

股东民主的未来*

Lisa M. Fairfax** 著 赵金龙*** 译

摘要:2007年,证券交易委员会(SEC)经过认真考虑最终否决一项要求公司选票上记载股东提名的董事候选人的规则。本文试图弄清这一否决的影响。一方面,SEC的否决对股东权利运动似乎是一个沉重打击。这是因为,许多股东权利倡导者长期以来将利用公司选票视为强化股东权利运动的“圣杯”。这些倡导者相信,利用公司选票对确保股东合法参与公司选举程序并影响公司事务至关重要。另一方面,一些公司专家主张,SEC的否决不应视为一个重大挫折。这些专家坚持认为,将利用公司委托书参与董事提名制度视为股东影响的必要条件没有认识到最近发展的重要性,例如绝对多数决制度的

* 本文原载 84 *Indiana Law Journal*, 1259 (2009)。本文翻译得到 Lisa M. Fairfax 教授和 *Indiana Law Journal* 授权,特别感谢 Lisa M. Fairfax 教授帮助联系后者授予翻译发表权。本译文是国家社科基金项目“网络技术推动下的公司法律制度创新研究”(13BFX101)阶段性成果以及河北大学人文社科项目“IT化背景下上市公司治理的法律应对”(1309117)阶段性成果。

** 乔治华盛顿大学法学院教授,该文发表时为马里兰大学法学院教授。

*** 河北大学政法学院教授,法学博士。

成功以及电子委托书规则的通过。因为这些发展为股东提供了影响公司事务的替代方法,有些人甚至认为这些发展可以使利用公司委托书参与董事提名变得无关紧要。确实,在认真研究这些发展的影响以及批判地探讨利用公司委托书参与董事提名对股东努力提高对公司治理的影响后,本文做出推断,虽然其他手段可能会有用,但是他们在强化股东权利方面不可能比利用公司委托书参与董事提名更有效。在此方面,未来的股东民主运动必须继续致力于利用公司委托书参与董事提名这一历史性战役。

一、引言

最近,股东积极主义在公司治理中占据统治性影响。特别是,股东已经发起积极攻势提高其在公司内部的投票权。股东积极主义者将其运动称为“股东民主”,因为该运动关注提高其投票权的作用。^[1] 在公司治理丑闻与其他突出公司非法行为出现后,股东民主运动旨在使公司高级职员与董事更负责任,并因此不太可能从事不当行为。通常而言,这一运动取得了成功,导致了一些使许多人相信会提高股东权利的变化。

一直以来,这一成功所缺失的一个部分就是股东利用公司委托书参与董事提名。^[2] 在每次董事选举中,公司为股东准备和发送委托书,这

[1] See Thomas W. Joo, *Comment: Corporate Governance and the "D - Word"*, 63 Wash. & Lee L. Rev. 1579, 1587(2006); Usha Rodrigues, *The Seductive Comparison of Shareholder and Civic Democracy*, 63 Wash. & Lee L. Rev. 1389, 1390(2006). But see Dalia Tsuk Mitchell, *Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 Wash. & Lee L. Rev. 1503, 1509-10(2006).

[2] 在本文将发表之际,特拉华州州长签署了特拉华州众议员第19号法案使之成为法律,该法案修改了《特拉华州普通公司法》,增加一个新的第112条。该条款规定:公司可以通过(而非要求通过)内部细则允许股东提名个人记载于公司委托书说明书,公司可以规定这种记入的法定程序和条件。See H. B. 19, 145th Gen. Assem., Reg. Sess. (Del. 2009) 这一新条款明确了特拉华州公司可以在其内部细则中规定股东利用公司委托书参与董事提名的内容,但是由于缺乏股东利用公司委托书参与董事提名要求而没有达到目标。See *id.*

使股东毋庸出席股东大会就可以对董事候选人进行投票。^{〔3〕} 利用公司委托书参与董事提名意味着股东有能力将自己选择的董事候选人提名记入公司委托书。股东支持者早就将利用公司委托书参与董事提名视为股东民主的“圣杯”。^{〔4〕} 通常,只有管理层支持的董事候选人能够出现于公司委托书;公司可以排除股东支持的董事候选人。^{〔5〕} 这种排斥意味着绝大多数董事不会遇到反对。因为没有选举竞争,这一排除也意味着董事选举结果成为一个几乎预定的结论。有鉴于此,股东支持者已经为获得利用公司委托书参与董事提名的权利斗争了近半个世纪。^{〔6〕} 股东支持者相信,利用公司委托书参与董事提名确保股东有能力影响公司选举和日常事务,因为该制度承认股东有权自己提名和投票表决自己的董事候选人。

2007年晚些时候,SEC认真研究,但最终否决了股东利用公司委托书参与董事提名。^{〔7〕} 本文批判性评估这对股东民主努力的不利影响。事实上,股东支持者将这一否决视为一个严重退步,一些公司法学者和证券专家近来主张,新的积极行动可能使利用公司委托书参与董事提名毫无意义。^{〔8〕} 鉴于股东支持者历史上强调的利用公司委托书参与董事提名的重要性,如果这种观点正确,它会极大改变将来股东权利努力,使得股东支持者将其重心和资源转移到其他措施上。

通过评估这一观点的正确性,本文对股东民主运动以及公司治理文献作出许多重大新颖贡献。事实上,本文对新的股东赋权措施及他们对于提高股东投票权的影响破天荒地进行了第一次全面评估。在此评估之后,本文得出结论,虽然这些措施会扩大股东权利,但是他们存在瑕

〔3〕 See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-3, 17 C. F. R. § 240.14a-3(2007). 股东委托书声明书中包含被投票候选人信息。

〔4〕 See Karey Wutkowski, *SEC to Look Outside Ballot on Proxy Access*, Reuters, Jan. 4, 2008, <http://www.reuters.com/articlePrint?articleId=USN1741224720080104>.

〔5〕 See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-8, 17 C. F. R. § 240.14a-8(i)(8) (2007) (规定有关董事选举的股东提案排除问题)。

〔6〕 See *infra* Part II. A (描述了历史上尝试获得利用公司委托书参与董事提名情况)。

〔7〕 See Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, Exchange Act Release No. 56,914, Investment Company Act Release No. 28,075, 72 Fed. Reg. 70,450, 70,453 (Dec. 11, 2007) (以下称为 2007 Final Shareholder Proposal Rule)。

〔8〕 See, e. g., Wutkowski, *supra* note 4 (引自前 SEC 主席 Harvey Pitt)。

疵,这些瑕疵使得这些扩大股东权利措施的吸引力,相对于作为股东赋权工具而利用公司委托书参与董事提名而言逊色许多。因此,这一结论不利于新的行动使得利用公司委托书参与董事提名失去意义这一主张,强调了继续争取利用公司委托书参与董事提名的重要性,并为股东支持者以及将来股东权利努力提供重要指导。

显然,本文目的并不在于判断利用公司委托书参与董事提名或者任何其他机制是否会实现改进公司治理或者减少公司不当行为这一最终目标。^[9] 恰恰相反,本文试图判断哪个是提高股东投票权最迅速、最有效的机制。当然,如果不理解股东投票权目的,则难以做出这一判断。本文认为这些目的具有双重性:(1)直接影响选举结果;(2)通过增加董事与股东交流或者在作决策时考虑股东关注的这种可能性,从而间接影响董事行为并由此影响公司事务。本文利用这两个度量指标来衡量所有行动措施的有效性。

本文第一部分首先概述联邦委托书制度,然后讨论了利用公司委托书参与董事提名可以强化股东投票权的方式。这一部分突出强调为什么股东支持者相信利用公司委托书参与董事提名表征着任何股东民主运动的核心。第二部分讨论利用公司委托书参与董事提名历史上和现行的各种提案。该部分突出了这一机制是如何多次被否决的。第三部分对近来旨在提高股东权利的行动予以评价,然后批判性地研究这些行动是否可以被视为利用公司委托书参与董事提名的有效替代方法。该部分包括评价多数决制、废除交错董事会、网上委托书征集以及旨在促进股东间以及股东和管理人员间的以网络为基础的交流。第三部分揭示出这些行动表征着股东权利运动的重要胜利,因此,以一种有意义的方式扩大

[9] 关于强化股东权利的争论, see Stephen Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1735, 1746 (2005) (以下称为 Bainbridge, *Director Primacy*); Stephen Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. 601, 624 (2006) (以下称为 Bainbridge, *Shareholder Voting Rights*); Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 833, 851 (2005). 关于历史上股东在公司中作用的讨论, see Mitchell, *supra* note 1. 本文并不寻求解决强化股东权利是否正确这一理论问题 (normative question)。相反, 本文假设强化股东权利正确, 由此重点论述实现这一目标的最佳机制。

了股东投票权。然而,第三部分得出结论是这些替代行动无法得到利用公司委托书参与董事提名所能提供的权利类型。因此,本文认为,利用公司委托书参与董事提名应当继续充当将来任何股东权利运动的核心因素。

二、大环境下的股东利用公司委托书参与董事提名

(一) 利用公司委托书参与董事提名的障碍

股东选举董事的能力一直被视为股东最基础性权利之一。^[10] 因为股东是唯一被赋予投票权的群体,其投票权似乎反映了公司内部一个极其重要的权力来源。当然,股东有其他途径影响公司事务,诸如有能力起诉董事和高管。^[11] 然而,法院已经强调股东投票的重要性。^[12]

[10] See *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988); *Bebchuk*, supra note 9, at 851; Julian Velasco, *Taking Shareholder Rights Seriously*, 41 U.C. Davis L. Rev. 605, 607 (2007).

[11] 股东有权对董事违反其对股东和公司的义务提起诉讼。See, e.g., *Model Bus. Corp. Act*, ch. 7, subch. D(2007) (规定了派生诉讼程序)。然而,提起这种诉讼存在重大程序性和实质障碍,可能会损害享有确保管理层负责的权力的能力。See James D. Cox, *Searching for the Corporation's Voice in Derivative Suit Litigation: A Critique of Zapata & the ALI Project*, 1982 Duke L.J. 959, 960; Daniel R. Fischel & Michael Bradley, *The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis*, 71 Cornell L. Rev. 261, 286 (1986) (指出派生诉讼法律规则的总体效果是削弱了旨在约束管理人员行为的责任规则的作用); Donald E. Schwartz, *In Praise of Derivative Suits: A Commentary on the Paper of Professors Fischel and Bradley*, 71 Cornell L. Rev. 322, 339-40 (1986)。股东也有权出售其股份。有些人认为这种所谓退出权特别重要,因为它能够通过取代经营业绩不良管理人员来推动控制权市场。See Robert C. Clark, *Corporate Law* 95 (1986)。然而,学者指出控制权市场是不完善的。See John Coffee, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1211-12 (1984) (指出:即使股东出卖股份以及附属投票权,管理层在收购后仍然时常拥有权力); James D. Cox, *Compensation, Deterrence and the Market as Boundaries for Derivative Suit Procedures*, 52 Geo. Wash. L. Rev. 745, 752-53 (1984) (指出:虽然故意收购可能对严重滥权的管理层有效,但是派生诉讼是处理违反单一诚信义务的唯一真正手段)。

[12] See *Blasius*, 564 A.2d at 659 (指出股东投票权表征着公司权力的重要基础); *Stokes v. Conti Trust Co.*, 78 N.E. 1090, 1093 (N.Y. 1906) (指出股东投票权力至关重要)。

选举董事的投票权可能代表了股东投票权中最重要一面。当然,股东投票权限于批准某些重大交易和选举董事。^[13] 相形之下,大部分权力掌握于公司董事会和高管手中,他们总体上被称为管理者。^[14] 股东既不能投票选举和罢免公司高管,^[15] 也不能干涉公司高管和董事作出的普通营业决定。^[16] 因此,股东选举董事的能力代表了股东可以通过投票影响公司事务的一个主要途径。

事实上,投票权设计的目的是促进对股东负责管理义务。^[17] 虽然董事被视为股东代理人,但董事利益会偏离股东利益。^[18] 投票权的目标在于使这两种利益协调一致。因此,股东能够投票罢免董事或者拒绝将其选入董事会会使他们直接控制业绩较差的董事。而且,股东有权力间接替换董事可以诱导董事作出有利于股东的决策。^[19]

提名董事候选人是内含于股东投票权的一项权利内容。^[20] 董事与股东都有资格提名董事候选人。对股东而言,提名权不仅使股东在选举

[13] 这些重大交易包括同意修改公司章程和同意合并、重大资产出售以及解散。See, e. g., Del. Code Ann. tit. 8, § § 242 (amendments to certificate of incorporation), 251 (mergers), 271 (sale of assets), 275 (c) (dissolutions) (2007); Model Bus. Corp. Act § § 10.03 (b) (articles of incorporation), 11.04 (b) (mergers), 12.02 (a) (disposition of assets), 14.02 (e) (dissolution) (2007).

[14] See Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (2007) (要求公司由董事会或者在董事会指导下经营); Model Bus. Corp. Act § 8.01 (b) (2007).

[15] See *McQuade v. Stoneham*, 189 N. E. 234, 236 (N. Y. 1934) (禁止股东达成协议选出公司高级职员以及干扰董事会自由裁量权)。

[16] See *id.*

[17] See *Bebchuk*, *supra* note 9, at 851.

[18] 公司学者将这种差异视为代理问题并指出公司法大部分旨在回应这一代理问题。See, e. g., Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 4-7 (1932); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 309 (1976). But see Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. 247, 290-91 (1999) (指出:与代理人相比,董事角色更像是受托人)。

[19] See *Bebchuk*, *supra* note 9, at 851.

[20] See *Shareholder Proposals*, Exchange Act Release No. 56,160, Investment Company Act Release No. 27,913, 72 Fed. Reg. 43,466, 43,467 (proposed July 27, 2007) (以下称为 2007 Shareholder Proposals) (指出股东的一个重要权利就是出席股东会议并提出表决提案的权利,这种提案包括提名董事候选人的提案)。

过程中有发言权,同样也可以确保由管理层选取的董事拥有挑战者。在此方面,董事提名权强化了股东投票权。

然而,委托书的广泛使用对提名权产生影响。公众公司股东通常通过委托书投票。^[21] 委托书意味着股东授权第三人代表股东进行投票。^[22] 由于公众股东具有分散性,并非所有股东都可出席股东会议,这时很难达到进行选举或者其他事项必需的法定人数。^[23] 通过委托书投票可以解决这些问题。

由于股东通过委托书进行投票,公司必须在股东会召开前进行委托书征集。联邦法律即众所周知的委托书规则对公众公司的委托书征集行为进行规制。^[24] 该委托书规则规定,任何人未向 SEC 提交委托书说明书并向被征集股东提供该委托书说明书则构成违法。^[25] 在委托书说明书这种文献上,它所包括的信息涉及公司以及投票表决事项。^[26] 该委托书说明书必须包括一张卡片式选票,在该选票上股东可以记录其投票指示。^[27] 因此,当公司进行委托书征集时,必须向所有股东准备和发送委托书。在股东会议选举董事时,该说明书必须包括参选候选人信息。这种委托书有时被称为“公司选票”^[28]

并不要求公司将股东提名的候选人写在公司选票上。因为委托书

[21] See Clark, *supra* note 11, at 360.

[22] See Del. Code Ann. tit. 8, § 212(2007)(通过委托书投票的权利)。

[23] See Jill E. Fisch, *From Legitimacy to Logic: Reconstructing Proxy Regulation*, 46 *Vand. L. Rev.* 1129, 1135(1993)(指出公司进行委托书征集的主要原因是符合州法定数规则要求)。

[24] See Securities Exchange Act of 1934 Regulation 14A, 17 C. F. R. § 240.14A(2007).

[25] See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-3, 17 C. F. R. § 240.14a-3(a)(2007). 当委托书说明书是为涉及董事选举的股东年会的发行人而制作时,该委托书说明书必须附有公司年度报告或者在委托书说明书制作前先行发布公司年报。See 17 C. F. R. § 240.14a-3(b)(2007).

[26] See 17 C. F. R. § 240.14a-3(2007).

[27] See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-4, 17 C. F. R. § 240.14a-4(a)(2)(2007).

[28] See Jayne W. Barnard, *Shareholder Access to the Proxy Revisited*, 40 *Cath. U. L. Rev.* 37, 56(1990); Bebchuk, *supra* note 9, at 856; Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 *Va. L. Rev.* 675, 688(2007) (以下为 Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*).

规则适用于所有寻求征集委托书的人,股东必须遵守这些规则。然而,如果股东寻求代表公司管理层不支持的被提名人进行征集,股东则不能利用公司委托书参与董事提名。当然,根据《1934年证券交易法》的Rule14-8,修改后被称为“股东提案权规则”,公司必须为那些符合特定条件的股东使其能将各种提案写入公司委托书说明书,这一机制使得其他股东能够对这些提案进行投票。^[29]然而,Rule14-8规定公司能够在委托书说明书中排除某些提案,包含任何有关董事选举的提案。^[30]根据SEC的要求,排除目的非常清楚,即股东提案规则目的不是发动选举竞争或者改革措施的正确场所。^[31]作为这种排除的结果,任何股东寻求提名未能获得管理层支持的董事候选人必须通过准备和发送自己的委托书说明书进行委托书竞争。

委托书争夺比较罕见。尽管有数千家公众公司,但是每年发生的委托书争夺战平均只有40起或者更少。^[32]在敌意收购时委托书争夺情形之外,这一数字大幅下降。因此,Lucia Bebchuk教授发现:从1996年

-
- [29] See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-8, 17 C. F. R. § 240.14a-8(2007). 这些条件包含某些程序要求,包括股东必须至少持有1%或者市值2000美元能够在股东会议上进行表决的证券、必须告知这一提案。See 17 C. F. R. § 240.14a-8(b). 此外,公司必须在其主要行政办公室收到提案,并且必须在“向股东发送与公司上一年度股东年会相关的委托书说明书的日期”之前不晚于120个工作日(calendar days)。17 C. F. R. § 240.14a-8(e)(2)。而且,一个股东每次股东会议只能提交一份提案。See 17 C. F. R. § 240.14a-8(c); Adam G. Brimer, *Getting Wired at the SEC: Reforming the Proxy Process to Account for New Technologies*, 58 Ala. L. Rev. 179, 185-86(2006); Alan R. Palmiter, *The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation*, 45 Ala. L. Rev. 879, 886(1994).
- [30] See 17 C. F. R. § 240.14a-8(i)(8)。公司可以有各种理由排除股东提案,即使提案符合Rule 14a-8的程序要求。See generally Palmiter, *supra* note 29, at 890-92(指出排除股东提案最常见的理由)。
- [31] See Proposed Amendments to Rule 14a-8, Exchange Act Release No. 12,598, Investment Company Act Release No. 9343, 41 Fed. Reg. 29,982, 29,982(proposed July 7, 1976)。这些排除也用来设计为防止规避委托书规则其他披露要求。See *Shareholder Proposal Relating to the Election of Directors*, Exchange Act Release No. 56,161, Investment Company Act Release No. 27,914, 72 Fed. Reg. 43,488, 43,491(proposed July 27, 2007); 2007 Shareholder Proposals, *supra* note 20, at 43,469。
- [32] See Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, *supra* note 28, at 683 tbl. 1。

到2002年,与收购竞争无关的委托书竞争每年平均只有11起。^[33] 委托书争夺战的缺乏表明股东很少利用该规则来提名竞争候选人。

专家相信:委托书竞争稀少的现象源于准备和寄送委托书说明书的成本。SEC已经认识到,对大多数股东而言,“因为涉及巨大费用支出,选举争夺战不可行”。^[34] 经验证据表明准备和寄送委托书说明书要支付巨额费用。^[35] 这些费用妨碍了大多数股东发动委托书争夺战。^[36]

股东不能利用委托书说明书同样导致不公平。事实上,现行规则意味着现任董事或管理人员支持的董事可以使其费用由公司承担,而股东挑战者则必须自己承担成本。^[37] 在这方面,在现行制度中管理层比提名人具有优势。

此外,股东不能利用公司委托书大大影响他们提名董事候选人的能力。虽然股东能够向公司提名委员会建议候选人。然而,这种能力却很少转化为管理层对该提案建议的认可。^[38] 如果股东建议被忽略或者拒绝,他们没有什么救济途径。^[39] 因此,股东可以寻求在股东会议现场提

[33] See Bebachuk, *supra* note 9, at 856.

[34] See Reexamination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally, Exchange Act Release No. 13,482, Investment Company Act Release No. 9740, 42 Fed. Reg. 23,901, 23,902 (May 11, 1977) (以下为 Shareholder Participation)。

[35] See Melvin Aron Eisenberg, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, 83 Harv. L. Rev. 1489, 1499 (1970) (指出1969年委托书争夺成本估计为4万到100万美元)。

[36] See Bebachuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, *supra* note 28, at 683; Elizabeth Cosenza, *The Holy Grail of Corporate Governance Reform: Independence or Democracy?*, 2007 BYU L. Rev. 1, 43 (2007)。

[37] 股东无权要求返还他们发动委托书争夺的费用。See Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, 78 Cal. L. Rev. 1071, 1107-09 (1990)。然而,只有在股东被认为合理并且董事会批准该项费用返还时,股东才可以得到补偿。相比之下,现任者有权就委托书争夺支出费用得到补偿,只要这些费用合理。See *id.*

[38] Security Holder Director Nominations, Exchange Act Release No. 48,626, Investment Company Act Release No. 26,206, 68 Fed. Reg. 60,784, 60,786 (proposed Oct. 23, 2003) (以下为 2003 Proposed Nomination Rule) (指出对提名委员会的提案很少有效)。

[39] See *id.*

名候选人。^[40] 然而由于股东分散的特点,委托书已经取代股东会议作为提名董事候选人的平台。^[41] 这意味着,在股东会议现场提名候选人不会起作用,因为这种提名是发生在绝大多数股东早已通过委托书投票之后。因此,如果股东不能通过委托书说明书提名候选人,相对而言该提名权就失去意义。

结果,公司选举只不过成为管理层选择的一个橡皮图章。^[42] 因为股东没有充分手段提出其董事候选人,所以大多数董事的被提名人选举没有挑战者。选举不存在竞争意味着选举结果早就注定。在此方面,现行规则将股东投票变成一种形式。正如一位专家所言,“让任何集团享有利用公司委托书资料专门用来指定其董事候选人,事实上等于赋予该集团选举董事会的权力”^[43]

股东缺乏利用公司选票的途径剥夺了股东能够直接影响选举的投票权以及其潜在间接权利。这是因为,董事再次当选实际上得到保障,削弱了他们对没有以利于股东方式行动重复的关注。^[44] 结果,股东投票权作为一种确保管理人员负责任的手段失去效力。^[45]

(二) 股东利用公司委托书参与董事提名制的承诺

1. 投票权的实现

使股东投票权富有生命力的努力不可避免以股东利用公司委托书参与董事提名为中心。股东利用公司委托书参与董事提名是一种理想

[40] See 2007 Shareholder Proposals, *supra* note 20, at 43,467; Franklin Balotti & Jesse Finkelstein, *Delaware Laws of Corporations and Business Organizations* § 7.9(4th ed. 2006).

[41] See Proposed Amendments to Rule 14a-8 Under the Securities Exchange Act of 1934 Relating to Proposals by Security Holders, Exchange Act Release No. 19,135, Investment Company Act Release No. 12,734, 47 Fed. Reg. 47,420 (proposed Oct. 14, 1982) (hereinafter 1982 Proposed Shareholder Access Amendments); Eisenberg, *supra* note 35, at 1505 (指出“在委托书资料中指明候选人就是现在的提名”).

[42] See Eisenberg, *supra* note 35, at 1504 (指出无法在各种候选人之间选择使得投票过程形式化)。

[43] *Id.*

[44] See Bebchuk, *supra* note 9, at 856.

[45] See Blair & Stout, *supra* note 18, at 310 (指出股东投票权对他们而言很少或者不能控制董事)。

方式,具有直接和间接好处。通过去除委托书征集的成本障碍,股东利用公司委托书参与董事提名通过确保股东拥有真实机会来选取自己选择的候选人从而直接影响选举结果。^[46] 此外,股东利用公司委托书参与董事提名间接地确保董事能够注意股东所关心或者可能罢免的风险。^[47] 当然,股东大会罢免权利必须可靠;否则,董事就会随意忽视股东利益。然而,股东利用公司委托书参与董事提名确实存在真实威胁,因为它确保股东有真实机会提名董事并且表决。结果,这种途径带来一种威胁,该威胁最有可能鼓励股东与公司管理人员的联系。在此方面,股东利用公司委托书参与董事提名渐渐扩大了股东在公司中的参与权利,因此似乎成为提高股东权利的一个最佳机制。

股东利用公司委托书参与董事提名同样似乎代表了一种实现股东权利的理想机制,因为它提高了股东更高层面的参与。因为能够发起委托书争夺的股东,通常能够承担巨大成本,所以只有少数股东可以有效地利用现行委托书征集制度。^[48] 这就是问题所在,因为这意味着少数股东可以对公司事务行使重大影响。通过确保股东能够有一种更节省成本的提名董事候选人的手段,股东利用公司委托书参与董事提名显然使更大范围股东参与成为可能。但是同样,大多数提案能够使股东利用公司委托书参与董事提名,只要他们掌握一定数量股票。^[49] 因此,这些

[46] Cf. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, *supra* note 28, at 688 - 90.

[47] See Cosenza, *supra* note 36, at 42 - 43 (指出允许股东利用公司委托书参与董事提名会改善公司监督)。

[48] See Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, *supra* note 28, at 687 (指出少量异议者); *id.* at 691 (指出争夺成本)。实际上,对冲基金在委托书争夺中越来越发挥作用。See *Institutional S'holder Servs., 2006 Postseason Report: Spotlight on Executive Pay and Board Accountability 2(2006)* (以下为 2006 Proxy Report) [向《印第安纳法律学刊》(*Indiana Law Journal*)提交的报告]。

[49] See *infra* notes 92, 105 and accompanying text. 例如,最近两个股东利用公司委托书参与董事提名的提案允许任何股东或者股东集团,至少持有 5% 公司证券 1 年,利用公司委托书参与董事提名。See *infra* notes 105, 123. 然而,一些支持者批评这一门槛过于严格,特别是鉴于这一事实:股东提交其他提案的唯一要求是股东拥有 2000 美元公司股份。See *RiskMetrics Group, 2007 Postseason Report: A Closer Look at Accountability and Engagement 16(2007)* (hereinafter 2007 Proxy Report); see also 17 C. F. R. § 240.14a - 8(b) (2007) (规定股东必须持有至少公司 1% 的证券或者市值 2000 美元市值的证券)。

提案能够保证更多股东有能力将提名候选人写入公司选票,同样也可以影响选举过程及公司事务。

同时,至少在间接意义上,股东利用公司委托书参与董事提名可以鼓励股东之间进行协作,这增加了当选董事重点关注全体股东相关问题的可能性。实际上,对现行制度的一个担忧是,如果只有一个集团(例如公司管理人员)能够提名候选人,那么这些候选人就会对该集团感恩戴德。^[50] 进而,这些候选人可能会以牺牲关注对整个公司更有益的问题为代价提高该集团利益。但为更多股东打开利用选票之门,股东利用公司委托书参与董事提名机制可以减轻这种担忧。此外,因为提名股东需要获得其他股东支持才能使其候选人当选,股东利用公司委托书参与董事提名就要求股东之间进行协作。事实上,股东需要彼此之间加强团结以确保其具有提名董事候选人所必需的股份比例。因为该机制依靠这些协作形式鼓励股东合作,因此增强了董事能够代表全体股东利益的可能性。

2. 最佳效应的障碍

(1) 集体行动问题

当然,股东利用公司委托书参与董事提名可能不会获得所要求的结果,因为股东行使投票权存在集体行动问题。^[51] 两个最著名的集体行动问题是理性冷漠与“搭便车”问题。许多评论人将股东描述为理性冷漠。^[52] 在其开创性的著作中,Berle 与 Means 描述了理性冷漠及其在公司治理问题中的中心地位。^[53] 理性冷漠是指股东获取特定行为的信息以及投票反对管理层的成本会超过他们投票后所预期或者实际好处。^[54] 基于这种成本效益分析,股东会理性地选择不投票或者至少不投票反对管理层。“搭便车”问题源于股东认识到他们只需要依靠其他

[50] See Cosenza, *supra* note 36, at 42-43; Eisenberg, *supra* note 35, at 1504.

[51] See Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Mich. L. Rev. 520, 526-28 (1990) (提出这一观点“集体行动问题使得股东消极不可避免”)。

[52] See Berle & Means, *supra* note 18, at 81; Black, *supra* note 51, at 527.

[53] See Berle & Means, *supra* note 18, at 81.

[54] See Clark, *supra* note 11, at 390-91; Daniel R. Fischel, *The Corporate Governance Movement*, 35 Vand. L. Rev. 1259, 1277 (1983).

股东的行动就能获得好处,因此这削弱了股东亲自行动的激励。^[55] 通常股东未能充分利用公司委托书参与董事提名可能源于理性冷漠、“搭便车”问题,或者两者都有。倘若如此,股东利用公司委托书参与董事提名制度可能不会达到激励股东行使投票权的目的。

然而证据表明,这些集体行动问题可以被克服。事实上,近年来股东一直不断活跃着,发起各种各样活动增加自己在公司内部的投票权,并在一系列问题上影响公司政策。不但如此,他们的积极主义已经产生一定结果。^[56] 因此,正如本文第三部分将要叙述,股东投票运动,包括那些反对管理层政策的投票运动,已经获得股东强力支持。甚至,个体股东的积极行动已经取得的结果也令人瞩目。^[57] 此外,特别是董事忽视股东对某项行动的要求时,投资者不愿意对给予董事支持。^[58] 而且,尽管发动一场委托书争夺战存在障碍,但是仍有迹象表明股东不仅发动了这种战争,而且在这些战争中股东提名的候选人最终击败了管理层支持的候选人。^[59] 这一结果意味着,尽管根据现行制度,股东利用这种权利存在障碍,但是他们能够并且愿意利用他们的这一权利。由此可知,集体行为问题不构成股东有效利用委托书参与董事提名的一个重大障碍。

(2) 股东能力

对股东能力的担忧同样会削弱股东利用委托书参与董事提名的效果。事实上,股东会相信董事处于更有利的地位来选举董事被提名人。^[60] 相形之下,股东可能在信息上处于劣势,并且缺乏选举董事候选人必需的资源和专业知识的。^[61] 基于这种评估,股东会相信赋予其他股

[55] See Clark, *supra* note 11, at 392 – 93; Black, *supra* note 51, at 528; Fischel, *supra* note 54, at 1277.

[56] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 5 – 7.

[57] See *id.* at 5.

[58] See *id.* at 26.

[59] See *id.* at 22. 2007 年有 34 起委托书争夺战进行了投票表决,而 2006 年有 21 起。至少一个股东集团在争夺战中占据上风,得到三个董事会席位。See *id.*

[60] See Bebchuk, *supra* note 9, at 877 (指出:股东倾向于投票赞成管理层可能源于对被认为有更好信息当事人的理性尊重)。

[61] See *id.* at 880.

东广泛的提名权不正确和无效率,股东有效利用委托书参与董事提名可能不会产生理想的结果。

为支持这一观点,有人可能会指向股东近来通过修改章程细则规定股东利用公司委托书参与董事提名的努力并未成功。事实上,在2007年委托书征集季里,股东对三个股东利用公司委托书参与董事提名提案进行投票。^[62]最引人注目的是提交给HP公司的提案。在该提案提交之后,HP公司寻求排除该提案,要求SEC工作人员颁布无异议函,(这种书信表明,对公司排除该提案的决定,SEC不会采取行动)。因为那时SEC正在积极考虑股东利用公司委托书参与董事提名问题,工作人员拒绝颁发无异议函。^[63]此后,HP公司将这种利用委托书的提案包含在委托书说明书中。人们可能会认为HP公司所引起的社会关注会增加该提案成功的可能性。然而,该提案失败了,只得到43%股东投票的支持。^[64]该提案未能得到提案通过所需的2/3投票,可能反映了股东没有利用这种机制的要求。后来,HP公司一项类似的委托书利用提案由于未能取得必需的股东支持而失败。^[65]这些投票表明,股东积极行动者可能对其他股东并不支持的问题过于迫切。这些投票同样表明,股东可能并不认为将股东利用公司委托书参与董事提名的优势赋予其他股东是正确的,这削弱了这些途径的有效性。

然而,其他证据掩饰了这种建议。值得注意的是,在2007年,至少一项利用章程细则修改赋予股东利用公司委托书参与董事提名的提案得到多数支持。^[66]而且,股东积极行动者主张,HP公司投票是一种成功的象征。^[67]事实上,这些提案获得了超过股东投票40%的支持。^[68]

[62] 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 16.

[63] See Hewlett - Packard Co., SEC No - Action Letter, 2007 WL 224970, at * 1 (Jan. 22, 2007) (指出SEC工作人员对HP能否排除该提案没有表达任何观点)。

[64] See Tomoeh Murakami Tse, HP Investors Reject Proxy Access; Proposal Would Have Opened up Board - Nominating Process, Wash. Post, Mar. 15, 2007, at D02. 该提案得到39%的投票支持,但是后来修改为43%。Id.

[65] 这一投票源于UnitedHealth Group提交的一项提案,该提案得到股东投票45.3%的支持。2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 16.

[66] See *id.* (描述了一家小型生物技术公司Cryo - Cell International的投票情况)。

[67] See Tse, *supra* note 64.

[68] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 16.

正如委托书专家所言,这些比例反映了对股东利用公司委托书参与董事提名的强烈支持,特别是考虑到是第一次投票,并且在他们第一次写进公司选票时,大多数股东提案得到的支持比例一般会相当低。^[69] 高比例同意股东利用委托书参与董事提名的股东意味着,相当一部分股东赞成这种机制。这进一步表明,股东相信其他股东能够正确行使提名权利。

(3) 特殊利益股东

许多人士认为,股东利用委托书参与董事提名可能会无效率,因为它将权力赋予一些特殊利益的股东,他们提出的一些问题对大部分股东或者公司整体无意义。诸如公共退休基金以及所谓的社会投资者(那些提出有关社会或者环境问题的股东)一直是股东提案权机制的使用者,然而历史证据表明这些股东倾向于提出一些狭小或者个人问题。^[70] 考虑到他们积极行动主义的历史,这些股东最有可能利用委托书参与董事提名。最近,对冲基金在公司治理领域日益活跃。^[71] 流行的说法是,这些基金倾向于采取一些短期行为,可能与其他股东利益不一致。^[72] 然而他们的资源使他们能够对公司管理人员运用相当直接和间接的权利。^[73] 在这些股东看来,几名学者和评论人士已经表达了这种担心,增加股东权利的运动将会给那些意在提高自己狭窄目标的投资者提供更有利条件。^[74] 即使这些股东不能取得对他们提名候选人的直接支持,

[69] See Tse, *supra* note 64.

[70] See Bainbridge, *Director Primacy*, *supra* note 9, at 1754; Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 *Colum. L. Rev.* 795, 811-12 (1993).

[71] See Frank S. Partnoy & Randall S. Thomas, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation* 2, 20 (Vanderbilt Univ. Law Sch. Law & Econ. Research Paper Series, Paper No. 06-21, 2006), available at <http://ssrn.com/abstract=931254>.

[72] See *id.* at 24. 但是 Partnoy 与 Thomas 发现对冲基金从事各种行为,其中一些集中于更长期的战略问题。*Id.*

[73] See *id.* at 49.

[74] See Bainbridge, *Director Primacy*, *supra* note 9, at 1754; Romano, *supra* note 70, at 811-12 (指出公共基金与私人基金的区别以及公共基金关注地方和/或者社会问题所面临的压力); Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, *Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions*, 96 *Mich. L. Rev.* 1018, 1022-23 (1998).

他们也可以利用委托书参与董事提名这一平台,间接对公司施加压力^[75]或者进行干扰。^[76]一些股东可能会利用委托书参与董事提名迫使公司关注一些影响全体股东之外的事情,这可能会严重削弱股东利用委托书参与董事提名的效用。

虽然这种可能代表了一种担忧,但是这种担忧程度可能已经被夸大。第一,认为社会投资者或者对冲基金的利益与大部分股东利益不一致可能并不准确。事实上,这些社会投资者所引发的一些担忧已经获得股东强力支持。^[77]因此,在最近一些委托书征求季节里,一些社会性提案与公司治理提案进展的很好。^[78]同样,最近有证据表明,一些对冲基金从事对所有股东都有益处的行为。^[79]在这一方面,不能够自动地假设社会投资者或者对冲基金将会以狭隘视角推荐候选人或者进行其他对所有股东无益的活动。

第二,通过为所有股东提供一种更符合成本效益的行使发言权的手段,股东利用委托书参与董事提名可能不会削弱具有更大资源集团的影响。事实上,对冲基金积极行动主义成功的一个原因就是其巨大的资源。然而,股东利用委托书参与董事提名可以通过削弱这些资源在决定股东进行委托书争夺中的重要性来降低其影响。如此,当这些投资者被认为所提出的利益与更大范围内股东利益不一致时,股东就可以挫败对冲基金和其他投资者的努力。^[80]比如,股东投票否决对冲基金买断,已经表明他们愿意将公司企业及其他成员利益置于自身短期盈利利益之上。^[81]这些行为表明增加股东权利可以使更多股东在公司治理实践中采取积极行动,并可以更好地击败那些会损害公司整体利益的人员。

[75] See Bainbridge, *Director Primacy*, *supra* note 9, at 1754; Bebchuk, *supra* note 9, at 878.

[76] See Bebchuk, *supra* note 9, at 879-80.

[77] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 20, 31(准确指出股东提案得到很大支持,甚至在一些场合是大多数支持)。

[78] See *id.* at 44.

[79] See Partnoy & Thomas, *supra* note 71, at 46(指出:对冲基金积极主义一些形式,特别是关注目标公司治理程序的形式,可能有益于更大范围的股东集团)。

[80] See *id.* at 21.

[81] See *id.*

第三,候选人需要得到多数支持的事实减弱了具有特殊利益的股东劫掠选举过程的程度。^[82]与此同时,它增加了这种可能,即股东将会提出更有吸引力的候选人。现行股东积极主义的证据支持了这种可能。因此,最近几年委托书数据揭示了各种股东集团之间日益增加的协调。^[83]这表明,强化股东权利也可增加激励他们协同工作。最近几年的委托书数据支持了这种看法:股东会利用委托书机制提出更多对更大范围内股东集团有吸引力的候选人,因此削弱了那种认为该机制将会导致股东提出倾向于狭隘或者特殊问题的候选人的观点。

3. 结论性评价

如上所述,股东会利用委托书参与董事提名可能有不足之处,但是总体上,似乎能够实现确保股东投票权具有意义这一期待。此外,该机制似乎增强了更大范围股东的投票权,同时大大减少了少数股东不当影响选举程序或者公司事务的可能。在这方面,股东积极行动者重点关注股东会利用委托书参与董事提名似乎正当并且可以理解。

当然,股东会利用委托书参与董事提名只代表了有限的权利。这一途径只是赋予股东取代现行董事或者选举不同董事的权利。然而,该制度并没有为股东提供提出公司政策的权力,或者正如 Bebchuk 所说,制定“游戏规则”。^[84]因此,尽管有股东会利用委托书参与董事提名制度,董事与公司高级职员仍然继续有权利管理公司事务,不需要股东干预。从这一角度看,股东会利用委托书参与董事提名制度没有自动改变公司内部权力平衡。^[85]然而,这种改变并不是股东会利用委托书参与董事提名制度目标所在。事实上,股东会利用委托书参与董事提名制度的目

[82] See Partnoy & Thomas, *supra* note 71, at 14 - 15; Schwab & Thomas, *supra* note 74, at 1035 - 36, 1082 - 83 (指出:股东提案没有其他股东支持不能成功,并且,除非这些提案与引起股东大多数共鸣的问题有关,否则这种支持不会出现)。

[83] See Institutional S holder Servs., 2005 Postseason Report: Corporate Governance at a Crossroads 10, 41 (2005) (以下 2005 Proxy Report); Institutional S holder Servs., 2004 Postseason Report: A New Corporate Governance World: From Confrontation to Constructive Dialogue 5, 28 (2004) (以下 2004 Proxy Report)。

[84] Bebchuk, *supra* note 9, at 856 - 57. 然而,利用公司委托书参与董事提名确保具有影响公司决策的间接利益。See *id.* at 878.

[85] But see Bainbridge, Shareholder Voting Rights, *supra* note 9, at 603 - 06 (指出:任何管理层责任的强化必然限制管理者权力)。

标在于确保股东在现行框架内可以更有效地发挥投票权利。当前,从事委托书竞争的成本已经不必要地增加了投票权的负担。股东利用委托书参与董事提名制度目标在于去除该负担,并因此恢复投票权在公司治理中的正确作用。

三、委托书争夺战

(一) 历史视野中的股东利用委托书参与董事提名的争夺战

1942年SEC第一次考虑授权股东利用公司选票。那一年,SEC提出一项规则要求公司将股东提名的董事候选人包含在公司委托书说明书中。^[86]对该规则的批评之多惊人,以致SEC拒绝实施该规则。^[87]

1977年,SEC在对选举程序与公司治理全面研究后重提股东利用公司委托书参与董事提名问题。^[88]1977年4月,SEC征求一项评论,是否应当改变委托书规则允许股东利用公司选票提名自己选择的候选人。^[89]作为这一行动的结果,1982年SEC提出了股东利用公司委托书说明书的三种方案。^[90]第一种方案保留现行框架,但是增加了额外的程序规则,对一些实质规则制定解释性指南。^[91]方案一的主要改变是股东提起提案需要持有至少一定数量股份一年以上^[92]当时,这种限制

[86] Securities Act Release No. 2887, Exchange Act Release No. 3347, Investment Company Act Release No. 417, 7 Fed. Reg. 10,655, 10,656 (Dec. 18, 1942); see also Barnard, *supra* note 28, at 54 n.102. SEC还提议一项规则即Rule 14a-8的前身,允许股东在反对管理层提案的委托书说明书中包含100字说明。See Securities Act Release No. 2887, 7 Fed. Reg. at 10,656; Barnard, *supra* note 28, at 47.

[87] See Barnard, *supra* note 28, at 54; Fisch, *supra* note 23, at 1163.

[88] See Shareholder Participation, *supra* note 34, at 23,901.

[89] See *id.* at 23,903. 提交讨论的问题是:“股东应该利用管理层的委托书征集资料用来提名自己选择的人进入董事会么?” *Id.* The Release接着提出这种提名程序问题。*Id.*

[90] See 1982 Proposed Shareholder Access Amendments, *supra* note 41, at 47,420.

[91] See *id.* at 47,421.

[92] See *id.* 股东通常必须是至少持有发行人证券的1%或者市值1000美元的名义持有人或者实质持有人。*Id.*

并不存在。

第二种方案是公司经过股东批准,通过自己程序让股东利用公司选票。因此,方案二实质上允许公司选出有关提案的联邦委托书规则,^[93]赋予股东和公司一定灵活性来决定股东提案的程序。方案三会取消公司在选票上排除股东提案的能力,除了州公司法认为不正当或者影响董事选举的提案。^[94]方案三消除了公司将股东提案排除于选票上的能力,而不是州公司法认为不正当或者影响董事选举的提案。^[95]方案三对要求包括在公司委托书说明书上的提案总数量有一定限制。^[96]

最后,SEC 倾向于拒绝通过股东利用公司委托书参与董事提名这一方案。在这三种方案中,方案二会授权股东利用公司委托书参与董事提名,它使股东与公司可以灵活地建立利用公司选票的程序。然而方案二招致了严厉批评。^[97]评论人士认为,该方案赋予公司和股东自由裁量会导致公司间缺乏一致性,可能产生混乱及由此混乱增加的诉讼。^[98]SEC 拒绝方案二,采纳了方案一,从根本上维持了不允许股东利用公司委托书参与董事提名的现状。^[99]

1992年,SEC 对委托书规则进行全面审查。^[100]然而,在对联邦委托

[93] See id. at 47,422.

[94] SEC 预料这一计划的任何规则对资格和排除任何股东提案的基础会规定最低限制。See id.

[95] See id. 在这一方面,Proposal III 会自动生效,因此省去了 SEC 工作人员参与股东提案程序的大量工作。Id.

[96] Id.

[97] See Amendments to Rule 14a-8 Under the Securities Exchange Act of 1934 Relating to Proposals by Security Holders, Exchange Act Release No. 20,091, 48 Fed. Reg. 38,218, 38,218(Aug. 16, 1983)(以下为 1983 Final Rule)(Final Rule).

[98] See id.

[99] See id. 事实上,绝大多数评论人士赞同 Proposal I. Id. 支持者相信确保股东在公司中有经济利益会抑制该规则滥用。Id. at 38,219. 有趣的是,Proposal I 的通过引起 Longstreth 委员的严厉批评,他相信新修正案中的其他程序规则“[斜体]明显并且不必要地不利于股东寻求利用委托书参与董事提名(significantly and unnecessarily against shareholders seeking access to the proxy machinery)”。Id. at 38,223. Longstreth 委员聪明地简单保留了那时形式的 Rule 14a-8。Id.

[100] See Regulation of Communications Among Shareholders, Exchange Act Release No. 31,326, Investment Company Act Release No. 19,031, 57 Fed. Reg. 48,276, 48,277(Oct. 16, 1992)(指明对委托投票规则和程序的三年期进行认真研究)。

书规则进行系列修正的同时,SEC 没有作出任何股东利用公司委托书参与董事提名的规定。^[101]

(二)最近新的冲突

2002 年,公司治理丑闻激发了对股东利用公司委托书参与董事提名的重新探讨。2003 年年初,SEC 指定工作人员研究委托书规范,目的之一是改善公司民主。^[102] 这项研究指出关注的领域,包括由于股东不能在公司选票上提名自己候选人造成的不平等。^[103]

结果,2003 年 SEC 提出 Rule14,该规则授权股东在特定情况下可以利用公司委托书参与董事提名。^[104] 根据该规则草案,如果两个触发事件有一个发生,股东就可以要求公司将股东提名的候选人载于公司委托书上,只要该股东进行提名时持有至少 5% 的有表决权股份并且持有期间不少于两年。^[105] 根据第一项触发事件,如果一项要求公司采纳多数决制的决议得到 50% 以上股东投票的同意,并且该公司在该投票 120 天内未能实施多数决,股东有权利用公司选票。^[106] 第二项触发事件为如果股东对上一次董事选举中一个或更多董事候选人保留投票占总投票的比例不少于 35%。^[107] Rule14 也对 Rule 14a - 8 予以修改,明确规定有关股东利用公司委托书参与董事提名的提案不能根据 Rule 14a - 8 予以排除。^[108]

对 Rule 14a - 11 的反对最终导致了其夭折。事实上,在获得该规则相关评论后,SEC 没有做任何努力来通过该规则。直到 2005 年底,SEC 工作人员将该不作为解释为一个信号,即 SEC 废除了其制定股东利用

[101] See Fisch, *supra* note 23, at 1170.

[102] See 2003 Proposed Nomination Rule, *supra* note 38, at 60,784; Press Release, U. S. Securities & Exchange Comm'n, Commission to Review Current Proxy Rules and Regulations to Improve Corporate Democracy, 2003 - 46 (Apr. 14, 2003), available at <http://www.sec.gov/news/press/2003-46.htm>.

[103] See 2003 Proposed Nomination Rule, *supra* note 38, at 60,784.

[104] See *id.*

[105] See *id.* at 60,794.

[106] See *id.* at 60,789 - 90. 只有至少 1% 持有公司发行股份 1 年的股东才能提出绝对多数决提案。*Id.* at 60,789.

[107] *Id.* at 60,789.

[108] *Id.*

公司委托书参与董事提名的承诺。^[109]

第二巡回法院在 *AFSCME v. AIG* 案中重新提起这一问题。^[110] 在该案中,作为雇员退休金计划兼 AIG 公司股东的 AFSCME 向法院寻求强迫公司将股东提案记载于公司委托书说明书上,该股东提案涉及公司章程细则规定允许在特定情况下允许股东提名的候选人记载于公司选票。^[111] SEC 工作人员的立场是,公司可以从其委托书说明书中排除该提案。^[112] 事实上,将近两个世纪以来,SEC 将 Rule 14-8 解释为,基于可以排除与选举有关的提案,关于选举程序的股东提案可以被排除。^[113] 然而,第二巡回法院的反驳是,这一立场与 SEC 原来对委托书规则相互矛盾。^[114] 在第二巡回法院看来,Rule 14 通过以后,在排除选举程序的股东提案时,SEC 既没有明确解释也没有适用委托书规则。^[115] 因此,SEC 最近对该规则的解释反映了一个变化,然而这种变化未经任何解释。^[116] 第二巡回法院认为,应当着重考虑 SEC 以前的解释,因为该解释出现在对股东提案排除之时。^[117] 基于这种认识,第二巡回法院主张:不能排除包含股东利用公司委托书参与董事提名程序的股东提案,因为他

[109] 因此,在系列“无异议”(no-action)函中,SEC 工作人员所持立场是:公司委托书声明书中可以排除基于 Rule 14a-11 的股东提案,考虑到随着时间推移而 SEC 并未采取行动,这种提案的通过似乎反映了一种立场:SEC 不再支持该类提案。See, e.g., *Halliburton Co.*, SEC No-Action Letter, 2005 WL 283290, at *1 (Feb. 7, 2005); *Qwest Communications Int'l Inc.*, SEC No-Action Letter, 2005 WL 283288, at *1 (Feb. 7, 2005).

[110] 462 F.3d 121 (2d Cir. 2006).

[111] See *id.* at 123. 这一建议规定:股东提名候选人可以记载于公司选票,只要提名股东持有已发行股份 3% 至少 1 年时间。Id. at 124 n. 3.

[112] *Am. Int'l Group, Inc.*, SEC No-Action Letter, 2005 WL 372266, at *1 (Feb. 14, 2005).

[113] See 2007 Final Shareholder Proposal Rule, *supra* note 7, at 70,453; *AFSCME*, 462 F.3d at 123.

[114] *AFSCME*, 462 F.3d at 126; see also 2007 Final Shareholder Proposal Rule, *supra* note 7, at 70,451 (指出 SEC 的立场不允许基于选举排除的排除行为)。

[115] See *AFSCME*, 462 F.3d at 123.

[116] *Id.* at 129.

[117] See *id.*

们与 Rule14 - 8 界定的选举含义无关。^[118] 第二巡回法院建议, SEC 澄清对允许选举程序的股东提案的立场。^[119]

最终, SEC 做出回应。^[120] 2007 年 7 月, SEC 对两种相互冲突的股东利用公司委托书参与董事提名的方案公开征求意见。^[121] 一种方案就是修改 Rule14 - 8, 允许将股东提案包括在公司委托书资料中, 该提案涉及公司内部细则规定股东提名候选人的程序。^[122] 公司委托书资料可以包括这种内部细则提案, 只要提交提案的股东或者股东集团连续一年以上持有公司证券 5% 以上。^[123] 修订规则同时要求, 任何提交的股东提案必须与州法、公司现行内部细则和章程一致。^[124] 由此, 该方案赋予股东有能力制定自己的规则而不是强制实行一项特定规则。^[125] 第二项方案是修改 Rule14 - 8, 明确规定: 对于任何支持通过公司内部细则规定股东利用公司选票程序的提案, 公司可以在委托书说明书名中排除。^[126]

与 SEC 以前的主张一致, SEC 最终否定了股东利用公司选票的方

[118] See *id.* at 129 - 30. 这一判决出现是因为, 第二巡回法院将该规则解释为只禁止那些导致直接选举竞争的提案, 而以程序为重心的内部细则并不引发这种直接选举战。

[119] See *id.* at 131 (指出: SEC “当然能够改变其对选举排除的解释”)。

[120] 2007 年 SEC 举办了系列圆桌会议讨论更一般的股东权利问题。See generally U. S. Securities & Exchange Comm'n, *Spotlight on: Roundtable Discussions Regarding the Proxy Process*, <http://www.sec.gov/spotlight/proxyprocess.htm>.

[121] SEC 也寻求对电子股东论坛以及公司或股东应该有能力提出并通过内部细则程序(为了将无约束力的股东提案记载于委托书资料)进行评论。2007 *Shareholder Proposals*, *supra* note 20, at 43, 469.

[122] *Id.*

[123] See *id.* 一年持有期限适用于股东集团每个成员。*Id.* 此外, 任何征集股东必须有资格报备并且报备一份 Schedule 13G. *Id.* Schedule 13G 只适用于那些取得股份同时并不寻求改变公司控制权的发行人。See *id.*

[124] See *id.* at 43, 470.

[125] See *id.* 事实上, 股东甚至可以决定提出包含于委托书提案的最低持股水平。See *id.*

[126] See *Shareholder Proposal Relating to the Election of Directors*, Exchange Act Release No. 56,161, Investment Company Act Release No. 27,914, 72 Fed. Reg. 43,488, 43,488 - 89 (proposed July 27, 2007). 这一建议会改变现有语言(现有语言使公司能够排除一项提案), 如果一项提案“涉及公司董事会或者类似管理实体成员选举。”*Id.* at 43, 490. 取而代之的是, 新规则会规定提案排除情况, 即“如果提案涉及公司董事会、类似管理实体成员选举, 或者这种提名或者选举程序”。*Id.* at 43, 496.

案。与第二巡回法院意见不一,SEC认为,公司委托书资料中包含股东提名的候选人会引发竞争性选举。^[127] 然而,该委托书规则中有一条款旨在规范委托书竞争并且确保与该竞争有关的正当披露。^[128] 在SEC看来,如果不能排除这种股东利用公司委托书参与董事提名的内部细则提案,股东可以回避委托书规则并且无需进行重大披露即可发动选举竞争。^[129] 在这一方面,SEC坚持认为,Rule14-8并非发动委托书竞争的恰当工具。^[130] 因此,SEC采纳的规则允许排除内部细则条款,该条款本可以规定选举程序。^[131] 虽然一些知名人士敦促SEC在通过任何影响股东利用公司委托书参与董事提名的规则之前要等待并评估AFSCME案的影响,^[132] 但是SEC认为,通过规则为公司和股东在之后委托书征求季节作出明确规定很重要。^[133] 因此,新规则几乎是立即生效。^[134]

(三) 前方之路

尽管拒绝了这一方案,一些SEC成员已经表明愿意重新探讨股东利用公司委托书参与董事提名问题。因此,Cox主席坚称愿意使股东利用公司委托书参与董事提名问题成为SEC2008年日程的一部分。^[135] 在最近一次讲演中,Cox表明SEC2008年议程会继续重点关注确保股东

[127] See 2007 Final Shareholder Proposal Rule, *supra* note 7, at 70,450.

[128] See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-12, 17 C. F. R. § 240.14a-12 (2007).

[129] See 2007 Final Shareholder Proposal Rule, *supra* note 7, at 70,450. 当然,承认股东利用委托书参与董事提名规则包含 Schedule 13G 与新的 Item 24 和 Item 25 的信息披露要求。2007 Shareholder Proposals, *supra* note 20, at 43,471-73.

[130] See 2007 Final Shareholder Proposal Rule, *supra* note 7, at 70,451.

[131] See *id.* at 70,452. 除了排除这些内部细则之外,该规则同样排除具有剥夺被提名人、在任期内罢免董事或者质疑董事能力或商业判断的任何规定。See *id.* at 70,454. 然而,重要的是,SEC明确表示,公司不能利用该规则排除与投票程序规则,诸如在董事选举的绝对多数决制要求。See *id.*

[132] See *id.* at 70,453.

[133] See *id.* at 70,452(指出:SEC无异议函会产生不确定性,加剧AFSCME判决产生的混乱,并且实际上会要求股东和法院就委托书规则含义提起诉讼)。

[134] See *id.* at 70,450. 新规则自2008年1月10日开始生效。

[135] See Wutkowski, *supra* note 4.

能够更有效利用其投票权利。^[136]

然而,其他人也认为,最近的发展可能降低了对股东利用公司委托书参与董事提名的需要。事实上,SEC 前主席 Harvey Pitt 主张,最近一些行动已经使股东利用公司委托书参与董事提名问题失去意义。^[137] 鉴于他们遭遇的困难,如果其他措施削弱了股东利用公司委托书参与董事提名机制的需要,股东支持者会感到放松。当然,评论人士认为,对股东利用公司委托书参与董事提名方案的排除更多地表现为提出规则的形式。^[138] 就此而言,这种排除并不必然导致对股东利用公司委托书参与董事提名本身的排除。然而,这种排除突出了制定一项被接受的、股东利用委托书参与董事提名规则的困难。而且,许多商界人士一直反对任何赋予股东利用公司委托书参与董事提名的努力。^[139] 有人担心授权股东利用公司委托书提名董事的权利会产生很大成本,因为它可能将每一次选举竞争都变成委托书争夺战。股东支持者不仅质疑这些成本的范围,同时,鉴于这一方式对实现股东投票权的重要性,还认为这些成本担忧并非排除股东利用委托书参与董事提名的合法理由。还有一些人担心,干扰性提案与特殊利益股东会削弱股东利用委托书参与董事提名机制的效用。反对者同样担心,这些提案会阻碍管理层支持的候选人参与公司选举。^[140] 这些担忧显然促使 SEC 排斥股东利用委托书参与董事提名。过去及最近排斥该方案的历史表明,争取股东利用委托书参与董事提名一直以来并且将继续成为一项艰苦奋斗。因此,如果股东积极主义

[136] See Christopher Cox, Chairman, U. S. Securities & Exchange Comm'n, *The SEC Agenda for 2008: Remarks to the SEC Speaks in 2008 Program of the Practising Law Institute* (Feb. 8, 2008), available at <http://www.knowledgemosaic.com/Gateway/Rules/SP.spch020808cc.020808.htm>. 在讲演中,Cox 说明 SEC 公司财务部门会“继续推行我们的基本目标,使联邦规制的委托书制度更好地与州授予股东决定他们自己公司董事的权利保持一致。”Id. 当然,这种声明不一定是对寻求股东利用委托书参与董事提名制度的承诺。然而,可以确信这种机制仍然是治理对话的一部分。

[137] See Wutkowski, *supra* note 4.

[138] See 1983 Final Rule, *supra* note 97, at 38,218 n.3 (指出:一些评论人士支持 Proposal II 的理论基础,但是并不支持该建议本身)。

[139] See *id.* at 38,218 n.2 (指出有大量评论反对股东利用委托书参与董事提名制度)。

[140] See William J. Feis, *Is Shareholder Democracy Attainable?*, 31 *Bus. Law.* 621, 640 (1976).

者能够通过其他机制达到赋予股东权利的目标,那么关注这些机制是一个最优决策。本文下一部分试图评估这些替代策略的有效性。

四、强化股东权利的替代运动

该部分探讨最近出现的旨在增强股东权利的四种措施。在该部分前四个小部分论证这些措施各自的优点与不足之后,第五小部分会更加深入地探讨他们对股东间接影响选举结果和公司事务的效果。

(一) 电子委托书制度

1. “通知和访问”制度

在 2006 年年底,SEC 发布新规则旨在推动因特网在委托书征集中的使用。^[141] 因特网征集规则或者所谓的电子委托书规则,在 2007 年 7 月 1 日开始生效。^[142] 这一规则,被称为“通知和访问”模式,允许公司和征集股东通知股东获得委托书资料并且将资料发布在通常可以访问的网站上,从而给股东散发委托书资料。^[143] 这一通知可以用电子形式寄

[141] See Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 55,146, Investment Company Act Release No. 27,671, 72 Fed. Reg. 4148, 4148-88 (Jan. 29, 2007) (以下称为 Final E-proxy Rule). 这些规则标志着 SEC 第一次寻求依靠网络提供一种委托书征集的替代方法。See Brimer, *supra* note 29, at 191. 过去,SEC 对电子措施可以符合现行委托书发送要求方式作出解释指引。因此,SEC 在 1995 年 10 月发布一项释令(an interpretive release),中心内容是利用电子媒介与投资者交流。See Use of Electronic Media for Delivery Purposes, Securities Act Release No. 7233, Exchange Act Release No. 36,345, Investment Company Act Release No. 21,399, 60 Fed. Reg. 53,458 (Oct. 13, 1995). SEC 在 2000 年发布另一项解释令。See Use of Electronic Media, Securities Act Release No. 7856, Exchange Act Release No. 42,728, Investment Company Act 24,426, 65 Fed. Reg. 25,843 (May 4, 2000). See Brimer, *supra* note 29, at 186-90 (记录了历史上 SEC 对电子交流方法的指引)。相比之下,这些新规则为股东规定了一种可选择的发送委托书资料方法。

[142] See Final E-proxy Rule, *supra* note 141, at 4148.

[143] See Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 52,926, Investment Company Act Release No. 27,182, 70 Fed. Reg. 74,598 (proposed Dec. 8, 2005) (以下称为 Proposed E-proxy Rule).

送给任何先前已经同意接收电子发布的股东。^[144] 根据该规则,征集当事人必须给要求免费得到这些资料的股东提供纸质副本。^[145] 这一规则允许股东作出永久性获得纸质或者电子邮件副本委托书资料的要求。^[146] 同样,征集股东而非发行人可以将征集限于那些原先同意不要求纸质副本的股东。^[147] 这一限制并不阻止任何被征集股东要求提供纸质副本。^[148]

2. 对股东权利的影响

(1) 成本节约之谜

电子委托书规则提供节约成本的可能使其可能成为股东利用委托书参与董事提名最有希望的替代者。人们一致认为成本乃发动委托书竞争的主要障碍。^[149] 据 SEC 估算,在 2006 年,发行人和其他征集人与征集委托书相关的印刷和邮寄成本接近 962.4 万美元。^[150] 电子委托书

[144] See Final E – proxy Rule, *supra* note 141, at 4151 n. 49. 此外,这一通知必须在股东会议日期前 40 个工作日发送。See *id.* at 4150. 该通知必须包含诸如投票表决事项陈述与如何要求纸制版的委托书资料等信息。See *id.* at 4151 – 52. 为减轻股东会在检查其委托书前投票这种担忧,不能随该通知一通寄送卡式投票书。See *id.* at 4150. 相反,卡式投票书必须在包括委托书说明书的网站上发送,该网站必须提供一种机制用电子方式行使卡式投票书。See *id.* at 4153. 然而,征集股东与发行人有权在发送通知 10 日后发送卡式投票书。See *id.*

[145] See *id.* at 4154.

[146] See *id.* at 4149, 4154. 然而,这一要求不能撤销(revoked)。See *id.* at 4154 n. 86.

[147] See *id.* at 4158.

[148] 提议规则包括一项允许征集股东而非发行人进行有条件征集的规定,进行委托书征集的条件是基于被征集股东同意完全通过网络取得委托书资料。这种有条件征集意味着,征集股东不会不得不向那些向他们提出要求的人提供纸质版委托书资料。然而,最后规则放弃了这种有条件征集,因而征集股东必须向那些被通知的股东发送纸质版资料。See *id.* at 4150, 4158.

[149] See *id.* at 4164(指出:“进行委托书争夺通常成本非常大”); see also *supra* note 140 and accompanying text.

[150] See Final E – proxy Rule, *supra* note 141, at 4162. 发行人与其他人在 2006 年的印刷和邮寄成本为 4.812 亿美元。美国自动数据处理公司(ADP)为实质所有人邮寄委托书资料,2005 ADP 负责邮寄大约 50% 的委托书资料。See *id.* ADP 与发行人和其他人的成本总计 9.624 亿美元。See *id.*

规则的特定目的就在于减少这类成本。^[151] 按照这一做法,电子委托书规则可以大大提高股东对委托书机制的使用。^[152] 因此,该规则应该重新激活股东提名权和投票权。

倘若如此,电子委托书规则应当会促进股东的间接和直接利益。通过消除提名成本障碍,电子委托书规则增加了股东选举他们所选择的候选人的能力。电子委托书规则能够使股东影响选举结果的这一事实同样意味着这一规则有能力提高股东与管理层间的交流。如果股东能够真正决定哪些董事继续留任,这就增加了董事关注股东关心的问题的可能。因此,电子委托书制度看似成为具有股东利用委托书参与董事提名之优势的最佳替代。

然后,正如 SEC 委员 Annette Nazareth 认为,电子委托书规则产生的成本节约“有利于使管理层与异议股东间的竞争环境更为公平。”^[153] 因而,该规则应该会降低管理层被提名人的相对优势。

不幸的是,并不清楚股东会是否实现这些成本节约。考虑到这些成本节约代表了电子委托书规则最大优点,那么缺乏明确性就会大大减少电子委托书规则效用。事实上,任何水平的成本节约都会受到几种不可预测因素的影响。第一,该规则并不优先于州法适用。因此,如果各州法律要求股东会议或者委托书资料的纸质通知,征集股东就要承担遵守各州规则的成本。第二,电子委托书规则规定,被征集股东有权要求得到委托书资料的纸质副本。^[154] SEC 估算,19%的股东会选择寄送纸质委托书,这意味着尽管利用电子委托书规则,但提供纸质副本的成本永

[151] 在通过释令时,SEC 指出,新规则设计旨在给征集股东“提供可能会降低进行委托书争夺成本的一种替代方法。”See Proposed E-proxy Rule, *supra* note 143, at 74, 599. SEC 在该释令中还指出,该规则能够“明显降低委托书征集成本,鉴于印刷和邮寄成本可能会降低。”*Id.* at 74, 607; see also Final E-proxy Rule, *supra* note 141, at 4162 (注:印刷和邮寄成本的减少以及委托书争夺成本可能会降低是该规则经济效益的最重要来源)。

[152] See Brimer, *supra* note 29, at 198(注:电子委托书规则应当提高委托书争夺效率和功效)。

[153] *SEC Proposes to Modernize Rules Governing Proxy Solicitations*, 37 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) No. 47, at 1958(Dec. 5, 2005).

[154] See Final E-proxy Rule, *supra* note 141, at 4154.

远存在。^[155] 因此,SEC 认识到,要求纸质副本的投资者的潜在比例不可预测,并且每年波动不一。^[156] 因此,发行人与征集股东将不得不预测要求纸质副本的数量。估计过高意味着承担不必要成本,而估计不足则会极大增加成本,因为存在根据要求印刷和提供委托书资料的费用。^[157] 因此,SEC 认为,因为需要确保为那些要求提供纸质副本的股东提供充分的纸质副本,电子委托书规则的成本节约可能并不像想象的那样明显。^[158] 因为成本节约是电子委托书制度核心优势所在,与股东利用委托书参与董事提名相比,这一不定性似乎削弱了电子委托书规则的吸引力。

当然,征集股东只向那些已经同意接收委托书资料电子副本的股东进行征集,可能会减少制作纸质副本的成本。^[159] 然而,并没有阻止这些股东要求提供纸质副本,这不能完全避免制作这些副本的成本。同样这种征集也不能避免与试图预测所要求的纸质副本数量相关的不定性的成本。^[160] 事实上,这种不定性在增加,因为股东会以某种特定方式撤销永久性接受副本的选择。^[161] 与此同时,将委托书限定于特定股东集团会削弱委托书争夺战范围以及相应效果。因此,征集股东会发现作出这种选择的吸引力不大。不管股东进行有限征集或者进行大范围征集,成本问题会一直存在,这就剥夺了大部分电子委托书规则相对于股东利用委托书参与董事提名的吸引力。

最终,电子委托书制度的成本节约取决于股东接收完全电子运动的程度。一个担忧是以前进行的电子交流尝试证明不能令人满意。^[162] 而更近些证据表明:股东对于通过因特网交流更加自信。事实上,在 2006

[155] Id. at 4162.

[156] See id. at 4163.

[157] See id. at 4163(指出:如果纸质本是根据需要供应,那么成本节约会大大降低)。

[158] See Proposed E - proxy Rule, supra note 143, at 74,613.

[159] See Final E - proxy Rule, supra note 141, at 4150.

[160] See id. at 4154. 然而,准确推算所需纸质本数量的能力会随着时间推移由于发行人和股东熟悉股东偏好而提高。

[161] See id. at 4154 n. 86.

[162] See Brimer, supra note 29, at 192(指出以前电子释令存在的问题)。

年委托书征集季节里,大约 87% 的股东投票是通过电子或者电话方式。^[163] 而且,大约有 75% 的家庭已经有因特网接口,同时 80% 的投资者拥有因特网接口。^[164] SEC 相信:这种程度的因特网接口应该能促使电子委托书规则的通过,显然因为这种水平意味着人们日益相信因特网。^[165] 同样,SEC 期望,第一批尝试者会承担较大成本,但随着投资者对基于因特网的交流信赖性的增强,成本应当会下降。^[166] 这就表明,虽然现行电子委托书规则可能不是股东利用公司委托书参与董事提名的现实替代,它在未来仍是一个有效选择。

然而,即使这种预测也可能并不准确。因为总体因特网使用或者访问可能并非股东愿意通过因特网发布委托书的一项可靠指标。事实上,一项研究表明:有大约 68% 的股东愿意采取新措施至少在特定时间接收委托书资料纸质副本。^[167] 这就表明:尽管有因特网接口,股东仍然要求委托书资料的纸质副本。^[168] 这就大大削弱了我们依靠该途径支持“投资者会利用电子委托书制度”的程度。

可能对电子委托书规则可以充当股东利用公司委托书参与董事提名替代物这一观念更不利的是,一些研究表明:这些规则的出现导致了参与程度下降。少数研究已经表明,股东收到纸质副本要比收到电子邮件通知更可能进行投票。例如,49% ~ 65% 的股东表明:他们可能不会访问包含在电子委托书通知中的网站,因此降低了电子委托书制度下的参与水平。^[169] 更进一步的研究揭示出:在电子委托书规则施行最初的五个月内,股东参与率降低到 75%,因此只有 4% 的分散股东参与了电

[163] See Final E - proxy Rule, *supra* note 141, at 4149.

[164] See *id.*; see also Brimer, *supra* note 29, at 179. 其他研究揭示出美国人每月在线时间平均为 14 个小时。See *id.*

[165] See Final E - proxy Rule, *supra* note 141, at 4149.

[166] See *id.* at 4163.

[167] See *id.*

[168] See *id.*

[169] Memorandum from David Huntington, Office of the Chairman, to File S7 - 10 - 05: Internet Availability of Proxy Materials 14 (Nov. 28, 2006), available at <http://www.sec.gov/rules/proposed/s71005/s71005-159.pdf>.

子委托书征集,与此同时,大多数其他人并不介意上网访问委托书说明书。^[170] 这大大地降低了电子委托书规则的吸引力。

此外,电子委托书规则的吸引力可能小于股东利用公司委托书参与董事提名这一途径,因为即使取消印刷和邮寄成本后仍然存在一些成本。SEC估计:根据委托书规则,准备、制作及寄发通知的成本大约为200万美元。^[171] 这是因为,在电子委托书规则降低邮寄和印制委托书资料成本时,并没有影响雇佣法律顾问和文献准备成本。^[172] SEC认为,这些成本的持续存在降低了电子委托书征集成本节约,^[173] 也降低了与股东利用公司委托书参与董事提名相比而具有的相对吸引力。值得注意,SEC估计:将股东提名人包含于公司选票的成本是13万美元,^[174] 这明显不同于电子委托书制度下200万美元法律和文献准备成本。当这些成本附加在制作纸质副本上时,电子委托书规则的成本节约就变的明显不现实。如果这是真的,那么这些规则与股东利用公司委托书参与董事提名相比则没有优势。

电子委托书规则还可能不如股东利用公司委托书参与董事提名方式理想,因为其效用及相应的任何潜在成本节约可能取决于永远不能实现的公司行为。作为首要问题,电子委托书规则有效性可能取决于公司为股东维持一个良好的电子邮件目录。当然,联邦法律要求公司应当对此有要求的股东发布一份有关公司股份记名和受益持有人姓名、地址及证券状况的清单。^[175] 然而,联邦法律只要求:如果公司早已维持这种目录时,公司应当发布电子邮件地址簿。^[176] 公司是否维持这种目录将因公司而不同,因为州法规并没有要求公司维持这种目录。比如,特拉华

[170] See The Corporate Counsel. net Blog, <http://www.thecorporatecounsel.net/blog/archive/001628.html> (Jan. 15, 2008 6:07 EST).

[171] See Final E - proxy Rule, *supra* note 141, at 4163. 准确成本估算为2,020,475美元。
Id.

[172] See *id.* at 4158.

[173] See *id.* SEC希望这会抑制股东滥用滋扰性委托书争夺。Id.

[174] 2007 Shareholder Proposals, *supra* note 20, at 43,483.

[175] See 17 C. F. R. § 240.14a-7(a)(2)(A)-(B)(2007).

[176] 因此,股东名单必须根据股东要求的形式予以提供,但是只有公司“不需承担过度负担或者费用”时才能采用上述形式。17 C. F. R. § 240.14a-7(a)(iii).

州法律明确规定不要求公司维持股东电子邮件地址目录。^[177] 这意味着, 股东会发现获得其他股东电子邮件地址非常困难, 因此依靠电子委托书制度不现实。

这一制度的有效性同样取决于公司依靠电子机制进行董事选举。事实上, 如果公司选择不进行基于因特网的委托书征集, 而征集股东只依靠因特网, 这就会使这些股东处于不利地位。在这方面, 征集股东只有在公司也同样进行电子发布时候才会感觉进行基于因特网的委托书竞争更放心。因此, 公司适用电子委托书规则的可能性是什么? 当然, 电子委托书规则对公司与股东都产生成本节约。然而, 公司可能会有更少的激励选择因特网征集, 因为是公司而非个体董事和公司高级职员承担委托书征集成本。此外, 知道因特网会促进委托书竞争, 还会减弱管理层依靠电子委托书规则的意愿。同样, 因为公司可以选择哪一次会议适用电子委托书规则,^[178] 当存在一种较强的委托书竞争的可能性时, 管理人员就能够策略性地依靠这些规则。如果公司只有在股东不使用或者更少地倾向于使用电子委托书时使用该规则, 股东同样会倾向于如此。倘若如此, 电子委托书规则的成本节约可能永远难以实现。

(2) 股东参与与特殊利益股东

股东利用公司委托书参与董事提名的一个优点是它适用于大范围股东, 因此促使更多股东影响选举结果和公司事务。电子委托书规则会使更多股东参与, 因此可以视为具有更多优势, 即使只是呈现出边际性。因此, 虽然有评论人士提出要求, 但是电子委托书规则并不包含最低股份所有权要求。^[179] 因此, 任何股东都可以利用通知和访问模式。这与股东利用公司委托书参与董事提名方式不同, 后者通常取决于在特定期间内持有有一定数量股份的股东。此外, 一些股东利用公司委托书参与董事提名方式提案会强迫触发其使用, 这要求有重大股东的支持。^[180] 这些提案给公司参与带来的限制, 在电子委托书规则中并不存在。鉴于这

[177] See Del. Code Ann. tit. 8, § 219(a) (2007) (“该条款所有内容没有要求公司在这一名单上包含电子邮件地址或者其他电子联系信息。”)

[178] See Final E-proxy Rule, *supra* note 141, at 4154.

[179] See *id.* at 4151, 4158.

[180] See *supra* note 105.

些局限性,电子委托书规则比股东利用公司委托书参与董事提名能促使股东在更广泛的层面参与,这意味着电子委托书规则至少在公司参与更具优势。当然,这一优势程度可能取决于股东利用公司委托书参与董事提名制度下股东限制的复杂性。

对于特殊利益集团,电子委托书规则似乎反映了股东利用公司委托书参与董事提名所提供的保护。事实上,电子委托书规则与股东利用公司委托书参与董事提名方式的根本区别在于电子委托书规则承认通过因特网的提名。其他方面大多数情况下,这一规则与股东利用公司委托书参与董事提名方式相似,因此应该能够确保针对特殊利益集团的相同类型的保护。因此,采用电子委托书制度与传统股东利用公司委托书参与董事提名方式相比,就股东相对于特殊利益集团的处境而言没有恶化。在此方面,如果不是担忧相关费用成本,电子委托书制度将会是股东利用公司委托书参与董事提名方式的充分替代物。

(3) 股东控制对公司批准

有人会认为,电子委托书规则优于股东利用公司委托书参与董事提名制度,因为它允许股东不仅控制委托书说明书内容,而且也控制征集程序等。事实上,股东利用公司委托书参与董事提名制度的一个缺点就是,当股东提名候选人出现于公司委托书说明书时,公司管理人员有权利记载反对这些候选人的说明。^[181] 股东没有相应权利反驳管理层说明或者反对管理层的被提名人,除非他们在支持其候选人说明中这样做。^[182] 鉴于这种说明有 500 字限制,而管理层说明却没有字数限制,这种选择难以作出。^[183] 而且,鉴于股东必须在知道公司说明书内容前作出,这种选择很困难。^[184] 在这方面,股东利用公司委托书参与董事提名制度下的公司管理人员将会有能力将股东提名的候选人置于不利地位,

[181] See 17 C. F. R. § 240.14a-8(m)(1) (指出公司有权将其认为股东应当投票反对提案的理由包括进来)。

[182] See id. (指出股东可以在他们的支持性声明/陈述中表达其观点)。

[183] See 17 C. F. R. § 240.14a-8(d)。

[184] 公司必须在邮寄委托书资料前将其反对声明副本发送给股东。See 17 C. F. R. § 240.14a-8(m)(3)。然而,这一通知发生在股东提交其提案之后。See 17 C. F. R. § 240.14a-8(e)(2)。

可能削弱这些候选人的影响力。而且这种能力没有任何字数限制。相形之下,电子委托书规则允许股东散布其电子委托书说明书,不受任何管理层负面评论的影响,并且有充分机会提出对管理层候选人的怀疑。在这方面,电子委托书规则可能为股东提供了更好机会使其候选人获得支持。

此外,电子委托书规则使股东有能力追踪其候选人获得支持的水平,因此能够进行任何必要的最后征集。^[185] 相形之下,在股东利用公司委托书参与董事提名制度中,这种能力保留在管理层手中,在该制度中管理层控制了征集机制。鉴于电子委托书规则规定了对委托书说明书与登记程序的控制,该规则可视为优于股东利用公司委托书参与董事提名制度的替代物。

然而,这种控制必须根据使用公司委托书说明书的潜在内在价值进行衡量。这些内在价值有两方面:第一,可能存在的优点是所有董事候选人名字出现在同一选票上。第二,使候选人出现在公司选票上具有心理优势,因此能够获得公司批准或者盖章认可。^[186] 一方面,任何这种优势可能会被公司作出反对股东提名候选人理由的能力稀释。^[187] 另一方面,就公司对股东提名候选人作出反对理由而言,将其置于股东说明书环境中比在一个完全独立文献中可能更有效。换句话说,当反对理由与股东对特定候选人说明并列时,管理层理由的效力可能会减弱。这不仅因为股东能够看到相互对立的理由,而且因为出现在似乎得到公司认可的文献上,股东理由可能会得到更多重视。许多出现在公司选票上的股东提案尽管有管理层反对,但是仍然获得通过这一事实证实了这一点。^[188]

[185] 电子委托书规则使股东能够进行投票权征集并获得其他股东的投票权。结果,这些规则使股东能够对投票行为或股东进行跟踪。与之相比,在股东利用公司委托书参与董事提名制度下,股东有权将其名字载入公司委托书说明书,股东将其投票权交由公司,因而是公司而非股东能够跟踪其投票权。

[186] See Eisenberg, *supra* note 35, at 1504 (“在任者以‘公司’名义进行征集具有重要心理优势”)。

[187] See *supra* note 181 and accompanying text.

[188] 例如,在过去几年里,绝大多数决制提案得到股东大力支持。See *infra* note 218 and accompanying text.

当然,实证证据表明,即使候选人不出现在公司委托书说明书上,征集股东也可以发起有效的委托书争夺战。^[189] 然而,这并不否认一种可能:被提名人记载于公司选票上可以是股东具有一些心理优势;(无须是被提名人出现在公司选票上,也可以发起委托书征集)只是表明这种优势可以被克服。当然,有效证明是否以及在何种程度上让被提名人名字出现在公司委托书说明书上通常不会产生一种内在优势这种否定性观点很困难。然而,没有这些证据同样也难以得出如下结论:电子委托书规则是股东利用公司委托书参与董事提名的有效替代。因此,尽管不存在成本问题,电子委托书规则仍然是股东利用公司委托书参与董事提名的一种次优替代。

(4) 准确性与安全问题

电子委托书规则另一缺点可能是电子手段投票的准确性和安全问题。电子委托书规则似乎强烈地鼓励公司股东进行电子投票。^[190] 乍看,这似乎理想,因为它利用了技术。然而,我们在联邦、州以及市县选举中的经验都揭示出电子投票的重大缺陷。近期选举揭示出涉及投票不准确包括投票错误、多余投票以及转投票等在内的数百例错误。^[191] 例如,2000年依阿华州一台电子投票机器在只有300名投票人的情况下记录了400万张投票。^[192] 同样,2007年一项调查表明,一个公司电子投票机器将投票率从30%变为40%。^[193] 这些电子投票的不准确将会使依靠这种投票的制度变得更为不可靠和不必要。

此外,电子投票会引起安全风险。有研究表明,电子投票系统容易受到攻击和病毒感染,其中一些可以改变这些系统准确记录投票的能

[189] See *supra* note 66 and accompanying text.

[190] See Final E-proxy Rule, *supra* note 141, at 4153. 该规则要求发行人应当同时为股东提供至少一种行使卡式投票书的方法,其中包括提供电子投票平台或者电话号码。然而,仅仅规定一种要求纸制委托投票书复本的手段远远不够。See *id.* at 4153-54.

[191] See Danielle Keats Citron, Open Code Governance, 2008 U. Chi. Legal F. 355, 363-65 [讨论了在各种市、州及联邦选举(包括总统选举)中,丢失或者多出数千张选票的情形]。

[192] *Id.* at 364.

[193] *Id.* at 364-65.

力。^[194] 专家认为,因特网投票是一种最危险的投票方式,因为面临日益增加的病毒与潜在投票篡改。当然,电子委托书建议评论人士提出了安全担忧。^[195] 然而,这些担忧集中于保密性与股东信息可能被盗用等问题上,潜在攻击和其他方式可能会破坏投票制度。^[196] 结果,作为回应,SEC 重点确保发行人与征集股东要保证因特网的保密性和匿名,而未能包括更多问题。^[197] 在这方面,我们应当小心地接受鼓励过分信赖电子投票的制度,特别是那些没有经过任何准确评估或安全评估的制度。

公司可能最终会以某种方式转向电子投票。^[198] 因此,即使不相信电子投票制度,与电子投票相关问题也会存在。然而,至少就股东利用公司委托书参与董事提名而言,电子投票局限于公司确立的单一投票制度内。电子委托书规则引起了对多样化投票程序以及由此产生的多样化投票错误与安全担忧。

3. 最终评估

最后,电子委托书规则有许多优势,但是这些优势没有胜过该规则的劣势,这使得它们并不优于股东利用公司委托书参与董事提名。事实上,电子委托书制度承诺减少委托书征集成本,这是进行委托书争夺的重要障碍。通过减少这些成本,该规则力图使股东投票权利更有意义。然而,该规则相关的成本节约不仅不确定,并切有可能依赖于公司愿意进行基于因特网的委托书征集与维护股东电子邮件地址。所有这些因素剥夺了该规则对于股东利用公司委托书参与董事提名的首要优势,因此大大削弱了电子委托书规则的优势。另外,股东利用公司委托书参与董事提名方式可能会提供股东一种重要心理优势;这种可能也会削弱任何独立征集制度会比直接利用公司选票更诱人的程度。最后,电子投票可能在投票过程中引起不准确的这种潜在缺陷应当代表了一种特定担忧。由于上述原因,电子委托书规则并不能成为有吸引力的股东利用委托书参与董事提名制度的替代。

[194] See *id.* at 368 - 69.

[195] See Final E - proxy Rule, *supra* note 141, at 4152.

[196] See *id.* at 4152 - 53.

[197] See *id.* at 4153.

[198] See *id.* at 4152 (指出:大多数股东已经通过电子方式投票)。

(二)绝对多数决制

1. 绝对多数决制运动

直到最近,绝大多数公司选举董事是基于相对多数决制。^[199] 根据这一制度,当选董事只需得到最多选票,无需考虑保留票或反对票。^[200] 理论上,即使只有一票支持,一个董事就可以当选。换句话说,即使有99%的股东投票反对,董事也能够当选。

几起著名的击败董事连任的运动突出了相对多数决制的局限性。在许多公司中,股东可以投票支持董事或者保留投票,但股东不可以投反对票。^[201] 因此,股东为寻求防止董事当选,就发动“保留投票”或“拒绝投票”(just-say-no)活动;在这些活动中,股东鼓励他人对某特定董事或一组董事不予投票。^[202] 2004年,Walt Disney Corp. (“Disney”)股东开展了针对当时的首席执行官和董事会主席 Michael Eisner 的保留投票运动,表达他们对 Michael Eisner 在启动和批准对 Disney 前董事长

[199] See Claudia H. Allen, Study of Majority Voting in Director Elections ii (2007), available at http://www.ngelaw.com/files/upload/majority_callen_020707.pdf.

[200] See 2003 Proposed Nomination Rule, *supra* note 38, at 60,786 n.52; J. W. Verret, *Pandora's Ballot Box, or a Proxy with Moxie? Majority Voting, Corporate Ballot Access, and the Legend of Martin Lipton Re-Examined*, 62 Bus. Law. 1007, 1010 (2007).

[201] 公司有不投票选项(a withhold option)却没有一家公司规定对董事投反对票的部分原因植根于该委托书规则中。该委托书规则要求公司要确保其卡式委托投票书上有股东保留其投票之处。See Securities Exchange Act of 1934 Rule 14a-4(b)(2), 17 C. F. R. § 240.14a-4(b)(2)(2007). 有人提出一项建议,要求卡式委托投票书包含一种机制允许股东投票反对董事。然而,由于担心该项建议的法律效果,SEC决定反对实施该建议。See Shareholder Communications, *Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally*, Exchange Act Release No. 34-16356, 44 Fed. Reg. 68,764, 68,765(Nov. 29, 1979).

[202] 原 SEC 委员兼教授 Joseph Grundfest 在 1993 年的一篇法律评论文章中建议保留投票运动。See Joseph A. Grundfest, *Just Vote No; A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 Stan. L. Rev. 857(1993). 保留投票运动必须符合该委托书规则。通常,那些规则承认豁免进行这种运动的股东对委托书说明书的报备义务,只要这些股东在该运动期间不进行委托书征集。See Rule 14a-2(b)(1), 17 C. F. R. § 240.14a-2(b)(1)(2007).

Michael Ovitz 过度薪酬方案中所扮演角色的反对。^[203] 40% 的股东保留投票以反对 Eisner。^[204] 与此相似,2004 年有 61% 的股东保留投票以示反对 Federated Department Stores, Inc. (FDS) 4 名董事名单。^[205] 尽管 FDS 的投票并没有发生在保留投票运动环境下,但是其与 Disney 公司的投票活动是最近历史中最突出保留投票运动。^[206] 他们强调了这一事实,根据相对多数决制,即使保留票占绝大多数也不能阻止任何董事连任。^[207] 这样,保留投票运动揭示出影响选举结果的困难在于相对多数决制。

绝对多数决制似乎可以改变这一困难。真正的绝对多数决制是这样一种制度,董事要想当选,就必须在无竞争选举中获得多数选票。换句话说,候选人得到支持票必须多于反对票或保留投票。^[208] 在这种模式下,保留投票将直接影响选举结果,从而确保未能获得多数股东支持的人不能当选董事。

这种制度可能会出现选举失败,没有一个候选人获得足够当选的票数。事实上,选举失败可能正是公司采纳相对多数决制的原因之一。^[209]

因为真正绝对多数决制存在选举失败及其他问题,一些公司实行附

[203] See *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 731 A.2d 342, 352 (Del. Ch. 1998), *aff'd in part, rev'd in part, and remanded in part sub nom.*, *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. Super. Ct. 2000). 事实上,Eisner 鼓励 Disney 公司董事雇佣 Michael Ovitz。然而几乎就在其刚刚上任不久,董事们就对 Ovitz 的业绩不满并最终在 14 个月之后解聘了他。See *id.* Ovitz 的离职计划 (severance package) 使得其在结束任职时得到 1.40 亿美元。Id. at 350.

[204] 2004 Proxy Report, *supra* note 83, at 5.

[205] See *id.* at 9. 股东通过保留投票来表达他们对董事决定不实行绝对多数决制的不满。See *id.*

[206] See *id.*

[207] 当然,Disney 公司投票情况似乎没有产生迫使 Eisner 辞职的间接压力。因此,在数小时投票中,Disney 罢免了 Eisner 董事会主席职位,6 个月后,Eisner 辞去 CEO 职位。See *id.* at 5.

[208] 多数公司要求候选人要得到会议投票数的大多数或者法定数的多数,而非流通股投票数这一更严格的标准。See Allen, *supra* note 199, at iv.

[209] See Verret, *supra* note 200, at 1010.

加的相对多数决制。这一制度首先由 Pfizer, Inc. (辉瑞公司)采用,^[210] 这一制度保留相对多数决制作为默认规则。然而,未能获得多数选票的董事必须提出辞呈。^[211] 然后董事会有一时间窗口(一般为 90 日)来决定是否将接受辞职。^[212] 因此,附加的相对多数决制能够防范选举失败,它给公司足够时间为未能获得多数股东支持的董事找到一个替身。虽然不如真正绝对多数决制简单明了,但是这种制度能够确保未能获得股东多数支持的候选人不能获得董事会席位。

认识到相对多数决制的局限性以及开展股东利用委托书参与董事提名运动的挫折激发了绝对多数决制活动。在过去三年里,股东们已经提交了越来越多的多数决制股东提案,并被列入公司委托书说明书中。^[213] 2004 年,股东提交了 12 件绝对多数决制提案。^[214] 与此形成鲜明对比,股东在 2006 年提交了 150 件。^[215] 2006 年和 2007 年提交的提案超过 150 件。^[216] 事实上,在最近几年提出绝对多数决制提案的人数远远超过其他问题提案的数量,这使绝对多数决制在最近委托书征集季节里最引人注目。^[217] 此外,这种提案获得了创纪录数量的股东支持。在

[210] See Pfizer Inc., *Corporate Governance Principles 1 - 2* (2008), available at http://media.pfizer.com/files/investors/corporate_governance/cg_principles.pdf; see also 2005 Proxy Report, *supra* note 83, at 10. Pfizer 在 2005 年采用相对多数决制模式。See Press Release, Pfizer, Inc., *Pfizer to Amend Corporate Governance Principles Regarding Election of Directors* (June 23, 2005), available at http://www.pfizer.com/news/press_releases/pfizer_press_releases.jsp (follow "Press Release Archive", then follow "2005 Archives").

[211] See Pfizer, Inc., *supra* note 210, at 1.

[212] *Id.* at 2.

[213] Between January 1 and June 10 of 2005, 2006, and 2007, shareholders submitted 54, 84, and 37 such proposals, respectively. See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 6.

[214] See Stephen Taub, *Investors Back Shareholder Resolutions*, CFO.com, Aug. 22, 2006, <http://www.cfo.com/article.cfm/7826000?f=search>.

[215] 2006 Proxy Report, *supra* note 48, at 2. 在 2005 年,机构投资者委员会敦促 1500 家最大的美国公司采用绝对多数决制。See Arthur Fleischer, Jr., *Majority Voting and Shareholder Access*, in *Pre - Conference Briefing to the 39th Annual Institute on Securities Regulation: Shareholder Activism; Finding the Balance* 313, 320 (PLI Corp. Law & Practice, Course Handbook Series No. 11508, 2007).

[216] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 16.

[217] See 2006 Proxy Report, *supra* note 48, at 3 chart 1.

2007年,这些提案的平均支持率高达50%,而在2004年仅为20%。^[218]

更重要的是,公司已经开始实施绝对多数决制并创新纪录。^[219] 在2005年前,只有少数公司实行绝对多数决制。^[220] 到2006年2月,标普500指数公司中有66%实行某种形式的绝对多数决制。^[221] 但2008委托书征集季节初期,有66%标普500公司和57%财富500强企业实行了某种形式的绝对多数决制。^[222] 这些经验证据显示,大多数主要公司的投票标准已经发生戏剧性转变。

鉴于公司没有义务实行绝对多数决制提案,这种转变特别显著。绝大多数要求公司实行绝对多数决制的股东提案一直没有约束力。^[223] 因此,即使他们获得多数股东认可,也不要求公司必须予以实施。前些年,由于强调这种自由裁量权,公司很大程度上忽略了很多股东提案,即使这些天得到多数股东支持。^[224] 因此,公司选择满足股东对绝对多数决制的请求这一事实展现了该项运动的成功。事实上,2007年有55%的绝对多数决制提案(150项中有70项)被撤回,与之相比,2006年为24%和2005年为23%。^[225] 一般情况下,撤回提案反映公司决定采取绝对多数决制或者将绝对多数决制提案交由股东投票。^[226] 因此,撤回提案的高比例进一步强调了一个事实,即使没有大量股东对这类提案投票表决,公司仍然对绝对多数决制运动作出了回应。

此外,绝对多数决制运动也引发几部法律的制定,这些法律旨在实

[218] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 6, 17. 在2005年、2006年和2007年的平均股东支持率分别为44.3%、47.7%和50.3%。Id. at 6.

[219] See Fleischer, *supra* note 215, at 317 (“Majority voting is clearly becoming the norm in United States corporations”).

[220] See Brooke A. Masters, *Proxy Measures Pushing Corporate Accountability Gain Support*, Wash. Post, June 17, 2006, at D1 (指出:在2005年初,不到30家公司采用绝对多数决制)。

[221] See Allen, *supra* note 199, at i. 这些比例包括采用真正绝对多数决制的公司以及采用相对绝对多数决制的公司。

[222] See id. at iii.

[223] See id. at vi.

[224] See Bebchuk, *supra* note 9, at 854

[225] 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 17.

[226] See id.

行和保留绝对多数决制。2006年之前,几乎每个州以及美国律师协会(ABA)都认同相对多数决制为董事选举的默认规则。^[227]然而,在2006年,加利福尼亚州修改其公司法典,使得公司采用绝对多数决制作为董事选举的默认规则。^[228]同样,半打其他州修改其公司制定法,使企业能够通过内部细则或者章程修改来采纳绝对多数决制。^[229]

ABA的途径并不激进,但是也很突出。^[230]2006年,ABA修订“示范商业公司法”(MBCA)允许内部细则修正从而采用规定绝对多数决制,根据规定,未能获得多数投票的董事必在90日内或者选出继任者之日中较早一个时间提出辞职。^[231]如果股东通过这样一个内部细则修订,只有股东才能废除。^[232]由于有24个州遵守MBCA,这些变化将对全国各地的州制定法产生显著影响。

美国大约有一半公众公司在特拉华州注册登记,^[233]2006年,特拉华州对其《普通公司法典》做出两项修订以推动绝对多数制。与ABA修改MBCA一样,一个条款防止董事会单方面废除股东就董事选举所需投票而通过的内部细则。^[234]另一项修正案允许董事会成员辞职在较后

[227] See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 216(3)(Supp. 2008); Model Bus. Corp. Act § 7.28(a)(2007); Allen, *supra* note 199, at 4-5 n. 7.

[228] 加利福尼亚州法典也要求没有得到多数投票的董事应当在90日内予以免职。See Cal. Corp. Code § 708.5(West Supp. 2009).

[229] 这些州包括内华达州、北达科达州、俄亥俄州、弗吉尼亚州及华盛顿州。See Allen, *supra* note 199, at v-vi.

[230] See Comm. on Corporate Laws, Am. Bar Ass'n, Preliminary Report of the Committee on Corporate Laws on Voting by Shareholders for the Election of Directors 7(2006), <http://www.abanet.org/buslaw/newsletter/0044/materials/f3.pdf> (讨论了采用相对多数决制的原因)。

[231] See Model Bus. Corp. Act § 10.22(a)(2)(2007); Comm. on Corporate Laws, *Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments to Chapter 7 and Related Provisions Relating to Shareholder Action Without a Meeting, Chapters 8 and 10 Relating to Shareholder Voting for the Election of Directors, and Chapter 13 Relating to Appraisal and Other Remedies for Fundamental Transactions*, 61 Bus. Law. 1427, 1432-33(2006).

[232] See Model Bus. Corp. Act § 10.22(c)(1).

[233] See Marcel Kahan & Ehud Kamar, *Price Discrimination in the Market for Corporate Law*, 86 Cornell L. Rev. 1205, 1210(2001).

[234] See Del. Code Ann., tit. 8, § 216(Supp. 2008).

日期或未来事件发生时生效,并规定如果辞职是与董事未能得到连任所需票数有关,辞职不可撤销。^[235] 其他州也通过相应修正案,规定董事有条件辞职并且不可撤销。^[236] 虽然这些规则不改变相对多数决制,但他们有助于接受和保持绝对多数决制。

绝对多数决制运动也可能受到了纽约证券交易所(NYSE)一项新规则的推动,该规则阻止经纪商在无竞争选举时对是指所有权股份进行投票,如果他们没有得到记录所有人的投票指令。^[237] NYSE Rule452 规制经纪商代表作为股份实质所有人的客户进行全权委托投票。^[238] Rule452 要求,经纪商对于那些股东必须投票的事项应当得到股东的指示。但是,如果经纪商在会议召开日期 10 日前未收到这些指示,他可以被视为“常规”的问题酌情进行投票。^[239] 根据现行 NYSE 规则,无竞争董事选举被视为“常规”事项,因此,允许经纪商就其所持股份进行投票,即使他们没有收到投票指示。^[240] 有证据表明,经纪商普遍地投票赞同管理层提案及其候选人。^[241] 因此,Bernard Black 教授指出,Rule452 “只是为投票支持日常事务作了铺垫。”“simply pads the affirmative vote on routine matters.”^[242] 此外,股东积极主义者对一些知名的就经纪商投

[235] See Del. Code. Ann., tit. 8, § 141(b) (Supp. 2008).

[236] See Allen, *supra* note 199, at vi. 这些州包括缅因州、得克萨斯州、犹他州及弗吉尼亚州。See *id.*

[237] See Fleischer, *supra* note 215, at 317. 然而,在 2009 年 1 月,SEC 没有采纳 NYSE 修改 Rule 452 的建议。See *Abigail Arms, Trends in Corporate Governance of the Largest U. S. Public Companies General Governance Practices*, in Preparation of Annual Disclosure Documents 2009, at 17, 29 (PLI Corp. Law & Practice, Course Handbook Series No. 18393, 2009).

[238] See NYSE, Inc., Rule 452 (2009), available at http://rules.nyse.com/nysetools/Exchangeviewer.asp?SelectedNode=chp_1_2&manual=/nyse/nyse_rules/nyse_rules/.

[239] Marcel Kahn & Edward Rock, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 Geo. L. J. 1227, 1250 (2008).

[240] Verret, *supra* note 200, at 1040.

[241] See Black, *supra* note 51, at 561.

[242] *Id.*

票影响发起的“投反对票”运动的失败予以谴责。^[243]

然而,NYSE 提出修改规则,这样经纪商不再有这一灵活性。^[244] 如果没有指示,经纪商将被禁止投赞成票支持某特定董事。因此,这些股份不被视为保留,除非股东对经纪商有明确指示。最终,这一修改不仅由于减少了董事在无竞争情形下从经纪商处得到的大量支持票从而有助于提高绝对多数决制的影响,而且通过确保支持候选人的投票真实地反映股东投票偏好,会提高股东的话语权。

正如该讨论所示,绝对多数决不仅成为许多公司标准,而且一些新举措扩展了绝对多数决制度。绝对多数决制运动一个成功例子是 Latham & Watkins LLP 的一份报告,该报告建议其客户不要抵制股东要求采用绝对多数决制的提案,该报告指出:这一问题已经“离开谚语站,”并且对于反对股东要求绝对多数决制没有有效的“只言片语”。^[245] 包括 Martin Lipton 在内的其他专家预测绝对多数决制会很快普及。^[246]

2. 探讨绝对多数决制的效用

从描述上看,尽管人们预测了其普遍性,但是绝对多数决制并没有广泛适用于大多数股东。公司决定建立绝对多数决制是自愿的,因此这种制度适用于所有公司或者每个公众公司不是不可避免的。虽然绝对多数决制运动经历了巨大成功,但是仍有许多公司实行相对多数决制。目前,34%的 S&P500 强公司和 43%的“财富”500 强公司并没有采取任何形式的绝对多数决制。^[247] 这使得流行的绝对多数决制不如股东利用公司委托书参与董事提名制度更有吸引力,如果后者实施得当,将广泛

[243] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 29 (指出人们相信:经纪商投票数在击败 CVS 公司中反对董事的保留投票运动中发挥了决定性作用)。

[244] See Proxy Working Group, NYSE, Inc., *Report and Recommendations* 20 - 23 (2006), available at http://www.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf.

[245] Latham & Watkins LLP, *Majority Vote for Directors: The Latest Corporate Governance Initiative* 1 - 3 (2005), http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub1437_1.pdf.

[246] See Martin Lipton, *What Directors Can Expect in the New Year*, *Compliance Week*, Jan. 3, 2006, <http://www.complianceweek.com/article/2161/what-directors-can-expect-in-the-new-year>.

[247] See Allen, *supra* note 199, at iii.

适用于所有上市公司。^[248] 然而,即使绝对多数决制具有普遍性,接下章节则会揭示,几方面原因表明绝对多数决制为什么仍然不如股东利用该公司委托书参与董事提名制度更具吸引力。

(1) 直接影响与间接影响

绝对多数决制确保保留投票活动对选举结果产生实际影响。因此,它成为股东利用该公司委托书参与董事提名制度的一个特别强有力的替代。^[249] 保留票运动的早期提倡者 Joseph Grundfest 教授指出,绝对多数决制也有间接好处。通脱使股东能够否定特定董事,绝对多数决制能够传达股东对某些董事及其政策的不满。^[250] 因为允许股东直接和间接影响到公司事务,绝对多数决之似乎是激活股东投票权利的一个理想机制。

绝对多数决制一个潜在不足是,尽管有股东支持,股东仍可能不愿意利用这种投票固有的权利。很少有董事得到超过 50% 的反对票。2006 年,31,000 名董事中只有 8 人得到股东反对票超过 50%。^[251] 2007 年,在实行绝对多数决制的公司中,只有一名董事得到多数“反对票”。^[252] 这些数字低的一个原因可能是股东不愿意利用这一利器。事实上,其他学者认识到,当保留投票行为仅仅是象征性时,股东可能愿意保留投票,然而当保留投票行为真正影响到董事职位时,这种意愿会减弱。^[253] 如果保留投票能够影响到公司及其业绩时,尤其如此。^[254] 当然,股东应当谨慎地使用其罢免权。但是,如果股东行使权利时展现出

[248] 一些股东利用公司委托书参与董事提名的提案允许公司选择股东利用公司委托书参与董事提名制度,因而即使股东利用公司委托书参与董事提名制度也不意味着普遍适用于所有公司。See *supra* note 94 and accompanying text. 然而,最近的提案承认,股东有权选择决定是否实行股东利用公司委托书参与董事提名制度或者适用范围更广包括所有公众公司的股东利用公司委托书参与董事提名制度。See *supra* Part II. B.

[249] See Wutkowski, *supra* note 4 (引自前 SEC 委员 Grundfest 教授就绝对多数决制对强化股东权利的重要性的阐述)。

[250] See Grundfest, *supra* note 202, at 865 – 66.

[251] 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 28.

[252] See Allen, *supra* note 199, at i, 177 n. 156.

[253] See Verret, *supra* note 200, at 1035.

[254] See *id.*

过多的不情愿,那么证明绝对多数决制是无效的。

当然,即使股东行使其权力,它也不如股东利用公司委托书参与董事提名固有的权利更有利,因为它是一种否定性权利。^[255] 绝对多数决制充当唯一的否决权,这一事实意味着,它没有为股东提供提出自己所选候选人的积极权利。因此,即使股东能够设法罢免某个候选人,但他们不能确定继任董事的身份。这使得绝对多数决制不如股东利用公司委托书参与董事提名更有效。

毫无疑问,即使股东拒绝利用其罢免权,绝对多数决制仍然会间接影响公司实践。Grundfest 坚持认为,保留投票运动以及绝对多数决制最显著的优点可能在于它能够间接影响公司行为。^[256] 相对多数决制的问题在于,它不构成真正的罢免威胁,从而该制度下的投票是不可能影响董事行为。绝对多数决制纠正了这一问题,从而确保保留投票活动成为罢免董事的一种可靠威胁。^[257] 这一威胁应当有助于间接迫使董事实行符合股东利益的政策。事实上,有些情况下由于未能达到多数而导致投票失败,但是董事仍然被罢免。^[258] 在这方面,我们应该预期到股东极少行使罢免权,因为这一威胁足以鼓励董事和公司高级职员遵守有益于股东的行为方式。因此,即使股东很少断然罢免董事职务,绝对多数决制仍然对公司行为有很大影响。

由于绝对多数决制蕴涵着间接影响公司的能力,它可以被视为股东

[255] 当然,它是一种否定性权利这一事实可以视为有益于股东,至少有两个原因:第一,它可以减少与赢得股东同意某候选人有关的任何困难。事实上,股东有各种(有时截然不同)利益。See e. g., Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. Rev. 561, 564 (2006) (指出股东间不同的利益并且有时冲突); K. A. D. Camara, *Classifying Institutional Investors*, 30 J. Corp. L. 219, 229-42 (2005) (探讨了投资者中的不同担忧)。在唯一问题是否决现任候选人时,股东利益差异使他们非常容易合作,与对特定候选人达成一致截然不同。第二,绝对多数决制可能是理想的,因为它将提名董事候选人选择权交由董事会处理,因此消除了对能力的担忧。See Allen, *supra* note 199, at iv (描述了绝对多数决机制并不影响提名候选人的能力)。

[256] See Grundfest, *supra* note 202, at 866.

[257] See Bebchuk, *supra* note 9, at 878; Grundfest, *supra* note 202, at 865. 当然,仍然存在这种可能;如果股东不愿使用其保留投票权力,那么这一威胁同样是空洞的。

[258] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 30.

利用公司委托书参与董事提名制度的一个有效替代。然而,这种可行性可能会受到极大损害,因为正如本文第三部分强调的,间接权利只能和作为其基础的直接权利一样强大。因此,绝对多数决制所含的间接权利的重要性会降低,这不仅因为股东利用公司委托书参与董事提名制度固有的直接权利要大于绝对多数决制蕴涵的间接权利,而且因为,正如本文三(二)所示,绝对多数决制的缺陷使其权利具有虚幻性。

(2) 股东参与与特殊利益股东

就确保广大股东参与而言,绝对多数决制似乎是股东利用公司委托书参与董事提名制度的一个正确替代。与股东利用公司委托书参与董事提名制度一样,绝对多数决制要求股东相互合作以获得击败特定候选人的多数票。实证证据强调了这一现象,揭示出各种不同股东一起工作以确保绝对多数决制的成功。^[259] 绝对多数决制要想有效就需要出现类似的合作。通过鼓励这种合作,绝对多数决制成为股东行使其权利的一个理想机制。此外,因为该制度以类似于股东利用公司委托书参与董事提名制度的方式推动股东合作,它成为股东利用公司委托书参与董事提名制度的一个理想替代。

鉴于这种合作的必要性,绝对多数决制也防止这种可能,具有特殊或狭隘利益的股东会提出其个人问题。前面已经指出,在论及股东权利时经常出现的一个担心就是这种权利会授予那些其利益与更广泛股东集团利益存在分歧的股东一些权利。因此,Stephen Bainbridge 教授在批评 Bebchuk 股东赋予建议时强调了这种可能性。^[260] 至少有一些证据支持这种现象。正如前文所述,有更具针对性利益的投资者在股东提案过程中占据主导地位。就绝对多数决制赋予这些投资者更大权利而言,同样也给予他们权利来进一步提高其利益。然而,这些投资者需要获得其他股东支持这一事实可能会削弱这种权利,因此,只有那些吸引所有股东的候选人在获取必要的支持中才会成功。此外,最近投票活动中股东合作的证据表明,争取股东大力支持的需要致使投资者改变议程的方

[259] 鉴于绝对多数决制的支持率很高,没有一类股东足以获得这种支持。相反,该支持率性质表明:不同类型股东联合起来支持绝对多数决制。

[260] See Bainbridge, *Director Primacy*, *supra* note 9, at 1754 - 57.

式,以便该方式能够吸引最大范围的股东。^[261]因此,就绝对多数决制成功需要依靠股东大力支持而言,现有证据表明,股东将继续共同努力,减少因个人问题不正当影响投票活动的可能。此外,因为也防止被少数股东集团以类似与股东利用公司委托书参与董事提名的方式所俘获,绝对多数决制似乎是股东利用公司委托书参与董事提名制度的适当替代,即使其并不比股东利用公司委托书参与董事提名制度有更多承诺。

(3) 权力及其幻觉

不幸的是,绝对多数决制所赋予的权利可能是虚幻的,从而使绝对多数决制的好处也成为虚幻的。作为一个首要问题,公司至少在两方面将继续控制辞职决定。在实行相对多数决制的公司,有关辞职的决定交由董事会自由裁量。大多数董事辞职政策给予董事会广泛的自由裁量权。^[262]因此,董事会可以凭借与某董事业绩无关的理由拒绝董事辞职。^[263]值得注意的是,一些公司规定董事辞职不能撤回。然而,即使这些公司也保留拒绝辞职的自由裁量权。同样,有些公司也规定,只有辞职理由令人信服时,才可能拒绝董事辞职。^[264]然而最近,这些公司中有两个公司修改其绝对多数决制规定,删除了“令人信服的理由”条款。^[265]这些行动证明董事可以轻易地消除绝对多数决制提供的保护,同时突出了一个事实即董事更喜欢在这些问题上拥有广泛的自由裁量权。该自由裁量权意味着是董事而非股东控制着未能获得多数股东支持的董事能够继续任职的程度。因此,实际上,这种自由裁量权可以抵消绝对多数决制的影响。这种可以抵消绝对多数决制所生威胁的潜在能力不仅削弱了绝对多数决制强化股东权利的能力,而且也削弱了其作为股东利用公司委托书参与董事提名制度替代的必要性。

采用附加的相对多数决制承认这一自由裁量权的公司数量并非微不足道。目前,22%的标准普尔500公司和19%的财富500强公司都实

[261] See 2004 Proxy Report, *supra* note 83, at 28.

[262] See Allen, *supra* note 199, at iv.

[263] See *id.* 由于对根据相对多数决制授予董事自由裁量的担忧,机构股东服务公司(ISS)开始建议反对这种投票政策。See *id.* at 217.

[264] See *id.* at iv.

[265] See *id.* (General Electric Co. and JPMorgan Chase & Co.).

行附加的相对多数决制。^[266] 因此,大量公司保留了拒绝董事辞职的灵活性,从而削弱了股东影响选举结果的能力。可以肯定,目前趋势似乎远离附加的相对多数决制。因此,虽然在 2006 年,实行绝对多数决制公司的 80% 向相对多数决制靠拢,而在 2007 年实行绝对多数决制的公司中只有 47% 选择附加的相对多数决制。^[267] 结果,真正的绝对多数决制 2:1 的优势占据主导地位。^[268] 尽管有这种趋势,仍有相当数量的公司实行附加的相对多数决制,这意味着仍有相当数量的公司对董事辞职程序有自由裁量权,因此可以削弱绝对多数决制的影响。

另外,甚至实行真正绝对多数决制公司的董事会也保留拒绝董事辞职的自由裁量权。附加的相对多数决制与真正绝对多数决制的区别在于在后一种制度下,未能获得多数投票的董事不能如期当选。在这方面,真正实行绝对多数决制的公司对于寻求首次参选的董事是否真正任职并没有任何自由裁量权。然而,真正的绝对多数决制对现任董事的影响则不同,因为这些董事受到所谓“延期规则”(holdover rule)的规范。根据这一规则,一个董事仍然留任,直到他的继任者正式选出。^[269] 因此,如果现任董事未能获得必要的多数票,但是没有替代她的继任者,现任董事应当留任,直到选出新的董事。制定延期规则的目的在于防止选举失败。然而,如果延期规则仍然有效,未能获得多数选票的董事将继续留任,直到选出另一名董事取代该董事,这就抵消了(defeat)绝对多数决制的影响。

虽然公司一直试图改善延期问题,但是该问题继续削弱绝对多数决制的力量(power)。一些公司已经修改延期规则要求未能获得多数选票的董事必须自动提出辞呈。^[270] 其他公司规定要求此类董事应当在固定时间内离职,一般为 90 日。这一规定与 ABA 的规定一致。然而,当提

[266] See id. at iii - iv.

[267] See id. at ii. Intel Corporation 公司采用真正绝对多数决制以及 ISS 拒绝相对多数决制引发了告别相对多数决制的趋势。

[268] See id. at iii - iv. 因此,44% 的标准普尔 500 家公司(S & P 500 companies)与 38% 的富时指数 500 家公司(Fortune 500 companies)都实行真正绝对多数决制。

[269] See Del. Code Ann., tit. 8 § 141(b)(Supp. 2008); Model Bus. Corp. Act § 8.05 (e)(2007).

[270] See Allen, supra note 199, at 171(指出 General Electric Co. 的辞职政策)。

出辞职时,董事会可以自由接受或拒绝。而且,即使董事辞任,董事会保留填补空缺的权力。这种权力再次确保董事有权力确定董事会组成,使得绝对多数决制的效果大打折扣。即使根据真正的绝对多数决制,现任董事可以保持职务和/或现有董事会可以决定谁作为一个替任董事,这一事实意味着绝对多数决制度可能只能提供一种股东权力的幻觉,这导致两位评论员称绝对多数决制“不过是些虚幻的东西”(little more than smoke and mirrors)。^[271]

事实上,绝对多数决制要想有效可以取决于股东利用公司委托书参与董事提名制度,因为如果董事失去职位,股东利用公司委托书参与董事提名制度提供的提名能力可以确保股东在选择其最终替代人时发挥一些作用。

除了控制辞职,许多董事会保留了撤销绝对多数决制条款的能力,因此保留了消除股东在此领域获得利益的能力。首先,有几个公司只采取了绝对多数决制政策。^[272] 约19%的标准普尔500家公司和17%的财富500强公司采纳了绝对多数决制政策。^[273] 这种政策体现在公司治理方针而非其章程或内部细则,这意味着这些政策没有约束力。因此,政策可能会被忽略或者轻易修改。像附加的相对多数决制一样,目前趋势是远离采用政策形式的绝对多数决程序。^[274] 采取政策形式公司的比例有所下降,而采用内部细则或章程形式公司的比例有所增加。^[275] 虽然如此,仍然有相当比例公司采用政策形式,留下一种可能:绝对多数决制可能在任何时候被废除。

绝大多数公司在其内部细则中规定绝对多数决条款。通常,股东或者公司可以修改内部细则,^[276] 这意味着,在许多情况下董事保留轻易废

[271] William K. Sjoström, Jr. & Young Sang Kim, *Majority Voting for the Election of Directors*, 40 Conn. L. Rev. 459, 487(2007)

[272] 事实上,Pfizer以一种政策形式采纳绝对多数决制。See Allen, *supra* note 199, at ii.

[273] See *id.* at iii.

[274] See *id.* at ii.

[275] 因此,在2006年2月,有绝对多数决制规定公司的79%是采用政策形式。与之相比,到2008年年初为止,只有42%的公司通过政策形式采用绝对多数决制。See *id.* at ii.

[276] See Model Bus. Corp. Act § 10.20(2007).

除绝对多数决条款的能力,从而废除这些条款所包含的权利。然而,许多州和公司作出规定,要求只有股东才能修改或者撤销股东通过的绝对多数决条款。^[277] 这些规定似乎是保护有关规定免受管理层干涉。但是,如果公司承认内部细则的变化,那么他们就能够撤销这些变化。由于认识到这种能力提供的灵活性,Martin Lipton 这样的公司专家建议,公司应当主动提出和采纳绝对多数决提案。^[278] 在 2007 年,大约有 50% 的绝对多数决提案被撤回,^[279] 这意味着,他们没有交由股东投票表决,而是公司在没有股东行动情形下主动制定有关规定。^[280] 积极主义者可能会将这种管理层的正面行为 (pro-action) 视为胜利,他们也应该认识到,这种管理层采用的制度留下一种可能,即管理者可以决定这种制度的命运。^[281]

3. 总结评估

一方面,绝对多数决制似乎是一种很有前途的强化股东投票的机制。另一方面,它也有几点不足,这使得它不如股东利用公司委托书参与董事提名制度更有吸引力。事实上,绝对多数决制尚未普及和它永远不会适用于所有公众公司的这一可能也会削弱其吸引力。然而,即使它适用于大量公司,绝对多数决制的几个缺陷削弱了其效用。最突出的是,董事会对失败董事辞职决定保留的自由裁量权,减弱了任何可能强化股东权利的影响。此外,许多公司保留的对于撤销绝对多数决制程序的控制权会削弱该制度的效用以及其长久性。在这方面,绝对多数决的承诺似乎多于实际提供的,由此致使怀疑论者断言,公司如此迅速地统一股东要求实施绝对多数决制的首要原因是管理者认识到,这种要求最

[277] See Del. Code Ann., tit. 8, § 216(Supp. 2008).

[278] See Lipton, *supra* note 246.

[279] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 17.

[280] See *id.* (指出撤回提案主要原因是公司已经同意修改其内部细则并承认绝对多数决制)。

[281] 如果股东利用公司委托书参与董事提名的路径是通过内部细则,那么对该机制会产生类似的担忧。然而,SEC 最近规则似乎已经排除了内部细则提案这种可能。See *supra* notes 126-31 and accompanying text. 不过,仍有这种可能:如果出现股东利用公司委托书参与董事提名情形,会是通过一种更为永久的手段诸如改变委托书规则本身。

际所提供的不过是强化股东权利的幻觉而已。^[282]

最后一点要考虑的是,股东利用公司委托书参与董事提名制度削弱了绝对多数决制的重要性,因为股东利用公司委托书参与董事提名制度增加了委托书争夺战的可能性。绝大多数绝对多数决政策包含这种条款,它规定,不管何时只要存在竞争性选举,默认规则就是相对多数决制。^[283] 因此,在许多情形下股东利用公司委托书参与董事提名制度抵消了绝对多数决制,这表明,股东利用公司委托书参与董事提名制度可以使绝对多数决制,如果不是失去意义,也肯定会成为一个不太重要的现象。

(三) 电子股东论坛

1. 新的话语平台

在2008年,SEC正式通过了促进使用电子股东论坛的规则。^[284] 正如本文第一部分所述,委托书规则要求任何委托书征集都必须提交委托书说明书。^[285] 委托书征集定义广泛,不仅包括要求授予委托书授权,也包括任何计划取得、拒绝或撤销委托书的交流。^[286] 这一定义包括影响委托投票的任何行为。^[287] 基于这一界定,股东间许多交流都可以视为委托书征集,必须遵照委托书规则提交说明书。如果这样,它就抑制了股东间的交流。然而,新修正案规定电子论坛上的交流只要符合特定条件就免于适用委托书规则。^[288] 这些豁免意味着,参与电子股东论坛的

[282] See Sjoström & Kim, *supra* note 271, at 487-89.

[283] See Allen, *supra* note 199, at iv(注:92%的绝对多数决制规定为竞争性选举开辟了道路)。

[284] See Electronic Shareholder Forums, Exchange Act Release No. 57,172, Investment Company Act Release No. 28,124, 73 Fed. Reg. 4450 (Jan. 25, 2008) [以下称为 Electronic Shareholder Forums]。该规则自2008年2月25日生效。See *id.*

[285] See 17 C. F. R. § 240.14a-3(a) (2007)。

[286] See 17 C. F. R. § 240.14a-1(1); see also Long Island Lighting Co. v. Barbash, 779 F.2d 793, 796(2d Cir. 1985)(将征集定义为作为一个引发委托书要求的持续性计划组成部分的任何交流)。

[287] See Electronic Shareholder Forums, *supra* note 284, at 4453.

[288] See *id.* 该规则对 Rule 14a-2 增加一项新豁免,明确规定:只要征集人没有直接或者间接寻求作为代理人的权力,参与电子股东论坛不构成一项征集。

股东不需担忧遵守提交委托书说明书的昂贵程序。^[289]

此外,新规则为征集提供了安全港。在电子股东论坛上进行的任何委托书征集都将得到豁免,只要该委托书征集发生在股东会议日期前的60日,或者该声明在会议前少于60日,但在该日期宣布后不超过2日。^[290]在这方面,新规则确保当事人在电子论坛进行征集后仍可以要求委托书授权。^[291]

SEC也制定了新的Rule17,为那些举办电子论坛的人提供责任保护。Rule17规定。维护或者运行电子股东论坛的人不会为参与其论坛的第三人所提供的说明和信息承担责任。^[292]

2. 在线论坛的优点与缺陷

通过消除参与股东论坛的两个重要障碍,新规则促进了股东交流。事实上,SEC指出了有效使用基于因特网的论坛的两个主要担忧:一是准备和寄送委托书资料的潜在负担;二是相关网站的潜在责任。^[293]新规则对两种疑虑予以回应。与股东利用公司委托书参与董事提名制度相比,该规则可以充当股东与公司间更有效的交流渠道。该规则也能够促使公司以一种更为非正式的情景与股东互动,并且全年候进行这种互动,这代表了对利用股东利用公司委托书参与董事提名制度作为交流手段的改进,因为后者只能定期使用且成本高。电子股东论坛也能促进更广泛参与,因为它们允许那些不利用股东利用公司委托书参与董事提名制度的人或者不亲自参加股东会议的人参与进来。因此,电子股东论坛提高更好交流的潜在性,股东利用公司委托书参与董事提名制度不能做到这一点。

同样,电子股东论坛可能为股东提供了影响公司事务的工具,其方式要优于股东利用公司委托书参与董事提名制度。就可能鼓励委托书

[289] 提出的修正案寻求对电子股东论坛是否取代无约束力股东提案程序进行评论,SEC决定反对取代Rule14a-8。See id. at 4452. 反之,这些交流充当股东与管理人员交流的一种额外手段。

[290] See id. at 4453.

[291] See id.

[292] See id. at 4454.

[293] See id. at 4453-54.

征集中的对话而言,股东利用公司委托书参与董事提名制度至多代表了一种股东与公司间的间接且偶然的交流。相形之下,公司可以利用电子股东论坛获得股东对公司政策的意见并判断股东对这些政策的感情。^[294] 这种论坛形式使得股东在影响公司事务上有直接发言权。同样,电子股东论坛促进反复性交流,鼓励公司与股东间真正对话。因此,这些论坛可以一种更优先于股东利用公司委托书参与董事提名制度的方式改进交流。

电子股东论坛也可以促进股东间的交流,从而减少集体行为的成本。此外,即使股东参与这种论坛,他们也可以进行委托书征集,新规则提高了股东发动有效委托书竞争及其他投票活动的的能力。比如, Eric Jackson, Yahoo 公司的一名个体股东,领导了一起针对三名董事的在线保留投票活动,最终取得股东投票 31% 的同意。^[295] 这一例子揭示了因特网的扩大使用使有很少资源的股东能够更有效地进行组织。因此,电子股东论坛不仅为股东提供机会来评估其他股东对各种行为的喜好,也可以使股东能够围绕各种问题建立联盟。在这一方面,电子股东论坛代表了一种股东间进行互动的更有效的机制。

遗憾的是,并不清楚电子股东论坛是否会演变为有效的交流工具。事实上,举办或者介入这种论坛完全是自愿的。因此,公司与股东间的潜在交流优势取决于公司是否利用电子股东论坛以及利用程度。如果公司不适应或者不愿意利用这些论坛作为获得股东对其政策发表意见的机制,那么就会削弱这些论坛使股东具有更大发言权的能力。因而,这种改进的集体行为在股东间的潜在影响具有不确定性。事实上,机构评论人士担心电子股东论坛会演变为纯粹的股东聊天室。^[296] 如果这种情形出现,那么论坛价值就会大大减少。因此,虽然这些论坛代表了一种重要发展,但是现在判断它们在提高更有效交流方面的重要性还为时过早。这一担心本身表明:这些论坛并非股东利用公司委托书参与董事提名制度的合格替代者。

[294] See id. at 4451.

[295] 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 11. Jackson 领导的运动源于他对董事的不满: 尽管公司股价下跌了将近 10%, 董事仍然批准了 CEO 1.075 亿美元薪酬。See id.

[296] See Electronic Shareholder Forums, *supra* note 284, at 4457.

此外,股东论坛实际上会阻止有效交流。在电子股东会议中,股东积极主义者已经抱怨电子形式的交流会阻止股东与管理层间的真实对话。这些积极行动者认为,面对面地交流优于电子交流,因为它允许商议和争论。^[297] 相形之下,与大量可能参与在线论坛的股东进行有意义的交流与争论会变得困难。而且,股东支持者担心在线论坛会成为公司回避与股东互动的方式,^[298] 因为电子邮件可以被忽视;而公司亲自参会情形中不能回避提出的问题。^[299]

对电子股东会议情形的担忧似乎在电子股东论坛中更显著。当然,电子股东论坛并非为代替股东会议而设计,因此它们没有取代股东与公司管理人员面对面互动的能力。尽管如此,仍然存在一种可能,即这些论坛会使管理人员更轻易地忽视或者规避与股东的互动。而且,这些论坛可能会削弱有意义的交流与争论,不仅因为他们未提供一种受控的交流,而且因为它们是在大股东集团评论情境下出现的。当然,股东利用公司委托书参与董事提名并不是一种面对面地互动,因此也可能对这种方式提起类似的抱怨。然而,与股东论坛上产生的电子邮件不同,公司难以忽略股东担忧或者候选人(当他们出现在公司选票上时)。事实上,一些分析人士已经建议:股东就公司选票提起疑虑和问题的能力是股东开始与公司对话的一个重要步骤,^[300] 因为当问题或者候选人出现在公司选票上时,公司通常不得不进行回应。在此方面,股东利用公司委托书参与董事提名制度实际上确保了对股东问题或候选人的一致回应。^[301] 正如积极主义者在虚拟会议环境中所说,对电子交流而言不能确保得到这种回应。

[297] See, e. g., Daniel Adam Birnhak, *Online Shareholder Meetings: Corporate Law Anomalies or the Future of Governance?*, 29 Rutgers Computer & Tech. L. J. 423, 445 (2003); Elizabeth Boros, *Virtual Shareholder Meetings*, Duke L. & Tech. Rev. 8, 9 (2004); see also *Securities in the Electronic Age: A Practical Guide to the Law and Regulation* § 8.04 (John F. Olson & Carmen J. Lawrence eds., 3d ed. 2002).

[298] See Birnhak, *supra* note 297, at 445-46.

[299] See *id.* at 445.

[300] See W. Trexler Proffitt, Jr. & Andrew Spicer, *Shaping the Shareholder Activism Agenda: Institutional Investors and Global Social Issues*, 4 Strategic Org. 165, 173-74 (2006).

[301] See *id.*

3. 结论性评价

股东论坛预示着改善交流的优势,但是有理由怀疑这些优势最终能否实现。此外,主张电子股东论坛可以取代股东利用公司委托书参与董事提名制度可能并不准确,虽然它们可能为股东提供一些介入公司的改良途径,但他们并没有授予股东决定选举结果或者任何其他商业决策的权利。

(四) 废除分类董事会制

1. 年度选举董事的运动

股东积极主义者认为,交错董事会或者分类董事会削弱了股东权利。^[302] 交错或者分类董事会是指这样一个董事会,其中只有部分董事每年重新进行选举。典型情况是,只有 1/3 董事进行重新选举。^[303] 交错董事会阻碍股东在一次选举中替换全部董事,这大大阻碍了股东选举董事会多数或者由此改变公司控制权的能力。交错董事会使改变公司控制权变得困难,同样使股东要求改变公司营业方式变得困难。这一困难在委托书收购战或者敌意收购情形下最明显,因为即使股东能够成功获得多数股份或者选举了董事会成员,那么这一系列成功也不能转变为改变整个董事会组成的能力,也不能转变为真正改变公司控制权。事实上,一些学者认为,股东投票权的真正权利只有在改变控制权的交易诸如收购中才能实现,那时才有能力改变公司营业方向。^[304] 而且,这种交易的威胁,通过确保公司管理人员为了击败那些他们可能被逐出的交易从而关注股东关心的问题,增强了管理人员责任心。然而,在这些情形中,由于阻碍了股东实现控制权变动的能力,交错董事会使股东投票权利失去效力。

在将近二十年中,股东一直在寻求废除交错董事会条款,要求每年对所有董事进行选举。因此,多年来股东提出废除交错董事会的提

[302] 有证据表明,交错董事会不但减少股东回报,而且与低公司价值相关。See Bebchuk, *supra* note 9, at 853.

[303] Rivka Weill, *Declassifying the Classified*, 31 Del. J. Corp. L. 891, 895(2006).

[304] See Clark, *supra* note 11, at 95.

案,^[305] 并且这些提案持续性获得股东高度支持。^[306] 从 2000 年以来, 这些提案平均每年得到 50% 以上股东的支持。^[307] 在过去几年中, 寻求废除交错董事会的股东提案数量少于寻求绝对多数决提案的数量,^[308] 但是他们获得的支持要大于后者。^[309]

要求废除交错董事会的努力并不新鲜, 但是在历史上他们很少成功。因此, 在过去, 大多数董事会似乎忽略了股东在这一领域的改革要求。事实上, Bebchuk 教授的一项研究表明: 到 2004 年秋季, 超过 2/3 的要求废除交错董事会的股东提案得到大多数人支持, 但并没有实施。^[310] 他的研究也表明, 即使提案连续两年或三年获得大多数股东支持, 董事也拒绝实施年度选举制度。^[311] 因此, 在过去, 公司主要忽略了股东实施年度选举制度的要求。

相形之下, 公司现在已经开始积极回应这一要求。事实上, 在 2006 年, 大多数标注普尔 500 指数公司的董事已经能够进行年度选举。^[312] 这一趋势似乎将会进入以后的委托书征求季里。^[313] 因此, 与绝对多数决制运动相似, 废除交错董事会运动已经在大多数公司产生了戏剧性变化。

2. 揭开废除交错董事会的神秘

当然, 年度选举董事成为普遍现实仍需时日, 因此我们不能依靠这种方法作为强化股东权利的主要手段。事实上, 将近 40% 的公司继续实行交错董事制。^[314] 同样, 废除交错董事会的努力在小公司中并没有

[305] See Bebchuk, *supra* note 9, at 852.

[306] See *id.*

[307] See *id.*

[308] 这样, 这类提案得到的平均股东支持率在 2005 年为 60.5%, 2006 年为 66.8%, 2007 年为 63.9%。2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 6.

[309] See 2006 Proxy Report, *supra* note 48, at 3-4. 在 2005 年上半年, 提交的废除分类董事会的提案只有 42 件, 同一时期提交绝对多数决制提案为 84 件。Id. at 3 chart 1.

[310] Bebchuk, *supra* note 9, at 854 (研究了从 1997 年至 2003 年这一时期的情况)。

[311] See *id.* at 854-55.

[312] See 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 23. 大约有 60% 的 S&P 公司转变为实行年度选举。Id.

[313] See *id.*

[314] See *id.*

相同的动力。只有41%的中型公司和42%的小型公司废除了交错董事会,^[315]这意味着,大量公司没有进行年度选举,因此可能会削弱股东投票权利。

然而,即使废除交错董事会成为普遍现实,可能也不优于股东利用公司委托书参与董事提名制度。废除交错董事会只是强化了股东选举全部董事会的能力。废除分类董事会并没有增加股东在普通选举中的投票权,但是却使竞争公司或者股东能够在收购交易中获得公司控制权,因此,在这些交易期间,增加了股东投票的权利。然而,它并不便利股东驱除单个董事会成员的能力。在这方面,废除分类董事会活动需要获得绝对多数决活动支持才能有效。而且,因为废除分类董事会并不肯定确保股东决定董事会成员,仍然需要股东利用公司委托书参与董事提名的支持。因此,对于任何股东权利运动而言,废除分类董事会可能是一个重要且必要的组成部分,但仍然不能替代争取股东利用公司委托书参与董事提名的努力。

(五)“傻瓜,这只是一种间接好处!”^[316]

上述讨论表明每一种强化股东权利的替代机制都存在缺陷,这些缺陷削弱了他们直接影响选举结果的能力,因此使它们的吸引力逊于股东利用公司委托书参与董事提名制度。

当然,Bebchuk 与其他人认为,增加股东权利的主要好处之一就是能够间接影响公司事务。^[317]在这方面,这些增加股东权利的主要目的不是实际上影响某一特定行为诸如选举和罢免董事。相反,它们的目的在于便利加强股东与管理人间的对话,以便于管理人员行为方式有益于股东。

就这一间接目的来看,人们可能认为,如果因为不能实现直接目标就轻视任何机制都是错误的。因此,电子委托书规则不能带来巨大的成本节约,绝对多数决制可能是虚幻的,股东论坛可能会变为公司管理人员忽视的纯粹聊天室,这些事实并不足以降低它们的有效性。相反,更

[315] Id.

[316] Bebchuk, *supra* note 9, at 878.

[317] See *id.*

多相关问题应当集中于,通过推动公司加强与股东的联系,这些机制中的任何一种是否会给股东带来间接好处?

一些初步的传闻性证据表明,一些机制事实上产生了间接的好处。根据委托书分析人员的研究,最近委托书征集季节显示,股东与管理层间联系程度前所未有。^[318] 可以认为,这种较强的联系可以归结于这一事实,即在有关绝对多数决和交错董事会方面,股东权利已经扩大了。而且,在几种情况下,即使在股东未能直接影响选举结果,管理人员也同意了股东要求。这些让步表明股东无需直接行动,就可以实现目标。此外,这表明通过增强管理人员联系股东的意愿并且认真考虑股东的担忧,一些替代机制就可以影响股东权利。

而进一步的调查委托书征集数据可能对这种主张提出挑战。因此,尽管有些情形中,股东没有直接干预,公司就同意了股东要求,但是更多情形是管理人员拒绝与股东联系。这些情形最好可以被解释为管理人员觉得可以忽略股东行为,因为他们不担心任何后果。事实上,一项对保留投票运动以及绝对多数决制的研究发现,这种投票表决产生了一些间接好处,但是这种好处充其量是插曲式的。^[319] 虽然股东与管理层间的联系在增加,但是并不清楚这种增加是来源于股东会获取股东利用公司委托书参与董事提名这一可能还是源于其他机制的实施。

然而,股东间接权力只像作为该权力基础的间接威胁一样强,这一点非常清楚。事实上,Bebchuk 集中讨论间接好处时,他重点关注那些股东事实上在公司程序有直接发言权的措施,诸如有能力对重大变化进行投票。^[320] 在这些情形中,Bebchuk 指出,有直接影响的能力不需要行使,因为这种影响的威胁足以影响董事行为。在这方面,Bebchuk 关于间接好处的观点可以最好被理解为,认识到股东有能力间接影响公司决

[318] 2007 Proxy Report, *supra* note 49, at 3.

[319] See Diane Del Guercio, Laura Seery & Tracie Woidtke, *Do Boards Pay Attention When Institutional Investors "Just Vote No"?*, 90 J. Fin. Econ. 84 (2008); Partnoy & Thomas, *supra* note 71, at 10.

[320] See Bebhuk, *supra* note 9, at 878.

策时,这种能力就转化为间接影响公司事务的权利。^[321]因此,一种机制不能直接影响选举结果与获得间接好处无关这一假设是错误的,这意味着只要其他机制有缺陷或者不如股东利用公司委托书参与董事提名制度有效,那么他们在可能带来间接好处方面就不太有效。相形之下,因为股东利用公司委托书参与董事提名制度提供了最大可能的直接威胁,它也最有可能产生间接好处。

(六)“一鸟在手”的重要性

有些人可能会认为,专注于股东利用公司委托书参与董事提名制度替代强化股东权力的其他机制不切实际,因而效率较低。换句话说,股东积极主义者应当采取“一鸟在手”的方针,重点增强现有所得而非获得一种无法企及的措施。事实上,股东在强化其权利方面已经有重大进展,这些进步不应当因为没有包括股东利用公司委托书参与董事提名制度而被淡化。事实上,每一新举措都可以独自对股东权利产生重要影响。总体来说,这些影响将会加强。此外,虽然最近的举措可能有缺陷,但是这些缺陷可以治愈。更重要的是,这些举措实际上已经制定了。相反,股东利用公司委托书参与董事提名在过去进展并不理想;鉴于历史上和目前抵制这一机制的水平,股东利用公司委托书参与董事提名在将来也可能进展不理想。从这一视角看,对股东利用公司委托书参与董事提名继续投入大量资源和努力对股东积极主义者而言未必是最佳策略。相反,最佳策略可能是致力于消除最近举措的缺陷从而提升(巩固)已经取得的收益。

然而,本文认为,虽然不应当忽略或削弱其他机制的重要性,但是重点关注股东利用公司委托书参与董事提名仍然为优先选择(重中之重)。事实上,尽管这种行动最近招致了失败,但是至少一些美国 SEC 成员已经表示愿意重新讨论该问题。^[322]根据这一表示,股东利用公司委托书参与董事提名可能仍然是一个可以实现的目标。此外,当该问题仍然处于 SEC 议程之中或者积极主义者冒着失去现有任何势头的风险

[321] 事实上,Bebchuk 的研究准确地指出董事愿意忽略没有约束力的股东决议。这一研究证明:当管理人员意识到这对他们行为没有真正影响时,股东间接影响管理人员的能力就遭到严重损害。

[322] See supra note 135 and accompanying text.

时,积极主义者应当继续谋求这一路径。最后,正如本文所示,股东利用公司委托书参与董事提名确实比其他股东扩权机制具有显著优势,因此,积极主义者为专注于公认不太有吸引力措施时并不放弃这一机制是很重要的。

五、结论

近年来,股东积极主义者在增强股东权力运动中已经取得许多成功。他们说服了多数公司采用绝对多数决制,该制度确保只有获得多数支持的董事才能当选。股东也说服很多公司取消交错董事会,确保董事每年参加选举。后来,美国 SEC 也制定规则允许股东通过因特网征集委托书。这些规则旨在降低发动委托书争夺战的成本,从而提高股东提出自己所选候选人的能力。最后,美国 SEC 通过了旨在促进电子股东论坛的规则。这些规则增加了股东与其他股东以及与公司董事和公司高级官员进行沟通的能力。所有这些行动都增强了股东投票权,反映了最近股东民主运动的成功。

然而股东还没有取得股东利用公司委托书参与董事提名制度的成功。事实上,目前只有公司管理者可以在公司委托书说明书上提名他们所选择的候选人,而股东不能。在过去五年中,SEC 曾经两次考虑是否赋予股东利用公司委托书参与董事提名的权利,但是迄今为止 SEC 没有行动。

这种失败对于股东利用公司委托书参与董事提名运动而言似乎是一个重大挫折。事实上,股东积极主义者一直将股东利用公司委托书参与董事提名制度视为任何有效股东权利运动的基石,因为股东利用公司委托书参与董事提名制度赋予股东在公司选票上提出自己所选候选人的能力。这种提名权不仅消除了委托书征集活动的相关成本,而且也使股东能够利用将其被提名人记载于公司选票上获得的任何潜在心理优势。SEC 否定股东利用委托书参与董事提名,剥夺了股东的这种权利,看上去损害了提高股东权利的努力。

当然,有些人主张,这种观点过分强调股东利用公司委托书参与董

事提名而没有重视最近取得的成功。虽然本文指出这些成功是显著的,并且对股东权利运动具有价值,但是本文同样主张,他们不是股东利用公司委托书参与董事提名制度的有效替代。这一机制比起他行动更强、更有意义以及更正确。因此,虽然我们不应当削弱迄今为止所取得的许多进展的重要性,但是股东积极主义者应当继续倡导股东利用公司委托书参与董事提名制度。事实上,虽然争取这一机制的斗争已经并且无疑会继续成为一项艰苦卓绝的斗争,但是这一运动看来非常值得努力,因为并不能明确即使股东争取利用公司委托参与董事提名运动招致失败,却仍然可以在更广范围中宣称股东民主运动获得胜利。