

编者按:佐哈·戈申和莎伦·汉内斯在本文中提出了一个饶有趣味的现象:美国股票市场的投资者结构从散户为主转向机构投资者占主导,促使对美国上市公司的监管从法院转向市场,公司法也因而无足轻重。作者认为,被代理人与法院能力的差异是判定当事人倾向于寻求司法干预抑或私自解决纠纷的重要因素,这有力解释了何以特拉华州法院会“衰落”、何以公司法会“死亡”。而在我国,股票市场组成尚未实现上述转型,投资者成熟程度也有待提升。在当前股东能力不强的背景下,当事人更会依赖专业的法院解决公司纠纷。有鉴于此,我国公司法非但没有死亡的迹象;相反,我们更应重视公司法规范体系与理论框架的改进与完善,并提升商事审判的专业性与效率。

公司法的死亡*

[美]佐哈·戈申 莎伦·汉内斯**

林少伟*** 许瀛彪****译

摘要:过去数十年来,公司法在美国公司治理中发挥了举足轻重的作用。正因如此,作为公司注

* 本文是2017年国家社会科学基金项目“《公司法》私人执行之检视”(编号17CFX072)的阶段性成果。

** 作者分别是哥伦比亚大学法学院教授与以色列特拉维夫大学法学院教授。我们感谢 John Armour, Danielle A. Chaim, Assaf Hamdani, Marcel Kahan, Michael Klausner, Curtis Milhaupt, Theodore Mirvis, Joshua Mitts, Ariel Porat, David Pozen, Alex Raskolnikov, Roberta Romano, Ruth Ronen, Charles Sabel, Robert Scott, Richard Squire, Alex Stein 和 Eric Talley 等人对本文提出有益建议,感谢哥伦比亚大学法学院教师讨论会和哥伦比亚—奥诺公司治理年会的各位参会者。我们对 Adam Katz 及 Reilly Steel 二位卓越的研究协助和周到的编辑工作表示感谢。

*** 西南政法大学民商法学院副教授。

**** 西南政法大学民商法学院博士研究生。

册的主要地区,特拉华州及其法院在公司法和公司治理中占据核心地位,极具影响。然而时过境迁,昔日光景不再:股票市场组成从零售散户到机构投资者的转型,导致对公司的监管权从法院转向市场。因此,正如特拉华州法院的衰落所表明,公司法地位旁落,基本上形同具文。何以解释机构所有权勃兴与公司法死亡之间的关联?本文通过理清市场动态与公司法作用二者关系对此解答。我们的分析揭示了一个至关重要但迄今尚未被注意到的洞察点:股东能力越强,公司法重要性越低。股东能力的提高,降低了管理代理成本,加剧了市场参与者对法院之外私人秩序的偏好,最终将公司法束之高阁、置诸脑后。

关键词:公司法 特拉华州法院 机构投资者 对冲基金积极主义 代理成本 不完全合同

引言

过去数十年来,公司法在美国公司治理中发挥了举足轻重的作用。正因如此,作为公司注册的主要地区,特拉华州及其法院在公司法和公司治理中占据核心地位,极具影响。^[1] 在美国,超过半数上市公司在特拉华州注册,^[2]而在许多法学院教学中,特拉华州公司法与美国公司法几近同义。^[3] 有些专家盛赞特拉华州法院在公司纠纷解决中所

[1] 有关特拉华州法院学术地位的代表性抽样,参见 Symposium, *The Delaware Court of Chancery: Change and Continuity*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 387。

[2] See Jeffrey W. Bullock, Del. Div. of Corps., Annual Report 1 (2012) (指出64%的《财富》世界500强公司在特拉华州注册); see also Lewis S. Black, Jr., Del. Dep't of State, *Why Corporations Choose Delaware* (2007) (解释特拉华州富具吸引力的原因)。

[3] See, e. g., Melvin Aaron Eisenberg & James D. Cox, *Business Organizations: Cases and Materials* (11th ed. 2014) (提出以特拉华州为中心的公司法路径)。许多学者将特拉华州法院的中心地位归因于特拉华州独特的司法制度。See, e. g., Roberta Romano, *The State Competition Debate in Corporate Law*, 8 Cardozo L. Rev. 709, 722 (1987) (观察到特拉华州的判例法和公司法的司法专业知识有助于其主导地位); Roberta Romano, *Law as a Product*, 1 J. L. Econ. & Org. 225, 277-78 (1985) [hereinafter Romano, *Law as a Product*] (描述特拉华州法院判例的实质内涵、对公司法的司法专业知识及其司法裁决的可预测性所带来的优越之处)。

表现出的高效与成熟,^[4]而有些专家则指责特拉华州法院有偏向管理者的倾向,^[5]但无论如何,很少人会质疑特拉华州法院在塑造美国公司法方面发挥了关键作用这一事实。

本文认为,公司法在美国公司治理中地位不再显赫。美国股票市场组成从零售散户向机构投资者^[6]的转变,导致对公司的监管权从法院转向市场,最终令公司法走向死亡。^[7]正是如此,作为这一更广泛现象的例证,特拉华州法院在公司纠纷解决中发挥的作用已今非昔比。事实上,我们将证明起源于特拉华州法院的公司法判例不再留存实质性监管影响。尽管其他学者认为特拉华州的退让反映了司法意志,^[8]但我们的观点有所不同:美国股市的转型业已剥夺特拉华州法院决定自身权限范围的权利。^[9]

[4] See, e. g., William Savitt, *The Genius of the Modern Chancery System*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 570-571 (“法院的做法使其能够监督公司控制权,并以普通法院罕见的效率厘清公司利益相关者的相互竞争的权利和义务”)。

[5] See, e. g., William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 Yale L. J. 663, 670-684 (1974) (“特拉华州的司法判决表明,法院已承诺执行该州的公共政策,并为管理创造有利的环境”)。

[6] See, *infra* Section III. A.

[7] 我们的标题有意地套用了格兰特·吉尔莫(Grant Gilmore)教授的开创性著作《契约的死亡》(1974年)。正如吉尔莫教授所称,合同法已被侵权行为法稳步吸收和取代, *id.* at 87, 我们旨在证明公司法在极大程度上被市场行为者行使的自由控制权所取代。See *infra* Part I。

[8] See Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *The Rise and Fall of Delaware's Takeover Standards*, Law Working Paper No. 329/2016 (Sep. 1, 2016) (特拉华州20世纪80年代率先阐明的收购标准由于法院让位于市场力量而有所淡化); Ronald J. Gilson, *from Corporate Law to Corporate Governance*, in *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* 23 n. 47 (Dec. 2016) (“特拉华州法院似乎已开始认识到股权裁决对公司治理的影响及其对法律规则的影响”); James D. Cox & Randall S. Thomas, *Delaware's Retreat: Exploring Developing Fissures and Tectonic Shifts in Delaware Corporate Law* 4-5 (Vanderbilt Law Research Paper No. 18-17, 2018) (记录特拉华州法院四个主要公司案例的退让)。然而,其他人仍然认为,特拉华州法院仍然是股东和管理层之间的最终裁决者。See, e. g., Donald F. Parsons & Jason S. Tyler, *Activist Stockholders, Corporate Governance Challenges, and Delaware Law*, in *Research Handbook on Mergers and Acquisitions* 377 (Claire A. Hill & Steven Davidoff Solomon eds., 2016)。

[9] See *infra* Part II。

但是,何以解释机构所有权的勃兴与公司法的死亡亦步亦趋?在本文中,我们通过解释市场动态与法律之间的关系予以解答。这正展示了我们所提出的新理论的核心洞察点:股东能力越强,公司法重要性越低。我们将这一普遍见解应用于特拉华州法院,据此解释特拉华州法院的衰落,并讨论这一见解对特拉华州未来的法律和政策启示。

在本文中,我们从特拉华州法院的衰落展开论述。直至最近,特拉华州法院还对公司纠纷进行了高程度的司法介入。从历史维度考察,美国公司的控制权冲突通常源自敌意收购。肇始于20世纪80年代的一系列具有里程碑意义的判决中,足见特拉华州法院在解决这一问题发挥了关键作用。^[10] 特拉华州最高法院在著名的 *Unocal* 案判决中认为,董事会实施的针对敌意收购的防御措施将受到强化的司法审查,其后裁决允许 *Unocal* 公司董事会可不顾股东意愿,单方面实施毒丸计划,直接对敌意收购说不。^[11]

与此同时,衡平法院在 *Blasius* 案判决中指出,法院对董事会干涉股东表决权进行审查。^[12] *Unocal* 案与 *Blasius* 案——随着法院对适用于董事会控制权变动行动的所谓“露华浓规则”的发展^[13]——巩固了

[10] See *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, at 954-955 (Del. 1985) (“如果一项防御措施属于商业判断规则的范畴,则相对于所构成的威胁而言,它必须是合理的”)。

[11] *Moran v. Household Intern., Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). 毒丸计划种类繁多,为了理解 *Moran* 案和毒丸的意义,关键在于理解毒丸背后的核心概念是其令收购无利可图从而阻止潜在的收购者购买目标公司的股票。Jordan M. Barry, John William Hatfield, *Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses*, 160 U. Pa. L. Rev. 633, 642 (2012); see also Brett H. McDonnell, *Shareholder Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pills*, 3 Berkeley Bus. L. J. 205, 209 (2005) (“传统观点认为,一个未赎回的毒丸计划使收购者的成本变得高昂”)。

[12] *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 661-62 (Del. Ch. 1988) (认为董事会“为干涉公司表决权效力采取任何行动时,承担着证明令人信服的理由的沉重负担”)。*Blasius* 案后来被特拉华州最高法院认可。See *Centaur Partners, IV v. Nat'l Intergroup, Inc.*, 582 A.2d 923, 927 (Del. 1990) (引用 *Blasius* 案的观点,特拉华州公司法有一项一般性的反对剥夺选举权的政策)。

[13] See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). 有关露华浓规则作用及发展的背景知识, see generally J. Travis Laster, *Revlon Is A Standard of Review: Why It's True and What It Means*, 19 Fordham J. Corp. & Fin. L. 5, 7 (2013)。

特拉华州法院作为公司控制权纠纷最终裁决者的地位。这一权力,实则允许法院裁决董事会与股东之间的控制权分配。

然而,时过境迁,特拉华州法院风光不再。在控制权方面,^[14]这里便是几个特拉华州法院影响力下降的例子。^[15]比如这样一个事实:尽管根据特拉华州法院的判例,董事会可以自由地实施毒丸计划以抵御敌意收购,^[16]但由于担忧股东的反应,董事对此行事优柔寡断、犹豫不决。如此一来,事实上超过半数的敌意收购中,毒丸计划从未被实施过,即便在敌意收购启动之后也是如此。^[17]与此类似,尽管特拉华州法院允许董事会实施毒丸计划和交错董事会^[18]——有人认为二者结合可有效抵御敌意收购^[19]——激进股东仍然设法通过法院之外施加压力解散了多数交错董事会。^[20]通过回避法院,激进股东展开了一场极其成功的运动,最终导致采取交错董事会的标普 500 公司减少了 80%。^[21]

此外,或许最引人注目的是,“对冲基金积极主义”的实践已成为

[14] 在现金流权方面,特拉华州法院在最近几起案件中也同样明确地将权力移交给股东。See, *infra* Section I. B. 3。

[15] 关于此类事态发展的更详细清单,see *infra* Section I. B。

[16] *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1348 (Del. 1985)。

[17] See Guhan Subramanian, *Delaware's Choice*, 39 Del. J. Corp. L. 1, 5 (2014) [*hereinafter* Subramanian, *Delaware's Choice*] (“近几年来,59%的部署毒丸计划的公司,在敌意收购启动时没有实施毒丸计划”）。

[18] See, e. g., *Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 57 (Del. Ch. 2011) (允许董事会继续实施毒丸计划,且与交错董事会——董事会每年只有 1/3 的成员可再次当选——相结合。将交错董事会与毒丸计划相结合的意义简述如下:毒丸计划,只要管理者继续任职,其允许管理者抵御敌意收购,在股东“投票罢免”能力假设下管理者就会充当这一绝对封锁的安全阀)。Lucian Arye Bebchuk et. al., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 *Stan. L. Rev.* 887, 890 (2002)。然而,如果采用交错董事会,需要数年的投票才能让董事会的多数成员淘汰,这个安全阀就变得虚幻了。

[19] *Id.* at 919 (“交错董事会为现任董事提供几乎完全的保护,使其免受敌意收购的影响,其同时也具有管理代理成本的所有潜在缺陷”）。

[20] See Steven Davidoff Solomon, *The Case Against Staggered Boards*, *N. Y. Times* (Mar. 20, 2012) (描述激进股东促使上市公司不采取交错董事会的运动)。

[21] See Andrew Ross Sorkin, *An Unusual Boardroom Battle*, in *Academia*, *N. Y. Times: Dealbook* (Jan. 5, 2015)。

股东在法院以外行使控制权的常规方法。^[22] 激进对冲基金一般会在一家公司持有少量股份后,发布“白皮书”详尽批判公司管理层,然后争取其他股东在代理权争夺中投票反对管理层。^[23] 尽管特拉华州法院批准了抵御对冲基金积极主义的毒丸计划,^[24] 但为避免在代理权争夺中遭遇惨败,公司往往在幕后与激进股东达成和解,如允许将激进股东选中的人选任命到公司董事会中。^[25] 因此,激进股东利用在代理权争夺中的威胁所产生的压力,游离于司法监督之外,对公司法视而不见、置若罔闻。^[26]

究竟何以导致公司法的死亡? 本文提出一个新理论,通过分析市场动态与法律二者关系,以回应这一复杂问题。该理论之缘起则在于我们理解公司合同总是“不完全的”。^[27] 被代理人(股东)投资公司,

[22] 关于激进对冲基金掌握控制权能力的背景, see generally Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013)。

[23] 代理权争夺是在股东年度或特别会议上,或通过书面同意采取行动争取反对管理层的选票或代理人的运动。Warren de Weid, *Wilson Sonsini* (Nov. 2010) (介绍关于现代代理权争夺的信息)。有关激进投资者使用的工具包的概述, see also Martin Lipton, *Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Law and Governance (Jan. 26, 2017)。

[24] *Third Point LLC v. Ruprecht*, C. A. No. 9469 – VCP, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. 2014)。

[25] 例如,在 *Third Point* 案中,对冲基金原告拒绝放弃其竞选活动,而是利用代理权争夺的威胁,迫使董事会完全屈服于其要求。See Augstino Fontevicchia, *Truce! Dan Loeb's Third Point Gets 3 Board Seats, But Sotheby's CEO Bill Ruprecht Stays on Board* *Forbes* (May 5, 2014)。即使是在激烈公开的代理权争夺中,和解也并不少见。See Michael J. de la Merced, *Arconic Settles with Elliot After Bruising and Public Dispute*, *N. Y. Times* (May 22, 2017) (描述在一场非常公开且极具争议的代理权争夺之后达成的一项和解)。

[26] See *infra* section I. B. 2. 激进股东只有在代理权争夺威胁未能产生预期反应时才会诉诸法院。See, e. g., Steven M. Davidoff, *Why Einhorn's Win May Be Apple's Gain*, *N. Y. Times: Dealbook* (Feb. 26, 2013, 10:02 AM) (“如果提案在周三的股东大会上付诸表决,这位股东可能会满盘皆输,章程也会被修改。所以他采取了不同的策略:诉讼”)。

[27] See Oliver Hart & John Moore, *Incomplete Contracts and Renegotiation*, 56 *Econometrica* 755, 755 (1988) (“以一种可以强制执行的方式具体说明各方在任何可能发生的情况下应采取的确切行动可能代价高昂,因此在实践中各方较可能签订一份高度不完全的合同”)。

代理人(董事会)管理公司,以创造未来价值。但是,除了“最大化公司价值”的一般指令外,关于如何管理公司的可执行规则却少之又少(如果有的话)。作为替代,需被代理人与代理人双方协商一致同意对控制权(决定公司决策权的分配)和现金流权(决定公司产生价值的分配)的分配。在此不完全合同中,分配和行使这两类权利时都可能出现冲突。^[28] 因此,被代理人和代理人必须决定何种冲突可通过自由控制权(如股东投票)等自行解决,何种冲突需通过义务强制执行权(duty-enforcement rights)(如当董事违反受信义务时)经由法院参与解决纠纷。

但问题在于,股东和董事会会在何时选择法院介入而不是通过自由控制权解决公司纠纷? 本文所阐述的新理论回答了这个问题。^[29] 公司控制权行使产生控制成本:被代理人产生被代理人成本,代理人产生代理成本,其中被代理成本与代理人成本均包含了能力成本和冲突成本。^[30] 在传统的经济理论假设下,股东和董事会的目标是将这些成本降至最低以实现公司价值最大化。^[31] 关键的是,我们观察到,为了降低控制成本,法院介入本身便会带来由于裁判产生的能力成本和冲突成本。因此,法院的介入,只有在实现被代理人、代理人和法院三者所带来的总控制成本最小化时,才真正彰显价值。

我们的理论表明,被代理人能力与法院能力的相对高低是决定当

[28] 公司控制权冲突在争夺整个公司控制权的竞争中表现最为明显。例如,在一家公司试图收购另一家公司的敌意收购中;目标公司董事会在没有股东同意的情况下采取反收购措施的权利挑战,是董事会与股东之间关于控制权分配的纠纷。另外,当冲突有可能影响现金流或资产的分配时,现金流权的纠纷便会出现。例如,上市公司的小股东可能会质疑控股股东在合并中对少数股权的出价是否公平。

[29] See *infra* Part II (讨论我们的理论,并将其应用于各种假设情景)。

[30] 控制成本包括各方为避免这些成本产生所作的努力, See Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 Colum. L. Rev. 767, 779 (2017) (提供被代理人成本和代理成本的详细说明和讨论)。控制成本也可能来自信息不对称以及被代理人和代理人之间的意见分歧。 See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 Yale L. J. 560, 565 (2016)。

[31] See Goshen & Squire, *supra* note 30, at 784, 829 (在最优治理结构背景下讨论控制成本最小化问题)。

事人是否倾向于司法干预而非行使自由控制权的主要因素。当被代理人的能力相对较低时(如散户投资者),当事人倾向于依靠法院解决纠纷。相形之下,当被代理人的能力相对较高时(如机构投资者^[32]),当事人则更倾向于通过行使自由控制权自行解决纠纷。质言之,司法程序外纠纷解决的效能与被代理人能力呈正相关关系。被代理人能力越强,当事人就越倾向于在司法程序之外行使自由控制权自行解决纠纷。

我们的理论预测,并且现实也似乎证明了:随着机构所有权和市场补充机制(如对冲基金积极主义^[33]和投票咨询顾问^[34])的增加,美国投资者的能力得到增强,司法程序便更少作为纠纷解决选项。随着公司逐渐习惯机构投资者在司法程序之外对公司约束管理的能力,^[35]公司开始更关注投资者的商业意见,而不是特拉华州法院的司法意见。^[36]久而久之,这种动态令公司法逐渐边缘化,进而侵蚀特拉华州法院的重要性。

[32] 机构投资者作为股东具有更高能力,因为他们延聘了一批在商业与金融方面知识渊博、经验丰富的专业投资经理。

[33] 有关对冲基金积极主义的更多信息,see *infra* section I. B. 2。

[34] 投票咨询顾问公司,如 ISS 和 Glass Lewis 等,为机构投资者提供关于代理投票的建议。理论上,其利用时间和资源,以机构股东无法力及的方式个性化分析代理投票,为机构投资者提供专家意见。See generally George W. Dent, Jr., *A Defense of Proxy Advisors*, 2014 Mich. St. L. Rev. 1287, 1291-1296 (2014)。鉴于投票咨询顾问的各种原因,反对公司管理层的投票变得更加普遍,它们在市场上的存在使代理投票的权力中心进一步向机构所有者转移。See *id.* at 1289。

[35] See, e. g., Madison Marriage BlackRock, Vanguard, and State Street Bulk Up Governance Staff, *Financial Times* (Jan. 28, 2017)。值得注意的是,许多人积极接受了机构投资者激进行动增多的事实。See, e. g., David Larrabee, *The Financial Industry: A New Discipline of Ownership*, CFA Institute Enterprising Investor (June 6, 2017)(称目前是行业的关键时刻,机构投资者从被动的所有者转变为对行业、客户和社会负责的管理者)。事实上,机构投资者在约束管理行为上变得咄咄逼人,甚至威胁要投票反对所担任的所有董事会的董事,甚至没有采取有争议行动的董事。参见 Jessica Toonkel, *Big Fund Firm Blacklists Directors Who Support Poison Pills*, *Reuters* (Apr. 29, 2015)。

[36] 许多公司常年安排与大型机构投资者会面,讨论公司战略、业绩、董事会成员和管理质量。Theodore Gerard Lynn, *Institutional Investor Monitoring*, *Encyclopedia of Corp. Social Responsibility* (Jan. 2013)。所谓的“股东参与”战略,See, e. g., *Engage Your Shareholders If You Want a “Yes Vote”*, ALI-CLE 11(直接的股东参与可鼓励公司与投资者之间的双向对话,并让股东有机会表达他们的想法和观点)。

本文其余部分的内容如下：第一部分通过对特拉华州法院的演变与衰落的讨论以论证公司法的死亡。第二部分介绍关于法院在公司纠纷解决中的代理理论。第三部分讨论了上述理论的政策启示以及对未来的预测。最后是对本文进行简要总结。

一、特拉华州法院的衰落

回顾过去,美国企业家经常屏住呼吸,翘首以盼特拉华州法院的判决,彼时特拉华州法院拥有影响甚至制定公司游戏规则的最终权力。时至今日,特拉华州法院不再拥有以前那般作为公司纠纷最终裁决者的影响力。本部分“(一)”我们探讨特拉华州法院特殊的核心地位,“(二)”则探讨特拉华州法院地位日渐旁落。我们关注特拉华州是为了更广泛地论证公司法的死亡,因为特拉华州被广泛认为是最重要的公司法场所。然而,本文所提出的理论并不依赖此,这将在第二部分进行充分阐述。

(一) 特拉华州法院作为公司冲突的裁决者

阿道夫·A·伯利教授(Adolf Berle)和经济学家加德纳·C·米恩斯(Gardiner Means)在其影响深远的著作《现代公司与私有财产》中强调了美国许多上市公司的分散所有权结构。^[37]伯利和米恩斯认为,大量涌进美国资本市场的小型散户投资者无法对其所持有的公司行使任何控制权。^[38]考虑到这一弱点,特拉华州法院实质承担了股东监护人的角色。特拉华州法院对这一角色采取了二分法,将自营交易(交易双方都由控股股东、董事会或管理层参与)^[39]与其他商业决策^[40]相区分。

[37] Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 2-3, 12-14 (1933).

[38] *Id.* at 66.

[39] 在自我交易的情况下,特拉华州法院根据所谓的完全公平原则审查董事会所达成的交易条款。这种审查通常要求法院进行复杂的财务评估,乃是一项只有在实际可行的情况下才能完成的壮举,而特拉华州法官具备所需的相对熟练的财务能力。See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 714 (Del. 1983)。

[40] 对于非自我交易的公司决策和交易,法院坚持遵循商业判断规则,避免事后质疑董事会和董事会的商业决策。See *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 811-813 (Del. 1984)。

20世纪80年代,前所未有的并购浪潮强化了特拉华州法院在控制权冲突问题上作为董事会和股东之间裁决者的角色。^[41]公司董事会和潜在收购方控制权之争要求法院裁决,董事会在股东意愿外可以在多大程度上作出是否出售、向谁出售公司的决定。如今许多相关收购判例都是20世纪80年代鼎盛时期形成的;Unocal案及其衍生结果,在制定一套灵活的、基于事实的反收购机制审查标准方面,肯定了特拉华州法院在收购背景下的积极作用。^[42]特拉华州最高法院明确表示,在Unocal案中董事会采取的反收购措施,在“相对于所构成的威胁而言是合理时”,^[43]将根据商业判断规则进行审查。Unocal案成为特拉华州法院面对控制权冲突的一个缩影,法院倾向于通过标准的平衡测试扮演干涉主义者的角色。

Unocal案远不是特拉华州法院重新定义董事会和股东之间的公司合同的最后一例。与Unocal案同年判决的Moran案,特拉华州最高法院裁定了毒丸计划的命运,这在当时是一项创新性防御措施。^[44]Moran案的意见公开承认有必要重新起草公司合同以回应毒丸计划的效力,^[45]这反映了特拉华州法院对其作用重要性的自我认知。^[46]Moran案裁决,一旦启动实际收购要约,是否实施毒丸计划将取决于法

[41] See, e. g., Edward F. Greene, *Regulatory and Legislative Responses to Takeover Activity in the 1980s: The United States and Europe*, 69 Tex. L. Rev. 1539, 1560 (1991) (讨论特拉华州对20世纪80年代并购浪潮的反应)。

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

[43] *Id.* See also *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1367 (Del. 1995) (*Unocal*标准令被告董事会和董事必须证明所争论的防御策略既不是排除性的,也不是强制性的)。

[44] *Moran v. Household Intern., Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). 毒丸计划也被称为股东权利计划,其以不同的形式出现。典型者如公司设定20%的门槛,如果收购人在未经董事会同意的情况下购买超过这个门槛的股份,公司则将通过向其他股东发行大量优惠股票,令收购人股权大幅稀释。

[45] *Moran*, 500 A.2d at 1347 (Del. 1985) (“本案向本法院提出了公司收购武器库中最新的防御机制”。

[46] *Id.* (“这一机制的有效性引起了举国关注……”)

院在未来宣布毒丸计划无效的自由裁量权。^[47] 观察认知到 Moran 案对公司法的影响后,一本颇受欢迎的公司法案例手册如此写道:“对股东权利计划的司法接受是美国公司法的一个重大进步。”^[48]

基于特拉华州法院在纷繁复杂的公司混战中的中心地位,特拉华法院受到大量游说自然不足为奇。^[49] 这其中相当一部分游说针对的是 Unocal 案和 Moran 案遗留的问题:面对利润丰厚的收购要约时,应给予董事会多大自由决定权实施毒丸计划? 董事会是否可以“仅仅说不”这个问题,^[50] 被 Ronald Gilson 教授和 Reinier Kraakman 共同描述为关于公司控制权的“最重要的问题”。^[51] 之后特拉华州法院在 Interco 案^[52] 中的判决意味着这种“仅仅说不”的能力与 Unocal 案的比例性要求发生了冲突,^[53] 故此游说力度进而加大。

Martin Lipton 利用其作为美国一些大公司法律顾问的影响力,发布了广为人知的客户备忘录,试图对 Interco 案的判决施加压力。^[54] Martin Lipton 将 Interco 案比喻为“瞄准所有特拉华州公司心脏的匕首”,^[55] 并呼吁特拉华州公司到其他地区注册,这释放了一个明确信

[47] *Id.* at 1357 (“然而就目前而言,我们的结论是董事受到商业判断规则的保护,这确实解决了问题。对实际收购要约的最终反应必须由当时董事的行动来判断……一旦出现问题,将对其使用该计划的情况进行裁量”)。

[48] William T. Allen, Reinier Kraakman & Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* 522 (4th ed. 2012).

[49] See, e. g., *infra* notes 55 – 56 and accompanying text.

[50] 用现在人们所熟悉的表达:“特拉华州公司董事会具备反对不受欢迎的收购的最终权力。” Jeffrey N. Gordon, *Just Say Never? Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder – Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffet*, 19 *Cardozo L. Rev.*, 511, 522 (1997)。

[51] Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 *The Business Lawyer*, 247, 258 (1989).

[52] *City Capital Associates v. Interco Inc.*, 551 A.2d 787, 798 (Del. Ch. 1988).

[53] *Id.* at 799 – 800 (“董事会在收购要约修订为每股 74 美元后不赎回权利的决定,不符合 Unocal 标准的要求”)。

[54] *The Interco Case*, Memorandum from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz to clients (Nov. 3, 1988).

[55] *Id.*

息:特拉华州最高法院应重新审视这个问题。^[56]

随着时间的推移,^[57]特拉华州最高法院接受了重新审查 *Interco* 案的请求,并在此过程中再次划定了美国公司控制权的界线。特拉华州最高法院将 *Interco* 案定性为一种“狭隘和僵化”的解释,最终允许 *Time* 公司董事会拒绝派拉蒙每股 200 美元的报价(比市场价格高出近 60%)。^[58] *Time* 案令许多人得出结论,董事会实际上可以“仅仅说不”,^[59]许多学者认为这对整个市场产生重大影响。^[60]

随后判决进一步表明,特拉华州法院打算通过股东投票替换董事的途径巩固代理机制,尽管这留给 *Time* 公司董事会股权收购方面很大回旋余地。^[61] 这种对股东权利的严格保护在 *Blasius* 案达到了顶峰,在该案中法院阻止 *Atlas* 公司董事会修改公司章程增加两个新的董事会席位,以便后续再填补新生空缺。这是一种明显意在先发制人的策

[56] *Id.* “在这个并购时代,新泽西州、俄亥俄州和宾夕法尼亚州等比特拉华州更具公司注册的优势,也许正是时候退出特拉华州了。”*Public Ltd. v. Pillsbury Co.*, 558 A. 2d 1049 (Del. Ch. 1988), *Lipto* 接着用同样的语气论及:“除非特拉华州迅速采取行动纠正 *Pillsbury* 案的裁判,否则对在特拉华州注册的半数主要公司而言,面临的可能就是联邦统一立法……或者离开特拉华州,转向更欢迎公司注册的州。”*You Can't Say No in Delaware No More*, Memorandum from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (Dec. 17, 1988).

[57] *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

[58] 为了便于比较,考虑在 *Interco* 案中,董事会拒绝了 *Cardinal* 收购公司每股 74 美元的出价,其市场溢价比派拉蒙报价低得多,571 A.2d 1140 (Del. 1989). 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988)。

[59] Marcel Kahan, *Paramount of Paradox: The Delaware Supreme Court's Takeover Jurisprudence*, 9 J. Corp. L. 83, 640 (1994); Joseph A Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 Stan L Rev 857, 859 n.4 (1993) (多数评论人士认为, *Time* 案强化了董事会“仅仅说不”的能力)。

[60] Marcel Kahan & Edward B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 871, 878 - 879 (2002) (“在 *Time* 案前后,并购活动急剧下降,敌意收购的减少尤为明显。并购交易的价值从 1988 年最高的 2470 亿美元下降到 1989 年的 2210 亿美元,1990 年的 1080 亿美元,直至 1991 年的 710 亿美元……因此,这种下降似乎证实了学者和业者对‘仅仅说不’的意义”)。

[61] 代理机制允许股东通过将其表决权委托给另一个人或机构代为行使其权利。See Council of Institutional Inv'rs, Proxy Access (last visited Jan. 8, 2017)。

略,旨在阻止其他股东提名多数新董事。^[62] Allen 法官的判决明确指出,这为公司设定了控制权的边界。^[63] 在 *Blasius* 案中,法院认为在缺乏“令人信服的理由”的情况下,董事会不得干预代理机制,以此向董事会的自由决定权施加保护性平衡。^[64] 当一切尘埃落定时,20 世纪 80 年代特拉华州法院判例的最终结果是在董事会和股东之间控制权分配达致一个新的平衡。^[65] 考虑到 *Unocal* 案平衡性分析的延展性,很多控制权争夺案件涌现在特拉华州法院上,在控制权纠纷背景下赋予特拉华州法院塑造公司行为的终极话语权。^[66]

(二) 特拉华州法院角色的变化

近年来,特拉华州法院的作用明显趋于旁落,特拉华州法院在公司控制权判决虽然具有法律约束力,但不再是排他性或终局性。本部分首先以几个有说服力的例子来说明特拉华州法院的衰落,然后再讨论对冲基金积极主义作为司法程序外公司控制权纠纷解决的最突出表现形式。最后我们指出,在现金流权冲突背景下,特拉华州法院对其作用

[62] 正如 Allen 法官所指出,该问题的实质是是否“即便董事会善意行事……也可有效防止股东选举多数新董事”。*Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988)。

[63] *Id.* at 660 (“董事会阻止股东创造新的多数董事会席位的决定……不涉及公司权力行使……相反,涉及股东阶层与董事会之间关于公司治理的有效权力的分配”)。关于 *Blasius* 标准起源的精彩描述,see Leo E. Strine, Jr, *The Story of Blasius Industries v. Atlas Corp. : Keeping the Electoral Path to Takeovers Clear*, in J. Mark Ramseyer, ed., *Corporate Law Stories* 243, 290–291 (Foundation, 2009)。

[64] *Blasius*, 564 A.2d at 659. See also *Aprahamian v. HBO & Co.*, 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987) (“董事会肩负着证明令人信服的理由的沉重负担”)。Gilson 质疑这一政策决定背后的逻辑,即保护股东的表决权,但不得出售股东的股票。Gilson J. Ronald, *Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It)*, 26 Del. J. Corp. L., 491, 512 (2001)。

[65] 20 世纪 80 年代以后,特拉华州法院继续在维持这种控制权分配方面发挥重要作用。See *Carmody v. Toll Bros, Inc.*, 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998) (只允许现任董事移除毒丸计划); *Quickturn Design Systems v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998); *Chesapeake Corp. v. Shore* (Del. Ch. 2000) (拒绝接受事实上损害股东通过投票影响公司政策能力的绝大多数规章细则规定)。

[66] 这导致 Kahan 和 Kamar 将特拉华州的法律归为“诉讼密集型”。Marcel Kahan & Ehud Kamar, *Price Discrimination in the Market for Corporate Law*, 86 Cornell L. Rev. 1205, 1232 (2001)。

变弱的反应也普遍受到欢迎。

1. 衰败的例证:交错董事会、毒丸计划、金腰带和指数剔除

特拉华州法院衰落的最显著的例子之一就是交错董事会和毒丸计划历经了显著变化。如前所述,特拉华州法院创造了一个长期的平衡:目标公司可部署维持交错董事会和毒丸计划,^[67]迫使潜在收购者应对这些障碍。^[68]如今,交错董事会和毒丸计划正从市场上消失,使管理者更加脆弱,法院在这一“分水岭”变化中没有起到任何作用。更直言不讳地说:这些收购保护机制的批评者并没有直接游说特拉华州法院修改管理交错董事会和毒丸计划的原则,而是施加了司法之外的压力,要求对这些工具的可允许性进行事实上的裁决。

(1)交错董事会。首先考虑交错董事会。在21世纪首个十年里,交错董事会备受青睐;在2000年,标普500公司的300家公司采用交错董事会制度。^[69]而在过去五年中,采用交错董事会制度的公司数量大幅下降。^[70]此变化极大程度上是大型养老基金与股东权利项目(SRP)合作的产物。^[71]这一股东权利项目(SRP)是哈佛大学法学院卢西恩·拜伯切克(Lucian Bebchuk)教授指导的实践课题项目。^[72]

[67] See, e. g., *Airgas, Inc. v. Air Prod. & Chemicals, Inc.*, 8 A.3d 1182, 1194 (Del. 2010); See also *supra* section I. A.

[68] Bebchuk 等人展示了交错董事会的力量,显示采用有效交错董事会保持独立的可能性几乎是平均目标公司的2倍。Bebchuk et al., *supra* note 18, at 890-91 (“交错董事会……提供了比以前公认的更强大的反收购防御机制……因为其使敌意收购者极难获得现任管理者反对的控制权”)。

[69] See Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, and Charles C. Y. Wang, *Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments*, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, No. 697, June 2011.

[70] See *infra* notes 73-74 (提供交错董事会采用减少的证据)。

[71] 交错董事会采用减少始于股东权利项目之前。机构投资者和其他股东根据研究发现,交错董事会与公司股票价格之间存在负相关关系。Id; see also Matthew D. Cain et al., *How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash*, 164 U. Pa. L. Rev. 649, 657 (2015)。

[72] See Lucian Arye Bebchuk, *Biographical Information*, Harvard Law Sch. (last updated Feb. 2015). See *Shareholder Rights Project*, Harvard Law Sch. (2015). 这个项目在2015年夏季结项。这些公共养老基金的资产总值超过4000亿美元,服务于300多万名成员。同上。

2012~2014年,该项目的工作重点是拆解分类(交错)董事会。^[73] 这项工作进行得非常成功,截至2015年年底,有102家标普500公司及《财富》世界500强公司进行拆解。^[74] 到2017年1月,不到105家标普500公司采取交错董事会制度。^[75]

(2)毒丸计划。毒丸计划亦复如是,同样面临急剧下降的局面。在2000年,有299家标普500公司中部署了毒丸计划。^[76] 到2017年1月,这一数字下降到17家。^[77] 时至今日,有影响力的投票咨询顾问宣布其反对未经股东批准而实施毒丸计划,并威胁要建议投票反对重新提名的执行毒丸计划的董事。^[78] 因此,尽管根据特拉华州法律,董事会可以自由地实施毒丸计划,但由于畏惧投票咨询顾问和机构投资者的愤怒,董事们往往优柔寡断、犹豫不决,能力大受掣肘。^[79] 事实上,超过半数的敌意收购中,毒丸计划从未被实施过,即便在敌意收购

[73] See *Shareholder Rights Project*, Harvard Law Sch. (2015).

[74] Lucian Bebchuk et al., *Toward Board Declassification in 100 S & P 500 and Fortune 500 Companies: The SRP's Report for the 2012 and 2013 Proxy Seasons*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg. (Feb. 25, 2014, 9:12 AM).

[75] Shark Repellent Data (last visited Jan. 17, 2017).

[76] Michael Useem, *The Ascent of Shareholder Monitoring and Strategic Partnering: The Dual Functions of the Corporate Board*, in Thomas Clarke & Branson M. Douglas eds., *The SAGE Handbook of Corporate Governance*, 136, 143, 2012.

[77] Id.

[78] Jill E. Fisch, *The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access, in Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity*, William Bratton & Joseph A. McCahery eds., *Economics and Regulation* 617, 669, 2015[“投票咨询顾问成功地迫使目标公司对其毒丸计划(通常是一年)设定一个较短的时限,否则投票咨询顾问会建议在代理权争夺中投票反对管理层的被提名人”]。2017年 Glass Lewis 投票咨询顾问指南建议股东投票反对“在前十二个月内未经股东批准通过一年以上的毒丸计划任职的董事会成员”。2017 *Proxy Paper Guidelines: An Overview of the Glass Lewis Approach to Proxy Advice*, Glass Lewis (2017); See also Toonkel, *supra* note 35.

[79] See 2009 Trends in Corporate Governance of the Largest US Public Companies, Shearman & Sterling LLP (2009) (“在接受调查的40个机构股东中,有18个机构股东会逐案考虑毒丸计划建议,有11个机构股东通常会投票反对毒丸计划,但在某些情况下会逐案考虑这项建议。然而,被调查的9个机构股东无例外地反对毒丸计划”)。

启动之后也是如此。^[80]这两种最受欢迎也是最为强大的反收购措施实施的减少,意味着几乎在特拉华州法院之外重塑了公司控制权的平衡。

(3)金腰带。市场力量作为重新分配公司控制权主要引擎的趋势并不限于交错董事会和毒丸计划二者。另一具有说服力的典例是对金腰带限制的起起伏伏。金腰带,作为一种激励薪酬方案,是激进对冲基金最喜欢的工具。在这种方案设计里,一旦激进股东提名的董事实现激进股东的既定目标,便可获得对冲基金的奖励。^[81]早期,数十家面临或期待激进行动回应的上市公司在公司规章制度中限制使用金腰带。从法律的角度来看,金腰带是否损害了董事的受信义务是一个开放的、有趣的问题。^[82]在特拉华州法律中,禁止此类激励薪酬方案的公司规章制度是否被允许同样是个问题。^[83]然而,如下文所述,^[84]这些问题并没有诉诸司法程序,事实上都是当事人通过行使自由控制权而解决。

2013年5月,WLRK律师事务所发布了一份备忘录,建议各公司通过限制金腰带的规章制度。^[85]此后,32家公司便依此行事。^[86]作为回应,投票咨询顾问机构股东服务公司(ISS)建议股东向提名与治理委员会成员保留选票。反过来,提名与治理委员会董事提名人选获得了34%的保留选票,这表明投资者普遍不满。^[87]机构股东服务公司

[80] See Subramanian, *Delaware's Choice*, *supra* note 17, at 5 (“近几年来,59%的部署毒丸计划的公司,在敌意收购启动时没有实施毒丸计划”)

[81] See Gregory H. Shill, *The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty*, 64 *UCLA L. Rev.* 1246, 1249-50 (2017).

[82] See *id.* at 1274 (讨论围绕金腰带的一些问题,只要其与潜在的受信义务存在交叉)。

[83] *Id.* at 1246. Travis Laster 最近表示,金腰带安排本身可能构成利益冲突。In re PLX Technology Inc. Stockholders Litig., C. A. No. 9880 - VCL, at 30 (Del. Ch. Sept. 3, 2015). 一些著名公司法学者走得更远,将其金腰带比作贿赂,并敦促禁止这种行为。See, e. g., Stephen Bainbridge, *Can Corporate Directors Take Third Party Pay from Hedges Funds?*, ProfessorBainbridge.com (Apr. 8, 2013).

[84] See *infra* notes 85-90 and accompanying text.

[85] See Martin Lipton, *Bylaw Protection against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg (May 10, 2013).

[86] Cain et al., *supra* note 71, at 672.

[87] *Id.* at 673.

后来威胁道,将对限制金腰带的公司施加更多的保留建议。截至2014年5月,32家限制金腰带的公司中有28家已经取消限制。^[88]到了2016年1月,只有3家公司仍然保留限制。^[89]最终,甚至WLRK律师事务所也承认,限制金腰带的公司章程细则的通过可能会引发投资者关系问题。^[90]以此观之,一个复杂紧迫的公司治理问题完全是在诉讼之外解决的,其所依赖的乃是市场行为者施加的压力。

(4) 指数剔除。在本文撰写之际,另一项重要法律后果的法外变化正在酝酿之中:有些股东权利提倡者正在试图消除多层股权结构日益增加的采用,这种股权结构通过将多类股票发行者剔除在股票指数之外,限制或取消某些类别股东表决权。^[91]2017年3月,Snap公司进行了34亿美元的首次公开募股,当时Snap公司在有争议的情况下发行了没有表决权的普通股。此后不久,标准普尔公司宣布打算禁止多层股权结构公司纳入标普500指数。^[92]无论人们对多层股权结构的优越之处有何种看法,^[93]标普500指数冲击了在首次公开募股中赋予各方当事人的契约自由,而不是等到法庭上质疑这种行为。这是法外行为者在公司法与公司治理重要问题上取代特拉华州法院裁决者角色

[88] Cain et al., supra note 71, at 653.

[89] Id. at 667.

[90] Martin Lipton, *ISS Addresses Dissident Director Compensation by Law*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg (Nov. 21, 2013).

[91] 已通过首次公开募股的上市公司的股票经常被纳入与公司治理无关的标准的指数。例如,包括在标普500指数中,审查委员会评估该公司的业绩采用8项主要标准:市值、流动性、住所、上市、行业分类、财务活力、公开交易和股票交易的时间。See S & P U. S. Indices Methodology (March 2018). 许多被动投资者的策略是自动购买某一指数中包含的每一家公司的股票。由于被动投资者在持有和交易美国公司的投资者中占据较大比例,因此将其排除在指数之外可能导致投资资本的重大损失。See Madison Marriage, *Passive Funds Take Third of U. S. Market* (Sept. 11, 2016), Financial Times.

[92] See Trevor Hunnicutt, *S & P 500 to Exclude Snap After Voting Rights Debate*, Reuters, (July 31, 2017). 另一家主要的指数提供商 FTSE Russell 也宣布了对低表决权股票的类似限制。See Abe M. Friedman et al., *S & P and FTSE Russell on Exclusion of Companies with Multi-Class Shares*, Harv. L. School Forum on Corp. Governance and Fin. Reg (Aug. 5, 2017).

[93] See Andrea Tan & Benjamin Robertson, *Why Investors are Fretting Over Dual-Class Shares*, Bloomberg (July 10, 2017).

的又一典型例证。^[94]

2. 对冲基金积极主义和公司冲突的法外解决

第一部分讨论了特拉华州公司法死亡的若干征兆。在本节中,我们将讨论对冲基金积极主义机制,这是一种允许市场参与者回避特拉华州法院的主要司法外力量。

对冲基金积极主义,是在法院之外股东解决与管理层的争议使用的愈发频繁的重要渠道。对冲基金鼓吹在个案基础上进行公司改革,机构投资者主要通过行使表决权来决定这些举措的命运。^[95] 在过去二十年里,对冲基金积极主义已然成为一种行之有效、作用突出的公司治理机制。^[96] 对冲基金通过不同程度推动公司以某种方式行事以确保股东的价值(并提高基金投资者自身的利润)。^[97] 为此,对冲基金推动了股权回购、股利分配、部门拆分、公司合并或公司出售以及管理层更换等举措。^[98] 2015年,556家激进对冲基金共持有1420亿美元资

[94] 股东在法院之外成功地修改了上市公司的章程,以便在董事选举与代理参与权提案中实行多数表决制从而获得额外的控制权。多数表决制要求董事获得多数股东的支持才能重新任命,而不像简单多数决制,只需比其他候选人获得更多选票。See, e. g., Shearman & Sterling, *Majority Voting Standards* (2015). 代理参与权制度要求董事会在公司年度代理权报告中列入股东提名的董事候选人。关于在公司章程中加入代理参与权条款的重要性及其成功的概述, see Sullivan & Cromwell LLP, *2016 Proxy Season Review* (July 11, 2016). See also Lisa M. Fairfax, *The Theory Business Corporation Act at Sixty: Shareholders and Their Influence*, *Law & Contemp. Probs.*, Winter 2011, at 19, 25.

[95] For helpful background, see generally Thomas W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, 32 *J. Corp. L.* 681, 686 (2007).

[96] 关于对冲基金积极主义不同于其他机构股东积极主义的一些方面, see, e. g., Alon Brav et al., *HedgeFund Activism: A Review*, 4 *Found. & Trends Fin.* 185, 186 – 187 (2010)。

[97] See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021 (2007).

[98] See Sharon Hannes, *Super Hedge Fund*, 40 *Del. J. Corp. L.* 163, 190 – 1191 (2015) (表明在一种新的市场机制中,超级对冲基金将维持对冲基金积极主义的优越之处,同时抑制其负面影响)。See also, Brav et al., *supra* note 96, at 198.

产。^[99] 自 2006 年以来,几乎每六家标普 1500 公司中就有一家公司成为对冲基金行动的目标,而且这个数字还在继续攀升。^[100]

当对冲基金与目标公司管理层之间的冲突提交到法院时,司法干预不太可能起到决定性作用。换言之,当对冲基金启动一个法律程序时,通常意味着要么对管理层施加额外压力,要么处理目标公司董事会所采取的保护措施的问题,而不会保护特定的处置。比如,一家活跃的对冲基金 Third Point,其中被告 Sotheby's 公司采用一种双层毒丸计划^[101]专门用于防御激进对冲基金。^[102] 法院驳回了 Third Point 初步禁止 Sotheby's 毒丸计划的动议,认为 Sotheby's 公司董事会实施和维护双层毒丸计划,是在 Unocal 审查范围内针对对冲基金 Third Point 构成的威胁所作出的合比例性的回应。^[103]

对冲基金 Third Point 令 Sotheby's 公司董事会在司法上获得表面上的胜利,但在现实中,这一胜利并无太大意义。2014 年 5 月,Sotheby's 公司和对冲基金 Third Point 在一场激烈的代理人争夺之后达成一份协议,Sotheby's 公司将其董事会成员扩大至 15 名,并为对冲基金 Third Point 保留了 3 个候选人席位,其中包括对冲基金 Third Point 创始人 Dan Loeb。此外,Sotheby's 公司同意解除毒丸计划,从而允许对冲基金 Third Point 将其在 Sotheby's 公司的股权提高到 15%。^[104] 这笔交易是在 Sotheby's 公司年会的前一天达成的,反映出 Sotheby's 公司股东与机构股东服务公司向董事会施加的巨大压力。^[105]

这种结果并非 Sotheby's 公司所独有。事实上,尽管法院在 Third

[99] See *Activist Investing: Impact on 2016 Dealmaking*, Toppan Vite N. Y. 6 (Feb. 2016). Compare the data summarized in 2016 U. S. Shareholder Activism Review and Analysis, Sullivan & Cromwell LLP 7 (Nov. 28, 2016).

[100] Citi Corp. & Inv. Banking Div., *Rising Tide of Global Shareholder Activism* (Nov. 12, 2013).

[101] *Third Point LLC v. Ruprecht*, 2014 WL 1922029, at *10 (Del. Ch. May 2, 2014).

[102] *Id.* at *1.

[103] *Id.* at *5.

[104] See Sotheby's Press Release, *Sotheby's and Third Point Reach Agreement* (May 5, 2014).

[105] See Agustino Fontevicchia, *Truce! Dan Loeb's Third Point Gets 3 Board Seats, But Sotheby's CEO Bill Ruprecht Stays On Board*, *Forbes* (May 5, 2014).

Point 案批准管理层单方面实施毒丸计划,但似乎公司趋向与对冲基金达成和解,而不就纠纷的是非曲直诉诸法院。^[106] 更能说明问题的是,对此类和解不满意的机构投资者,并不向法院起诉董事会违反受信义务,而是直接向董事会表达不满。^[107]

3. 特拉华州法院对市场主导地位的欢迎和理想反应

几乎没有迹象表明,特拉华州法院顽强抵制司法程序外市场行为者在解决公司纠纷方面发挥主导作用的这种转变。相反,法院似乎接受并承认这一变化。^[108] 这种司法行为的一个显著表现是对独立董事和股东表决的尊重与日俱增,令受到挑战的公司对现金流权的决策合法化,最近 Cornerstone 案、^[109] Corwin 案^[110] 和 MFW 案^[111] 就印证了这一点。

在 Cornerstone 案中,特拉华州最高法院认为,独立董事虽面临着控制人冲突交易的诉讼,但可受到商业判断规则的保护,并有权请求驳

[106] See 2016 U. S. Shareholder Activism Review and Analysis, Sullivan & Cromwell LLP (Nov. 28, 2016) (“迄今已向美国证交会提交的 2016 年激进行动的和解协议的数据比例,与 2015 年已完成的激进行动总数相比有大幅提升”); Jay Frankl and Steve Balet, *The Rise of Settled Proxy Fights*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance and Fin. Reg. (Mar. 22, 2017) (“在 2016 年的 110 场代理权争夺中,有 50 场以和解告终,这是迄今我们所见过的最多的一年”); See also John C. Coffee, *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality* 3-5, 10 (October 24, 2017).

[107] See Coffee *id.*, at 24, and JP Morgan’s Report on the 2017 Proxy Season, at 3 [“特别是指数投资者,对过去几个代理季中迅速达成和解的数量表示失望,认为这是对他们选举董事的权利的篡夺。代表超过 8 万亿 AUM 的三大指数投资者,公开敦促投资组合公司在结算前征求他们的反馈和(或)遵守实现激进投资者利益与其他股东利益相一致的谈判和解具体方针。假设没有如此行事,出现不可接受的和解后投资者可能会投票反对现任董事”]。

[108] 不过请注意,我们所称法院接受法外市场行为者的做法,并不等于说是法院造成了这一变化。See *supra* note 50 and accompanying text.

[109] *In re Cornerstone Therapeutics Inc., Stockholder Litig.*, 115 A.3d 1173 (Del. 2015).

[110] *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A.3d 304, 306 (Del. 2015).

[111] *In re MFW Shareholders Litig.*, 67 A.3d 496, 499 (Del. Ch. 2013), *aff’d sub nom. Kahn v. M & F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

回缺乏具体的违反忠实义务的诉求。^[112] 批准请求的实际结果是避免质询,令董事免于回答不满股东的问题,并免除董事的司法惩戒。相反,这种约束作用被转移到市场。在市场上,当机构投资者认为董事不正当地批准了一项不公平冲突交易时,他们可以行使控制权惩罚董事。^[113]

在 Corwin 案中,法院又发布了另一份倾向于市场的判决,认为多数完全知情和无利害关系的股东批准的合并必须符合备受尊重的商业判断规则标准,即使公司董事在合并结束前各阶段疏忽或具有利益冲突。^[114] 法院的推理强调了表决权在诉讼中根深蒂固的优势:“当……无利害关系的股权所有者可以轻易地投反对票保护自己时,司法介入的审查标准的效用就会给股东带来更高的成本。以诉讼费用与风险控制形式呈现的成本比承诺给股东带来的利益要高。”^[115] Singh 案在一定程度上强化了 Corwin 一案的规则,并认为:比如,“商业判断规则审查标准因投票而启用”、Corwin 案的“净化”要求、“通常结果是驳回起诉。”^[116] 在 Corwin 案后的判决中,特拉华州法院已经全然接受 Corwin 案的规则,并宣布充分知情和未经胁迫的股东的批准将使商业判断规

[112] Cornerstone, 115 A.3d at 1179 – 1180. 这一裁决推翻了法院先前认定的完全公平标准的适用。Id. at 1175。

[113] See, Lynn A. Stout, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, 93 Va. L. Rev. 789, 807 (2007) (“今天,股东有更强能力协调一致地行动及影响董事会,此乃包括像养老基金和共同基金等机构投资者影响力越来越大等共同促成的结果”); Brian R. Cheffins, *Delaware and the Transformation of Corporate Governance*, 40 Del. J. Corp. L. 1, 13 (2015) (“然而,在过去十年里,主流机构股东越来越多地向专门收购目标公司大额股权的激进对冲基金提供资金,鼓动变革意味着激进对冲基金的活动已经在董事会中产生了愈发显著的影响”)。

[114] Corwin, 125 A.3d 304 at 305, 312.

[115] Id. at 313. See Singh v. Attenborough, 137 A.3d 151, 152 (Del. 2016)。

[116] Singh v. Attenborough, 137 A.3d 151, 152 (Del. 2016). Consider also In re Columbia Pipeline Group, Inc., No. 12152 – VCL, 2017 WL 898382 (Del. Ch. Mar. 7, 2017). 法院“(1)认定股东在充分知情的表决中批准了该交易;(2)因此认为,根据 Corwin 案,适用商业判断规则的审查标准;(3)驳回案件”。Gail Weinstein & Warren S. de Wied, *Columbia Pipeline: Directors’ Self – Interest Does Not Exclude “Cleansing” Under Corwin*, Harv. L. Sch. Forum on Corp. Gov. and Fin. Reg. (Apr. 3, 2017)。

则保护“不可挽回”。^[117]

在受控公司方面,MFW 案提供了另一个显著的例子,表明特拉华州法院在裁判被质疑的交易时尊重股东表决。^[118] MFW 案是一起关于典型的私有化合并,在该案中,控股股东 Ron Perelman 试图通过收购小股东将公司私有化。^[119] 按 MFW 案当时的审查标准,控股股东寻求一项私有化合并须接受完全公平审查。如果控股股东获得功能完备的独立董事特别委员会或多数小股东的同意,那么他就可将举证责任转移到原告身上。^[120] 然而,MFW 案包含一个关键障碍:Perelman 以这两项保护措施的使用作为交易条件。^[121] 作为裁判者,当时的 Strine 法官初次审视该案时认为,一项以特别委员会的批准和知情小股东的投票为条件的交易,有权受到商业判断规则审查,而不仅仅是其中一项为条件,也不是简单的负担转移。^[122] 如此,只要双方当事人有机会行使自己的控制权,MFW 案就提供了一条可以将法院从完全公平审查中抽离出来的途径。^[123]

无独有偶,近期的股权回购案件中,特拉华州法院也趋向于尊重交易价格作为公允价值的决定性指标,这再次表明与特拉华州法官相比,

[117] In re Volcano Corp. , 143 A.3d 727, 738 (Del. Ch. 2016); In re OM Group, Inc. Stockholders Litigation, No 11216 - VCS, slip op. at 31 (Del. Ch. Oct. 12, 2016); Larkin v. Shah, No 10918 - VCS, slip op. at 4 (Del. Ch. , Aug. 25, 2016).

[118] In re MFW Shareholders Litig. , 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013) , aff'd sub nom. Kahn v. M & F Worldwide Corp. , 88 A.3d 635 (Del. 2014).

[119] Id. at 499.

[120] See Kahn v. Lynch Commc'n Sys. , 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994).

[121] In re MFW, 67 A.3d 496, at 499.

[122] Id. at 517, 535.

[123] 事实上,MFW 案裁决之后,90% 以上由控股股东发起的私有化合并在已经普遍的特别委员会批准的基础上增加了表决的条件,以此走上法院采取的商业判断规则的道路。See Fernan Restrepo, *Judicial Deference, Procedural Protections, and Deal Outcomes in Freezeout Transactions: Evidence from the Effect of MFW*.

市场参与者更有能力解决公司现金流冲突。^[124]

宽松的司法审查及对市场力量的更多依赖也出现在交易之外的批准和评估,也许最显著的是在“仅限于披露”和解的情形下。在交易诉讼的背景下,原告往往获得和解,这些和解不提供金钱损害赔偿,而只要求被告做出一些微不足道的披露。^[125]然而,这些和解是有问题的,这不仅是因为它们以律师费的形式浪费了公司资源,而且还因为它们可能导致被告从潜在的有价值的诉讼中被彻底释放。^[126]在 Trulia 案中,^[127]特拉华州法院拒绝批准与所谓的“仅限于披露的集体诉讼”相关的和解协议。^[128] Bouchard 法官一再回到股东投票支持合并的争论中来,这表明股东的批准为法院驳回提供了依据。^[129]因此,特拉华州

[124] 在最近一项判决中,特拉华州最高法院虽然没有采纳关于交易价格准确性的推定,但基于“监管不确定性”推翻了初审法院拒绝遵从交易价格的做法。DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value Partners, L. P., 172 A.3d 346, 363 (Del. 2017). A similar decision was also reached at Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd., No. 565, 2016 (Del. Dec. 14, 2017). 对于其他类似的判决, see, e. g., Merion Capital LP v. BMC Software, Inc., No. CV 8900 – VCG, 2015 WL 6164771, at *18 (Del. Ch. Oct. 21, 2015), judgment entered, (Del. Ch. Nov. 3, 2015); Merlin P’rs LP v. AutoInfo, Inc., 2015 Del. Ch. LEXIS 128, at *48 (Del. Ch. Apr. 30, 2015) (“尽管如此,由于合并价格似乎是对价值的最佳估计,法院将充分考虑这一价格”); Long Path Capital, LLC v. Ramtron Int’l Corp., No. CV 8094 – VCP, 2015 WL 4540443, at *20 (Del. Ch. June 30, 2015), judgment entered, (Del. Ch. Sept. 1, 2015) (“在这种情况下,这两种方法都不能得到公允价值的可靠衡量。相反我的结论是,合并价格提供了公允价值的最佳指标”)。See also Albert Choi & Eric Talley, *Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (Jan. 6 2017) (“即使在双边谈判涉及单一投标人的交易中,法院也越来越多地赋予合并价格以实质性证据的地位”)。

[125] See Peter J. Walsh, Jr. & Aaron R. Sims, *Delaware Insider: Trulia and the Demise of “Disclosure Only” Settlements in Delaware*, Bus. Law Today 1 (Feb. 2016).

[126] See *id.*

[127] *In re Trulia, Inc. Stockholder Litig.*, 129 A.3d 884, 892 (Del. Ch. 2016).

[128] 最近有关诉讼费率的数据表明,这些判决对阻止诉讼产生了重大影响,至少在短期内是如此。See, e. g., Meredith E. Kotler & Vanessa C. Richardson, *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, Disclosure – Only Settlements in M&A Litigation* (Sept. 5, 2016).

[129] *Trulia*, 129 A.3d at 889 (“Trulia 公司的股东压倒性地支持这项交易。在参与表决的股权中,99.15%投了赞成票”)。

法院似乎越来越怀疑,越多细节披露越有利于成熟精明的股东,所以大大减少了仅限于披露的和解与诉讼。^[130]

总之,特拉华州法院对市场行为者的尊重程度增加,反映出特拉华法院正确地认识到,成熟股东更有能力判断董事会决定的优劣,并严惩不忠诚和能力不足者。正如我们在下一部分提出的理论所阐述的,如同许多学者所认为那般,在现金流冲突背景下特拉华州法院的退让并非纯粹是司法意志的结果,而这恰恰是特拉华州保持作为公司注册的主要地区的优势地位所必需的。^[131]

二、法院在公司纠纷解决中作用的理论

第一部分阐述了特拉华州法院的衰落,指出其乃公司法死亡的缩影。接着的问题便是,是什么导致公司法的死亡?背后原因为何?本部分通过提出新理论解释市场基本动态,试图解答这些问题。

(一) 法院在公司不完全合同中的作用

董事会和股东之间的基本公司合同总是不完全的。^[132] 假设 Marco 是一位有社交媒体商业头脑的企业家,而 Sarah 是一位正在寻找项目承诺投资的风险投资家。两人签订一份合同, Sarah 向 Marco 提供资

[130] Id. (“从业人员应预期,除非补充披露解决方案明显涉及重大失实陈述或遗漏,否则今后可能会继续遭到反对……”) See also Jill E. Fisch et al., *Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis and a Proposal for Reform*, 93 Tex. L. Rev. 557 (2015) (认为仅限于披露和解对股东没有任何经济利益)。

[131] See supra note 8.

[132] 有关不完全合同的背景性知识, see generally Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration*, 94 J. Pol. Econ. 691 (1986); Hart & Moore, supra note 27, at 1119. 对于在公司内部间接或明确适用不完全合同框架的研究, see John C. Coffee, Jr., *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*, 25 J. Corp. L. 1, 27 (1999); Jonathan R. Macey, *Corporate Law and Corporate Governance A Contractual Perspective*, 18 J. Corp. L. 185, 190 (1993); Frank H. Easterbrook, *The Corporate Contract*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1418 (1989).

金,以换取公司未来利润的一部分。合同交易核心在于资金融通: Sarah 此时提供现金给 Marco 是为了换取 Marco 在未来创造更多现金的承诺。然而,该合同没有具体说明 Marco 未来将如何产生更多现金。毋庸置疑,未来必然包含诸多不确定性,譬如新的竞争对手的出现,需要重新调整业务计划等。因为 Marco 和 Sarah 不能按合同列举未来每个可能的决定,^[133]所以该合同注定是不完全的。

关于不完全合同学说,学界已有大量文献。^[134] Robert Scott 教授和 George Triantis 教授在合同设计方面的开创性研究表明,签订不完全合同的各方寻求最小化起草和商议合同条款的事前成本与因合同未解决的诉讼争议事项的事后成本之和。^[135] Triantis 和 Albert Choi 教授随后的研究涉及当事人如何在公司背景下设计一份不完全的合同,在合同条款的模糊性和具体性之间框定事前起草与事后诉讼成本之间的平衡。^[136] Scott, Ronald Gilson 及 Chuck Sable 三位教授近期介绍了一种模型:在不完全合同中,当所讨论目标更明确时,各方当事人更偏好具体的条款;反之,当不确定性使法院成为最便利的事后裁决者时,各方当事人则更倾向于模糊的条款。^[137]

尽管对不完全合同模型已有这些深思熟虑的研究,但既有研究仍然存在明显空白:很少有人探究在业已存在的不完全合同中特别是在

[133] See Robert E. Scott & George G. Triantis, *Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design*, 56 Case W. Res. L. Rev. 187, 190 (2005) (“对律师而言,合同是不完全的,因为其没有说明各方在每一种可能状态下的义务”）。

[134] 有关不完全合同概念的更多背景资料, see generally Philippe Aghion & Patrick Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, 59 Rev. Econ. Stud. 473 (1992)。

[135] Scott & Triantis, *Incomplete Contracts*, supra note 133, at 188 – 190.

[136] See Albert Choi & George Triantis, *Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions*, 119 Yale L. J. 848, 855 (2010) (“我们的目标始终是论证模糊性从战略上可解决有效缔约的信息障碍”）。

[137] See Ronald J. Gilson, Charles F. Sabel & Robert E. Scott, *Text and Context: Contract Interpretation as Contract Design*, 100 Cornell L. Rev. 23, 29 (2014)。

公司治理背景下法院的角色及功能。^[138] 换言之,早期理论研究侧重于合同关系设计,我们则重点关注法院在不完全合同中所起的作用,以及当事人在有选择自由的前提下是否选择法院解决纠纷。^[139] 本文试图填补文献中的这一空白,首先解释了被代理人 and 代理人何时更愿意求助法院解决纠纷,何时更倾向行使控制权解决纠纷。

(二) 代理成本、被代理人成本和裁判成本

因为 Marco 和 Sarah 不可能在合同上列举未来所有可能的决策,所以他们必须事先决定如何分配公司产生的价值(现金流权)和各类事项的决策权(控制权),这正是公司治理的本质。不完全合同的当事人承认控制权分配与现金流权分配的冲突均可能在未来出现。事先决定如何解决因不完全合同中未指明事项而引起的未来纠纷时,双方当事人有两种选择:(1) 将决策权限分配给被代理人、代理人或其某种组合;(2) 将权限分配给中立第三方。^[140]

首先考虑第一种选择:当事人可以将对某类事项的决策权分配给

[138] 公司法学术研究已经强调了法院强制执行忠实义务的重要性。See Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, *Corporate Control and Credible Commitment*, 43 Int'l Rev. L. & Econ. 119, 123-29 (2015) (将忠实义务描述为对受控公司面临的可信承诺问题的部分解决方案)。

[139] 在我们的理论中,对公司合同的司法解释不是双方当事人在起草阶段考虑的未来成本,争议出现时当事人可能诉诸法院也可能不诉诸法院。值得注意的是,该法院有能力制定默示规则,其目的可能是形成或妨碍当事人以法外方式解决公司纠纷的能力。值得注意的是,虽然我们在本文主要提供了一种理论,它解释了在现有公司合同背景下被代理人和代理人在何种条件下将会或不会诉诸司法途径解决纠纷,我们的理论也有可能为今后的合同设计的讨论提供参考。然而,为了明确和简洁起见,我们把当事人如何将我们的理论应用于合同设计的问题留待另文解决。

[140] 因为我们的 Marco 和 Sarah 的例子是从现实中抽象出来的,为了传达我们理论的本质,所以必须厘清代理人的身份。代理人的身份变化取决于其是在一个分散所有权的公司还是在一个集中所有权的公司。如果是在分散所有权的公司,代理人是董事会和管理层,而如果公司有一个控股股东的话,则该控股股东是代理人(在后一种情况下,小股东为被代理人)。Goshen & Squire, *supra* note 30, at 785. 理解这种差异的一种方法是考虑在一个分散所有权的公司中,董事会和管理者的能力和冲突成本将引发代理成本,因为分散的股东控制行为的能力有限(例如,由于理性冷漠或集体行动问题);在受控公司中,控制股东的能力成本和冲突成本比代理成本更引起关注,因为控制股东能够迫使公司(包括董事会和管理层)按照其认为合适的方式行事。See Goshen & Hamdani, *supra* note 30, at 581-582。

代理人、被代理人或两者的某种组合。例如,回到 Marco – Sarah 假设中,将决策权分配给 Marco 也许是有意义的。作为企业家,Marco 在日常的业务运作中其有卓越的专业知识以及熟悉业务信息。在设定 Marco 补偿基础上将决策权分配给 Marco 与 Sarah 二人分享也许是有意义的,因为 Sarah 可能不相信 Marco 会给予自己一个公平的补偿水平。Marco 和 Sarah 之间任何具体控制权分配的效率将取决于代理人行使控制权(代理成本)及被代理人行使控制权(被代理人成本)产生的“控制成本”的平衡。^[141]

在“控制成本”项下有两个子类别:“能力成本”与“冲突成本”。^[142] 当行使控制权一方犯下一个诚实的错误降低公司价值时,能力成本就会产生。这些成本推动了授予 Marco 日常业务决策权力的决定,因为 Marco 有卓越的专业知识以及熟悉业务信息,这就意味着他会比 Sarah 少犯一些诚实的错误(代理能力成本低于被代理人能力成本)。另外,当行使控制权一方为了自身利益而采取降低公司价值的行为时,冲突成本便会产生。^[143] 这些成本促使双方决定在对 Marco 补偿基础上将决策权分配给双方,如果 Marco 是一个自利的代理人(存在高代理人冲突成本的风险),他可能试图以高于自身服务的公允价值水平补偿自己。

其次,考虑解决不完全合同纠纷的第二种选择:当事人可以将决策权分配给中立的第三方,如法院。^[144] 回到 Marco – Sarah 假设中,当事人可决定法院应否准许该公司与 Marco 所拥有的另一家公司进行一项“自我交易”,无论如何确定都取决于法院判定交易公平与否。被代理人 Sarah 唯一保留的控制权是向法院请求阻止其不同意的代理人 Marco 进行自我交易的权利——“义务强制执行权”。^[145]

[141] Goshen & Squire, *supra* note 30, at 796 – 808.

[142] See *id.*

[143] See *id.* at 785 – 90(讨论能力成本), 790 – 794(讨论冲突成本)。

[144] 我们假定当事人选择法院作为中立的第三方,而不是选择行政机构或私人仲裁员。然而,分析是相同的。

[145] See Goshen & Squire, *supra* note 30, at 798 – 801(解释义务强制执行权在公司治理中的作用)。

这正是我们理论的批判性观察:如同被代理人或代理人行使控制权产生控制成本,第三方裁判行使控制权同样产生成本。我们称这类控制成本为“裁判成本”。裁判成本可能在各类不同情况下产生,既涉及能力成本,也涉及冲突成本。法院负责裁决日常商业决策中的纠纷,可能缺乏代理人和被代理人所拥有的关于公司业务的专门知识和信息。如果法院因缺乏信息或缺乏评估信息所必需的专门知识失误地阻却一项增值交易时,则将产生裁判能力成本。我们对裁判能力成本的关注激发了商业判断规则的活力,其要求法院服从董事和管理者的无利害关系、知情的决定。

假设存在一个专业化、诚实的司法机构,我们可以预期与法官利益冲突有关的裁判冲突成本是最低的。^[146]我们必须将理论从程式化的单一管理者/单一投资者的公司扩展开来,以理解裁判冲突成本如何影响当事人是否寻求法院裁判的偏好。假设一家公司拥有成千上万的被代理人(投资者),他们每个人都拥有极小一部分公司股权,并持有多元化投资组合。如以前一样,当事人可委托法院审查受到质疑的冲突交易。但是,由于每一位被代理人都持有公司极小股权,他们每个人都缺乏必要动机提起有力诉讼。^[147]因此,被代理人有动机将权利授予法院,然后向律师付费,希冀“私人总检察长”在这些费用承诺激励下,能够大力推动诉讼。^[148]但是,对律师的激励可能会背离其委托人,^[149]特

[146] See *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 811 – 813 (Del. 1984); *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717, 720 (Del. 1971) (“董事会享有合理的商业判断推定,其决定如果可归因于任何合理的业务目的,则不会受到干扰”)。

[147] 这是 Berle 和 Means 近一个世纪前分析的“所有权和控制权分离”问题的一个实例。See generally *Berle & Means*, *supra* note 37。

[148] “私人总检察长”一词是由 Jerome Frank 法官提出的,意指为了维护公众利益而采取行动的人。 *Associated Indus., Inc. v. Ickes*, 134 F. 2d 694, 704, 705 (2d Cir.), vacated on other grounds, 320 U. S. 707 (1943)。

[149] See, e. g., *The Trial Lawyers' New Merger Tax: Corporate Mergers and the Mega Million – Dollar Litigation Toll on Our Economy*, U. S. Chamber Institute for Legal Reform (Oct. 2012) (讨论原告律师基于低效、冲突的倾向,企图通过诉讼挑战绝大多数合并); see also *supra* notes 127 – 130 (描述特拉华州法院在理论上试图遏制这种滥用行为的几种方式)。

别是如果法院有时在琐碎的诉讼中误判律师费。^[150] 因为只有当事人寻求法院解决纠纷时,才会引入原告律师冲突的可能性,所以在此引发的冲突成本实际上乃是一种裁判成本。换言之,“裁判成本”是整个诉讼过程中产生的成本,而不仅仅是法官引发的成本。下表为不同类型的冲突成本与能力成本。

控制成本表

项目	能力成本	冲突成本
被代理人	<ul style="list-style-type: none"> ● 信息不足与专业知识不足 ● 智力不足 ● 情绪控制差 ● 认知偏见 ● 协调问题 	<ul style="list-style-type: none"> ● 集体行动问题 ● 理性冷漠 ● 保留 ● 投资视野差异 ● 投资目标不同 ● 外部利益冲突
代理人	<ul style="list-style-type: none"> ● 信息不足与专业知识不足 ● 智力不足 ● 情绪控制差 ● 认知偏见 	<ul style="list-style-type: none"> ● 卸责(减少努力) ● 转移(自我交易与低效率,自我推销与自我决定)
裁判	<ul style="list-style-type: none"> ● 信息不足与专业知识不足 ● 智力不足 ● 情绪控制差 ● 认知偏见 ● 案件堆积 	原告律师: <ul style="list-style-type: none"> ● 费用冲突 ● 法院 ● 法官声誉压力 ● 法官任命程序影响

洞察到被代理人、代理人和法院均会产生控制成本,便能清楚在某些情况下当事人可能希望将决策权授予法院而不是自我保留权利。假设一位高能力成本的被代理人(例如,被代理人对公司业务知之甚少)和一位低能力成本的代理人但存在较高潜在冲突成本(如被代理人是位

[150] 大量文献涵盖了与这种诉讼模式相关的代理成本。See, e. g., John C. Coffee, *Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, 86 Colum. L. Rev. 669 (1986). 在我们的理论框架中,这些成本是裁判冲突成本的种类,而这又落在控制成本的范畴之中。

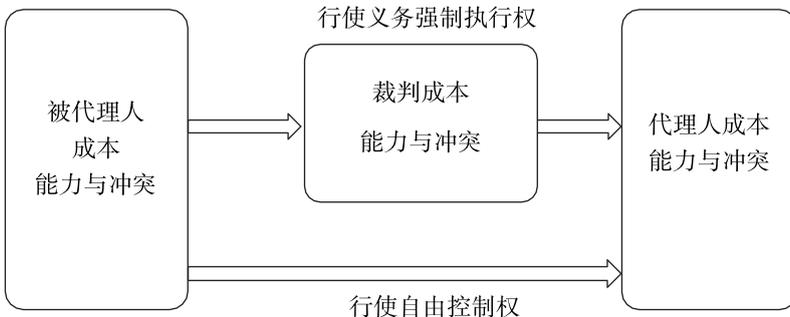
专家)。进一步假设当事人预测代理人可能进行自我交易,因此希望防止不利的冲突交易。考虑如前所述两种可能的治理结构选择:第一种选择是赋予被代理人否决任何涉及代理人自我交易的权利。第二种选择是赋予被代理人行使向法院提出异议的权利。

关于第一种选择,被代理人由于其能力不足可能会错误地行使否决权,抑或会阻碍受益交易或批准不利交易。否决权的错误行使将产生被代理人能力成本。如果法院本身也带来相当能力成本(如非专业法院),则第二种选择是以被代理人能力成本取代法院能力成本。但是,假如法院能力成本较低(如一个专业法院),当选择阻止交易时,法院可能比被代理人犯更少错误,从而能够降低总控制成本。此时,寻求法院司法介入成为一个更优选项。

反之亦然,假设一个低能力成本的被代理人(专家投资者)和一个高能力成本的法院(非专业法院)。于此,当选择否决交易时,被代理人可能比法院犯更少错误,故此行使否决权成为更优选项。如果被代理人 and 法院都产生较低能力成本(双方都是专家),与裁判程序相关的冲突成本使当事人更倾向行使否决权。最后,如果法院和被代理人都产生较高能力成本时,那么被代理人必须决定是否要完全放弃代理关系。^[151]

下图大致说明了被代理人成本、代理人成本和裁判成本之间的相互作用。被代理人可以通过自身努力(通过行使自由控制权如股权投资)来追究代理人责任,也可以在法院协助下(通过行使义务强制执行权如因违反董事受信义务而提起诉讼的权利)向代理人追责。在此,行使自由控制权将提高被代理人成本和代理成本,而义务强制执行权的行使也会提高裁判成本。

[151] 这一结论的不幸含义是,一个国家如没有低于某种裁判成本门槛水平的法院,则不太可能拥有资本市场。See Rafael La Porta et al., *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J Fin. Econ. 3, 4 (2000) (“在没有投资者保护的极端情况下,内部人士可以非常有效地窃取一家公司的利润。没有强大的声誉,任何理性的局外人都不会为这样的公司提供资金”。



被代理人成本、代理人成本及裁判成本

一般而言,各方的总控制成本可能会随着裁判控制成本的提高而降低。换言之,即可能出现被代理人成本与代理成本二者之和高于被代理人成本、代理成本、裁判成本三者之和。传统的经济理论假设表明当事人将向法院分配更多的决策权,^[152]反之亦然。当各方的总控制成本随着裁判控制成本的提高而提高时,即被代理人成本、代理成本、裁判成本三者之和高于被代理人成本与代理成本二者之和时,我们的理论预测,双方将在不涉及法院的情况下向被代理人、代理人或两者分配更多决策权。

1. 按裁判类型划分的总控制成本

在引入公司合同各方寻求被代理人成本、代理成本和裁判成本之和最小化的框架后,我们现在转到另一个伴随而来的重要问题:是何因素影响被代理人成本、代理人成本和裁判成本的大小与平衡?在本部分中,我们讨论这样一个因素:裁判类型。具言之,我们认为在特定情况下,总控制成本的大小因法院作出的裁判类型而异。我们考虑两种广泛的裁判类型:第一,旨在降低被代理人或代理人的能力成本的裁判;第二,旨在降低被代理人或代理人的冲突成本的裁判。

能力成本。一般而言,法院的引入不是为了降低被代理人或代理人的能力成本。裁决程序本身不足以对公司行为者的能力作出有意义的判断,如果授予法院这种权力,很可能会增加总控制成本。比如,一个涉及公司行为者能力的典例:公司董事会的选举。将判断某人是否能在公

[152] See supra note 31 and accompanying text.

司董事会胜任的权力授予法院,成本可能实在过高。法官没有选任董事的能力,也不会聘请诸如人力资源部等来帮助识别提名董事人选。因此,让法官参与对提名董事人选的评估很可能会引发高昂的裁判能力成本。此外,法官不承担其裁决的后果,也没有事后追责机制。更糟糕的是,将董事提名的控制权授予法院也可能引入原告律师扭曲的激励机制。由于原告律师可能希望进行不必要的诉讼,因此,涉及司法程序对提名董事人选的评估也很可能会引发裁判冲突成本。

与此相反,股东有正确任命董事的动机。如果被代理人能力成本相对较低(如机构投资者),我们认为股东有能力挑选合适人选进入公司董事会。即使被代理人成本很高(如散户投资者),这也不足以证明寻求法院提名董事的理由。在这种情况下,尽管存在明显冲突,但最好还是让代理人(管理层或现有董事)提名董事人选,因为代理人比法院更有能力且其受制于如赔偿和敌意收购的问责机制。

我们的理论预测,鉴于上述较高裁判成本的风险,法院一般只限于当事人在董事选举和其他涉及被代理人和代理人的能力的裁判中发挥次要作用,且只负责审理程序问题而不对董事候选人的实质能力作判断裁决。事实上,这也正是法律所反映的。^[153]

冲突成本。传统上法院更多地参与旨在降低被代理人或代理人冲突成本的审判。公司冲突成本通常来自被代理人与代理人之间关于现金流权或控制权分配的争议。比如,一个传统的现金流冲突:挤出合并。在挤出合并中,股东寻求收购小股东的股份,以获得公司的全部控制权。^[154]在挤出合并中,控股股东的财务利益明显受到牵连,这表明将决策权留给董事会(也许受控股股东的影响)可能是不明智的,因为它可能会产生代理人冲突成本。因此,当事人不妨让法院介入,以便仔细审查董事会接受挤出合并的条款和价格的决策。

[153] 在特拉华州,法院根据 *Blasius* 标准仔细审查与选举有关的董事会行动。因此,董事会必须为以妨碍股东行使表决权为主要目的而采取的行为提出令人信服的理由,这是一项典型的程序性限制。See, *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A. 2d 651, 661 (1988)。在我们的理论预测法院的作用有限的典型案例中,我们考虑了普通的商业决策。See, e. g., *Aaronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984)。

[154] See *supra* note 30, and accompanying text.

法院在监督这种冲突的确切作用将取决于在任何特定情况下法院裁判成本与被代理人成本的相对大小。与特拉华州法院不同,并非所有法院都是能够对估价提出合理的意见,故而可能产生裁判能力成本。^[155]此外,原告律师的寻租倾向可能会通过高于正常有效的频率对挤出合并提出诉讼进而产生裁判冲突成本。

然而,假设像特拉华州这样的专业法院,被代理人成本与裁判成本的相对规模很可能是法院可能发挥作用的主要决定因素。例如,控股股东在一个主要由散户投资者持有的公司中提出挤出合并,由于散户投资者缺乏有关交易定价的信息和专业可能产生能力成本,同样,由于一些股东可能会通过不合理高价要求阻挠有利交易(保留问题)而可能产生冲突成本,这两种成本共同构成相对较高的被代理人成本。^[156]因此,在这种情况下,法院可能被委以担任实质性角色,裁定挤出合并的公平性。如果我们想象在同样的挤出合并中,当事人不是散户投资者而是机构投资者,情况便大相径庭。由于机构投资者在估值方面拥有卓越的专业知识,不合理阻挠有利交易的可能性亦较低,机构投资者可能会产生较低被代理人成本。此时此刻,法院可能被委以担任一个更程序性的角色,对无利害关系股东的投票公正与否作出裁决。

2. 被代理人能力和所有权构成

如前所述,被代理人能力会影响寻求法院或行使自由控制权解决公司纠纷之间的最佳选择。因为投资者的成熟精明是投资者能力的典型特征,我们认为公司投资者的成熟精明有助于预测将纠纷解决权力授予法院是否有效,或仅保留权利在司法程序外解决纠纷。具言之,我们的理论预测:投资者的成熟程度影响市场参与者寻求法院解决公司纠纷的程度。

为说明投资者在确定法院介入是否最优的重要性,假设不同投资者基础的公司是有所裨益的。首先,继续探讨我们之前所举的例子:一家科技公司的企业家 Marco 和一位投资者 Sarah,假设 Sarah 的风险投资公司在技术行业有相当丰富经验且 Sarah 的公司在 Marco 的公司中拥有较

[155] See supra notes 3-4(描述特拉华州法院在这些问题上的专业的独特性)。

[156] 全面分析小股东批准与司法监督之间的权衡, see Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 Cal. L. Rev. 393 (2003)。

大股权。进一步假设 Marco 公司剩余股权的股东与 Sarah 的能力不分轩轻,同样富有经验,公司代理能力成本较低。如果我们最终假设每位投资者都像 Sarah 这样拥有公司大额股份,我们也可以预期这将产生相对较低的被代理人冲突成本。因为 Sarah 等人有明确的财务激励,以确保 Marco 公司的成功。^[157] 考虑到 Marco 公司面临的被代理人成本的风险小,我们的理论预测各方倾向于向被代理人与代理人保留了重要的纠纷解决权,如此便很少诉诸司法监督,^[158] 这与风险投资家所观察到的事实相吻合印证。在美国,风投只占上市公司投资者的一小部分,他们通常高度专注于公司控制权谈判,力图掌握高度的自由控制权。^[159]

其次,考虑投资者频谱另一端:不是 Marco 那样的公司,而是一家股权结构分散的公司,其股权几乎全部由小额、多样化的散户投资者持有,他们对如何管理一家大公司知之甚少。这种专业知识缺乏和小额股权的情况下可能会产生较高的被代理人能力成本与被代理人冲突成本。^[160] 在此情形,当事人便常常寻求司法程序解决纠纷,依靠法院降低冲突成本。

最后,假设有一家处于上述二者之间的公司,一家主要由大机构投资者持有的公司:(1)该公司投资者成熟程度高于散户投资者而低于风投资本家;(2)投资者在公司的股权份额中,大于散户投资者而小于高

[157] 当然,人们可以想象被代理人冲突成本极高的情形。例如,如果风险资本家也持有竞争对手公司的股份,我们可能预期到他们会鼓动公司采取行动,帮助他们的其他投资组合公司,但这却降低公司的价值。

[158] 这一理论的逻辑连贯性也得到了 Scott 和 Triantis 的支持。Robert E. Scott and George G. Triantis, *Anticipating Litigation in Contract Design*, 115 Yale L. J. 814 (2006)。

[159] 换言之,当事人选择的是一份完全的合同,而不是不完全的合同。Id. at 814. 人们也可能在规则与标准方面考虑考虑这个问题。See generally Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 Duke L. J. 557 (1992). 风险投资家和其他老练的各方可以将模糊的标准转化为更精确的规则,为他们的具体情况提供更好的安排。

[160] 有大量的文献讨论小额持股导致投资者激励扭曲,特别是注意到监督公司管理的最低财务激励导致所谓的搭便车和理性冷漠问题。See, e. g., Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 189 Mich. L. Rev. 520 (1990). 关于股东集体行动问题的讨论, see also Hannes, *Super Hedge Fund*, supra note 98, at 172-73. 关于理性冷漠问题的讨论, see also Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 Colum. L. Rev. 1549, 1575-77 (1989)。

投资的风投公司所持有的,比如,在公司总股本中所占比例在1%~10%。在这样一家公司中,我们预测机构投资者的适度成熟将导致其产生的被代理人能力成本低于散户投资者但高于风投公司所产生的被代理人成本。我们还进一步预测,机构投资者的适中股权份额产生的被代理人冲突成本比散户投资者产生的要低,但高于风投公司所产生的被代理人冲突成本。在适中的被代理人能力成本及被代理人冲突成本情况下,我们的理论预测各方寻求法院解决纠纷的可能性高于第一个风险投资公司的例子,但低于第二个散户投资者拥有公司的例子。

下文,我们在关注特拉华州法院作用愈发衰落的同时,也将我们的理论应用于典型的现代美国公司。

三、特拉华州的应用与启示

本文第一部分通过说明特拉华州法院的作用变弱以及市场参与者在法院之外解决纠纷的趋势日益增加,从而论述了公司法的死亡。第二部分阐述了一种新理论,解释了被代理人成本如何影响股东在行使自由控制权和寻求法院介入之间的偏好。我们的理论证明了法院的最佳作用取决于被代理人成本、代理成本以及裁判成本三者的平衡。在这一部分中,我们运用新理论来解释特拉华州法院在解决公司纠纷的作用衰落,并对特拉华州作为公司注册的主要地区的走向作出预测。

(一) 特拉华州法院衰落理论的应用

为解释特拉华州法院角色的变化,我们需分析当前控制成本的平衡,以确定是哪些参与者——法院、代理人、被代理人的成本导致了特拉华州法院的衰落。

1. 法院。我们首先观察到特拉华州法院的能力和冲突成本在过去几十年中似乎保持相对不变。^[161] 特拉华州衡平法院,亦即特拉华州商

[161] See, Randy J. Holland, *Delaware's Business Courts: Litigation Leadership*, 34 J. Corp. L. 771, 777 (2009) (表明自20世纪80年代以来特拉华州法院的法官任用方法、规模、组成等没有发生重大变化)。

事法庭,数十年来在规模、组成和能力方面变化不大,其法官也是通过相同程序遴选出来的。^[162] 简而言之,裁判控制成本基本没有变化。因此我们的理论认为,特拉华州的权力从法院转移到市场参与者,必须追溯到代理人或被代理人成本的变化。

2. 代理人。几乎没有理由相信,过去几十年来固有的代理成本,即管理者行使控制权所产生的成本发生过重大变化。至于能力成本,总体而言管理能力也似乎没有历经关键转变。也许更重要的是,法院主要负责监督管理冲突而非管理能力,后者的改变似乎不太可能促使法院的作用发生变化。

关于冲突成本,我们没有发现任何证据表明管理者在冲突行为中历经显著转变。诚然,董事会的监督做法已经发展到鼓励董事须更仔细地审查公司高级管理人员。^[163] 但是,类似于我们在第一部分中描述的其他趋势,这一变化也是由股东更多地行使自由控制权所推动的。理论上,高管薪酬结构的变化可能会影响管理冲突成本。然而,高管薪酬存在理论上的相互抵牾,人们对于高管薪酬是降低代理成本的结构抑或本身就是代理成本的表现形式便争论不休。^[164] 自2000年以来,在规模(薪酬减少)和组成(薪酬从以期权为基础转向以限制性股票为基础)方面发生了变化,但其对公司业绩和风险承担的影响的实证研究结果尚无定论。^[165]

同样,“金色降落伞”的广泛使用——这是高管薪酬的一部分,在出售控制权时向管理层提供高额报酬——理论上激励管理者出售公司,解

[162] See Holland, *supra* note 161, at 776 – 777.

[163] See, e. g., F. William McNabb, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, Harv. L. School Forum on Corp. Governance and Fin. Regulation (June 24, 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/24/getting-to-know-you-the-case-for-significant-shareholder-engagement/> (“利益相关者越来越希望董事会做更多工作来监督他们所领导的组织”).

[164] See Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. Econ. Persp. 71 (2003).

[165] See Alex Edmans, Xavier Gabaix, Dirk Jenter, *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*, NBER (2017). 鉴于这些相互矛盾和模棱两可的证据,我们认为目前董事会任何关于高管薪酬与管理冲突之间存在关联的主张都是推测性的。

决公司经营困境。^[166] 然而,在实践中,大部分对冲基金活动是为了促进并购。^[167] 这一现实意味着,这方面的管理冲突也没有大幅度减少,改变的只不过是处理管理冲突的方法。

3. 被代理人。这就留下了法院角色变化的最后一个可能的罪魁祸首:被代理人成本的改变。如果在过去的几十年里,分散所有权公司的被代理人成本有所下降,那么当我们的理论表明,与投资者控制相关的成本降低已经导致权力从法院转移到股东时,这一结果与第一部分的论述及第二部分所阐述的理论相吻合。事实上,特拉华州法院的衰落与美国股票市场所有权结构的转变同时发生;散户投资者已经向成熟的大型机构投资者让位。^[168]

一些数据有助于描述这种剧烈变化:1965年,美国共同基金、养老基金和保险公司分别持有价值360亿美元、430亿美元和210亿美元的美国公司股票。^[169] 这三个集团所持有的股份占股票市场的比例相对较小:共同基金5%,养老基金6%,保险公司3%。^[170] 到1980年,这三类基金在股票市场中所占的份额有所增加,两者之间的差距也发生了变化:共同基金占3.1%,养老基金占17.4%,保险公司占5.1%。^[171] 当

[166] 然而从实证分析,黄金降落伞对管理激励的影响是不确定的。See, e. g., Lucian Bebchuk et al., *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, 25 J. Corp. Fin. 140 (2014) (显示黄金降落伞对管理激励产生相互矛盾的影响)。

[167] See, JP Morgan's Report *supra* note 107, at p.4 (“全球激进投资者在2016年和2017年的代理季中提出了超过500项与并购相关的活动要求,约占同期总价值需求的75%”)。

[168] See Paul Rose, *The Corporate Governance Industry*, 32 J. Corp. L. 887, 897(2007).

[169] See Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys., *Financial Accounts of the United States: Historical Annual Tables 1965 to 1974* 95 tbl. L. 213 (2014) (显示当时美国整个股票市场价值不到7500亿美元)。非机构投资者持有的美国公司股票由公众或大股东包括控股股东持有。See John C. Coates IV, *Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are U. S. Public Corporations?*, 24 J. Corp. L. 837, 848 (1999) (讨论美国公司的所有权模式,并注意在很大一部分经济实体中存在控制股东)。

[170] See Federal Reserve 1965 - 1974, *supra* note 169, at 95 tbl. L. 213.

[171] James M. Poterba et al., *Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption*, *Brookings Papers on Econ. Activity* 295, 313 (1995) (描述过去30年中股票所有权的变化模式,以及股价变动与消费之间的关系)。

时,国内上市公司的市值为 1.36 万亿美元,^[172]机构投资者共持有 4362 亿美元股权。^[173]

此后,这些数字继续迅速攀升。^[174]2016 年,共同基金、养老基金和保险公司分别持有价值 9.1 万亿美元、4.15 万亿美元和 6550 亿美元的美国公司股票。^[175]即使股票市场本身有了巨大的增长,2016 年上市公司总市值也超过了 25 万亿美元,^[176]但这三组机构投资者总共拥有超过 50% 的市场份额。^[177]

在这一群机构投资者中,少数基金经理的影响力尤为显著。^[178]例如,在商业领域,黑石基金持有管理 5.1 万亿美元的资产,先锋集团持有 3.5 万亿美元;道富全球顾问公司持有 2.3 万亿美元;富达投资集体持有 2 万亿美元;保德信金融公司持有 1.176 万亿美元。^[179]以任何标准衡量,公共养老基金也是庞然大物,^[180]美国教师退休基金会和加州公务员

[172] The World Bank, *Market Capitalization of Listed Domestic Companies*; Margaret M. Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty – First Century*, 46 (1996).

[173] Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* 5 – 7 (2015) (研究机构投资者在公司治理中的作用以及监督是否可能激励其成为积极管理者)。

[174] See Luis A. Aguilar, Commissioner, U. S. Sec. & Exch. Comm., *Institutional Investors: Power and Responsibility*, Address at Georgia State University (Apr. 19, 2013) (总结数据以证明机构投资者的增多)。

[175] See Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys., *Financial Accounts Guide*, tbl. L. 223 *Corporate Equities* (last visited Aug. 20, 2017).

[176] See S & P 500 Historical Total Market Cap & Float Adjusted Cap, Sibilis Research.

[177] See Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys., *Financial Accounts of the United States: Historical Annual Tables 2005 to 2013* 98 tbl. L. 213 (2014).

[178] See Stephen Choi et al., *Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 3 *Harv. Bus. L. Rev.* 35, 55 (2013) (就管理的资产规模而言,三只具体的共同基金占据主导优势)。

[179] See *Who We Are*, BlackRock, <https://www.blackrock.com/>, last visited Jan. 15, 2017.

[180] See Alan R. Palmiter, *Staying Public: Institutional Investors in U. S. Capital Markets*, 3 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 245, 266 – 267 (2009).

退休基金监督的资产价值分别为 8510 亿美元及 2958 亿美元。^[181]

因此,机构投资者总体上有效地控制了市场。^[182] 在大多数公司中,机构投资者集体共同占据主导地位。^[183] 从所有权集中的角度来看,机构投资者的主导地位在大型公司中更为明显,机构股东平均拥有这类公司 70% 以上的股票。^[184] 即使在机构投资者中,市场也高度集中。美国最大的 25 家机构拥有超过 30% 的美国公司股票,^[185] 最大的 10 名经理管理着 23.4% 的资产。^[186]

三大资产管理机构,黑石基金、先锋集团和道富集团更是美国许多上市公司(3900 家公司中有 1662 家)的单一最大股东,平均持股比例超过 17%。这种情况,在标普 500 公司中更为突出(500 家公司中有 438 家)。^[187]

因此,考虑到这些可观的股份和相关的市场集中度,机构股东已有足够能力影响他们的投资组合公司便不足为奇。这些机构投资者不仅

[181] See *How We Serve You: Institutional Investors*, TIAA – CREF Fin. Servs., <https://www.tiaa-cref.org/public/about-us/how-we-serve-you#tab4>, last visited Feb. 21, 2015.

[182] See, <https://seekingalpha.com/article/4040012-us-stock-market-tops-25-trillion-19-trillion-since-election>).

[183] See Aguilar, *supra* note 174 (“简言之,机构投资者是主要的市场参与者……”)。

[184] See The Conference Bd., *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition* 27 tbl. 13 (2010) (显示 2009 年,机构投资者在前 1000 家美国公司中的股权集中度为 73%)。例如,目前机构投资者持有苹果公司股票的比例为 60.2%。 *Apple Inc. Major Holders*, Yahoo! Fin., <https://finance.yahoo.com/q/mh?s=AAPL+Major+Holders> (last visited Aug. 20, 2017)。2015 年 2 月,机构投资者持有微软公司股票的比例为 71%。 See *Microsoft Corp. Major Holders*, Yahoo! Fin., <https://finance.yahoo.com/q/mh?s=MSFT%2C+%&q=1> (last visited Feb. 9, 2015)。

[185] See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Anti-Activist Poison Pills* 23, NYU Law and Econ. Research, Paper No. 17-08, 2017.

[186] As to September 2015. Itzhak Ben-David et al., *The Granular Nature of Large Institutional Investors* 1, National Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 22247, 2016.

[187] See Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, Univ. of Amsterdam 15-16 (Feb. 7, 2017)。

比过去几年的散户投资者更成熟老练,而且他们的股权也要大得多,这便降低了协调成本,并提供更多的监督激励。^[188]其中,几家主要的资产管理公司都设有专门的内部公司治理办公室,专门负责这一监督角色。^[189]

在机构投资者不愿积极推动公司变革的情况下,其他投资者比如对冲基金开始介入填补这一空白。^[190]然而,这些变化已经产生了自身的成本,^[191]但总而言之,似乎目前被代理人成本比几十年前更低。因此,根据我们的理论,裁判的相对成本表明,将控制权从法院转移到股东是更可取的——与第一部分提出的证据相一致。简言之,股东似乎已经变得足够成熟并有“自己动手,丰衣足食”的激励,故而大大减少了司法介入的需求。

(二) 特拉华州在公司法与公司治理中的走向

本部分转而讨论对未来的启发及预测。第三部分探讨法院在成熟股东时代的作用,我们的理论认为美国股东组成的变化意味着法院和诉讼的作用更为有限。接着聚焦探讨特拉华州未来的作用。我们预测,公众股东总体特征的改变将导致特拉华州发挥更为有限的作用,但这些变化也不太可能导致上市公司向其他司法管辖区大规模外逃。然而,为了确保特拉华州在公司法领域继续占据主导地位 and 发挥参与作用,特拉华州将不得不适应以法院为中心的纠纷解决需求的锐减。

1. 法院在成熟股东时代的角色

根据我们的理论,当事人寻求将被代理人成本、代理人成本和裁判成本的总和的最小化。因此,被代理人成熟程度的提升(降低被代理人

[188] 事实上,这样做可能会违反联邦法律规定的受信义务。See 17 § 275.206(4)-6 (2017) (禁止投资顾问对客户证券行使表决权,而不执行确保顾问为客户最佳利益表决而合理设计的书面政策和程序); *Interpretive Bulletin Relating to Exercise of Shareholder Rights*, 73 Fed. Reg. 61,731, 61,733 (Oct. 17, 2008) (codified at 29 C. F. R. pt. 2509) (“ERISA 受信义务要求负责责任的受托人就可能影响计划投资经济价值的问题进行代理投票”)。

[189] See, e. g., BlackRock, *Investment Stewardship*, <https://www.blackrock.com/corporate/en-gb/about-us/investment-stewardship>, last visited Jan. 10, 2017.

[190] Gilson & Gordon, *supra* note 22 (他们认为,如今基本上被动的机构投资者受到了理性沉默的影响,而激进对冲基金也参与进来以弥补空白)。

[191] See generally Rose, *supra* note 168.

能力成本)表明,由于司法程序有产生不必要的裁判成本的风险,因此,司法解决纠纷的需求相应减少。^[192]相反,市场参与者可能会行使自由控制权实现其目标。^[193]

事实上,我们已经观察到了一些显著的实例。市场参与者远离法院,选择行使自由控制权来解决各种公司纠纷。^[194]成熟股东的存在,令公司法环境焕然一新:法院扮演相对程序性上的角色,由被代理人、代理人或某些组合保留实质性决策权。

随着法院的作用变得更加程序化,我们可以观察到权力中心从公共决策者(如法院)转移到私人决策者(如投票咨询顾问和大型机构投资者)。这种由实质性司法裁决向行使自由控制权的转变,与根据特拉华州法律采取行动的预期合法性相比,董事会受到大机构股东和投票咨询顾问可能作出的反应的更大制约。^[195]当机构投资者行使必要的所有权使保留表决权成为一种威胁时,有时再加上“多数表决”和“代理参与权”机制的结合,^[196]董事会成员将其重点转向批准机构投资者和其他私

[192] See *supra* Part II (概述我们的理论和各方降低被代理人成本、代理成本和裁判成本之总和的目标)。

[193] See *supra* section I. B. 1 (提供了这种私人秩序的几个例子)。

[194] See *supra* section I. B. 1I. B.

[195] See Leo E. Strine, Jr., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, 30 Del. J. Corp. L. 673, 688 (2005) (“大权在握的首席执行官们向机构股东服务公司所在的罗克维尔、马里兰等地屈服,以说服机构股东服务公司的经理们相信他们对拟议合并、高管薪酬、毒丸计划等问题的看法是有价值的。他们之所以这样做,是因为首席执行官们认识到,一些机构投资者将简单地遵循机构股东服务公司的建议而非自身想法”);原文可参见 *supra* section I. B. 1 (注意到尽管有迹象表明尽管金腰带毒丸计划是合法的,但由于畏惧机构所有者的报复,管理层基本上放弃了这些计划); cf. Andrew Ross Sorkin, *Investors to Directors, “Can We Talk?”*, N. Y. Times (July 21, 2014) (“行动主义的时代显然还没有谢幕,董事与股东之间有某种形式的约定……将大大有助于帮助董事会代表股东开展工作”)。

[196] See *supra* note 94.

人决策者而不是司法机构是完全明智的。^[197] 这种私人决策者的影响力与日俱增,可能预示着美国公司纠纷解决将从“以法院为中心”转变为“以控制为中心”。职是之故,这种转型可能令公司法被高高挂起,变得无关紧要。

2. 特拉华州的未来挑战

在本部分中,我们对特拉华州的观察将从宏观层面转向微观影响。许多学者认为特拉华州在公司法领域占据主导地位至少部分归因于其司法系统。^[198] Roberta Romano 教授在描述特拉华州的主导地位时,高度肯定了特拉华州先例的实质内涵——司法专业水准、司法裁判可预测性,以及任何具体公司法问题都将或已经由法院裁决的可能性。^[199] Michael Klausner 教授同样指出了与特拉华州司法先例相关的“网络效应”是特拉华州成功吸引公司注册的一个关键因素。^[200] Michael Klausner 认为,特拉华州的公司在一定程度上是为了实现特拉华州决策产生的正“网络外部性”的利益。^[201] 这些理论立基的前提是特拉华州法

[197] 除了第一部分提到的情况外,还考虑到其他分散但日益明显的机构投资者在没有司法协助的背景下对董事进行纪律处分的情况。最近的一篇文章考察了机构投资者是否会从老公司到新公司跟随董事进行股权投资,并以非常肯定的回答为结论。See Jay Dahya & Richard Herron, *Do Investors Follow Directors?* 26 (Mar. 30, 2017) (未出版的手稿)。换言之,公司董事必须在如下假设下运作:主要投资者会因表现良好而奖励董事(而表现欠佳的则相应地扣去这种报酬),即便董事们转到另一家公司之后。同样,美国第八大共同基金维度基金顾问公司最近威胁要投票反对批准不仅执行该机制的特定公司的董事,而且是所在董事会的所有董事。See Toonkel, *supra* note 35。

[198] See, e. g., Charles M. Elson, *Why Delaware Must Retain Its Corporate Dominance and Why It May Not*, in *Can Delaware be Dethroned?* 227 (Stephen M. Bainbridge et al. eds., 2018) (“特拉华州在公司中占据主导地位的最重要原因根植于司法基础”)。

[199] Romano, *Law as a Product*, *supra* note 3, at 277 – 78; Romano, *State Competition*, *supra* note 3, at 722.

[200] See Michael Klausner, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 Va. L. Rev. 757, 841 – 51 (1995) (“如果未来司法解释是有益的,它们就是与特定公司合同条款相关的网络效应”)。对特拉华州法院持更怀疑的态度, see Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 Geo. L. J. 439, 459 (2001) (“这里有迹象表明,对于更极端的事后决策形式越来越不适,而这种决策有时是特拉华州法院的特点”)。

[201] See *id.* at 842 – 48.

院在公司治理中发挥着积极和实质性的作用。

假如特拉华州吸引公司注册的成功确实有赖于特拉华州独特的司法系统,那么,法院解决公司纠纷机会的锐减,意味着这种市场中心主义可能令特拉华州放弃其重要地位。由于特拉华州司法系统的重要性源于其在解决公司纠纷的实质性作用,所以上述风险尤其严重。如果法院在解决这些高度技术性纠纷的司法专长是至关重要的,那么从司法裁判向自由裁量权的转变,似乎会为特拉华州的公司提供更少公司注册或者继续存在的理由。同样,如果特拉华州的成功取决于对其先例的解释所带来的网络效应,^[202]而这些先例重要性的降低就意味着让公司选择特拉华州的理由变得更少。

然而,至少有两个理由质疑这一现象。越来越多的市场参与者行使自由控制权并不会导致特拉华州完全放弃其作为公司法的主导地位。第一,即使特拉华州法院的实质性作用被削弱,特拉华州的法院在运作上仍然非常有效。^[203] 特拉华州法院在没有陪审团的情况下主要基于书面证词迅速有效地进行审判。^[204] 在这方面,没有理由期望其他州会超过特拉华州——尽管特拉华州法院实质性作用下降,但其他州将不得不承担大量成本来匹配并克服与特拉华州的业务效率相关的正“网络外部性”。

[202] See Klausner, *supra* note 200 and accompanying text.

[203] See Savitt, *supra* note 4; The well – recognized advantages of the Delaware Courts in this respect remains intact. See Curtis Alva, *Delaware and the Market for Corporate Charters: History and Agency*, 15 Del. J. Corp. L. 885, 917 – 19 (1990) (“此外,小型、专业和单一化的特拉华州司法机构以两种方式降低代理成本。其一,特拉华州只有一个具有审理公司案件管辖权的法院,其不进行陪审团审判,上诉直接向特拉华州最高法院提出,最高法院只有五名法官……其二,与公司法部门一样,特拉华州的法官对公司法非常专业,他们极具能力理解、解释和执行公司法律”); Kenju Watanabe, *Control Transaction Governance: Collective Action and Asymmetric Information Problems and Ex post Policing*, 36 N. W. J. Int'l L. & Bus. 45, 102 (2016) (“作为衡平法院,法院没有陪审团,这保证了法院能够迅速解决事实问题,即使是在需要进行审判的情况下,也没有因非专业陪审团而犯错误的风险”。

[204] See Watanabe, *supra* note 203, at 102.

第二,至少有一些交易成本与公司重组有关,^[205]尽管学者们对其确切规模有所争论。^[206]只要特拉华州避免低效裁判成本超过重组交易成本,特拉华州就会保持其历史上的突出地位。然而,一个低效的、有利于诉讼的制度将会增加交易成本,并威胁到特拉华州作为公司注册的主要地区的优势地位。^[207]因此,特拉华州法院必须与全体股东保持一致,而不是与名义股东原告及其律师结盟。^[208]

[205] 除了重组的直接成本外,路径依赖也是一种额外成本,其可能会限制在其他州的注册和重组。Cf. Lucian Ayre Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 *Stan. L. Rev.* 127, 162 (1999); A. Gilchrist Sparks III & Daniel D. Matthews, *Delaware's Continued Resilience: The Next Hundred Years*, in *Can Delaware be Dethroned?* 258 (Stephen M. Bainbridge et al. eds., 2018) (“惯性,包括全国各地的律师和投资者对特拉华州法律的熟悉,进一步加强了特拉华州的主导地位,这种成功并不容易被复制”)。

[206] Compare Romano, *Law as a Product*, supra note 3, at 246-48 (“重组费用差别很大,从几千美元到一百多万美元不等……还有一系列更间接的费用……”), and Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* 85-112 (1993) [hereinafter Romano, *Genius*] (same), with Bernard Black, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, 84 *Nw. U. L. Rev.* 542, 585-86 (1990) (声称与公司重组有关的交易费用较低)。

[207] See Faith Stelman, *Regulatory Competition, Choice of Forum, and Delaware's Stake in Corporate Law*, 34 *Del. J. Corp. L.* 57, 69-70 (2009) (强调由被告方律师控制的特拉华州律师协会的影响); Bo Becker et al., *Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable's Challenge*, 56 *J. L. & Econ.* 127, 137 (2013)。

[208] 原告律师没有限制裁判成本的动机。特拉华州对其公司征收的特许经营税激励州立法者包括法院去创立提高价值的法律,原告律师有极其不同且非常强烈的动机:最大限度地提高律师费。因为律师只有在法院拥有决定权的情况下才能赚取律师费,所以人们会预测到一个理性的、利己的原告律师会寻求司法权威最大化——即使被代理人成本、代理成本和裁判成本的平衡意味着法院在某一情况下的介入是次优的。只要有事业心的原告律师便能找到名义股东原告——历史表明,这个过程并不特别困难,而且收费的承诺依然存在,这些律师很可能会继续提起诉讼,然而即使没有这些,股东的境况也会更好。为了更清楚了解这类企业诉讼,see generally John C. Coffee, Jr., *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall and Future* (2015); Fisch et al., supra note 130, at 572 (“仅限于披露的和解结构可能涉及其他问题——向原告律师支付费用的理由”)。

迄今为止,特拉华州似乎在抵制原告律师增加公司诉讼数量的要求。^[209] 正如我们所观察到的,特拉华州法院已开始授权股东行使自由支配权解决现金流权冲突,这便需要法院的程序性参与;然而这不像行使义务强制执行权那样需要法院的实质性司法介入。^[210] 特拉华州法院更加重视股东批准合并与交易后诉讼,^[211] 限制独立董事对冲突交易的披露。^[212] 法院经独立委员会和无利害关系股东批准后,将商业判断规则适用于控股股东自我交易,^[213] 通过对合并价格赋予相当大的权重,限制了法定评估价格的使用,^[214] 并减少仅限于披露的和解。^[215] 与此同时,特拉华州批准在公司章程和细则中规定法院选择条款,帮助公司防止原告律师到更便于诉讼的法院起诉。^[216]

在此,值得一提的是:虽然特拉华州法院积极制定了便利私人秩序、减少特拉华州作为公司裁决者作用的政策,但这一退让不是司法意志的产物,而是市场需要的结果。根据本文观点,股东能力越强,公司法重要

[209] Matt Chiappardi, *Del. Plaintiffs Bar Rattled By Seismic Shift In Merger Law*, Law 360 (Feb. 10, 2017) (“特拉华州最高法院最新的一系列判决……一些原告律师表示这代表着并购法律根基的巨大转变,其将关闭股东索赔的大门”。

[210] See supra note 145 and accompanying text (讨论义务强制执行权)。

[211] *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A. 3d 304, 309 (Del. 2015)。

[212] *In re Cornerstone Therapeutics Inc. Stockholder Litig.*, 115 A. 3d 1173, 1182 (Del. 2015)。Cornerston 公司让市场参与者问责批准冲突交易的独立董事。

[213] *Kahn v. M & F Worldwide Corp.*, 88 A. 3d 635 (Del. 2014)。

[214] See supra note 124。

[215] *In re Trulia, Inc. Stockholder Litigation*, 129 A. 3d 884, 898 (Del. Ch. 2016), 特拉华州法院明确表示将更仔细地审查仅限于披露的和解方案。See also Walsh & Sims, supra note 125, at 1-3; J. Travis Laster, *A Milder Prescription for the Peppercorn Settlement Problem in Merger Litigation*, 93 Tex. L. Rev. 129, 130 (2015) (“我完全同意教授们对过度并购诉讼这一潜在问题的诊断,以及他们将例行的仅限于披露的和解认定为促成因素”。

[216] *Sidley Austin, Delaware Legislature Approves DGCL Amendments Endorsing Delaware Forum Selection Clauses and Prohibiting Fee - Shifting Provisions* [(Jun. 15, 2015) “正如预期的那样,特拉华州立法机构批准了特拉华州公司法 (DGCL) 的修正案,该修正案将:(1)授权特拉华州公司章程或规章细则规定法院选择条款……(2)禁止只指定特拉华州以外的法院为公司内部治理纠纷的唯一法院的条款以及(3)使章程或规章细则中的费用转移条款无效”]。关于法院选择条款的实证效果, see, Cain et. al., *The Shifting Tides of Merger Litigation*, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2922121。

性越低。为了保持其作为公司注册主要地区的优势地位,特拉华州不得不从以前的实质性角色退出。

结 论

本文认为,美国股票市场的组成转型业已导致公司法的死亡,对美国上市公司的监管已从法院转向市场。因此,作为美国公司注册的主要地区,特拉华州及其法院的重要性急剧下降。为更广泛地解释特拉华州和公司法的衰落,我们采用一种新理论,论证被代理人与法院能力的差异是判定当事人倾向于寻求司法干预还是私自解决纠纷的重要因素。当被代理人能力较弱时,当事人更可能依靠法院解决纠纷;当被代理人能力较强时,当事人更可能在法院之外行使权利自行解决纠纷。

对控制成本进行三元划分——被代理人成本、代理人成本和裁判成本——不仅可以解释公司法的广泛衰落,而且还可对特拉华州的衰落进行分析。与特拉华州法院长期以来的突出地位形成鲜明对比的是,时至今日许多关键裁判中,其不再能够规定公司纠纷解决的实质性最终条款。相反,日益增多的成熟市场参与者选择部分或全部地回避法院,不再依靠以司法为中心的机制解决公司纠纷。对此转变,特拉华州法院一般予以接受。然而,我们的分析表明是市场力量而非特拉华州法院促成这种新的公司控制权平衡。今时今日的机构股东自认是成熟的市场参与者,能够在没有司法协助的情况下通过积极行动来实现治理目标,故而在可避免的情况下宁愿不承担裁判成本。正因如此,特拉华州法院越来越多地充当程序监督者的角色,抑或被迫在场外围观公司治理之争。

(编辑:胡睿超)