

重估公司法与证券法的相异性*

[美]詹姆斯·J.帕克 著** 薛前强*** 译

摘要:美国上市公司受联邦证券法和州公司法双重调整。这种双重规制的假设在于公司法与证券法存在明显不同。虽然有呼声主张统一公司法和证券法以保护投资者,但本文坚持认为公司法与证券法是存在差异的。公司法和证券法都致力于保护投资者,但各自所关注的是不同的投资进程。简言之,证券法保护的是作为交易者的投资者,而公司法保护的是作为公司所有者的投资者。证券法具有统一性和强制性,公司法是多样化和赋权性的。

关键词:公司法 证券法 联邦化 交易者
投资者

* Reassessing the Distinction between Corporate and Securities Law,原载 *UCLA Law Review* 第64卷第1期(2017年)。本文翻译出版获得了作者及期刊社授权,特此感谢。

** 加州大学洛杉矶分校法学院法学教授。感谢 Stephen Bainbridge, Joel Feuer, Sung Hui Kim 以及企业和证券诉讼研讨会,加州大学欧文分校法律商业法学术讨论会和加州大学洛杉矶分校法学院暑期工程研讨会的参与者提供了有用的意见。感谢 Matthew Brodsky 提供出色的研究帮助。

*** 北京大学法学院经济法法学博士研究生。本文翻译过程中得到了中国法学会2017年度部级法学研究课题青年调研项目“公司机会法律问题实证研究”[课题编号 CLS(2017)Y20]的经费支持。

一段时期内,美国公司法和证券法间存在一个粗糙的划分。依惯例,证券法要求上市公司向投资者进行信息披露而公司法则对公司内部事务规定更多的实体性规则。这成为区分联邦证券法和各州公司法这一双层体制的基础。^[1] 公司法与证券法联系紧密,^[2] 多年来学者们已就是否仍需维持上述二元机制进行大量讨论。一派观点认为证券法是联邦版本的公司法,其可以也应该扩张至公司治理。^[3] 另一派观点认为联邦证券法的显著特征在于以信息披露为规制手段,不应涉足于实体性规制。^[4] 两派间的这种讨论被称为“美国证券监管史上长期存在且最富争议的问题”。^[5] 本文将重估公司法与证券法之间的相异性,为界定二者的边界提供一个崭新的方法。

传统的信息披露规则不能明确区分公司法和证券法。信息披露不是证券法的专利,而公司法对信息披露的运用由来已久。更有甚者,证券法信息披露规则经常扩张至公司治理领域,如与股东投票权相关的表决权征集的劝诱行为的规制就触及公司法核心问题。最近,证券法信息披露规则扩张至高管薪酬这一类公司法问题。

公司法与证券法的统一化运动源于对投资者的保护。联邦证券法

[1] 此种双层监管被描述为“美国公司法的法则”,参见 Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* (1993)。

[2] Stuart Banner, *Anglo American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1680 - 1860* (1998). 指出早期证券诉讼案件被认定属于公司法的一部分; Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L. J. 711 (2006), 指出公司法与证券法的区别在于——公司法的目标是降低代理成本而证券法则是建立一个相对健全的市场。

[3] See Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Federal Corporate Law: Lessons From History*, 106 COLUM. L. REV. 1793 (2006)。

[4] See Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c - 4*, 69 WASH. U. L. Q. 565 (1991), 新政议会拒绝接受联邦公司法的原因可能是其对证券法创造的平衡感到满意, 联邦法律创设了信息披露义务以及旨在使披露更为有效的程序和反欺诈规则。相比之下公司治理标准则留给了各州。

[5] Donald C. Langevoort, *Seeking Sunlight in Santa Fe's Shadow. The SEC's Pursuit of Managerial Accountability*, 79 WASH. U. L. Q. 449 (2001); See also Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. CHI. L. REV. 1047 (1995). 提出疑问: 证券监管是更适宜成为公司法的一部分(如英国的长期传统那样)还是成为独立的规则体系?

的基本目标是投资者保护,故其是否应当越过公司法来规制董事、保护投资者这一问题争议不断。〔6〕《1933年证券法》通过一年后,公司法教授 William Douglas 在一篇名为《投资者保护》的文章中提出“《1933年证券法》应对公司失范行为进行更多规制”。〔7〕数十年后,William Cary 教授认为联邦证券法的触手应扩张至保护“真正的投资者”——股东,使其不再受制于董事友好型的特拉华州公司法的约束。〔8〕近几年,《萨班斯—奥克斯利法》(*the Sarbanes Oxley Act*)和《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(*the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)〔9〕两部法律相继出台以制约公司法,这两部法律已援引联邦证券法规则来保护投资者,打破了这一问题只由公司法调整的传统认识。

尽管说投资者保护是统一公司法与证券法的重要原因,但本文坚持认为公司法和证券法可因保护投资者的手段不同而作明确区分。支持统一说的学者仅仅看到当下公司法和证券法在保护投资者方面的共性,忽视了二者在投资者保护方面手段的不同。在下述投资决定的两个阶段,投资者保护的理念存在更为微妙的差别:一方面,与购买(或出售)证券有关,交易投资者主要关心价格是否公允;另一方面,与投资者持有证券有关,这段时间内投资者容易受到新的企业不当行为的影响,从而导致证券价值的贬损。

简言之,证券法所保护的投资者其实是交易者,而公司法所保护的投资者其实是公司所有者。笔者认为,将投资者保护分为交易保护和所有权保护,较传统的信息披露能更好地构建证券法与公司法的区别。证

〔6〕 举例以表明此种争论,See Lucian Bebchuk, *The Disney Verdict and the Protection of Investors*, FIN. TIMES (Aug. 12, 2005); See also Luigi Zingales, *The Future of Securities Regulation*, 47 J. ACCT. RES. 391 (2009), 认为证券法应该保护投资者免受董事的侵害。

〔7〕 See William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 23 YALE L. Rev. 522 (1934).

〔8〕 See William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974).

〔9〕 Sarbanes - Oxley Act, Pub. L. No. 107 - 204, 116 Stat. 745 (2002); Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 - 203, 124 Stat. 1376 (2010).

券法的目标不是保护投资者各方面的决策而是交易时的决策,下面两个例子更具体地说明了此点。

假设一家私人公司首次向公众发行证券。投资者在评估公司价值时一定会关注公司治理。然而,公司法没有就此给投资者一个直接的法律手段来要求董事采取强有力的公司治理措施。由于公众尚不持有股份,如果在购买之前公司已经进行信息披露,那么不良的治理结构不会损害其投资价值。借助真实的信息披露,投资者将以一个反映投资风险和公司治理的估值来购买股票。因此,证券法以规范此类信息来专门保护作为交易者的投资者利益。

投资者成为公司所有者后,很容易受到管理人员减损公司价值行为的影响。股票在被购买时可能标价合理,但后续管理行为可能会超出市场预测。假设投资者购买股票时,董事是诚实守信的,但在投资者交易几年后,董事决定将公司资产秘密转移给自己控制的实体。由于市场没有预料到这种不当行为,故股价在投资者购买股票时没有体现这种风险,该投资者现在拥有的投资却由于不当行为而减损。证券法没有为这种中途失范行为所引发的投资者损失提供补救。相反,作为所有者的股东有权代表公司提起衍生诉讼来追回这些资金。因此,是公司法而非证券法为作为所有者的投资人提供持续性保护。

与证券法所关注的是“交易时的决策”这一观点不谋而合的是 Birnbaum 案的判决理念。在 Birnbaum 诉纽波特钢铁公司^[10]一案中,联邦第二巡回法院裁定,只有证券买卖双方才可依据证券法10b-5 规则^[11]这一基本反欺诈条款提起诉讼。早先,法院经常使用 Birnbaum 规则阻止扩大 10b-5 规则的适用范围,阻却股东借此来救济因公司治理不善而引起的损害。美国最高法院在蓝筹邮票诉庄园药店案^[12]中同样采用了 Birnbaum 原则,但其并没有完全预料此举对公司法和证券法界限的影响。

本文最直接的贡献是提供了一种界分公司法和证券法的方法。虽

[10] 193 F. 2d 461 (2d Cir. 1952).

[11] 17 C. F. R. § 240.10b-5 (2015).

[12] Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723 (1975).

然证券法的信息披露有助于确保交易估值公平,但公司法的信息披露大大有助于提升作为所有者的股东实现对公司治理的控制,确保公司财富最大化。因此,证券法中一些与所有权行使有关的信息披露规定可被更好地理解理解为联邦公司法。

将投资划分为交易阶段和所有权阶段,为区分公司法和证券法的监管目标奠定了基础。证券法主要关注促进价值公允,借助保护交易时的投资者,证券法催生了强劲的交易市场;相比之下,公司法的统一政策目标却很难确定。作为所有者的投资人利益与交易者利益相比,更缺乏统一性。例如,短期所有者(短期股东)可能希望公司法向经理人施加压力以实现即时效果,而长期所有者(长期股东)可能更喜欢公司法使经理免于此种压力。

本文重构了公司法和证券法之间差别。为运用二元体系来规范上市公司提供了别样的理由。交易投资者在公平价格上利益一致,故证券法依赖强制性、统一性规则。由于股东所有者的利益存在异质性,因而公司法更具灵活性和多样性。联邦证券监管已经取得成功,因为它有助于创造一个形成公平价格的市场。作为州公司法最重要创设者的特拉华州也成绩斐然,部分原因是它实现了长期所有者和短期所有者的利益平衡。据此,本文最后提出了一个借助证券法来对公司法进行评估的测试方法。联邦公司法只适用于两种情形:(1)有强有力的证据表明统一监管将有利于股东所有者;(2)相关法律并不会使一类股东获取不成比例的利益。

本文共分六个部分。第一部分描述了为何扩大证券法适用范围以保护投资者免受公司管理失范行为影响的理由。第二部分讨论了现行区分公司法和证券法的方法的局限性。第三部分认为,投资者保护应分割为交易和所有两个阶段,而公司法保护所有者,证券法保护交易者。第四部分使用这一框架来确定证券法的哪些部分是联邦公司法。第五部分认为,投资者交易利益的相对一致性和股东所有者权益的多样性解释了为什么证券法和公司法以不同的方式实施监管。第六部分提供了一种评估联邦公司法的崭新方法。

一、作为联邦公司法的证券法

国会在1933年和1934年通过了两部证券法,^[13]二者经常被统称为联邦证券法。^[14]如果说证券法本质上是公司法,那么有一个强有力的观点认为,为了保护投资者,应扩张证券法以规制公司法问题。如果说联邦证券法目的在于保护投资者,那么其也应该保护投资者免受公司管理不善的损害。第一部分显示如何用一个更为广泛的投资者保护概念来模糊公司法与证券法间的区别。第二部分描述了关于联邦公司法争论的两个主要阶段。

(一) 投资者保护与联邦公司法

证券法的基本目标是保护投资者,如《1934年证券交易法》第10(b)条规定证券交易委员会制定与购买或销售任何证券有关的反欺诈规则,这“对于保护投资者而言需必要或足备”。^[15]“投资者保护”一词是证券监管的核心,但对其使用又经常欠缺精准度。^[16]否定州公司法

[13] Pritchard 和 Thompson 教授将这段时间制定的其他一些联邦法律如《1935年公共事业公司法》(*the Public Utility Holding Company Act of 1935*)界定为证券法。See A. C. Pritchard & Robert B. Thompson, *Securities Law and the New Deal Justices*, 95 VA. L. REV. 841 (2009)。然而,《1933年证券法》和《1934年证券交易法》是规制公众公司的基本法,包含今日证券监管的核心内容。

[14] 参见前注[3]。

[15] Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U. S. C. § 78j(b) (2012)。证券法的很多其他章节特别规定了投资者保护。See Securities Act of 1933 § 7, 15 U. S. C. § 77g (2012); Securities Exchange Act of 1934 § 12(b), 15 U. S. C. § 781(b) (2012); National Securities Markets Improvement Act of 1996 § 106, 15 U. S. C. § 77b (2012); See also Michael D. Guttentag, *Protection From What? Investor Protection and the JOBS Act*, 13 U. C. DAVIS BUS. L. J. 207 (2013), 指出证券法中“投资者保护”这一词语的出现超过了200次。

[16] See Yoon - Ho Alex Lee, *The Efficiency Criterion for Securities Regulation: Investor Welfare or Total Surplus?*, 57 ARIZ. L. REV. 85 (2015), 认为“投资者保护”这一术语本身概念就不清楚。一些学者将投资者保护定义为证券法的目标。参见前注[15]。认为证券监管包括使投资者免受公司私利和内部人的侵害。其他一些学者则采用狭义定义法,如 Reineir Kraakman et al., *The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach* 275 (2d ed. 2009), 认为“投资者保护”是在公开市场上向投资者提供法律支持。

的批评者长期主张扩大“投资者保护”一词的范围来使证券法的扩张变得合理,从而修正当下倾向董事的公司法。^[17] 例如,William Douglas 教授认为《1933 年证券法》并未完全实现投资者保护的目标,^[18] 认为证券法的规制范围应当涉及从投资者关系到公司管理,^[19] 而非仅仅是证券买卖中的投资者保护。Douglas 教授提出了多项改革,包括联邦一体化来创设投资者保护的坚实基础,从而提升证券法的重要地位。^[20]

多年来,其他学者认为投资者保护的合理性虚化了公司法与证券法间的边界。SEC 主席 William Cary 教授在批判特拉华州公司法的一文中指出,联邦法应当扩张至“保护那些拥有公司股份的真正投资者”。^[21] 在对 Cary 的回应中,Ralph Winter 教授赞成此观点,认为“寻求一个不能充分保护投资者的公司法律体系不符合管理层的利益”。^[22] 最近,其他一些评论家认为,公司法的基本目标是调整董事与投资者之间的关系。^[23]

现代经济学家强调投资者保护是公司法的主要政策目标。例如,一篇名为《投资者保护与公司治理》的文章认为“公司治理在很大程度上是一套外部投资者保护自己对抗内部投资者盘剥的机制”。^[24] 另一篇

[17] E. g., David S. Ruder, *Current Developments in the Federal Law of Corporate Fiduciary Relations – Standing to Sue Under Rule 10b-5*, 26 BUS. LAW. 1289 (1971), 自特拉华州公司法允许管理层能够在少数股东非介入的情况下做出决策,联邦法律应该保护股东的建议与当下各州公司法规则制定的趋势背道而驰。

[18] 同前注[7]。

[19] 同上注。

[20] 同上注。

[21] 同前注[8]。

[22] Ralph K. Winter, Jr., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251 (1977).

[23] See Bernard S. Black, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, 84 Nw. U. L. Rev. 542 (1990), 将公司法定义为“调控公司管理者和投资者之间的基本法律”。Chris Brunner, *Corporate Law Preemption in an Age of Global Capital Markets*, 81 S. CAL. L. REV. 1067 (2008), 指出公司法和证券法最终所关注的核心都是“投资者保护”。

[24] Rafael La Porta, etc., *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. Econ. 3 (2000); See also Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. FIN. 737 (1997), 指出公司治理要处理的问题是确保资本提供者能从公司获得收益的问题。

文章(研究那些拥有强大的股东保护法律的国家是否增长率更高)则也依赖于相似的宽泛定义。其将公司内部人和公司本身之间法律关系的公司法归入投资者保护的法律。^[25] 金融学和经济学对公司法与证券法的学术影响越来越大,这可能推动法学家弱化传统法律类别的倾向,从而认为这两者的功能相同。同时,并非仅仅那些支持强有力的证券监管的人怀疑公司法与证券法之间是否存在显著区别。Roberta Romano 教授赞同公司法联邦化,认为证券法和公司法实质上是一样的,证券法应加以改变从而看起来更像公司法。^[26] 如果各州关于公司章程的竞争导致“朝顶竞争”趋势,那么证券法就是另外一个版本的公司法,关于证券法的各州规制可能引发类似的动态。^[27] 本质上讲,联邦证券法与公司法实质性差异的核心是强制性信息披露和反欺诈规则。Romano 教授认为,在信息披露方面二者并无显著差异,就像“经理或董事关于支付股息或者进行合并这种公司交易所做的判断”。^[28] 那些联邦公司法主义的怀疑论者和支持者都得出结论,认为公司法和证券监管本质上一致。

(二) 联邦公司法的两个阶段

自联邦证券法颁布以来,已有两项重大实践来扩大联邦公司法的规定。首先,使用联邦证券法 10b-5 规则来挑战企业不端行为。第一阶段止于最高法院在 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 案^[29] 的裁决。第二阶段以公司欺诈浪潮为起点,导致《萨班斯—奥克斯利法》的面世。

1. 10b-5 规则和联邦公司法第一波浪潮

在联邦证券诉讼的早期阶段,原告会质疑公司法和证券法之间的界限,主张广泛适用《1934 年证券交易法》第 10(b) 条及其执行细则 10b-

[25] Rafael La Porta etc., *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998); See Robert Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?* 62 J. FIN. ECON. 525 (2001), 指出根据公司注册州的不同,在美国投资者保护千差万别。

[26] Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 YALE L. J. 2359 (1998).

[27] David Skeel 教授就此问题在破产法领域做了类似的表述。其认为州公司法和联邦公司破产法的人为区分对二者都产生了不好的影响。各州应监管破产的主要内容。See David A. Skeel, Jr., *Rethinking the Line Between Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 72 TEX. L. REV. 471 (1994).

[28] 同前注[26]。

[29] 430 U. S. 462 (1977).

5 规则。^[30] 这些法律主要制裁诱使投资者以高价购买证券的虚假陈述行为。但欺诈是一个广泛的概念,可包括那些不涉及明确虚假陈述的不端行为。一个通识的论断是,公司不法行为会损害投资者,使证券价值贬损,因而应被视为证券欺诈。借助联邦诉讼,原告可以在提起诉讼之前绕过州公司法中商业判断规则和诉讼前置程序等对董事的保护。

随后一些法院和学者接受了这一观点,援引投资者保护得出结论——10b-5 规则涵盖了许多形式的公司失范行为。^[31] 1961 年,第一巡回法庭宣布证券交易法旨在解决投资者保护问题,第 10(b) 条对公司董事施加了面向公司和个人股东的广泛信义义务。^[32] 为了固化/保护这些发展,1965 年《哈佛法律评论》上一篇文章将这些案例称为“联邦公司法”。^[33] 文章认为 10b-5 规则不是联邦公司法的唯一范例,其“在《1933 年证券法》颁布后就一直存在”。^[34] “联邦公司法”一词成为研究

[30] 15 U. S. C. § 78j(b) (2012); 17 C. F. R. § 240.10b-5 (2015).

[31] See Lewis D. Lowenfels, *The Demise of the Birnbaum Doctrine: A New Era for Rule 10b-5*, 54 VA. L. REV. 268 (1968), 认为将 10b-5 规则扩张适用于公司法可以帮助实现证券监管的核心目的——保护投资大众。

[32] *McClure v. Borne Chem. Co.* 292 F. 2d 824 (3d Cir. 1961). See *Popkin v. Bishop*, 464 F. 2d 714 (2d Cir. 1972) 指出法院已经认识到, 10b-5 规则超越了传统的股票交易并进入了公司的董事会。Richard W. Jennings, *Federalization of Corporation Law: Part Way or All the Way*, 31 BUS. LAW. 991 (1976) 指出, 10b-5 规则和 14(a) 部分如今提供了一个有效的法律控制来纠正直接损害公司利益的内部管理不善而无论其是否存在证券交易。

[33] Arthur Fleischer, Jr., “*Federal Corporation Law*”: *An Assessment*, 78 HARV. L. REV. 1146 (1965), 该文主题就公司法领域的联邦化是有益的, 与证券法的边界和目的相一致, 批评者的论断是错误的。See also *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961), 证券行为可以被称为已经使联邦公司法产生一个新的并且深远的体系。Henry Friendly 法官在文章中指出这些发展, 但对此持怀疑态度。See Henry J. Friendly, *In Praise of Erie - And of the New Federal Common Law*, 39 N. Y. U. L. REV. 383 (1964), 虽然这样一个法规的可取性和范围存在严重的问题, 但不能指望明天就通过一个法规, 已经采取了重大的步骤来制定一个联邦普通法来规制公司责任, 填补了美国证券交易委员会管理的法律空白。

[34] 同前注[33]。

10b-5 规则众多文献的公因式。^[35] 对此,很多学者表示支持,一位学者在 1971 年发表的文章传达了这样一个讯息,“是联邦法院而非国会创设了关于公司信义关系的新联邦法”。^[36]

但最高法院在 1977 年的 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*^[37] 案中明确否定利用 10b-5 规则提起诉讼来救济违背信义义务的做法。该案中,持有子公司小额股份的股东就母公司发起的一项简易并购提起诉讼,当时特拉华州法律规定,对此类交易,母公司无须征得子公司小股东的同意就可以获得其股份。^[38] 尽管州公司法给那些认为收购价格不公的股东提供了异议回购请求权作为救济手段,但原告另辟蹊径提起了 10b-5 规则项下的联邦证券诉讼,认为母公司对其股份的收购动机不纯,获得的价格也是不公平的。双方就合并通知书中没有“遗漏”或“错报”达成共识。因此,原告仅仅是基于所谓违反信义义务而提起诉讼。^[39] 同一些学者的看法一致,^[40] 下级法院裁定 10b-5 规则涵盖“大股东对小股东违反信义义务的行为,无须提起任何虚假陈述或披露不全的诉讼”。^[41]

最高法院认为,本案违反信托义务但没有因任何欺诈、虚假陈述或信息披露不实而违反 10b-5 规则,^[42] 故驳回原告请求。借此,当下区

[35] See Stanley A. Kaplan, *Foreign Corporations and Local Corporate Policy*, 21 VAND. L. REV. 433 (1968), 指出根据《1934 年证券交易法》第 10(b) 条的默示民事责任,这里出现了所谓的联邦普通公司法迅速发展现象,该法律除了吸收大部分的内部信托义务外,其正在持续扩张。参见前注[31]。指出自从根据规则 10b-5 规定建立私人诉权以来,根据第 10(b) 条和 10b-5 规则,大量联邦普通公司法如雨后天春笋般涌现。Donald E. Schwartz, *Federal Chartering of Corporations: An Introduction*, 61 GEO. L. J. 71 (1972), 本文认为主要是作为对美国证券交易委员会(SEC) 10b-5 规则的解读,法院制定了一部联邦普通公司法来推进股东权利。

[36] 同前注[17]。

[37] 430 U. S. 462 (1977)。

[38] 同上注。

[39] 同上注。

[40] Thomas J. Sherrard, *Fiduciaries and Fairness Under Rule 10b-5*, 29 VAND. L. REV. 1385 (1976), 认为存在欺诈的证据不应成为控股股东适用 10b-5 规则的条件。

[41] *Green*, 430 U. S. at 470, quoting *Green v. Santa Fe Indus.*, 533 F. 2d 1283, 1287 (1976)。

[42] 同上注。

分证券法和公司法的标准方法得以提出——证券法是建立在充分信息披露哲学的基础之上,^[43]而公司法是关于公司内部事务的法律。^[44]法院察觉到了维系证券法和公司法线性存在的政策原因,各州传统上规定了各种各样的公司行为,^[45]而联邦证券法的延伸可能会干涉各州公司法。^[46]

法院在圣达菲工业案的判决被普遍认为是确定证券与公司法边界的主要案例。曾至少有一位特拉华州法官认为,圣达菲工业案使特拉华州能够巩固其作为公司法主要来源地的声誉。^[47]对于批评者来说,该案是法庭所使用的一种工具,以此来创建一个“联邦公司法薄弱的世界”。^[48]在这之后,原告通过 10b-5 规则挑战企业不当行为的能力受到了削弱。

2. 联邦公司法的第二波浪潮

证券法是联邦公司法的观念在圣达菲工业案之后继续得到支持,^[49]但直到 20 世纪初尝试大幅扩大证券法适用范围的企图才逐渐浮现。

多年来,证券交易委员会经常以投资者保护的角度推动良好的公司治理。^[50]20 世纪 80 年代,证券交易委员会以违反法律、损害投资者为

[43] 同上注, quoting *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U. S. 128, 151 (1972).

[44] 同上注, quoting *Cort v. Ash*, 422 U. S. 66, 84 (1975).

[45] 同上注。

[46] 同上注。

[47] Jack B. Jacobs, “Patient Capital”: *Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, 68 WASH. LEE L. REV. 1645 (2011), 直到 1977 年美国最高法院才在 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 案的判决中才突然扭转了公司法的逐步联邦化。

[48] 同前注[5]。

[49] See Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 COLUM. L. REV. 1461 (1989), 指出从整体上看公司法包括州法、联邦法以及纽约证券交易所的规则……并包含了大量的关于规制高管了股东之间利益分歧的核心性强制性规则。

[50] 用一个持怀疑态度的证券交易委员会(SEC)专员的话来说,证交会一直“渴望规范公司治理”。See Roberta S. Karmel, *Realizing the Dream of William O. Douglas – The Securities and Exchange Commission Takes Charge of Corporate Governance*, 30 DEL. J. CORP. L. 79 (2005).

由,反对各州公司法中的收购规则。^[51]同时基于投资者保护的立场,努力禁止在交易所上市的公司中设置类别股。^[52]

从20世纪90年代中期开始,一些学者再次强调联邦证券欺诈诉讼与公司治理之间的联系。与早期10b-5规则被认为涉及公司法许多领域不同的是,联邦公司诉讼的新提倡者特别将公司法注意义务作为主要的重叠领域。由于不良的公司治理往往伴随着管理层对管理不善不进行信息披露,故证券欺诈诉讼针对的往往是这些企业不当行为。

这一观点的出现,部分是源于对某些看似无理证券诉讼的回应。联邦证券集体诉讼支持者认为,此类诉讼可用来检视公司的不当行为。1995年私人证券诉讼改革法(对联邦证券集体诉讼施加程序限制)通过的前几年,Joel Seligman教授提到过由联邦证券诉讼创立的“新公司法”。^[53]十年后,Robert Thompson教授和Hillary Sale教授在文章中指出,联邦证券法和证券欺诈集团诉讼的强制措施已成为当下监管公司治理最明智的手段。^[54]

联邦公司法的投资者保护论据在安然和世通公司丑闻之后大力涌现,这有助于推动《萨班斯—奥克斯利法》的通过。^[55]《萨班斯—奥克斯利法》的序言自述为“通过提高公司披露的准确性和可靠性来保护投资者”^[56]的法律。银行业、住房和城市事务委员会在描述“针对企业管理”的条款时指出,《萨班斯—奥克斯利法》将“改善与上市公司经营有

[51] See Lyman Johnson & David Millon, *Misreading the Williams Act*, 87 MICH. L. REV. 1862 (1989), 以投资者保护的的名义, 证券交易委员会正就敌意收购所引发的战争参与其中, 并以一种决定性的联邦身份将州法置于最近有关公司法和相关政策的问题之上。

[52] 参见前注[4]。

[53] Joel Seligman, *The New Corporate Law*, 59 BROOK. L. Rev. 1 (1993), 事实上证券欺诈诉讼通常基于违反州法中的信义务行为而提出, 而无论联邦证券法诉讼的正式诉状为何。

[54] Joel Seligman, *The New Corporate Law*, 59 BROOK. L. Rev. 1, 60 (1993).

[55] Sarbanes Oxley Act, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

[56] 同上注, 一杰出的学者指出该法是关于投资者保护的律, 也应该以此来进行评估。See Donald C. Langevoort, *The Social Construction of Sarbanes Oxley*, 105 MICH. L. REV. 1817 (2007).

关的投资者保护”〔57〕

不久之后, Lucian Bebchuk 教授和 Assaf Hamdani 教授将《萨班斯—奥克斯利法》和早期的证券法描述为“联邦公司法”〔58〕。他们认为, 联邦证券法为作为“子集”的公司法问题规定了强制性规则的先例, 而争论一直是关于“是否应该扩大或缩小这一子集所包含的问题”〔59〕。Mark J. Roe 教授也质疑平行双层监管体制这一理念, 即将州公司法视为在联邦法律的影子下运作。由于联邦当局可以轻易避开州公司法, 故各州投资者保护不能偏离联邦范式太多。因此, Roe 教授将证券法的主要部分称为美国公司法的功能部分〔60〕。正如 Cary 教授所说, 联邦法律应取代州公司法, 新一代学者坚称没有什么理由来保持证券法和公司法的相异性。在《萨班斯—奥克斯利法》通过十年内, 投资者保护论一直占据风头。联邦在因房地产市场崩溃引发的金融风暴后颁布《多德—弗兰克法》, 为证券法增添了若干公司治理条款。很明显, 这些新规则中有许多都被包含在“投资者保护和改进证券监管”〔61〕一节之中。

不足为奇的是, 在多次投资者损失惨重之后, 放弃公司法和证券法之间区别的投资者保护论势头得到了增长。圣达菲工业案暂缓了联邦公司法的进程, 但《萨班斯—奥克斯利法》迎来了联邦干预的新纪元。

〔57〕 *Report of The Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, S. REP. No. 107 - 205, at 23 (2002).

〔58〕 同前注〔3〕, 对于公司事务的联邦监管已成为上市公司强制信息披露领域最为突出的特点。

〔59〕 Lucian Ayre Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk; Reconsidering the Competition Over Corporate Charters*, 112 YALE LJ. 553 (2002); See also Marcel Kahan Edward Rock, *Symbiotic Federalism and the Structure of Corporate Law*, 58 VAND. L. REV. 1573 (2005), 无论是否与私人执法同时进行, 借助联邦证券法, 公司法规则正变得日益公共性。

〔60〕 Mark J. Roe, *Delaware's Politics*, 118 HARV. L. REV. 2491 (2005).

〔61〕 Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 - 203, 124 Stat. 1376, 1381, 1899 (2010); see also *The Monitor, Bank Regulation*, 29 BANKING & FIN. SERV. POL'Y REP. 22 (2010), 指出《多德—弗兰克法》要求银行制定投资者保护措施……包括股东薪酬话语权制度。

二、区分公司法与证券法的两个手段

同最高法院在圣达菲工业案所做判决一样,法院和评论家以两种方式标注了公司法和证券法之间的界限。一是内部事务原则,公司法被认为是管理公司的内部事务,而证券法涉足外部事务。二是信息披露,证券法由信息披露规则组成,而公司法涉及实质性监管。本部分在回顾这两种方法的同时讨论其局限性。结论是,这两种方法都没有对统一公司法和证券法的投资者保护论作出充分的回应。

(一) 内部事务

长期以来,美国公司的内部事务由设立/注册地管理。这允许公司选择一套不受其营业地所在州或地区法律约束的公司法规则。^[62] 虽然该原则已获确立,但内部和外部事务难以精确界定,遑论用来区分公司法和证券法的边界了。

在各州法律选择的范围内,内部事务学说扮演了一个令人信服的角色。如果 50 个州的法律都规定了各自公司的治理规则,那么公司法将举步维艰。例如,一州要求某事项适用绝对多数决,而另一州却规定需超级绝对多数决,那么与这两个州都存在往来的公司就需要一种方法来决定适用哪一州的对应规则。指定适用公司设立地治理规则的方法,为法律选择问题提供了明确的答案。^[63]

内外事务之间的粗糙划分已构成对联邦证券法调整范围的潜在限

[62] 示范公司法规定了内部事务的原则的一个版本:外国公司不应因为其设立州或国家的法律与其活动所在州的法律有所不同而被吊销公司营业执照,同时,本法所载内容不得被解释为授权该州管理该公司的内部事务。Model Bus. Corp. Act § 15.06 (2010).

[63] 内部事务原则并非只对抗州之间的干预,尤其是适用于公开公司。但仍有一些州有着极强的规制偏好强迫那些在他州成立的公司受本州公司法的约束。See *Vantagepoint Venture Partners v. Examen, Inc.*, 871 A. 2d 1108 (Del. 2005), 发现特拉华州公司并不被要求遵守加利福尼亚州的表决权规则; see also Frederick Tung, *Before Competition: Origins of the Internal Affairs Doctrine*, 32 J. CORP. L. 33 (2006), 追溯了内部事务原则的起源在于赋予州对外国公司的干预主权。

制。正如最高法院在 1971 年所指出的那样,“我们认为,国会在第 10 (b) 条中规定的并不是设法规范交易而是公司内部的管理不善”。^[64] 法院在圣达菲工业案中再次强调了这一点,声称“除联邦法律明确规定董事对股东的某些责任外,州法将规制公司的内部事务”。^[65]

近年来,学者们把该学说作为区分公司法和联邦证券法的重要手段。正如 William W. Bratton 和 Joseph A. McCahery 教授所说,“根据现行规范,联邦法规涵盖证券市场和公开交易证券公司的透明度问题,而公司内部事务则留给各州规制”。^[66] Roe 教授指出,“虽然内部和外部的划分边界不甚明确,但这在界定联邦和各州公司法立法领域时却非常重要”。^[67]

若做语义分析,内部事务原则过于模糊以至于无法清晰界定公司法和证券法。最普遍的表述是要广泛审查相关问题是否与公司及其高级职员、董事和股东之间的关系相关。^[68] 就此来看,内部事务原则横跨公司法和证券法。公司与股东之间的关系可以涵盖证券法等问题,如出售证券和定期披露的规定。^[69] 如果说证券法意味着对投资者进行保护,那么其调整范围也可能会碰触股东与董事之间的关系。

更重要的是,这一原理不能为限制联邦对内部事务的规制提供一个

[64] *Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U. S. 6 (1971).

[65] *Santa Fe Indus. v. Green*, 430 U. S. 462, 479 (1977), quoting *Cort v. Ash*, 422 U. S. 66 (1975).

[66] William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism*, 41 WAKE FOREST L. REV. 619 (2006).

[67] 同前注[60]。

[68] *Vantagepoint*, 871 A. 2d at 1113; see also *Restatement (Second) of Conflict of Laws*, § 313 (AM. LAW INST. 1971), 公司的内部事务是关于只要涉案的问题是关于我们公司内部股东、董事、经理或其他代理人之间的关系; ROMANO, 前引 1 第 1 页。处理公司股东和董事之间关系的公司法很大程度上就是州法; Hillary A. Sale, *Delaware's Good Faith*, 89 CORNELL L. Rev. 456 (2004), 公司治理这一术语被广泛地用来指代平衡董事、经理以及股东之间的权力。另一种表述是法律是否规定了那些与公司内部管理密切相关的事项。 *McDermott Inc. v. Lewis*, 531 A. 2d 206, 218 (Del. 1987)。其他的尝试则避免一个统一的测试和表达,只是简单地解决了可能属于内政范畴的问题。

[69] Winter 将股东与管理层之间的关系描述为联邦证券法的范畴。评论家们关于证券交易是否属于公司内部事项存在不同见解。

让人信服的理由。除了解决各州试图管理同一家公司的需要之外,内部事务说没有提供一个可以证明其适用合理性的理由。这种指导性的缺乏导致出现了一些问题——如联邦政府颁布一项投资者保护的 policy,很有可能被认定是不合理的干预。此外,为法律选择问题提供明确答案这一目的可通过统一的联邦标准来实现。由于其模糊性,内部事务原则成为州公司法联邦化的障碍。内部事务原则已经足以阻止各州对其他地方设立的公司进行管理,但当联邦政府寻求保护投资者时,该原则已经被证明抵抗能力过于弱小。在没有一个强有力的理论来区分公司法和证券法适用边界的情况下,内部事务原则在创建联邦公司法的压力面前显得无能为力。

(二)信息披露

虽然公司法由内部事务理论所界定,但证券法则依赖信息披露为主要监管机制来区分公司法。^[70] 现代证券法的特点是,要求上市公司向投资者提供足够信息以作出明智决定。相比之下,公司法规定了如忠实义务和勤勉义务在内的实质性规定。^[71] 然而,随着公司法改革的开

[70] 同前注[50]。联邦证券法通常被认为是完全披露法规,而不是管理公司内部事务的法律。William B. Chandler III & Leo E. Strine, Jr., *The New Federalism of the American Corporate Governance System: Preliminary Reflections of Two Residents of One Small State*, 152 U. PA. L. REV. 953 (2003) (“这两个机构之间的分工主要负责公平披露和证券市场监管。州法律保留了公司交易和董事会行为的实质性规定。”); see also SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U. S. 180 (1963) 指出,联邦证券法“用完全公开的哲学来替代购者自负责任的哲学”; *Amanda Acquisition Corp. v. Universal Food Corp.*, 877 F. 2d 496 (7th Cir. 1989) 联邦证券法律经常为程序法而州立公司法规定实体性内容; Troy A. Paredes, Commissioner, U. S. Securities and Exchange Commission, *Speech by SEC Commissioner; Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations* (“Proxy Access”) (Aug. 25, 2010), available at <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510tap.htm>, 将披露描述为限制证券法的原则,以便政府不会对企业事务进行更直接的实质性监管而是会推动股东评估公司组织和运行的实质。

[71] Roberta Romano, *The Sarbanes - Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L. J. 1521 (2005), 直到《萨班斯—奥克斯利法》为止,联邦制度主要包括披露要求而非实体公司治理授权,这些授权一直留给州立公司法。

展,越来越多的披露义务正逐渐确立,这模糊了公司法与证券法间的界限。^[72]

起初,证券法的信息披露要素被着重强调以与那些从 20 世纪初就开始执行的价值调控相区别。^[73] 各州版本的证券法(通常称为“蓝天法”)的典型方法是评估某项证券在向公众发行前是否值得投资。这种价值调控与信息披露不同,因为其直接监管证券发行人内部结构,对内部人和外部人的关系以及发行条件进行直接规定。^[74]

法院一贯强调,信息披露是区分公司法和证券法的手段。如前所述,圣达菲公司案^[75]中,最高法院认定,当原告承认他们所质疑的交易已进行充分信息披露时,10b-5 规则并不适用。^[76] 如果没有违反信息披露规则,那么涉诉行为应受州公司法所调制的信义义务之诉。在 1990 年的 *Business Roundtable v. SEC* 案^[77]中,美国哥伦比亚特区巡回上诉法院驳回了 SEC 禁止上市公司发行具有较高表决权的新类股票的规定。^[78] 判决依赖于一个事实,即这远远超出披露的事项领域,是一个传统上留给各州公司治理的部分。^[79] 公司法和证券法专家普遍接受,信

[72] See Daniel M. Gallagher, Commissioner, *Remarks at the 26th Annual Corporate Law Institute, Tulane University Law School: Federal Preemption of State Corporate Governance* (Mar. 27, 2014), <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370541315952#>. U7TueEI Ojo, 声称《多德—弗兰克法》中的一些规定伪装成披露规则,但实际上却试图通过披露监管来影响实质性行为。

[73] See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEX. L. REV. 347 (1991), 用绩效监管法与信息披露方法作对比。

[74] The Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 BUS. LAW. 785 (1986).

[75] *Santa Fe Indus. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977).

[76] 圣达菲工业公司并不清楚某些类型的非披露是否会触发 10b-5 规则。未能披露而违反信义义务的行为可能被视为欺诈行为。参见前注[5]。然而,只因被告未能披露其违信义义务的行为就对其进行指控有失偏颇。See *Biesenbach v. Guenther*, 588 F.2d 400 (3d Cir. 1978). 另外,如果未披露信息阻止了少数股东对违反信义义务的行为而主张补救措施的话,那么他们可能根据 10b-5 规则提出索赔。See *Goldberg v. Meridor*, 567 F.2d 209, 220-21 (2d Cir. 1977).

[77] 905 F.2d 406 (D. C. Cir. 1990).

[78] 同上注。

[79] 同上注。

息披露和实质性监管之间存在区别。Romano 教授在批评《萨班斯—奥克斯利法》时指出,联邦公司法规定不会侵犯各州的传统作用,因为他们被强制制定信息披露任务。^[80] Loss Seligman 和 Paredes 的论文表明,关于委托投票和要约收购监管的实质性条款等同于联邦公司法。^[81]

需指出的是,用信息披露来定义证券法的本质是存在问题的,因为证券监管往往超出信息披露范围。《1934 年证券交易法》规定了对公开市场规制的实体性规则。^[82] 交易所须确保成员遵守“公正和公平的交易原则”,^[83] 市场参与者受反操纵市场规则的约束,这些规则强加了实质性的限制,如禁止虚假买卖(洗售)。^[84] 证券法禁止券商向客户收取固定佣金。^[85] 最后,如前所述,各州证券法在证券销售治理方面采用了实质性的价格调控。

此外,并非所有的联邦信息披露要求都容易被视为证券法。联邦委托—代理规则长期要求披露关于公司投票的信息,这被认为是公司治理的关键机制。最近,信息披露越来越多地被用来影响公司事务。^[86] 例如,《多德—弗兰克法》力求通过要求上市公司披露其是否分离总裁与首席执行官^[87] 的职权来规范公司治理,并要求这些公司描述他们支付高管的薪酬和企业绩效之间的关系。^[88]

作为监管工具的信息披露并不单属于证券法,州公司法也经常规定重要的信息披露要求。特拉华州法院认为,信义务规定董事有义务在

[80] 同前注[71]。

[81] Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, 2 *Fundamentals of Securities Regulation* (6th ed. 2011).

[82] See Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Exchange Act*, 42 STAN. L. REV. 385 (1990) 大多数证券交易法涉及市场监管,与信息披露无关。

[83] Securities Exchange Act § 6(b)(5), 15 U. S. C. § 78(f) (2012).

[84] Securities Exchange Act § 9, 15 U. S. C. § 78(i).

[85] Securities Exchange Act § 6(e), 15 U. S. C. § 78(f).

[86] 同前注[70]。这种责任分工从来没有明显的边界。相反,许多联邦披露要求具有影响董事会实践本质与预期后果的功能。同样,州法中的信义务规则一直是发展更好地披露实践的重要工具,特别是在需要股东就做出表决的合并或收购中。

[87] Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 – 203, § 972, 124 Stat. 1376, 1915 (2010).

[88] 同上注, § 953(a).

董事会上进行信息披露。^[89] 同时对于管理层与公司之间的关联交易也需信息披露。^[90] 信息披露义务同样规制挤压式并购行为——大股东购买小股东股份的证券交易。^[91]

由于证券法最初焦点集中于信息披露而非价格监管,因此很自然地将信息披露作为识别证券法的一种方式。信息披露的一个优点在于,它是一种比实质性强行法规定侵害法益更少的监管模式。因此,可以理解的是,批评者试图将联邦对公司法的干预措施限制为信息披露。另外,随着信息披露要求越来越多地用于规范传统上由公司法所管辖的领域,故很难说信息披露是界定证券法与公司法之间界限的工具。故此,更有前景的区分公司法和证券法的方法,必须着重于理解和界定这两个法律领域的相关监管目标。

三、投资者保护和交易、所有之区别

本部分制定了区分证券法和公司法的新框架;认为二法投资者保护的范​​围是宽泛的;就此没有任何意义上的区别。不同点在于,证券法和公司法所保护的投资阶段不同。证券法保护购买或出售证券时——在交易时的投资者。公司法保护持有股票一段时期——是所有者时的投资者。

交易和所有之间的这种区别源自案例法和现代公司治理理论。第一部分描述了 Birnbaum 原则——在适用 10b - 5 规则时区分了交易和所有。第二部分认为这一区别反映了现代公司治理理论认可的两种投资者损害类型。第三部分展示了交易与所有之间的这种区别如何在公司法和证券法中蔓延。

[89] See *Arnold v. Soc’y for Say. Bancorp*, 678 A. 2d 533, 537 (Del. 1996). 作为法定要求的必然结果,信息披露义务是司法上施加的受托责任。但 *Thompson & Sale* 指出,公司法中并未规定很多强制性信息披露规则。参见前注[54]。

[90] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 144 (2010).

[91] See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

(一) Birnbaum 原则

尽管依赖信息披露和内部事务来做区分存在很多问题,但圣达菲公司案被广泛认为是最高法院对界定公司法和证券法的决定。本部分讨论另外一些重要案例,表明可利用更为合理的方法在交易和所有之间作出区分。

圣达菲工业公司案之前,法院已试图通过 Birnbaum 原则限制 10b-5 规则的应用。1952 年,美国第二巡回上诉法院裁判了一个控股股东拒绝有利可图的合并(以当时市场价值的两倍价格出售其控股权)的案件。^[92] 本应从合并中受惠的少数股东对控股股东提起 10b-5 规则项下的诉讼。原告除提起违反信义义务之诉外,还认为买卖过程中有各种不实的陈述。^[93]

但联邦地区法院驳回这一起诉,理由是 10b-5 规则只适用于买卖双方存在欺诈行为的证券,而非公司内部人士违反信义义务,导致被欺诈的人无法成为购买者或卖家的情形。^[94] 换言之,法院区分了证券交易者和证券持有者。少数股东不能认定其交易行为是一项证券买卖。相反,若他们是在作为公司股东的所有者时受到伤害,则必须寻求州公司法之救济。第二巡回法庭 Augustus Hand 法官确认了这一简短的理由,^[95] 从而建立了 Birnbaum 原则。

在庭辩过程中,原告根据 10b-5 规则提出索赔,作出类似如前所述的投资者保护论证,声称证券交易法具有广泛的目的,保护投资者免受公司内部人士的剥削。^[96] 第二巡回法院驳回这一主张,指出保护所有权权益不是证券法的主要目的。这暗示,国会旨在保护公司股东免受企业内部人士违反信义义务的行为损害,毫无疑问这也是它的本真含义。^[97] 证券交易法 10(b) 条并没有证明存在这一意图,所以也没有向

[92] Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F. 2d 461 (2d Cir. 1952).

[93] 同上注。

[94] 同上注。

[95] 同上注。

[96] 同上注, quoting Hearings Before S. Comm. on Banking and Currency on S. Res. 84, 56 and 97, 73rd Cong. 6456 (1933).

[97] 同上注。

投资者提供这种保护。

对于投资者保护说的支持者而言, Birnbaum 规则没有保护股东所有者免受公司管理不善造成的损失。一篇文章对其展开批驳,理由是“确保公共投资者在首次购买之外获得持续的联邦保护,符合联邦利益”。^[98] 鉴于该规则有可能设定公司法和证券法之间的界限,美国证券交易委员会在若干关于 10b-5 规则的案件中通告,反对 Birnbaum 原则的适用。^[99] 一些法院否定了 Birnbaum 原理,^[100] 一百多个法院创造了例外适用情形。^[101] 一位评论家在《Birnbaum 原则的死亡》一文中对不同类型的投资者损害进行区分。他预测, Birnbaum 原则将通过联邦公司法开辟投资者保护的新纪元,联邦公司法规定,由于欺诈性要约或合并而眼见股票价值下降的股东……由于内部人员操纵而发现股票价值下降的股东都可能获得实质性的新的联邦权利和利益。^[102]

1975 年,最高法院在蓝筹邮票诉庄园药店案中采用了 Birnbaum 规则。^[103] 法院在该案中认定,在欺诈存续期间内未进行交易的股东所有者不能根据 10b-5 规则提起诉讼。蓝筹邮票案之判决先于圣达菲工业公司案,但并未被看作公司法与证券法之间的区别重要案件。^[104] 法院

[98] 同前注[40]。

[99] See *Vine v. Beneficial Fin. Co.*, 374 F. 2d 627, 636 (2d Cir. 1967).

[100] 美国第七巡回上诉法院驳回了 Birnbaum 原则,理由是 10b-5 规则保护以投资者身份因受到证券交易欺诈的直接后果而导致严重伤害的人,尽管他们参与的交易不涉及购买或出售证券。Eason v. Gen. Motors Acceptance Corp., 490 F. 2d 654 (7th Cir. 1973).

[101] 例如,该规则不适用于仅仅主张禁令救济的案件。See *Mutual Shares Corp. v. Genesco, Inc.*, 384 F. 2d 540 (2d Cir. 1967). 美国最高法院同样暗示表明该要求不是一个严格义务。在讨论与购买或出售证券有关的欺诈,法院指出,欺诈与交易之间只需要有一些联系。See *Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U. S. 6 (1971).

[102] 参见前注[31]、前注[17],认为 Birnbaum 规则应该被广泛地解释为允许将 10b-5 规则应用于公司治理问题。

[103] *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U. S. 723 (1975).

[104] 至少有一位学者觉察到蓝筹邮票的潜在意义,指出它“严重限制了创建一般联邦正义义务法的可能。See Gordon G. Young, *Federal Corporate Law, Federalism, and the Federal Courts*, 41 LAW & CONTEMP. PROBS. 146 (1977).

在蓝筹邮票案中的判决未深入探讨区分交易和所有的理由。^[105] 大量的论据是从双方通报中得出,^[106] 依赖于先例的支持以及政策对滥诉的关切,从而得出结论认为,10b-5 规则应限于证券的购买和销售。^[107] 法院在圣达菲工业案中引用了蓝筹邮票案的观点,但有声音认为对 10b-5 规则的广泛运用可能导致滥诉。^[108] 鉴于对 Birnbaum 规则的理论质疑以及法院未能进一步阐述这一区分理由,其用来界定公司法和证券法的重要性没有得到充分认识。

法学教授们在很大程度上忘记了交易和所有之间的区别。^[109] 汤普森和希尔教授观察到,Birnbaum 规则的作用被忽视了。他们解释说:

[105] 相比之下,较早的第二巡回法院在一个案件中的决定与圣达菲工业公司的结果相同,指出 10b-5 规则主要涵盖证券的购买和销售。See *O'Neill v. Maytag, Jr.*, 339 F. 2d 764 (2d Cir. 1964)。

[106] 原告的请求见 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U. S. 723 (1975) (No. 74-124)。被告的回应参见 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U. S. 723 (1975) (No. 74-124)。

[107] See *Blue Chip Stamps*, 421 U. S. at 749. 在 20 多年的时间里,我们一起支持伯恩鲍姆案的统治地位,并且这一规则与我们从国会的意图中可以收集到的一致……导致我们得出结论:它是一个健全的规则,应该遵循。

[108] *Santa Fe Indus. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977)。在以后的几年里,最高法院主要引用了蓝筹邮票案来降低诉讼成本。See *Virginia Bankshares v. Sandberg*, 501 U. S. 1083, 1091 (1991) 认为蓝筹邮票案说明了事实与诉讼之间不可控的界限。另外,一些下级法院已援引蓝筹邮票案以限制 10b-5 规则的适用范围。See *Isquith v. Caremark Int'l, Inc.*, 136 F. 3d 531 (7th Cir. 1998) (Posner, J.), 驳回根据 10b-5 规则挑战子公司分拆的诉讼,因为在于该交易不涉及证券销售。

[109] 交易和所有权之间的区别多年来一直被提及,但学者们并没有将其作为一种妥当性的方法来分析联邦公司法。在 20 世纪 80 年代,Harold Bloomenthal 教授提到了这一区别,他指出证券法通常旨在保护投资者在购买或出售证券时作出投资决策。Harold S. Bloomenthal, *Shareholder Derivative Actions Under the Securities Laws - Phoenix or Endangered Specie?*, 26 ARIZ. L. REV. 767 (1984)。Edmund Kitch 教授在 1984 年同样提及这一区别,1933 年和 1934 年证券法的起草者的本意就是这些法规管辖一个法律领域:证券的买卖和交易,不涉及公司治理。Edmund W. Kitch, *A Federal Vision of the Securities Laws*, 70 VA. L. Rev. 857 (1984); see also Richard W. Painter, *Responding to a False Alarm: Federal Preemption of State Securities Fraud Causes of Action*, 84 CORNELL L. REV. 1 (1998), 指出管理证券购买和销售的法律与公司法的发展路径截然不同。Russell B. Stevenson, Jr., *The SEC and the New Disclosure*, 62 CORNELL L. REV. 50 (1976), 指出证券交易委员会主要负责管理证券交易的法律,而不是取代州法管理上市公司的治理结构。

“证券欺诈法表面上针对的是证券买卖双方,但是在集体诉讼的背景下,这种买卖双方的联系更像是联结州际贸易要求的司法管辖权,而不是对证券法规范公司治理的真正限制。”^[110]

Birnbaum 原则产生于证券监管的特定背景——10b-5 规则的适用范围,它提出了一种可以适用于更广泛法律规定的方法。本文的其余部分基于 Birnbaum 规则开发一种区分证券法和公司法的新方法。

(二) 两种类型的投资者损害

Birnbaum 原则之所以从公众视野中消失,是因为法院和学者们不明白其为将证券法限于交易投资者保护提供了一条基本理由。因此, Birnbaum 原则仅仅因一项证券交易的购买者和出售者符合 10b-5 规则而被驳回。但 Birnbaum 原则对证券法和公司法所做的区分要比先前的诸多理由更为充分。在区分交易和所有权保护方面, Birnbaum 原则认识到投资者遭受不同类型的损害。证券法针对的是以扭曲价格购买或出售证券所触发的特定类型的投资者损害。

投资者易受两种类型的损失,包括以不公平的价格购买或出售证券,或者已经拥有的证券价值的贬损。举一简单例子,一名投资者以 50 美元的价格购买股票,后发现公司财务报表作假。股票的公平价格实际上是 25 美元,故投资者额外支付了 25 美元。当该投资者持有股票时,公司经理将公司部分资产转移给自己,留下足够的资产来支持每股 10 美元的股价。因此,投资者每股亏损 15 美元。25 美元的损失是交易损失,而 15 美元的损失是所有权损失。这两种类型的损失联系密切但又各不相同。如果投资者以完全反映管理不当行为风险的价格购买股票,投资者将不太可能以所有者的身份蒙受意外损失。然而,除非市场能完全预测未来事件,否则总会存在这样一个风险,即意外的公司不法行为将导致股票价值受损。因此,需要对这两种类型的投资者损害进行保护。

这两种形式的投资者损害间的区别被现代公司治理文献所认可。考虑一下关于公司法本质的辩论:是可以被自由修改的一套合同,还是一套强制性规则。这就引发了一个问题——投资者是否需要公司法的

[110] 同前注[54]。

强制性保护,以免于不良治理的损害。当初始公司章程中包含治理条款时,投资者需要最少的保护。^[111] 如果章程规定不当,买方可通过调整他们愿意为股份支付的价格来自我保护。^[112] 当投资者购买股票后,如果公司治理规则发生变化,其更容易受到损害。^[113] 一旦成为公司所有者,投资者就可能遭受与治理变化相关的损失。即使股东存在反对意见,管理层还是可以制定那些不如人愿的治理规则。此时更难将章程条款描述为反映了合同意愿。如果这些变化降低了企业的价值,那么股票持有者无疑将遭受损失。^[114]

上述两种情况大致描绘了交易和所有之间的区别。^[115] 第一种情况下,投资者作为交易者受证券法的保护,这有助于对公司章程条款的准确估价。第二种情况下,对作为所有者的投资者的保护将来自公司法,这可通过股东对公司章程修正案行使投票权来得以保护。

因此,Birnbaum 原则提出了一个界限,其意义超出了 10b-5 规则文本。Birnbaum 规则反映了证券法对特定类型投资者损失的关注。公司法和证券法最好的区别在于,区分投资者在交易和拥有股票时不同的受侵害性。

(三) 交易保护和所有权保护

本部分说明,如何根据交易与所有之间的区别对公司法和证券法进行分类。联邦证券法作用于股票估值过程,这是交易投资者的主要关注点。各州公司法旨在防止企业的不当行为降低股东所有者投资的价值。

[111] Lucian Ayre Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820 (1989).

[112] See Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 STAN. L. REV. 1325 (2013), 认为证券市场将对公司章程中规定的治理安排进行定价,就像它对公司商业模式的质量进行定价一样。

[113] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416 (1989), 注意到初始定价并不能反映公司治理中期的变化。

[114] 同上注。注意到在中期治理发生变化后,所有者可以出售股票,但他们无法避免损失。

[115] 一些投资者认识到交易和所有权利益之间存在区别。See Anne Simpson, *In the Wake of the Financial Crisis: Rethinking Responsible Investment*, 26 Notre Dame J. L. Ethics & Pub. Pol'y 73 (2012), 区分了所有者、交易者和入侵者。

1. 作为保护交易的证券法

正如一些评论家多年来所指出,证券法从根本上来讲是保护交易时的投资者,^[116]目的是促进形成证券的公平定价机制。本部分则简要概述这些规定。

(1) 公开发行监管

正如引言所指出的那样,联邦证券监管的初始形式是完全保护投资者购买新上市公司的证券。当发行人首次向投资者出售证券时,发行人和买方之间信息的不对称性最大。这种情况使发行人想要以较高的价格出售,购买者想以低价购买。

《1933年证券法》调整发行人与交易投资者之间的博弈地位,要求发行人提交相关注册陈述。^[117]注册陈述的真实性受到第11条反欺诈条款强有力的约束。^[118]由于购买者在购买新上市公司股票时地位十分不对等,故第11条规定了在注册陈述中的任何重大失实陈述的责任,即使是没有欺诈意图的情况下也是如此。^[119]同时,该责任条款不仅包括发行人还涉及承销商和会计师等看门人,^[120]后者通过核实注册陈述的真实性从而在保护投资者方面发挥重要作用。

值得注意的是,证券法在保护购买证券的投资者的交易利益方面是单向性的。出售股份的发行人面临着严格义务,相应的买方受到实质保护。这种保护的不对称性反映了《1933年证券法》对特定交易投资者群体的特殊关注。然而,通过促进公允估值,该法不仅有利于提升购买股票的投资者信心,也有利于发行人出售股票,因为买家信任一个诚信的市场。

至少在首次公开募股(IPO)上,很难说证券法保护所有者权益。在IPO之前,公众投资者尚不是公司所有者,因此不受公司法保护。公司经

[116] See e. g. Advisory Comm. On Corp. Disclosure, 95th Cong., Rep. To The Securities And Exchange Commission 573 (Comm. Print 1977), 证券交易法的主要目的是监管证券交易市场。Victor Brudney, *A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws*, 75 VA. L. REV. 723 (1989), 并指出证交会专注于交易投资者的需求。

[117] See Securities Act of 1933 § 5, 15 U. S. C. § 77e (2012).

[118] 同上注, § 11, 15 U. S. C. § 77k.

[119] 同上注, § 11(a).

[120] 同上注。

理人还不是这些公众投资者的代理人,不向其承担任何义务。虽然信息披露规则创设了一种激励,使新上市公司实施良好的治理程序,但各州公司法并不要求该公司为此种行为。在公开募股阶段,公司法与证券法之间的差距也许最为显著。

(2) 定期披露和市场欺诈

在公众获得证券后,它将在二级市场上交易。此类交易存在于投资者而非发行人与投资者之间。在与首次公开发行的前例不同,公众股东所拥有的利益可能受到交易市场的影响。因此,证券法与公司法在二级市场交易的监管方面与发行人的发行相比有更密切的关系。与公开发行一样,证券法要求发行人强制信息披露来使其股票继续在二级市场进行交易。^[121] 此类向市场提供的定期信息披露有助于公司股票价格的更新。这时投资者有更大的信心,并可能会收到或支付公平的价格。因此,定期披露的目的旨在促进股票买卖。

同时,这种信息披露对包括公司所有者在内的各方均有利。根据证券法发布的一些信息对于受股东监督的代理人来讲是有用的。^[122] 若管理人员偷懒失职,这种情况可能反映在公司经济绩效的信息披露之中。在讨论证券法与公司法降低代理成本的关系时,Paul Mahoney 教授认为,证券交易法将联邦法作为公司治理的核心。^[123] 许多关于证券法和公司法难以区分的论据反映了定期披露为各方利益服务的真实性。

[121] See Securities Exchange Act of 1934 § 13, 15 U. S. C. § 78m (2012).

[122] See Elvin R. Latty, *Why Are Business Corporation Laws Largely “Enabling”?*, 50 CORNELL L. Q. 599 (1965). 部分原因在于前面提到的各种联邦法律的披露要求,公开上市公司的管理实际上住在玻璃房子里。Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. CHI. L. REV. 1047 (1995), 人们可能认为财务报告主要是为了股东,债权人和其他有兴趣的合伙人的利益而进行的一种监督形式。同前注[53]。强调联邦证券法的报告要求是通过事先遵守详细的披露标准来防止企业功能障碍的发生。同前注[54]。除了帮助股东之外,披露辅助董事的监督职能并可以为会计师提供重要支持。

[123] 同上注。一些学者指出证券交易法的披露要求影响了公共公司的组织治理。参见前注[109]。虽然《1934年证券交易法》的目的是通过调控操纵行为和改善市场可获得的信息质量来改善证券市场的运作,但人们可以预见,对信息使用和披露的监管将会改变企业结构。参见前注[82],指出证券交易法的反对者认为披露将使公开公司官僚化。

然而,在定期披露方面,交易投资者和所有者之间存在重要差异。只有交易的投资者才能根据证券法追讨欺诈性披露造成的损失。如前所述,《1934年证券交易法》第10(b)条和10b-5规则规定的反欺诈条款仅适用于“与购买或出售任何证券有关的证券欺诈”。^[124] 根据Birnbbaum理论,10b-5规则仅针对通常与销售或购买证券相关的那种失实陈述或欺诈行为,而不是管理不善。^[125] 因此,在根据10b-5规则计算损害赔偿金时,欺诈期间的股份所有者并不计算在内。^[126] 作为所有者的股东最多可以从这种证券欺诈诉讼间接获益。交易投资者根据10b-5规则成功提起的诉讼请求可以增加欺诈的预期成本,产生一定阻吓作用。^[127] 但是,作为所有者的股东唯一的法律补救办法是直接提起州公司法所规定的衍生诉讼。

此外,定期披露并不总是有助于股东所有者的利益。持有股份多年的投资者可能比交易投资者更愿意较少定期披露。毕竟定期披露成本高昂,股东所有者不能从价格短期波动中受益。^[128] 相比之下,交易投资者不断更新有关发行情况的变化,这些发展将影响股票价格交易,从而对定期披露有着更强烈的兴趣。

最后,定期披露影响第三方的事实并不意味着对第三方规定了法律。披露不仅有益于股东所有者,还会影响公司其他利益相关者,如雇员甚至公司竞争对手。即使员工可利用公司财务信息与经理讨价还价,但我们不认为定期披露垄断法的内容。一家公司的竞争对手可以使用信息披露来与另一家上市公司展开竞争,但这种定期披露不被视为违反反垄断法。同样,股东所有者可以使用定期披露来监督管理的事实亦不

[124] Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U. S. C. § 78j (2012).

[125] Birnbbaum v. Newport Steel Corp., 193 F. 2d 461 (2d Cir. 1952).

[126] See Willard T. Carleton etc., *Securities Class Action Lawsuits: A Descriptive Study*, 38 ARIZ. L. REV. 491 (1996), 描述了将证券买卖者和股东区分开来的两种交易模式。

[127] See *In re Franchard Corp.*, 42 SEC 163, n. 36 (1964). 证券法和联邦证券法的其他规定所要求的披露的阻吓作用当然会影响董事的行为标准。

[128] 例如,证券法要求公司披露会导致股价下跌的坏消息。See Steven L. Schwarcz, *Temporal Perspectives: Resolving the Conflict Between Current and Future Investors*, 89 Minn. L. Rev. 1044 (2005), 披露可能的风险会损害公司当前的投资者,未披露风险可能会损害公司的未来投资者。See Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 Va. L. Rev. 945 (1991).

违反公司法。

(3)对市场和中介的监管

除了定期披露和禁止欺诈外,证券交易法还通过对促成此类交易的主要机构进行监管来保护投资者买卖证券。证券法的主要任务是规范证券交易所发生的上市交易。《1934年证券交易法》将交易所定义为“将证券买卖者汇集在一起的市场或单位”,^[129]除其他要求外,交易所必须有“防止欺诈和操纵行为和做法的规定。促进公正和公平的贸易原则……保护投资者和公共利益。”^[130]因此,对交易所的监管有助于保护证券市场的公平交易。

由于许多投资者通过经纪人采购和出售证券,故证券法一直对这些经纪人进行管理。《1934年证券交易法》将经纪人定义为“为其他人的账户进行证券交易的任何人”,^[131]并且需向美国证券交易委员会注册。^[132]另外,法规强调用交易来定义谁是经纪人。与对证券交易所的监管一样,经纪人监管往往是实质性的。例如,经纪人需要对投资者承担公平交易义务。^[133]证券法从而以此保护依赖中介机构进行交易的投资者。

2. 作为所有权保护的公司法

公司法的主要目的是保护投资者,尤其是拥有公司股票的股东。^[134]

[129] Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(1), 15 U. S. C. § 78c(a)(1) (2012).

[130] 同上注, § 6(b)(5), 15 U. S. C. § 78f(b)(5) (2012).

[131] 同上注, § 3(a)(4)(A), 15 U. S. C. § 78c(a)(4)(A) (2012).

[132] 同上注, § 15(a) - (b), 15 U. S. C. § 78o(a) - (b) (2012).

[133] FINRA Rule 2121 (2014), available at http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=11539, <https://perma.cc/D83H-ZNYH>, 要求经纪商为交易收取公平的价格。

[134] See *Malone v. Brincat*, 722 A. 2d 5 (Del. 1998). 董事为其股东所有者的利益负有管理公司业务的法律責任。See also Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part I Empirical Studies of Corporate Law*, 4 AM. L. & ECON. REV. 380 (2002) 指出美国公司法的目的是促进公司所有者利益的发展。一些学者质疑股东是否是公司的所有者。See Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999). 我们的观点表明,将上市公司视为仅仅是共同所有权下的“一揽子”资产是错误的。本文不需要说明股东是否真正“拥有”公司,股东至少拥有自己的股份。See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003), 区分了剩余索取权和企业所有权。

根据州公司法之规定,股份所有者有权选举公司董事,并受到信义义务的保护,可以通过衍生诉讼达到此目的。本小节简要介绍了公司法的一些主要内容,以及对作为所有者的投资者的保护。

(1) 公司治理与企业价值

在转向公司法的特定条款之前,据说受金融经济学理论影响的学者通常会对这些法律是否与更高的企业价值相关联进行评估。^[135] 如果一套特定的公司法规则成功地保护管理不善的公司,那么受这些规则管辖的公司比那些受效率较低的公司法制度管理的公司而言会更有价值。特别是特拉华州公司法有时表现出更高的市场估值关联性。^[136] 无论这些研究结果是否确凿,争论的前提是确定的——即公司法是否提升了企业价值,^[137] 并使投资者以所有者的身份获得这些回报。现假设一公司面临选择是否应以提高股东价值的方式改变公司治理。也许它会重新选择在一个拥有更好的公司法的州设立公司。如果这样的决定会提高公司价值,那么这将主要受益于已持有公司股份的股东。随后的购买者不会看到收益,因为他们必须支付反映公司治理改善的股票价格。

与公司法相反,证券法不判断特定公司的价值是否增加。证券法可能通过增加投资流动性间接增加所有上市公司的价值,^[138] 但学者们不愿意承认某些证券法规定会提高个人公司业绩。事实上,强制性披露的维护者主要依靠此证据表明这种披露减少了股票价格的波动,而不是认

[135] See Sanjai Bhagat etc., *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, 108 COLUM. L. REV. 1803 (2008), 总结公司治理和公司绩效的实证研究。

[136] 同前注[25],发现受特拉华公司法约束的公司价值远远超过其他地方注册的公司。但 Guhan Subramanian, *The Disappearing Delaware Effect*, 20 J. L. ECON. & ORG. 32 (2004) 发现在 20 世纪 90 年代末特拉华州公司的优势逐渐丧失。

[137] 同前注[1]。

[138] 一项研究发现证据表明披露可以改善流动性, See Allen Ferrell, *Mandated Disclosure and Stock Returns: Evidence From the Over-the-Counter Market*, 36 J. LEGAL STUD. 213 (2007)。

为这种披露促进投资者回报增加。^[139] 相比之下,公司治理改革的动机在于,如果企业采用特定治理条款,其价值将会增加,从而使股东所有者受益。

(2) 信义义务

公司法保护所有者的主要方式也许是规定公司董事的信义义务。经理和董事对公司股票的所有者负有勤勉义务和忠实义务。^[140] 这些职责保护股东所有者免受不代理行为降低公司价值的影响。相比之下,购买股票的投资者无须通过信义义务来获取保护,因为他们还不容易受到经理行为的影响。

违反信义义务的行为主要影响的是作为所有者的投资者。现举几个例子:一个信息并不充分的董事会可能会做出对公司股票价值产生负面影响不利的决定。窃取公司资源的经理人可能正在转移属于公司股东所有者的财产。^[141] 如果控股股东企图实施对少数股东利益不公平的并购,则该决定将影响股东的所有者权益。^[142] 当董事无法对公司重大风险实施监督时,公司有可能因这种武断的决策而失败,公司所有者将会看到投资价值的崩塌。相比之下,没有承诺持股的投资者将有机会在任何这些不当行为发布/披露之后,以很大的折扣购买/售卖公司股票。

[139] See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717 (1984), 指出在《1933 年证券法》通过后,股票价格分散下降。Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335 (1999), 指出研究表明强制执行强制披露制度确实提高了市场价格的准确性和有意义的信息量。参见前注 [138], 发现将强制披露延伸到柜台交易的股票大幅降低了其波动性。

[140] See *Stone ex rel. AmSouth Bancorporation v. Ritter*, 911 A. 2d 362 (Del. 2006), 讨论了注意义务与忠实义务。

[141] 另一种可能性是他们出售公司的所有资产,这是一个由法院称为“股东保护法”所规范的过程。U. S. Bank Nat'l Ass'n v. Angeion Corp., 615 N. W. 2d 425 (Minn. 2000)。

[142] 在特拉华州,针对这种情况的补救措施将来自 *Weinberger v. UOP, Inc.*, 493 A. 2d 701 (Del. 1983) 案本案的意义在于对少数股东的保护。See *Bershad v. Curtiss - Wright Corp.*, 535 A. 2d 840 (Del. 1987) (认为 *Weinberger* 案的主旨是保护那些受到不公平因素损害的少数股东的权利。另一种补救措施将来自异议股东评估权,据称这是为了保护少数股东免受不公平待遇。Casey v. Brennan, 801 A. 2d 245 (N. J. 2002); See also *McMinn v. MBF Operating Acquisition Corp.*, 164 P. 3d 41 (N. M. 2007)。

对这种不当行为的主要法律补救措施是旨在保护所有者权益的衍生诉讼制度。只有现任股东才可以提起衍生诉讼,^[143]并且必须在诉讼结束前保持股东身份。^[144]换句话说,先前或潜在的股东(交易投资者)对违反信义义务的行为不能以此获取补救。衍生诉讼中的任何金钱补偿都支付给公司而非起诉人。^[145]因此,违反信义义务的救济对公司所有股东均有好处。此外,董事会有权在不利于股东利益的前提下终止衍生诉讼。^[146]对于不满的股东轻率起诉或减少企业价值的情况下,董事会有权保护其他股东不承担这些诉讼费用。

(3) 公司法中的信息披露

如前所述,公司法和证券法都要求在各种情况下进行信息披露。这两个法律领域之间的区别不在于是否存在信息披露,而是在于当公司法要求披露时,它主要通过向股东所有者提供他们做出治理决定所需的信息以完成此项要求。

例如,经理和多数股东对小股东的压制就是公司法上的信息披露问题。当经理要求批准与该公司签订的关联交易时,公司法通常要求董事会披露或股东知情这一重要事实。^[147]此要求保护股东免于输送股东价值的董事的损害。另一个值得关注的领域发生在当控制董事会的大股东寻求通过兼并来挤出少数股东所有者的场合。在特拉华州,公司法规定了向少数股东披露要约价格公平的义务。^[148]此外,法院还对欺诈或

[143] See DEL. CODE ANN. tit. 8 § 327.

[144] See *Kramer v. W. Pac. Indus.*, 546 A. 2d 348 (Del. 1988). 拥有维持股东派生诉讼的地位,原告在提起诉讼时必须是在整个诉讼过程中都必须是股东。

[145] See *Joy v. North*, 692 F. 2d 880, 887 (2d Cir. 1982). 由于任何判决结果都作用于公司,因此股东原告最多可以实现其股票价值的升值。

[146] 同上注。

[147] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 144; see also MODEL Bus. CORP. ACT § 8.60, 在存在利益冲突时需强制性信息披露。

[148] See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (1983), 认为没有披露“让少数股东了解多数人讨价还价的必要信息”的重要信息是违反信托义务的。See also *Glassman v. Unocal Expl. Corp.*, 777 A. 2d 242 (Del. 2001), 将信息披露义务扩张至简易并购。

虚假陈述的交易进行审查。^[149]

公司法信息披露的另一个功能是提供与公司交易相关的主要股东所有者的相关信息。在特拉华州,当董事需要股东采取某些行动时,有信义义务在控制权范围内全面公正的披露所有重要信息。^[150]正如一位法官所指出的那样,没有履行这一义务将“违反保护股东的信义义务”。^[151]公司信息披露的内容是根据理性的股东认为是否重要,可能通过如何投票而决定。^[152]虽然股东投票有时要考虑公司估值,但表决权的行使不同于购买或出售股票所做的决定。在行使表决权时,股东不出售其特定股份,而是参与可能导致出售公司的集体决定。

据说,作为制定公司法信息披露规则的先驱^[153]——特拉华州已经认真制定与联邦证券法披露要求不同的法规。首先,失职行为发生的期间内,证券持有人未进行证券买卖,可以由证券持有人提出违反披露义务的信义义务违反之诉。^[154]因此,特拉华州将其与根据 10b-5 规则的欺诈性披露的补救办法相区分,后者根据 Birnbaum 规则,要求原告成为一名交易投资者。另外,特拉华州鲜有关于二级市场交易的欺诈行为的规定。与证券法不同,假设交易商可以在欺诈市场价格扭曲的情况下,

[149] Weinberger, 457 A. 2d at 714; see also Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp., 498 A. 2d 1099 (Del. 1985), 指出在 Weinberger 案的指引下现金出售合并必须没有欺诈或虚假陈述。

[150] Stroud v. Grace, 606 A. 2d 75, 84 (Del. 1992); see also Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del. 1985), 指出在完全坦诚的气氛中披露所有与争议交易密切相关的事实信托义务。

[151] In re InfoUSA, Inc. Sholders Litig., 953 A. 2d 963 (Del. Ch. 2007).

[152] Loudon v. Archer - Daniels - Midland Co., 700 A. 2d 135 (Del. 1997).

[153] Robert Thompson 教授观察到借助进一步规定公司披露事项,特拉华州可以发挥与联邦政府相关的独特作用。See Robert B. Thompson, *Delaware's Disclosure: Moving the Line of Federal - State Corporate Regulation*, 2009 U. ILL. L. REV. 167 (2009). 一项研究表明大量的派生诉讼因信息披露事项而提起。Jessica M. Erickson, *Over litigating Corporate Fraud: An Empirical Examination*, 97 IOWA L. REV. 49 (2011) 发现样本中 90% 的派生案例涉及披露违规行为。Fisch, Griffith, and Solomon 教授认为就规制与并购相关的信息披露而言,联邦证券法比特拉华州公司法效果更佳。Jill E. Fisch etc., *Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: A n Empirical Analysis and a Proposal for Reform*, 93 TEX. L. REV. 557 (2015).

[154] See Malone v. Brincat, 722 A. 2d 5 (Del. 1998) 索赔似乎是由那些没有出售股票的人提出的,因此不会涉及与购买或出售证券有关的联邦证券法。

根据 10b-5 规则提起集体诉讼,^[155] 特拉华州不提供允许交易者对二级市场欺诈进行集体诉讼的程序性机制。^[156] 因此,与联邦证券诉讼相比,公司法披露诉讼不太可能涉及与交易利益相关的欺诈。

(4) 并购

公司法的影响力最有可能表现在当公司被出售或并入另一家公司之时。信义义务保护股东所有者,确保其股票获得公平的价格。这种情况下,可以认为投资者基本上是在进行交易,因为他们将股票出售给第三方。^[157] 然而,鉴于现实中公司法将出售公司的权力授权给董事,关于规制公司出售的法律更好地被归类为保护所有者权益。

在一家上市企业中,投资者不直接选择是否接受收购公司的要约。董事会有权力管理公司,因此代表股东行事以评估对公司的竞价是否充分。^[158] 与其他重大决策一样,当它评估合并时,董事会具有维护股东利益的信义义务。^[159] 投资者不能直接接受公司的要约,而是在董事会随意拒绝接受慷慨报价的情况下,才能行使如选举董事会、提起衍生诉讼的权利。向董事会提出购买公司的要约应与向股东直接提出的收购要约进行区分。这种直接要约要求每名投资者决定是否接受要约。^[160] 当投资者单独作出接受此类要约的决定时,这表示其正在出售股份。如稍后将讨论的那样,联邦法律规定了此类要约,有理由将这种法律视为证

[155] 市场欺诈推定允许原告通过声称他们依赖于市场价格的完整性而不是特定的虚假陈述来满足证券欺诈要求的特定要素。See *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014).

[156] See *Gaffin v. Teledyne, Inc.*, 611 A. 2d 467 (Del. 1992).

[157] See *Vine v. Beneficial Fin. Co.*, 372 F. 2d 627 (2d Cir. 1967), 总结认为挤压式并购中具有起诉权的少数股东是被挤出的卖家。

[158] 如特拉华州公司法将管理公司的权力交给董事会。See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141 (2016). 关于将出售公司的权力配置给董事会的文献, See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*, 55 STAN. L. REV. 791 (2002).

[159] 特拉华州在该领域扮演先锋式角色, See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986); *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

[160] See *Frandsen v. Jensen - Sundquist Agency, Inc.*, 802 F. 2d 941 (7th Cir. 1986), 将股份出售和公司并购描述为相类似的行为。

券法而不是公司法。^[161]

在特拉华州接受了毒丸计划^[162]等收购防御措施的情况下,采用要约收购方式直接购买股票的情况在很大程度上被董事会的交易谈判所取代。许多学者一直批评这一发展,因为它阻碍了企业控制权市场的活跃度。^[163]各州都利用公司法将控制权市场从交易投资者转移到代表股东所有者利益的董事会手中。稍后将讨论这样一个问题,^[164]即关于收购防御的规定是否与交易利益密切相关,以至于存在这样一种情形——此时联邦证券法应该优先于州公司法进行规制。

(5) 债券持有人与公司法

公司法的焦点集中在所有者权益之上,这尤其表现为强调保护股东利益。^[165]其他利益相关者,如债券持有人通常不受公司法的保护。债券持有人也是证券投资者,但与股东不同,他们是公司债权人,而非所有者。因此,除特殊情况,债券持有人不能提起衍生诉讼来挑战减损其投资价值的不端行为。^[166]公司法因此着重于保护股东所有者,而不是普遍保护所有投资者。

与之相反,证券法允许债券持有人根据各类反欺诈条款提起诉讼。^[167]证券法保护各类以股票、债券或者其他证券进行交易的所有投资者。这些交易投资者均对于以公平的价格进行买卖证券存在自身利益。正如股票购买者一样,如果因为欺诈,导致债券购买者所购买的价格不实并遭受损失,那么其可以提起诉讼。债券持有人可以就这些

[161] 见下述四(二)部分。

[162] 有关特拉华州对毒丸计划宽容态度的分析, See Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Toward a Constitutional Review of the Poison Pill*, 114 COLUM. L. REV. 1549 (2014).

[163] 同上注。

[164] 见下述四(二)部分。

[165] See *Malone v. Brincat*, 722 A. 2d 5, 9 (Del. 1998), 指出董事有为股东的利益而管理公司业务的法律責任。

[166] See *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc., v. Gheewalla*, 930 A. 2d 92 (Del. 2007), 当公司具有偿付能力时,信义义务的强制执行可能由其股东提起,股东有权代表公司发起衍生诉讼,因为他们是公司增长和增值的最终受益者。

[167] 债券持有人通常会收到部分证券集体诉讼和解。 See James J. Park, *Bondholders and Securities Class Actions*, 99 MINN. L. REV. 585 (2014).

损失提起 10b-5 规则项下的证券诉讼,但不允许提起派生诉讼。这种对债券持有人的区别对待进一步说明公司法所保护的是所有者利益,而证券法所保护的是交易者利益。

四、联邦公司法之识别

虽然联邦证券法大多保护交易利益,但一些联邦法要素,即使是信息披露的要求,也最好被理解为保护所有者的公司法。^[168] 交易和所有权之间的区别提供了一个比信息披露更好的方法来识别联邦证券法中作为公司法的部分。联邦证券法的某些方面难以分类,因为它们都会影响交易者和所有者权益,但许多方面主要是保护其中的某一类利益。本章表明,一些被认为是证券法的规定实际上是联邦公司法,而其他被认为是公司法的规定可以属于证券法。

(一) 对代理权征集的规制

关于在公司年会上向没有投票的股东征求代理权的规则也许是联邦信息披露的最大例子,涉及保护所有者权益。^[169] 即使委托投票的监管具有证券法的特点,但它是所有者在公司中主张控制权的主要机制,故其最好被归类为公司法。但这个结论并不是让人信服,尤其如果以披露方面做出判断,大多数委托投票规则将是证券法。代理规则主要依靠披露来帮助确保股东投票获得充分告知。^[170] 在将代理权征集监管描述为一种证券监管时,哥伦比亚特区巡回法院强调尽管证券交易法第 14(a)条使用邮件(和其他方式)征求任何代理权违反了证券交易委员会的规章制度,但无争议的是委员会的核心焦点是信息披露。

[168] 也有可能存在不符合条件的条款。例如,披露要求旨在保护利益与我们的规则通常努力实现的经济或投资者保护利益截然不同。See *Conflict Minerals*, 77 Fed. Reg. 56,274,56,335 (Sept. 12, 2012) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 240, 249 and 249b).

[169] 《1934年证券交易法》第14(a)条授权美国证监会出台规则监管上市公司代理权征集。15 U. S. C. § 78n(a) (2012).

[170] See SEC Rule 14a-3(a), 17 C. F. R. § 240.14a-3(a) (2015).

如前所述,一篇文章将不是代理权征集监管的披露规定列为联邦公司法。^[171] 如果对投资者保护做广义理解,那么委托代理规则也属于证券法。^[172] 的确,第 14(a)条明确提到“保护投资者”来描述可以根据该条通过的规则类型。^[173] 委托代理监管由代理声明和股东提案两大规则组成。这些区域主要涉及所有权而不是交易利益。

1. 委托代理规则概述

代理规则的主要要求是,任何征求代理权的人都必须向公司股东做信息披露声明,以便在年度或特别会议投票前可以使用该声明来提醒自己。^[174] 第 14(a)条旨在鼓励“股东自由行使表决权”。^[175] 大多数情况下,股东投票涉及股东对其投资监管这类管理事项。^[176] 典型的年度代理声明包含董事选举和公司管理其他问题的信息。^[177]

该投票信息的真实性受 14a-9 规则的约束,该规则禁止代理声明中的重大错误陈述或遗漏。^[178] 对于欺诈性代理征集的联邦诉讼具有类似于州公司法衍生诉讼的效果。法院暗示公司股票现有所有人可以提

[171] *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F. 2d 406, 410 (D. C. Cir. 1990); see also Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, 111 (1976) (“代理人规则”并没有将代理监管领域排除在国家法之外,而只是规定了公平披露和公平行为的最低条件;超出这些最低限度的条件,就管理层和股东之间的权力分配问题必须由州法律来回答);参见前注[4]、前注[50]。即使证券交易法的代理条款通常被认为主要是作为披露条款而非监管条款。

[172] 参见前注[81]。

[173] 15 U. S. C. § 78n(a)(1) (2012). 最高法院同样指出,虽然第 14(a)条没有具体提及私人诉权,其主要目的之一是保护投资者,这当然意味着必要时可提供司法救济以实现这一结果。JI. *Case Co. v. Borak*, 377 U. S. 426 (1964).

[174] See SEC Rule 14a-3(b), 17 C. F. R. § 240.14a-3(b) (2015).

[175] *Borak*, 377 U. S. at 431 [quoting H. R. REP No. 73-1383, at 14 (1934)].

[176] See Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197 (1999), 第 14(a)条的立法历史表明,国会制定第 14(a)条的目的是要求发行人向其股东提供关于上市公司管理的信息,以便股东能够以充分的信息行使其投票权。See also *SEC v. Transamerica Corp.*, 163 F. 2d 511 (3d Cir. 1947), 指出表决权征集规则有助于确保公司的运作是为了股东的利益而不是经理的利益。

[177] SEC Rule 14a-4(b), 17 C. F. R. § 240.14a-4(b) (2015).

[178] SEC Rule 14a-9, 17 C. F. R. § 240.14a-9 (2015).

出私人诉由来执行 14a-9 规则之规定。^[179] 在这样的诉讼中, 股东所有者不仅可以追回因欺诈性代理征集而遭受的直接损害, 还可以追讨对公司造成的损害。^[180] 只有影响所有权的虚假陈述很重要以至于理性的股东会决定如何投票方面予以考虑, 才满足实质性要求而触发 14a-9 规则下的责任。^[181]

虽然许多代理监管针对的是所有者利益, 但在某些情况下代理征集的信息披露会涉及交易利益。例如, 当董事会决定出售公司时, 股东通常会对交易进行投票。^[182] 这时, 委托投票代理征集信息披露为被收购公司的股东在卖出股份方面提供了评估价格公平所需的信息。这种估值信息可以被描述为与交易决策相关的信息。^[183] 另外, 如前所述, 董事会可以作出决定出售, 股东所有者基本上只是批准该决定。因此即使公司被出售, 委托代理征集监管也可以被描述为公司法。

2. 股东提案权

委托代理征集监管的另一个方面主要涉及股东提案权。连续持有公司有表决权股份一年以上的股东可以将提案纳入征集陈述之中。^[184] 证券交易委员根据“股东为公司所有人, 股东大会是股东的大会而非董事的大会”^[185]

[179] Piper v. Chris - Craft Indus. , 430 U. S. 1 (1977), 指出证券买卖无须根据第 14(e) 条提起诉讼。

[180] Borak, 377 U. S. at 432.

[181] TSC Indus. v. Northway, Inc. , 426 U. S. 438 (1976) [citing Mills v. Electric Auto - Lite Co. , 396 U. S. 375 (1970)].

[182] 美国最高法院在其最早的 10b-5 规则案件之一中认定被合并公司的股东“通过交换旧股票来购买”收购方的股份。SEC v. Nat'l Sec. , Inc. , 393 U. S. 453 (1969).

[183] See Virginia Bankshares v. Sandberg, 501 U. S. 1083, n. 6 (1991).

[184] See SEC Rule 14a-8(b)(1), 17 C. F. R. § 240.14a-8(b)(1) (2015).

[185] Dalia Tsuk Mitchell, *Shareholders as Proxies; The Contours of Shareholder Democracy*, 63 WASH. & LEE L. Rev. 1503 (2006) [quoting Securities and Exchange Commission Proxy Rules, Hearings on HR. 1493, HR. 1821, and HR. 2019 Before the H Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 78th Cong. 183 (1943) (statement of Ganson Purcell, Chairman, Securities and Exchange Commission)]. 一位美国证券交易委员会委员投票反对该规则, 理由是这超出了披露的补救措施, 因此超出了美国证券交易委员会的权力范围。证券交易委员会承认, 该规则已超出披露范围, 但仍致力于仅限于披露原则。78th Cong. 238 (statement of Baldwin B. Bane, Director, Corporation Finance Division, Securities and Exchange Commission).

这一理念,允许这类提案的提出。股东提案属于公司法机制,借此可以提高股东所有者对公司治理关注度。

《多德—弗兰克法》中所谓的薪酬话语权条款是股东提案机制的晚近扩张。^[186] 这些规则要求股东在董事人员的薪酬方面进行定期的咨询投票。^[187] 这并非表征一种全新的联邦法律干涉公司事务的方式,而是可以理解为股东提案的一种形式。像股东提案一样,薪酬话语权给股东一个声音,来说明他们的资金如何用于补偿高管。^[188] 投票的结果也不要求董事会改变其补偿政策。^[189] 另外,与股东提案不同,薪酬话语权不是源自股东倡议,而是法律规定。因此,立法会超越传统股东提出呼求,建立更为激进型的联邦公司法。

(二)收购监管

同委托代理征集监管一样,威廉姆斯法^[190]修改了证券交易法,其通过信息披露增加了关于要约收购的规定从而被认为是一个投资者保护法规。与委托代理征集监管不同的是,威廉姆斯法主要涉及的投资者是交易者而非公司所有者。评论家们认为,威廉姆斯法是联邦公司法,旨在取代各州来实现对收购防御措施的监管,但更好的观点是,威廉姆斯法是证券监管法,而不应该大幅度取代州公司法。

威廉姆斯法以两种方式监控收购。一是信息披露要求:当投资者(a)累积拥有公司5%以上的股份时^[191]或(b)作出收购要约,如果收购完成将导致其拥有公司5%或以上的股份。^[192] 这类交易往往旨在控制目标公司。二是制定了监管要约收购的程序规则。^[193] 这样的规则通常设法防止强制性要约收购——股东们不得不接受要约,原因在于担心收

[186] See Securities Exchange Act § 14A, 15 U. S. C. § 78n (2012).

[187] 同上注。

[188] 这项法律的目的是股东需要在公司治理中发挥更大的发言权。S. REP. No. 111 - 176, at 35 (2010).

[189] Securities Exchange Act § 14A(c)(1), 15 U. S. C. § 78n-1(c)(1) (2012), 指出薪酬话语权并不能推翻董事的任何决定。

[190] Williams Act, Pub. L. No. 90 - 439, 82 Stat. 455 (1968).

[191] See Securities Exchange Act 1934 § 13(d), 15 U. S. C. § 78m (2012).

[192] 同上注, § 14(d), 15 U. S. C. § 78n.

[193] CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U. S. 69 (1987).

购方获得公司控制权后,其所出的报价将会缩水。

法院和议会都认为威廉姆斯法的重点在于投资者保护。^[194] 但是其保护的是什么样的投资者利益呢? 至少在要约收购方面,着重点是交易利益。正如最高法院所指出,要约收购付度的是将股东持有的股票转给第三人,并不涉及目标公司的内部事务。^[195] 由于缺少经理的干预,投资者可以自行决定是否接受要约收购,而信息披露则向其提供信息来决定报价是否公平。^[196] 此外,要约收购要求的各种程序规则兼具同样目标,确保投资者不会以不公平的价格被强制收购。正如一家法院所指出,威廉姆斯法旨在规范的活动的显著特征就是对股东施加压力,使其作出仓促而不客观的出售其股份的决定。^[197]

当投资者累积拥有超过5%以上的公司股票时,信息披露要求就很难单纯的表征为纯粹影响交易利益。一方面,这种信息披露为市场提供

[194] 美国最高法院曾表示:立法历史显示,威廉姆斯法的唯一目的是保护面临要约收购的投资者。Piper v. Chris - Craft Indus., Inc., 430 U. S. 1 (1977); see also Edgar v. Mite Corp., 457 U. S. 624 (1982), 得出结论毫无疑问在通过威廉姆斯法中国会打算保护投资者。

[195] Edgar, 457 U. S. at 645; see also Richard A. Booth, *The Problem With Federal Tender Offer Law*, 77 CAL. L. REV. 707 (1989), 与代理权征集相比,要约收购更具交易属性。参见前注[51]。很有可能将投标报价视为简单的证券交易,即将其主要特征描述为仅仅涉及个人股东决定出售或拒绝出售其股票给潜在买家的决定。因此,在挤压式并购中,如果控股股东寻求购买少数股份,则标准根据是否提出要约收购而有所不同。当交易通过合并发生时,少数股东受到整个公平标准的保护,该标准承认董事会存在利益冲突,可能难以代表少数股东的利益。See Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. Supr. 1983); see also Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freeze outs*, 87 YALE L. J. 1354 (1978). 顾名思义,挤压式并购是强制性的:即使收到的价格可能低于他们分配给这些股票的价值,但中小股东受限于多数人的规则,不得不接受现金或债务换取普通股。James Vorenberg, *Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 Harv. L. Rev. 1189 (1964) 指出,在挤压式并购的情况下,是控股股东而非股东本人来决定何时出售其股票。相比之下,当控股股东要约收购时,小股东并没有得到完整的公平保护,因为控股股东作出决定接受自身的提议。See Solomon v. Pathe Comm., 672 A. 2d 35 (Del. 1996).

[196] See BNS Inc. v. Koppers Co., 683 F. Supp. 458 (D. Del. 1988), 威廉姆斯法的信息披露要求是给股东足够的、公允的信息以选择是否接受收购要约。

[197] Panter v. Marshall Field & Co., 646 F. 2d 271 (7th Cir. 1981). See also Schreiber v. Burlington N., Inc., 472 U. S. 1 (1985).

了有用的信息,因为公司大量股权的积累可以表明公司股票价值被低估。^[198]另一方面,此信息披露要求也使董事保持警惕,接管收购可能即将来临,让他们制定防御性措施以作回应。威廉姆斯法的这个早期预警功能可以说是通过帮助巩固公司董事的地位来对公司治理产生影响。

因为它涉及董事和某些股东之间的权力平衡,所以威廉姆斯法是否广泛地规范了重要的公司法反收购内容是值得思考的。在 *Edgar v. Mite* 案^[199]中,三名法官认定威廉姆斯法优位于伊利诺伊州的法规,部分原因是董事可以利用其无限期地延期接受收购要约。这些法官认为,威廉姆斯法提供了一个董事和收购者之间的中立政策,允许管理人员无限期地阻止收购要约将破坏此种平衡。^[200]被质疑的伊利诺伊州法律将违反这一原则,因为它允许管理层援引一项规定,要求州秘书就报价的实质性公平举行听证会,^[201]这本质上使收购活动停止。援引此项精神,一些下级法院随后将威廉姆斯法解读为要求收购防御措施使要约收购提供有意义的成功机会。^[202]一些学者曾经提出这一原则,认为威廉姆斯法优先于各州反收购和防御措施立法。^[203]

与其他企图制定联邦公司法的尝试一样,对威廉姆斯法的广泛解读植根于法院把该法描述为“投资者保护的联邦政策”。^[204]少数人认为该法的中立性表明了对保护投资者的关切,使其免于董事无限期地挫败收购活动。这样的解读将威廉姆斯法看成了联邦公司法。

根据本文的分析方法,威廉姆斯法排挤州反收购和防御措施的例证并不充分。关于威廉姆斯法,投资者保护最好被限缩定义为保护交易投资者而不是广泛保护股东所有者接受要约收购的权利。这一点是由史

[198] 同前注[22]。但是收购法规虽然涉及股票交易规范管理控制市场,即使在各州层面,他们都甚至可能成为垄断市场的工具。

[199] 457 U. S. 624 (1982)。

[200] 同上注。

[201] 同上注。

[202] 同上注。

[203] 同上注。认为特拉华州的法律允许无限期使用毒药丸以防止接受要约收购。See Guhan Subramanian etc. , *Is Delaware's Anti takeover Statute Unconstitutional? Evidence From 1988 - 2008*, 65 BUS. LAW. 685 (2010), 认为特拉华州的反收购法规不会给收购人一个有效的成功机会。

[204] *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 481 U. S. 69 (1987)。

蒂文斯法官在 *Edgar v. Mite* 案所表露,他赞同少数人的看法,表示威廉姆斯法中立政策优先于州反收购法。^[205] 虽然该法本身是中立的,但该法并不要求州法中立的对待与董事人员和股东之间的关系。该法中的任何规定均不排除各州向董事分配或多或少的要约收购的权限。^[206] 因此,这并不影响州公司法规定保护股东所有者从董事处获得保护程度。^[207] 鲍威尔法官在之后的法院意见中扩大了这一观点,在后来的 *CTS Corp. v. Dynamics Corp.* 案^[208] 中,指出少数人对威廉姆斯法的看法是不可行的,因为它会抢占影响股东和经理之间关系的州公司法之规定。^[209] 尚无明确证据表明威廉姆斯法旨在创造如此多的联邦公司法,故其应被视为不抢占州反收购法的证券法。

(三) 强制信息披露

如前所述,州公司法中普遍存在信息披露规则。这些规则保护股东免于董事或大股东的侵害。联邦证券法越来越多地要求披露,主要是保护所有权利益而非交易利益。故这种披露最好被描述为联邦公司法。

1. 信息披露与公司治理

证券法赋予美国证券交易委员会广泛的权力,可要求公司披露任何“为公共利益或为保护投资者而需要或适当”的信息。^[210] 因此,美国证券交易委员会经常被鼓励使用信息披露来改革公司治理。有时,尽管信息披露可能会对公司行为产生一些间接影响,但委员会不能仅以此为目的而要求信息披露。^[211]

最近,委员会为保护股东所有者越来越强调信息披露的作用。这种

[205] *Edgar v. Mite Corp.*, 457 U. S. 624, 647-48 (1982), Stevens 法官参与了部分判决。

[206] 同上注。

[207] See Roberta Romano, *Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes*, 61 *FORDHAM L. REV.* 843 (1993).

[208] 481 U. S. 69 (1987).

[209] *CTS Corp.*, 481 U. S. at 85-87.

[210] See Securities Act of 1933 § 7, 15 U. S. C. § 77g (2012); Securities Exchange Act of 1934 § 12(b), 15 U. S. C. § 781 (2012).

[211] Commission Conclusions and Rule making Proposals, Securities Release No. 5627, 8 SEC Docket 73, 1975 WL 160503, at * 8 (Oct. 14, 1975); See also Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 534 (3d ed. 2003), 指出证监会对公司治理争论的回应非常有限。

公司治理监管因对投资者保护的广泛解读而被证明是合理的。例如,《多德—弗兰克法》中有关于董事薪酬的披露规定,其中薪酬内容多年来已经是信息披露事项,^[212]但《多德—弗兰克法》力求产生更积极的影响。该法要求披露有关公司高管薪酬与绩效之间的关系,^[213]以及披露所有中层员工薪酬与首席执行官薪酬之间的比例。^[214]

虽然这些新规在披露方面有所突破,并包含在联邦证券法中,但它本质上是在旨在保护所有者的公司法。从立法沿革上看,这些规定被称为“旨在解决股东权利和董事薪酬的做法”。^[215]美国证券交易委员会规定这些条款的主要理由在于股东所有者决定投票的信息。^[216]美国参议院的报告描述了这样的改革,即保护投资者防止公司经理过度冒险。^[217]加强高管薪酬披露的学者主张,这一政策的主要目标并非对公司的证券实现精准定价,而是检视那些对高管人员过于有利的安排。^[218]这些努力可能是联邦信息披露性质发生重大变化的开始。信息披露的一些要素一直影响所有者权益。这个新披露规定的不同之处在于,它更积极地呼吁保护所有者,而这成为创建信息披露义务之理由。长此以往,联邦强制性披露规则将走向联邦公司法。

2. 内部控制

联邦证券法关于上市公司内部控制规定的可靠性饱含争议。一些评论家暗示,这种控制是公司治理监管的示例。因为他们无疑施加了实

[212] See Executive Compensation Disclosure, Release No. 6962, 52 SEC Docket 1961, 1992 WL 301259 (Oct. 16, 1992), 对董事薪酬的信息披露规则做了描述。

[213] Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 – 203, § 953 (a), 124 Stat. 1376, 1903 (2010).

[214] 同上注, § 953 (b).

[215] H. R. REP. No. 111 – 517, at 872 (2010) (Conf. Rep.).

[216] Pay Ratio Disclosure, Release Nos. 33 – 9877, 34 – 75610, 60 Fed. Reg. 50, 104, 50, 149 (Aug. 18, 2015) 国会希望通过披露薪酬比率的主要好处是为股东提供公司特定的指标,股东可以用它来作出有关高管薪酬的投票决定。

[217] S. REP. No. 111 – 176, at 35 – 36 (2010).

[218] Lucian Bebchuk & Jesse Fried, *Pay Without Performance* 192 (2004); see also Edward M. Iacobucci, *The Effects of Disclosure on Executive Compensation*, 48 U. TORONTO L. J. 489 (1998), 信息披露的目的被认为是改善高管薪酬治理以及提升公司治理质量。

质性要求,在信息披露的影响下,内部控制看起来像是公司法。^[219] 若仔细审视这些规定,可发现内部控制规则纯粹是联邦公司法这一说法并不准确。这些控制措施旨在防止公司资产转移,同时也有助于确保上市公司发布准确的估值信息。前者的关注与所有权有关,后者则涉及交易。因此,内部控制要求具有公司法和证券法双重要素。如证券交易法第13(b)条所述,内部控制有两个方面:^[220] 一是关于财务报表是否按照会计准则妥当编制。^[221] 该表述涉及定期披露的准确性,这是证券法传统关切之处。二是涉及获取公司资产及责任追究。^[222] 这一规定针对的是公司资产的滥用,这是与公司法更密切相关的问题。

最初,在1977年实施的《反海外腐败法》^[223]中,这些规则就已显现,制定该法的主要原因是对外国官员提供贿赂的企业管理人员转移资产行为的关注。美国证券交易委员会在证明将其修改进证券法的理由中,再次使用了投资者保护这一广泛理念。它将这种规定描述为面向投资者的基本利益,因为公司董事是股东的代理人,有权对委托给公司的资金进行诚实使用并负责任。^[224] 内部控制的合理性说明了公司法主要关心的还是股东所有者之利益。^[225]

相比之下,《萨班斯—奥克斯利法》主要是因对交易投资者的保护而间接推动其对公司内部控制任务进行有争议的改进。^[226] 参议院的报告将《萨班斯—奥克斯利法》改革纳入传统的证券法所关心之事,尤其

[219] See Peter V. Letsou, *The Changing Face of Corporate Governance Regulation in the United States: The Evolving Roles of the Federal and State Governments*, 46 WILLAMETTE L. REV. 149 (2009).

[220] Securities Exchange Act § 13(b), 15 U. S. C. § 78m(b) (2012).

[221] 同上注, § 13(b)(2)(B)(ii), § 78m(b)(2)(B)(ii).

[222] 同上注, § 13(b)(2)(B)(ii) & (iii), § 78m(b)(2)(B)(ii) & (iii).

[223] Foreign Corrupt Practices Act, Pub. L. No. 95-213, 91 Stat. 1494 (1977).

[224] Securities and Exchange Commission, 94th Cong., Rep. On Questionable and Illegal Corporate Payments and Practices 19-20 (Comm. Print 1976).

[225] 特拉华州通过确立董事会的基本职责来监督公司的不法行为从而解决了这个问题。See *Stone ex rel. Am South Bancorporation v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

[226] 现在管理人员需要评估公司内部控制的有效性,审计师必须确认这一评估。See Sarbanes-Oxley Act, § 404, Foreign Corrupt Practices Act, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

是将目标描述为“提高报告质量和增加投资者信心”。^[227] 预防因内部控制缺位而产生的欺诈行为与证券监管的核心密切相关,并非仅是预防外部贿赂行为。^[228] 同时,制定《萨班斯—奥克斯利法》的主要导火索是安然公司和世通公司等欺诈股东导致的重大损失。^[229] 国会通过法律以解决财务业绩监督和控制程序的效力,二者也是近期公司丑闻频发的原因。^[230] 同时,更强的内部控制可能有助于防止对公司价值的破坏。^[231] 因此,这些控制也可以被理解为保护所有者免受董事非法行为的侵害,这传统上是公司法所关心的事项。^[232] 那些要求采取措施确保上市公司披露的准确性,规范内部控制的规范位于公司法和证券法之间的边界之上,毕竟这些规定对交易者和所有者都有好处。

(四)借助交易所上市要求实现对董事的监管

《萨班斯—奥克斯利法》和《多德—弗兰克法》都形塑了上市公司的董事会。这些改革已借助联邦证券法修正案实施,要求证券交易所遵守某些上市规定。一方面,董事会改革主要是为了保护股东免受管理层权力过度扩张的影响。另一方面,由于上市规定决定了哪些公司可以在最

[227] S. REP. No. 107 - 205, at 31 (2002); see also John C. Coates IV, Cost - Benefit Analysis of Financial Regulation; Case Studies and Implications, 124 YALE L. J. 882 (2015).

[228] 美国证券交易委员会制定内部控制范围的规则似乎侧重于与交易利益相关的信息。美国证券交易委员会 13a - 15 规则涉及两种类型的内部控制:(1)披露控制和程序;(2)财务报告的内部控制。See 17 C. F. R. 240.13a - 15 (2015).

[229] See *Small v. Fritz Cos.*, 65 P. 3d 1255 (Cal. 2003), 安然公司的证券持有人遭受重大损失。一段时间以来,证券持有人可以根据州法律采取集体诉讼,但国会却抢占了这种行动。See *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Dabit*, 547 U. S. 71 (2006). 认为所有权诉讼与交易诉讼有所不同。See *Amanda M. Rose, Life After SLUSA: What Is the Fate of Holding Claims?*, 69 DEF. COUNS. J. 455 (2002), 相比之下持有型诉讼不涉及交易成分。相反,他们关注股东与公司之间的静态关系,这是一种在美国历史上由州法律一贯定义的实质关系。

[230] S. REP. No. 107 - 205, at 23 (2002).

[231] 尽管正如 Donald Langevoort 教授所指出的那样,但在实施内部控制时,成本主要由股东承担,而这些股东可能并不认为这些成本是合理的。See Donald C. Langevoort, *Internal Controls After Sarbanes - Oxley: Revisiting Corporate Law's "Duty of Care as Responsibility for Systems"*, 31 J. CORP. L. 949 (2006).

[232] *Stone ex rel. AmSouth Bancorporation v. Ritter*, 911 A. 2d 362 (Del. 2006), 认为董事会有责任通过建立内部控制体系来满足监督。

流动的公开市场上进行交易,所以这些规定也可以指向交易利益。

最近两次金融危机过后,国会通过法规要求特定董事委员会具备独立性。《萨班斯—奥克斯利法》要求证券交易所制定规则来要求所有在交易所交易的公司都具备由独立董事所组成的审计委员会。^[233] 在此先例基础上,《多德—弗兰克法》要求所有上市公司的薪酬委员会的董事都是独立的。^[234] 其还寻求鼓励董事会具备独立性,要求对于公司 CEO 是否也可以担任董事长的政策进行解释。^[235]

之所以呼吁设立独立董事会,是因为其可以保护股东免受董事自利行为的制约,这一目标属于公司法范畴。长期以来,增加独立董事人数一直被视为是提高董事会代表股东监督公司经理的重要举措。^[236] 与联邦公司法的其他领域一样,威廉·道格拉斯等改革家主张对投资者保护进行广泛解读,鼓励实现联邦对董事会的监管。^[237] 美国证券交易委员会早已发现,董事会独立性对投资者的保护至关重要。^[238] 虽然董事会改革成为公司法的核心,但鉴于这些要求隶属公司上市规则的一部分,很难得出结论说其与交易完全无关。^[239] 交易所扶植有序的证券市场以促进投资者交易,故只有符合某些上市规定的合格发行人才能在交易所

[233] See Sarbanes – Oxley Act, § 301, Pub. L. No. 107 – 204, 116 Stat. 745 (2002); 17 C. F. R. § 240.10A – 3 (2015).

[234] Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 – 203, § 952, 124 Stat. 1376, 1900 (2010); 17 C. F. R. § 240.10C – 1(b)(1) (2015).

[235] Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111 – 203, § 972, 124 Stat. 1376, 1915 (2010).

[236] 参见前注[171]; see also 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 (2007), 指出更具信息量的股票价格使独立董事能够监督公司。

[237] See William Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, 47 HARV. L. REV. 1305 (1934); see also Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009), 认为在董事会或某些关键委员会任职的独立董事可以加强投资者保护。

[238] 同前注[50]。See also SEC v. Mattel, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94, 807 (Oct. 1, 1974), 要求公司聘请两名独立董事作为证券欺诈的补救措施。

[239] SEC 一直有权管理纽约证券交易所等证券交易所。Securities Exchange Act of 1934, § 6(a), 15 U. S. C. § 78f(a) (2012).

进行交易。^[240] 上市要求通过剔除那些不值得交易的公司来保护投资者。^[241] 其中至少有一些与董事会相关的上市要求可以正确地被视为筛选合格的上市公司。纽约证券交易所要求,每个上市公司都应遵循旨在维护适当的企业责任,诚信和责任追究标准的做法。^[242] 另外,这些上市规定可能有助于规范几乎所有公司治理事项。^[243]

在确定提出公司治理要求的上市规定属于证券法还是公司法时,先前问题应该是这些规定是否实质上提高了证券质量。尽管说对这一问题的检视已经超出了本文的范围,但是对《萨班斯—奥克斯利法》和《多德—弗兰克法》的董事会改革方略进行的讨论仍富有启发性。《萨班斯—奥克斯利法》独立的审计委员会条款可帮助确保证券的估值质量,通过降低经理影响审计的能力,从而提高审计的客观性。相比之下,《多德—弗兰克法》对独立薪酬委员会的要求比较难归类于确保监管质量这一范畴。目前尚不清楚薪酬数额是否将显著影响公司估值。因此,虽然一些董事会改革可以说彰显证券法属性,但其他董事会改革更具有公司法属性。

五、双层监管体系的基础

随着投资者保护争论的发展,联邦证券法和州公司法的长期双重体

[240] 例如,在上市时,上市公司必须有一个最低市值以在纽约证券交易所上市交易。New York Stock Exchange, Listed Company Manual, § 102.01B (last amended Oct. 18, 2012); § 802.01B (last amended Dec. 9, 2013), <http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections> <https://perma.cc/6Y28-JD48>.

[241] 据纽约证券交易所称,上市在国际上被公认为是一家上市公司已经在其行业中达到了成熟和一流的地位。See also *Van Gemert v. Boeing Co.*, 520 F.2d 1373 (2d Cir. 1975), 一家公司必须符合一定的金融稳定性、声望和公平披露的资格,才能被该上市所接受,这对公司证券的出售有利。KRAAKMAN 等,同前注[16],第 289 页。认为上市要求通过筛选交易公司的质量来保护投资者。

[242] 同前注[240], § 301.00.

[243] Comment, *Stock Exchange Listing Agreements as a Vehicle for Corporate Governance*, 129 U. PA. L. REV. 1427 (1981), 通过要求上市公司遵守协议中的各项规定和保留条款,证券交易所可以有效地管理公司内部事务的各个方面。

系正逐步走向统一的联邦监管。^[244] 通过区分公司法和证券法所关注的投资者类型的不同,本文为维护上市公司的两个监管源奠定了基础。^[245] 第一部分论证认为,证券法是统一性和强制性的,因为它集中于一个明确的政策目标——促进交易投资者的估值。第二部分认为公司法由多种规则组成,因为不同时间范围内的所有者各异,这使确定一个不会使一类股东优先于另一类股东的政策变得愈发困难。

(一) 对交易投资者的统一保护

证券法促进公允价值来保护交易时的投资者。证券法是强制性和统一性的,因为存在这样一个共识——当市场公平时,交易者会受益,国家监管也会创造价值。

1. 公平估值

为使市场发挥作用,投资者必须有信心以公平的价格交易。作为购买者,投资者想知道他所付的价格是否合理并反映公司的前景。作为卖方,证券持有者需要一定的保证,确保获得证券的公平卖价。虽然这看似难以捉摸,但证券价格的完整性是投资者在交易时普遍关注的,并将他们联系起来。但这并不是说在特定时间点,交易投资者不愿意市场失真,以达到对自己有力的优势。买家和卖家本身的利益相互冲突,当购买股票时,买方希望支付最低的价格,而卖方则希望获得最高价格。各方投资者希望在有利于他们的方向上实现价格失真。但是,如果价格在一个方向有针对性的扭曲,那么处于弱势的一方就将选择不再交易。^[246] 为使交易频繁发生,交易投资者必须相信估值是合理的。故,买方和卖

[244] See Eric L. Talley, *Corporate Inversions and the unbundling of Regulatory Competition*, 101 VA. L. Rev. 1649 (2015).

[245] Alison Grey Anderson, *The Meaning of Federalism: Interpreting the Securities Exchange Act of 1934*, 70 VA. L. Rev. 813 (1984).

[246] See Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979), 国会认为不公平的信息优势会阻止公众投资者进入市场。

方都有兴趣创造投资者愿意交易的具有公允估值的市场。^[247] 因此,公平估值是一个中立的政策目标,即在交易时将投资者联合起来。当市场可靠地反映上市公司的基本信息时,这一目标就可实现。有共识认为,美国股市表现出某种形式的市场效率,部分原因是法律政策促成了估值的有效性。^[248]

2. 联邦证券法

由于交易投资者对公允价值具有共同利益,故证券法以联邦法所提供的国家监管形式而被执行。当基本政策目标明确时,单一规则体系可以有效地建立监管基准。一个强制性规则体系有助于确保规则得到一致执行。将信息披露、反欺诈和市场监管留给州法可能导致政策变得各式各样,联邦证券法则为寻求公平市场的投资者提供了确定性。

统一性对于旨在鼓励公允估值的法律体系而言尤为重要。当交易投资者可以轻松地不同的公司间作出比较时,这会促进证券估值过程的推进。如果上市公司不受单一强制性证券法的管辖,那么投资者不得不在不同的法律制度间做出调整。由于提供相类似的信息,投资者可以更轻松地实现对公司的评估,故联邦证券法规包含一个基本的披露模板用来进行比较。诸如《萨班斯—奥克斯利法》等最近的努力使上市公司信息的生产标准化足以用来促进估值。^[249] 联邦的反欺诈规则激励所有发行人遵守强制性信息披露规则。

近几十年来,许多目标旨在进一步推进证券监管方面的一致性的法规获得通过。1964年证券交易法修正案将强制性信息披露规则适用于场外交易的证券,在这之前其仅限于交易所股票交易的证券。^[250] 故

[247] Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. Rev. 611 (1995). 长期投资者可能对确切的价格不那么敏感,因为他期望长期保持安全。股价曲线观察家甚至借助过去的模式预测预测价格很快会上涨。See Alfred Rappaport, *The Economics of Short-term Performance Obsession*, 61 FIN. ANALYSTS J. 65 (2005), 描绘了投资战略分析技术。其他投资者可能会非常重视非经济因素来选择投资,如社会责任。尽管如此,当证券大致以公平价格交易时,大多数投资者都会受益。

[248] See *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014).

[249] Sarbanes - Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107 - 204, § 404, 116 Stat. 745, 789.

[250] Securities Acts Amendments of 1964, Pub. L. No. 88 - 467, 78 Stat. 565 (1964).

1975 年对证券法的修改旨在为证券交易创造一个国内市场体系。^[251] 1995 年私人证券诉讼改革法规定了联邦证券集体诉讼的统一标准。^[252] 1996 年国家证券市场改善法优先于各州证券监管的蓝天法而规制那些在国内市场发生的证券交易。^[253] 1998 年证券诉讼统一标准法旨在确立国内证券诉讼涉及国内交易证券的国家标准……^[254] 这些法律法规强化了长期以来所形成的对有关交易市场规则统一化的共识。

一些评论家认为,证券监管将受益于更多样化的变革。某些信息披露要求可能太过沉重,故希望发行人享有就证券法规定的披露事项的选择权。^[255] 正如发行人可以选择哪个州的公司法管辖其内部事务一样,发行人可以选择哪个司法管辖来承担证券监管义务。管辖区将有动力提供一套最佳的证券法来说服发行人选择其法律。由于管辖区会竞争吸引发行人,结果是可能导致对大多数发行人监管呈现出“朝顶竞争”的态势,大多数发行人将选择拥有最有效的证券法的管辖区。

这些建议强调了交易投资者间的紧张关系,后者希望证券监管促进估值,而发行人必须遵守这些规则。上市公司必须支付信息披露费用,而这些费用最终却又由股东所有者承担。解决这个紧张局势超出本文的探讨范围,但值得注意的是,本文提供了一种缩小信息披露范围的适度方式。导致信息披露成本增加的重要来源是联邦证券法增加了关于公司治理的规定。借助更准确地界定公司法和证券法之间的区别,本文为抵制联邦公司法提供了依据。专注于交易投资者利益的强制性信息披露制度将减少监管竞争所引发的成本与负担。

[251] Securities Acts Amendments of 1975, Pub. L. No. 94 - 29, 89 Stat. 97 (1975).

[252] Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104 - 67, 109 Stat. 737 (1995).

[253] National Securities Markets Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104 - 290, § 102, 110 Stat. 3416 (1996).

[254] Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. No. 105 - 353, § 2(5), 112 Stat. 3227, 3227 (1998).

[255] See Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, 71 S. CAL. L. REV. 903 (1998), 认为发行人会通过选择不同的监管体系。同前注[26], 预测如果各州监管证券法, 特拉华州将提供监管, 以最大限度地减少发行人的成本。

(二)对于所有者的多样保护

公司法试图进一步提高股东所有者的多样利益,所以在公司目标方面缺乏更少的一致性。由于股东所有者的投资时间可能大有不同,故灵活多样的公司法可实现长期和短期股东间利益的平衡。

1. 股东利益的分野

投资者在不同阶段的投资偏好存在较大差异。虽然交易涉及特定时间点买入或卖出的决定,但股权的转换具有连续性。股东在持有股权的时间长短方面有显著差异,根据他们持股时间不同,股东在公司治理方面也有着不同的偏好。^[256] Stephen M. Bainbridge 教授和 Iman Anabtawi 教授都曾认为,在时间视野内股东是不同的,这使得难以确定一个统一的股东利益。^[257] 若想精确地列出股东偏好这将不切实际,但仍存在进行大致概括的可能性。如机构投资者代表那些退休的股东进行投资,其往往是长期的。对冲基金寻求市场快速增长,其往往是短期的。有证据表明,近年来股份平均持有期已经下降,^[258]但总是会有大量投资者在一段较长的时间内持有股份。

公司法的主要目标通常被认为是股东财富最大化,但由于股东存在长期和短期之分,财富最大化并不能完全统一其利益。^[259] 短期和长期

[256] 通常将这种冲突被描述为股东和管理者之间的冲突。正如爱德华洛克教授所指出的,公司在特拉华州注册成立是因为它的法律和法院在争取股东和管理者之间的平衡方面比其他任何司法管辖区做得更好。Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder - Centric Reality*, 161 U. PA. L. Rev. 1907 (2013); see also Marx v. Akers, 666 N. E. 2d 1034, 1037 (N. Y. 1996), 指出派生诉讼制度平衡了股东与董事之间的利益。

[257] See Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. REV. 561 (2006), 股东在预期持有期间的异质性可能导致股东对公司决策的偏好存在差异。Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV. 1735 (2006), 股东的投资时间范围可能会从短期投机到长期买入和持有策略有所不同,这可能会导致对公司战略的分歧。See also K. J. Martijn Cremers & Simone M. Sepe, *The Shareholder Value of Empowered Boards*, 68 STAN. L. REV. 67 (2016), 总结了关于股东分歧的财务文献。

[258] See Mark J. Roe, *Corporate Short Termism In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 Bus. Law. 977 (2013).

[259] 如果市场总是基本上有效,那么短期和长期股东之间不会有冲突。因此,这个论点取决于市场不总是从根本上有效这一观点。

股东的目标经常是冲突的,^[260]短期股东理性地喜欢公司在快速的时间内寻求更高的股价,他们不太可能顺从公司现任董事的策略。长期股东并不关心即时业绩,而是希望在未来几年实现收益最大化。因此,他们可能比短期股东给予董事更多的尊重或者更多的时间来实施他们的策略。许多学者认为,短期和长期利益之间存在一个此消彼长的态势,因为对短期的过度关注会损害公司的长期战略。^[261]与使用公允估值来调解买卖双方权益的证券监管不同,尚无一項单一法则来解决短期股东和长期股东之间的紧张关系。

从表面看来,法律应该总是有利于长期利益而非短期利益。很难下结论说公司法不应该寻求在长时间范围内实现公司价值最大化增长。^[262]但对短期结果的追求是否会损害长期的业绩这一事实尚未清楚。事实上,如果无能的管理团体对股东利益没有反应,那么短期行为主义就可能是必要的。^[263]长期政策的执行可能难以评估,短期投资者的压力可以帮助确保管理人员对有效执行这些政策负责。短期股东和长期股东之间存在紧张关系,但并不显而易见的是,法律应该总是支持一组股东。

此外,虽然有一些共识认为促进公允价值的监管增加了社会福利,

[260] See Thomas Lee Hazen, *The Short-term/Long-term Dichotomy and Investment Theory: Implications for Securities Market Regulation and for Corporate Law*, 70 N. C. L. REV. 137 (1991), 尽管短期和长期利益并不总是分歧,但它们大多数时间处于冲突状态。

[261] See Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for Favoring Long-term Shareholders*, 124 YALE L. J. 1554 (2015), 每种类型的股东都希望经理人能够最大限度地向自己的集团支付利益,即使这些步骤可能会减少整体财富的大小。Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101 (1979). 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), 认为机构投资者的短期视野与客户的长期目标相冲突。

[262] 一些判例法反映了长期增长应该成为公司法最终目标的观点。See *In re Trados Inc. Sholder Litig.*, 73 A. 3d 17 (Del. Ch. 2013); *Katz v. Oak Indus.*, 508 A. 2d 873 (Del. Ch. 1986); *SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968)。

[263] See Lucian A. Bebchuk, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637 (2013), 回应股东提出的将董事与股东相隔开来改善公司长期价值的论点。参见前注[258],来自投资者的短期主义压力证明此种隔离是有效的。

但公司治理措施是否增加了股东财富则更为难以衡量。虽然研究发现某些治理规定与企业绩效之间存在联系,^[264]但其他研究尚未发现这种联系。^[265]尚不清楚是特定治理措施是提高公司价值,还是表现良好的公司更有可能实施这些措施。^[266]因此,尚未有证据明确表明统一的公司治理政策可以显著地惠及股东所有者。^[267]

2. 多样性与州公司法

与证券法相比,公司法必须满足不同甚至有时利益相互冲突的股东的需求。因此,当下公司法结构采用了多样性的州法监管,这比联邦证券法的统一强制制度更加灵活。由州来制定公司法的这种体系允许各州在短期股东和长期股东的利益之间取得不同的平衡进行尝试。

公司法往往被认为是赋权性的而非强制性的。换言之,公司法规则是灵活的——公司对于他们采用哪些规则有一定的选择权。股东利益的多样性增加了公司法律问题的复杂性,统一的规则不适合解决这些问题。与股东有关的强制性规则可能存在问题——因为他们可能不公平地偏爱着某一类股东。因此,公司法应该为法院和公司腾出空间,以平衡股东所有者的不同利益。公司法的大部分灵活性来自可以根据情境适用不同的解释标准。以往的文献对公司法的这种不确定性感到困惑,指出这种不确定性增加了交易成本。^[268]一个突出的解释是不确定性对法院和律师等利益集团的影响,后者可以从需要解释的模糊的法律标准

[264] See Paul Gompers etc., *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 QJ. ECON. 107 (2003), 发现在 20 世纪 90 年代,拥有强大股东权利的公司获得的收益高于股东权利薄弱的公司。

[265] 参见前注[236],将独立董事人数增加与股东利益联系起来的证据充其量也是薄弱的。

[266] 参见前注[135],观察到治理和绩效似乎是内生的,这意味着他们的关系是双向的而不是单向的。

[267] 同上注,认为研究的不确定性表明这一点:公司法应该有一个灵活的监管制度,允许公司之间存在充分差异。

[268] See William J. Carney & George B. Shepherd, *The Mystery of Delaware Law's Continuing Success*, 2009 U. ILL. L. REV. 1, 声称诉讼当事人和企图订购其商业事务的人必须在特拉华州处理“混乱的法律”。Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 UCLA L. REV. 1009 (1997), 声称特拉华州的裁决通过丰富详细的好坏行为叙述确立相当精确的标准。

中获取租金。^[269] 他人则认为这种不确定性是特拉华州隐藏其亲管理者主义的一种方式。^[270]

不确定性也可能部分地解释为源于公司法的主要挑战——在不同的时间维度平衡股东利益。公司法律规范允许法官平衡各方利益,但这在不灵活的规则体系下将难以进行。^[271] 特拉华州法官已经注意到个案决策在其公司法体系发展方面的重要性。^[272] 对于公司法如何平衡各方利益的综合探讨最好留给未来,故下面的讨论将借用几个领域的学说来说明这一点。

商业判断规则是各州公司法的共性部分。该规则为公司董事提供了重要保护,使其不会因违反注意义务而承担责任。^[273] 通过给予董事自主决策权,公司法赋予董事平衡长期和短期利益的能力。正如特拉华州最高法院在 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc* 案^[274] 中所述,“商业判断规则妨碍法院试图从事评估长期战略与股东短期投资目标这一活动”。^[275]

另一个例子是在特拉华州关于反收购措施的法律例证。在 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 案^[276] 中,法院进行了广泛的测试来评估收购是否存在对公司的威胁以及公司为应对收购所采取的防御措施的适

[269] See Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998), 企业律师事务所, 特拉华州的司法部门以及一般法律文化都促成了以法官为导向的公司法。Kamar 教授认为特拉华州维持竞争优势的部分原因是其他州难以用完全相同的方式解释不确定的公司法。

[270] See Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition Over Corporate Charters*, 112 YALE LJ. 553 (2002), 特拉华州法律的不确定性有利于经理人而非股东。

[271] See Jill E. Fisch, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, 68 U. CIN. L. REV. 1061 (2000) .

[272] *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A. 2d 914, 939 (Del. 2003) (Veasey, CJ., dissenting), 特拉华州公司法的美妙之处以及它为股东、董事和高级管理人员工作得如此顺利的原因在于:该框架以法院和最高法院法院的一项授权法规为基础,以共同的义务原则为共同原则法律模式。

[273] See *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805 (Del. 1984) .

[274] 571 A. 2d 1140 (Del. 1990) .

[275] 同上注。

[276] 493 A. 2d 946, 955 (Del. 1985) .

当性。^[277] 这样的测试给予董事会自由裁量,不仅要考虑短期股东的利益——最大限度地提高销售价格,而且还要考虑到长期股东和利益相关者的利益。^[278] 在 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc* 案^[279] 中,特拉华州为这一规则创造了一个例外,当公司无法避免被出售的命运时,^[280] 那么董事会须遵循有利于短期投资者愿望的路径。^[281] 在其他情况下,特拉华州已经推迟执行董事的长期战略计划,^[282] 特拉华州与收购法规有关的平衡方法很大程度上是由公司法的不确定性造成的。^[283]

公司法联邦主义的传统观点认为各州之间公司章程的竞争将导致公司法最终实现股东财富最大化。^[284] 在这一背景下,一州应有动力创造良好的公司法来吸引公司在该州设立。随着各州对公司法不同改革,他们将以此种方式得以创新——增设那些创造股东价值的法律。^[285] 有一些证据表明,州的监管增加了股东财富,但这并不确凿。^[286] 其他评论家则认为,各州对公司法的监管提供了一个更为温和的目标供不同需求的公司作出监管选择。^[287] 股东利益的多样性表明提供不同体系的公司法律制度是可取的。有些州可能会偏好管理层而忽视股东,实质上选

[277] 同上注。很多其他州都确立了商业判断规则。参见前注[268]。

[278] *Unocal Corp.*, 493 A. 2d at 955; Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 New. U. L. REV. 521 (2002), 注意到特拉华州的法律赋予公司考虑各种利益的酌情权。Martin Lipton, *Pills, Polls, and Professors Redux*, 69 U. CHI. L. REV. 1037 (2002), 认为董事应该有能力和考虑股东的利益相关者和长期利益。

[279] 506 A. 2d 173 (Del. 1986)。

[280] 同上注。

[281] 参见前注[260], 指出 *Revlon* 案支持了股东短期利益优于长期利益。

[282] *See Paramount Commc'ns, Inc.*, 571 A. 2d at 1154。

[283] 同上注。将过分强调长期与短期公司战略描述为不明智的, 长期与短期价值的问题在很大程度上无关紧要, 因为董事通常有义务为公司制定符合其最佳利益的程序而非考虑固定投资期限。

[284] 参见前注[22], 就股东与公司的关系而言, 竞争性法律体系应该趋于最优化。

[285] *See Roberta Romano, The States as a Laboratory: Legal Innovation and State Competition for Corporate Charters*, 23 YALE J. REG. 209 (2006)。

[286] 同前注[25]、前注[136]。

[287] *See Barry D. Baysinger & Henry N. Butler, Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law*, 10 J. CORP. L. 431 (1985)。

择长期主义而忽视短期主义。其他州则可能寻求二者平衡而非赞成特定利益。如果没有明确的证据表明这种多样性为州法对公司法的监管提升股东价值提供额外的论据,那么在哪些政策最优尚不确定的情况下,允许不同州选择反映当地选民价值观的各种政策就是有意义的。

各州反收购法的变化也是多样性的另一例证。^[288] 各州的反收购立法存在差异,这使敌意收购者难以在没有董事会同意的情况下获得公司控制权。^[289] 收购要约是长期股东和短期股东利益冲突的重要表现。短期股东喜欢弱式收购监管,从而可以很容易地接受任何溢价的收购要约。长期股东则更喜欢强式反收购保护措施,因为他们更愿意遵守管理层的计划。故此,一些州如马萨诸塞州、俄亥俄州和宾夕法尼亚州都有很强的反收购立法;^[290] 其他州如加利福尼亚州则没有反收购立法;^[291] 一些州,如特拉华州据说有中等强度的反收购立法。^[292]

多样化的监管使公司股东们既可以对管理人员立即施加压力,又可向公司施加压力寻求长期增长。即使那些坚称不存在公司章程竞争的人也应该同意,各州有不同的方法来平衡长期股东和短期股东的利益。通过提供这样的选择,各州对公司法的监管减少了一类股东所有者总是得到不公平地偏爱的可能性。

怀疑论者可能会回应说,因为特拉华主导了公司章程市场,公司法

[288] 同前注[203]。然而毒丸计划的效力可能会减弱,从而使反收购法规更为重要。此外,各州在管理经理无限期阻止收购投标能力的法律方面存在重大差异。See Michal Barzuza, *The State of State Antitakeover Law*, 95 VA. L. REV. 1973 (2009). Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, 87 VA. L. REV. 111 (2001), 指出对于特拉华州公司的收购整体保护是否远低于大多数其他州提供的保护,这一点并不明确。

[289] See Guhan Subramanian, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the "Race" Debate and Antitakeover Overreaching*, 150 U. PA. L. REV. 1795 (2002), 列举了各州的反收购政策。其中一些法规被用来保护长期的利益相关者如公司雇员。但长期利益相关者与长期股东之间的利益存在显著区别。See John H. Matheson & Brent A. Olson, *Corporate Law and the Long term Shareholder Model of Corporate Governance*, 76 MINN. L. REV. 1313 (1992).

[290] 同前注[293]。

[291] 同上注。

[292] 同上注。

的不断制定并没有产生真正的多样性。^[293] 特拉华州在平衡短期和长期利益方面的做法将更符合多数大型上市公司的胃口。而且如果没有联邦干预的可能性,那么特拉华州很少会考虑某些利益。但这个反对意见并无吸引力。特拉华州制定的大多数公司法所提供的体系比由联邦法规定的公司法提供更多的多样性。此外,即使特拉华州具有吸引力,一些上市公司往往选择留在自己的州,^[294]而这也许是因为他们对当地法律所采取的做法更为偏爱。通过统一的政策抢占州法调试空间将导致法律有系统地偏爱某一类股东而牺牲他人利益。在联邦证券法扩大到规范公司法的情况下,存在这样一种风险——旨在规范交易者统一利益的法律将不适合用于规范股东所有者的不同利益。

六、创设联邦公司法

前一部分认为,证券法和公司法的监管目标不同。因此有必要将联邦法规限于证券法,同时允许各州规范公司法。然而公司法联邦化的尝试可能会持续下去,故国会和法院需要指导,尤其是在被要求制定联邦公司法时。本部分建立在本文制定的框架之上,以简要描述一种公司法联邦化的评估建议。

根据本文的方法,政策制定者应该首先询问监管主要是为了保护交易者的利益还是所有者的利益,而不是询问是否涉及信息披露。无论是否进行信息披露,当联邦法律针对的是所有者权益时,那么其是公司法。因为所有者在政策上的利益存在分野,因此联邦监管应得到进一步的检视。在没有很好地理由情况下,联邦法律不应取代州公司

[293] 参见前注[59]。特拉华州的主导地位要强得多,因此所面临的竞争威胁比以前认识的要弱得多。

[294] See Lucian Arye Bebchuk & Alma Cohen, *Firms' Decisions Where to Incorporate*, 46 J. L. ECON. 383 (2003), 发现公司注册中重大的本土优势。

法的地位。^[295]

如果有明确且令人信服的表现说明公司法问题的统一规定是适当的,那么则可以忽视上述反对公司法联邦化的假设。决策者应该衡量两个不同的标准:第一,联邦干预是否会给股东所有者带来重大价值?第二,监管中立是否存在,即不明显的偏向一类股东?

第一个标准表明虽然所有者利益可能存在分野,但在某些情况下几乎所有股东都将受益于联邦监管。这种情况可以通过实证证据、强有力的理论论证或两者的一些组合来做出。如若分析联邦委托代理监管的基本要素,^[296]如前所述,委托代理信息披露和股东提案主要保护股东所有者,因此是联邦公司法。有强有力的证据表明股东受益于与决定投票有关的准确信息。知情投票可提高公司治理质量,很难得出结论认为股东在未被告知的情况下公司治理会表现得更好。有观点可能认为允许个人股东提交提案符合股东的整体利益。通过给股东提供额外的机制来表达其对公司的关心,股东提案权可以提高股东治理权。另外,好的股东提案所带来的利益可能会被轻率提出的提案所产生的成本所抵消。虽然可能没有关于委托代理监管实效的确凿实证证据,但是存在一个强有力的理论论据支持提供基本的信息披露和案例证据来允许股东提案。

第二个标准将需要密切研究联邦法规是否会支持特定一组股东,而牺牲另一组股东。即使存在案例表明联邦公司法大有益处,该标准也应该考量其所生利益受惠于所有股东而非特定群体。就那些关涉股东所有者利益分野的问题而言,统一的规则不太可能适用。当应用这一标准时,决策者应该认识到任何潜在的提案都可能会存在任何反对意见。因此,必须绝对多数股东反对这个提议才能有效。

再以联邦代理规则作为探讨的例证,联邦委托代理信息披露的基本要素不会过分地偏爱一类股东。所有股东均受益于与股东投票相关的

[295] 由于交易投资者和所有者的利益是重叠的,因此会出现是否会主要针对某一方的情况。这个问题会在应用框架时产生一些困难,但这些困难并非不可克服。在混合规制的情况下,如果交易投资者和所有者都受益,那么与联邦监管纯粹旨在保护所有者的规定相比,对联邦监管的推定会有所减少。

[296] 参见上述四(一)部分。

全面准确信息。关于股东提案的立法历史表明,国会小心谨慎以求不要破坏支持董事的股东与反对董事的股东之间的利益平衡。^[297]基本上,股东提案规则似乎使积极的股东发出更大的声音,其已经被证券交易委员会所规制,以便董事可以对公司进行管理免受不当的干扰。^[298]此外,在委托代理信息披露有效的情况下,特定利益集团的寻租能力将受到限制,因为其他股东将被通知提案,如果不符合这些利益时可以投票反对。^[299]因此,虽然股东提案权的利益不如委托代理信息披露的利益那么明确,但股东提案规则作为联邦公司法,在某种程度上以中立的方式实施着。如该例子所示,提出的两个标准将在评估联邦公司法时进行互动。如果有令人信服的证据表明某事项所有股东都有共同利益,即使有些股东反对,那么也可能适用联邦公司法。如果关于利益的证据更具投机性/偶然性,但同时具有强有力的程序性保障措施确保联邦公司法的规则将以中立的方式实施,那么联邦公司法的提案可能会得到挽救。^[300]虽然本文认为应限制联邦公司法,但本文的方法将提供一些适用联邦公司法的可能性。

七、结论

本文提出了一种方法来更好地了解证券法和公司法之间的界限——改进在扩展联邦法律中经常引用的投资者保护的广泛标准。简单地说,证券法保护在购买或出售证券时(当他们是交易者时)投资者的利益,而公司法保护股份持有投资者(当他们是所有者时)的利益。

[297] 同前注[81]。指出立法史上关于“代理权征集的中立态度”是十分坚定的。

[298] 该规定允许公司在某些情况下排除股东提案,如提案违反州法或干涉管理职能。See 17 C. F. R. § 240.14a-8(i); see also Patrick J. Ryan, *Rule 14a-8, Institutional Shareholder Proposals, and Corporate Democracy*, 23 GA. L. REV. 97 (1988), 将股东提案规则描述为“达到了一种被研究的中立性”。

[299] 值得注意的是,尽管代理监管的基本要素是中性的,但更近期的监管规定了更积极的股东建议形式,可能无法通过中性检验。

[300] 如 Romano 教授所建议,另一种可能性是通过日落条款来实施改革,而这一条款在数年后必须更新。同前注[71]。

本文提供了减缓甚至扭转统一联邦证券法和州公司法的理由。有一个简单的答案回答了为什么证券法是联邦法,而公司法则是州法。交易投资者的利益比作为所有者的投资者利益更加统一,保护这些利益的法律体现了这些差异。法官和政策制定者应警惕统一法律对这些多元的股东利益所产生的影响。

(编辑:姜沅伯)