经营至关重要。因此,研究者似乎可以得出以下推论,因为各类要素投入集合对生产而言至关重要,所以单一的投入人(例如普通股的资本投入人)不能对公司主张所有权。^[96]事实上,甚至可以认为,股东投入没那么重要,因为资本是可以替代的。

驳斥该论点的理由与上述“控制权质疑”相类。假设某个新成立的公司没有经营业务,且该公司的生产要素投入仅为普通股股东的资本,那么普通股股东在该公司中享有所有权利益便无疑义的。随着公司的壮大,员工的雇佣,生产商、顾客合同的签订,股东享有的所有权利益便

[96] See Greenfield, *supra* note 72, at 46.

会因此转化为合同性利益吗?该论点混淆了公司经营与公司本身。诚然,假如没有公司各选区的投入,公司经营无法开展,然而,即便公司无法与其他选区开展业务,公众公司仍然是公司——而一人公司缺少股东便难成公司。^[97]

更为复杂的是,另一反对公司财产权的理由来自公司法自身。公司形式的核心特征是,股东一般无权直接命令董事会采取某一特定行为,^[98]甚至连股东单方面制定章程这一不可分割的权利也受限。^[99]换言之,股东利用章程“合同”限制董事管理的自由裁量权是受限的,^[100]董事不要求遵循大多数股东的指示。该事实明显违背财产法的概念。然而,有两点理由可以回应此种质疑。

首先,这种限制属于程序上的而非实体上的限制。股东一般能随时解任董事,且有权以董事经营管理不善为由解任董事。^[101]股东能轻易地解任“不听话”的董事,换一个“听话”的董事。在解任董事时,股东一般不负有义务,因而其能以包括“不听话”在内的任何理由解任董事。

其次,此种限制本质是合同权利的限制,也是所有权结构公司的特性。鉴于股东一般不互负信义义务,董事会中心的管理使股东能事先承诺遵守信义义务。^[102]非控股股东不对他人负有信义义务,假如董事有“听话”义务,则多数股东意志替代董事意志,抹杀董事对少数股东负有的义务。因此,为了保护少数股东免受多数股东侵害,限制股东干涉董事决策是一种理性的事先承诺措施。这对不负有类似善意义务的、类财产属性的股东而言至关重要。

[97] 非股份制公司有一些不同特性,将在下文第三章第二小节讨论。

[98] See *Paramount Commc'ns Inc. v. Time Inc.*, Nos. 10866, 10670, 10935, 1989 WL 79880, at *30 (Del. Ch. July 14, 1989) (“行使管理公司权力的董事有义务遵循多数股东意愿,公司法并非依此理念而展开。”) *aff'd*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

[99] See, e.g., *CA, Inc. v. Afscome Emps. Pension Plan*, 953 A.2d 227, 239-40 (Del. 2008).

[100] See Jill E. Fisch, *Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws*, 106 *Calif. L. Rev.* 373, 383-87 (2018) (讨论美国州县和市政工人联合会限制股东以章程方式指示董事会履行其管理责任。).

[101] See *Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k)* (2019).

[102] See Theodore N. Mirvis et al., *Bebchuk's "Case for Increasing Shareholder Power": An Opposition*, 120 *Harv. L. Rev. F.* 43, 51 n.24 (2007).

易言之,董事会决策的强制性构造是保护少数股东财产性权利的一种手段。董事会无满足多数股东期许的义务。^[103] 董事会无须遵照多数股东的指令而行事,这是保护少数股东财产性利益的特征。此特征让人不禁联想起信托制度的构造,而非合同关系。

总之,关于所有权的一般质疑都依赖简单修辞完成论证。反对论者常以有体财产上的单独永久所有权为例,持一种局限的所有权观,接着分析股东权利不符合上述标准。这种论证仅表明,股东并非布莱斯通意义上的公司“所有权人”而已,因为布莱斯通的释义是,“所有权是单独、专制地占有……排除空间中其他个体的权利。”^[104] 这不能否定,股东在公司中确存某些财产性利益。个体享有财产性利益无须拥有全部的所有权权能。无须成为布莱斯通意义上的“所有权人”,个体也能享有财产中的所有权利益。股东无法执行所有权的权能不等于股权不是所有权利益。^[105] 下一节将指出,合同法视角下的股权与公司法是怎样的格格不入。

2. 将普通股视为合同带来的问题

公司契约论从一开始便滥用合同模型。合同双方当事人通常互负合同义务及权利,但股东对公司或他人不负有义务,也往往不对公司给付对价。^[106] 当然,股东可能缔结投票权协议等合同,并因此负有合同义务,享有合同权利,但这不是因为股东拥有股权而发生的法律后果。有

[103] 副大法官斯特林深刻洞见,“董事不是测量喜怒无常股东情绪的温度计……在任职期间,董事可以善意采取其认为有利于股东利益的举措,尽管董事明白,股东并不赞成其做法”。In re Lear Corp. S’holder Litig., 967 A. 2d 640, 655 (Del. Ch. 2008) (citations omitted). See also *Paramount Commc’ns Inc. v. Time Inc.*, Nos. 10866, 10670, 10935, 1989 WL 79880, at *30 (Del. Ch. July 14, 1989) (“行使管理公司权力董事有义务遵循多数股东意愿,公司法并非依此理念而展开。事实上,董事而非股东被寄予管理公司的义务。”) aff’d, 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).

[104] 2 William Blackstone, *Commentaries on the Laws of England* 2, Univ. Chi. Press 1979 (1766).

[105] See Eisenberg, *supra* note 1, at 825 – 26.

[106] See Ann M. Lipton, *Manufactured Consent: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws*, 104 Geo. L.J. 583, 602(2016) (“大多数股东,尤其是那些在二级市场购得股票的股东通常不对公司负有义务或向其提供任何对价。”).

论者可能会认为,如果把股份构造视为合同,那么股东不负有义务,只享有权利,股份本质上是单方合同。事实上,股东也没有从公司处获得任何具体权利的好处。因此,公司契约论在把公司视为合同的同时,也把公司当成“怪物”。^[107]

通过修改公司执照、章程、相关公司法及可适用的判例法,公司与股东之间的“合同”也能在无须征得所有“当事人”同意的前提下而被修改。公司与股东间“合同”的单方修改带来了许多难解问题。^[108] 无须所有“当事人”的合意甚至无须通知所有“当事人”,“合同”便能单方面地被修改,这在合同法上是难以被接受的(尽管并非闻所未闻)。^[109] 这引人深思,当我们认识到变更公司“合同”的机制不像合同基础规则时,便会发现其机制更类似信托。^[110]

公司契约论擅于解释公司法中强制性规范数量稀少的原因,然而却难以解释数量少、但基础性的强制性规范缘何留存至今。企业家仅能选择有限数量的组织形态,这或许是最为根本的强制性规范。^[111] 相对有限的组织形态更类似财产法上“物权法定”(numerus clausus)的原则,而非合同法上无限变化可能性的原则。^[112]

除组织形态外,公司契约论也难以解释强制性信义义务。信义义务在合同关系中鲜见,却在信托等财产性构造中常见。^[113] 公司实体上许多对物特征在合同法上或许闻所未闻,但在财产法上却十分普遍,公司契约论在解释此种特征时便显得左支右绌,十分吃力。^[114] 公司法与公

[107] Id.

[108] See Albert H. Choi & Geeyoung Min, *Contractarian Theory and Unilateral Bylaw Amendments*, 104 Iowa L. Rev. 1, 21-32 (2018) (讨论合同法基本原则适用于章程的单方修改。).

[109] See Lipton, *supra* note 106, at 603-05.

[110] See Id. at 587.

[111] See Id. at 619.

[112] See Id. at 619 (有限的标准化的实体形式模仿财产法上有限的租赁形式。).

[113] 关于信托法属于合同法还是财产法存在争论。See John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 Yale L. J. 625, 671 (1995).

[114] See Thomas W. Merrill & Henry E. Smith, *What Happened to Property in Law and Economics?*, 111 Yale L.J. 357, 360 (2001) (“历史上,财产权被视为具有对物性。”).

司契约论这种紧张的关系便是本节研究的重点。

如上所述,伊斯特布鲁克和费希尔认为,公司合同的不完全特征加上剩余请求人的身份,最终产生信义义务。^[115]事实上,普通股“合同”确实“不完备”到了极致,其中很少或基本不存在明示条款。^[116]公司执照条款仅规定公司治理规则,也未确定任何股东的特定经济权利。^[117]因此,在公司契约论看来,普通股股东与公司之间的关系就如没有明示条款的合同,股东唯一的权利便是各州提供的“现成”合同缺省性规范。

在合同束理论中,公司合同不包括课以董事信义义务的具体条款。然而,即便在不完全合同及赋予一方合同当事人裁量权的情况下,合同自身也不会当然创设信义义务,^[118]只会由善意义务和公平交易原则取而代之。例如,自由雇佣关系中雇主通常无须书面合同便能行使权利,但其并不对雇员负有信义义务。^[119]雇员可能对雇主负有信义义务,但其原因不是因为合同的不完备性,而是因为雇员的代理人身份。^[120]事实上,上述雇佣关系的例子指出了另一种可能性。公司高管等雇员之所以可能负有信义义务,是因为雇主授权其改变雇主多属财产方面的法律

[115] See *supra* Section II. B.

[116] See *infra* Section V. A.

[117] 正如下文第四章第二节所述,公司剩余利益的经济权利论述常常是自相矛盾的。

[118] See, e. g., *Saint Bernard Sch. of Montville, Inc. v. Bank of Am.*, 95A.3d 1063, 1078 (Conn. 2014) (“仅仅合同关系不足创设信义义务或信任关系。”)。特拉华州法院已在思考,在不同的语境下,例如保险公司——被保险人、计划管理人——参与人等不完全合同关系中,合同是否能创设出信义义务,不幸的是,答案是否定的。See *Crosse v. BCBSD, Inc.*, 836 A.2d492, 497 (Del. 2003) (健康服务公司不对计划参与人负有信义义务)。特拉华州最高法院之前认为:信义义务关系理念来自信托法,且该理念被更妥当地适用于受信人与受益人利益同向的状态。在此情况下,受信人被要求仅应按照受益人财产利益行事。See *Corrado Bros. v. Twin City Fire Ins. Co.*, 562 A.2d 1188, 1192 (Del. 1989) (citation omitted)。Crosse案的法官认为,如果当事人利益并非“完全一致”,那么不会产生信义义务关系。See *Crosse*, 836 A.2d at 495。尽管法院不可能刻板地要求当事人利益“完全一致”(否则信义义务构造服务于谁?),但显而易见的是,特拉华州法院将对合同关系中延伸的信义义务课以更高的标准。

[119] See, e. g., *Wynn v. Wachovia Bank, N. A.*, No. 3:09CV136, 2009 WL1255464, at *5 (E. D. Va. May 6, 2009) (“尽管雇员对雇主负担信义义务,但雇主不负担相应的义务。”)。

[120] See Restatement (third) of Agency § 8.01 cmt. c (Am. Law Inst. 2006)。

关系。此义务的产生与雇佣合同的不完备性毫无干系。^[121]

从合同不完备性角度透视信义义务还会带来其他问题。公司合同不包含董事行使自由裁量权的条款,与之相类,股东如何行使诸如投票权、章程修改、董事提名等自由裁量权的相关条款也不在其中。依照合同束逻辑,股东至少在上述方面也应负有信义义务。然而,股东仅凭股东身份不负有信义义务、善意义务等其他义务,尤其在其行使投票权时。^[122] 在很多情形下,这对控股股东也适用。^[123] 股东和董事关系发生某种失衡,这不符合合同视角下的信义义务构造,更不符合股东享有合同权利这一观点。^[124]

公司契约论另一抵牾之处是,公司法中普通本身具有强制属性。尽管公司也缔结各类合同,但其无须为了证明自身“在法律上的”(de jure)有效存在而缔约。与之相反,公司有效设立必须在执照授权下发行普通股。^[125] 事实上,在公司法中,众多请求权中的普通股是唯一具此重要性。同样,公司以合同形式免除所有与合同相对人缔结合同关系的活动,然公司不能以合同形式消灭普通股,这是因为公司法规定,所有股份制公司必须以某种方式保有公司剩余利益。例如,《特拉华州标准公司法》(Delaware General Corporation Law, DGCL)规定,公司可以回购其股票,但“公司必须有1股或1股以上或多种类或多系列的流通股,其

[121] See Id.

[122] See Ringling Bros. – Barnum & Bailey Combined Shows, Inc. v. Ringling, 53 A. 2d 441, 447 (Del. 1947) (“总而言之,在投票事项上,股东享有广泛的自由裁量权,无论股东投票的出发点是个人的谋利、心血来潮抑或反复无常……”)。

[123] See Williams v. Geier, 671 A. 2d 1368, 1380 – 81 (Del. 1996) (“股东,甚至是控股股东可以基于其经济利益而妥适投票。”)。Ford v. VMware, Inc., C. A. No. 11714 – VCL, 2017 WL1684089, at *15 (Del. Ch. May 2, 2017) (“特拉华州法院一贯主张,控制股东的信义义务不能限制其投票权。”)。

[124] 因为合同一方当事人始终对另一方当事人负有不可消灭的、善意和公平交易的义务,然而股东没有此类义务。See Mohsen Manesh, *Creatures of Contract: A Half-Truth about LLCs*, 42 Del. J. Corp. L. 391, 421 – 24 (2018) (善意义务是作为公司法强制性规则而存在的。)

[125] See Model Business Corporation Act § 6.01(b) (Am. Bar Ass'n 2016) [“公司的章程必须授权(1)一类或多类或一系列股票加在一起能具有完全的投票权;(2)一类或多类或一系列股票(可是能同种类的股票,种类和系列股需具有投票权)加在一起有权取得公司清算时的净资产。”]。

股票或股票加总应具有完整的投票权”。^[126]《标准商事公司法》也有类似条文规定。^[127]这两部公司法都要求,具有完全投票权的股份必须始终存在。试问,为何此类要求仅针对具有投票权的股份,而非公司其他请求权?

上述问题的一个回答或是,假如具有完全投票权的股份不存在,那么董事会将成为一个自我存续的机构。在此情形下,董事会将承担更为重要的角色,因为该公司本质上被认为“无主”之公司。^[128]非营利型公司便属于此种公司构造,下文将就此展开更详细的讨论。^[129]就营利型公司而言,公司法规定,具有投票权的股权强制性存在,而对于公司其他请求权而言,仍奉行“无基础合同,无请求”的逻辑。值得注意的是,具有普遍意义的强制性规范是具有完全投票权的股份应有流通性,而非具有经济上剩余请求权的股份应有流通性。^[130]剩余投票权和经济剩余请求权区分的重要性将在第四章提及。

以下事实进一步证明了剩余投票权的特殊地位——董事会干涉此权力之禁止。此禁止不源于明示或默示的合同约定,而源于公司法的强制性规定。例如,特拉华州法院禁止董事通过章程修改的方式干涉股东的投票权。在特拉华州,股东有无须董事的批准而单方面修改章程的权利,^[131]此种权利不可被剥夺。^[132]当且仅当公司设立时执照授权时,董

[126] Del. Code Ann. tit. 8, § 151(b) (2019).

[127] See Model Business Corporation Act § 6.03(c) (Am. Bar Ass'n 2016) (“公司的股票必须保证在外流通。在外流通的股票必须保证,一类或多类或一系列股票加总具有完全的投票权,一类或多类股票加总有权取得公司清算时的净资产。”)。

[128] See infra notes 179 – 183 and accompanying text.

[129] See infra Section III. B.

[130] 如上所述,《标准商事公司法》和《特拉华州标准公司法》在此规定有所不同。《标准商事公司法》规定,具有完全投票权和剩余财产请求权的股票应具流通性,而《特拉华州标准公司法》仅规定,具有完全的投票权的股票应具有流通性。See Compare Del. Code Ann. tit. 8, § 151(b) (2019), with Model Business Corporation Act § 6.03(c) (Am. Bar Ass'n 2016).

[131] See Del. Code Ann. tit. 8, § 109(a) (2019). (“当公司而不是非股份制公司已收到关于其股份的价款时,股东享有接受、修改、废除章程的投票权。”)

[132] See Id. (“根据实际情况,这种权利已经授予董事会或管理机构,然后该事实不应剥夺股东或公司成员此种权力,也不能限制他们接受、修改、废除章程的权力。”)

事方才享有单方面修改章程的权利。^[133]

在公司法上,对股东特权的保护是非常特殊的。董事会干涉公司特权需要接受较高级别的审查,然而,这种审查不适用于对干涉股东权的裁判。^[134] 禁止股东无因解任董事的章程条款无效;^[135] 解任董事需要超级多数决的条款无效。^[136] 上述例子均表明,股东投票权与公司法、信义义务间似乎存在某种特别的关系。

此外,在执行方面,股东投票权还受到强制性的财产规则保护。^[137] 普通股股东的投票权不存在效率违约的情况,董事会也不能以此为由侵害其权利,仅以报酬给付为赔偿。假设按照惯例,公司通常没有竞争董事席位的候选人,^[138] 董事会往往也会英明地推断出股东年会的召开、年会董事选举纯属浪费钱,但董事不能“效率违背”公司关于投票的约定,支付相应的损害赔偿金。在此情况下,财产规则的禁止令保护股东投票权,此禁止令属于财产(因此是财产规则条款)而非合同的特征。^[139]

投票权利益的财产属性也能被股份回购请求权证明。股份回购请求权通常附着于投票权利益之上。对于公司法上需要全体一致决的事项,回购请求权是一种法律制度上的变通。换言之,股份回购请求权是

[133] See *Id.* (“任一公司能在其设立执照中授予董事接受、修改和废除章程的权力……”)

[134] See *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988).

[135] See *In re VAAL Co Energy, Inc. Stockholder Litigation*, C. A. No. 11775 – VCL, at *5 (Del. Ch. Dec. 21, 2015) (Hon. J. Travis Laster, 副大法官,就简易裁判的对方动议作出口头裁判。).

[136] See *Frechter v. Zier*, C. A. No. CV 12038 – VCG, 2017 WL 345142, at *3 – 4 (Del. Ch. Jan. 24, 2017).

[137] 关于财产规则和责任规则的划分,这是私法上一个基础性命题。See Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harv. L. Rev.* 1089, 1092 (1972).

[138] 缺省性规则是董事以普通多数决的方式选举产生,所以董事席位与选任人人数一致时,候选人一定能被选上。See Lee Harris, *The Politics of Shareholder Voting*, 86 *N. Y. U. L. Rev.* 1761, 1788 n. 133 (2011).

[139] 合同性权利当然也能通过财产规则以禁止令的方式保护。然而,合同中禁止令救济的前提是,损害赔偿的救济不充分。土地推定是独一无二的,因此不需要此种证明。See, e. g., 42 *Am. Jur.* 2D *Injunctions* § 116, Westlaw (database updated Feb. 2020).

公司法从全体一致决转化为绝对多数决的对价。^[140] 回购请求权给付股东股权以公平价款,并以此交换其否定可能剥夺股东财产交易的权利。^[141] 交易中的异议回购请求权大体都与投票权有关,尽管并非完全如此。^[142] 除投票权以外,股份回购请求权不与公司其他利益发生联系,这是因为其他利益属于合同性利益,而非财产性利益。

假如公司首次未能获得授权公开招股登记,那么其股票也不能发行。^[143] 这也是股票有别公司其他请求权之处。公司通过州颁发的执照而设立,被授权发行的所有股份都要求公开。^[144] 相反,合同不要求公开登记或公开其所为。公司中其他选区也不要求公开其可能在公司中存有的所有利益总量。公司中以公开登记的方式生成请求权利益者,有且仅有股权一家。

公司执照需要公开登记以告知第三人,此种要求是财产法上的要求,而非合同法上的。^[145] 该登记要求也是为了提醒第三方股东的对物权利,或者说对世的权利,这属于财产利益上的特征,而非合同利益特征。^[146] 与之相关,如果公司设立执照同公司章程相冲突,那么仍然应以

[140] See Michael Bradley & Michael Rosenzweig, *Defensive Stock Repurchases and the Appraisal Remedy*, 96 Yale L. J. 322, 331 (1986).

[141] See, e. g., 12B William Meade Fletcher ET AL., *Fletcher Cyclopedic of the Law of Private Corporations* § 5906.10 (perm. ed., Rev. Vol. 1990) (“回购请求权法律设计的用意在于,保护异议股东免受绝大多数股东变更投资目的的不当影响”。

[142] See Melvin Aron Eisenberg, *The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*, 37 U. Miami L. Rev. 187, 194 (1983) (回购请求权通常总是与投票权有关,但也并非总是如此。).

[143] 典型的,公司财产上的担保利益也需登记,担保利益属于财产利益具有深远的影响。See, e. g., Thomas W. Merrill & Henry E. Smith, *The Property / Contract Interface*, 101 Colum. L. Rev. 773, 834 - 35 (2001) (论述担保利益如何兼具财产和合同属性。).

[144] See supra note 125 and accompanying text.

[145] See Henry E. Smith, *The Persistence of System in Property Law*, 163 U. Pa. L. Rev. 2055, 2067 - 68 (2015) (公共记录系统是“财产系统中与财产构架最紧密的一面”且其公开功能具有对物性。).

[146] 对物权是连接整个世界的权利,而对人权只能连接特定的个人。See J. E. Penner, *the Idea of Property in Law* 23, 80 (1997).

执照为准,即便章程的制定时间在执照之后。^[147] 这揭示出执照(为了告知第三方主体而公开登记)相较更像合同的章程(无须登记),具有优先性。上述逻辑并非合同法的逻辑,因为在合同法看来,在发生冲突时,后合同(包括修改的原合同)毫无疑问应该优于先合同。

与公开登记相关的另一个要素是,法律排他性地适用于公司“内部事务”。颁发公司执照的各州法律排他性地管辖公司绝大部分内部事务。^[148] 在公司契约论视角下,这是一条令人困惑的教义,因为公司契约论拒绝在“股”与其他请求权中划定明确的界限。^[149] 对此教义常见的解释是,该规则使公司法律适用避免各州法律不一致乃至互相冲突而带来的混乱。^[150] 然而,我们有理由相信,法律适用混乱不是对“内部事务”教义唯一乃至最好的解释。^[151] 还有一种解释是,当股东的住所地能影响股东对公司的请求权时,特别在股份具有高度流通性时,股东权利的行使存在投机风险。^[152]

如果股东个人身份属性与公司治理牵连,这就会带来上述问题,这些问题进一步印证公司的对物功能。各州法律对公司内部事务的排他性管辖,也属于财产法特征,而非合同法特征。属地冲突法规则管辖大部分财产纠纷,也即财产所在地排他性地管辖财产纠纷。^[153] 相较公司经营,作为法律实体的公司本身没有物理性的存在,其设立所在地也即

[147] See Del. Code Ann. tit. 8, § 109(b) (2019) (“章程可以包括与法律或设立执照不一致的、有关公司运营、事务处理、公司、股东、董事、高管、员工的权利和权力的条款。”)。

[148] See *Vantage Point Venture Partners 1996 v. Examen, Inc.*, 871 A. 2d 1108, 1115 (Del. 2005)。

[149] See Vincent S. J. Buccola, *Opportunism and Internal Affairs*, 93 TuL. L. Rev. 339, 341 (2018)。

[150] See, e. g., *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U. S. 624, 645-46 (1982) (内部事务教义能避免“公司面临冲突请求权”的情况。)。 *Vantage - Point Venture Partners 1996 v. Examen, Inc.*, 871 A. 2d 1108, 1112-13 (Del. 2005) (“为了避免公司面对不一致的法律标准”,内部事务教义便由此创设。)。

[151] See generally Buccola, *supra* note 149, at 348-59 (包括法律标准不一在内的解释内部事务教义的一般理由,其说服力或许没有想象中那么强。)。

[152] See *Id.* at 343。

[153] See James Y. Stern, *Property, Exclusivity, and Jurisdiction*, 100 Va. L. Rev. 111, 113 (2014)。

公司的“住所位置”。该冲突法规范非常类似于财产法背景下的属地主义原则,在发生“冲突变革”时,该规则仍保有弹性。^[154]这也避免了以下僵化情况——股份或股东每次穿越州境线,公司的法律属性也会随之发生变化。^[155]

值得注意的是,内部事务教义与公司特定权利有关,却不与特定群体的当事人有关。股东可以选择州法缔结合同,而非必须受制于公司设立时所在地的州法。即便在合同关系之外,“内部事务”教义也不适用于股东与公司之间发生的所有关系。例如,通常认为,证券法不适用于“内部事务”教义。^[156]因此,不像公司的其他请求权,股权有类财产性法律冲突解决规则,也即州强制性地管制公司“内部”事务的规则。

此外,财产规则而非合同规则规制个人获得公司权利的方式。合同中当事人权利的取得需要对合同条款明示的同意,原合同当事人可将合同权利转让至受让人,但若合同当事人均不更新合同,合同权利转让人仍以合同当事人身份留存在合同关系中。与之相反,一旦股权被转让,那么当事人间便不存有任何合同关系,股权转让人也不再保有任何权利或义务,因为其股权财产已被出售。尽管上述事实看似无关紧要,也从侧面表明股权应被视为财产性利益。

最后,公司有限责任通常被视为类财产权利,此权利可在不依赖合同的情况下对抗世界。有限责任本身便与合同解释格格不入,试想,如果股权仅是针对公司的合同性权利,有限责任又有什么重要的呢?合同当事人通常无须向对方合同当事人担保其破产后的债务,所以有限责任保护对于合同当事人而言又有什么意义?贷款人责任通常受到限制,有限责任不能适用于借贷关系。一般而言,本人对代理人以其名义做出行为负有责任。在契约束的理论框架下,作为代理人的经理仅是“契约束”中的代理人,而非股东的代理人,因此经理与第一人缔结的合同不能约束股东。合同法视角下的有限责任原则都不能解释上述这些问题,这

[154] See *Id.* at 112 – 16.

[155] 内部事务教义的传统解释认为,多法域带来的法律适用混乱; Vincent Buccola 认为,股票可能会投机地流入较为闭塞的法源。See Buccola, *supra* note 149, at 385. 上述问题都指向公司“物化”的必要性。

[156] See Lipton, *supra* note 106, at 596 – 98.

表明合同无法准确描摹“股东—公司”之间的关系。

3. 小结

以上论述表明,对于公司理论而言,对公司法律制度的纯粹合同解释是有百害而无一利的。公司契约论不辨明公司内外关系,甚至可以认为这是一种“解释公司无需存在”的理论。^[157]换言之,公司契约论的弱点在于,其无法准确界定公司边界。^[158]该边界问题的解决之道在于,将所有权利益引进合同束之中。

然而,对所有权利益的追寻不等同于对“所有人”的追寻,至少不等同于对永久所有权意义上所有权的追寻。股东是公司“所有人”,其排他地享有所有权,其他请求权人则排他地享有合同性权利,此传统观点过分简化了法律关系,现实则更为复杂。大体上,任一股权都不能完全被定义为财产性权利或合同性权利,大部分股权利益都兼具财产性和合同性利益。例如,相较优先股,普通股具有更多的财产属性,但也并非绝对如此。

至此,我们需要建立一个理论框架,辨明公司中哪些请求权属于所有权利益,哪些属于合同性利益。这便是下一章“财产法视角下的公司”理论建构的使命。新理论有助于理解公司的本质以及公司中一系列复杂的合同、财产关系。

三、公司法的财产法理论之建构

上述章节表明,合同法范式无法解释公司法诸多现象,本章从正面论述财产法视角下的公司法理论。第一节提出公司是一种所有权结构。第二节则从财产法理论的“排他权”视角审视公司法,表明公司法与财产法间存在高度相似性。第三节则从无到有地构建财产法视角下的公司法理论,辨明公司法哪部分具有财产性、哪部分具有合同性。财产与合同的界线能展现合同创制法律关系的空间,也能极大整合既有公司法

[157] See Eisenberg, *supra* note 1, at 832. 这一前瞻性的观点在 Gulati 的原创性论文中得到进一步发展。See Gulati et al., *supra* note 11, at 947.

[158] 即便是同情性地对待公司契约论的这些弱点,也往往伴随着温和的反击。See Ulen, *supra* note 33, at 321.

财产面向的丰富文献。第四节则揭示所有权和信义义务间的理论关系。

(一) 公司——一种所有权结构

假如公司不是合同束,那么公司是什么?可以明确的是,有别于法与经济学运动中的“厂商”,公司发挥的是法律独立之重要功用。公司最好应被理解为所有权结构:将一系列混乱的对人请求权转化为有序“打包”的对物请求权,即“股”,让股权摆脱“人”的属性羁绊而得以被分割、转让。股权此特性直接约束转让取得股权的主体,无须受让人明示或默示的合意,这也是法律机制下公司的核心财产性面向。^[159]

公司带来的权利性质的剧变不是从“财产”到“合同”的转变,而是从“属人权利”到“对物权利”的转变。股份的对物属性体现在两个方面,一方面,股权继受者取得对界权利(有限责任也是如此),学者之前也已注意到,公司重要财产特征之一便是股份所有权的对物属性。^[160]另一方面,较少为人关注的是,股份继受人同时也承继股份所有权的限制因素,就如负担地役权的土地一般。尽管地役权常常被忽视,但它也属于对物关系的一个方面,某种程度上,其本身也属于对物权。^[161]公司股权上述两方面对物属性直接适用于股权继受人,无须借助于对人合同,这使得公众公司的股份得以自由转让。

假如我们检视一下公司构造可能的合同安排,便会发现公司显然属于所有权结构。一人或多人共同所有公司财产,且以团体身份缔结合同,这便是公司构造的合同替代方案。然而,本文表明,公司上许多重要类财产特征不能通过共同所有人之间的合同形成。此种合同替代性安排只会造成各类财产共有人间财产与非财产关系的混乱。因此,公司发

[159] 法律实体构造也便于公司持有的、以“权利束”为表现的基础合同性利益转让。这使得原始所有人免于对方当事人的敲诈而方便转让,同时也保护合同对方当事人免于所有权人投机性转让合同(因为必须以“权利束”方式转让)。See Kenneth Ayotte & Henry Hansmann, *Legal Entities as Transferable Bundles of Contracts*, 111 Mich. L. Rev. 715, 717-18 (2013). 尽管 Ayotte 和 Hansmann 采取纯粹的“合同束”观点,但仍认识到“将合同权利打包进类财产框架中”的实体独特法律价值。

[160] See Joo, *supra* note 1, at 810.

[161] Glen O. Robinson, *Personal Property Servitudes*, 71 U. Chi. L. Rev. 1449, 1467 (2004). (“地役权的财产特性创生拘束当事人对物义务,否则当事人本来就不应与义务创造者发生法律关系。”)

挥这样一种所有权作用——以股权的形式将杂乱无章的权利集合捆绑、打包成简洁、可分割及可转让的所有权单元。在合同性权利转化为财产性权利的过程中,公司赋予对人权对物属性,也促进了资本的形成。^[162]

公司可以被视为所有权结构,这种所有权结构是一种不同于财产所有权的权利形式。这也解释了为何把股东称为公司“所有人”是不妥当的,因为这不符股东所有公司股权的现实。公司并非归股东所有,它仅是允许股东“去人化”所有经营财产的一种组织工具。试想其他形式的权利,我们通常不会认为,“所有”永久所有权或者“所有”租用权,我们只会认为,个人以永久所有权或租用权方式持有财产。与之相似,主体以“股”的方式持有经营财产。基于此视角,公司是另外一种形式的权利——其出于股份所有权广泛持有和便捷转让的目的设计而存在。

公司是一种所有权结构,此观点也同既有财产法理论光谱呼应。上文提及奥诺雷观点通常被用以论证反对公司中存有利权利的观点,但其本人也将公司描述为一种形式“分散所有权”。^[163] 作为所有权结构的权利公司植根于财产法理论需要理论供给,下节提供了相应理论。首先,我们需要在财产法框架中建立权利集合,以此奠定公司中所有权利的基础。其次阐明,财产法基础又取决于普通股股东持有剩余的、非缔约达致的投票权——也即本文所谓的“不能被排除的排他权”。最后则是在公司合同请求权与财产性利益间划清边界。

(二) 财产法理论、排他权及公司法

为了证明公司中确存所有权利益,首先需要界定什么构成“财产”。定义财产有多种方式,最流行的或许是上文提及的“权利束”的比喻。^[164]

[162] 此观点也符合 Amnon Lehari 关于公司是“财产束”“财产微观宇宙”的描述,在此描述中,“如此构造的权利和义务具有对物效力。”See Amnon Lehari, *The Construction of Property: Norms, Institutions, Challenges* 196 (2013). Lehari 方法和本文介绍的方法的本质区别是,Lehari 不同于“排他权”是公司“核心”财产特征的观点,而本文分析大多建立于排他权之上。See *Id.* at 202. 具言之,Lehari 主张,排他权“不是商业公司的核心。”*Id.* 然而,此两种分析在强调公司对物功能方面完全一致。

[163] See Honoré, *supra* note 69, at 142. [“其次,分散(所有权)通过分割管理与报酬受益、资本处理达成专门化的目的;受益人享有财产的专业管理,同时也负担某些风险。……信托、法人公司均属此类机制。”]

[164] See *supra* notes 160 – 62 and accompanying text.

然而,晚近的“新本质说”认为,排他权是财产定义的核心,且这是主流学说的观点。^[165]事实上,某杰出评论家曾主张,排他权是财产的本质。^[166]尽管关于“排他权是财产的必要条件”的传统观点仍存批评声音,但批评者大体承认,排他权是财产最重要的特征。^[167]本节将表明,排他权就观察普通股所表征的财产性利益提供了一个绝佳视角。

如其他组织,公司中许多当事人也享有所谓的排他权。董事会享有雇佣、解任经理的排他权,经理享有雇佣、解任雇员的排他权。即便低层级雇员也享有排他权,例如,门卫或者店长享有其权限范围内的排除他人获取公司财产的权利。实际上,这些公司雇员甚至享有阻止股东现身公司场所或使用公司财产的排他性权利。股东个体不直接享有针对他人的排他权,以日常视角视之,股东似乎在公司内不享有排他权,这大概也是股东权未被视为排他权的原因。

然而,股东在公司内确存极为重要的排他权。事实上,股东享有直接或间接通过投票排除他人的权利。股东享有的排他权根本表现为选任或解任董事的权利,董事则在公司内部行使所有的管理权。此权利不仅使股东能排除管理公司的董事,还能使公司管理免受董事会或其他主体的干涉,这也属于一种治理性权利。^[168]

不同于公司其他主体享有的排他权,股东的排他权是公司内一种特殊的权利。公司的雇员或者经理能够被更高层级的经理或董事会排除。即便董事也能轻易被股东以投票解任权排除,且此种解任投票无须提前征得任一董事会成员同意。^[169]然而,如果未经股东个人或全体同意,具有投票权的股东便不能被公司排除。在公司中,普通股及附随其上的投

[165] See Jonathan Klick & Gideon Parchomovsky, *The Value of the Right to Exclude: An Empirical Assessment*, 165 U. Pa. L. Rev. 917, 920 (2017).

[166] See Thomas W. Merrill, *Property and the Right to Exclude*, 77 Neb. L. Rev. 730, 754 (1998) (“财产权意味着不多也不少地排除他人获取宝贵资源”。). Gregory S. Alexander, *The Complex Core of Property*, 94 Cornell L. Rev. 1063, 1070 (2009) (“排他权”不是财产间唯一的界限。).

[167] See Klick & Parchomovsky, *supra* note 165, at 919–20(将“权利束”与财产权联系在一起 Honoreé 也将排他权置于诸权利之首。).

[168] See *supra* note 134 and accompanying text.

[169] See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k) (2019).

票权不能被消灭,所以股东的投票权也不能被排除。^[170] 有投票权的股东持有的是这样一种排他权,也即未达成某种形式的合意,股东的投票权不能被排除,其亦属享有此特性的唯一公司请求权人。因此,股东排他权本身并不具有可排除性。在公司中,这种“不可排除的排他权”是一种独特的权利,且仅为股东所享有。在组织中,“不可排除的排他权”也是财产所有权最为重要的属性。

普通股不能被消灭。如上文所述,公司必须至少保有具有完整投票权的股份。需注意的是,公司必须保有具有完全(或者说剩余)投票权的股份,而非剩余经济利益(尽管《标准商事公司法》要求二者都是必需的^[171])。该论点本身尚不足以阐明股东的特殊性,因为一般而言,董事会本身也不能被消灭,除非公司选入封闭公司的法律。股东解任与董事解任最重要的区别在于,股东能在无须董事个人或集体同意的情况下,免除特定董事任职。尽管股东也会遭遇排挤收购,但假如没有绝大多数股东投票或者更广泛的股东同意,股东排挤收购也难以实现。

具言之,以投票权为代表的“不可排除的排他权”是公司股份的一大特征,其最有力地印证了所有权利益的存在。但这不意味所有投票权都构成一种强的所有权,例如,优先股股东仅享有针对可能不当影响其利益章程修正提案的表决权。^[172] 然而,相较其他合同当事人,这仅属一种否决权。此权利不允许权利所有人选任或解任董事,^[173] 因而不能被视为所有权,也不包含排他的剩余控制权。

诚然,股东个人有时会被迫转让自己的股份,例如,在挤压式并购的情况下,少数股东被迫套现出局。^[174] 然而,有三点理由说明这不构成排他权被排除的情况。首先,在未征得多数股东同意的情况下,股东不能

[170] 公司可以创设无投票权的普通股,但必须有一类别的股份具有完全投票权。See *supra* notes 123–24 and accompanying text. 下文第五章第四节也将讨论无投票权股的问题。

[171] See Model Bus. Corp. Act § § 6.01(b), 6.03(c) (Am. Bar Ass'n 2016).

[172] See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b)(2) (2019).

[173] 一个更为贴切的例子或许是,规定公司在未能偿付分红或利息的特定情况下,股东甚至债权人能够投票选任董事。

[174] See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560, 611 (2016).

被迫放弃其股权。^[175] 在以简易并购为代表的未经过投票程序股东被排挤的情况下, 股东仍享有以评估方式受偿其股份价值的权利。^[176] 与之相反, 无须董事个人或集体同意且无须补偿的情况下, 董事便能被任意解任。^[177] 其次, 仅凭当事人被迫出售财产尚不能否定财产权的定性, 试想, 共有财产共有人也可能被迫出售权利份额, 但这并不能使权利属性变为可以排除的排他权。最后, 财产理论不保护股东, 仅保护表征所有权利益的股份。^[178] 股东可能被迫出售股权, 但股权本身必须始终保持在外发行的状态。在针对公司的各类请求权中, 上述特征是独一无二的。

因此, 投票权利益是确定公司中存在财产权利的一类重要指标。最直观的思想实验莫过于假想隔离公司中独特所有权利益产生的后果, 公司因此成为“无主之公司”——没有所有权人的非营利性公司。^[179] 杰出企业所有权理论家汉斯曼 (Henry Hansmann) 在检视正式控制权的功用后, 在其经典论述中检讨鲜有股东控制的公众公司,^[180] 并将此类公司命名为“投资人所有”的企业。^[181] 汉斯曼追问道, 假如我们抛弃股东的正式投票权且以假想低效的控制权取而代之, 那么将会带来什么变化?^[182] 结论让人震惊, 尽管这种实体可能参与商业活动, 但本质上属于非营利性组织——尽管股东也是受益人。^[183] 此类公司没有所有权人。

[175] See *Id.* at 612 – 13.

[176] See George S. Geis, *An Appraisal Puzzle*, 105 *Nw. U. L. Rev.* 1635, 1641 – 42, 1648 (2011).

[177] See *Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k)* (2019).

[178] 这是一个容易被忽视但意义重大的论点。假如财产权保护的是股东个人的利益, 那么董事会便有义务遵循绝大多数股东的意愿, 即便此种意愿会损害少数股东的利益。然而事实并非如此, 因为董事的信义义务也适用于少数股东。

[179] See Henry Hansmann, *The ownership of Enterprise 7* (1996) (非营利型公司是“没有所有权人”的公司。)

[180] See *Id.* at 1 – 3.

[181] *Id.*

[182] *Id.* at 61.

[183] *Id.* (移除投票权的结果“或是形式上非营利型的公司”)。没有投票权的商业公司便是非营利型公司, 这种观点看起来不符逻辑, 汉斯曼教授也曾指出, 非营利性不禁止赚取利润。 *Id.* at 228. 然而, “非营利型公司的核心特征在于, 它禁止将赚取的利润分配给掌握公司控制权的人。” *Id.* 在此语境下, 投票权意味着“控制权”。

因此,就所有权而言,正式的投票控制权是所有权必需因素,经济剩余权并非此类要素之一。

有人可能会质疑,投票权如何成为所有权存在与否的一种表征,又如何解释非营利性公司属于无主所有的公司,毕竟非营利性公司也有当事人行使投票权。汉斯曼虽未直接解决此问题,但他提出解题的关键在于,非营利性公司的投票权不能被转让。^[184] 转让投票权的权利是一种经济剩余权利。股权通常被认为是投票权叠加可转让权,其本质上属于可转让的投票权。该特性使得股权与董事会的权利相区别,董事会可以任命其团队中的新成员甚至是暂时的接任者,却无法转让此种任命权。股东可以转让此类权利,但公司也因此不存在同时具有或部分具有剩余经济权的投票权。

本节试图纠正财产法与公司法之间的理论错位,揭示公司法的财产面向。公司法学界常讨论公司是什么,却很少考虑财产是什么。公司契约论过度占领公司法学界的地盘,此现象或可归因于财产理论严肃讨论的匮乏。本节试图运用财产理论辨析公司中存在的财产性利益。本文认为,排他权是财产的最强表征方式,尽管也有论者不支持“排他权理论”,但至少承认某些公司或商事组织中也构成财产的一种形式——“共管财产”。^[185] 事实上,“共管财产”被视为属于多所有权人的财产,^[186] 这同公司是一种所有权结构的主张也不谋而合。

(三) 财产与合同之间的界限:在公司法上重现

上文揭示了公司法确存财产性权利,但未描绘相较合同性权利,财产性权利的宽度与深度。宽度解决的是权利边界问题,即哪些权利是财

[184] See Usha Rodrigues, *Entity and Identity*, 60 Emory L. J. 1257, 1267-68 (2011) (非营利型公司的参与人不能转让自己的利益,因此也不存在营利型公司的“公司控制权市场”。)。

[185] See Alexander, *supra* note 79, at 1856-57. 尚不清楚,为何亚历山大仅提及封闭公司,而未提及公众公司。

[186] See *Id.* at 1856. 亚历山大主张,与梅里尔(Merrill)和史密斯(Smith)相联“排他性理论”忽视财产中的利益相关人,他称其为“共管财产”。See *Id.* at 1854-55. 本文使用排他权概念划分公司中财产的边界,“共管财产”的概念似乎与其相矛盾。然而,与本文有关的是,史密斯回应,所谓“共管财产”类似于梅里尔和史密斯提出的“实体财产”(entity property),包括公司。See Smith, *supra* note 145, at 2073-74 n. 71. 因此,我们可以认为,排他权进路分析并未完全排除“共管财产”原则的考量。

产性权利,哪些权利是合同性权利?如上所述,股东通常同时享有财产请求权和合同请求权,只有准确定性请求权,才能明确相应的法律后果。深度解决的是股东享有何种所有权利益?哪些所有权利益是合法的?正当的?抑或是合法且正当的?这些所有权利益是否附着于公司本身或其财产之上?

1. 财产权的广度

我们从科斯“厂商理论”法律翻新再版出发,构建财产理论。科斯质问道,以经济为目的的交易为什么以厂商形式而非市场形式展开?^[187]科斯理论解决的是为何以厂商形式组织经济活动的问题,而非为何以公司形式(或其他法律实体形式)组织经济活动的问题。尽管科斯也提及法律意义上的雇员和独立承包商是厂商的基础,但其未追问的是,厂商缘何作为一种法律实体而存在。事实上,科斯厂商概念也涵盖有雇员的独资企业,因为科斯观念中厂商的核心特质是科层关系,而非组织化的构架。^[188]

本节追问科斯没有追问的问题,即缘何公司作为法律上一种制度而存在?本节想表明,合同构架不能模拟公司法上诸多特征,个中原因可归结为两对张力。其一,合同构造无法提供必要的制度细节,例如信义义务关系;其二,正如公司对物性特征揭示的那样,在公司众多潜在请求权人或股权受让人之间缔结合同面临着现实困难。公司核心对物性特征面临着上述两类阻碍,因此对物性特征无法通过合同实现,只能通过财产利益等其他途径表达。

需要注意的是,实践中成规模的商业通常是以实体的方式组织的,这是我们的分析起点。当事人为何不直接所有经营财产且运用详尽的合同手段规制共有及共管关系呢?欲回答此问题,必先从法律层面回答科斯的基础性追问——为何商业经营是以公司(或其他实体形式)展开,是否存在其他替代方案?对此问题通常有两种回答。其中一种回答是,有限责任等法律人格的特点能带来相当便利,但这引发后续问题,为何合同法不能直接在其范畴内复制这些公司法普通特征呢?

[187] See Coase, *supra* note 19, at 390.

[188] See *supra* notes 25 – 29 and accompanying text.

晚近许多文献已注意到,公司法及其他组织法的许多方面不能被合同法模仿,因此,商业制度发源于其他部门法,例如财产法。我们称此进路为“可复制性进路”,最典型的体现莫过于汉斯曼和克拉克曼经典之作《组织法的本质》。^[189]在这部作品中,汉斯曼和克拉克曼分析不能被合同复制的公司法特征后,发现组织法的独特性。^[190]两位作者认为,合同法不能复制的组织法特性大部来源财产法。^[191]

在公司法众多特性中,两位作者明确公司财产免受公司股东的债权人主张的“积极财产分割”的功能,这也是组织法上重要且独特的特征。^[192]“积极财产分割”功能要求股东债权人的受偿顺序居于公司等实体的债权人之后,这使得向企业放贷的债权人无须担忧企业所有权人本身的对人合同关系。^[193]

“积极财产分割”功能便是本文一般意义上提及的公司“对物”功能。“积极财产分割”把公司当作从经营财产上剥离对人属性的一种工具,并使该对人属性转变为对物财产请求权。更重要的是,汉斯曼和克拉克曼之所以把“积极财产分割”功能视为组织法的“本质”属性,很大程度上是因为合同法不能复制类似的法律效果。^[194]汉斯曼和克拉克曼的理论贡献在于,其不仅阐明了财产是公司中的必要板块,也提供了一种界分合同与财产的分析工具。^[195]

汉斯曼和克拉克曼的研究表明,“积极财产分割”功能是公司法的重要属性,并以此推进组织法的理论认识。遗憾的是,两位学者未推演其逻辑,因为财产分割不是公司法唯一组织特性或者说财产特性。组织

[189] See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale L. J. 387 (2000).

[190] See *Id.* at 390.

[191] See *Id.*

[192] See *Id.*

[193] See *Id.*

[194] See *Id.*

[195] 需要注意的是,财产法呈现此种状态并非必然的,公司法也有其他表达方式。这是汉斯曼和克拉克曼提出的观点,于此也适用。See Paul G. Mahoney, *Contract or Concession? An Essay on the History of Corporate Law*, 34 Ga. L. Rev. 873, 878 (2000)(假如历史潮流不抵制演化的话,财产法和合同法本应发展出组织法的财产分割类型。).

法上其他特征也不能被合同法复制。事实上,汉斯曼和克拉克曼提供的进路能够“照亮”公司法中更广的财产法特性、更五彩斑斓的组织法面向,而非仅限于其文章所述一隅。

合同法不能复制的公司法最重要特征或许是公司契约论主要解释目标——信义义务。公司契约论认为,信义义务的产生是因为高昂的交易成本阻止当事人订立足以应对所有突发情况的管理合同。^[196]然而,仅从可复制性角度而言,合同构造无法实现公司法目的本身恰恰证明合同复制方式的无能为力。

值得注意的是,当事人可以明确约定达成关于信义义务的合同,尽管法院可能认为该合同条款内容不够明晰。即便在信义义务已经存在的公司法背景下,合同是否还能创设新的信义义务仍不明晰。^[197]即使回答是肯定的,约定达成一个关于信义义务的合同并不会使得信义义务的定性转变为合同。此外,公司执照条款也不会就信义义务作出明确的规定,某种程度上,它是以负面清单的方式解决此问题的。^[198]

当然,理论上当事人可以通过书面合同约定约束经理应对突发状况,以此替代信义义务。当事人也可以通过合同形式复制“积极财产分割”功

[196] See supra Section II. B.

[197] See, e. g., Jesse M. Fried & Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 N. Y. U. L. Rev. 967, 1014 (2006) (因为信义义务属性的强制性,所以扩张公司中的信义义务仍被视为困难重重。)

[198] See, e. g., Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(7) (2019). 上述条文如下:“(7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title.”——译者注

能甚至是有限责任,但这对于侵权债权人而言仍存困难。^[199] 欲达此目的,当事人必须同每位股东的潜在债权人缔结关于“积极财产分割”功能的合同,且必须同每位公司侵权的潜在受害人缔结关于有限责任甚至侵权法本身的合同。

即便信义义务、有限责任、侵权法甚至财产法本身都可以假想通过与世界上每一个人缔约的方式发挥替代功能,也不意味着上述法律领域都属于合同。某事项是否能够被合同复制,其实取决于其间涉及的交易成本。在上述侵权、财产、“积极财产分割”、信义义务等场景下,交易成本禁止合同复制。

汉斯曼和克拉克曼创设的“可复制性”进路最终摧毁了解释普通股权利的公司契约论。仅需简要地分析便能发现合同束理论与“可复制性”进路的矛盾之处。根据公司契约论,如果经营财产的共有人得以通过合同复制公司所有的特征,那么他们仅存合同性请求权。这对他们在经营财产上的财产利益又将意味着什么?一方面,现实中不存在把这些财产性权利转变为合同性权利的合同;另一方面,假如没有公司,最终结果是财产也就没有所有人,悖论由此而生。公司契约论要求公司是合同束,但同时公司又不能被合同束完全复制,该理论无法自圆其说。

交易成本阻碍针对股权的合同解释,财产法却能解决此问题。财产法创设约束未知(甚至不具有可知性)对方当事人协议中的对物义务,一并解决交易成本的问题。^[200] 不同于合同法中的对人性侧面,私法中的对物性侧面是典型的财产法机制。下文简要展示公司法中的财产法机制如何赋予公众公司必要的对物特性。

公司治理不能简单通过合同复制或适用普通财产法而实现其治理目标。商事所有人可通过共同租赁的形式持有经营财产,但共租人所有的权利(使用且占有全部财产、转让利息、强力分割)会使商事所有人持有经营财产的行为困难重重。^[201] 当事人尝试就此缔约,但该合同似乎

[199] See Velasco, *supra* note 8, at 920 – 21.

[200] See *supra* Section II. C. 2.

[201] See Morgan Ricks, *Organizational Law as Commitment Device*, 70 Vand. L. Rev. 1303, 1321 (2017).

就权利转让约定不具有约束力,且既有的合同救济也是不充分的。^[202] 为了使公司成为一个财产购买者,当事人还必须约定不得行使一般意义上的财产权。此外,该合同很有可能还会被认定为违反永久存续原则或者构成不被允许的权利分割。^[203] 公司的财产法特性却能提供相应解决之道。

股权可自由转让是公司的核心特性,这需要财产的对物特征。这是因为上述特殊限制需要对受让方产生强制拘束力。于此方面,在公众公司中,所有人都能购买股权,因而存在合同不能复制的必要对物性。股份所有权向无数的、分散的当事人群体开放,所有潜在的买家不可能都就此缔约。财产法有办法解决此问题,解决之道类似于“跟随土地”的地役权的设置。公司股份的受让方受制于种种限制,却无须缔结合同,这便类似于地役权。^[204] 股权适用于那些没有法律关系的权利持有人,属于对物权利。^[205] 某种程度上,“可转让性”这一特性是汉斯曼和克拉克曼“积极财产分割”理论中的应有之义。^[206] 这是公司法不能被合同法复制的对物性两个方面,也是公司法的强制性特征。

股份可转让性与类财产规则间的关联可以通过非法人组织与公司的对比揭示出来。例如,相较于公司,非法人组织拥有更广阔且灵活的合同约定空间,^[207] 特别表现为其在某些法域下可以限制或消灭信义义务。^[208] 此外,有限责任公司(LLC)“主要是合同的产物”,这在特拉华州

[202] Id.

[203] See, e. g., *Roberts v. Jones*, 30 N. E. 2d 392, 394 (Mass. 1940) (对分割和转让的永久禁止是违反公共政策的。).

[204] See *Robinson*, supra note 161, at 1467 (“地役权的本质是,其为当事人创设一项对物义务,且当事人无须与义务的创设人产生关系。”).

[205] See *Henry Hansmann & Reinier Kraakman, Property, Contract, and Verification: The Numerus Clausus Problem and the Divisibility of Rights*, 31 J. Legal Stud. S. 373, 374 (2002) (财产最重要的一个因素是,财产权的强制执行可以对抗财产的受让人。).

[206] 积极财产分割模式使财产免收所有人的债权人的受偿。See *Hansmann & Kraakman*, supra note 189, at 390. 但此模式同样重要的一个方面或是,其使财产免收财产受让人的受偿。事实上,所有权人的债权人本质上也属于财产特殊的受让人。

[207] See, e. g., *Anglo Am. Sec. Fund, L. P. v. S. R. Glob. Int'l Fund, L. P.*, 829 A. 2d 143, 150 – 151 (Del. Ch. 2003).

[208] See *Scott Gordon Wheeler, Comment, LLC Fiduciaries: Where Has All the Good Faith Gone?*, 59 U. Kan. L. Rev. 1063, 1066 – 67 (2011).

表现得尤为明显,^[209]也即特拉华州有限责任公司法明确规定“使合同自由原则产生最大的效果”,且允许当事人消除所有的信义义务。^[210]然而,即便在最为合同化的组织中也仍存剩余财产利益。换言之,商事组织中存在“财产性”的“光谱”,一边是公众公司,另外一边是有限责任或普通合同。^[211]

于此“光谱”中,有意思的是,随着股份流动性的增强,信义义务的强制性规则也随之增强。合伙和有限责任公司的权利是最不容易变动的,相应地,其信义义务的强制性规定也最少;^[212]封闭公司居中,其信义义务规定较上者更多;^[213]公众公司通常有最多的强制性规定,其股权也最容易发生变动。^[214]上述财产“光谱”也支持下述观点:公司的制度设计是为了促进股权流动,而这是合同法难以执行之任务。

然而,即便在特拉华州有限责任公司中,“纯粹契约论”的解释也并非毫无破绽。^[215]关于“合伙人所有合伙或合伙财产”的观点存在不同意见。在《统一合伙法》中,合伙财产正式被合伙人以“联名合伙”(tenancy in partnership)的方式直接持有。^[216]然而,即便在传统的合伙“束”视角看来,合伙人通常也不以联名共有的方式保有权利,其权利受制于衡平所有权。^[217]因此,即便诸如合伙这般高度合同化的组织构架也存在剩

[209] See *In re Seneca Invs LLC*, 970 A.2d 259, 261 (Del. Ch. 2008).

[210] See Del. Code Ann. tit. 6, § 17-1101(b)-(c) (2019).

[211] 合伙及有限责任公司可以被视作处于“光谱”的极端,因为其完全能用合同而非实体的方式展开经营。

[212] See Wheeler, *supra* note 208, at 1066-67, 1069-76.

[213] See Shannon Wells Stevenson, *The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties*, 51 Duke L.J. 1139, 1142-44 (2001).

[214] See Wheeler, *supra* note 208, at 1067-68. 然而,在公众公司中,某些强制性规范便放松管制。最典型的例子如加州的累计投票制度,封闭公司通常要求累计投票制度, see Cal. Corp. Code § 708 (West 2019), 但却允许“上市公司”消除累计投票制度, see Cal. Corp. Code § 301.5 (West 2019)。

[215] See *In re Carlisle Etcetera LLC*, 114 A.3d 592, 605-06 (Del. Ch. 2015) (“纯粹契约进路视角忽视有限责任公司独立法律人格、永久存续、成员有限责任等核心特征,而此种特征只有国家能赋予。”)。

[216] See Unif. P'ship Act § 25 (Unif. Law Comm'n 1914).

[217] See generally Ricks, *supra* note 201, at 1327-42 (“归入特性”“对物特性”“权利合并特性”是合伙不能归于联名所有权的普通权能。)

余财产利益,此种剩余财产利益直接同利益的可转移性挂钩。

信义义务、股权免除的属人特性即可自由转让的特性都属于本章所涉及的组织法上的特征,二者存在某些共通之处:其一,假如不付出高昂的交易成本,二者均不能被合同法复制;其二,它们本身属于对物权利,自动附着于股权且跟随股份所有权;其三,无须明示的合同条款,二者属于自动附着普通股利益的公司法强制性规定。上述共同点均属普通股股东的财产面向。

公司的缺省性规范适用于公司剩余投票利益(尤其是普通股),公司财产权的宽度恰与之相同。偏离相应缺省性规范的公司营业执照或章程等定制条款(某种程度上,这种偏离是被允许的)具有合同性权利的特性。财产性缺省性规范的边界变动不居,下文探讨此问题。

2. 财产权的深度

上节对物理论大致划分了公司中哪些利益属于财产性利益,哪些利益属于合同性利益。本节讨论的是财产权的深度问题,也即到底存在何种财产权?如上文所述,股东在公司财产上不享有布莱斯通意义上的类似私人土地永久所有权的财产性利益,^[218]甚至也不存在联名所有权中的共享权利。故股东享有的是一种不同的、较传统财产所有权更浅层的财产权。

“公司是所有财产的一种方式”。该观点与“公司而非股东是公司财产的法律所有权人”这一众所周知的法理相违背,^[219]甚至股东所有权的支持者也经常区分所有公司和所有公司财产这两个概念。^[220]然而,此争论围绕的是公司财产的法律所有展开,并未提及公司财产上的衡平利益。事实上,股东所有公司财产上的衡平利益,这也是一个世纪以来

[218] See Blackstone, *supra* note 104, at 2.

[219] See, e. g., *Purcell v. Wells*, 236 F.2d 469, 472 (10th Cir. 1956) (“公司而非股东是其财产的法律所有权人。”)。

[220] See Velasco, *supra* note 8, at 908.

信义义务之所以存续、“游荡”在特拉华州及其他法院的原因。^[221] 公司属股东所有的事实也反映大法官法庭——衡平法院才是名副其实的公司法院。

公司就其财产享有法律上的所有权,股东不以联名所有的方式就公司财产享有永久所有权。尽管公司所有与联名所有间存共通之处,^[222] 公司财产的财产性利益属于衡平利益,而非法律利益。与法律所有权脱钩的衡平所有权是信托关系的回声,有关信义义务的现代法也由此发轫。第三章第四节将就二者关系展开更详尽的讨论。

3. 公司法上的界限问题

正如内部事务原则所描述的那样,假如不存在公司内外边界,公司法就不足以设立。财产理论划分的是财产与合同的边界。对于信奉公司契约论者,该边界仍重要,因为股权虽是合同,但此合同不同彼合同。例如,一般的不完全合同也不像公司合同一般默示规定信义义务。

因此,在公司合同中,法院“不走寻常路”——即便把公司法视为特别合同法,法院仍需了解什么时候他们应该适用特殊规范? 哪里应该画出分割线? ——这在所有的案件中并非都如此显而易见。但上文描述的合同不能复制的财产规则均可被视为“现成”的公司法缺省性规范。附着于具有剩余控制权的股之上的缺省性规范恰好是公司法与合同法边界所在。因此,股东在公司中可以同时享有合同性权利与财产性权利。

4. 关于公司财产的新研究

以汉斯曼、克拉克曼为先驱的研究者探寻了组织法的财产面向,上文分析正是建立在此类新文献的基础上。尽管公司法的学术文献中充斥着合同束理论,在财产法的学术文献中则存另一种观点,即公司法更

[221] See 2 Arthur W. Machen, JR., *A Treatise on the Modern Law of Corporations with Reference to Formation and Operation under General Laws* § 1399 (1908) (“此外,在某些方面,董事同公司以及权利、财产、公司资产的真实所有人——股东间的关系类似于代理人同本人——隐名合伙人之间的关系,也类似于受托人与受益人之间的关系。”). See also Cahall v. Lofland, 114 A. 224, 232 (Del Ch. 1921) (“关系的根本特征是信托中的忠诚,而董事职位本身并不能带来其他便利。”).

[222] See Danielle D’Onfro, *Limited Liability Property*, 39 Cardozo L. Rev. 1365, 1380–81 (2018) (如何看待股东作为联名所有人也有助于理解股东所有何种权利.).

多源于财产而非合同。^[223] 然而,即便在公司法领域,不断累积的文献确证,合同不能复制公司法的许多面向,这也表明公司法存在剩余财产权。^[224] 该研究进路奠定了公司法的“财产基础”,也有利于“打造合同性上层建筑”。^[225] 由此,公司法研究走在财产法视角研究的大道上,且一路向前。^[226]

关于公司新财产文献的开端是汉斯曼、克拉克曼的富有前瞻性的论文。他们的论述启发了其他对明确组织法的其他不能为合同复制特性的论述。例如,阿穆尔和温考普(Armour and Whincop)基于汉斯曼与克拉克曼的研究做出了重要理论贡献。汉斯曼、克拉克曼关注的是公司法中“积极财产分割”的财产法部分,阿穆尔和温考普则描绘了财产法在公司法中发挥的更为广泛的作用。^[227] 阿穆尔和温考普在公司法的“财产基础”与“合同性上层建筑”之间划分楚河汉界,后者依据“条款规定是否能够通过私人合同复制”予以认定。^[228] 虽然阿穆尔和温考普未认识到本文确定的财产法特征,但其分析为新兴的财产法视角提供了重要助力。

与之相类,摩根·瑞克(Morgan Ricks)发掘了组织法“财产让渡”另一重要特性。^[229] 该特性补足了汉斯曼和克拉克曼提出的“积极财产分割”理论,处理的是共有人之间的关系。^[230] 与财产分割相似,财产让渡无法通过合同约定复制实现。^[231] 瑞克教授用“财产转化”解释“财产让

[223] See James Y. Stern, *The Essential Structure of Property Law*, 115 Mich. L. Rev. 1167, 1201-02 (汉斯曼和克拉克曼所谓“组织法是财产法,而非合同法”的论断是基于“互相排斥”的财产原则。)

[224] See, e. g., Hansmann & Kraakman, *supra* note 189, at 393.

[225] See John Armour & Michael J. Whincop, *The Proprietary Foundations of Corporate Law*, 27 Oxford J. Legal Stud. 429, 449 (2007).

[226] See Lehavi, *supra* note 162, at 186. (“公司法理论逐渐从以合同法为基础的分析转化为研究财产权在公司中扮演的地位……”)

[227] See Armour & Whincop, *supra* note 225, at 463. [“我们认为,(公司法财产基础)规则的范围明显广于汉斯曼和克拉克曼所提出的‘积极财产分割’。”]

[228] *Id.* at 449 n. 79.

[229] Ricks, *supra* note 201, at 1306.

[230] *Id.* at 1351.

[231] *Id.* at 1309.

渡”,这与本文论证存有不谋而合之处。

埃尔达尔与文斯坦(Eldar and Verstein)的最新研究改进了汉斯曼和克拉克曼的理论框架,在与商事组织比较后,明确了担保利益的特性。^[232]如公司一样,担保利益横跨财产与合同。埃尔达尔与文斯坦两位学者展示了担保利益不能复制的实体特性,^[233]表明商事组织拥有相较于担保利益更丰富的财产属性。

除“积极财产分割”,上述财产法视角下的公司法研究为组织法的特性添加了新元素,这些元素均不能通过合同复制予以实现。某种程度上,上述研究均属本文主论点的具体展开。大而化之的组织法也好,细致入微的公司法也罢,不过是不同资产组合的“物化”手段罢了。有限责任、自由转让、永久存续及董事会管理的特权等公司最为重要的特性都是公司对物财产特性的一部分。

(四) 财产与信义义务的关联

本文的分析试图展示公司中存在的财产性利益,划分财产性利益与合同性利益之间的边界。本节表明,这些财产性利益直接或间接与公司董事的信义义务相联系。第四章论述公司剩余利益是财产利益,且迥异于法与经济学所谓“剩余请求权”的分析,而本节内容为第四章奠定基础。因此,贯穿本节及下章的观点是,信义义务的产生不是因为普通股股东通常享有剩余经济请求权,而是因为他们通常享有剩余控制权。

如上所述,公司契约论努力解释信义义务,因为此义务并不当然产生于合同中,也不附着于其他当事人的自由裁量权之上。^[234]相较不经常产生信义义务的合同关系,信托和代理关系常产生信义义务,而这两个信义场景与公司法紧密相连。

信义义务理论基础的相关文献涉及多个不同的信义场景,庞杂且颇有争议。^[235]这些文献的共通之处是,对代表他人处分他人之物的行为

[232] See Ofer Eldar & Andrew Verstein, *The Enduring Distinction Between Business Entities and Security Interests*, 92 S. Cal. L. Rev. 213, 218 (2019).

[233] Id. at 218, 270.

[234] See supra Section II. C. 2.

[235] 下述是一些有影响力的作品:Tamar Frankel, *Fiduciary Law* (2011), Paul B. Miller, *Justifying Fiduciary Duties*, 58 McGill. J. 969 (2013), and Smith, supra note 10.

都默认存在信义义务。^[236] 因此,假如股东享有的利益属上文所述的财产性利益,那么管理公司者也应该具有信义义务。事实上,杰出的信义义务法学者史密斯(Gordon Smith)便曾直截了当地总结,“信义关系中具有的特殊忠实义务是为了保护受益人稀缺资源上的类财产利益”。^[237] 尽管绝大多数信义义务学者认为,财产法法理不能就信义义务提供一般的解释,但大多数学者认为,代表他人处分他人之物足以默示地包含信义义务,^[238] 这是一种合乎目的的解释。

在公司的语境下,财产与信义义务联系以及信义义务的复杂性稀松平常。将公司比作信托在公司法中亦不鲜见。正如公司法,信托法中也存在下面争议已久的问题——信托的受益人在信托财产上是否享有对物利益,抑或仅仅对受托人享有对人的请求权,敦促其履行受托义务。^[239] 信托本身通常被认定为财产上的信义义务,^[240] 这也预示着对信托的比喻不能迁移至公司上,毕竟公司被认为是一个纯粹的合同束。无论如何,相较信托的受益人,股东享有更多的所有权权能,^[241] 这也说明公司股东的类财产属性至少同信托受益人的类财产属性相同。

另一个信义义务常出现的领域便是代理关系。法与经济学的传统论述通常把董事描述为“代理人”,尽管董事确与代理人存在某些共通

[236] See Smith, *supra* note 10, at 1403.

[237] D. Gordon Smith, *Firms and Fiduciaries, in Contract, Status, and Fiduciary Law* 293, 294 (Paul B. Miller & Andrew S. Gold eds., 2016).

[238] Smith, *supra* note 10, at 1403-04 (“一直以来,律师认为,代理人代表本人处分财产应受到信义义务的规制”,但财产法不能解释所有的信义义务。).

[239] See, e. g., Helene S. Shapo ET AL., *Bogert's the Law of Trusts Andtrustees*, Westlaw, § 183 (2019).

[240] See Restatement (Third) of Trusts § 2 (AM. LAW. INST. 2003) (“信托……是关于财产的信义关系,生成于创设此种关系的意思表示。此关系要求财产权的持有人负有一或多人利益服务之义务,且至少有一人不是唯一的受托人。”).

[241] Velasco, *supra* note 8, at 907.

之处,^[242]但董事负担的义务在法律上并不等同于代理人所负义务。^[243]董事代表董事会履职且股东就公司的财产享有衡平法上的利益,上述事实创设类似(并非完全同一)代理关系中的信义义务。

因此,信托关系、代理关系与公司存在诸多共性。某种程度上,公司董事与董事的关系便同时体现信托关系和代理关系的特征。两类关系至少部分都属于以财产为基础的关系。公司股份的财产方面与信义义务的信赖方面相联,股份的代理方面又与投票权相联,而投票权是“财产—信义义务”连接中的核心部分。

当我们把关注焦点从信义义务理论转移至公司法,便会发现此种联系更为明显,不仅仅体现在对一般财产和信义义务的保护上,也体现在对具体投票权和信义义务的保护上。在特拉华州法律中,投票权被单独特别保护,以使其免受董事会的侵扰。假如董事会意图干涉股东授权,这将触发相较股东其他权利变动的更高层级的审查。^[244]揭露股东投票权与信义义务直接联系的最有力证据莫过于公司法中利益冲突交易中的“涤除”机制。无论是《特拉华州法律》第144条^[245]还是《标准商事公司法》F分章,^[246]利益冲突交易可以被无利害关系股东的投票权治愈,也只有具有投票权的股东有能力治愈信义义务之违反。^[247]

[242] See Victor Brudney, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, 38 B. C. L. Rev. 595, 611 n. 40 (1997). 第三版《代理法重述》认为,董事不是代理人。See Restatement(Third) of Agency § 1.01 cmt. f(2) (AM. LAW INST. 2006).

[243] See Brudney, *supra* note 242, at 611. 某种程度上,在忠实的公司契约论模型中,经理确实可能成为股东(或者其他任意合同请求权人)的代理人。原因在于,经理被授权改变公司的法律关系。在公司实体论看来,因为经理改变的是公司的法律关系,而非股东的法律关系,因而经理并非股东的代理人。在公司契约论看来,公司是合同束,所以变更公司法律关系也即变更股东在公司的合同权利。仅凭股东身份,股东与公司或者他人之间不存合同义务,公司契约论于此与事实相悖。因而,明确信义义务中的财产重要性能够补足公司契约论的短板。

[244] See *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988).

[245] See Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (2019).

[246] See Model Bus. Corp. Act § 8.62 (Am. Bar Ass'n 2016).

[247] 《特拉华州普通公司法》《美国标准公司法》明确股东“有权投票”作为“涤除”利益冲突交易瑕疵的相关因素。See tit. 8, § 144(a)(2) (“股东随即有权投票”); Model Bus. Corp. Act § 8.63(c)(ii). (涤除交易的“合格股权”属于满足特定无利害关系要求的“有关交易的所有有投票权股权”。)

纠正利益冲突交易的权力仅特别地跟随投票利益,这是因为在双层股权结构甚至无投票权股的情形下,投票利益和经济利益可能分离。^[248]投票利益有能力“涤除”信义义务之违反、审查法院适用公平原则利益冲突之交易,这是所有股东的经济利益(包括无投票权股)也无法实现的。有投票权的股份能单独地“涤除”信义义务之违反,这明显暗示最高级别的信义义务仅从属于有投票权的股份。^[249]第四部分将进一步论述信义义务中财产关系的内涵和有关公司的理论。

四、信义义务两种解释路径——财产法理论抑或合同剩余请求权

无论对公司契约论还是财产法视角下的公司法而言,普通股的剩余请求权性质都至关重要。然而,在两种不同的进路中,剩余利益的类型也是不同的。公司契约论强调普通股的剩余经济利益,且将其视为信义义务和投票权产生的动力。财产法理论则关注普通股股东享有的、以投票权形式展现的剩余控制权,且将投票(所有权)利益视为信义义务产生的动力。本部分便讨论此两种关于剩余利益的不同解释及其含义。

(一) 剩余请求权的修正分析

第三部分检视了公司中财产利益不能通过合同予以替代的部分。本部分则考察该论点的反面,即哪些权利可以通过合同复制替代。普通股通常具有的剩余经济权利无疑属于此类。剩余经济权无须借助“股份”即能以合同方式予以复制,但却产生截然不同的法律后果。同样的经济剩余权却产生不同的法律后果,这表明信义义务及投票权来自剩余控制权而非剩余经济利益。

例如,公司向投资者出售看涨期权,此类投资中不存在投票利益但

[248] See *infra* Section V. C.

[249] 尽管有人可能会质问,无投票权股如何可以投票,《特拉华州普通公司法》第 242 条确实规定此项机制。See tit. 8, § 242(b)(2) (关于营业执照的某些修改需要类别股股东的法定投票,即便此种类别的股东不被允许被投票。)

存在复制普通股的经济利益。^[250] 即便期权持有人如同普通股东,几乎在所有的方面都享有剩余请求权,也享有合同性权利,却不享有信义义务带来的利益。^[251] 该例子有力驳斥了伊斯特布鲁克和费希尔的观点,表明信义义务并不必然跟随不完全合同与剩余请求权的地位。期权持有人兼具上述要求,信义义务也未附着于期权之上。

上述期权例子暴露出公司契约论的缺陷。实际上,公司契约论在处理信义义务的问题上犯了“颠三倒四”的错误。股东享有公司剩余经济利益,且将剩余经济利益与信义义务结合是有效的,但董事不因此而向股东负有信义义务。管理者之所以就股东负有信义义务,是因为股东就公司的剩余控制权享有财产性利益(以其投票权的形式)。股东之所以享有剩余经济利益,是因为其结合上述二者是有效的。当公司被创设时,那些贡献财产的当事人也放弃其财产的法律权利,同时保有衡平法上的权利。

这并不是说,传统的剩余请求权的分析是错误的,它仅是颠倒了次序。财产所有人选择享有信义权利,也选择保有剩余经济利益,按照法与经济学的说法,将二者结合起来完全是合乎情理的。然而,仅凭借“二者结合是有效率的”解释“信义权利来自于剩余经济利益”,缺乏说服力。传统法与经济学认为,股东享有剩余经济利益,且将信义权利赋予剩余经济利益所有人是有效率的,因此股东保有信义权利。相反,财产法视角下的公司法认为,因为股东与公司间存在财产性利益,所以股东才享有信义权利。股东选择保有剩余经济利益,因为这么做是有效率的。

[250] 仅在实质区别于真实证券市场的特定情况下存在。See Velasco, *supra* note 8, at 917. 然而,实践中不常见的事实仅表明这种制度可能的低效,而非表明在理论上看涨期权等同于普通股。See Fischer Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. Pol. Econ. 637, 649-50 (1973) (期权定价理论能够重新定义债权,认为其是公司财产的所有权;同时,当债务清偿后,作为期权的普通股便能取得公司财产的所有权。)

[251] See *Feldman v. Cutaia*, C. A. No. 1656 - N, 2006 WL 920420, at *6n. 37 (Del. Ch. Apr. 5, 2006). (“特拉华州最高法院坚持认为,董事不对将来股东负有信义义务。”)认股权证所有人的权利“完全是合同性”的。See *Aspen Advisors LLC v. United Artists Theatre Co.*, 861 A.2d 1251, 1263 (Del. 2004).

相较既有公司契约论,此种解释公司和信义义务的方式有许多优点。公司契约论的显著缺陷是,股东并非公司唯一的剩余经济请求权人。包括股东在内的其他公司选区均根据公司成败决定自身盈利或损失,且其利益也类似剩余利益。此外,虽然公司契约论假定其他公司选区能仅以合同保障其利益,但鉴于合同的不完全性,其他选区也面临合同难以保障其利益的类似难题。^[252] 凸显普通股脆弱性的股东至上主义也忽视其他选区的脆弱性。基于剩余请求权而提出的股东至上主义也忽视公司中存在的其他剩余请求权。

公司契约论者的回应或是,不可否认的是,公司决策的外部当事人不当然包含信义义务。绝大多数学者也不希望董事会在决策时能考虑公司外部因素^[253](尽管也存在某些例外^[254])。例如,董事会的好决策必然会带给竞争者负外部性,但这种负外部性并不引发董事会的信义义务。外部性存在的事实不表明存在无数的剩余利益所有人。然而,如前所述,公司契约论在此发生“精神分裂”,^[255]因为在其模型中,公司无所谓“内部”或“外部”之分,因此也无所谓公司决策的外部性。所有与公司交易的当事人都属合同当事人,而非公司的利益相关人,而该问题财产法理论本就无须顾虑。^[256]

即便在认可公司中存在所有权利益论者的内部,“信义义务跟随所有权存在”的观点也并非不存异议。例如,如前所述,汉斯曼明确把所有权与投票权联系在一起。^[257]他认为,剥夺投票权也即剥夺所有权。此

[252] See, e. g., David K. Millon, *New Directions in Corporate Law Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law*, 50 Wash. Lee L. Rev. 1373, 1377 - 79 (1993) (公司其他选区也存在无法事无巨细地约定所有事项的问题,此现实粉碎一些不切实际的猜想。)

[253] See, e. g., Elliott J. Weiss, *Social Regulation of Business Activity: Reforming the Corporate Governance System to Resolve an Institutional Impasse*, 28 UCLA L. Rev. 343, 418 - 19 (1981).

[254] See generally Christopher D. Stone, *Where the Law Ends: The Social Control of Corporate Behavior* (1975).

[255] See supra note 31 and accompanying text.

[256] Velasco 采用另外一种论述外部性的方式。Supra note 8, at 912 - 13 (2010). 因为 Velasco 接受财产法视角下的公司,他的论证并不建立在契约论的基础上。

[257] See supra notes 179 - 183 and accompanying text.

外,汉斯曼教授认为,在全部均为无投票权股份的公司中仍存信义义务,即便此时公司已为“非营利性”。^[258] 财产法视角下的公司法将投票权连接财产权,并以财产权为中转连接信义义务,如此避免“投票权—信义义务”间粗暴的错配。

公司契约论存在明显的循环论证,这进一步暴露出以合同束解释普通股的问题。为阐明此种循环论证,我们首先需了解剩余权所有人在企业中不可能仅存合同权利。按照剩余权的定义,其指在满足合同请求权后剩下的权利。赋予普通股股东普通合同意义上的特定经济权利,便会发生逻辑上的矛盾。在一个普通的双边合同中,假如一方当事人带走某些价值,这对另一方当事人也会产生影响。但如果就普通股股东的利润作出某些限制,这些耗散的价值也无处逃逸,因为普通股股东是剩余经济请求权人。与之相类,(按比例地)剥夺普通股股东的合同权同样是不成立的。假设公司取消某些股份,该做法完全不能增加公司全部财富,这有别免除公司某些合同的义务。“羊毛出在羊身上”,剩余请求权人所能就任何具体权利展开洽谈必然是以剩余请求权本身为代价的。当合同义务被满足后,公司中仍保留的缺省性权利束就是剩余请求权。值得注意的是,当公司以特定的方式减轻自身应履行的合同义务,权力便又复归于“剩余的剩余权”,也即剩余请求权人的投票权。换言之,把经济学中厂商理论生搬硬套在作为法律实体的公司上,无疑会产生南橘北枳的后果。

在解决私法中的常见问题——财产规则和责任规则的划分中,这种循环论证再次上演。在法律与经济学的思潮中,一个重要合同法理念便是效率违约。如果把效率违约运用在剩余利益人身上会发生什么? 违约将带给剩余利益人利益? 事实并非如此,这也部分解释了为何通过财产规则而非责任规则保护公司中普通股股东的权利。

某种程度上,相较于剩余经济利益,剩余控制权利益更为优先和基础,因为它是剩余的剩余。某人可以拥有没有剩余经济请求权的组织,

[258] See Hansmann, *supra* note 179, at 61. 汉斯曼认为,在剥夺股东投票权的大型公众公司,“董事也依然负有代表股东管理公司的信义义务,现行的一系列正式或非正式的制裁措施也证明确存此种义务。” *Id.* 即便“公司形式上是非营利性的”“公司股东是公司的受益人而非所有人”,该论断也是正确的。 *Id.*

诸如许多非营利性组织,但所有的组织都必须所有留存于某处的剩余控制权。于此意义上,剩余控制权——投票权是组织的最小公分母,也是所有权的栖身之所。

至此,我们揭示剩余经济请求权与合同束理论结合后产生的自相矛盾问题。自由漂浮的合同束理论不能以其“纯粹”的理论样态解决问题。传统公司契约论认为,信义义务和投票权都跟随剩余请求权,但在纯粹的合同束理论看来,剩余请求权的定性受到公司缔结合同的影响。事实上,组织必不可少的剩余权利是完全投票权,这是剩余性(residuality)的相关表现形式,也是理解股权财产本质的关键,而非公司财产的经济剩余请求权。

(二)从厂商合同理论到公司契约论

为了解释信义义务,公司契约论依赖某种程度上被简化的合同的不完全性。假如合同是完全的,那么也就没有信义义务存在的必要,因为合同能事无巨细地约定经理应采行为。^[259] 关于此点几无争议,问题关键在于,“完全合同不存信义义务”不能推导出“不完全合同一定存在信义义务”的命题。事实上,如前所述,所有合同在某种程度上都是不完全的。此外,非公司语境下的不完全合同通常也不会产生司法上的信义义务。

公司契约论者以剩余经济请求权的概念划分股东与其他合同请求权人,这正是谬误所在。厂商理论不是公司理论,它也从未解决公司法上的边界问题,^[260]相反,它解决的是为什么某些当事人交易时采用合同安排,而另一些当事人并非如此,剩余请求权仅是它解决上述问题的工具。就厂商理论本身而言,其并未供给公司法某些理论关怀。

剩余请求权的分析是如何步步占据公司法学的呢?自尤金·法玛皇皇巨作《代理问题和厂商理论》始,相关研究便发生了重大错误转

[259] See Oliver Hart, *An Economist's View of Fiduciary Duty*, 43 U. Toronto L. J. 299, 301 (1993) (“仅在初始合同约定不完全时,信义义务才有存在的价值。”)。

[260] See Lynn Stout, *The Economic Nature of the Corporation*, in 2 *Ox - Ford Handbook of Law and Economics: Private and Commercial Law* 337, 338 (Francesco Parisi ed., 2017).

向。^[261] 法玛的研究目的是解释所有权与控制权分离甚至没有一个能约束管理层“所有人”的大型公司缘何是有效率的。他注意到:

在“合同束”看来,公司所有权是一个无关紧要的概念。打破“公司归股票所有人所有的”的成见是很重要的,因为这是迈出理解“公司决策并非一定由股票所有人把控”的第一步。^[262]

法玛的观察与财产法视角下的公司法不谋而合。在法玛假设的个性化的大公司中缺了什么?投票。法玛式的个性化股东不享有排他权。因此,所有权无关紧要,更准确地说,所有权在法玛的公司中消失了。从法律角度观察,虽然法玛在其文章中交替使用“公司”“厂商”,法玛式的个性化大公司实难与法律上的公司画上等号。

不管怎样,我们不能以字面意思理解合同束进路,认为其排除公司所有的财产关系。合同束本身表明,所有公司关系是合同关系,而非财产关系。例如,公司所有的动产和不动产与公司间是一种什么法律关系呢?我们恐怕很难认为这种关系也属于公司的合同权利。^[263] 换言之,公司的财产是在公司“里面”的,公司的权利也不能在法律层面被描述为“合同”权利。

就合同束理论作出的理论贡献而言,本文提出的财产法理论不意在抹杀其贡献,也不欲否定其作为思考公司存在的价值。正如其他理论洞见一般,公司契约论也将理论本身化归为抽象思考,将庞杂繁复的细节合并为单一简单的理论模型。针对公司契约论难以圆满解释的基本法律制度,财产法视角下的公司法则提供了另一个可能的答案。

(三) 财产法理论对厂商理论的影响

正如厂商理论不是公司法理论一样,财产法视角下的公司法也非厂

[261] See Fama, *supra* note 40, at 289.

[262] *Id.* at 290.

[263] 但有研究者走得更远,主张公司并不以永久所有权的方式所有其财产。See Joseph William Singer, *The Reliance Interest in Property*, 40 *Stan. L. Rev.* 611, 639 - 41 (1988) (所有权和控制权的分离破除“股东所有公司”的看法,公司作为财产“所有人”的观念也非思考公司中权利的有益方法。). 在此论述中, Singer 基于信赖提出一种新的财产权,此权赋予不同的公司利益相关人就公司财产“所有权”。See *Id.*

商理论,但财产法视角下的公司理论却影响厂商理论。特别地,本文提出的财产法理论与格罗斯曼、哈特及摩尔理论(Grossman, Hart and Moore, 以下简称 GHM 理论)所涉及的“财产权”研究具有极大的相似性。^[264] GHM 理论认为,剩余控制权,而非剩余经济利益才是公司中所有权的相关形式。GHM 理论构想剩余控制权是一种所有权,且所有权的核心权能在于“排他的能力”。^[265] GHM 理论对厂商理论影响巨大,财产权因此被视为与合同权同样重要。^[266]

尽管 GHM 理论与本文提出的财产法视角下的公司法有紧密的联系,但其解决的是另一个问题。GHM 理论解决的是,在生产活动中,谁应该所有公司财产促进有效投资的问题。本文财产法理论解决另一基本问题,即谁所有财产的问题,此问题也是厂商理论现实意义的试金石。交易成本与交易有关,而当产生交易成本时,缺省性权利分配便至关重要。为了判断交易成本重要与否以及特定情况下存在何种交易成本,我们需要了解权利的缺省分配。财产法理论无疑给我们这样一种权利缺省分配。

财产法理论也揭示作为实体公司的法律功能。其功能之一便是在解决共有及反共有难题时划分财产权利。当公司所有权被分割时,相伴而生的是共有难题,也即每个所有人都有不效率地从公司中攫取好处的动力。这也是公司法缘何不允许股东直接“使用”公司财产的原因。

与此同时,企业财产的共同所有权也带来了反共有难题,也即每位股东都享有否决权,此问题也说明限制财产权对商事组织而言是必要的。^[267] 财产法中的解决之道或是允许股东分割权利,但这同样会带来另一个反共有难题:每位共同所有人可以随时将自己那部分财产剥离出合作的企业。单纯依靠合同都不能解决上述这些反共有难题。^[268] 事实

[264] See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 J. Pol. Econ. 691 (1986); Oliver Hart & John Moore, *Property Rights and the Nature of the Firm*, 98 J. Pol. Econ. 1119 (1990); Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure* (1995).

[265] Hart & Moore, *supra* note 264, at 1121.

[266] See Armour & Whincop, *supra* note 225, at 462.

[267] See Ricks, *supra* note 201, at 1342-45.

[268] *Id.* at 1344.

上,合同法一般不解决共有或者反共有问题,因为在双方合同的范式中,共有问题与之无涉。然而,这些问题是公司法的核心问题,这也是组织法将其交由治理机制而非单方权利解决的原因。^[269]

投票权是所有权,此观点还从阿尔钦和德姆塞茨契约论的论述中得到了印证,阿尔钦和德姆塞茨的研究常被视为反所有权研究,这出乎意料。他们将股东视为与债券所有人、优先股股东并列的“投资者”,而非“共同所有人”。^[270]事实上,阿尔钦和德姆塞茨都支持“投票权是所有权的一种权能”这一论点。他们注意到:

如果我们认为,债券所有人、优先股及可转换优先股股东、普通股股东、期权所有人仅是不同类型的投资人——在风险防范、公司未来收益分配的信心等方面不同的投资人,那么为何股东应被视为是一种与其他金融投资人不同的“所有人”呢?^[271]

上述文段表明,把剩余经济利益与投票权结合在一起是没有必要的,无投票权股东“仅是缺乏所有权内涵的投资者”。^[272]即使阿尔钦和德姆塞茨默认投票权是所有权的试金石,也没有必要把经济剩余权与控制剩余权联系起来。

除了上述理论的错配,合同束理论不能解释公司法上诸多重要特征,也未能指引案件的裁判。大约二十年前,艾森伯格(Melvin Eisenberg)即指出,合同束理论不能从字面上解释为公司仅是合同法律条款的集合:

此理论不能也不表示其字面含义。就生活语言而言,“合同”意味着“协议”,就法律语言而言,“合同”意味着有法律执行力的承诺。然而,显而易见的是,所谓合同束理论不代表公

[269] Id. at 1345.

[270] See Alchian & Demsetz, *supra* note 31, at 789 n. 14.

[271] Id.

[272] See Id.

司要么是“协议束”，要么是“有法律执行力的承诺束”。^[273]

艾森伯格认为，“公司是‘互惠安排束’（a nexus of reciprocal arrangements）”。^[274]他注意到，仅是因为经济学家创造了“合同”一词，“合同”才广泛使用。在经济学家看来，“合同”用以区别科斯提出的许可和权威，是“市场”的同义替换。^[275]合同与财产间的混乱界限在法玛的论著中也可见到，法玛表示，自己不在法律层面区分合同和财产，“（合同束）理论强调组织中合同带来的权利重要性，本研究则是在突显‘财产权’情况下展开。”^[276]于此，法玛将合同权利等同于财产权利，且不在二者间做出明确划分。

协调本文提出的财产法理论与合同束理论也并非不可能。一种可能是，合同束理论仅描述公司法突出的能动功能，与其有限的强制性特征区分。这是“主动”“私法脉络”镜像中的公司，通常区别于强调强制性规则、规章、政府监管的公法视角。^[277]因此，合同束理论最好被理解为将公司法置于私法传统而非公法传统中的一种理论。^[278]

另一种协调的可能是，认为合同束理论采用科斯关于资本提供者的论证方法。我们不追问生产要素的交换为何在公司内而非公司外、市场上进行，我们追问的是，为何公司资本需要采“把资本提供者留置于公司内（股东）”而非“资本市场单一借贷”的形式？假设与剩余所有人签订合同伴有高昂的交易成本，那么通过引进股东此资本提供者便能回避磋商过程，这恰恰证明股东与公司之间是非合同性的关系。

我们不能完全归咎于厂商理论的公司法迁移运用。虽然经济学上的厂商理论正朝着 GHM 理论方向发展，但是公司契约论仍占据公司法学界的半壁江山。^[279]某种程度上，将 GHM 理论模型融入公司法理论，

[273] Eisenberg, *supra* note 1, at 822 (emphasis in original).

[274] See *Id.*

[275] See *Id.* at 822 – 23.

[276] Fama, *supra* note 40, at 289.

[277] See, e. g., Marc T. Moore, *Corporate Governance in the Shadow of the State* 1 – 6 (2013).

[278] See Greenfield, *supra* note 72, 29 – 33.

[279] See Armour & Whincop, *supra* note 225, at 462.

这是本文及新财产法视角下的公司法承担的使命。同时,这仅是万里长征的第一步。

五、公司法的财产法理论内涵

合同束理论模型未实质解决公司法上诸多问题。事实上,许多争议仅停留在讨论“此问题为何值得争论”的层面。^[280] 对此有以下诸多回答。首先,如上所述,合同束理论没有过多的理论意涵,很大程度上仅是对现状的重述而已。^[281] 其次,如果财产与合同间不存边界,那么就“公司法为何以及如何区分普通合同法”的问题,合同束理论未作出过多贡献。^[282] 最后,在诸多为公司股东所有权辩护的理由中,最重要的理由或是“股东至上主义”,^[283] 然而反对者表示,所有权并非解释股东至上主义理念认真的理由。^[284]

此外,公司契约论恰恰在其欲大显身手之处而马失前蹄,即在解释公司合同请求权的一员的信义义务方面显得不尽如人意。公司契约论就此作出诸多努力,因为公司大部分的诸如雇员、债权人等合同请求权人是受到特别合同法分支的管制。以合同不完全解释信义义务的理论是薄弱的,因为正如上文所述,在其他非公司法的语境中,合同的不完全性未因此引发信义义务。^[285]

财产法理论的引介让我们明晰各类公司的请求权、讨论有益于公司法进步的理论内涵。财产法视角也解释了我们观察到的许多法律形式、

[280] 例如,艾森伯格反对合同束的文章在提出“把事情做好”与“想清楚”的观点时,比较引用“何者是重要的”? See Eisenberg, *supra* note 1, at 836.

[281] See *supra* notes 1 – 17 and accompanying text.

[282] See *supra* notes 46 – 65 and accompanying text.

[283] See Velasco, *supra* note 8, at 939 – 40(股东所有权之所以是重要的,是因为相较合同,财产权为股东权利提供更强的基础,也暗含“股东至上主义”及董事对股东负责的意味。).

[284] See Greenfield, *supra* note 72, at 47(“没有公司法名家用财产权作为论证股东至上地位的论据。”).

[285] See *supra* notes 118 – 21 and accompanying text.

明定了许多让人疑惑不解的法律规则。财产法理论正当性均围绕一个棘手问题——剩余请求权的正当性而展开。本部分将简述财产法视角下公司法的某些理论内涵。

(一) 营业执照中的合同性权利

特拉华州法院通常把公司执照或章程视为公司与其股东之间^[286]或者仅是股东之间的“合同”。^[287] 在需要解释的语境下,公司执照及章程的合同特性便显得尤为突出,特拉华州法院可以运用合同法解释原则解释这些文件。^[288] 因为公司执照和章程是规定股东身份权利之处,表面而言,公司股东权利似乎也仅是合同请求权。

一个经常被忽视的事实是,公司营业执照条款中通常不规定普通股的重要权利。普通股的权利常是由相关公司法标准地、现成地予以规定。^[289] 无论是信义义务还是投票范围均由公司法及相应判例法规定,而非公司营业执照条款规定。^[290] 以下事实可以印证上述观点:与公司法中的剩余权利不同,所有将公司营业执照条款解释为合同的案例均与优先股条款相关,优先股是一种特别权利。^[291] 公司营业执照条款规定的特殊权利也不是构成所有权利益的普通剩余权利。

[286] See, e. g., *Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp.*, 73A. 3d 934, 955 (Del. Ch. 2013). (“在世代相传的一系列判决中,我们最高法院已清楚表明,章程是在特拉华州公司与其股东之间的有约束力的合同。”)

[287] See, e. g., *Centaur Partners, IV v. Nat'l Intergroup, Inc.*, 582 A. 2d 923, 928 (Del. 1990). (“公司营业执照和章程是公司股东之间的合同,合同解释的一般原则也可以适用于其上。”)尽管在诸如著名的 *Trs. of Dartmouth Coll. v. Woodward*, 17 U. S. (4 Wheat.) 518 (1819)等案件中也能发现把公司执照解释为合同的做法,但在近数十年里,泛合同化的解释明显增多。最近特拉华州最高法院基于章程的合同属性确定由董事会发起的单方章程修改是有效的,这使公司合同束理论达到应用的高峰。在 *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund* 一案中,法院分析到,“因为公司章程是‘公司股东间的合同’,所以董事会能接纳费用转移条款。See 91 A. 3d 554, 558 (Del. 2014) [quoting *Airgas, Inc. v. Air Prods. Chems., Inc.*, 8 A. 3d 1182, 1188 (Del. 2010)].”

[288] See *ATP Tour, Inc.*, 91 A. 3d at 558.

[289] See *Easterbrook & Fischel*, supra note 2, at 34(把公司法,包括投票权和信义义务在内形容为“一系列现成的条款”)。

[290] See *Id.*

[291] See, e. g., *Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp.*, 73A. 3d 934, 955 (Del. Ch. 2013).

何时条款是合同性的,何时条款又属于信义义务?特拉华州法院不规范的解释让人疑惑不解,这迫使法院阐明合同法教义如何解释公司法基本原则。例如,在最近的 *Sciabacucchi v. Salzberg* 一案中,特拉华州衡平法院这样论述道:

公司执照不同于普通私人合同。于后者中,当事人在权利能力的范围内分配、分担自身的权利义务。当公司营业执照被特拉华州州务卿接受后,创制“公司主体”(这是一个法律上独立的实体)的主权行为也因此生效……如此,特拉华州便能运用公司法厘定州规定的财产权边界。^[292]

在摘录中,法院从公司契约论开始论证,最终却以营业执照条款中的“财产权”缓和论调。特拉华州最高法院改判此案,“一以贯之”地区分公司“内”“外”的路径,而非双轨制。^[293] 相较合同束理论,财产法视角下的公司法更容易纳入既有“一以贯之”的论证路径。

持公司契约论的理论家一直在努力解释,为什么所有公司事实上都接受“现成的”公司法缺省性规定。如果公司法确是合同性的,那为什么公司法基本上不存在“另行约定”的规定?正如克劳斯纳(Michael Klausner)指出的,“公司法合同不存在丰富的多样性——要么通过营业执照条款要么通过公司注册选择相应的公司法。存在的多样性不是合同性质的,存在的合同则不存在多样性。”^[294] 公司的“合同”(营业执照)大多包含很少的约定条款且极其依赖于州法律。^[295] 换言之,除了例外情况,“缺省性规则被统一适用”。^[296] 此外,即便统一适用缺省规则能够

[292] *Sciabacucchi v. Salzberg*, C. A. No. 2017 - 0931 - JTL, 2018 WL 6719718, at * 2 (Del. Ch. Dec. 19, 2018), Rev'd, C. A. No. 2017 - 0931, 2020 WL1280785 (Del. Mar. 18, 2020).

[293] See *Salzberg v. Sciabacucchi*, C. A. No. 2017 - 0931, 2020 WL 1280785, at * 18 (Del. Mar. 18, 2020).

[294] Michael Klausner, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, 31 J. Corp. L. 779, 784 (2006).

[295] Id. at 786.

[296] Id. at 790.

带来效率,商事主体也能轻易地为自己创设标准,为何他们却选择依赖没有比较优势的州政府所供给履行的规则?[297]对公司法缺省性规则的依赖让公司契约论者抓耳挠腮、百思不得其解。[298]

就此依赖现象,财产法视角下的公司法提供了一种新的解释。这种解释不拘泥于传统的过高交易费用及最近流行的有趣网格化效应。[299]如上所述,公司法的缺省性规范划定了股东在公司中财产权的边界。一旦偏离这些缺省性条款且创设有别于公司法规定的权利,商业实践者便可察觉其中风险——权利可能从原先以为的财产性权利转化为合同性权利,而此权利可能失去信义义务的保护。因为信义义务的保护,公司股权是(或被认为是)相较于没有保护的权利更有价值的权利,公司法规定的缺省性财产权也一般得以保留。此外,某种程度上,因为公司法的演进,缺省性规则也非一成不变的“现成”标准合同。这种特征也更接近于财产而非合同。股东不存在明确的合同条款,该事实则指向下述更易于被人接受的论断:股东享有完全财产权但同时 also 负担标准合同法规定的限制,财产权也好,合同法限制也罢,均是由州制定的。

(二) 优先股、认股权证及可转化证券权利人的信义义务

当涉及优先股、认股权证及可转化证券时,以公司契约论解释信义义务便不那么令人满意。如第四部分所述,公司契约论对剩余经济请求权的解释要么延展不足、要么过于概括。在复杂的资本结构中,上述问题显得尤为突出。如上所述,从经济学角度出发,公司各类请求权均存剩余请求权的特征,特别是认股权证和可转化证券(无论是债券还是优先股)。[300]在复杂的资本结构中,这使合同束理论的适用举步维艰。

[297] See Armour & Whincop, *supra* note 225, at 430 – 31.

[298] 克劳斯纳(Klausner)认为,网格化效应或许是原因之一。See Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stan. L. Rev.* 1325, 1329 – 30 (2013). 条款的价值随着使用它的人数的增加而增加。然而,该现象无法解释的事实是,相较于其他合同领域,当事人在公司领域更依赖缺省性规范。这便是公司法独特之处,它使精明的当事人不太可能偏离缺省性规范。汉斯曼提出的另外一种理由是,对缺省性规范的依赖使得合同更为灵活。此外,鉴于风云变幻的外部环境,将定期修改公司“交易”规则的责任赋予给州,也不失为明智之举。See Henry Hansmann, *Corporation and Contract*, 8 *Am. L. & Econ. Rev.* 1, 2 (2006).

[299] See Klausner, *supra* note 294, at 1329 – 30.

[300] See *supra* Section I. A.

相较剩余请求权的分析,此领域内的法律规则显得更为简单。董事会不仅对普通股股东负有信义义务,而且在有限程度内,董事会也对优先股股东负有信义义务。^[301]然而,董事会不对认股权证或可转化权证持有者负有信义义务。^[302]这类证券持有人可以通过合同保护他们自己的利益,且他们也通常是这么做的。^[303]此类证券在公司中确存剩余利益,且依相关条款也实质存在与普通股相同的剩余经济利益,但仍不享信义义务带来的权利。因此,既存的法律规则是与含糊不清的剩余经济分析相违背的。

因为财产法理论运用的空白,对优先股的理论解释产生了大量法律问题,而纯粹合同束理论更使理解本就矛盾冲突的忠实义务阻碍重重。优先股指涉的不是固定的“事物”,其属性多变,投资人与公司的磋商谈判决定其法律特性。优先股的法律属性横跨合同法与公司法,某种程度上其属于“从各类别中的特定分配的产物”。^[304]就是否应采信信义义务保护此类股份受让人,优先股的保护方式也因相关条款约定的差异而变化。^[305]

以公司契约论视之,适用优先股的法律规则表面明晰,实则混乱不堪。作为“股”的优先股确应被赋予信义义务内涵,但特拉华州法院表示,董事会对优先股股东的信义义务的范围应仅限于优先股的利益恰好与普通股之利益重合之处。^[306]一旦逾界抵达优先股“特殊权利”的范围

[301] See, e. g., In re Trados Inc. S'holder Litig., 73 A.3d 17, 39-40 (Del. Ch. 2013). (“优先股股东仅在其不援引特殊合同权利及与普通股共享同等权利的时候,方才被负有信义义务。”)

[302] See Aspen Advisors LLC v. United Artists Theatre Co., 861 A.2d1251, 1263 (Del. 2004). (“认股权证的可转换特性”以及可转换股不能“负有股东的地位”。)

[303] See Alexander J. Triantis & George G. Triantis, *Conversion Rights and the Design of Financial Contracts*, 72 Wash. U. L. Q. 1231, 1252-53 (1994).

[304] See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. PA. L. Rev. 1815, 1820 (2013). (“优先股坐落于两大私法范式——公司法和合同法的断层处。”)

[305] 另有论者认为,信义义务保护不能适用于类似精明的优先股股东此类风险投资人身上。See, e. g., Charles R. Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 Brook. L. Rev. 1163, 1166-67 (2013). (“优先股的风险投资人从来就不应该被信义义务保护,他们应该依靠其签署合同的保护。”)

[306] See, e. g., In re Trados Inc., 73 A.3d at 39-40.

中,董事会一般仅对普通股利益负有义务。^[307] 这种立场带来下述困惑,董事会是否对优先股股东负有超过普通股股东的信义义务,此外,在二者利益分歧之处,这两类股份是否应被赋予同等的信义义务内涵?

相较于合同束理论,财产法理论就优先股、可转换证券、认股权证等投资工具中可能存在忠实义务的冲突提供了新解决方案。合同束理论认为,信义义务附着于剩余经济请求权,而首要法律原则又指明,信义义务不附着于认股权证或可转化证券,这使人疑窦丛生。财产法视角下的公司法认为,信义义务不必然跟随剩余经济利益,从而解决上述矛盾冲突。董事会的重要义务是服务股东剩余投票利益(此种利益至少涵括于一类普通股中,也可能涵括于其他种类的优先股中)。优先股股东的信义权利是赋予其起诉侵害普通股利益的诉讼资格,但作为合同性权利的优先股特性不受到信义义务的保护。

以上分析使得下述观点更为清晰:我们应该界分的不是董事对普通股股东还是优先股股东的义务,而是董事会针对财产性利益的义务与合同性利益的义务。尽管普通股的缺省性权利是财产性权利,但其也具有合同性权利特性;尽管优先股的特殊权利属于合同性权利,但其也具有财产性权利特性。因此,董事会的信义义务不根据剩余经济利益或某种标识而附着于特定股份的所有人,而是附着于公司中的财产性利益。

在特拉华州最近发生的备受关注的案件中,财产法理论有助于解释优先股中的尖锐矛盾。例如,在 *Orban v. Field* 一案中,衡平法院负在优先股股东信义权利中梳理合同性权利的义务。^[308] 在该案中,法院明确提出“或然控制权标准”(control – contingent approach),即依据何类股份的股东控制董事会决定的各类股份包含的信义义务内容。^[309] 此标准表

[307] See *Equity – Linked Inv’rs, L. P. v. Adams*, 705 A.2d 1040, 1042 (Del. Ch. 1997). (“一般而言,当为优先股股东创设的特别权利、选择权等利益与普通股股东的利益发生冲突时,董事会的义务为优先考虑普通股股东的利益,这也是董事会行使自由裁量权的结果。”)

[308] See *Orban v. Field*, C. A. No. 12820, 1997 WL 153831, at *8 (Del. Ch. Apr. 1, 1997).

[309] See *In re Tradocs Inc.*, 73 A.3d at 42 n. 16 [citing *Jesse M. Fried Mira Ganor, Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81N. Y. U. L. Rev. 967, 1021 (2006)].

明,当普通股股东控制董事会,董事会对普通股股东负有相较于优先股股东更优的信义义务。^[310] 然而,当优先股股东主导董事会时,董事会则对优先股股东负有更优的信义义务,至少在优先股股东的主导行为整体有益于公司最佳利益的范围内负有更优的信义义务。^[311] 在 *Trados* 一案中,特拉华州衡平法院疏离了“或然控制权标准”这一裁判思路。^[312]

通过“或然控制权标准”一般都会得到正确结果,但该标准找错了原因,财产法理论能揭示背后的原因。当优先股股东控制公司投票利益,尤其是控制公司绝大多数投票利益时,对服务投票利益的董事会通常产生优先服务优先股股东的法律后果。当优先股代表公司少数投票利益时,对服务投票利益的董事会通常产生优先服务普通股股东的法律后果。由此,财产法理论快刀斩乱麻般地解决此疑难问题,也无须类似“或然控制权标准”的子规则解决此类纠纷。

财产法理论还能解释优先股清算优先权为何不应受到信义义务特别保护。如下文所述,优先股股东的清算优先权在很多方面类似于破产情况下的普通债权人的清算优先权。^[313] 当公司的价值低于优先股清算优先的价值时,优先股事实上也成为公司的剩余请求权。然而,特拉华州法院未循此路径分析优先股股东的信义权利内涵,取而代之其采取的是“合同/非合同”的二分法进路。^[314] 特拉华州法院的裁判思路进一步印证,事实上剩余请求权的解释路径在法律上是走不通的。

(三) 双层股权结构及其他非典型资本结构

上述讨论自然引出如何对待双层股权结构的话题。近数十年,以双层股权结构为代表的差异投票权为公司法带来了诸多难题。随着近期全球某些大型科技公司正采取此种资本结构,相关争议越发尖锐。在双层股权结构下,控制权显然不具有竞争性,^[315] 甚至在某些情形下,公司

[310] See Fried & Ganor, *supra* note 197, at 1021.

[311] See *Id.* at 999 – 1000.

[312] See *In re Trados Inc.*, 73 A. 3d at 42 n. 16. 特拉华州法院副大法官 Laster 代表法庭发言表示,“或然控制权标准不符合我理解的信义义务应发挥的作用。”See *Id.*

[313] See *infra* Section V. B.

[314] See, e. g., *In re Trados Inc.*, 73 A. 3d at 39 – 40.

[315] See Goshen & Hamdani, *supra* note 174, at 590 (脸书、谷歌等其他公司创设的双层股权结构有效地剥夺公众有价值的控制权。).

仅公开发行无投票权股份。^[316]

对于双层股权结构等非典型资本结构的存在是否合理即存在争议。例如,有些学者便主张,双层股权结构甚至是无投票权股份能提高效率。^[317] 在很多情况下,对控制权人的激励与控制权带来的私人收益紧密相关,即控制人意图获取公司价值中的非等比股权收益。^[318] 然而,兴一利必有一害,对公司控制权人的激励也增加了公众股东的代理成本。^[319]

财产法理论已解决信义义务在矛盾场景(很多情形下并没有实质发生冲突)中的冲突。首先,公司中财产性利益跟随公司中有投票权的股份。本文分析表明,投票利益人是信义义务的主要受益人,某种程度上,这与无投票权利益相悖。特拉华州法院认为,当某类无投票权股具有与普通股同一的经济权时,一般而言,此类无投票权股也被赋予信义权利。^[320] 然而,特拉华州不把这类无投票权股股东视为最重要的信义权利人,仅赋予其就损害公司整体利益起诉的诉讼资格,这种待遇与优先股股东所享待遇如出一辙。

此种股与非股(仅赋予起诉资格的股)的界分也在优先股、无投票权股与认股权证等合同间划分界线。正如上文阐明之原因,忠实义务仅特别地附着于有投票权的股份。某种程度上,有投票权股的权利与无投票权股的权利是矛盾的。特殊合同权利人本身将不会享有信义义务带

[316] See Dorothy S. Lund, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 STAN. L. REV. 687, 690 (2019) [“快照”(Snap)是首个仅向公众公开募集无投票权股的公司。]。

[317] See, e. g., Goshen & Hamdani, *supra* note 174, at 576–93 [双层股权结构有助于企业家保有“个人魅力”(idiosyncratic vision),从而使企业达到高于市场的回报。]。Lund, *supra* note 316, at 693 n. 26 (通过把投票权分配给那些最重视其价值者,无投票权股会使公司治理更加有效率。)。

[318] See Goshen & Hamdani, *supra* note 174, at 565. 关于控制权理论个人收益的一个似是而非的观点是,个人收益是控制股东履行监督义务的一种补偿,因而这不必然是弊端。See *Id.* Goshen 和 Hamdani 假设公司控制不依赖私人控制的另一个理由是,公司控制使企业家可以展现其个人魅力,这使得回报高于市场平均水平。See *Id.* at 577–78.

[319] See *Id.* at 590–91.

[320] See *In re FLS Holdings, Inc. S'holders Litig.*, C. A. No. 12623, 1993 WL 104562, at *4 (Del. Ch. Apr. 2, 1993).

来的利益。

本文中心论点之一是,所有权利益不必然在某类股份中特殊备至,也非概括公司中所有请求权最佳的方式。普通股股东、优先股股东及无投票权股持有人均享有某类合同请求权、某类财产请求权,财产请求权被赋予信义义务的保护。无投票权股本质上属于合同权利,仅是因为其“股”的地位,而增加一项信义义务违反的诉权而已。

上述论断似存自相矛盾之处,却与现行公司结构严丝合缝。首先,无投票权在经济上等同于认股权证,因为后者也无投票权和信义义务的保护;其次,有投票权股与无投票权股都有相同的经济权利,保护前者也是在保护后者;再次,在各类不同投票权股的情况下,“无投票权股”或“少投票权的普通股”通常受到明示合同条款的保护,而此类保护是普通股股东不享有的。事实上,此类投票权股模仿的是具有普通股经济分配的优先股。正如创设为了模仿普通股条款的“幽灵股”一般,^[321]无投票权股的权利是合同性的。最后,即便无投票权股不享有与有投票权普通股同一的信义义务保护,这也不意味着无投票权股的特殊权利无法对抗董事的裁量权。合同权利的持有人能受合同默示善意原则以及公平交易原则保护,即便不享有普通股股东的信义义务保护又有何妨?^[322]

此外,信义义务主要保护有投票权股东,这也符合现行公司法。自我交易通常需要接受完全公平原则的审查,^[323]然而,有投票权股东可以通过绝大多数股东投票矫正或“涤清”此类交易。无论是《特拉华州法

[321] See generally D. Kyle Sampson, *Comment, The Fiduciary Duties of Corporate Directors to “Phantom” Stockholders*, 62 U. Chi. L. Rev. 1275(1995).

[322] 此情形并不鲜见。特拉华州法院规定,与特拉华州有限责任公司紧密联系的、被动的投资人间的信义义务可以通过合同予以免除。See 6 Del. Code Ann. § 18-1101(b) (2019); R & R Capital, LLC v. Buck & Doe Run Valley Farms, LLC, C. A. No. 3803 - CC, 2008 WL 3846318, at *4 (Del. Ch. Aug. 19, 2008); Myron T. Steele, *Judicial Scrutiny of Fiduciary Duties in Delaware Limited Partnerships and Limited Liability Companies*, 32 Del. J. Corp. L. 1, 9 (2007). (“如无相反证据,消极投资人在非法人商事企业中的授权文件中表示,允许消灭或限制一种或多种信义义务,应被视为已完全知悉其中的风险和收益。”)

[323] See, e. g., *In re Trados Inc. S’holder Litig.*, 73 A.3d 17, 56 (Del. Ch. 2013) (“审判法院适用完全公平原则判定,冲突董事会中的成员是否遵循其信义义务。”)

典》第144条^[324]还是《标准商事公司法》第F分篇^[325]均规定,无利害关系股东的绝大多数投票能“涤清”利益冲突的交易。只有“有权投票”的股东可以“涤除”信义的违反,而非其他股东。^[326] 财产法理论可以解释这种现象,因为信义义务的违反仅局限在有投票权股东的范围内,所以自然仅是有投票权股东可以“涤除”自我交易。

(四) 资不抵债公司中的信义义务

公司法中最难解决的问题之一是,当公司濒临破产时,其信义义务是否以及何时发生转移?^[327] 当公司资产净值下降、股东股本偿付的前景越来越渺茫时,原本应向股东负有的信义义务是否应转移至债权人? 公司法领域的实务人士一直在思考,处在资不抵债状态的公司董事是否应该向公司债权人负有信义义务,这也影响了特拉华州法院的观点,后者似乎给出了肯定的答案。^[328] 在公司资不抵债、濒临破产的时候,信义义务是否转移的问题已经解决。^[329] 问题在于,公司确实破产的情况下,信义义务是否转移?

问题棘手之处在于,濒临破产的公司或已然破产的公司与正常运营的公司不存“质”的差别,差别仅是“量”上的。在健康公司中,普通股股东享有等同于期权的权利,非健康公司亦然如此。二者差异仅在于,前者享有的是“看涨期权”,后者享有的是“看跌期权”。

[324] See Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (2019).

[325] See Model Bus. Corp. Act § 8.62 (AM. BAR Ass'N 2016).

[326] 《特拉华州普通公司法》《美国标准公司法》均特别规定,“有权投票”的股东是“涤清”利益冲突交易的因素。See supra note 195 and accompanying text.

[327] See *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 99–101 (Del. 2007). (许多司法观点和理论文章都在着手解决此类问题,“董事需要一个明确的指引。因为指引的缺失,这迫使法院认为,公司经营良好发展的债权人哪怕在公司处于资不抵债境地之下,也不能直接请求信义义务之违反。”)

[328] See *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Commc'ns Corp.*, C. A. No. 12150, 1991 WL 277613, at *34 (Del. Ch. Dec. 30, 1991). (“当公司处于资不抵债的边缘时,董事会便不仅仅是剩余风险承担人的代理人,其需要对整个公司负有义务。”)

[329] See *Gheewalla*, 930 A.2d at 101. (“当正常经营的公司正滑入资不抵债的境地时,特拉华州董事的工作重心仍没有改变:董事必须继续坚持向公司及股东履行信义义务,且基于公司最佳利益及股东利益行使其商业判断权。”) 此外,“所有人”的指代尽管不准确,但也表明在此语境下,财产与信义义务之间的联系。

当公司决策负外部性地影响公司利害关系人时,这对破产公司或濒临破产的公司似乎并没有什么不同。对于有偿付能力的公司,董事会如果未考虑除股东之外其他公司选区的利益不违背其信义义务。基于此,即便关闭工厂的经济损失远超公司、股东的受益,董事会也有权关闭工厂。^[330] 换言之,董事会不被要求从社会角度出发内化其决策的所有成本,最终使其决策更有效。当利害关系人属于债权人等经济上请求人,且其同时享有诸如雇员等其他利益时,上述主张也成立。

在资不抵债的背景下,义务转移背后的经济逻辑是清晰的。一直以来,大众普遍忧虑董事独效忠于股东(在资不抵债的情况下,持有看跌期权)将会激励负值期待博弈,因为股东未内化债权人的风险。^[331] 然而,此问题与公司实体本身是没有关系的,因为这属于债权的特性,即便对于个人债权亦是如此。这也是破产法和欺诈转让法存在的原因。当某自然人已处于资不抵债的状态,公司法不保护债权人,同理,当公司处于资不抵债的状态,公司法也不能为债权人提供主要保护。

资不抵债状态下董事义务转移为何会引发讨论,其主要原因是对于剩余请求权的分析,这恰恰是财产法理论未加考虑的。如果因为股东是剩余请求权人,因而应该向其负有信义义务,那么在股东不再是剩余请求权人时,那些信义义务自然应该转移。当公司处于“水面以下”资不抵债的状态时,公司中投票权应该跟随剩余权利,从股东转移至债权人。^[332] 在固定的请求权偿付后,股东有获得公司剩余财产的权利,这正是股东特殊之处。^[333] 循此意义,股东剩余请求权人本质上区别于其他请求权人。当公司资不抵债时,上述逻辑也适用于债权请求权人,这或是区别对待债权外部性与其他请求权外部性的一个原因——债权人可

[330] 法律早就颇为合理地规定,董事不能被要求将公司其他选区的利益与股东利益抵消。事实上,关于董事是否能抵消诸多利益是存在争议的。正是这种担忧推动各州“公司选区”法的制定。See Comm. on Corp. Laws, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, 45 Bus. Law. 2253, 2254-61 (1990).

[331] See, e.g., Frederick Tung, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, 57 Emory L. J. 809, 821 (2008) (阐明因为股东的有限责任,股东是如何偏好负值期待博弈的。).

[332] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 48, at 404.

[333] See Velasco, *supra* note 8, at 912-13.

能成为“剩余请求权人”，有权以剩余的财产偿付债权。

如若信义义务是基于投票权决定的所有权而产生的，事情会更简单。在此情况下，董事会将对股东利益负有忠诚义务直到破产申请的提起。为何如此？因为有其他法律保护债权人，却没有法律保护股东。

特拉华州最近的判决拒绝了当公司处于“濒临破产”状态时，信义义务便会转移至债权人这一做法。^[334] 上述规则与此判决立场是保持一致的。此外，这还有助于解释公司在资不抵债状态下的其他复杂问题。让我们回忆特拉华州衡平法院在最近此类案件中的分析：

如果资不抵债状态下公司的董事做出增长或减少公司整体利益的决定，且仅因为资本供给者在资本结构中的重要相对性而差异化地影响资本供给者，那么董事不面临利益冲突的难题，这是因为股东所有普通股而董事向普通股股东负有义务。如正常运营的公司，单独的普通股所有权不会带来利益冲突。商业判断规则根据资本结构中参与者的重要性而保护董事决策。^[335]

如果公司法要求，即便公司在破产的边缘，信义义务也应该跟随投票利益，那么在破产状态下，信义义务的转移又是如何发生的呢？联邦破产法向债权人授予投票权，取代和超越了公司法中规定的投票规则。^[336] 具言之，“在第十一章请求提起后，联邦破产系统将规制公司的投票权，每一位请求权和利益的持有人均对重整计划享有投票权，但存在些许例外。”^[337] 联邦破产法扩大了公司中债权人所有权利益。

公司资不抵债的例子说明，剩余经济请求权的分析对于解释此场合中的信义义务是不足的，此外，基于变动不居的公司财务报表判断谁是公司的剩余请求权人也是不切实际的。此标准也会使信义义务的权利主体朝三暮四。财产法视角下的公司法对此则作出了一个更为稳定的

[334] See Gheewalla, 930 A.2d. at 103.

[335] *Quadrant Structured Prods. Co. v. Vertin*, 115 A.3d 535, 547–48 (Del. Ch. 2015).

[336] See David Arthur Skeel, Jr., *The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases*, 78 Va. L. Rev. 461, 462–63 (1992).

[337] *Id.*

指引:信义义务始终跟随公司投票利益直至投票权人的身份移转。

事实上,即便股东所有权强力支持者也表明,在公司资不抵债时,董事对公司债权人负有信义义务,这与股东所有权并不违背。^[338]然而,上述论调必然是基于剩余经济请求权的分析,此分析会造成不必要的麻烦。财产法理论在此更进一步——认为投票权,而非经济权利才是判断信义义务是否转移的因素,该思路也更好地解释了既有的判例法。

(五)公司的社会目的

假如未曾讨论“股东—利益相关人”中心主义间的争议及公司的社会责任,那么本文描述的公司法财产理论尚不能自洽。董事决策时应该考虑公司哪个选区最大化的利益,这是一个老生常谈却又常谈常新的话题。^[339]

公司目的与公司契约论的争论以一种复杂且微妙的方式联系在一起。当牵涉股东至上主义时,公司契约论的争议变得更加复杂,因为许多理论家(通常默示地)将公司财产利益与股东利益最大化的单一指令联系在一起。^[340]事实上,“财产法进路象征着纯粹以股东为基础的理论模型”,这是“股东—利益相关人”中心主义争论中正反两派达成的少见共识。^[341]然而,此判断却过于粗糙,正如历史上公司契约论被用来论证股东至上主义的事实一般。^[342]

“股东所有权隐含股东利益至上”的观点来自对公司所有权的传统思考。一般而言,股东所有权模式被视为传统模式,而利害关系人理论支持者则认为,股东不“所有”公司,因而传统的所有权理论是错误的

[338] See, e. g., Velasco, *supra* note 8, at 932 – 33.

[339] 其中最典型的争论莫过于伯尔与多德(Berle – Dodd)之间的论战。See A. A. Berle, Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 Harv. L. Rev. 1049, 1049 (1931). (公司权利“在一切时候都应该为全体股东可估值的利益而行使。”) E. Merrick Dodd, Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 Harv. L. Rev. 1145, 1148 (1932). (公司应该为多种公司选区而行使其权利,因为公司“除了发挥盈利的功能外,还需要提供社会服务”。)

[340] See *supra* notes 57 – 65 and accompanying text.

[341] See Velasco, *supra* note 8, at 940 – 52.

[342] See, e. g., Millon, *supra* note 252, at 1377 – 78(合同束理论主张,州法供给“合同”条款,强制规定董事向股东最大化利益负有忠实义务。).

的。^[343] 所以,主张利益相关人论的理论家认为,从诸如“股东至上主义”等传统模型中推导出的命题缺少正当性。^[344]

事实上,合同束的理论可被论证为利益相关人理论或公司共有理论。^[345] 持利益相关人论的理论家对待合同束理论的态度是不温不火地接受,因为他们知道,在公司契约论看来,董事应该一视同仁地对待所有合同请求权人。^[346] 改良的/共有的公司理论则常常拥戴公司是“合同束”“合同网”的说法,^[347] 这些支持者看重的是公司契约论强调公司治理是“私”而非“公”的属性。^[348]

当财产与合同划分的界限牵涉公司社会目的时,有两个独立且交叉的问题在诸多方面混淆讨论:其一,公司的受信人应向谁效忠? 公司共有理论往往主张“多信义义务委托人模型”,也即董事向多群体负有信义义务。^[349] 财产法理论与之泾渭分明,因为财产法理论认为,信义义务只跟随公司剩余投票利益。^[350]

其二,公司属性是偏“公”还是偏“私”? 就此问题,财产法理论与其他理论的差异或许没有那么大。相较财产法视角下的公司法,公司契约论或许是反直觉地假设公司更偏向于“私”。^[351] 合同束理论被默示地甚至明示地用以论证此观点。^[352] 在财产法视角下,公司是州而非合同束创制的财产,这使公司的属性易于接受“社会”理论。把公司法视为财产的

[343] See Stout, *supra* note 89, at 1190 – 92.

[344] See, e. g., James E. Post ET AL., *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*, 12 – 16 (2002).

[345] See, e. g., Millon, *supra* note 252, at 1380 – 81.

[346] See, e. g., Marleen A. O'Connor, *Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers*, 69 N. C. L. Rev. 1189, 1235 – 46 (1991) (阐明合同束理论是如何用来保护公司职工的默示关系合同的。).

[347] See Blair & Stout, *supra* note 1, at 253 – 54; Greenfield, *supra* note 72, at 47.

[348] See Greenfield, *supra* note 72, at 29 – 33.

[349] See Millon, *supra* note 252, at 1388.

[350] See *supra* Section III. B.

[351] See Choi & Min, *supra* note 108, at 11 – 12 (合同束理论使学者接受更少的强制性规范,且重视公司法中的私立秩序。).

[352] See Stephen M. Bainbridge, *Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship*, 82 Cornell L. Rev. 856, 903 (1997).

新兴文献已注意到,相较于合同法,财产法具有更大的理论塑造空间。^[353]

财产法视角使社会视角下的公司成为可能,该论断似乎是反直觉的,但颇具说服力。此论点未被认真论证,其论证过程通常如下:首先,众所周知的是,财产使用的方式通常会受到一定限制;其次,规制财产的使用为公司治理的干预提供理由,也即“调整公司治理正是对商业的监管”,^[354]这通常也是上一命题的言下之意。在此意义上,这种论证思路无非不谋而合地回应公司的发端历史——公司一般仅允许开展与公众目的有关的生意。^[355]

财产法理论何以比合同束理论更容易接纳公司的社会目的?合同理论联系社会目的不太容易,法院仅扮演解释合同及缔约当事人真意的角色,诸如社区等公司选区均不能粗略视为合同当事人,这些主体自然在合同解释中无一席之地。

作为州赋权力的财产权则能实现此目的。对所有人财产使用目的的限制并不鲜见,政府也能就积极使用财产课加义务。^[356]相较而言,法院在私人合同中发挥的作用更为有限——尽管法院可以拒绝强制执行违背公共政策的合同,但法院通常很少为了推进某公共政策而修改合同。于此意义,财产法为介入公司事务提供了现成的说法,这正是合同束理论所匮乏的。

另一体现财产法理论延展性的例子是,改良公司法学家极力主张,公司法应该保护“信赖”利益。^[357]在合同法上,承诺可以因为信赖而具有强制执行力,这似乎说明,相较财产法,改良公司法与合同束理论更具亲缘关系。然而,需要注意的是,财产利益同样可以因为信赖而创设,就如时效占有(adverse possession)一般。^[358]因此,财产法理论不必然与以

[353] See Michael J. Whincop, *Painting the Corporate Cathedral: The Protection of Entitlements in Corporate Law*, 19 Oxford J. Legal Stud. 19, 33–35 (1999).

[354] See Greenfield, *supra* note 72, at 45.

[355] See, e. g., David K. Millon, *Theories of the Corporation*, 1990 Dukel. J. 201, 207 (1990) (早期,通常是因为公司得以发挥公众职能才得以特许公司成立。)

[356] An example is the law of nuisance. See Joseph A. Joyce & Howardc. Joyce, *Treatise on the Law Governing Nuisances* 6–9 (1906).

[357] See, e. g., Greenfield, *supra* note 72, at 51–53.

[358] See *Id.* at 46.

信赖为基础的利益相关人理论违背,二者关系值得进一步研究。

当争议焦点从合同束理论转移至“股东/利益相关人中心”时,同时也遮蔽了财产法视角下公司法理论原本具有的丰沛理论意蕴。股东是不是公司“所有人”的提问过于简单粗暴,也加深了辩题正反双方的误解。我们真正应该追问的是,公司中是否存在“所有权利益”。

财产法视角下的公司法不指明利益相关人的权利在哪里终结,相反,它指明其权利从哪里开始。财产所有人可以将其合同权利打包分配至其财产,由此延展出团队生产理论、利益相关人理论或股东利益至上理论。

六、结论

把一系列单独的、写实的论断串在一起,最终革新公司法理论基础,这是本文的目的。本文论断如下:论断一,公司中存在一些所有权利益——公司不完全是合同性的,而是合同与财产的混杂体。^[359]论断二,这些所有权利益很大可能属于公司的剩余控制权人,也即投票权的所有人,不必然属于公司剩余经济权利的所有人。论断三,信义义务主要跟随所有权利益,而非合同性质的剩余经济利益。总之,上述论断揭示了合同与财产之间的边界。此边界为财产法基础理论明定,也描摹公司法独立之范畴。

纯粹合同束理论不能或很难解释诸多有关公司法特性的问题,而这些问题均在财产法理论中迎刃而解,这些问题包括公司法为何单独规定股东、公司法为何有如此多的对物特征、为何有一部单独的法律处理公司内部事务以及如何界定、分辨哪些属于公司“内部”事务是有意义的……从实务角度而言,财产法视角下的公司法有助于解决日益复杂的公司资本结构中的忠实义务归属问题,这也能为实现公司社会目的提供有益指引。

(编辑:宋 澜)

[359] George Mocsary 在最近的一篇论文中已绝佳阐述此观点。他形容公司是财产、合同以及组织性权利的“三重”集合。See George A. Mocsary, *Freedom of Corporate Purpose*, 2016 *Byu L. Rev.* 1319, 1328-42 (2016).