

契约治理:对公司章程细则的影响^{*}

[美]吉尔·E.菲什 著^{**} 李诗鸿 译^{***}

姜沅伯 校^{****}

摘要:董事会和股东越来越多地使用章程和章程细则条款来定制其公司治理。根据美国特拉华州法律,股东采纳和修改公司章程细则的权力比董事会的权力更为有限。这会导致对公司契约范式的质疑。本文提出了两种替代解决方案:特拉华州法院和立法机构重新考虑股东权力的现有约束,以便在股东和董事之间建立公平的竞争环境,并充分

* Jill E. Fisch, *Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws*, 106 Cal. L. Rev. 373 - 409 (2018).

** 宾夕法尼亚大学法学院佩里·戈尔金(Perry Golkin)讲席教授,宾夕法尼亚大学法学院法律与经济研究中心联席主任。感谢肖恩·格里菲思(Sean Griffith)、史蒂文·大卫杜夫·所罗门(Steven Davidoff Solomon)和弗兰克·帕特诺伊(Frank Partnoy)对初稿的意见。同样非常感谢作者在加州大学伯克利分校法学院演讲“时代变迁中的企业契约:法律是否与时俱进?”(The Corporate Contract in Changing Times; Is The Law Keeping Up?)以及在加州大学洛杉矶分校法学院演讲“特拉华州能被废黜吗?评估特拉华州在公司法上的主导地位”(Can Delaware Be Dethroned? Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law)时收到的有益评论。

*** 华东政法大学国际金融法律学院副教授。

**** 现任职于上海证券交易所法律部。

实现契约范式。如果特拉华州法律保留对股东权利的现有限制,那么,法院应该更仔细地审查董事会采纳的章程细则。

关键词: 契约治理 章程细则 股东 董事会

引 言

公司法的契约方法植根于罗纳德·科斯(Ronald Coase)^[1]和奥利弗·哈特(Oliver Hart)^[2]等著名经济学家的著作。虽然学者普遍接受契约隐喻的效用,但他们对于其对监管政策的影响存在争议。^[3]一些人认为契约原则支持对公司参与者所选择的结构安排的实质性尊重;^[4]另一些人则质疑这种尊重的适当范围。^[5]例如,哈特指出,涉及股东和经理之间权利分配的治理契约在公众公司中尤其可能是不完整的。^[6]

在支持尊重参与者基于自治和效率而商定的治理条款方面,契约方法具有特别重要的影响。^[7]评论人士认为,公司法应该采用一种授权的方法,即公司参与者可以自由修改默认的公司法规则,而不是强制

[1] See Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm: Meaning*, in Oliver E. Williamson & Sidney G. Winter eds., *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development* 48, 56, 1993 (“公司本质上是契约安排的选择。”)。

[2] See Oliver Hart, *An Economist's Perspective on the Theory of the Firm*, 89 *Colum. L. Rev.* 1757 (1989).

[3] See, e. g., William A. Klein, *The Modern Business Organization: Bargaining under Constraints*, 91 *Yale L. J.* 1521, 1563 (1982) (认为“现代商业组织最好被理解为一系列在约束下达成的交易”,但将此立场描述为是实证的,而不是规范的)。

[4] E. g., Frank Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991).

[5] E. g., Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *Harv. L. Rev.* 1820 (1989).

[6] See Oliver D. Hart, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, 105 *Econ. J.* 678, 690 (1995).

[7] See, e. g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 *Colum. L. Rev.* 1416, 1446 (1989) (“公司法在这里的作用与其他地方一样,是采用普遍存在的背景条款,除非按契约变更”)。

实行“一刀切”的强制性规定。^[8] 越来越多的企业参与者正在使用私人秩序 (private order), 通过确立适用于发行人的条款来定制他们的公司治理。^[9] 本文把这种趋势描述为“新治理”。^[10] 最近的例子包括协议管辖条款 (forum selection bylaws)、多数决条款 (majority voting bylaws) 和预先通知条款 (advance notice bylaws)。^[11]

当时的大法官 (现在是首席大法官) 斯特林 (Strine) 在 *Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp* ^[12] 一案中, 发展了这种完善的公司契约模式。正如斯特林在 *Boilermakers* 案中所解释的那样, “特拉华州公司的章程构成了《特拉华州普通公司法》(DGCL) 法定框架内形成的董事、高级管理人员和股东之间具有约束力的更广泛契约的一部分”。^[13] 在这样的推理中, 斯特林是基于司法传统构建的, 采用了一种学术模式, 即从契约条款的角度分析公司非利益相关者之间的权力

[8] See, e. g., Troy A. Paredes, Sec. Exch. Comm’r, *Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Nominations* (“Proxy Access”) (Aug. 25, 2010), <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510tap.htm> [<https://perma.cc/S4V9-VPN6>] (“授权的方法依赖于私人秩序, 以确定如何组织每个公司以最有效地促进其特定需求和利益。”)。其他形式的商业实体法在为参与者商定的条款提供最大效力方面更为明确。See Paul M. Altman & Srinivas M. Raju, *Delaware Alternative Entities and the Implied Contractual Covenant of Good Faith and Fair Dealing under Delaware Law*, 60 *BuS. LAW.* 1469, 1469 (2005) (解释说, 特拉华州修订的《统一有限合伙法》和《有限责任公司法》, “基于并反映了一项强有力的自由政策, 该政策有利于在特拉华州有限合伙和有限责任公司设立、运营和终止的几乎所有方面享有广泛的合同自由”); see also Larry E. Ribstein, *Unlimited Contracting in the Delaware Limited Partnership and Its Implications for Corporate Law*, 16 *J. Corp. L.* 299, 300 (1991) [认为特拉华州有限责任公司(LLP)法规中反映的契约方法应该扩展到公司]。

[9] See D. Gordon Smith, Matthew Wright & Marcus Kai Hintze, *Private Ordering with Shareholder Bylaws*, 80 *Fordham L. Rev.* 125 (2011).

[10] See Jill E. Fisch, *The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws*, 81 *Brook. L. Rev.* 1637 (2016).

[11] See *id.*, p. 1654 (describing advance notice and forum selection bylaws); Stephen Choi, Jill Fisch, Marcel Kahan & Edward Rock, *Does Majority Voting Improve Board Accountability?*, 83 *U. CI. L. Rev.* 1119, 1145 (2016) (描述了多数决章程细则)。

[12] *Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp.*, 73 A.3d 934 (Del. Ch. 2013).

[13] *Id.*, p. 939.

关系。^[14]

正如斯特林在 *Boilermakers* 案中所阐述的,公司契约模式依赖于两个因素。一是默示同意理论。^[15] 当股东在一家公司购买股票时,该公司的章程赋予董事会该权力,那么,股东默认同意受该公司董事会通过的章程细则约束。二是股东对董事会制定的章程细则提出质疑的权利,包括“股东自行制定和修改章程细则的不可剥夺的权利”。^[16] 斯特林将股东这样做的能力描述为“合法地神圣不可侵犯”。^[17]

在 *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund* 案中,法院再次依据这一理由支持了一项由董事会通过的章程细则,该章程细则要求败诉的原告股东支付公司的诉讼费用。^[18] 法院的推理不只是基于合同的类比,而是将相关的章程细则作为合同条款来具体对待,并解释说该章程细则相当于“美国规则的合同例外”。^[19] 具有讽刺意味的是,法院的结论是基于这样一个事实:公司章程细则是“公司股东之间的契约”,尽管相关的章程已经被董事会通过且未经股东投票。^[20]

Boilermakers 案和 *ATP* 案反映的股东章程细则权力的广泛概念与特拉华州最高法院早些时候的一项裁决形成了紧张关系。在 *CA Inc. v. AFSCME* 案中,法院认为,股东通过的代理费用补偿条款与特拉华州法律不一致,因为股东对采用此类章程细则的权力有限。^[21] 具体来说,法院的结论是,董事会管理公司的法定权力是对股东权力的一种约束。正如法院所解释的那样,“内部治理契约——在这里以章程细则条款的形式出现——也将阻止董事在其受托责任要求他们拒绝向持不同

[14] See, e. g., *Airgas, Inc. v. Air Prod. & Chem., Inc.*, 8 A. 3d 1182, 1188 (Del. 2010) [citing *Centaur Partners, IV v. Nat'l Intergroup, Inc.*, 582 A. 2d 923, 928 (Del. 1990)] (将章程细则描述为公司股东之间的契约)。

[15] *Boilermakers*, 73 A. 2d, pp. 955 - 956.

[16] *Id.*, p. 956.

[17] *Id.*

[18] *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund*, 91 A. 3d 554, 557 (Del. 2014).

[19] *Id.*, p. 558.

[20] *Id.* 毫无疑问的是, *ATP* 是一家非股份公司,但法院并未将其持股限制在非股份公司。

[21] *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227 (Del. 2008).

意见的候选人补偿费用的情况下行使其全部管理权力”^[22]

Boilermakers 案、ATP 案与 AFSCME 案之间的紧张关系对当代理解提出了挑战，即公司形式的契约性质保证了司法高度尊重 Boilermakers 案反映出来的私人秩序。在新的治理背景下，由于各种原因，董事会采用和修订章程细则条款的权力可能大于股东相应的权力。反过来，由此产生的对契约隐喻范围的限制，也为质疑当前章程细则诉讼的司法途径提供了一个理由。

其影响是双重的。首先，对契约范式的承诺表明，特拉华州法院（也许还包括立法机构）可能希望以促进私人秩序的名义，重新考虑对股东权力的现有约束。在这样做时，他们将不得不考虑增强股东权力的可能后果。^[23] 其次，如果特拉华州法律保留了 AFSCME 案中反映的对股东权力的既有限制，法院应该对董事会通过的章程细则进行更严格的审查，因为股东可能无法自行取消这些章程细则。^[24]

本文的内容如下。第一部分简要概述了公司契约模型的基础，以及该模型在发行人专属的（issuer-specific）公司章程细则中的影响。第二部分指出了造成董事会权力与股东权力之间差距的限制股东采纳和修改章程权力的因素。第三部分考虑了这种差异对契约方法的影响。

一、公司章程细则的契约性质

公司契约模式强调管理者与股东之间的关系本质上是契约性的。

[22] *Id.*, p. 239.

[23] 这些后果包括股东积极主义的可能性增加以及这种积极主义的后果。评论人士对赋予股东权力的规范性含义存在分歧。Compare William Bratton & Michael Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. Pa. L. Rev. 653, 658-59 (2010) (主张股东权力的增强导致管理者过度管理市场), with Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 833, 836 (2005) (声称“增加股东干预的权力……将通过解决长期困扰公众公司的重要代理问题来改善公司治理并提高股东价值”)。

[24] 股东和董事之间通过治理章程细则的权力平衡，对 SEC Rules 14a-8(i)(1) 和 (2), 17 C. F. R. § 240.14a-8(1) & (2) (2016) 中允许的股东提案的范围产生了进一步的影响。对这些影响的考虑超出了本文的范围。

这意味着公司的管理文件——公司章程和章程细则——对管理者和股东都起作用并具有约束力,就像他们谈判并签署了像普通法契约一样的条款。^[25] 该模型源于一系列法律和经济学理论,^[26] 已经引发了一些法律和经济学学者争辩,认为通过股价施加的市场约束,将促使股东采用最优合同条款,或者至少是比监管更优的条款。^[27]

契约理论对公司法具有重要影响。^[28] 学者们曾利用它来论证,公司法应该通过接受广泛的企业专属的(firm-specific)、定制的条款来促进缔约过程。^[29] 此外,他们还认为公司法不应被强制要求采取“一刀切”的做法,这既是因为政策制定者不太可能成功确定最优的公司法规则,也是因为单一规则不太可能对所有发行人而言均是最优的。^[30]

企业专属条款的发展已被称为私人秩序。^[31] 虽然多方学者已经

[25] See, e. g., Jason W. Neyers, *Canadian Corporate Law, Veil – Piercing, and the Private Law Model Corporation*, 50 U. Toronto L. J. 173, 214 (2000) [质疑“(公司的)英国模式是否具有契约性”]。

[26] See, e. g., Robert C. Clark, *Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law*, 89 Colum. L. Rev. 1703, 1705 (1989) (观察到“公司的契约理论……主导了大多数经济学家和大多数以经济为导向的公司法学者的思想”); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 311 (1976) (将企业描述为“一系列缔约关系的纽带”)。

[27] Easterbrook & Fischel, *supra* note 7, pp. 1430 – 1433.

[28] See generally Symposium, *Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 Colum. L. Rev. 1395 (1989) (讨论契约方法对强制性公司法角色的影响)。

[29] Easterbrook & Fischel, *supra* note 4, p. 5. Frank Easterbrook and Daniel Fischel are among the most influential adherents to the contractual model. See Ian Ayres, *Making A Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel*, 59 U. Ch. L. Rev. 1391, 1419 (1992) (“伊斯特布鲁克和费舍尔是科斯五十多年前开始的契约传统的当之无愧的继承者。”)。

[30] See Henry N. Butler & Larry E. Ribstein, *Opting out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti – Contractarians*, 65 Wash. L. Rev. 1 (1990) (总结关于私人订购与强制性规则之间的争论)。

[31] Smith et al., *supra* note 9, p. 127 n. 12 (讨论“私人秩序”一词的各种用法)。

指出了契约方法的局限性，并因此质疑其作为限制强制性监管的理由，^[32]但该方法仍然为私人秩序提供了规范基础。^[33] 公司章程提供了一种机制，股东（和董事）可以通过这种机制参与此种私人秩序。^[34]

特拉华州公司法在很大程度上进行授权的结构，与私人秩序的方法是一致的。^[35] 特拉华州法规包含的强制性条款相对较少。^[36] 相反，大多数法规都提供了可以通过适当的章程和章程细则加以修改的默认规则。^[37] 例如，该法包含一项反收购条款，限制在 3 年内与有利害关系的股东进行企业合并，但为公司提供了可以避免适用该条款的各种机制。^[38] 同样，该法规定董事会将每年选举一次，但允许公司通过章程条款或股东通过的章程细则选择一个分级董事会（classified board）予以替代。^[39]

除了允许个别公司修改法定的默认规则外，特拉华州的法规还允

[32] See, e. g. , Melvin Aron Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 Colum. L. Rev. 1253, 1275 (1999) (反对就忠实义务采用契约方法); Michael Klausner, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, 31 J. Corp. L. 779, 784 (2006) (“事实证明，契约理论在很大程度上建立在一个完全可信、但实际上是虚构的契约世界之上。”)。

[33] See, e. g. , Jill E. Fisch, *The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access*, 61 Emory L. J. 435 (2012) (认为联邦证券法应该促进通过私人秩序进行使用委托投票说明书的尝试)。

[34] See, e. g. , Smith et al. , *supra* note 9, p. 130 (“我们将通过采用股东章程细则条款降低缔约的障碍，从而促进公众公司的私人秩序。”)公司也可以通过采纳公司特有的章程条款开展私人秩序。章程和章程细则之间的关键区别在于，章程的修改通常需要股东和董事会的批准。相比之下，大多数州允许董事会和股东单方面修改章程细则。联合行动的要求意味着契约方法对章程条款的合法性有不同的影响，这个问题超出了本文的范围。此外，法律可对可根据章程规定实行的允许私人秩序的范围施加不同的限制。See, e. g. , *Frechter v. Zier*, No. 12038, 2017 Del. Ch. LEXIS 214, at * 5 n. 19 (Del. Ch. Jan. 24, 2017) [将第 109 (b) (4) 所容许的绝对多数规定与第 102 (b) (4) 作比较]。

[35] See generally Jill E. Fisch, *Leave It to Delaware: Why Congress Should Stay out of Corporate Governance*, 37 Del. J. Corp. L. 731 (2013)。

[36] See Fisch, *supra* note 10, p. 1671.

[37] 有关例外，see Del. Code Ann. tit. 8, § 211 (2017) (要求召开年度股东大会); *id.* § 170 (要求召开年度股东大会)。

[38] *Id.* , § 203(a).

[39] *Id.* , § 141(d).

许公司通过包含各种可选的类似契约的条款来定制其章程和章程细则,从而促进了私人秩序形成。特拉华州普通公司法(DGCL)第102(b)(7)条中较为人熟知的一个条款允许公司采用章程条款,来限制或免除某些董事对违反注意义务索赔中的金钱赔偿责任。^[40]另一项条款授权公司通过章程条款,放弃对特定商业机会的权益,从而限制了公司机会原则下的潜在索赔。^[41]该法令还授权公司通过纳入一项可选的章程条款来采用绝对多数决投票要求。^[42]

特拉华州法律允许公司使用章程细则来达到类似的效果。根据特拉华州法规,股东有权采纳、修改和废除公司章程细则。公司可以通过章程条款向董事授予相同的权力,但此类条款不能剥夺股东的权力。^[43]绝大多数特拉华州公司章程赋予董事会这一权力。^[44]

潜在治理章程细则的范围非常广泛。特拉华州法规授权公司采用“与公司业务、公司事务的处理、公司的权利/权力或股东、董事、高级管理人员或雇员的权利/权力有关的,与法律或公司注册证书不相抵触的任何条款”。^[45]由于这一范围广泛,而且股东和董事会都可以单方面采纳治理章程细则,在特拉华州的公司中,大量的私人秩序都是通过采用发行人专属的章程细则展开的。^[46]

反过来,特拉华州法院基本上接受了公司法的契约理论。^[47]正如

[40] See John L. Reed & Matt Neiderman, “Good Faith” and the Ability of Directors to Assert § 102(b)(7) of the Delaware General Corporation Law as a Defense to Claims Alleging Abdication, Lack of Oversight, and Similar Breaches of Fiduciary Duty, 29 Del. J. Corp. L. 111, 113 (2004) [描述102(b)(7)的历史和范围]。毫无疑问地,该部分并非完全契约,因为它豁免了四类董事不能被脱罪的行为。Id., pp. 113 – 114.

[41] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 122(17) (2017).

[42] Id., § 102(b)(4).

[43] Id., § 109(a).

[44] See Ann M. Lipton, *Manufactured Consent: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws*, 104 GEO. L. J. 583, 589 n. 25 (2016) (“一般来说,公众公司从一开始就赋予董事这样的权力。”)。

[45] Del. Code Ann. tit. 8, § 109(b) (2017).

[46] See, e. g., E. Norman Veasey, *The Shareholder Franchise Is Not a Myth: A Response to Professor Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 811, 821 (2007) (说明股东可以通过采纳修改发行人选举董事程序的章程细则来致力于私人秩序,包括实施多数决)。

[47] See, e. g., *Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc.*, 8 A. 3d 1182, 1188 (Del. 2010).

特拉华州最高法院在 *Airgas* 案中所解释的那样，“公司章程和章程细则是公司股东之间的合同”。^[48] 契约理论为法院提供了一种解释章程和章程细则的方法——它们是使用契约原则来解释的。^[49] 该理论也为法院的司法提供了依据。正如斯特林在 *Boilermakers* 案中所解释的那样，“章程细则构成了特拉华州公司与其股东之间契约的一个有约束力的部分”。^[50]

在 *Boilermakers* 案中，法院依据两个不同的因素，维持了董事会通过的协议管辖条款的有效性。首先是默示同意理论。斯特林的理由是，特拉华州的法规预期，如果“章程”有此规定，那么董事将有单方面采纳章程细则。在法定框架下，如果公司章程授权董事会修改章程细则，其股东就默示地同意，他们“将受到董事会单方面采纳的章程细则的约束”。^[51] 股东通过决定投资该公司，表示对该条款的认同。^[52]

其次，斯特林从股东不同意董事会通过的章程时享有的法定权利获得了对公司契约分析的支持理由。正如斯特林所指出的，股东拥有自己的权利，与董事会的权利相当，可以采用或修改公司章程细则。^[53] 此外，股东有权对拒绝同意股东投票的董事进行惩戒，将这些拒不服从的董事从其职位上撤下。因此，斯特林得出结论：“如果股东不希望董事会通过的协议管辖条款成为他们与公司之间契约的一部分，股东拥有强大的权利来保护自己，这是股东和公司之间固有的灵活契约，而章程细则是该契约的一部分。”^[54]

Boilermakers 案的判决反映了对公司法中契约自由的有力支持。

[48] *Id.*

[49] *Id.*

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

[51] *Id.*, p. 956.

[52] *Id.*

[53] *Id.* [citing *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 232 (Del. 2008)].

[54] *Id.*, p. 957.

因此,它鼓励公司通过采纳和修订公司章程细则来展开私人秩序。^[55] 公司对这一鼓励作出了回应。例如,发行人协议管辖条款的使用,在 *Boilermakers* 案判决作出前程度有限,但在 *Boilermakers* 案之后“迅速加速”。^[56]

发行人也开始尝试其他(公司)治理细则条款。^[57] 在 ATP 案中,特拉华州最高法院支持了一项由董事会采纳的费用转移条款(*fee - shifting bylaw*),并推断认为 *Boilermakers* 案的契约分析是适用的。^[58] 同样,一些发行人采用了董事资格条款,禁止针对某些类型的积极主义者提名的董事候选人的补偿协议(*compensation agreements*)。^[59] 一些

[55] 发行人以前采用了各种类型的治理章程细则条款。例如,预先通知条款(*advance notice bylaw*)要求股东事先通知发行人有意提名竞争董事候选人,这种做法在 *Boilermakers* 判决之前就普遍了。See Wilmer Hale, 2015 M&A Report 5 (2015), <https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/SharedContent/Editorial/Publications/Documents/2015 - WihnerHale - MA - Report. pdf> [<https://perma.cc/HR3U - MVZK>] (估计“2014年年底,标准普尔 500 指数 95% 和罗素 3000 指数 90% 的成分股公司都存在预先通知条款”)。特拉华州法律对预先通知章程细则的制定设定了很高的标准。See, e. g., Gibson Dunn, *Advance Notice Bylaws: Trends and Challenges* 2 (2015), <https://www.gibsondunn.com/advance - notice - bylaws - trendsand - challenges> [<https://perma.cc/55EC - KWVHQ>] (解释说,法院在 *AB Value Partners* 的裁决中“阐明了,根据特拉华州法律,只有在‘不公平情况’的门槛相对较高的情况下,才会禁止预先通知章程细则”)。

[56] Roberta Romano & Sarath Sanga, *The Private Ordering Solution to Multiforum Shareholder Litigation*, 14 J. Empirical Legal Stud. 31, 38 (2017). 特拉华州立法机构在 2015 年明确认可了协议管辖条款的有效性。See Del. Code Ann. tit. 8, § § 102 (f), 109(b) (West 2015).

[57] See generally Fisch, *supra* note 10 (描述董事会采纳的治理条款的范围)。

[58] See *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund*, 91 A. 3d 554, 556 (Del. 2014). 特拉华州立法机构随后修改了该法规,禁止费用转移条款。Del. Code Ann. tit. 8, § § 102 (f), 109(b) (West 2015).

[59] See Matthew D. Cain, Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, *How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash*, 164 U. Pa. L. Rev. 649, 652 - 653 (2016). 值得注意的是,在 *Boilermakers* 案中,“黄金皮带”(golden leash)章程的经验与斯特林的推理是一致的。当股东们反对这些章程细则,不让采纳它们的董事投票时,带来问题的董事会作出了撤销这些规定的回应。

发行人甚至确立了强制仲裁条款。^[60] 评论人士认为,这些章程细则条款的有效性来自 ATP 案和 Boilermakers 案的推理。^[61]

通过采纳公司章程细则条款,股东也加大了参与私人秩序的力度。近年来,股东们通过修改公司章程细则提出了一系列治理改革方案,包括多数决(majority voting)、使用委托投票书(proxy access)和股东召集特别会议的权利。这些提案获得了相当多的投票支持。例如,截至2014年1月,“标准普尔500指数成份股公司中,近90%的采用了某种形式的多数决”。^[62] 2015年对于委托投票书使用的章程细则条款来说是“突破性的一年”,部分原因是纽约市审计长(New York City Comptroller)发起了一场股东提案运动(shareholder proposal campaign)。^[63] 大多数使用委托投票说明书的提案得到了多数股东的支持,越来越多的发行人正在采用某种形式的委托投票书。^[64]

[60] See Claudia Allen, *Bylaws Mandating Arbitration of Stockholder Disputes?*, 39 Del. J. Corp. L. 751 (2014). 几家法院支持了由马萨诸塞州一家房地产投资信托公司(REIT)制定仲裁细则的决议(decision),尽管该分析并未涉及特拉华州的公司法。Del. Cnty. Emps. Ret. Fund v. Portnoy, No. 13 - 10405, 2014 U. S. Dist. LEXIS 40107 (D. Mass. Mar. 26, 2014) (适用既判力驳回原告提出的宣告性判决动议); Katz v. Common Wealth REIT, No. 24 - C - 13 - 001299 (Md. Cir. Ct. Aug. 31, 2015) (引用Boilermakers判决的契约分析); Corvex Mgmt. LP v. Common Wealth REIT, No. 24 - C - 13 - 001111, 2013 Md. Cir. Ct. LEXIS 3 (Md. Cir. Ct. May 8, 2013) (驳回了中止仲裁的动议,理由是原告已同意仲裁,在仲裁中,这些股票带有提供建设性通知的传奇色彩,而原告是老练的投资者)。

[61] See Letter from Jeff Mahoney, Gen. Counsel, Council of Institutional Investors, to Keith F. Higgins, Dir., Div. of Corp. Fin., SEC, and John Ramsey, Acting Dir., Div. of Trading and Mkts., SEC (Dec. 11, 2013) (推断Boilermakers这样的判决可能导致公司采纳仲裁章程细则条款)。

[62] Choi et al., *supra* note 11, p. 1121.

[63] Simpson Thacher & Bartlett, Proxy Access Proposals 1 (2015), http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo_07_30_15_proxy-accessproposals.pdf [<https://perma.cc/5TZV-HZWD>].

[64] Well, Gotshal & Manges, What's New for the 2016 Proxy Season: Engagement, Transparency, Proxy Access and More 7 (2016), https://www.weil.com/-/media/files/pdfs/1_22_16governance-alert_final2.pdf?cid=8590500125 [<https://perma.cc/4J78-U338>] (报告称,在2015年1月1日至2016年2月4日,124家发行人通过了使用委托投票说明书,要么是自愿的,要么是响应股东的提议)。

二、契约类比的局限:董事会与股东之间的权力不对称

如上所述,董事会和股东正利用私人秩序,采纳发行人专属的治理章程细则。如果这些章程细则被恰当地理解为契约的谈判条款,可以说法院应该给予它们广泛的尊重。*Boilermakers* 案和 *ATP* 案的判决依赖于这一基本原理来分别支持协议管辖条款和费用转移条款。

然而,契约分析存在两个关键问题。其中,第一个问题是,股东是否真的应该如同斯特林论证的那样,应当理解为同意章程和章程细则的条款。同意问题很重要,但它超出了本文的范围。^[65] 第二个问题是,由于种种原因,股东修改章程细则的权力比 *Boilermakers* 案的判决所暗示的更为有限。尽管董事会拥有广泛的权力来通过治理章程细则,但股东们并不享有类似的权力。因此,当股东持不同意见时,他们限制董事会行为的能力有限。本部分提到了股东权力对公司章程细则的几个主要限制。下面的部分将考虑这些限制的影响。

(一) 根据第 109 条对股东权力的实质性限制

尽管 *Boilermakers* 案和 *ATP* 案将股东根据特拉华州法律采纳和修改章程细则的权力描述为非常广泛,但特拉华州最高法院的早期判决 *CA, Inc. v. AFSCME* 案则表明,股东的作用更加有限。^[66] 美国州县和市政工人联合会 (*AFSCM*), 是一个工会养老基金, 根据 14a-8 规则提交了一份修改章程细则的股东提案。^[67] 拟议的章程细则要求发行人在某些情况下, 支付由股东提名候选人参选董事会选举而支付的合理

[65] 关于这一点的进一步讨论, see Verity Winship, *Shareholder Litigation by Contract*, 96 B. U. L. Rev. 485, 496 (2016)。

[66] *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 229 (Del. 2008). 在 *AFSCME* 案之前, 特拉华州法院在这个问题上的立场不太清楚。See *Frantz Mfg. Co. v. EAC Indus.*, 501 A. 2d 401, 407 (Del. 1985) (支持股东通过的章程修正案要求董事会在采取行动前, 全体董事必须达到法定人数并经董事会一致批准……从而限制了 *Frantz* 董事会的职能, 尽管修正案的目的是限制董事会的“反收购策略”)。

[67] *AFSCME*, 953 A. 2d at 229; 17 C. F. R. § 240.14a-8 (2016)。

的委托书征集(proxy solicitation)费用。^[68] CA公司试图将股东提案从其委托投票说明书(proxy statement)中排除,理由是拟议的章程细则不是股东行动的适当主题,如果获得通过,则根据特拉华州普通公司法第141(a)条的规定将是非法的。^[69]

为支持其不采取行动救济(no-action relief)的请求,CA向美国证券交易委员会(SEC)提交了一份来自特拉华州法律顾问的意见书,辩称拟议的章程细则是无效的,因为它将干扰董事会根据法规和章程管理公司的权力。^[70] 根据该意见书,决定如何使用公司资金的决定权在董事会而非股东,股东没有权力“对董事会自由裁量权单方面[施加]限制”。^[71] 该意见书还辩称,该章程细则将“妨碍董事会履行其管理公司业务和相关事务的信义义务”。^[72]

美国证券交易委员会向特拉华州最高法院寻求指导,以确定CA的说法是否符合特拉华州公司法。^[73] CA使用特拉华州新采用的认证程序^[74]向特拉华州最高法院证明了两个问题:(1)根据特拉华州法律,AFSCME的提案是否股东采取行动的合适主题?(2)AFSCME提案如果获得通过,是否会导致CA违反其所适用的特拉华州法律?^[75]

法院在其判决中就第109条规定的股东权限范围提供了若干指导原则。首先,或许也是最重要的一点是,法院明确拒绝了股东通过章程细则的权力与董事会的权力范围同样广阔的观点。^[76] 相反,法院解释说,股东权力受到第141(a)条的限制,该条款赋予董事会而非股东对

[68] See AFSCME, 953 A. 2d, pp. 229 – 230.

[69] *No - Action Request from Richards, Layton & Finger, Counsel for CA, Inc., to SEC, Div. of Corp. Fin.* (Apr. 17, 2008), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2008/caO62708-14a8-incoming.pdf> [<https://perma.cc/J9SJ-5Q49>].

[70] *Id.*, pp. 3 – 4.

[71] *Id.*, p. 7 n. 3.

[72] *Id.*

[73] *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 231 (Del. 2008).

[74] S. B. 62, 144th Gen. Assemb., Reg. Sess. (Del. 2007).

[75] See AFSCME, 953 A. 2d, p. 231.

[76] “孤立地看,第109条(a)可以解读为使董事会和股东有权通过、修改或废除章程细则的权力完全相同且具有共同的广泛性,但第109条(a)并不存在于真空中。其必须与8 Del. C. § 141(a)一起理解……”*Id.*, p. 232.

公司事务的广泛管理权。^[77] 法院解释说,如果股东采纳的章程细则限制了“董事会根据第 141(a)条规定的管理特权”,那么,该章程细则将是无效的。^[78]

在 AFSCME 案中,法院就股东章程的允许范围提供了指导,以便分析第 141(a)条规定的董事会权力与第 109 条规定的股东权力之间的关系。^[79] 作为一个起点,法院承认,法定语言只是“在确定特拉华州立法机构将股东采纳、修改和废除章程细则的权力的合法范围为何时”才略有帮助。^[80] 值得注意的是,与《特拉华州有限责任公司法》(Delaware Limited Liability Company Act)和《修订版统一合伙法》(Revised Uniform Partnership Act)相比,《特拉华州公司法》的相关规定没有包含任何明确支持契约方法的语言。^[81]

法院接着解释,章程细则的适当职能是解决程序问题,而不是强制

[77] Id. (“没有如此广泛的管理权力被法定地分配给股东。”)。

[78] Id., p. 232. 最高法院的分析基于一种观点,即评论人士是在回应“赎回式毒丸”(pill redemption)条款时提出这一观点的。See, e. g., Lawrence Hamermesh, *Corporate Democracy and Stockholder Adopted By – Laws: Taking Back the Street?*, 73 Tul. L. Rev. 409 (1998). 在 20 世纪 90 年代末,机构投资者试图采用章程细则限制董事会使用“毒丸”来抵制敌意收购要约。See, e. g., John C. Coffee, Jr., *The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?*, 51 U. Miami L. Rev. 605, 610 – 12 (1997) (描述机构投资者为引入赎回式毒丸章程细则所做的努力)。特拉华州法院没有就赎回式毒丸章程细则的有效性作出裁决。See Jonathan R. Macey, *The Legality and Utility of the Shareholder Rights Bylaw*, 26 Hofstra L. Rev. 835, 866 (1998) (“没有一家特拉华州法院处理过股东权利章程细则的合法性问题。”)然而,俄克拉荷马州法院维持了一项章程细则,该章程细则要求董事会向股东提交一份毒丸计划,以获得批准。Int’l Bhd. of Teamsters Gen. Fund v. Fleming Cos., 975 P.2d 907, 908 (Okla. 1999). 评论人士辩称,特拉华州法律支持一种以董事会为中心的公司模式,这种模式与弗莱明(Fleming)的判决不一致,并以规范为由为这一模式辩护。See, e. g., Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 572 (2003) (推理包括两部分,即公司形式涉及股东决定将该控制权委托给董事会,并且该授权是有效的); see also Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. 601, 627 (2006) (“为了维护权威的价值,股东投票必须受到限制。”)。

[79] CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan, 953 A.2d 227, 232 – 33 (Del. 2008).

[80] Id., p. 234.

[81] See, e. g., Del. Code Ann. tit. 6, § 18 – 1101(b) (2011) (“本章的政策是为了最大限度地发挥契约自由原则……”)。

执行实质性的商业决策。根据特拉华州法律,该实质/程序的区别可用于界定股东所采纳的章程细则允许的范围。^[82] 因此,法院随后将其对第一个经核证问题的分析框定为,要求它确定费用补偿条款 (expense reimbursement bylaw) 是否“与程序有关”。^[83] 法院的结论是肯定的。虽然该章程细则显然涉及公司资金的支出,但法院通过详尽的论述认为该支出与维持选举程序的完整性有关。因此,该章程细则是股东采取行动的适当主题。

实质/程序的区别可以理解为确定股东所采用的章程何时不得违反第 141(a) 条规定的董事会授权的方式。^[84] 因为第 141(a) 条中赋予了董事会实质性商业决策的权力,因而可以理解一项实质性章程细则会篡夺这项权力。然而,一个章程细则就决策程序作出规定,但仍将最终决策权配置给董事会,这可能是有效的。^[85] 所以,实质/程序的区别为董事会审议的章程细则划定了不同于股东审议的章程细则范围,因为董事会不仅限于程序性的章程细则。

然而,AFSCME 案法院判定委托书费用补偿条款 (the proxy reimbursement bylaw) 是基于程序的,因此在法律上是允许的,但这并没有得出分析的结论。法院接着审查了第二个问题——拟议的章程细则是否会导致 CA 违反特拉华州的法律。法院认为它会。法院的理由是,假设章程细则可以要求董事会补偿一名股东的委托书费用 (proxy expenses),在某些情况下将违反董事会的受托人义务,这一缺陷使该章

[82] AFSCME, 953 A. 2d, p. 235 (“普遍的共识是,规范董事会行为过程的章程细则是法定授权的。”)。

[83] *Id.*, p. 236.

[84] 评论人士提出了分析这个问题的其他方法。例如,本·沃尔特 (Ben Walther) 将试图限制董事会管理权力 (权限) 的章程细则与试图控制或约束董事会的章程细则进行了区分。Ben Walther, *Bylaw Governance*, 20 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 399, 414 - 415 (2015). 杰克·科菲 (Jack Coffee) 提供了区分适当和不适当的股东章程细则的四个标准: (1) 处理基本和普通事务的章程细则; (2) 与正面义务相反,施加负面约束的章程细则; (3) 关注程序而非实质的章程细则; (4) 关注公司治理而非商业决策的章程细则。See Coffee, *supra* note 78, pp. 613 - 615.

[85] See also *Hollinger Int'l, Inc. v. Black*, 844 A. 2d 1022, 1078 - 1079 (Del. Ch. 2004) (说明存在“一个普遍共识,即规范董事会程序的章程细则行为是法定授权的”)。

程细则在法律上无效。^[86]

法院通过类比于一类情形得出了这一结论,即法院将一些强加给董事会与其信义义务不一致的合同的合同认定为无效。^[87]虽然这些情况涉及董事会自愿承担的合同义务,而不是股东采纳的章程细则规定的义务,但法院认为“这种区别没有影响”。^[88]法院的理由是,在任何情况下,其结果都是限制董事会行使其完全范围内的管理权力。^[89]同样,分析的“试金石”是第 141(a) 条下赋予董事会的广泛权力。^[90]

尽管 AFSCME 案的判决受到了批评,^[91]特拉华州立法机构随后修改了法规,明确委托投票书费用补偿条款(proxy expense reimbursement bylaws)和使用委托投票书条款(proxy access bylaws),^[92]但第 109 条规定的股东权力比董事权力更为有限的原则似乎仍然存在。在 2015 年的一项判决中,副大法官(Vice-Chancellor)诺布尔(Noble)撤销了一项授权股东无故撤换公司高管的章程细则条款。^[93]值得注意的是,在

[86] 法院解释说,如果存在“任何可能的情况,要求董事会采取行动(如果)董事会遵守了章程细则,就会违反他们的受托人责任”,那么,就需要将章程细则视为与法律不一致。CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan, 953 A. 2d 227, 238 (Del. 2008).

[87] Id. [citing Paramount Commc'ns Inc. v. QVC. Network Inc., 637 A. 2d 34 (Del. 1994)].

[88] Id., p. 239.

[89] 在多大程度上将受托人义务除外规范纳入章程细则将解决这一问题,是一个悬而未决的问题。See Sabrina Ursaner, Note, Keeping “Fiduciary Outs” Out of Shareholder – Proposed Bylaws: An Analysis of CA, Inc. v. AFSCME, 6 N. Y. U. J. L. & Bus. 479, 507 – 508 (2010).

[90] 但值得注意的是,法院认为,如果限制是通过章程的规定而不是章程细则加以实施,情况可能会有所不同。See AFSCAE, 953 A. 2d, p. 240 [认为股东可以通过寻求“修改公司注册证书(certificate of incorporation)以包含章程细则的实质内容”来获得追索权]。由于章程条款的范围同样受限于法规所允许的范围,因此,不清楚为何使用章程条款而不是章程细则条款会影响结果。然而,这种区别促使原告在 Boilermakers 案中提出的争论是:如果协议管辖条款是允许的,就必须通过章程条款而不是章程细则来采纳通过。See Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A. 3d 934, 955 n. 93 (Del. Ch. 2013). 法院驳回了这一论点。Id.

[91] See, e. g., Brett H. McDonnell, *Bylaw Reforms for Delaware's Corporation Law*, 33 Del. J. Corp. L. 651, 668 (2008).

[92] See Del. Code Ann. tit. 8, § § 112, 113 (2017).

[93] Gorman v. Salamone, No. 10183 – VCN, 2015 De. Ch. LEXIS 202, at * 18 – 19 (De. Ch. July 31, 2015).

这种情况下,该案的原告所依赖的法定语言似乎明确授权章程细则处理公司高管的任免事项。^[94]

值得注意的是,副大法官诺布尔依据 AFSCME 案的判决,提出“股东修改章程细则的能力与董事会的并行权力并不相同,并且受到第 141(a)条规定的董事会管理特权的限制”。^[95] 他进一步认为,确定章程细则是否侵犯了董事会管理职能的“试金石”是 AFSCME 案法院制定的实质/程序区别。^[96] 根据这一标准,他得出结论认为章程细则是无效的,因为它“将允许(股东)为公司做出实质性的商业决策”。^[97]

(二) 股东权力的额外法定限制

虽然 AFSCME 案区分了股东和董事会采纳和修改章程细则的权力,但这只是一种情况。未来的法院将在多大程度上坚持这一区别仍不明确。^[98] 尽管如此,《特拉华州公司法》的结构和语言还提供了将第 109 条规定的股东权力范围视为有限权力的其他理由。^[99] 该法规的一个显著特点是,它载有若干条款,明确授权股东就解决特定问题的章程细则条款进行表决。这些规定包括根据第 112 条规定授权代理费用补偿(proxy expense reimbursement),根据第 113 条规定委托投票说明书使用(proxy access),根据第 141(d)条对董事会进行分类(classifying

[94] Id. at * 13 – 14. See Paul M. Tiger & Carolyn Oh, *Gorman v. Salamone*; *Delaware Court of Chancery Strikes Down Bylaw Granting Stockholders the Right to Remove and Replace Officers*, Cleary M&A & Corp. Governance Watch (Aug. 31, 2015), <http://www.clearymawatch.com/2015/08/gorman-v-salamone-delaware-court-of-chancery-strikes-down-bylaw-granting-stockholders-the-right-to-remove-and-replace-officers> [<http://perma.cc/68XM-3M6B>] [解释戈尔曼 (Gorman) 的判决]。第 142 条 (b) 规定:“高级管理人员应以章程细则规定或董事会或其他理事机构确定的方式选出,并按其任期任职。”Del. Code Ann. tit. 8, § 142 (b) (2017) (着重强调)。

[95] Gorman, 2015 Lexis 202, at * 11 [quoting *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 232 (Del. 2008)]。

[96] Id. at * 1314 (认为“有效的章程细则注重过程”)。

[97] Id. at * 6.

[98] See also Walther, *supra* note 84, p. 448 (认为 AFSCME 案的“影响可能正在减少”)。

[99] See also James D. Cox, *Corporate Law and the Limits of Private Ordering*, 93 Wash. U. L. Rev. 257, 291 – 292 (2015) [主张法院应“从‘契约联结’方法的欺骗性质中汲取教训,回归公司法规,赋予(推测)董事会对股东的相对权利”]。

the board of directors), 根据第 216 条规定要求多数决(majority voting), 并根据第 203(b)(3)条排除适用州反收购立法。

虽然法规中没有任何语言表明, 股东只能采用章程细则来解决其中明确授权的事项, 但有将明确的法定授权列举视为对股东权力范围限制的两个可能理由。首先, 如第 109 条所述, 如果股东可以采纳包含“与公司业务有关的, 不违反法律或公司注册证书的任何规定”的章程细则规定,^[100] 则就特定事项的授权列举是不必要的。^[101] 因此, 在成文法构建的形式主义方法下,^[102] 成文法规定了一系列允许股东采纳的章程细则的事项。这就意味着, 在缺乏法定授权的情况下, 至少某些类型的章程细则由股东通过是不被允许的。^[103]

其次, 授权条款强化了股东对公司事务的权力有限, 以及所有剩余权力都归属于董事会的观点。^[104] 这一观点与前一部分提出的论点一致, 即根据第 141(a)条, 董事会管理公司的权力是无限的, 但股东只拥有法规明确授予的权力。这也符合一种法定结构, 即赋予股东除了采纳章程细则的权力外的具体和有限的权力, 将所有剩余的权力归属于董事会。例如, 特拉华州的法规授权股东对具体问题进行投票——董事会选举、公司章程修改, 以及合并和其他结构变更的批准。^[105] 因此,

[100] Del. Code Ann. tit. 8, § 109(b) (2017).

[101] 换句话说, 人们可以将章程细则视为与法规不一致, 除非它处理的是一个明确允许章程细则的主题。

[102] 虽然特拉华州坚持平等尊严原则(equal dignity doctrine), 其中根据各法规章节采取的行动构成具有独立法律意义的行为, see *Hariton v. Arco Electronics, Inc.*, 188 A. 2d 123 (Del. 1963), 至少有一位评论人士指出, 平等尊严原则可能不适用于股东权力问题。See Larry E. Ribstein, *Takeover Defenses and the Corporate Contract*, 78 Geo. L. J. 71, 117 n. 253 (1989) (“限制董事权力的规则在公司的经济结构中发挥的作用不同于限制大多数股东权力的规则。”)。

[103] See *Hamermesh*, supra note 78, p. 444 [认为“因此, 就正式的法定结构而言, 最好将第 141 条(a)解读为就董事管理权力(director management authority)事项的章程细则的绝对排除, 因为在第 109 条(b)之外没有明确的法定权限制加以限制”]。

[104] 这种结构类似于美国宪法所规定的联邦制, 即国会拥有有限的权力, 所有剩余的权力仍然属于各州。See generally John Yoo, *The Judicial Safeguards of Federalism*, 70 S. Cal. L. Rev. 1311, 1393 (1997) (“第十修正案规定, ‘宪法没有授予美国的权力, 也没有禁止它授予各州的权力, 是分别保留给各州或保留给人民的’。”)。

[105] But see *Bebchuk*, supra note 23 (主张应扩大股东投票的主体范围)。

包含特定事项的股东章程细则授权条款和特拉华州公司法关于董事会权力的一般授权方法表明，股东权力的范围比董事会权力的范围更有限。

第 109 条规定的股东权力有限的另一个原因是，在几乎所有公司中，股东权力都不是排他性的。^[106] 虽然股东有权采纳和修改章程细则，但董事会也有同样的权限。因此，即使股东采纳了一项章程细则，他们的行为也可能被董事会推翻。^[107]

特拉华州的法规包含明确保护股东通过的章程细则免遭董事会撤销的规定，但它们只适用于少数实质性问题。例如，《特拉华州公司法》第 216 条规定，股东采纳的规定董事选举所需票数的章程细则条款“不得由董事会进一步修改或废除”。^[108] 如果没有第 216 条所述的言，特拉华州公司的董事会似乎可以自由地修改或废除其不同意的由股东通过的章程细则。^[109]

相比之下，根据特拉华州的法律，目前尚不清楚股东是否可以通过在拟议的章程细则中加入相应的措辞来阻止董事会推翻股东所采纳的章程细则。^[110] 事实上，特拉华州最高法院在一份法官附带意见

[106] See Hamermesh, *supra* note 78, p. 417 n. 27 (“因此，在特拉华州、纽约州和俄克拉荷马州等州的法定默认规则——否认董事有权采纳和修改章程细则——与习惯和惯例大相径庭。”)。

[107] See *id.*, p. 416 (“即使股东可以有效地发起并通过一项限制董事会权力的章程细则，但如果在股东通过之后，董事会能够简单地废除该它，那么，这样的章程细则修正案也将收效甚微，甚至毫无作用。”)。

[108] Del. Code Ann. tit. 8, § 216 (2017).

[109] 副大法官雅各布斯 (Jacobs) 明确提到董事会的权力是对 *Kidsco Inc. v. Dinsmore* 的契约方法的限制, 674 A. 2d 483, 492 (Del. Ch. 1995)。正如他解释的那样, “尽管章程是公司和股东之间的一份契约, 但该契约受制于董事会单方面修改章程细则的权力”。*Id.*

[110] See L. John Bird, *Comment, Stockholder and Corporate Board Bylaw Battles: Delaware Law and the Ability of A Corporate Board to Change or Overrule Stockholder Bylaw Amendments*, 11 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 217, 219 (2008) (注意到特拉华州法规规定“对适用于股东通过的章程细则的董事修改权没有明确限制”); see also *In re Pennzoil Corp.*, SEC No - Action Letter, 1993 SEC No - Act LEXIS 304, at *1 - 2, 66 (Feb. 24, 1993) (基于其他理由, 批准了排除股东提议的章程细则修正案, 其中包括在未经股东批准的情况下禁止废除该修正案的措辞)。

(dictum)中表示,股东采纳的、声称不受董事会否决影响的章程细则将是无效的,理由是该限制与董事“采纳或修改公司章程细则的一般权力明显冲突”。^[111] 相关地,特拉华州某一法院明确支持董事会撤销一项重要章程细则的决定,即使股东们要投票否决该章程细则的撤销。^[112] 法院的理由是,股东们拥有适当的补救措施,他们可以召集特别会议、投票恢复(reinstate)章程细则,然后罢免带来问题的董事。^[113]

特拉华州法律在这方面不同于美国《示范商事公司法》。^[114] “示范法”明确授权股东将其采纳的公司章程细则免受董事会的否决,规定“公司董事会可以修改或废除公司章程细则,除非……股东在修改、撤销或者采纳章程细则时明确规定董事会不得修改、撤销或者恢复该章程细则”。^[115] 正如一位评论人士所指出的,特拉华州可以修改其法规,采取类似做法以增加(或明确承认)股东的权力。^[116]

另外,广泛解释的董事会修改或撤销股东采纳的章程细则的权力可能为 AFSCME 案中提出的股东权力问题提供一个解决方案。如果股东采纳的章程细则可能侵犯董事会的管理权力或导致董事会违反其信义义务,而董事会保留撤销这种股东采纳的章程细则的权力,那么,该权力就应该将章程细则从 AFSCME 案认定的缺陷中拯救出来。至少在董事会与股东同时有权修改章程细则的发行人公司中,董事会修

[111] Centaur Partners, IV v. Nat'l Intergroup, Inc., 582 A.2d 923, 929 (Del. 1990). But see Am. Int'l Rent - a - Car, Inc. v. Cross, 1984 Del. Ch. LEXIS 413, at *9 (Del. Ch. May 9, 1984) (在法官的附带意见中建议股东可以修改章程细则并取消董事会进一步修改适用条款的权力)。

[112] Am. Int'l Rent - a - Car, Inc., 1984 Del. Ch. LEXIS 413, at *9.

[113] Id.

[114] Bird, supra note 110, p. 219.

[115] Model Bus. Corp. Act § 10.20(b) (Am. Bar Ass'n 2010).

[116] Bird, supra note 110, p. 229 (注意到特拉华州“可以全面采纳《示范商业公司法》的相关规定,赋予股东通过章程细则的权利,如在章程细则中有此规定,则董事会不能对此作进一步修正”)。或者,特拉华州可以明确授予董事会修改任何股东通过的章程细则的权力,从而强化其董事至上(director primacy)的地位。See id. (“立法机构可以修改现有法规,赋予董事会明确的权力,修改或废除股东通过的章程细则修正案。”)。

改章程细则的权力似乎意味着股东所采纳的章程细则不能侵犯第 141 (a) 条规定的董事会权力。

然后,副大法官斯特林在 *General DataComm Industries v. Wisconsin Investment Board* 案的法官附带意见中含蓄地指出了这一点。^[117] 在考虑根据特拉华州的法律,股东采纳的一项阻止董事会在未经股东批准的情况下对期权重新定价的章程细则是否有效时,他指出,如果董事会确定有必要这样做,董事会可以随时废除这一违规(offending)章程。^[118] 因此,他认为章程细则可能不会像“毒丸”计划一样限制董事会的自由裁量权,而依据新董事会的多数决是无法弥补这一缺陷的,而法院此前曾驳回过这一要求。^[119]

董事会还可以阻止股东使其章程细则不受董事会废除的努力,即主动采用他们自己的不排除董事会后续修订的章程细则。许多发行人公司的董事会在多数决条款(majority voting bylaws)方面都采用了这种方法。^[120] 目前,根据包括特拉华州在内的许多州的法律,股东通过的多数决条款不受董事会撤销。^[121] 但是,这一限制不适用于董事会通过的多数决条款。因此,董事会可以通过自己采纳的多数决条款来避免对其权力的限制。^[122] 正如一位评论人士所指出的,“这样做使董事们得到了双重好处:不仅获得了支持多数决的股东的批准,而且也确保了董事们有机会单方面废除自己的章程细则”。^[123]

[117] *Gen. DataComm Indus., Inc. v. State of Wis. Inv. Bd.*, 731 A. 2d 818, 821 (Del. Ch. 1999) (暗示董事会有权废除股东通过的章程,但注意到这方面的法律尚未解决)。

[118] *Id.*, p. 821 (脚注省略) [“GDC 的说法可能是正确的,即在 *Quickturn* 教学下,重新定价的章程细则显然是无效的。但问题是,一项经股东批准的章程细则是否可能随时被执行其商业判断的 GDC 董事会废除, see 8 Del. C. § 109 (a), 在涉及董事会批准的契约权利计划的案例中显然是无效的,该计划通过契约排除了新董事会多数成员在选举后 6 个月之前赎回该计划下的权利,这似乎是一个值得仔细考虑的问题。”]。

[119] *Id.* [表明该章程细则可能提出了一种与 *Quickturn Design Sys., Inc. v. Shapiro*, 721 A. 2d 1281 (Del. 1998) 相区别的情况的可能性]。

[120] Mary Siegel, *The Holes in Majority Voting*, 2011 Colum. Bus. L. Rev. 364, 374 (2011).

[121] See, e. g., Del. Code Ann. tit. 8, § 216 (2017) (“股东通过的章程细则修正案,规定了选举董事所必需的票数,董事会不得进一步修改或者废除。”)。

[122] See Siegel, *supra* note 120.

[123] *Id.*, p. 374.

一个相关的问题是,股东是否确实有权修改或废除他们不同意的董事会通过的章程细则,正如斯特林在 *Boilermakers* 案中所表明的那样。^[124] 如 *AFSCME* 案所示,如果董事会修改章程细则的权限比股东的权限更广泛,那么,在某种程度上就可能存在问题。如果董事会根据第 141(a) 条的授权通过了股东不能自行通过的章程细则,则不清楚股东是否有权修改或废除该章程细则。换句话说, *AFSCME* 案对采纳章程细则的股东权力及其修改或废除董事会通过的章程细则的权力设定了类似的限制,这似乎是合理的。^[125] 尽管特拉华州法院还没有机会解决这个问题,但随着企业加大私人秩序的力度,股东也更愿意挑战董事会采取的治理措施,这个问题更有可能出现。^[126]

当然,股东还有其他方式来回应发行人的治理规定。特别是,股东可以通过拒绝对董事的支持来直接对董事会进行惩戒;如果发行人拥有多数表决权,则可以通过罢免采纳令人反感的章程细则的董事来对董事会进行规范。虽然这些方法取得了一定的成功,但它们还不足以弥合董事会和股东权力之间的现有差距。此外,正如下文所述,它们很容易受到实际问题的影响。^[127]

对股东而言,最有力的选择之一是,对采纳或未能废除令人反感的

[124] See *Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp.*, 73 A. 3d 934, 958 (Del. Ch. 2013) (观察“股东保留修改公司章程的权利”)。值得注意的是,在 *Boilermakers* 案决议之前,4 家发行人的股东引入了非约束性提案,试图废除董事会通过的协议管辖章程细则。Claudia Allen, *Exclusive Forum Provisions: Putting on the Brakes*, Conf. Bd. Blog (Dec. 19, 2012), <http://tcblogs.org/governance/2012/12/19/exclusive-forum-provisions-putting-on-the-brakes> [https://perma.cc/HD4K-VDBQ]。这些提议中只有两项付诸表决,而且都没有得到大多数股东的支持。其他两家公司在投票前废除了各自的章程细则。Id.

[125] *Cf Invacare Corp. v. Healthdyne Techs, Inc.*, 968 F. Supp. 1578 (N. D. Ga. 1997) (认为,根据佐治亚州公司法,股东不能通过章程细则推翻“毒丸”计划的“死手”条款,因为法律将涉及“毒丸”计划条款的唯一权力赋予董事会)。

[126] 与此相关的是,股东们积极寻求推翻设立交错董事会的公司章程条款,这一努力得到了哈佛股东权益项目(Harvard Shareholder Rights Project)的支持。See Fisch, *supra* note 10, p. 1647 (描述股东权利项目)。

[127] 参见第二(三)部分。

治理条款的董事候选人,不给予投票支持。^[128] 主要代理咨询公司美国机构股东服务公司和 Glass Lewis 的作用,增强了这种方法的有效性。^[129] 这些公司强调了董事会单方面采取的减少股东权利的行动,以及董事会未能对股东要求做出回应,^[130] 将它们标记为影响其关于董事选举建议的关键因素。^[131] 相应地,股东非常重视这些建议。^[132] 例如,一位评论人士指出,在 ISS 对董事候选人发布负面建议的诸多原因中,“缺乏‘回应性’显然是最具影响力的”。^[133]

最近的一个例子表明了股东在董事选举中保留投票权的潜在有效性。2013 年,ISS 发布了一份政策立场,表明其打算建议股东拒绝投票支持那些通过了限制董事会候选人从第三方取得补偿的董事补偿条款的董事。^[134] Wachtell Lipton 律师事务所制定了所谓的“黄金皮带”条款(“golden leash” bylaws),以回应激进对冲基金与其董事候选人之间

[128] See Stephen J. Choi, Jill E. Fisch & Marcel Kahan, *Director Elections and the Role of Proxy Advisors*, 82 S. Cal. L. Rev. 649, 660 (2009) [描述股东的“拒绝投票”(withhold vote)运动]; Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & David Oesch, *Understanding Uncontested Director Elections*, Mgmt. Sci. (2018 年即将出版)(对促使股东在无竞争的选举中拒绝投票的因素进行实证分析)。

[129] See Stephen J. Choi, Jill E. Fisch & Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 Emory L. J. 868 (2010) (研究发现,尽管机构投资者投票顾问服务机构增强了股东的投票权,但他们的影响力往往被夸大了)。

[130] See e. g., Weil, Gotshal & Manges, *Heads up for 2015 Proxy Season: Two Proxy Advisory Firm Developments* (2014), [http://www. weil. com/ -/media/files/pdfs/pcag alert nov2014. pdf](http://www.weil.com/-/media/files/pdfs/pcag_alert_nov2014.pdf) [[https://perna. cc/V8SF -6LC9](https://perna.cc/V8SF-6LC9)] (描述 2015 年采用的 ISS 和 Glass Lewis 政策,即“如果董事会在未经股东批准的情况下修改章程或章程细则,严重损害股东权利或妨碍股东行使权利的能力,则股东一般会发出反对董事的消极投票建议”); Ertimur et al, *supra* note 128, p. 3 (报告 ISS 董事会层面的拒绝投票建议,“72.2%是由于对获得多数投票的股东提案缺乏回应”)。

[131] See Sullivan & Cromwell, *2015 Proxy Season Review* 19 - 21 (2015) [描述美国机构股东服务公司(ISS)为单方面董事会行动和缺乏响应性而提供保留建议的做法]。

[132] See Stephen J. Choi, Jill E. Fisch & Marcel Kahan, *Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 3 Harv. Bus. L. Rev. 35 (2013).

[133] Sullivan & Cromwell, *supra* note 131, p. 21.

[134] Chris Cernich et al., *ISS, Wheeling out the Procrustean Bed: Bulaw Restrictions on Dissident Nominee Compensation* 1 (2013).

的薪酬安排。^[135] 在 ISS 的声明发布后,第一家受其立场影响的发行人 Provident Bank 的董事获得了大约 34% 的拒绝票,这是一个极高的拒绝票数。^[136] 在接下来的 6 个月里,32 家采用黄金皮带条款的发行人中,有 28 家废除了这些规定。^[137] 值得注意的是,股东投票压力的威胁足以导致相关发行人废除其章程细则,而无须对章程细则的有效性提起诉讼。

随着多数决(majority voting)的出现,股东投票对董事选举的影响有所增加。在传统的相对多数决(plurality voting)下,股东不可能在无竞争的选举中选不出董事候选人。在绝对多数表决制中,董事候选人必须获得多数选票,并且一笔大额反对或拒绝投票可以要求董事递交其辞呈。^[138] 因此,从理论上讲,多数决赋予股东对董事选举的表决权以真正的效力。

尽管这些工具的存在及其重要性日益增加,但它们的实际效果有限。在拥有相对多数决的发行人中,多张拒绝票仍具有象征意义,并不会将董事从董事会中除名。即使在大量采用多数决的发行人中,未能获得多数票的董事人数也非常少,其中失去工作的人数更少。^[139] 考虑到所涉及的高昂成本,股东们似乎也不太可能发起一场委托书争夺(proxy contest)来罢免或取代那些采纳了股东不同意的章程细则条款的董事。^[140]

[135] See Martin Lipton, *Bylaw Protection Against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance & Fin. Reg. (May 10, 2013), <http://corpgov.law.harvard.edu/2013/05/10/bylaw-protection-against-dissident-director-conflictenrichment-schemes> [<https://perma.cc/7GFF-2TGA>] (提出示范“金色皮带”细则条款)。

[136] See Provident Fin. Holdings, Inc., *Annual Meeting Results* (Form 8-K) (Nov. 26, 2013), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1010470/000093905713000530/prov8kipl12613.htm> [<https://perma.cc/LTE5-5BQ9>].

[137] Cain et al., *supra* note 59, pp. 675-676.

[138] See generally Choi et al., *supra* note 11 (描述多数决)。

[139] *Id.*, p. 1122 (报告称,2007~2013年,只有8名董事未能在拥有多数投票权的发行人公司获得多数赞成票,其中只有3名董事在选举后离开董事会)。

[140] See, e. g., Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice* 210 (2008) [注意到委托书争夺(proxy contests)“非常昂贵”]。

更重要的是,这种策略的效用有限,因为它只回应了董事会的权力,并没有真正赋予股东积极参与治理的权力。虽然股东可以在董事选举中用其投票权对董事会采纳的治理规定施加压力,但是这种施压的能力并不等于同意这些行动。鉴于上述限制,针对一项令人反感的章程细则的回应中缺乏足够的能动性并不意味着股东同意采用该章程细则。

最后,在一些州,董事会和股东之间的权力差距甚至比特拉华州还要大。*Boilermakers* 案的前提是,根据特拉华州法律,股东修改细则的权力不能被取消。^[141] 并不是每个州的公司法都是相似的。在某些州,公司的组织架构可以使董事拥有修改章程细则的专属权。例如,在得克萨斯州,公司可以通过章程中的适当条款取消股东修改公司章程细则的权力。^[142] 在马里兰州,公司可以将上述权力授予董事会、股东或双方。^[143] 事实上,根据 *Fleming* 案的判决,俄克拉何马州立法机构修改了其公司法,将只有董事会有权修改或废除公司章程细则规定为默认规则,尽管公司也可以自愿将这项权力授予股东。^[144] 印第安纳州的法规也存在类似的规定。^[145]

即使在公司无法取消股东通过或修改公司章程细则的权力的州,这种权力也可能仅限于某些类型的治理条款。例如,虽然特拉华州授权股东修改章程细则以采用多数决条款,^[146] 但截至 2011 年,只有 19 个州允许股东采用多数表决制的章程细则条款,而无须事先获得章程

[141] 其他法院则依赖于 *Boilermakers* 案的判决,对涉及特拉华州公司的治理问题采用契约方式。See, e. g., *In re CytRx Corp. Stockholder Derivative Litig.*, 2015 U. S. Dist. LEXIS 176966, * 13 (C. D. Cal. Oct. 30, 2015) (“在 *Boilermakers* 之后,特拉华州公司董事会单方面采纳的协议管辖章程细则在特拉华州合同和公司法下具有法律效力,这是毫无疑问的。”); *North v. McNamara*, 47 F. Supp. 3d 635, 642 (S. D. Ohio 2014) (同上)。

[142] *Tex. Bus. Orgs. Code Ann.* § 21.057(c) (West 2015) [“公司董事会可以修改或废除公司章程细则,或采用新的章程细则,除非:(1)公司的设立证书(certificate of formation)或本法典完全或部分地将权力保留给公司股东……”]。

[143] *Md. Code Ann., Bus. Reg.* § 2-109(b) (West 2013)。

[144] *Okla. Stat. tit. 18, § 1013* (2015)。

[145] *Ind. Code* § 23-1-39-1 (2017) (“除非公司章程或本章第四节另有规定,否则只有公司董事会可以修改或废除公司章程细则。”)。

[146] *Del. Code Ann. tit. 8, § 216* (2017)。

授权或董事会批准。^[147] 总而言之,如果州法律或公司专属条款限制股东全部或部分采纳、修改和废除公司章程细则的权力,那么,Boilermakers案契约方法就丧失了关键断言。

(三)对股东权力的实际限制

除了通过和修改章程细则权力方面的法律限制,股东变更公司章程细则的权力也面临实际限制。事实上,正如斯特林所指出的,“股票市场所有权的现实已经发生了变化,剥夺了大多数股东的发言权和退出权”。^[148] 斯特林和沃尔特(Walter)把这称为“所有权与所有权的分离”。^[149] 许多股东通过养老基金和共同基金等机构中介持有股票,其投票权掌握在机构代理人手中。此外,我们有理由相信,在投票结果中占主导地位机构投资者的投票偏好不同于散户投资者。^[150]

标准的集体行动问题构成了另一个实际限制。^[151] 大量文献指出,由于美国上市公司的股权分散,他们在寻求集体行动时会面临成本,而且与董事不同,他们通常必须自己承担这些成本。^[152] 股东积极主义(shareholder activism)的兴起以及ISS等中介机构的影响已经显著降低

[147] See Siegel, *supra* note 120, pp. 371 – 372.

[148] Leo E. Strine, Jr. & Nicholas Walter, *Conservative Collision Course?: The Tension Between Conservative Corporate Law Theory and Citizens United*, 100 *Cornell L. Rev.* 335, 370 (2015).

[149] *Id.*, p. 340 [quoting Leo E. Strine, Jr., *Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance*, 33 *J. Corp. L.* 1, 6 (2007)].

[150] See Jill E. Fisch, *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, 102 *Minn. L. Rev.* 51 (2017) (描述了散户投资者投票率较低,以及对散户股东与机构投资者投票偏好差异的担忧)。

[151] See, e. g., Kelli A. Alces, *The Equity Trustee*, 42 *Ariz. St. L. J.* 717, 722 – 35 (2010) (描述股东之间的集体行动问题)。

[152] See, e. g., Bainbridge, *supra* note 78, p. 613 (“集体行动问题阻止股东对管理决策施加有意义的日常甚至常年的控制。”); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Va. L. Rev.* 247, 312 (1999) (“股东仍面临集体行动问题,这使股东利用他们对基础性变革的投票权来反对董事会支持的交易或政策,总是极其困难,而且往往是不可可能的。”); Stephen Choi & Jill E. Fisch, *How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 *Yale L. J.* 269, 271 (2003) (“股东集体行动很少见,即使它可能使股东作为一个集团受益。”)。

了这些成本。^[153] 此外,积极主义对冲基金也扮演着治理中介的角色。对冲基金可以识别治理失败,然后动员传统上的被动机构投资者来对这些失败作出回应。^[154] 尽管如此,公司治理问题的价值很少高到足以吸引对冲基金积极主义人士的兴趣。相反,最近的研究支持了这样的结论:对冲基金行动主义主要集中在其他领域,如销售、资本结构和公司战略。^[155]

此外,特定发行人的绝对多数决(supermajority voting)要求可能会通过提高修改或废除董事会通过的章程细则所需的门槛,从而加剧集体行动问题。^[156] 特拉华州法律允许公司要求“以绝对多数决通过任何后续的章程细则修正案”。^[157] 公司对部分或全部股东行为采取绝对多数决要求是很常见的。^[158] 首次公开募股章程中越来越多地包含了绝对多数决条款——2015年88%的首次公开募股章程中包含了绝对多数决条款。^[159]

[153] See Cain et al., *supra* note 59 (使用“黄金皮带”作为中介行动的一个例子,以减少集体行动的成本); *supra* notes 129 – 133 and accompanying text (讨论机构投资者投票顾问服务机构)。

[154] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 862, 897 (2013) (将股东积极主义者描述为“通过对公司的活动进行监督,以发现战略机遇,然后将其提交机构投资者以获得批准,从而使治理权变得更有价值”)。

[155] See C. N. V. Krishnan, Frank Partnoy & Randall Thomas, *The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise*, 40 *J. Corp. Fin.* 296 (2016)。

[156] See, e. g., Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stan. L. Rev.* 1325, 1348 (2013) (“章程通常包含阻止股东修改章程细则的条款——例如,具有绝对多数决的要求。”)。

[157] Stephen M. Gill, Kai Haakon, E. Liekefett & Leonard Wood, *Structural Defenses to Shareholder Activism*, 47 *Rev. Sec. & Commodities Reg.* 151, 155 (2014); see *Del. Code Ann.* tit 8, § 102(b)(4) (2017) (授权章程规定要求“比本章所要求的……更大比例的股份”); *Id.* § 216 (授权公司确定股东行动所需的投票权,并规定,在没有具体规定的情况下,所需的门槛是“亲自出席或由委托书代表出席的多数股份”)。其他州的法规也很相似。See, e. g., Scott Hirst, *Frozen Charters*, 34 *Yale J. Reg.* 91, 100 (2017) (“每个州允许公司要求更高的投票要求……以批准对章程重要部分的修改。”)。

[158] See Hirst, *supra* note 157, p. 125 n. 127 [报告称,在作者的罗素 3000 指数的样本中,“(41.9%拥有)修改其一项或多项章程细则规定的绝对多数决条款”]。

[159] See Wilmerhale, 2016 M&A Report 4 (2016), [https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/SharedContent/Editorial Publications/Documents/2016 – WilmerHale – MA – Report. pdf](https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/SharedContent/Editorial%20Publications/Documents/2016%20-%20WilmerHale%20-%20MA%20-%20Report.pdf) [[https://perma.cc/L9GM – Z54N](https://perma.cc/L9GM-Z54N)]. 报告的数据只包括特拉华州的公司,还包括那些包含“批准合并或修改公司章程和章程细则”的绝对多数决要求。*Id.*

尽管在标准普尔 500 指数成份股公司中,这些要求的发生率有所下降,但 2013 年仍有约 30% 的公司保留了绝对多数决投票要求。^[160] 值得注意的是,如果发行人的章程包含绝对多数决要求,则该要求只能被同样的绝对多数决废除。^[161]

虽然从理论上讲,即使在拥有绝对多数决表决权要求的公司中,股东也可以获得通过或修改章程细则的必要投票,但这种要求加剧了集体行动问题。正如斯科特·赫斯特(Scott Hirst)所记录的那样,不同发行机构的投票率差别很大。^[162] 许多发行人经常遇到投票率水平低于绝对多数决表决权门槛的情况。^[163] 选民投票率不足的问题由于实际上排除了经纪商(brokers)的酌情投票而进一步恶化。^[164]

[160] 参见前注[157],Giu, p. 156 n. 37(注意到这个数字反映了与 2003 年的 67.62% 相比有所下降)。然而,由于股东要求发行人废除绝对多数决要求的提案近年来相当普遍,因此,具有绝对多数决要求的发行人数量继续下降。See, e. g., Holly Gregory, *Hot Topics for the 2016 Proxy Season*, Practical Law, Oct. 2015, pp. 30, 33-34, http://www.sidley.com/-/media/publications/oct15_governancecounselor.pdf [<https://perma.cc/2H8Z-FNL7>](将“取消或减少绝对多数投票要求”确定为 2015 年获得最高平均股东支持水平的股东提案类型之一,并注意到“取消修改章程细则的绝对多数条款”很可能“继续成为 2016 年股东提案的重点”)。

[161] Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b)(4)(2017) [“当公司章程(certificate of incorporation)要求采取行动时……对于公司董事会、任何类别或者系列股票的持有人,或者任何其他的表决权证持有人采取的行为,公司章程细则规定了高于本编任一条款规定的表决数量或者比例的,非经这一较高表决数量或者比例通过,不得改变、修订或者废除章程细则这一规定。”]; see also Lumina Inc., SEC No-Action Letter, 2016 SEC No-Act. LEXIS 245 (Mar. 18, 2016), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2016/mcritcheyoung031816-14a8.pdf> [<https://perma.cc/A9N7-ZZ8H>](支持 Lumina 排除寻求废除多数决要求的股东提案的努力,理由是該提案与董事会保留绝对多数决要求的提案相冲突)。

[162] See Hirst, *supra* note 157.

[163] See *id.*, p. 102(记录显示,在 2013 年罗素 3000 指数的公司中,“近 50% 的会议出席率低于 80% 的已发行股份”)。

[164] 从历史上看,根据纽约证券交易所和纳斯达克的规定,如果受益所有人(beneficial owners)未提交投票指示,经纪人就可以对他们作为托管人持有的股票行使投票权。对这些规则的修改大大削弱了这种权力,导致更多的股份没有被投票表决。See Fisch, *supra* note 150, pp. 26-27(描述了纽约证券交易所和纳斯达克规则的修订,减少了经纪商对未经指示的股票行使酌情投票权的问题范围)。

标准计票方法加剧了绝对多数决要求的影响。^[165] 根据最近的一项研究,超过半数的大型上市公司将对股东提案的弃权票视为“否决”票。^[166] 由于股东发起的章程细则修订必须采取股东提案的形式。因此,这种方法的效果是,允许发行人将一些股东提案视为失败,即使它们获得了多数投票。^[167] 该研究发现,2004~2014年,有63项由股东发起的提案被发行人认定为失败,但按照所谓的“简单多数”(simple majority)原则,这些提案本应获得通过。^[168] 股东们的一项积极反应是提交决议,寻求让发行人转向简单多数方式,从而在计票中排除弃权。^[169]

美国证券交易委员会的守门人角色是对股东权力的最后一个实际障碍。寻求修改章程细则的股东决议通常(尽管并非不可避免地)以

[165] 这种方法可能与所有州的适用法规不一致。See, e. g., Abbott Labs., SEC No - Action Letter, 2016 SEC No - Act. LEXIS 79, at * 10 - 20 (Jan. 29, 2016), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2016/kennethsteinerabbott012916-14a8.pdf> [<https://perma.cc/2G4H-3VSL>] (美国证券交易委员会对雅培实验室公司的调查表明,根据 Ill. Bus. Corp. Act Section 7. 60, 简单多数决投票方法无效,该条款规定股东行动要求出席会议并有权就某一事项投票的多数股份投赞成票)。特拉华州法律的语言与伊利诺斯州的法律相似。See Del. Code Ann. tit. 8, § 216(2) (2017) (“在除董事选举外的所有事项中,亲自出席或派代表出席会议并有权就该主题事项进行表决的多数股份的赞成票,均为股东的行为。”)。

[166] See Investor Voice, Simple—Majority Standard for Use in Corporate Proxies (2015), http://www.investorvoice.net/wp-content/uploads/2015/03/Vote-Counting-Synopsis-Version-9e_2015.0315.pdf [<https://perma.cc/AUS8-34FR>] (描述简单多数方案)。

[167] Bruce Herbert, *Simple Majority Vote Counting Initiative for Proxies*, Corp. Governance (Mar. 19, 2015), <http://www.corpgov.net/2015/03/simple-majority-vote-counting-initiative-for-proxies> [<https://perma.cc/ZCR2-VH4D>]。

[168] See Investor Voice, *supra* note 166, p. 2.

[169] Gregory J. Millman, *Why Shareholder Proposals Win More Votes, Lose Anyway*, Wall St. J. (Mar. 20, 2015), http://blogs.wsj.com/riskandcompliance/2015/03/20/why-shareholder-proposals-win-more-votes-lose-anyway/?mod=WSJ_hps_sections_risk_compliance [<https://penna.cc/92YB-YTMZ>]. 迄今为止,这些提案获得了有限的股东支持。See, e. g., Shirley Westcott, 2016 *Proxy Season Review*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance Fin. Reg. (Aug. 11, 2016), <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/11/2016-proxy-season-review-2> [<https://perma.cc/QP2X-7V27>] [“投票通过的8项决议平均只有个位数(7.9%)的支持率。”]。

14a-8 规则股东提案的形式提交给发行人。^[170] 发行人通常会寻求美国证券交易委员会的批准,将他们不支持的股东委托书提案排除在外。^[171] 排除股东提案的一个依据是,如果该提案得到实施,将导致发行人违反州法律。^[172] 这使美国证券交易委员会的工作人员处于试图确定股东章程细则授权的范围的尴尬境地,正如上文第二(一)部分中所述:特拉华州法律在这个问题上有些不清楚。^[173]

特拉华州在 2007 年修改了宪法,允许美国证券交易委员会向州最高法院证明有关特拉华州公司法的问题。^[174] 尽管美国证券交易委员会在 AFSCME 案中使用了认证程序(certification procedure),^[175] 但并不强制要求这样做,并且特拉华州最高法院也没有被要求接受美国证券交易委员会的裁决请求。^[176] 因此,美国证券交易委员会的工作人员一

[170] See Donna Nagy, *Judicial Reliance on Regulatory Interpretations in SEC No - Action Letters; Current Problems and A Proposed Framework*, 83 Cornell L. Rev. 921, 938 (1998) (根据规则 14a-8 讨论与股东提案有关的无异议函)。股东可以发起独立的委托书征集活动,寻求修改章程细则,但考虑到此类征集活动的成本,股东不太可能在不受控制的情况下这么做。Cf *Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc.*, 8 A. 3d 1182, 1187 (Del. 2010) 描述 Air Product 提出的三项章程细则修正案,连同“作为其收购战略的一部分”的委托书争夺(proxy contest)。

[171] 17 C. F. R. § 240.14a-8(j) (2017) (为寻求排除股东提案的发行人指定必要程序); see Alan Palmiter, *The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation*, 45 Ala. L. Rev. 879, 886-892 (1994) (解释不采取行动的过程)。

[172] 17 C. F. R. § 240.14a-8(j)(2) (2017)。

[173] See John C. Coffee, Jr., *Bylaw Barricades: Unions and Shareholder Rights*, N. Y. L. J., 1997, p. 31 [观察到,在 *International Brotherhood of Teamsters General Fund v. Fleming Companies* 案中, 1997 U. S. Dist. LEXIS 2980 (W. D. Okla. Jan. 24, 1997), “地区法院解读美国证券交易委员会 14a-8 规则的方式与美国证券交易委员会近年来对股东提案的规则有很大不同,并确定强制性章程细则修正案是州法律规定的一项适当主体”]。

[174] Del. Const. art. IV, § 11(8), amended by 76 Del. Laws 2007, ch. 37, § 1 (effective May 3, 2007)。

[175] See *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 229 n. 1 (Del. 2008); see also No - Action Request, supra note 69, p. 3 [认为应根据第 14a-8(i)(2) 条排除委托书费用补偿提案——(a proxy reimbursement proposal)]。

[176] See, e. g., Junis L. Baldon, *Note, Taking a Backseat: How Delaware Can Alter the Role of the SEC in Evaluating Shareholder Proposals*, 4 OHIO St. Bus. L. J. 101, 121-22 (2009) (“美国证券交易委员会仍有可能误入歧途,继续发布州法律声明[原文如此],而国家的指导力度却微乎其微。”)。

再被要求确定股东提议的章程细则是否是允许的，只有提议者和发行人提交的文件来指导其做出决定。^[177] 尽管对员工处理这个问题的方法的全面分析超出了本文的范围，^[178] 但很明显，该程序具有实际效果，可以防止许多拟议的章程细则提交给股东。^[179]

三、使契约模式更可行的解决方案

上述讨论表明，由于种种原因，股东通过采纳、修改和废除公司章程细则而采取行动的权力，不如董事会权力那么广泛。因此，

-
- [177] 根据该条款寻求豁免的发行人必须提交律师的支持意见。17 C. F. R. § 240.14a-8(j)(2)(iii) (2017).
- [178] 为了获得更详细的分析和论证，美国证券交易委员会应拒绝采纳股东提案的政策，理由是这些提案违反了州法律，see Christopher Bruner, *Managing Corporate Federalism: The Least – Bad Approach to the Shareholder Bylaw Debate*, 36 Del. J. Corp. L. 1, 43 (2011).
- [179] 《华尔街日报》(The Wall Street Journal) 报道称，在 2017 年的委托书征集季(proxy season)，发行人提交了 288 份排除股东提议的申请，其中 78% 得到了美国证券交易委员会工作人员的批准。Tatyana Shumsky, *SEC Lets More Companies Ignore Shareholder Proposals in 2017*, Wall St. J. (July 7, 2017), <https://www.wsj.com/articles/sec-lets-more-companies-ignore-shareholder-proposals-in-2017-1499447145> [<https://perma.cc/E8DQ-4PUR>]. See, e. g., *Scott’s Liquid Gold – Inc.*, SEC No – Action Letter, 2013 SEC No – Act LEXIS 383, at * 1, 4 (May 7, 2013), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cfnoaction/14a-8/2013/michaeldeutschreconO5o713-14a8.pdf> [<https://perma.cc/B6LY-5MFT>] (允许将一项提案排除在外，理由是该提案强制规定具体的披露，从而不可避免地限制了董事会的权力)；Pfizer Inc., SEC No – Action Letter, 2012 SEC No – Act LEXIS 161, at * 1 (Feb. 22, 2012), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2012/donaldvuchetich022212-14a8.pdf> [<https://perma.cc/H9RY-C6WN>] (允许排除拟议的争议解决章程细则)；Vail Resorts, Inc., SEC No – Action Letter, 2011 SEC No – Act LEXIS 492, at * 1 (Sep. 16, 2011), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2011/jeffreydoppel091611-14a8.pdf> [<https://perma.cc/5QTY-KXT4>] (批准排除股东提议修改的公司章程细则——“优先向股东派发股份，而非偿还债务或收购资产”)；Monsanto Co., SEC No – Action Letter, 2008 SEC No – Act LEXIS 746 (Nov. 7, 2008), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2008/haringtoninvestuents121808-14a8.pdf> [<https://perma.cc/TQ6Y-G4D9>] (同意排除要求董事宣誓效忠美国宪法的股东提议修改章程细则)。

Boilermakers 案和 ATP 案基于契约理论所反映的司法尊重水平可能不足。特别是,董事会通过的治理规定可能不值得受到有限的监督,因为它们的采纳不符合上文讨论的契约原则。如果股东没有权力阻止或推翻他们不同意的条款,法院不应该假定股东已经同意这些条款。

有两种可能的替代解决方案。一种方法是通过增加股东权力来弥补现行法律未能符合契约隐喻的缺陷。如果股东采纳、修改和废除公司章程的权力与董事会的权力相称,则公司章程细则将更加类似于 Boilermakers 案所设想的理论上的契约。然而,股东赋权引发了规范性问题,并与特拉华州公司法以董事会为中心的模式产生了紧张关系。因此,另一种办法是让法院承认契约类比的局限,并更仔细地审查董事会通过的章程细则。本文借鉴了特拉华州最高法院对优尼科(Unocal)案的判决,^[180]为加强对此类章程细则的司法审查构建了一个框架。

(一) 通过增加股东赋权来振兴公司契约

斯特林的观点指出法院没有理由干预公司参与者自由采纳的治理条款,这无疑是正确的。私人秩序符合特拉华州对公司法的授权方式,也符合人们普遍持有的预期,即市场约束将引导发行人采用提高价值的治理条款。^[181]私人秩序为市场参与者提供了克服信息问题的机会,这些问题限制了监管机构识别最优治理结构的能力。它还为企业提供个性化的定制服务,使其能够改变其治理结构,以反映企业特定的特征。^[182]根据《特拉华州公司法》,私人秩序的问题在于,董事会对治理条款的控

[180] Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

[181] See, e. g., Barry Baysinger & Henry Butler, *Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law*, 10 J. Corp. L. 431, 446-449 (1985) (将这一立场描述为“企业联邦主义者”的立场)。

[182] See Daniel M. Gallagher, *Commissioner Gallagher Discusses Federal Preemption of State Corporate Governance*, CLS Blue Sky Blog (Apr. 7, 2014) <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/04/07/commissioner-gallagher-discusses-federal-preemption-of-state-corporate-governance> [https://perma.cc/FE9Y-3YVG] (将《多德-弗兰克法案》的公司治理联邦化描述为“一刀切”模式); see also David F. Larcker & Allan L. McCall, *Proxy Advisers Don't Help Shareholders*, Wall St. J. (Dec. 8 2013), <https://www.wsj.com/articles/proxy-advisers-don8217t-help-shareholders-proxy-advisers-don8217thelp-shareholders-1386530835> [https://perma.cc/7S28-JME6] (约定机构投资者投票顾问的“一刀切”治理实践“最佳评估”)。

制远远大于股东的控制，而董事会单独行动可能会因为各种原因而无法选择最优的治理结构。^[183]

一种可能的解决方案是修改特拉华州法律以平衡竞争环境，赋予股东更大的权力参与私人秩序。特拉华州的立法机构可以选择通过减少或取消对股东采纳和修改章程细则的权力的限制。例如，它可以修改公司法规，要么广泛地支持股东权力，要么更狭隘地消除行使股东权力现有的具体障碍。采取广泛的方法，立法机关可以调和第 109 条和第 141(a) 条之间的现有紧张关系，明确尽管存在第 141(a) 条的规定，股东仍有权通过与公司业务和事务有关的任何章程细则，无论是实质性的还是程序性的。^[184] 这样的规定将明确公司契约的双方——股东和董事会——都拥有选择契约条款的同等权力。或者，立法机关可以修改公司法律，使之与有限责任公司 (LLC) 和有限合伙 (limited partnership) 法律相一致，后者明确规定了契约自由的最大效力。一个更具针对性的方法可以解决董事会和股东对他们不同意的特定章程细则的相对权力。例如，立法机构可以修改法规，为股东提供明确的权力，让他们通过简单多数决修改或废除董事会通过的章程细则。同样，该法规可以遵循上文讨论的《示范商事公司法》的方法，并阻止董事会修改或废除股东采纳的章程细则。

如上所述的法定变更，将有助于澄清股东对章程细则权力的问题，但没有必要采取立法行动。特拉华州法院在第 109 条和 141(a) 条之间制造了现有的紧张关系，他们有权重新解读法规 (reread the statute) 以消除这种紧张局势。特拉华州法院以其渐进式的、针对具体情况的公司法处理方式，^[185] 以及对市场和制度发展的敏感性而闻名，这些都

[183] See Michal Barzuza, *Do Heterogeneous Firms Select Their Right “Size” of Corporate Governance Arrangements?* Va. L. & Econ. Research Working Paper No. 16, 2016 (认为代理问题会妨碍公司选择有效的治理条款)。

[184] See *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 234 (Del. 2008) (请注意，现有的法定语言“在确定特拉华州立法机关打算将股东通过、修改和废除章程细则的权力的合法范围确定为什么方面，只起到了微弱的帮助作用”)。

[185] See, e. g., Jill E. Fisch, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, 68 U. Cin. L. Rev. 1061, 1079 (2000) (注意到，特拉华州法院愿意重新考虑他们之前的判例，而不是坚持强有力的遵守先例原则)。

要求重新考虑它们之前的先例。^[186] 如上所述,考虑到股东权力行使的最新进展,AFSCME 案判决对股东的章程细则权力的狭隘做法可能已成熟到可以重新考虑的程度。投资者积极主义有所增加,包括机构投资者越来越多地使用股东提案来引入关于治理结构的章程细则修订。此类修订包括实施多数决(majority voting)和使用委托投票书(Proxy access)。这些变化应促使最高法院重新考虑股东采纳和修改公司章程细则的权力。^[187]

然而,是否以这种方式增加股东权力以支持评估公司章程有效性的契约方法的问题,引起了重要的规范性考虑。特别是,是否应修改特拉华州法律以增加股东权力是有争议的。一方面,更大的股东权力可以使股东更有效地监督管理层。一些评论人士进一步将股东权力视为股份所有权(stock ownership)的固有权能。例如,卢西恩·拜伯切克(Lucian Bebchuk)建议公司法授予股东“发起和采纳任何比赛规则(rules-of-the-game)决定”的权力。^[188] 拜伯切克甚至认为可以允许股东发起章程修订并作出重新设立公司的决策。^[189] 他的观点与本文前面部分的分析一致,即现行法律禁止股东采用管理层不赞成的增值治理安排。^[190]

同样,戈登·史密斯(Gordon Smith)、马修·赖特(Matthew Wright)

[186] See, e. g., *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A. 3d 304 (Del. 2015); *In re Trulia, Inc. Stockholder Litig.*, 129 A. 3d 884 (Del. Ch. 2016); see also Fisch, *supra* note 185, p. 1079.

[187] 虽然特拉华州法院很少直接否决公司法先例,但判例法反映了法院宣布采用新途径的各种领域,反映出与以往案件大不相同的做法。See, e. g., *Corwin*, 125 A. 3d at 311 [imposing limits on the scope of the court's prior decisions in *Gantler v. Stephens*, 965 A. 2d 695 (Del. 2009), *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985), and *Revlon, Inc. v. MacAndrews Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986)]; *Stone v. Ritter*, 911 A. 2d 362, 370 (Del. 2006) [澄清“尽管法院事在 *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A. 2d 27 (Del. 2006) 案先明确表述了诚信义务(good faith)的概念”,“诚信义务并没有与注意和忠诚的义务站在相同的基础上,并不构成独立的受托人责任”]。

[188] See *Bebchuk*, *supra* note 23, p. 865; see also *id.*, p. 871 (建议“通过促进其缔约能力,赋予公众公司股东权力”)。

[189] *Id.*, p. 913.

[190] *Id.*, pp. 845 - 846.

和马库斯·凯·欣茨(Marcus Kai Hintze)也广泛地为私人秩序的价值进行了辩护,并主张修改特拉华州的法规、判例法和 14a-8 规则,以“增强公众公司股东与股东章程细则订立契约的能力”。^[191] 布雷特·麦克唐奈(Brett McDonnell)观察到,股东章程细则是股东在未经董事会批准的情况下塑造公司治理的主要举措,因此,可以证明扩大股东章程细则权力是合理的。^[192] 因此,他提出了 4 项旨在增强股东权力的法定改革。^[193]

然而,我们有理由对此回应持谨慎态度。虽然赋予股东权力可能给公司带来好处,但也有其成本。比尔·布拉顿(Bill Bratton)和迈克尔·瓦赫特(Michael Wachter)阐述了反对赋予股东权力的一个更有力的立场。他们认为,赋予股东权力可能会导致经理人管理市场出现问题,因为它会产生过度冒险的动机。^[194] 更大程度的股东授权也与公司以董事会为中心的模式关系紧张。^[195] 斯蒂芬·班布里奇(Stephen Bainbridge)通过确定所有权和控制权分离带来的各种效率效益,对拜伯切克支持的扩大股东权力的主张提出了挑战。^[196] 评论人士还警告称,赋予股东权力会带来自我交易或利益集团行为的风险,因为股东与

[191] Smith et al., *supra* note 31, p. 188.

[192] See McDonnell, *supra* note 91, p. 656.

[193] *Id.*, p. 665. 麦克唐奈(McDonnell)的建议包括制定实质/程序的区别,规定股东采用的章程细则可以限制董事会的自由裁量权,明确授权股东采纳处理“毒丸”计划的章程细则,并规定董事会不能修改股东采纳的章程细则。*Id.*

[194] See Bratton & Wachter, *supra* note 23, pp. 657 - 661.

[195] 斯蒂芬·班布里奇最为人所知的观点是,赋予董事会强大的集中权力最有利于股东的利益,他将这种模式称为“董事至上”(director primacy)。See Bainbridge, *supra* note 78, pp. 557 - 559.

[196] See Stephen M. Bainbridge, *Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1735, 1735 (2006). 出于一些务实的原因,董事会的首要地位也是合理的。例如,正如杰弗里·戈登(Jeffrey Gordon)所观察到的那样,由于“股东投票中的异常风险以及股东有可能利用这种主动权来获取私人收益”,股东权力的增加可能会被滥用。See Jeffrey N. Gordon, “Just Say Never?” *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder - Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 Cardozo L. Rev. 511, 547 (1997).

董事不同,通常不对公司和其他股东负有受托人责任。^[197]最后,如果契约自由能够提高价值,那么,商业参与者可以通过选择其他替代的组织形式(如有限责任公司)来获得这种自由。通过保留公司法中的管理方式,特拉华州为企业提供了一系列结构性选择。

上述论点提供了谨慎对待赋予股东权力以证明采用契约方法是合理的这种做法的理由。虽然评估增加股东权力的相对成本和收益超出了本文的范围,但特拉华州不需要平衡契约式的竞争环境。相反,法院可以减少对契约模式的依赖,并对董事会采纳的章程细则进行更严格的审查。下文将考虑这种替代方法。

(二)替代方案:加强司法监督

由于在公司章程细则方面创造公平的竞争环境将增强股东的权力,那些倾向于董事至上的人可能会拒绝这种做法。如果特拉华州法律继续限制股东章程细则授权的范围,则另一种替代方案是法院对董事会采纳的治理条款进行更大程度的司法监督。

加强对董事会通过的治理章程细则的司法监督也许是可行的。事实上,现有的判例法提供了一个可以很容易地扩展到新治理的模型:在优尼科案件中发展的分析方法。^[198]在优尼科案中,特拉华州最高法院宣布了一个新的框架,要求法院在审查董事会采用的反收购手段时加强审查。该测试涉及两部分调查,包括合理性和相称性。^[199]首先,“董事们必须证明,他们有合理的理由相信公司政策和有效性存在危险”。^[200]

[197] See, e. g., Frederick H. Alexander & James D. Honaker, *Power to the Franchise or the Fiduciaries?; A n Analysis of the Limits on Stockholder Activist Bylaws*, 33 Del. J. Corp. L. 749, 755 (2008) (“股东不能利用其法定权力通过采纳章程细则作出管理决策;因为股东对其他股东不负有受托责任。”); Iman Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 Ucla L. Rev. 561, 564 (2006) (“股东……可以使用赋予他们的任何增量权力来追求这些利益,而损害股东作为一个阶层的利益。”)。

[198] *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 954 (Del. 1985).

[199] See *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A. 2d 1361, 1374 (Del. 1995) (描述“优尼科的合理性和比例性审查”)。

[200] *Unocal*, 493 A. 2d, p. 955.

其次,董事会的回应必须“就所构成的威胁而言是合理的”。^[201]

同样加强的司法审查,可以理解为一种中度审查基准,可以适用于董事会单方面通过^[202]一项严重削弱股东权利的治理规定。^[203]首先,法院会考虑董事会是否合理地认为,该规定对于解决对公司的威胁是必要的。其次,法院将决定这项规定是否是对这一威胁作出的相称的反应。如果治理规定符合这些标准,法院将予以支持。

在评估威胁的性质时,法院应考虑到章程细则条款的分类,并考虑到两项原则。首先,为了与董事至上的原理保持一致,法院应该更容易接受旨在保护董事会在某些决策方面的自由裁量权的行为,该种决策“对管理层日常经营公司的能力至关重要,以至于他们不能直接受到股东的监督是一个实际的问题”。^[204]在管理层的基本业务选择方面,股东权力的案例不那么引人注目。^[205]其次,法院应该注意到,股东自由选举董事的权利是董事至上的合法性的根本基础。^[206]因此,实质性

[201] Id. 优尼科法院确定了第三个因素:“董事们的行为可能并不完全或主要是出于想要长期任职的愿望。”Id. 这个因素在后来的优尼科分析中发挥的作用更为有限。See, e. g., *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A. 2d 1334, 1344 (Del. 1987) [得出的结论认为,第三个因素得到了满足,当“纽蒙特董事会(the Newmont board)采取行动维护公司的独立性,而不仅仅是保持自己的控制”]。

[202] 本文所提倡的方法特别适用于董事会的单方面行动。本文没有就这种司法监督水平是否必要或适用于须经股东批准的条款,如章程修正案或股东批准的章程细则,表明立场。

[203] 这种说法来自机构投资者投票顾问服务机构——美国机构股东服务公司和 Glass Lewis 的政策立场,这两家公司在决定是否建议反对选举一位董事候选人时采用了这种标准。See Weil, Gotshal & Manges, *Heads up for the 2016 Proxy Season: ISS and Glass Lewis Update Their Voting Policies* (2015), [https://www. weil. com/ - /media/ files/ pdfs/ revise - pcag - alert - 112315. pdf](https://www.weil.com/-/media/files/pdfs/revise-pcag-alert-112315.pdf) [<https://perma. cc/8NHWLYA9>]; Ellen Odoner & Lyuba Goltser, *ISS and Glass Lewis Updated 2016 Voting Policies*, Harv. L. Sch. F. On Corp. Gov. & Fin. Reg. (Dec. 2, 2015), [https://corpgov. law. harvard. edu/ 2015/12/02/issand - glass - lewis - updated - 2016 - voting - policies](https://corpgov. law. harvard. edu/2015/12/02/issand-glass-lewis-updated-2016-voting-policies) [[https://perma. cc/ZJZ9 - 4LSS](https://perma. cc/ZJZ9-4LSS)] (描述美国机构股东服务公司和 Glass Lewis 政策的更新)。

[204] “股东提案规则”修正案, SEC Release No. 23200, 1998 WL 254809, at *4 (May 21, 1998).

[205] *Trinity Wall St. v. Wal - Mart Stores, Inc.*, 792 F. 3d 323, 348 (3d Cir. 2015) (发现管理层而非股东最有能力确定销售哪些产品——这是一个基本的商业选择)。

[206] See *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A. 2d 651, 659 (Del. Ch. 1988) (“股东投票权是董事会权力合法性的意识形态基础。”)。

地干预选举权力的章程细则需要更充分的理由。

一些例子证明了这种中度审查在董事会采用的常见章程细则中的应用,并说明了这种方法如何比契约分析更有效地关注现有的权力动态。第一个例子是协议管辖条款,如 *Boilermakers* 案中的相关条款。为应对股东诉讼特别是并购诉讼的增长,董事会已采纳了协议管辖条款。^[207] 协议管辖条款旨在限制公司在基于单一交易的多个法庭上为自己辩护的必要性。^[208]

由于绝大多数协议管辖条款是单方面采纳而未经股东投票,^[209] 因此应适用中度审查。法院应根据优尼科式方法分析董事会对协议管辖条款的采用情况,具体如下:首先,并购诉讼的普遍增加,尤其是多辖区诉讼(multi-forum litigation)的增加,对企业价值构成了足够的威胁。评论人士已经注意到在多个辖区为诉讼进行辩护的成本,以及判决冲突和原告律师逆向拍卖(reverse auctions)的风险。^[210] 此外,董事会将管理诉讼和诉讼风险作为其职责的核心功能。^[211] 其次,特拉华州法院应将采纳协议管辖条款视为对威胁的一种相称的回应。此类章程细则解决了与协议管辖条款相关的问题,但并未大幅减少股东的诉讼权利。

费用转移条款可能会存在不同的分析。尽管无用的诉讼问题与对

[207] See Matthew D. Cain & Steven Davidoff Solomon, *A Great Game: The Dynamics of State Competition and Litigation*, 100 IOWA L. Rev. 465 (2015) (详细介绍了并购诉讼的增加); Fisch, *supra* note 10 (描述了涉诉章程细则对这种上升的回应)。

[208] 约瑟夫·格伦菲斯特(Joseph Grundfest)是最早提出这种观点的人之一。See Joseph Grundfest, *Choice of Forum Provisions in Intra-Corporate Litigation: Mandatory and Elective Approaches*, Stanford Univ. Rock Ctr. for Corp. Governance Working Paper, Paper No. 91, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1690561>.

[209] See Romano & Sanga, *supra* note 56, pp. 27, 31 (报告称,在所研究的样本中,“只有12%的中期阶段采纳的章程细则进入股东投票表决”)。

[210] See, e. g., *U. S. Chamber Inst. for Legal Reform, Economic Consequences: The Real Costs of U. S. Securities* <http://www.instituteforlegalreform.com/uploads/sites/1/EconomicConsequencesWeb.pdf> CLASS Action Litigation 1, 3 (2014), [<https://perma.cc/BKG7-YCV8>] (描述了股东诉讼的成本)。

[211] See, e. g., Michael P. Dooley & E. Norman Veasey, *The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposals Compared*, 44 Bus. Law. 503, 522 (1989) (观察到“董事会就一般公司诉讼所作的决策,与就其他业务事宜所作的决策,在原则上并无分别。”)。

多辖区诉讼的担忧密切相关,但董事会对股东过于频繁地提起不会约束公司管理层或维护股东权利的诉讼的认定则更值得怀疑。^[212] 尽管如此,通过诉讼对合并发起挑战的频率之高,加上此类诉讼导致原告获得金钱补偿的频率之低,已导致许多人得出结论:相当大比例的诉讼没有价值。^[213] 因此,审查法院可以得出这样的结论:过度 and 琐碎的诉讼构成了潜在的威胁。

然而,像 ATP 案中所见的费用转移条款是否代表了对该威胁的合理回应是值得怀疑的。正如批评人士所观察到的,ATP 案中的具体条款可能会阻止提起“好”或“坏”的诉讼。^[214] 另外,费用转移条款不必像 ATP 案董事会所采用的条款那样广泛。相反,董事会可以严密地制定费用转移条款的范围,从而在允许有价值的诉讼继续进行的同时,阻止不必要的诉讼。^[215] 与 ATP 案判决广泛接受以及特拉华州立法机构后来否决所有与公司内部索赔诉讼相关的要求股东承担责任的章程和章程细则条款相比,更为严格的司法审查将带来一种更细致入微的方

[212] 因为相当大比例的股东诉讼涉及对董事行为或监督方面的挑战,这一点尤其如此。See, e. g., Erica Gorga & Michael Halberstam, *Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story about the “Genius of American Corporate Law”*, 63 Emory L. J. 1383, 1395 (2014) (主张信息披露是通过股东诉讼中发现的“学科管理”)。

[213] See Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, *Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis and a Proposal for Reform*, 93 Tex. L. Rev. 557, 559 – 560 (2015) (总结本次辩论); Del. State Bar Council, Explanation of Council Legislative Proposal 3 (2015), <http://www.corporatedefensedisputes.com/files/2015/03/COUNCIL – SECOND – PROPOSAL – EXPLANATORY – PAPER – 3 – 6 – 15 – U0124513.pdf> [<https://perma.cc/T2N4 – 5K8F>] (观察到,“另一方面,一些高级管理人员、董事和他们的拥护者声称,股东诉讼导致公司支出而不产生相应的利益”)。

[214] See, e. g., Sean J. Griffith, *Correcting Corporate Benefit: How to Fix Shareholder Litigation by Shifting the Doctrine on Fees*, 56 B. C. L. Rev. 1, 30 (2015) (将这种章程细则称为“偏激的”,因为它“没有考虑到潜在诉讼索赔的优点”); Del. State Bar Council, *supra* note 213, pp. 3, 6 (认为像 ATP 案中这样的费用转移章程细则条款会使股东诉讼变得“站不住脚”,并“废除现存唯一的实体法规制”)。

[215] See, e. g., Albert H. Choi, *Fee – Shifting and Shareholder Litigation*, Va. Law & Econ. Research Working Paper No. 15, 2016 (建立一种最优的费用转移章程细则条款模型,包括加强司法监督)。

法来评估费用转移条款的有效性。^[216]

第三个例子是预先通知条款,即要求股东事先通知发行人他们提名董事候选人的意图,并披露与该提名有关的各种信息。公众发行人中几乎普遍存在预先通知条款。^[217] 特拉华州法院注意到,“预先通知要求是‘司空见惯的’,而且‘经常被特拉华州法院解释为有效并被维持有效’”。^[218] 然而,无论是在预先通知的数量还是强制披露的程度方面,预先通知条款的范围差异很大。^[219] 评论人士将法院对预先通知条款的做法描述为具有“司法精神分裂症”。^[220] 特别是,确定某一特定章程细则条款的要求何时会给股东投票权带来过度负担的努力似乎有些无原则。^[221]

本文中提出的标准将会增加清晰度。发行人为预先通知条款辩护的理由是,它们允许股东有足够的时间和信息进行明智的投票。^[222] 提供通知期限和与这些目标合理相关的必要信息的条款应经得起司法审查。^[223]

[216] Del. Code Ann. tit. 8, § 115 (2016).

[217] See Romano & Sanga, *supra* note 56.

[218] Goggin v. Vermillion, Inc., No. 6465 – VCN, 2011 WL 2347704, at *4 (Del. Ch. June 3, 2011) [quoting Openwave Sys., Inc. v. Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd., 924 A.2d 228, 238 – 39 (Del. Ch. 2007)].

[219] See, e.g., Elina Khasina, *Note, Disclosure of “Beneficial Ownership” of Synthetic Positions in Takeover Campaigns*, 2009 Colum. Bus. L. Rev. 904 (2009) (建议发行人采用预先通知章程细则条款,要求股东披露其对衍生品证券的所有权)。

[220] Dale A. Oesterle & Alan R. Palmiter, *Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Cases*, 79 IOWA L. Rev. 485, 570 (1994).

[221] See, e.g., Morgan N. Neuwirth, *Shareholder Franchise – No Compromise: Why the Delaware Courts Must Proscribe All Managerial Interference with Corporate Voting*, 145 U. Pa. L. Rev. 423, 467 (1996) [describing Stroud v. Grace, 606 A.2d 75 (Del. 1992), 涉及预先通知章程细则条款有效性的案件,作为“最近特拉华州法律中较为混乱的案件之一”]。

[222] See Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Sys., Inc., 728 A.2d 25, 41 (Del. Ch. 1998) (支持章程细则的理由基于“Quickturn 董事会选择的 90 ~ 100 日延迟间隔是合理的……[给予]股东合理的机会,让他们了解所提出的问题。”)。

[223] See *id.*, pp. 40 – 43 (得出的结论是,所涉的具体章程细则是对所确定问题的合理回应); *In re Gaylord Container Corp. S’ holders Litig.*, 753 A.2d 462, 482 (Del. Ch. 2000) (说明提前 60 日发出通知的章程细则“只是以一种似乎在全体选民需要听取所有辩论参与者的意见和收购者需要在会议前有充分机会列出候选人名单之间取得合理平衡的方式,延长了选举竞争的时间”) But see *Chesapeake Corp. v. Shore*, 771 A.2d 293, 319 (Del. Ch. 2000) (运用“令人信服的正当理由”标准推翻了一项由董事会采纳的绝对多数决章程细则,其中董事会的“主要目的”是损害股东利益)。

但是,如果预先通知条款具有排除股东行使表决权的效力,则该检验将为法院提供一个使其无效的基础,因其与上述目标不成比例。^[224]

类似的中度审查可以适用于其他董事会通过的限制股东投票权有效性的章程细则条款。该分析将阐明董事会职权的范围。^[225] 例如,在最近的 *Frechter v. Zier* 判决中,董事会通过了一项章程细则,规定 2/3 以上的股东才能投票罢免一名董事。^[226] 法院认为该章程细则是无效的,因为它与第 141(k) 条规定相冲突。^[227] 然而,由于第 216 条似乎明确授权了绝对多数决条款,^[228] 先前也没有将此类条款视为无效的案件,这一判决与第 216 条处于紧张状态。^[229] 法院的分析可能不是依赖于法规,而是集中在董事会对章程细则的理由以及在特定公司的背景下绝对多数决条款在多大程度上实质性地限制股东的投票权。法院应该已经认识到,绝对多数决条款本身并不妨碍股东达成他们所期望的结果。

最后,同样的原理也可以用于对 AFSCME 案中股东采纳的章程细则进行更有原则的分析。由于股东选举董事的权利至关重要,除了对董事会干预该项权利的努力进行审慎审查外,法院应以更广泛的视角

[224] See, e. g., Fisch, *supra* note 10, pp. 1655 – 1656 (将 Allergan 董事会通过的章程细则描述为对股东投票权的过度限制)。

[225] See, e. g., J. W. Verret, *Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defenses in the Era of Dodd – Frank*, 36 J. Corp. Law 391, 404 – 406 (2011) (讨论董事会采纳的董事资格章程细则或限制持不同政见者的董事拥有采纳防御股东权利的权力的章程细则)。

[226] *Frechter v. Zier*, No. 12038 – VCG, 2017 Del. Ch. LEXIS 214 (Del. Ch. Jan. 24, 2017).

[227] 正如法院所指出的,第 141(k) 条有两个例外——已对董事会进行分类的公司和拥有累积投票权的公司。Id., at * 5 n. 20. 这两种例外都不适用于弗雷特 (*Frechter*)。法院进一步指出,其决定仅限于绝对多数章程细则的效力,并注意到法规第 102(b) (4) 条规定,公司章程可能要求“对于任何公司行为……股票的很大一部分……超出了本章所要求的”。Id., at * 5 n. 19 [citing DEL. CODE ANN. tit 8, § 102(b) (4) (2017)].

[228] See Del. Code Ann. tit 8, § 216 (2017) (“根据本章对特定事项所要求的表决为前提,被获授权发行股份的公司,在章程或章程细则中均可规定……任何企业的交易所必需的投票……”)。

[229] See, e. g., *Chesapeake Corp. v. Shore*, 771 A. 2d 293 (Del. Ch. 2000) (基于董事会采纳章程细则的目的,否决董事会采纳的绝对多数决章程细则)。

审视股东采纳关注选举和董事会结构的章程细则条款的权力,这些细则条款是否有效的“试金石”应该是选举过程这一主题问题,而不是这些章程细则被辨识为实质性还是程序性的。

这一做法似乎与 AFSCME 案判决之后的特拉华州法律修正案所反映的立法意图相一致,该修正案明确授权股东采纳使用委托投票说明书(proxy access)^[230]和授权委托书争夺(proxy contest)费用的章程细则条款。^[231]同样的原则也应适用于类似的股东采纳的章程细则,这些章程细则涉及股东提名、选举和罢免董事会成员的权力,而不是要求对每项章程细则进行明确的法定授权。然而,值得注意的是,本部分所建议的分析并不妨碍董事会在监督公司运作方面的基本作用,因此,与本部分前文讨论的股东赋权方法相比,其干扰性较小。

结 论

公司法的契约路径在过去 25 年的法学学术研究中得到了广泛的辩护,并在特拉华州最近的两项裁决中获得了强有力的司法支持。^[232]在这些案件中,法院对契约自由的广泛认可,为针对发行人专属需求的新治理规定的广泛试验和实施打开了大门。特拉华州法院明确依赖契约原则来证明对这种实验予以广泛尊重的正当性。

与此同时,这些判决可能将与契约的类比延伸得太远。特别是,现行法律在若干方面限制了股东在私人秩序过程中与董事会平等参与的能力。这种不对称性削弱了广泛的司法尊重的正当理由。由于没有真正的股东权力来限制董事会采用不受欢迎的治理条款,法院在契约方面对新治理条款的描述被夸大了。

一种可能的解决方案是,法院或立法机构推翻对股东权力的现有限制,以保证对契约类比的依赖。尽管这种方法可能是可取的,但增加

[230] Del. Code Ann. tit. 8, § 112 (2017).

[231] Id. § 113 (2017).

[232] ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A. 3d 554 (Del. 2014); Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A. 3d 934 (Del. Ch. 2013).

股东的权力引发了一些潜在的担忧。相反,法院可以重新考虑对董事会通过的治理规定的现有尊重水平,并将这些规定置于更严格的司法审查之下。中度审查将使法院能够在防止董事会采用过分干涉股东权利的章程细则方面发挥更有意义的作用。法院进行这种审查的必要性回应了这样一个现实,即公司并非真正的契约,而且股东基于现有的法律和实际障碍,无法有效地保护自己。

(编辑:赵宇)