

当我们谈论股东至上时, 我们应该谈论什么^{*}

[美]安·M. 利普顿^{**}著

方姝茜^{***} 杨海峰^{****}译

摘要:“股东至上”可以认为是当今公司治理的主流法律观点。然而,“股东至上”理念是有可能与公司财富最大化的目标相左的。对于真正的私人秩序体系而言,应当优先尊重股东关于公司目标的实际选择,即使这些选择可能与财富最大化目标不一致甚至相背离。在社会多元化的背景下,站在公司背后的股东之间也存在不同的偏好。监管制度也开始更多地关注机构股东对于公司目标的选择,同时个人投资者的意愿也通过诸多技术手段愈发显性化。

关键词: 股东至上 财富最大化 假设交易
公司目标

^{*} Ann M. Lipton, *What We Talk about When We Talk about Shareholder Primacy*, 69 Case W. Res. L. REV. 863 (2019). 本文已获得作者及原载刊物翻译授权。

^{**} 美国杜兰大学法学院商法与创业学迈克尔·M. 弗莱什曼 (Michael M. Fleishman) 副教授。

^{***} 华东政法大学经济法学博士研究生,现任职于上海证券交易所。

^{****} 君合律师事务所上海分所律师。

引 言

2013年1月,激进投资者 Potomac 资本入股了一家名为 PLX Technology(以下简称 PLX)的公司,并通过一系列公开信敦促 PLX Technology 找到收购者。^[1] 当董事会犹豫不决时, Potomac 发起了一场代理权竞争,试图用自己提名的人选替换 PLX 董事会现任的3名成员。其中一名被提名者是 Potomac 的管理人员埃瑞克·辛格(Eric Singer)。^[2] 在各代理人的竞选活动中, Potomac 承诺能够快速找到收购者并实现出售,而 PLX 的现任董事会则概述了其长期改善公司经营的战略。^[3] 最终,包括 Potomac 拥有的9.4%的股份在内的共计70%的 PLX 股份,投票支持了 Potomac 的计划。^[4]

埃瑞克·辛格在进入 PLX 董事会后,立即接管了公司出售流程,并最终促成了 Avago Technologies Wireless 以每股6.50美元的价格对 PLX 进行收购的交易^[5]。而 PLX 的异议股东就该项并购起诉了 PLX 董事会,指控其仅追求短期减价出售公司,却牺牲了长期财富最大化的利益,并认为董事会违反了其对 PLX 的信义义务。^[6]

经过审理,特拉华州衡平法院副大法官莱斯特(Laster)认为,辛格作为 PLX 董事会成员违反了他对 PLX 股东的信义义务。^[7] 他的结论是,辛格的利益诉求与其他股东的利益目标相悖。^[8] 对此,莱斯特副

[1] In re PLX Tech. Stockholders Litig., No. 9880 – VCL, 2018 WL 5018535, at *1 (Del. Ch. Oct. 16, 2018), *aff'd*, 2019 WL 2144476 (Del. May 16, 2019).

[2] *Id.*

[3] *Id.* at *12.

[4] PLX Tech., Inc., Current Report (Form 8 – K) (Dec. 20, 2013), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/850579/000085057913000104/plxbody8kl22013.htm> [<https://perma.cc/BF66-ARPE>].

[5] In re PLX Tech., 2018 WL 5018535, at *23.

[6] *Id.* at *12.

[7] *Id.* at *56.

[8] *Id.* at *44 (“Absent divergent interests, the Board’s sale process in this case would fall within a range of reasonableness.”).

大法官就具体裁判理由阐述如下:

一些投资者可能谋求并支持短期的投资战略,并以此作为其谋事的行动标准,以通过这些战略获得经济利益,从而创生出追求短期业绩、牺牲长期财富的不同利益目标。特别是,“激进对冲基金……是没有耐心的股东,他们谋求有价值的投资,并希望其在近期或中期实现投资收益。这些激进对冲基金向管理层提出如何实现价值的建议,并以发起竞争争夺代理权作为威胁公然挑战那些拒绝接受建议的人”。

这个案例中的记录使我相信,辛格及 Potomac 存在通过策划短期出售 PLX 来实现快速盈利的不同利益。^[9]

莱斯特副大法官的这一观点似乎令人费解。因为仅仅在 8 个月前,PLX 的股东们通过投票使 Potomac 的提名者进入董事会,这明确表示他们拒绝了现任董事会的长期经营规划,而是更倾向于短期出售公司。即使不将 Potomac 自身拥有的表决权计算在内,截至 2013 年 12 月,PLX 的股东投票仍表明:绝大多数 PLX 股东表示,他们更倾向于认可可以可能牺牲长期利益为代价来最大化短期收益的战略。然而,尽管有这些显而易见的背景情况,副大法官莱斯特依旧自信地断言,“作为利益共同体的股东们”的利益目标是追求更长期的战略。^[10]

PLX 案例说明了公司法中一个长期存在(且未解决)的矛盾,即公司目标在多大程度上是由股东个人指令确定的,还是说公司的目标是由其所在州指定而非股东?这一难题就是我在本文中要解决的问题。

关于公司目标的辩论常常徒劳无功。毕竟,无论公司董事的职责是什么,通常只有在股东之间发生争议的情况下这些职责才能被依法履行;在股东没有争议的范围,他们可以自由地选择他们自己的目标。因此,从这个意义上讲,只要股东的偏好是一致的,他们的选择就能够支配公司的行为。只要股东间的分歧存在(我们可以假设,这种情形在公众公司中永远存在),商业判断规则和派生诉讼的高门槛就

[9] Id. at *41 42 [quoting William W. Bratton & Michael L. Wachter, The Case Against Shareholder Empowerment, 158 U. PA. L. REV. 653, 682 (2010)].

[10] Id. at *41.

起到了防止法院(从而防止州政府)在除最极端情况外的任何情况下介入的作用。

尽管如此,关于董事职责本质的理论问题持续吸引热议是有原因的。首先,无论是在州一级还是在联邦一级,董事职责本质的理论问题为监管设计提供了信息,因此,在制定默认规则和强制规则方面都具有一定影响;其次,虽然尝试去理解公司目标对董事心理产生的影响难以量化,但这种影响应当认为仍然是真实存在的。^[11]

更通常而言,有关公司目标是由股东自主选择还是由政府命令强加的讨论,对于确定公司在社会中的角色定位有着十分广泛的影响。如果将公司视作国家的工具,那么公司就应当如政府行为者一样服从于问责和控制机制;如果将公司视作一个完全的私人实体,那么,公司就应当被默认拥有相当广泛的自由。^[12]

尽管这一讨论历经时久,但由于股东基础性质已然发生变化,该等讨论时至今日又重新被赋予了紧迫性。只要股东是顺从且沉默的,那么,他们的偏好就应被推定是为了保持州对公司目标的权威性,同时将相应的州的选择归因于私人决定的方式。然而令人诧异的是,机构投资者让人们看到,股东实际偏好的结果常常与公司理论所预测的结果背道而驰。^[13]正如本文所讨论的,这一转变已经引发了新一轮有关公司的自我反省,导致在州和联邦层面构建了不一致的法律制度,并促进了确定一系列“真正的”股东的再次尝试,而所谓“真正的”股东的私人偏好与政府试图推进的政策是完全对应的。

[11] Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. REV. 547, 582 (2003); Lisa M. Fairfax, Easier Said than Done? A Corporate Law Theory for Actualizing Social Responsibility Rhetoric, 59 FLA. L. REV. 771, 810 (2007).

[12] David Millon, Theories of the Corporation, 1990 DUKE L. J. 201, 203.

[13] Joseph A. McCahery, Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, J. Am. FIN. 2905, 2928-29 (Dec. 2016).

一、股东至上的不明确定义

公司法通常被定性为“私”法,这意味着它关注的是个人之间自愿关系的基本规则。^[14]许多现代公司理论建立在公司法“私”法论的理念之上,即公司代表了股东之间的一种(字面上的或象征意义上的)^[15]契约,这样的一种契约确定了股东向企业提供资本并支持企业运营的条款和条件。公司“契约”包括了公司董事为股东谋求利益的义务内容(在法律允许的范围内);该项契约内容的理论基础是,作为剩余价值索取权人,如果没有前述董事义务的保证,股东将不愿意进行投资。^[16]这一有关公司目标的理论通常被称为“股东至上”理论,尽管关于法律是否要求股东至上的争论持续不断(甚至关乎于法律是否应该将股东福利置于公司目标中心的争论更多),但大多数评论者可能会同意,无论“股东至上”有什么形式或实际效果方面的缺点,其都应当被认为是准确地描述了当今的法律制度。^[17]

那么,应当理解“股东至上”似乎是描述了这样一种制度:在这种制度中,股东们自己确定他们自己的利益目标,并自行决定他们投资的资本应该被导向的最终目标。但是,至少到目前为止^[18],它还不是这

[14] Thomas W. Joo, Contract, Property, and the Role of Metaphor in Corporations Law, 35 U.C. DAVIS L. REV. 779, 781, 807 (2002).

[15] Id. at 794.

[16] Henry Hansmann & Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 GEO. L.J. 439, 449 (2001); Bainbridge, *supra* note 11, at 600.

[17] Hansmann & Kraakman, *supra* note 16, at 443.

[18] See, e. g., Oliver Hart & Luigi Zingales, Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value, 2 J. L. FIN. & AcCT. 247, 248 (2017); Paul Weitzel & Zachariah J. Rodgers, Broad Shareholder Value and the Inevitable Role of Conscience, 12 N.Y.U. J. L. & Bus. 35, 43-44 (2015); Adi Libson, Taking Shareholders' Social Preferences Seriously: Confronting a New Agency Problem, 9 UC IRVINE L. REV. 699, 701 (2019); Barnali Choudhury, Serving Two Masters: Incorporating Social Responsibility into the Corporate Paradigm, 11 U. PA. J. Bus. L. 631, 648-49 (2009).

样被描述的。在大多数关于公司目标的理论讨论中,股东至上被理解为公司董事担负使股东的长期财富最大化的信义义务,^[19]但这样的理解却似乎并未充分考虑股东自己可能倾向于不同结果的可能性。

对于缺乏经验的观察者而言,也许法律强加给股东长期财富最大化的公司目标与“私”法或私人选择不同;法律所加诸的是一种来自州的指令,它对商业实体的行为进行管理并授予其许可证。然而,许多评论者通过简单的权宜之计来抵制前述理解,即假设长期财富最大化本身即代表了股东所选择的公司目标。^[20] 尽管有些评论者也许承认这样的一种公司目标是可以由股东自己修正的,^[21]但在公众公司中,人们通常假设股东是分散的、单纯的、被动的,甚至不具备表达他们偏好的能力。因此,这种情况下有关公司目标的默认的假设便起到了控制作用。^[22]

但即使在“财富最大化”的公司法理论观点占据上风的时期,股东持股的性质仍然发生了变化。在 20 世纪 80 年代,尽管大多数企业股份的持有人都是自然人,即散户投资者,但机构投资者仍持有了超过 40% 的公众公司股票。^[23] 而时至今日,美国 1000 家最大的公司中,机

[19] Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N. Y. U. L. REV. 733, 745 (2005).

[20] FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 70 (1991).

[21] *Id.* at 36; Milton Friedman, *A Friedman Doctrine the Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N. Y. TIMES, Sept. 13, 1970, at 17 (“在一个自由的企业、私有财产制中,公司高管是企业所有者的雇员。其对雇主负直接责任。该种责任为根据雇主的意愿经营业务,该意愿通常为在遵守社会基本规则的前提下尽可能赚取多的利润……”).

[22] William T. Allen, *Ambiguity in Corporation Law*, 22 DEL. J. CORP. L. 894, 896 97 (1997) (“大部分上市公司形式的效用源于一个事实,即股东是消极的……因此,可见公司法的合理目标在于保护无限期投入公司的资本的长期价值。”)(省略强调); Jack B. Jacobs, *Does the New Corporate Shareholder Profile Call for a New Corporate Law Paradigm?*, 18 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 19, 21 (2012).

[23] 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, 1521 22 (2007); Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 874 (2013).

机构投资者持有股份的数量高达其流通股的 70% ~ 80%。^[24] 而且,机构所有权越来越集中:最大的共同基金公司加在一起,持有了 40% 的美国上市公司的股票(该份额为投资者中的最大份额)以及标准普尔 500 指数中 88% 的成分股。^[25] 尽管这些公司通过许多不同的基金持有股票,但其发起人通常都是依赖于一个集中的管理办公室来决定投票政策的。^[26] 结果,股东的实际偏好是显而易见(在某些情况下,可见性是法律强制的^[27])并且很难被忽视的。而前述实际情况更加明显地反映出,许多股东的偏好并没有延伸到公司目标系对长期财富最大化的追求的假设。

第一,许多股东可能以短期的方式经营。如果市场并非完全有效运作,并且因此无法对公司的长期潜力进行充分的评估,^[28] 那么,寻求即时回报的股东(或者是因为他们需要变现他们的投资,或者是因为他们作为代理人需要向他们的最终受益人证明其选择)可能会选择去牺牲长期经营的策略。^[29]

第二,一些股东除了对他们的投资收益的渴望,可能还受到道德原则的影响。这些股东投资是为了寻求回报,但是如果能够促进获取其他方面的价值,如保护环境以及尊重公司经营所在地的人权等,他们也

[24] Amy Deen Westbrook & David A. Westbrook, *Unicorns, Guardians, and the Concentration of the U. S. Equity Markets*, 96 NEB. L. REV. 688, 729 30 (2018) (解释了机构投资者累计持有美国最大的 1000 家公司 73% 的股权)。

[25] Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 Bus. & POL. 298, 313 (2017).

[26] Ann M. Lipton, *Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, 19 TRANSACTIONS 175, 187 (2017).

[27] *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investing Companies*, Paperwork Reduction Act Release Nos. 33 - 8188, 34 - 47304, IC - 25922, 17 C. F. R. 239, 249, 270, 274 (Apr. 14, 2003) [hereinafter *Disclosure of Proxy Voting*].

[28] Usha Rodrigues, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 MINN. L. REV. 1822, 1847 (2011).

[29] *Id.* at 1823; Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. REV. 561, 579 (2006).

愿意放弃最大可能的回报。^[30]

第三,股东可能有不同的税务考虑,并且可能会发现一些减少公司财富却能最大化他们个人税后财富的方案,反之亦然。^[31]

第四,股东可能有其他的投资(包括他们的工作、持有其他公司的股票以及在公司的债务方面),因此,如果减少其他方面的收益,他们可能宁愿放弃公司最大化回报的目标。有一类例证很明显,即同时拥有目标公司和收购公司股票股东可能最终会偏重选择其中的一家。^[32] 对冲基金可能使用衍生金融工具去除他们所持股票的经济利益,因为某种情形下甚至当股票价值下降的时候,他们反而会得到更多的利益,^[33] 劳动基金则可能更喜欢高工资和强大的工会而不是公司股票价值的增加。^[34] 前述几则只是若干有限的例子,此外还有无数其他的原因可以解释股东自身的优先选择可能与单个公司的长期财富最大

[30] Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1288 (1999); see Max M. Schanzbach & Robert H. Sitkoff, *The Law and Economics of Environmental, Social, and Governance Investing by a Fiduciary* 36 (Harvard John M. Olin Ctr. For Law, Econ., and Bus., Discussion Paper No. 971, 2018), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=244665> [<https://perma.cc/LX3F-XUUU>]; Elhauge, *supra* note 19, at 784.

[31] Omri Marian, *Is All Corporate Tax Planning Good for Shareholders?*, 52 U.C. DAVIS L. REV. 905, 930 31 (2019).

[32] See Ann M. Lipton, *Shareholder Divorce Court*, 44 J. CORP. L. 297, 311 13 (2019).

[33] Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811, 815 (2006); Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL L. REV. 775, 779 (2005).

[34] Rodrigues, *supra* note 28, at 1835. 不足为奇,劳动基金经常使用他们的股东权力推动工人友好型的公司政策。See Michael Katz, *NYC Comptroller Calls on CBS, Alphabet to End 'Inequitable Practices'*, CHIEF INV. OFFICER (Dec. 19, 2018), <https://www.ai-cio.com/news/nyc-comptroller-calls-cbs-alphabet-end-inequitable-practices/> [<https://perma.cc/JY4V-KJ27>]; PJ Himelfarb & Howard Dicker, *Institutional Investors and Advisors Pursue Expanded CEO Pay Ratio Disclosure*, GOVERNANCE & SEC. WATCH (Dec. 21, 2018), <https://governance.weil.com/latest-thinking/institutional-investors-and-advisors-pursue-expanded-ceo-pay-ratio-disclosure/> [<https://perma.cc/7SPC-ZXTP>]; Emily Chasan & John Gittelsohn, *California Pension Trustees Call for Disclosures of #MeToo Costs*,

化的目标相左。^[35]

因此,最近几年,财富最大化和股东选择之间的差异越来越明显。所以,如果我们接受公司目标股东至上的概念,我们就必须解决股东至上的确切含义的问题。

二、法律现状

(一)特拉华州法律

尽管各州对股东至上的态度各不相同,但是特拉华州无疑在公司法制定方面居于“市场领导地位”;因此,特拉华州的立法情况可以作为较有意义的分析重点。事实证明,有大量的文献致力于去争论特拉华州法律究竟是强制贯行股东至上,还是相反地允许公众公司的董事为了他们自己的利益而提升其他股东的利益。^[36]但是,假设特拉华州赞同股东至上,那么,可以认为一直以来在特拉华州相关立法中对股东至上含义的表达都是摇摆不定的。

BLOOMBERG (Jan. 14, 2019, 10:21 AM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-01-14/california-pension-trustees-call-for-disclosures-of-metoo-costs>; Comptroller Stringer, NYC Funds Call on Portfolio Companies to Immediately End Exploitative Labor Practices, N. Y. C. COMPTROLLER (Dec. 14, 2018), <https://comptroller.nyc.gov/newsroom/comptroller-stringer-nyc-funds-call-on-portfolio-companies-to-immediately-end-exploitative-labor-practices> [<https://perma.cc/YVR7-PELR>]; see also DAVID H. WEBBER, THE RISE OF THE WORKING-CLASS SHAREHOLDER: LABOR'S LAST BEST WEAPON 91-97, 161-62 (2018). 当雇员在公司治理中享有更大的发声权时,他们在帮助管理层免受市场制裁的同时可能得到更多的薪酬,这意味着两类群体间存在隐藏的博弈。See, e. g., Ronald Masulis et al., Employee-Manager Alliances and Shareholder Returns from Acquisitions, J. FINANCIAL & QUANTITATIVE ANALYSIS (forthcoming), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2895745> [<https://perma.cc/2R3U-23AV>].

[35] See generally Anabtawi, *supra* note 29, at 577-93 (describing five common tensions that arise between shareholders); Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity, 30 CARDOZO L. REV. 445, 477-98 (2008).

[36] Leo E. Jr. Strine, The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law, 50 WAKE FOREST L. REV. 761, 767-74 (2015).

当然,在类似的案件中,特拉华州根本不需要具体说明董事义务的性质。这是因为,在没有证据表明董事存在自我交易或重大过失的情形下,法院通常会遵从董事的商业决定,这种尊重被称为商业判断规则。^[37] 这种尊重使法院没有必要明确董事义务的确切边界;如果有股东质疑,一旦董事可能涉及的最明显的不当行为被排除,那么,法院就可以简单地拒绝进一步询问并驳回股东针对董事提出的诉讼请求。

同时,如果一个决定被认为可能扭曲董事的动机(通常是涉及潜在合并或控制权变更的决定),那么,法院就会对董事的行为进行更加深入的审查;^[38] 因此,正是在这种情况下,特拉华州的法院对董事义务的描述更为全面。当如此执行时,特拉华州法院会认为董事是基于股东的长期财富最大化的信义义务而行动的。^[39] 而在履行这些义务的过程中,董事不需要接受直接来自股东的指示;相反,“董事可以采取其认为对股东有利的善意行为,即使他们知道股东并不同意他们的行为”。^[40] 特拉华州的法官在他们的个人著作和法庭外的演讲中也表达了类似的观点。^[41] 而这些信息表明,公司长期财富最大化的目标就是由州政府强制规定的。

[37] Lipton, *supra* note 32, at 301 02.

[38] J. Travis Laster, *The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny*, 40 WM. MITCHELL L. REV. 1443, 1446 50 (2014).

[39] *TW Services, Inc. v. SWT Acquisition Corp.*, Nos. 10427, 10298, 1989 WL 20290, at *7 (Del. Ch. Mar. 2, 1989); *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A. 3d 1, 34 (Del. Ch. 2010); *Virtus Capital L.P. v. Eastman Chem. Co.*, No. 9808 – VCL, 2015 WL 580553, at *16 n.5 (Del. Ch. Feb. 11, 2015); see generally J. B. Heaton, *The Long Term in Corporate Law*, 72 BUS. LAW. 353, 353 57 (2017) (describing Delaware case law).

[40] *In re Lear Corp. S'holder Litig.*, 967 A.2d 640, 655 (Del. Ch. 2008); see also Robert S. Saunders, *Why Majority Voting in Director Elections Is a Bad Idea*, 1 VA. L. & BUS. REV. 107, 118 (2006) [“董事不仅仅是被允许,而是他们的信义义务要求他们在诚信经营商业判断规则与股东意愿相反的情况下去选择忽略股东的明确意愿。”(引文从略)].

[41] Stine, *supra* note 36, at 778; Allen, *supra* note 22, at 896 97; Myron T. Steele, *Continuity and Change in Delaware Corporate Law Jurisprudence*, 20 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 352, 360 (2015) (“[E]ngaged... 股东增加了积极价值判断,作为对董事职权的检验、责任纠正的催化,只要他们的努力聚焦在提升绩效而非提升政府或个人利益。”)(重点补充).

然而,最近的判例法表明,特拉华州的法院可能逐渐倾向于另一种观点,即应当给予股东(尤其是在当今公众公司中占主导地位的机构股东)在选择他们自己的公司目标方面一定程度的自主权。在这方面的判例中,Corwin v. KKR Financial Holdings(以下简称 Corwin 案)应当是最重要的一则案例。^[42] 在该案中,特拉华州最高法院打破了一系列先例,该等先例允许法院通过审查并购交易来确保董事为目标公司获得尽可能好的价格,^[43] 而与前述先例不同,该法院认为只要充分知情的股东批准了该项交易,法院就不会干扰股东的判断,即认为该交易是“符合股东的最大利益”的交易。^[44] 此外,在控股股东收购的情况下,法院也采纳了类似的规则,也即在该等情形中,无利益关系的股东在知情的情况下完成了投票并与独立董事进行了谈判,那么,就不再有任何对该项交易进行司法审查的需要了。^[45]

这一转变显然是基于认可机构股东具备理解利害关系并对公司命运作出自主选择的特别能力;而在 Corwin 案之前的许多案例中,特拉华州法院对这一点的认识已经是非常明确的了。^[46] 正如特拉华州最高法院前首席法官迈伦·斯蒂尔(Myron Steele)所说,“当一家公司拥有 75% 的机构股东基础时,那么你似乎并不是他们的监护人。他们完全有能力作出他们自己的决定……。”^[47]

Corwin 案和它之后的案例表明了相关法律制度在允许股东指导公司目标方面迈出的重要一步。即使公司董事没有通过谈判达成财富最大化的交易,对于交易内容知情的股东也被允许可以去接受这一交易,并且免除时任董事的任何过错。实际上,股东是有很好的理由这样去做的。例如,主导当今投资的大规模多样化基金经常在一笔交易中拥有不

[42] 125 A.3d 304 (Del. 2015).

[43] Iman Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, 43 DEL. J. CORP. L. 161, 169 76 (2019).

[44] Corwin, 125 A.3d at 306, 314. 特拉华州最高法院也将该规则拓展至通过要约收购完成的并购中。See *In re Volcano Corp. Stockholder Litig.*, 143 A.3d 727, 743 47 (Del. Ch. 2016), *aff'd*, 156 A.3d 697 (Del. 2017).

[45] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644 45, 653 54 (Del. 2014).

[46] Lipton, *supra* note 32, at 317 19.

[47] Steele, *supra* note 41, at 362.

同的利益目标,并认识到低于最大化的目标股价可能对于他们的收购方或持有目标债务而言反而更优。^[48]而董事们也了解这一情况;因此,他们可以容许股东的偏好对于他们谈判初衷可能产生的影响,并放心地了解到股东的投票亦将免除他们可能涉及财富最大化的任何责任。^[49]

因此,从实际效果来看,这些决定表明,相较财富最大化的抽象责任,股东所表达的偏好应该对于公司的目标而言具有更大的影响力。

(二) 联邦法律

理论上,除了像银行业这样的少数特殊领域,^[50]联邦政府在公司监管中没有任何作用,因此也不能去定义公司的目标。这就是说,联邦政府是通过其对联邦证券交易和全国性证券交易所的监管逐步更多地将自己渗透进公司治理之中的。^[51]通过对公司行为的直接控制和在特定方向上推动公司的间接信息披露要求的结合,^[52]这些制度既可以推动财富最大化规则,也可以推动要求服从于股东意志的规则。并且,与特拉华州相同,联邦似乎也经常同时推动这两项规则。

联邦政府对公司目标支配的最明显的证据可以在联邦证券法的“重要性”概念中找到。如果在作出投资决定或进行公司投票时,“一个理性的股东有很大的可能性会认为它很重要”,那么该信息就是重要的。^[53]重要性被描述为证券披露制度的“基石”,^[54]因为它是“在面向

[48] Lipton, *supra* note 32, at 311 13.

[49] See *id.* at 313; Anabtawi, *supra* note 43, at 169 72.

[50] Paul E. Lund, *Federally Chartered Corporations and Federal Jurisdiction*, 36 FLA. ST. U. L. REV. 317, 320 21 (2009).

[51] Roberta Romano, *The Sarbanes – Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L. J. 1521, 1527 (2005); MARC I. STEINBERG, *THE FEDERALIZATION OF CORPORATE GOVERNANCE* 6 (2018).

[52] Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, “Publicness” in Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act, 101 GEO. L. J. 337, 358 60 (2013); Hillary A. Sale, *Disclosure’s Purpose*, 107 GEO. L. J. 1045, 1049 63 (2019).

[53] *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 (1988) [quoting *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976)].

[54] A. A. SOMMER, JR. ET AL., *ADVISORY COMM. ON CORP. DISCLOSURE, REPORT OF THE ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE TO THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION* 320 (1977).

投资者的披露文件中包含和排除信息的原则”,^[55]而虚假性(以及由此产生的联邦证券欺诈责任)则是通过未能适当披露来进行衡量的。^[56]

从表面上看,重要性标准表明股东本身可以支配公司的目标,因为决定信息是否适合披露的是股东的利益,而不是其他的标准。但是在实践中,实际情况并非如此简单。

首先,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)经常就重要性的定义作出自己的解释,并常常会缩小其含义范围,即仅侧重于包括具有财务重要性的事项。例如,为了应对要求公司披露其社会表现相关信息的压力,SEC在1975年声明,所披露要求必须“主要针对”与赢得“满意回报”相关的信息。^[57]几年后,SEC的工作人员再次强调,关于公司社会表现的披露信息只有在增加了公司的财务或经营风险时才需要披露。^[58]从结果来看,SEC有关信息披露的要求常常表明其系基于财务视角对信息重要性作出判断。^[59]

[55] Id.

[56] See, e.g., 15 U.S.C. § 77k(a) (2018); 17 C.F.R. § 240.10b-5(b) (2018).

[57] Notice of Commission Conclusions and Rulemaking Proposals, Securities Act Release Nos. 5627, 11733, 8 SEC Docket 38, 49 (Oct. 14, 1975). 此外,该法案和相关的立法历史也表明,国会的主要期望在于SEC的信息披露权威性将被用以要求应当传播可能具有经济重要性的信息。……国会最基础的决定是,在投资关注的范围内,投资者最主要的利益是经济性的。Id. at 43, 49.

[58] STAFF OF Div. OF CORP. FIN., U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, 96TH CONG., REPORT ON CORPORATE ACCOUNTABILITY: A RE-EXAMINATION OF RULES RELATING TO SHAREHOLDER COMMUNICATIONS, SHAREHOLDER PARTICIPATION IN THE CORPORATE ELECTORAL PROCESS AND CORPORATE GOVERNANCE GENERALLY 247 48, 287 88 (Comm. Print 1980) [hereinafter SEC STAFF REPORT ON CORPORATE ACCOUNTABILITY].

[59] See, e.g., 17 C.F.R. § 229.303 cmt. 3 (2018) (聚焦于“重要的事件和不确定性……可能导致财务信息被列报,而该财务信息并非必然表明未来的运营结果或未来的财务状况。”); Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, 75 Fed. Reg. 6290, 6294 (Feb. 8, 2010) (“关于管理层讨论与分析的披露应当聚焦于重要信息,并剔除无益于理解注册公司财务状况、流动性、资本来源、财务状况和经营结果变化的非重要信息。”); see also Mary Jo White, Chairwoman, Sec. & Exch. Comm'n, Keynote Address at the International Corporate Governance Network Annual Conference: Focusing the Lens of Disclosure to Set the Path Forward on Board Diversity, Non-GAAP, and Sustainability (June 27, 2016) (“在持续性事项对于公司的财务状况或经营结果具有重要性的情况下,上述信息应当被披露.”).

其次,重要性标准的执行(通常是在声称重要信息被遗漏或错误陈述的情况下)通常取决于其财务重要性。之所以如此,部分原因是法院已经建立了大量的判例法来定义重要性的概念,而该等通过判例建立的概念均倾向于排除仅仅与公司所作的道德层面的承诺相关的事项;^[60]另一部分原因则是提起私人欺诈诉讼的投资者必须证明虚假陈述导致了其财务损失。^[61]基于前述,这又一次倾向于将财务相关的信息提升到高于促进其他价值的信息之上。因此,这些标准表明,联邦证券法的设计仅仅是为了满足投资者在相关公司中的财务利益;虽然投资者有权考虑其他的利益,但是证券法不会促进或保护这些其他类型的选择。^[62]

联邦证券法明确将财富最大化作为公司目标还存在通过另外一项机制体现的情形。金融危机爆发后,国会通过了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(以下简称《多德-弗兰克法案》)。^[63]除了对证券法的其他几项修订,《多德-弗兰克法案》还要求公司披露支付给公司高管的报酬占股东总回报的比重。^[64]虽然 SEC 尚未据此制定进一步落实法案这一要求的具体规则,但该项要求的存在表明,国会认为应

[60] Ann M. Lipton, Reviving Reliance, 86 FORDHAM L. REV. 91, 101, 112 16 (2017).

[61] 15 U.S.C. § 78u-4(b)(4) (2012). 一些诉讼类型给被告施加了证明其行为未导致财务损失的责任,但并未规定在缺乏由被告行为导致的经济损失的情形下恢复原状的责任。See, e.g., 15 U.S.C. § § 77k(b), (e) (2012).

[62] Similarly, though investors may be concerned about the performance of an entire portfolio of investments rather than the performance of a single company, Lipton, *supra* note 32, at 309 14, the federal securities laws generally will not allow investors to recover for damage to one company due to misstatements concerning another. See Ontario Pub. Serv. Emps. Union Pension Trust Fund v. Nortel Networks Corp., 369 F.3d 27 (2d Cir. 2004); but see Semerenko v. Cendant, 223 F.3d 165 (3rd Cir. 2000). See generally Urska Velikonja, The Cost of Securities Fraud, 54 Wm. & MARY L. REV. 1887, 1891 92 (2013) (描述了 Worldcom 的欺诈行为是如何影响其他公司的表现的).

[63] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 12 U.S.C. § 5301 (2012).

[64] 15 U.S.C. § 78n-1(a)(1) (2012).

该鼓励管理人员将为股东创造回报置于其他公司目标之上。^[65]

事实上,出于证券法目的的财务报告结构本身就已经饱受批评,因为它既鼓励了将财富最大化作为公司目标,也鼓励了短期的财富最大化目标。SEC 要求公众公司每季度发布一次财务报告;^[66] 有人认为,这一事实鼓励投资者关注短期表现,而忽视长期价值。^[67] 投资者本可以自由地确定其他事项的优先次序,但是联邦法律强制规定的季度报告的重要性则引导了投资者关注的焦点,并将管理层的注意力也重新引导到短期表现上。^[68]

尽管如此,联邦法律释放的信号仍旧是模棱两可的,此点亦可从《多德-弗兰克法案》中规定的披露要求窥见。在要求披露与股东回报相关的报酬占比情况的同时,《多德-弗兰克法案》还要求公司披露首席执行官和员工中位数的收入比例,这一措施的目的是引导人们关注收入不平等的问题。^[69] 与《多德-弗兰克法案》中要求顾问股东对薪酬组合投票的“薪酬决定权”条款相结合,^[70] 这似乎表明国会正在鼓励股东在投票时应考虑公司的社会绩效。SEC 法规还要求公司披露董事会在选择董事候选人时对多样性考虑的程度,^[71] 而这再次表明,联邦法律鼓励股

[65] Francine McKenna, A Decade After the Crisis, the SEC Still Hasn't Passed Executive Compensation Rules, MKT. WATCH (Sept. 14, 2018, 3:37 PM), <https://www.marketwatch.com/story/a-decade-after-the-crisis-the-sec-still-leaves-executive-compensation-rules-unwritten-2018-09-10> [<https://perma.cc/XR9G-9D7F>]; see also John Filar Atwood, Jackson Calls on Commission to Complete Dodd - Frank Rulemaking, WOLTERS KLUWER SEC. REG. DAILY (Nov. 12, 2018), <http://www.dailyreportingsuite.com/securities/news/SRD20181112> [<https://perma.cc/UEJ5-CZD4>] [“SEC 主席罗伯特·杰克逊(Robert Jackson)要求 SEC 明确关于追回政策、薪酬与绩效、雇员与董事尽可能对冲的规则。”]。

[66] 17 C. F. R. § 240.13a 13.

[67] See James J. Park, Do the Securities Laws Promote Short-termism?, 10 U. C. IRVINE L. REV. (forthcoming 2020).

[68] See id.; see also Jeff Schwartz, De Facto Shareholder Primacy (作者存档的工作草案) (主张 SEC 的披露要求使特定股东得以操纵管理层意愿并实现短期财富最大化)。

[69] Steven A. Bank & George S. Georgiev, Securities Disclosure as Soundbite: The Case of CEO Pay Ratios, 60 B. C. L. REV. 1123, 1140 41 (2019); Langevoort & Thompson, *supra* note 52, at 378.

[70] 15 U. S. C. § 78n-1 (2012).

[71] 17 C. F. R. § 229.407(b)(3)(vi) (2018).

东在投票时考虑公司绩效而不是财富最大化。

联邦法律也在稳步增加公司内部股东的权力。尽管股东的权力并不精准地反映公司的目标,^[72]但它至少暗示了一种允许股东选择公司目标的意图。除了《多德-弗兰克法案》中的“薪酬决定权”条款外,《多德-弗兰克法案》和更早的2002年《萨班斯-奥克斯利法案》都要求在关键的董事会委员会中使用独立董事,^[73]而这大概是因为希望这些董事能够更好地响应股东提出的要求。此外,法律制度有关代理投票规则的一系列变化使股东之间的沟通和协调更加容易,从而也使股东更容易向管理层提出挑战。^[74]

最后,《证券交易法》第14a-8条允许股东提出决议事项(通常不具有约束力),并将其包含在公司代理投票中供所有股东投票表决。前述规则赋予了股东更多的权力:近年来,该规则被用于要求对公司治理进行改革。例如,取消分级董事会,分离董事长和首席执行官的角色,以及采用多数投票要求等,所有这些都使董事会更加难以要求与股东完全隔离。^[75]《证券交易法》第14a-8条修正案允许股东对公司章程提出修改的议案,从而允许股东将他们自己的董事候选人纳入公司代理投票,并且许多公司(屈从于股东的压力)其实已经按此执行了。^[76]

然而,该项规则也被解释为将财富最大化的目标重新融入了公司形式,并且具有讽刺意味的是,其实际是通过社会和环境提案实现了这一点。这些提案自1942年该规则制定以来就已经提出,^[77]要求公司审查或改变一些被认为会造成社会或伦理问题的行为,如销售半自动武

[72] Some argue, for example, that a limited expansion of shareholder power will enable them to enhance their wealth. See, e. g., Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 833, 835 (2005).

[73] 15 U.S.C. § 78j-1, 3 (2012).

[74] See generally John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 545 (2016).

[75] *Id.* at 571.

[76] See Press Release, Sec. & Exch. Comm'n, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, Release Nos. 33-9259; 34-65343 (Sept. 15, 2011).

[77] JOEL SELIGMAN, *THE TRANSFORMATION OF WALL STREET* 270 (2003).

器、^[78]基于性取向的歧视,^[79]或者使用相对于男性而言不利于女性的薪酬做法。^[80]

与社会提案相关的两个问题以及围绕这些提案的使用的规范,都与选择“财富最大化”有关。首先,该规则禁止涉及占公司收入、资产或销售额5%以下的事项的提案。^[81]然而,该规则有一个例外:如果提案与企业“其他方面有重大关联”,则该提案是被允许提出的。^[82]多年来,SEC对社会提案的解释都是“其他方面有重大关联”的问题,即使它们只涉及公司运营的次要方面。^[83]然而,最近SEC修改了其指南,明确以与发行人的业务“其他方面有重大关联”为由进行抗辩的提案,必须具有重大运营影响的潜力;而仅仅涉及伦理问题这一事实是不够的。^[84]因此,指南的修改表明,SEC对证券法的解释开始倾向于财务问题优先于股东可能提出的其他问题。

此外,该规则禁止提出任何管理层没有能力执行,或者执行其内容会导致管理层违反法律的提案。^[85]这似乎是为了迎合管理层出于非财富最大化的原因而采取行动应属违法的观点,毕竟股东的提案(即使是那些明显基于伦理考虑的提案)实际上也可能需要一些财务合理性的掩护。例如,倡导公司社会责任的组织As You Sow最近发起了一项提案,要求星巴克报告其在开发环保型咖啡杯方面的进展。^[86]对此,该组织的理由是,如果不能改善杯子的可回收性,可能会导致“星巴克被具有环

[78] Trinity Wall Street v. Wal-Mart Stores, Inc., 792 F.3d 323, 329-30 (3d Cir. 2015).

[79] New York City Emps.' Ret. Sys. v. Sec. & Exch. Comm'n, 45 F.3d 7, 9-10 (2d Cir. 1995).

[80] Citigroup, Inc., SEC No-Action Letter, 2015 WL 9460205, app. A (Feb. 2, 2016).

[81] 17 C.F.R. § 240.14a-8(i)(5) (2018).

[82] Id.

[83] SEC Staff Legal Bulletin No. 141 (Nov. 1, 2017).

[84] Id.

[85] 17 C.F.R. § 240.14a-8(i)(2), (6) (2018).

[86] Starbucks Corporation: Request for Report on Consumer Packaging, As You Sow (Sept. 29, 2018), <https://www.asyousow.org/resolutions/2018/09/27/starbucks-corporation-request-for-report-on-consumer-packaging> [<https://perma.cc/JW36-P4M9>].

保意识的顾客群抵制”,^[87]但显而易见,As You Sow 的主要关注点可能不是星巴克的销售数据。

诚然,SEC 不太可能得出认为一项完全出于道德目的的提案违反规则 14a-8 的结论,^[88]但提案的支持者(显然说服了 SEC 支持,或者至少是不愿意承担风险)则几乎从未这样做过,如此便导致了这样一种预期:即使股东存在倾向性,公司管理层仍被禁止偏离财富最大化。

总而言之,正如特拉华州的法律一样,联邦法律对股东至上的含义的表达也是摇摆不定的。

三、财富最大化:私人选择抑或公共选择?

(一) 作为假设交易的长期财富最大化

支持财富最大化的人认为,所有股东投资都是为了赚取回报;在其他方面股东们的目标可能会有冲突,但在赚取回报这一点上则普遍保持一致。出于这一原因,董事即应该被赋予促进这一股东们共同利益的任务。^[89]在这一命题的讨论中,假设交易方法经常被使用;也即,假设投资者不能事先指定董事的确切义务,那么,如果得不到董事有责任促进其利益最大化的保证,投资者们就不会愿意将资本置于风险之中。^[90]并且如果没有得到董事作出的追求财富最大化的承诺,则股东不仅有可

[87] Id.

[88] 在 1980 年的雇员报告中,SEC 建议与其要求公司披露与经营无关的社会信息,不如由股东运用 14a-8 规则来指定其要求公司基于个案情况披露的信息类型。See SEC STAFF REPORT ON CORPORATE ACCOUNTABILITY, *supra* note 58, at 277 78 (1980).

[89] Roberta Romano, *Metapolitics and Corporate Law Reform*, 36 STAN. L. REV. 923, 961 (1984).

[90] Bainbridge, *supra* note 11, at 600; William T. Allen et al., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. CHI. L. REV. 1067, 1089 (2002).

能被那些能够执行更精确条款的公司利害关系人所利用^[91],而且还有可能被持不同偏好的其他股东所利用。^[92]

但假设交易终归是假设的。我们可以想象投资者可能偏好的其他更微妙的交易。例如,如果投资者认为追求公司财富会损害包括股东在内的其他公司利害关系人的利益,那么他们就可能不愿意支持财富最大化准则。投资者事先可能认识到,如果其持有的是多样化的投资组合,那么,他们会更希望组合中单个主体不会以损害投资者所持其他组合中投资的方式将成本外部化。^[93] 投资者也可能事先认识到:作为劳动者,他们可能因为低工资和工作条件而受到伤害;作为居民,他们可能因为公司对环境的破坏而受到伤害;他们还可能认识到,公司很可能在政治方面发展强大,并因此能够通过干预立法进程从而保护其利害关系人。^[94] 因此,他们可能更愿意为将股东至上用来限制管理层过度行为的安排而据理力争。

事实上,相对合理的假设是,投资者(他们中的大多数都是为退休而

[91] Choudhury, *supra* note 18, at 631, 637 (2009); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489, 500 01 (2013); Hansmann & Kraakman, *supra* note 16, at 449.

[92] Hansmann & Kraakman, *supra* note 16, at 462; D. Gordon Smith, *The Shareholder Primacy Norm*, 23 J. CORP. L. 277, 279 (1998); Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 791, 802 (2017).

[93] Jarrad Harford et al., *Institutional Cross – Holdings and Their Effect on Acquisition Decisions*, 99 J. FIN. ECON. 27, 37 (2011); Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, WASH. L. REV. (forthcoming), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=3378783> [<https://perma.cc/V2HL-NC2E>]; Jim Hawley & Jon Lukomnik, *The Long and Short of It*, 41 SEATTLE U. L. REV. 449, 450 (2018).

[94] 那些赞同公司应当为其股东利益经营的人普遍认为,与其通过影响公司目标本身,雇员和其他公司利害关系人可以通过外部规则、合约以及其他社会约束更高效地保护自己。See Larry E. Ribstein, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, 81 NOTRE DAME L. REV. 1431, 1432 34 (2006).

储蓄的普通工人,无论直接或者间接^[95])将会认识到政治制度在保护非股东公司利害关系人方面的局限性,并且更愿意让管理层与这些公司利害关系人分享一些公司盈余,至少在一定程度上如此。^[96]如果我们假设少数派投资者因担心过度“分享”公司盈余,而不会愿意在这样的制度设计下进行投资,那么我们还可以假设,如果投资者相信他们的资本会赋予管理人员更多的权力从而以非股东的身份伤害他们,那么这些惧怕公司贪夺强取的投资者也将不会愿意进行投资。

正如假设交易方法的鼓吹者所建议的那样,我们还可以看看商业行为者所达成的实际交易,来检视我们的直觉是否正确。^[97]最近几年,劳动基金越来越积极地坚持他们投资组合中的公司应当重视保护工人们的利益。例如,他们拒绝投资于主张取消福利退休计划、试图用非工会劳工取代工会的基金,他们还推动在公司破产的情况下为工人提供更大的保护。^[98]无论这些私人股本公司的其他客户或他们自己的管理人员(其自身在基金中有财务利益)的偏好如何,实践中有私人股本公司实际满足了这些要求,而这一事实表明在讨价还价具备可能性的情况下,股权投资者可以(也确实)为股东财富最大化以外的事项竭力争取,并

[95] Leo E. Strine, Jr., *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, 1872 (2017) (“典型的美国股票市场个人投资者以工资收入作为主要的财富来源……”).

[96] Weitzel & Rodgers, *supra* note 18, at 49; Elhauge, *supra* note 19, at 783 85; cf. Ben Maiden, *Retail Investors Eye ESG Factors, Survey Finds*, CORPORATE SECRETARY (Apr. 26, 2019), <https://www.corporatesecretary.com/articles/esg/31589/retail-investors-eye-esg-factors-survey-finds> [<https://perma.cc/CZW8-A38E>] (散户关注公司的社会绩效).

[97] EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 20, at 34.

[98] WEBBER, *supra* note 34, at 79 110, 160 62, 190 91; see Michael Corkery, *Pensions Get Bolder in Challenging Private Equity on Investments’ Human Cost*, N. Y. TIMES (Oct. 8, 2018), <https://www.nytimes.com/018/10/08/business/toys-r-us-workers-public-pensions-private-equity.html> [<https://perma.cc/2Q5P-P3VQ>]; see also Mark Vandevelde, *KKR and Bain to Pay \$20m to Former Toys R Us Employees*, FIN. TIMES (Nov. 20, 2018), <https://www.ft.com/content/3d6ba4dc-ec6d-11e8-8180-9cf212677a57> [<https://perma.cc/6NCA-DMRU>] (州养老基金给私人股本公司施压,要求向下岗工人进行支付).

且可能寻求保护非股权利害关系人。^[99]

因此,问题的关键在于,我们的确可以设想各种各样的假设交易,但却根本不清楚传统的财富最大化标准是不是其中最为合理的交易。^[100]

(二)作为政府规划的长期财富最大化

长期财富最大化标准的捍卫者有时也会跳过假设交易的理论,直接转向植根于政府政策的论点:公司应该以最大化长期财富为目标,因为这样做是有益于社会的。例如,有人认为,高股价是公司作为能够为社会提供净增价值贡献者的明显证据,并且仅凭这一点,董事就有理由长期专注于这一目标。^[101] 还有人认为,如果仅注重短期目标则可能导致过度激进和冒险的后果,并将伴有对社会经济的系统性冲击。^[102] 如果一家公司长期存续经营,那么它将更有可能从事更多的履行社会责任的行为,并为工人提供更好的工作条件,也能够最大限度地减少对环境危害。^[103] 因此,从前述方面来看,“长期股东财富最大化”的公司目标可能又转向成为另外一种说法,即公司应该为他们的利害关系人而非股东经营,但同时要保持股东至上的表象。^[104] 事实上,有一种较早提出的观点,认为投资者能够通过剥削劳工和从消费者群体中获得的任何短期利益都将在随后不可避免的企业破产清算中被一笔勾销,因此其假设投资

[99] 为表公平,股东可能对有期限的私人股本基金而非无期限的公司讨价还价,因为他们意识到基金行为的短期性是其对管理层不当行为的限制。See Jarrod Shobe, *Misaligned Interests in Private Equity*, 2016 B. Y. U. L. REV. 1435, 1440.

[100] Daniel J. H. Greenwood, *Fictional Shareholders: For Whom Are Corporate Managers Trustees*, Revisited, 69 S. CAL. L. REV. 1021, 1103 04 (1996) (主张基于财富最大化本质的管理职责重构,以更好地体现社会价值); Hayden & Bodie, *supra* note 35, at 449 (挑战基于股东异质性现实以及财富最大化弱点的股东至上理论)。

[101] Hester M. Peirce, *My Beef with Stakeholders*; Remarks at the 17th Annual SEC Conference, Center for Corporate Reporting and Governance, SEC. & EXCH. COMM'N (Sept. 21, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-092118> [<https://perma.cc/ZZY2-4NPA>].

[102] Rodrigues, *supra* note 28, at 1848.

[103] *Id.* at 1826; see Emeka Duruigbo, *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, 100 Ky. L. J. 531, 574 76 (2011).

[104] Heaton, *supra* note 39, at 364.

者和其他公司利益相关人之间不存在冲突。^[105]

公司应该为某种政府所选定的目标而开展经营活动的想法本身其实并不违法;相反,从商业公司诞生之初,公司创始人和特许州之间的这种隐性交易就已经以这样或那样的方式确定下来了。^[106] 尽管有人质疑允许州取代私人行为者的选择是否明智,^[107] 但很少有人会怀疑这样做究竟是不是在州的权力范围内。

这一问题的难点在于,州试图通过归因于私人行为者来掩盖其政府选择。而作为私人选定的目标,长期财富最大化是不需要更多理由的;它代表了公民按照他们喜欢的方式安排事务的自由,并且对于市场意识形态的追随者来说,私人选定目标甚至可以被认为是公司项目中所有参与者的最佳选择。然而,政府强制为公司规定目标则是(或者应该是)值得商榷的。通过将政府强制规定的目标隐藏在股东选择的概念背后,给人们造成了一种试图使州的政策决定免受挑战的印象。

而上述理解正是那些一开始就反对股东至上理论的人的论点:如果股东至上仅代表了一种州的强制规定,即公司董事甚至将促进股东财富凌驾于股东反对之上,那么就应当有理由去选择不同的公司目标以促进成就不同的社会目标,如均等关注财富分配和财富创造的利益相关者中心的目标。^[108]

因此,对于一个真正的私人秩序体系而言,可能不得不优先尊重股东关于公司目标的实际选择,即使这些选择可能存在与财富最大化目标相背离的情况。然而,有一种情况也应予以考虑,即在并非所有股东都予以同意的情况下,就应当有能够解决这些分歧的规则。在一些实体中,如有限责任公司,这些规则本身可能是由股东来选择的,但是在股份

[105] H. R. REP. No. 57-3375, at 4, 18 (1903); see generally Marjorie E. Kornhauser, Corporate Regulation and the Origins of the Corporate Income Tax, 66 IND. L. J. 53, 53-54 (1990) (讨论对进步时代过度资本化的反对意见)。

[106] See Stefan J. Padfield, Rehabilitating Concession Theory, 66 OKLA. L. REV. 327, 331-34 (2014); WILLIAM Z. RIPLEY, MAIN STREET AND WALL STREET 8-10, 66 (1927)。

[107] Hansmann & Kraakman, *supra* note 16, at 446-47。

[108] Greenwood, *supra* note 100, at 1023-26; Hayden & Bodie, *supra* note 35, at 505。

公司形式中,解决分歧的规则在很大程度上是由州制定的。^[109]而前述规则本身其实也提出了很多新的挑战。

四、实现公司目标

无论选择什么样的目标(长期财富最大化抑或股东至上),我们都必须确定怎样去设计用于实现这一目标的公司法律规则的最佳途径。此时也许我们会步入另一个困境:如果公司目标不是股东至上,那么就很难解释为什么股东可以投票选举公司董事或在公司治理中扮演某种角色。而如果公司目标是股东至上,那么可以认为股东是被赋予了这样一种任务:通过选任董事来实现法律制度所禁止董事追求的优先目标。^[110]

最近 SEC 委员海斯特·皮尔斯(Hester Peirce)的评论对上述矛盾进行了阐释。她强烈主张将长期股东财富最大化作为唯一合法的公司目标,^[111]但她也承认,一些投资者可能更希望公司治理能够照顾到员工和当地社区等其他利益相关者的利益。许多投资基金通过承诺尝试实现前述价值偏好来迎合这部分投资者,并且正如皮尔斯委员所认可的,

[109] 关于公司法强制性规定边界以及是否可被修正的争论由来已久。See John C. Coffee, Jr., No Exit?: Opting Out, the Contractual Theory of the Corporation, and the Special Case of Remedies, 53 BROOK. L. REV. 919, 939 40 (1988)。例如,州对不同公司类型设置了最低投票要求,并通过成文法和普通法施加了信义义务及信托违规清理机制。这些设置并非完全灵活,但至少可以被修正至事前状态;公司可以选择发行无表决权或超级表决权股票,这将给予部分股东在公司决策中更大的话语权。因此,股东可以选择为了共同的目标而成为一致行动人。Goshen & Squire, supra note 92, at 772; see Dorothy Shapiro Lund, Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, 71 STAN. L. REV. 687, 716 (2019)。然而,该等结构被采用与否,并不能完全回答有投票权的股东可以追寻何种利益的问题。

[110] 这就是为什么有文献致力于研究股东被允许投票。See, e. g., Stephen M. Bainbridge, The Case for Limited Shareholder Voting Rights, 53 UCLA L. REV. 601, 616 (2006)。

[111] Peirce, supra note 101 (“公司董事……对其股东负有公司价值最大化的信义义务。”)。

根据证券法的相关规定,这些基金有义务兑现它们对自己的投资者的承诺。^[112] 因此,在皮尔斯委员看来,某些股东在法律上有义务尝试将公司行为基于长期财富最大化的目标来做一些完全不同的转变,然而,也正是这些股东所投资的公司本身却似乎同时在法律上被赋予了对股东们这些进行转变的努力置之不理的义务。正如她所说:

个人投资者当然可以自由地做出取舍,冒着降低回报的风险去追求他可能拥有的其他利益。某些基金追求既定的社会利益目标也并不是问题,并且这样的基金不在少数。假设这些投资基金已经将相关社会利益等目标作为投资战略的一部分进行了披露,那么它们不仅可以,同时也应当严格遵循它们在披露信息中为自己制定的环境、社会和公司治理 (Environmental, Social and Governance, ESG) 准则。这类基金的数量在最近几年激增,而寻求将 ESG 标准应用于经济利益的投资者也将发现有许多可供他们投资选择的选项。只要 ESG 投资者不强迫他们所投资的公司采取损害公司长期价值的措施经营,我对这些安排并无异议。^[113]

在法律层面要求股东和董事存在利益冲突是一种不切实际的公司治理方法(有人会认为,如果法律制度要求公司董事必须追求股东的长期财富最大化,那么,任何倡导追求社会利益的基金都可能违反证券法并对基金的投资者产生误导)。

讽刺的是,许多长期财富最大化目标的倡导者同时也在支持减少股东权力的论调。^[114] 然而,与其赤裸裸地揭露长期财富最大化目标本身的州强制性,他们也可以去主张股东虽然渴望将长期财富最大化作为最终目标,但其可能因无知或经验匮乏而无法对公司治理做出有意义的贡献,并通过这一点来证明其所主张的这一转变是正当的。^[115] 但无论哪种路径,长期财富最大化的倡导者都必须努力解决 Corwin 案和其他类

[112] Id.

[113] Id.

[114] Leo E. Strine, Jr., Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebehuk's Solution for Improving Corporate America, 119 HARV. L. REV. 1759, 1764 66 (2006); see Rodrigues, *supra* note 28, at 1840 41; see also Bainbridge, *supra* note 11, at 557 58.

[115] Bainbridge, *supra* note 11, at 557 58; Dorothy S. Lund, The Case Against Passive Shareholder Voting, 43 J. CORP. L. 493, 532 (2018).

似公司法中明显不一致的问题。

另外,如果股东至上是压倒一切的目的,那么我们可能希望授予股东更多的指导公司行为的权力。^[116]这并不一定是把股东们变成“小管理者”;我们可以假设,无论公司目标是什么,公司的董事都有更多的技能和信息去实现公司目标。但是,股东可以被赋权从若干适当的公司目标中作出选择或以其他方式表明相关目标优先顺序,而董事作为管理和执行层,必须服从股东们选择或确定排序的目标。

这就进一步引出了下一个选择困境:避免剥削股东。当股东的权力被最小化时,董事剥削股东的风险是很高的;^[117]当股东被授予更多的权力时,股东剥削其他股东的风险也是很高的。^[118]无论相关机制是否完善,那些以自我扩张方式实施的董事违法行为都是可以被司法部门遏制的,但是法院在处理股东之间的分歧方面,除了回归到公司经营的单一目的是长期财富最大化这一要求,却似乎并没有明确的指南了。^[119]

换言之,多数投票权偏好决定公司目标的规则其实并不难想象,但是多数投票权可能并不等同于多数股东。比如,单个控股股东可能持有多数投票权,并且试图通过改变公司的目标来将资产输送给该控股股东的其他投资。简单地说“多数人规则”将导致多数人占有少数人的财富,那么,随之而来的就可能是所有的市场功能失调和混乱。^[120]

遵循 Corwin 案和其类似案件的逻辑,有一种可能性,是要求强大股东的自利行为应得到多数非利害关系股东的认可。然而,一旦我们明确承认不同地位的股东偏好优先级也不相同(其中许多人依赖于其他投资

[116] Hart & Zingales, *supra* note 18, at 19 20 (建议股东通过股东提案引导董事的行为); Libson, *supra* note 18 (manuscript at 2).

[117] Bebchuk, *supra* note 72, at 850.

[118] Strine, *supra* note 114, at 1764 65; Rodrigues, *supra* note 28, at 1829; see also Goshen & Squire, *supra* note 92, at 770.

[119] 戈登·史密斯(Gordon Smith)认为股东至上标准的起源在于:解决股东之间冲突的需要是客观存在的,然而假设交易的方法则是在此之后发展而生的。See Smith, *supra* note 92, at 315 20.

[120] See Hansmann & Kraakman, *supra* note 16, at 460.

或收入来源),那么,就没有机制来确定谁的投票是“不存在利害关系”的了。例如,劳动基金可能因为担心失去工作岗位而抵制企业合并;多元化投资者可能因为同时持有目标公司和收购方的股票而倾向于推动合并。而这些股东中的任何一个都可能被视为“利害关系方”,从而无法提供客观的意见。^[121]

这正是特拉华州法院在将更多的权力授予 Corwin 案的股东后所面临的困境。^[122] 在最近对特斯拉 (Tesla) 和太阳能公司 (SolarCity) 合并的挑战中,不满的特斯拉股东提起诉讼,诉称埃隆·马斯克 (Elon Musk) 与两家公司的牵连促使特斯拉为取得太阳能公司股份支付了过高的对价。^[123] 当被告以特斯拉股东投票赞成为由主张并购交易不存在违反信义义务的情况并提出反驳时,原告也指出许多特斯拉股东同时也是太阳能公司的股东,因此,这些在两家公司均持有股份的股东将从支付的高额对价中获益。^[124] 因此,他们主张特斯拉一方的投票并不是完全无利害关系的,并且也不能免除交易实施过程中董事们违反信义义务行为的违法性。^[125] 法院在裁判中回避了这一问题,^[126] 但这一问题的再次出现只需假以时日。现如今,特拉华州更多地依赖股东投票来决定公司如何运营,而如此一来,在调查股东投票的实际动机方面,特拉华州似乎是打开了潘多拉魔盒。

同样的问题也困扰着伊曼·安纳布塔维 (Iman Anabtawi) 和林恩·斯托特 (Lynn Stout) 的提案,即信义义务应该赋予公司中有影响力的、能够对特定公司行为施加控制的股东。^[127] 但如此而为之的难点在于,当股

[121] See Lipton, *supra* note 32, at 325 (讨论了以原则方式解决这些争议的不可能性)。

[122] See *id.* at 321-25.

[123] Second Amended Verified Class Action and Derivative Complaint at 4, *In re Tesla Motors S'holder Litig.*, 2018 WL 1560293 (Del. Ch. Mar. 8, 2018) (No. 12711 – VCS) [hereinafter *Tesla Class Action*].

[124] *Id.*; *In re Tesla Motors S'holder Litig.*, No. 12711 – VCS, 2018 WL 1560293, at *10 n.183 (Del. Ch. Mar. 8, 2018).

[125] *Tesla Class Action*, *supra* note 123, at 5.

[126] *In re Tesla Motors S'holder Litig.*, 2018 WL 1560293, at *10 n.183.

[127] Iman Anabtawi & Lynn A. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008).

东偏好出现分歧时,这一股东信义义务的应然内涵就不那么明显了。^[128]此外,对特定公司行为行使控制权的股东可能也不在少数;除了典型的激进投资者,就连共同基金这类股东也常常对公司行为具有相当大的影响力,并可能与激进投资者合作或至少为其提供一些支持。^[129]因此,对激进投资者的关注,一方面区分出了所谓有影响力和有偏见的股东;另一方面则区分出了所谓无影响力和无偏见的股东,但这种区分方式可能无法准确反映出股东的基础性质。

虽有上述,也并不完全都是坏消息。在一些例子中,由股东自由引导公司目标也许能够催生达成为更多公司利害关系人争取受益交易的结果。以激进对冲基金为例,这些实体通过收购目标公司的重要但少数的股权并说服其他股东支持他们的振兴发展公司的计划来赚取收益;从这方面来看,这些基金更像是信息和治理的中介,他们是拥有实施特定公司干预行为的资源和动机的,但是其他持多样化目标主张的股东就无法做到这一点了。^[130]与此同时,许多激进投资者发现,它们所依赖的共

[128] 此外,安纳布塔维和斯托特提出,无利害关系股东可以被一名信义股东要求去批准任一自利方案。See Anabtawi & Stout, *supra* note 127, at 1302. 这和特斯拉案面临相同的问题:如果所有股东都拥有被法院认可的个人利益,就没有办法识别谁是“无利害关系”股东。相应地,如果股东所持有股份的经济利益已经过筹划对冲,则股东应当失去完整的投票权利。See, e. g., Lawrence Summers, Ending Quartley Reports Will Not Stop Corporate Short-Termism, FIN. TIMES. (Sept. 3, 2018), <https://www.ft.com/content/893fa038-af51-11e8-87e0-d84e0d934341> [<https://perma.cc/5258-A42Z>]; Martin & Partnoy, *supra* note 33, at 793-94. 但筹划对冲并没有明确的边界。See Frank Partnoy, U. S. Hedge Fund Activism, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 99, 106 (Jennifer Hill & Randall Thomas eds., 2015). 这提出了一个问题,存在部分筹划对冲时,我们是否可以排除投票权?通过类似公司进行筹划对冲呢? See, e. g., Henry T. C. Hu & Bernard Black, Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, 61 BUS. LAW. 1011, 1034 (2006); see also Hu & Black, *supra* note 33, at 889 (将规则相关的“技术困难”描述为“可怕的”)。

[129] Sarah Krouse et al., Meet the New Corporate Power Brokers: Passive Investors, WALL ST. J. (Oct. 25, 2016, 10:41 AM), <https://www.wsj.com/articles/the-new-corporate-power-brokers-passive-investors-1477320101> [<https://perma.cc/3SKC-5HT4>]; Gilson & Gordon, *supra* note 23, at 896.

[130] Gilson & Gordon, *supra* note 23, at 896.

同基金和养老基金似乎对某些类型的公司治理改革饶有兴趣,并对那些可能损害债权人和员工等非股东公司利害关系人的金融工程技术行业投资标的持抵制态度。基于前述,这两类基金已经开始制定折中方案。例如,一家对冲基金正在与养老基金 CalSTRS 合作,专注于将与公司行为相关的某些外部负面影响降到最低,^[131]而其他对冲基金则主动撤回对投资目标企业的金融干预并开始寻求更多的治理改革。^[132]新的股东权力制度,加上集中和制度化的股东的基础性质,为持不同目标诉求的股东形成联合体提供了可能。

然而,这并不是说我们已经达到了股东权利制度的理想境界;彼此互投赞成票可能是达成折中方案的一项基础,但却也可能导致那些被认为不够重要、不足以为之主张据理力争的股东的利益被湮没在相互支持、彼此同意的赞成投票中,^[133]并可能因此导致对现实世界经济活动的严重扭曲。^[134]也就是说,在一个机构投资者持有市场上 70% ~ 80% 的公司股权并且往往由这些机构投资者代表积攒退休储蓄的普通工人的

[131] Anne Sheehan, Letter from JANA Partners & CalSTRS to Apple, Inc., HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Jan. 19, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/19/joint-sh-areholder-letter-to-apple-inc/> [<https://perma.cc/BFA4-BCEF>].

[132] Ian Appel et al., Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism 34, REV. OF FIN. STUD. (forthcoming), <https://ssrn.com/abstract=2693145> (为了实现公司拥有大量消极投资者的目标,激进人士带来了更多的治理变革和更少的政策变化,如增加支出); Cara Lombardo, Elliott Management Goes on Charm Offensive, WALL ST. J. (Oct. 8, 2018, 5:30 AM), <https://www.wsj.com/articles/elliott-management-goes-on-charm-offensive-1538991001> [<https://perma.cc/8YZV-GM38>]; Matt Levine, Don't Steal the Bribe Money, BLOOMBERG (Nov. 2, 2018, 11:09 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-11-02/don-t-steal-the-bribe-money> (描述了一支较竞争对手采用更多合作策略、更少对抗策略的对冲基金)。

[133] Anabtawi, *supra* note 29, at 595.

[134] See Jeffrey N. Gordon, Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law, 60 U. CIN. L. REV. 347, 377 (1991) (解释了经济如何因为投票机制而被扭曲)。

世界中(其他新增投资则是为了推进社会或环境改善^[135]),股东之间讨价还价、相互据理力争的制度体系,可能在事实上能够产生一些看似合理的结果。

五、回归的假设交易理论

也许是因为股东存在不同偏好的现实太过复杂而难以管理,而公开允许州强加公司目标的紧张局面又让(表面上)以私人命令为前提的制度难以承受,一些人试图通过专门关注散户投资者而不是他们投资的机构载体来打破这种复杂的局面。因为散户投资者的偏好一如既往地难以评估(并且,出于上文给出的原因,假设交易是不确定的)。于是,我们不得不面对这些偏好究竟是什么的不同描述。但是,所有人都有一个共同的最终目标,那就是在维持私人命令假象的同时实现州的控制和统一。^[136]

例如,许多散户投资者通过受《雇员退休收入保障法》(The Employee Retirement Income Security Act, ERISA)^[137] 监管的养老金计划进行投资,因此,每一届新的总统行政部门都会对 ERISA 计划受托人对其受益人的信义义务作出新的解释。布什和特朗普政府都颁布了指导意见,建议 ERISA 受托人应最大限度地减少对公司治理的参与,并避免将公司

[135] Silvia Merler, The Rise of “Ethical” Investing, BRUEGEL (Oct. 29, 2018), <http://bruegel.org/2018/10/the-rise-of-ethical-investing/> [https://perma.cc/75Z2-JFDQ].

[136] See Greenwood, *supra* note 100, at 1066 (将通过投资工具接触市场的散户投资者描述为“机构投资者的虚构股东”).

[137] Anita Krug, The Other Securities Regulator: A Case Study in Regulatory Damage, 92 TUL. L. REV. 339 (2017).

活动可能对劳工或环境造成的影响等“社会”目标纳入考量。^[138]相反,奥巴马政府采取了更加宽松的态度,在这一问题上给予 ERISA 计划受托管理者们更大的自由裁量权。^[139]

评论者们也提出了同样的观点。根据上文所述的另一种假设交易方法,许多人利用普通民众的直觉,甚至是民意调查,得出散户投资者希望公司的行为符合某种社会责任标准的结论;因此,认为公司本身以及投资载体都应该为促进这些利益而行动。^[140]其他人则转向了相反的方向:为了限制股东参与公司治理,他们主张散户投资者“只是想赚取尽可能高的经风险调整后的财务回报”,正因如此,当共同基金在追求社会利

[138] 29 C. F. R. pt. 2509 (2016) [“负责任的受托人应仅考虑与计划投资的经济价值相关的因素。如果负责任的受托人合理地确定投票成本(包括必要时确定如何投票的研究成本)可能超过投票的预期经济效益……受托人有义务避免去投票。”]; U. S. DEP'T OF LABOR, EMP. BENEFITS SEC. ADMIN., FIELD ASSISTANCE BULL. No. 2018-01, INTERPRETIVE BULLETINS 2016-01 AND 2015-01 (Apr. 23, 2018), <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/field-assistance-bulletins/2018-01> [<https://perma.cc/QU9G-5RU3>] (“受托人在做出决策时,不得过于轻易地将 ESG 因素视为与所讨论的特定投资选择具有经济相关性……个人计划投资者与上市公司董事会或管理层进行直接谈判时通常会产生的巨额费用,而他们却将此归咎于‘该计划是不合适的’,‘该计划只是众多投资者之一’……或‘经常产生重大计划费用’等。例如,为股东决议的宣传、新闻或邮寄活动提供资金,召开特别股东大会,或发起或积极赞助与此类公司有关的环境或社会问题的代理人之争。”); see also *id.* at n.6 (“在决定是否以及在多大程度上将特定基金作为指定的投资选择时,受托人通常必须只考虑与计划参与者和受益人在其退休收入中的利益相关的因素。除非仅基于其经济价值判断所选择的投资与其他投资选项效益相等或更优先,否则指定投资选择方案的决定可能不会受到非经济因素的影响。”)。在最近的一项行政命令中,特朗普总统指示劳工部为 ERISA 的代理投票计划制定新的指导意见,显然是为了确保关注财富最大化。Exec. Order No. 13868, 84 Fed. Reg. 15495 (Apr. 10, 2019)。该命令在其公告中显得异常直接,即“公司对股东负有信义义务,即努力实现股东回报最大化,以符合公司的长期增长”。*Id.*

[139] 29 C. F. R. pt. 2509 (2016) (暗示布什的指导意见可能被“误解”为需要对 ESG 因素进行具体的成本效益分析,而事实上,受托人可能“认识到,尽管很难量化,但长期财务利益可能来自投票选择代理人时深思熟虑的股东的参与……或以其他方式行使的股东权利”;承认人们对社会因素和股东参与的好处越来越感兴趣)。

[140] Scott Hirst, *Social Responsibility Resolutions*, 43 J. CORP. L. 217, 230-31 (2018) (依赖于普遍投票数据); Elhauge, *supra* note 19, at 792-93; Weitzel & Rodgers, *supra* note 18, at 81-86.

益或试图在指导公司行为方面扮演重要角色时,就会违反它们对其受益人应负的信义义务。^[141] 现任 SEC 主席杰伊·克莱顿(Jay Clayton)显然同情后一类人:在最近的一次演讲中,他表示担心受托代表投资人行使投票权的共同基金可能无法充分代表“主流投资者”。^[142] 表达这一观点的同时,他也提出了一个问题:“(共同基金的)投票决定是否让这些股东的基金价值最大化了?”^[143]

特拉华州法官也采取了类似的做法。前首席大法官维齐(Veasey)将机构投资者和真正的“潜在投资者”区分开来,他认为前者是在意短期利益的,而后者则是在意长期前景的,这种区分主要用以证明最小化股东权力能够避免公司经营中过度(短视)冒险的合理性。^[144] 现任首席大法官斯特林(Strine)也持同样观点,^[145] 他建议机构股东应当承认并同步考虑其散户受益人的(推定的)利益,不仅包括公司的长期财富最大化利益,也包括能够确保经济产生工作条件安全的稳定工作,以及同时

[141] George David Banks & Bernard Sharfman, *Standing Up for the Retail Investor*, HARV. L. SCH. F. CORP. Gov. FIN. REG. (June 10, 2018) (原文强调)。这些情绪是由企业游说团体 Main Street Investors 的代表表达的。See Andrew Ross Sorkin, *What's Behind a Pitch for the Little – Guy Investor? Big Money Interests*, N. Y. TIMES (July 24, 2018), <https://www.nytimes.com/2018/07/24/business/dealbook/main-street-investors-coalition.html> [<https://perma.cc/JA9C-VJKT>]; see also Phil Gramm & Mike Solon, *Keep Politics out of the Boardroom*, WALL ST. J. (July 18, 2018, 6:28 PM), <https://www.wsj.com/articles/keep-politics-out-of-the-boardroom-1531952912> [<https://perma.cc/E8GP-NAJR>].

[142] Jay Clayton, Chairman, Sec. Exch. Comm'n, Remarks at the Practicing Law Institute 49th Annual Institute on Securities Regulation: Governance and Transparency at the Commission and in Our Markets (Nov. 8, 2017), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-2017-11-08> [<https://perma.cc/G5J9-7ACE>].

[143] Id. 在这方面,克莱顿主席支持共同基金监管结构。在要求共同基金披露其代理投票行为时,SEC 解释称,这样做将使散户投资者能够“确定……他们现有的基金经理是否充分实现了价值最大化”。See *Disclosure of Proxy Voting*, *supra* note 27.

[144] E. Norman Veasey, *The Stockholder Franchise Is Not a Myth: A Response to Professor Bebchuk*, 93 VA. L. REV. 811, 815-16 (2007).

[145] Strine, *supra* note 114, at 1764.

能够保护和维护环境。^[146]

因此,随着股东在公司形式中获得更大的权力,新的监管制度也在尝试通过借助“让机构股东的行为与其受益人的(想象的)偏好更加一致”之名,来更多地对机构股东予以关注。^[147] 通过关注并控制股东,单一的公司目标可以再次被写入法律,而同时再次将对于不同偏好可能性的关注进行搁置也似乎不会有多大问题。^[148] 如此看来,纷争止于争论伊始,如果将沉默的散户股东作为一张空白的画布,那么是可以在这张画布上投射出理想的、可管理的公司目标的。

结 论

副大法官莱斯特(Laster)对 PLX 的裁决可以被视为永无止境的公

[146] Leo E. Strine, Jr., *Securing Our Nation's Economic Future: A Sensible, Nonpartisan Agenda to Increase Long - Term Investment and Job Creation in the United States*, 71 *Bus. LAW.* 1081, 1082, 1094 95 (2016); Leo E. Strine, *Fiduciary Blind Spot: The Failure of Institutional Investors to Prevent the Illegitimate Use of Working Americans' Savings for Corporate Political Spending* 45 49 (Univ. Pa. Law Sch. Inst. Law & Econ., Research Paper No. 19 - 03, Dec. 20, 2018), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=3304611> [<https://perma.cc/42HF-HSUA>].

[147] 首席大法官斯特林就这一点详细介绍了具体的政策建议。See Leo E. Strine, Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 *Bus. LAW.* 1 (2010). 当然,首席大法官斯特林的直觉可能是错误的。例如,尽管首席大法官斯特林认为散户投资者更希望“大型烟草”和各种对环境不友好的行业被他们的机构投资工具吸纳,参见 Strine, *Fiduciary Blind Spot*, *supra* note 146 at 45 49,但他并没有考虑到许多散户投资者可能受雇于这些行业。Id.

[148] 此外,SEC 目前正在考虑是否对代理顾问(指导机构如何投票的实体)的活动施加更大的限制。See Gabriel T. Rubin, *Companies Call for Oversight of Firms That Advise Shareholders*, *WALL ST. J.*, Mar. 19, 2019, <https://www.wsj.com/articles/companies-target-firms-that-advise-shareholders-11552987800> [<https://perma.cc/MQB9-J26X>]. 代理顾问使机构更容易、更具成本效益地参与公司治理。See Andrew F. Tuch, *Why Do Proxy Advisors Wield So Much Influence? Insights from U. S. - U. K. Comparative Analysis*, *B. U. L. REV.* (forthcoming), <https://papers.ssrn.com/sol3/cfdev/AbsByAuth.cfm?perid=366342> [<https://perma.cc/H6VN-5T7B>].

司法辩证法的自然延伸。如果没有令人满意的机制来解决股东之间不可避免的分歧,那么就会存在将统一的目标强加给股东的持续倾向。而当机构投资者现实生活中的偏好因过于突兀而无法完全被忽视时,那么,它们可以通过诉诸其所代表的投资者的所谓偏好而弱化这种突兀性。因此,我们可以想象,使 Potomac 资本及其管理人员辛格利益分道扬镳的 PLX “股东”其实并不是具有明确意愿的投票股东,而是站在他们背后的、沉默的、可塑的“真正”股东。

散户投资者的假设偏好可能会使公司治理的争论恢复到更熟悉的基础上,但这也可能只是暂时的解决路径。部分原因是,只要机构本身是多样化的,那么至少就会有一种观点认为,即使关注基金层面的财富最大化,也并不当然等同于关注公司层面的财富最大化。^[149] 但更通常而言,这也是因为散户股东可能并不会长期保持沉默。一些评论者认为,可以利用新的技术手段来放大散户投资者的声音,典型的例如通过允许他们将一组投票指令或一般偏好预先编辑并上传到一个电子平台中,该平台可以自动投出他们的代理投票。^[150] 此外,这些平台还可以允许散户投资者指导共同基金或类似投资实体持有的股份的投票。^[151] 一家新创业公司 Say 甚至开始汇总散户投资者的问题,这样便使他们能够

[149] Condon, *supra* note 93; Hawley & Lukomnik, *supra* note 93, at 450.

[150] Jill E. Fisch, *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, 102 MINN. L. REV. 11, 37 (2017); Kobi Kastiel & Yaron Nili, *In Search of the “Absent” Shareholders: A New Solution to Retail Investors’ Apathy*, 41 DEL. J. CORP. L. 55, 99 (2016).

[151] Jennifer S. Taub, *Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders’ Rights*, 34 J. CORP. L. 843, 855 (2009); George S. Geis, *Traceable Shares and Corporate Law*, 113 NW. U. L. REV. 227, 270 n. 243 (2018); John C. Coffee, Jr., *Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 BUS. LAW. 1195, 1197 (1997); see also Sean J. Griffith, *Opt In Stewardship: Toward a Default Rule for Mutual Fund Voting*, TEX. L. REV. (即将发表) (建议散户投资者可以预先登记他们对各种目标的偏好,以及各种目标投资在共同基金中所占比例的偏好); Caleb N. Griffin, *We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants*, MARYLAND L. REV. (即将发表), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3365222 [<https://perma.cc/BG4B-26LW>].

在收益电话会议上直接向公司管理层提出这些问题。^[152]

如果这些想法和观点终成现实,那么公司法律制度将有可能要去面对更多不甚和谐的声音。对于是否会有新类型的潜在投资者出现来代表股权持有人的“真正”偏好,或是说立于私人指令伪装幕后的国家控制意志最终是否会被揭开其伪饰,都还有待于继续观察。

(编辑:严琦 姜沅伯)

[152] Andrea Vittorio, Tesla's Once "Boring" Earnings QUA Opens up to Small Holders, BLOOMBERG L. (Jan. 30, 2019, 7:11 PM), <https://news.bloomberglaw.com/corporate-law/teslas-once-boring-earnings-q-a-opens-up-to-small-holders-1> [<https://perma.cc/BYN7-742K>]; see also Andrea Vittorio, Shareholder Apps Aim to Replace Companies' Paper Ballots, BLOOMBERG L. (Apr. 29, 2019, 4:31 AM), <https://news.bloomberglaw.com/corporate-law/shareholder-apps-aim-to-replace-companies-paper-ballots> [<https://perma.cc/9E4X-UK9V>] (来自为中小股东投票提供便利的应用程序的报道)。