

# 上市公司董事会的信义义务： 基础理论与美国实践

张 巍\*

**摘 要:**上市公司董事会的信义义务以其特有的原则性与灵活性相结合的特点,以事后审查形成事前震慑的路径,起到了克服现代公司治理中的代理人问题与不完全合同问题的功能。在长期的司法实践中,美国特拉华州形成了一套丰富、系统的信义义务审查规则,其中有益的经验值得中国借鉴。不过,中美两国资本市场与法律制度的差异也要求我们结合实际,对美国的经验加以取舍。

**关键词:**信义义务 代理人问题 不完全合同 谨慎义务 忠实义务

所谓信义义务(fiduciary duty)(中国又称忠实勤勉义务),通俗地说就是“受人之托,忠人之事”的义务。当然,一旦成为一种法律义务而不仅仅是道德约束,违反义务者就要承担法律责任。信义义务最早起源于英国的信托法,<sup>①</sup>后来扩展到代理法、合伙法和公司法等各个不同法律领域。并且,信义义务的成立依赖于当事人之间实质性的信任关系,而非局限于形式上的某一法律领域。因此,信义义务适用的范围并不受具体法律部门的限制,完全可以延伸到那些传统上涉及

---

\* 新加坡管理大学法学院助理教授,加州大学伯克利分校法学博士。

<sup>①</sup> 一般认为1726年英国判决的“基奇诉桑福德案”(Keech v. Sanford)[25 Eng. Rep. 223 (1726)],又称Rumford Market案]是信义义务的发端。

信任关系的法律部门之外的其他领域。<sup>①</sup>

在现代商业活动中,信义义务的一个重要舞台是公司法,特别是有关上市公司的法律。《中华人民共和国公司法》第147条规定公司的董事及高管对公司负有信义义务,有的国家——如美国——甚至要求拥有控制权的股东对其他股东也负有信义义务。<sup>②</sup>毫不夸张地说,信义义务是法院维护上市公司股东权利的一张王牌。那么,究竟因何需要信义义务,而司法实践中又当如何适用信义义务呢?本文以下先从制度的经济意义出发,简要阐述信义义务的基础理论,随后重点介绍美国法院如何在司法实践中运用这种义务保护上市公司股东的权益,最后结合中美两国的差异就信义义务的制度构造做一些反思。

## 一、信义义务的基础理论

从经济学角度来看,信义义务的基础在于两项基本理论——代理人问题(agency problem)与不完全合同(incomplete contract)。二者若去其一,则信义义务无须存在。就笔者有限的阅读所见,中文文献虽有论及信义义务的经济学基础,<sup>③</sup>然而,将此两项理论融为一体系统阐发其对信义义务之意义的文献似乎尚存欠缺。本文以下先简要介绍信义义务背后的这两项基础理论。

### (一) 代理人问题

信义义务之所以出现,是因为个人能力的局限使人们需要借助他人的力量来谋求与维护自身的利益。这种局限有时是绝对的,如未成年人常常不具备管理财产以取得长期收益的能力;但在更多情况下是相对的,也就是说,并非个人真的不能亲自处理自身的事务,而是交由他人处理更节省成本。在信息日益增

---

<sup>①</sup> 例如,新加坡《(分层)土地产权法》规定了有区分所有建筑整体出售(collective sale)制度,此项制度中整体出售委员会(collective sale committee)对全体房屋产权人也负有信义义务(Ng Eng Ghee v. Mamata Kapildev Dave, [2009] SGCA 14)。

<sup>②</sup> Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A. 2d 717 (Del. 1971)。

<sup>③</sup> 如邓峰提到信义义务对不完全合同的补充作用(参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第443页),但与本文侧重有所不同,本文以下将更为具体地介绍合同不完全的缘由以及信义义务补充不完全合同的路径。

长、社会专业化程度不断提升的时代,由于相对成本原因造成的委托他人处理自身事务的需求也不断增加。同时,这样的委托也成为节约社会成本,促进社会福利的有效机制。

然而,委托他人处理自身事务也无可避免地造成利益冲突的危险。受托人为委托人处理事务,其后果却归于委托人,于是,受托人就可能对后果的好坏不感兴趣,因而设法偷懒疏忽,甚至挪用侵占委托人托其打理的财产。这就是经济学上有名的“代理人问题”,它源自委托他人处理事务的必要性,以及委托人与受托人之间的利益冲突。<sup>①</sup>如果要彻底克服代理人问题,则要么让代理的后果最终归于受托人,要么委托人有能力完美地监管受托人的行为。然而,前者的实质是让代理人转化为委托人本身,与委托他人处理事务的初衷全然不符;后者又因成本高昂而不现实。

## (二) 不完全合同

如果要实现委托人对受托人的完美监管,至少需要这样一些条件。首先,在委托之时就要能预计到在处理受托事务过程中可能出现的各种变数,也就是有充分预期与处理这些事务相关的未来世界的各种情形。其次,对应上述各种变数,委托人与受托人双方必须事先规定好受托人应当采取的行动,其实质就是取消受托人临事应变的裁量权。再次,委托人事后要能够觉察到受托人每一个违反规定的行动,否则这些规定便形同虚设。最后,委托人觉察到违规行为之后,还要有能力给予制裁,没有“牙齿”的规定也等于没有规定。如果委托人无法自行制裁,那么还需要让有实施制裁能力的第三方充分理解双方对受托人行为的规定,并能分辨出受托人违反规定的事实。

显然,在现实世界中以上这些条件有如镜花水月一般。人的认知能力局限决定我们不可能预计这个世界的所有变数。而要委托人事先逐一规定好受托人的行动,从而取消后者事后的裁量权,等于要求委托人就委托事务掌握与受托人相同的信息。倘若真能达到这一地步,那么委托本身在很大程度上就成了画蛇

---

<sup>①</sup> Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976).

添足。同样,委托人不可能将受托人随时置于监控下,这也就决定了其不可能觉察到后者所有的违规行为。

另外,实施制裁无疑要耗费资源,因此,制裁只有在成本低于收益之时才值得实施。换言之,某些后果不严重的违规不值得去制裁。更加重要的是,如果受托人对委托人的单方面制裁提出异议,就要借助第三方的裁断。此时,作为裁断者的局外人只有通过客观依据来判断双方规定的行动是怎样的,而委托人的实际行动又是否与此发生背离。这就要求双方事前的行为约定能明白无误地以客观形式表达出来。不幸的是,人类语言的局限制约了这种表达向第三方传递信息的效果。

以上种种困难决定着委托人无从对受托人实施完美的监管,因为二者无法事先写下一纸有充分执行力的合同。在此,委托人与受托人之间未来不确定的关系构成了经济学家所谓的“不完全合同”的典型例证。<sup>①</sup> 这种不完全性根本源自交易成本(transaction cost),<sup>②</sup>包括收集处理交易信息的成本、磋商拟定交易条款的成本以及确保执行交易条款的成本。

### (三) 信义义务

以上我们已经分析了,经济现实既呼唤着委托他人打理自身事务这种面临诸多不确定因素的持续性关系,却又无从以事先约定的方式限制受托人的行为避免利益冲突。正是在代理人问题与不完全合同的双重制约之下,信义义务成为维护委托关系正常运转的一种现实机制。

一方面,信义义务为受托人处理他人事务定下了核心准则,即他们必须基于委托人的利益而非其自身利益行事。为此,受托人负有两大义务:一是忠诚于委托人的义务(忠诚义务);二是谨慎处理受托事务的义务(谨慎义务)。<sup>③</sup>对于违反义务者法律通常要求其吐出由此获得的收益(disgorgement),使用这种不许受托

---

<sup>①</sup> Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", 94 *Journal of Political Economy* 691 (1986).

<sup>②</sup> Ronald H. Coase, "The Problem of Social Cost", 3 *Journal of Law & Economics* 1 (1960).

<sup>③</sup> 基于信义义务的这两层主要内涵,笔者倾向于将其称作“忠慎义务”,参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第377页。

人事后获益的制裁措施为的是激励其事前就不去动违反义务的念头。<sup>①</sup>可见,信义义务的法律设计直接针对代理人问题。

另一方面,信义义务又是一条富有弹性的标准,而非固定不变的规则。判断受托人是否忠诚、审慎的依据不是事先约定好的确定准则,而是要根据具体情况发生之时的具体事实。即便形式上相仿的两种行为,在具体场景下也可能反映出受托人不一样的行为动机,由此出现不同的责任后果。

这种弹性标准保障了受托人必须行使的裁量权,令其无须单纯因为受托事务处理的结果好坏而承担责任——结果好坏完全可能是随机因素造成。这无疑有利于激励富有专业才干者踊跃管理他人事务,进而提升社会的专业化程度。同时,富有弹性的信义义务标准又无须当事人不切实际地事先规范受托人的行动,而是将规范这些行动的时间推迟到了信息更丰富的事后,这有助于减少规范错误。<sup>②</sup>如此一来,信义义务采用的事后规制的进路在相当程度上填补了不完全合同留下的空缺。

信义义务对上市公司尤为重要。这首先是由现代上市公司产权与控制权分离的典型形态所决定。产权与控制权的分离致使具备专业知识的管理层得以主导公司的商业运营,从而提升了公司的运营效率。同时,这两种权利的分离也使能借助资本市场分散投资风险的上市公司股东成为经营风险的最终承担者,借此实现风险的有效配置。<sup>③</sup>然而,尽管两权分离能够极大地促进现代上市公司的效率,却也由此滋生了严重的代理人问题。

与传统的信托、合伙等关系相比,上市公司面临的代理人问题别有特点。上市公司股东人数众多,因而难以协调一致地监督内部管理层。尽管股东的整体

---

① 实际上,吐出收益还包含了其他一些对代理人的隐性制裁措施,譬如让代理人负担策划与掩盖背信行为的机会成本,这些隐性制裁进一步加大了信义义务的震慑功能。Robert D. Cooter and Bradley J. Freedman, "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences", 66 *New York University Law Review* 1045, 1071-1073 (1991).

② Robert H. Sitkoff, An Economic Theory of Fiduciary Law, in Andrew S. Gold and Paul B. Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2014, pp. 197, 202.

③ Eugen F. Fama and Michael M. Jensen, "Separation of Ownership and Control", 26 *Journal of Law & Economics* 301 (1983).

投资利益巨大,然而每个股东个人占据的份额却十分有限。因此,从各股东的私人获益来看,往往不值得耗费高额成本去掌握相关信息监督内部管理层的所作所为。更加重要的是,无论哪个投资人实施了监督,由此产生的利益都将惠及全体投资人,而其成本却要由监督者自行承担。于是就难以避免“三个和尚没水喝”,到头来谁也不去监督的困境,这就是股东的集体行动困境。

为此,由第三方事后审查上市公司管理层的行为,追究其损害股东利益的责任就显得特别重要。<sup>①</sup>而信义义务为这种事后审查提供了一条兼具原则性与灵活性的标准,使审查者能充分借助事后的信息优势,辨明作为代理人的管理层是否辜负了股东的信任,放弃了其应尽的义务。出于对被事后追责的忧虑,上市公司管理层方才可能在事前主动放弃损害股东、图谋私利的念头。毫不夸张地说,信义义务已经成为保护上市公司股东免受管理层盘剥的制度柱石。本文以下就来介绍美国在此方面的实践。

## 二、美国上市公司董事会信义义务的法律实践

美国各州有各自的公司法,有关信义义务的法律规则由公司注册地的公司法决定。不过,美国半数以上的上市公司均注册于特拉华州,而在大公司中这一比例更高。因此,该州的公司法在美国的司法实践中扮演着举足轻重的角色,其判例对其他许多州也都有深刻影响。本文主要依据特拉华州的法律,介绍美国有关上市公司董事会信义义务的法律实践。

特拉华州的信义义务规则包含董事会对公司(以及作为公司最终受益人的股东)负有的谨慎义务与忠诚义务。前者的核心是董事作决策必须基于充分信息;后者的关键则是排除董事与股东之间的利益冲突。

如果董事会的决策不涉及董事与股东之间重大的利益冲突,那么谨慎义务

---

<sup>①</sup> 借助事后的诉讼来震慑管理层事前的不端行为仍然离不开克服股东的集体行动困境。在这方面,美国法上的股东集体诉讼(shareholder class action)提供了重要途径。笔者认为,中证中小投资者服务中心有限责任公司正在做的正是摸索一条在中国克服这种困境的新途。

实际上就成为法院审查的核心,而且,这种审查使用的标准是非常有利于董事会的商业判断标准(business judgment rule),它推定董事会所作决策系出于诚信(good faith),基于充分信息,且以维护公司的最大利益为目的。<sup>①</sup>原告要主张董事会违反谨慎义务就必须自行举证推翻这些推定,这在实践中十分困难。所以,当董事会受到商业判断标准保护时,原告胜诉的可能性微乎其微。

### 1. 缺乏充分信息

原告要想主张在商业判断标准保护下的董事会违反了谨慎义务,通过举证董事会在没有掌握充分信息的情况下贸然决策。这方面,特拉华法院判决董事会违反谨慎义务的唯一知名案例是1985年的“史密斯诉凡·高科姆案”(Smith v. Van Gorkom)。<sup>②</sup>

该案的情节十分特别,CEO在几乎没有知会董事和其他高管的情况下,就根据自己的估计制定了一个出售公司的方案,随后要求董事会在2小时之内决策是否批准这一方案。尽管公司CFO对收购价格提出了异议,但董事会最终还是在极为局促的时间内,仅凭CEO短短20分钟的口头介绍,在没有得到任何外部顾问咨询意见的情况下批准了该方案。在股东对董事会提起的诉讼中,法院根据这些具体情节判定董事会在没有充分了解相关信息的情况下仓促决策,违反了董事的谨慎义务。最后,在与股东的和解中,董事们答应支付2350万美元的赔偿。

“史密斯诉凡·高科姆案”的判决表明法院对谨慎义务的审查实质是对董事决策过程的审查,关键在于这个过程是否能留下董事们斟酌权衡的记录。<sup>③</sup>正因如此,该案判决的一个直接后果是由投资银行就并购交易出具公平意见书(fairness opinion)的做法迅速风行。不过,“史密斯诉凡·高科姆案”判决后不久,特拉华州议会就修改了该州的公司法,允许公司在章程中规定免除董事为违

---

<sup>①</sup> Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805 (Del. 1984).

<sup>②</sup> 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

<sup>③</sup> Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law and Economics*, Foundation Press, 2002, p. 281. 特拉华最高法院后来在判决中也明确表示“在决策场景下的谨慎只是一种对过程的谨慎”[Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244, 264 (Del. 2000)]。

反谨慎义务而对公司或股东承担赔偿责任,除非原告能证明董事的行为有悖诚信。<sup>①</sup>而大多数上市公司随即修改章程,增添了这条免除董事责任的条款。这样,纯粹主张董事违反谨慎义务的诉讼请求几乎不会被法院接受。<sup>②</sup>

传统上认为法律免除董事违反谨慎义务的赔偿责任主要是为防止打消他们承担风险的积极性,也是为鼓励有能力的人才出任公司的股东。<sup>③</sup>然而,近年来有学者对此提出了异议。假如法律的目的在于保护出任董事以及冒险的积极性,那就应设法不让董事们的真实表现被错误低估。除股价以及会计数据是评估董事表现的标尺之外,法院对有无尽到谨慎之责的判断也是这样一种标尺。假如认为每种标尺都不尽完美,都会出现误判,那就有必要同时使用多种标尺来降低误判的概率。为此,仅从行为激励角度来看,似乎没有理由一概拒绝法院就董事是否谨慎做出判断,而真正可能成为拒绝法院介入的理由,只能是相对高昂的诉讼成本。<sup>④</sup>

## 2. 违背诚信

从理论上来说,除举证缺乏充分的决策信息之外,原告还可以通过举证董事的行为违背诚信来主张其违反了谨慎义务。并且,一旦这一点得以证明,董事的赔偿责任就不再能依据章程免除。

然而,在实践中,特拉华法院却没有对何为有悖诚信作出明确定义。在有关董事会是否违背诚信的最重要判例沃尔特·迪士尼公司衍生诉讼(*In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*)中,<sup>⑤</sup>特拉华最高法院只是列举了三种有悖诚信的例子:(1)以增进公司利益以外的目的行事;(2)故意违法;(3)明知有作为义务却故意不作为。

对于第一种情况,实际上法院只要求董事说出其决策背后任何可能的谋求

---

① 《特拉华普通公司法》第102条(b)(7)。

② *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A. 2d 85 (Del. 2001).

③ Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law and Economics*, Foundation Press, 2002, p. 304.

④ Holger Spamann, "Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?", 8 *Journal of Legal Analysis* 337 (2016).

⑤ 906 A. 2d 27 (Del. 2006).

公司利益的动机,就足以证明其行为没有违背诚信,这无疑是对董事十分有利的标准。在此标准下,董事会决定聘用仅仅在迪士尼公司服务 13 个月,却得到 1 亿 3000 万美元天价离职金的 CEO 并不违背诚信。在 2017 年 8 月刚判决的另一项案例中,特拉华法院再次重申了这种对董事极宽松的审查标准。<sup>①</sup>

第三种情况实质是要求董事尽到对公司其他员工的监督职责。当然,要董事会监督管理层乃至员工的各项具体业务活动,以保证不出现违法情况,若非完全不可能,至少也是成本巨大。因此,在确立董事监督义务的特拉华州判例<sup>②</sup>中,法院只要求董事会确保在公司中建立起能向其准确传递信息的汇报渠道,以便董事会根据这些信息作出经营决策。股东在两种情况下可以追究董事违反监督义务的责任:一是董事会未能建立任何信息传递或者汇报监控机制;二是虽然有这样的机制,董事会却让其形同虚设,未能借此实施监督。这两项要求同样设得很高,因此,只有在极少数例外情况下董事们才有可能被认为由于未尽监督职责而有悖诚信。<sup>③</sup>

剩下第二种故意违法的情形表明,董事不得以违法手段追求公司利益,这种情形或许原告相对容易证明一些,然而上市公司董事故意违法的行为仍属罕见。综合而言,在实践中董事因违背诚信而被认定违反谨慎义务的概率如同其因缺乏决策信息而被认定违反此项义务的概率一样微乎其微。换言之,受到商业判断规则保护的上市公司董事们的确在法律上相当安全。

### 三、忠诚义务

董事会负有的忠诚义务的核心是在自身与公司存在利益冲突的决策中切实维护公司和股东的利益。历史上,普通法曾不许董事实施此类利益冲突行为,后来逐渐放宽限制,目前原则上允许利益冲突交易,但需要特别的保护性程序,并

---

① In re Mead Westvaco Stockholders Litigation.

② In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A. 2d 959 (Del. 1996).

③ 2013 年判决的 In re China Agritech, Inc. Shareholder Derivative Litigation 是笔者所知的唯一的此类例外。

会受到法院的严格审查。以下具体介绍这些审查规则。

### 1. 收购抵御措施

公司一旦被收购,包括董事在内的管理层很可能面临失去职位的危险。然而,对股东而言收购却可以带来溢价,实现投资回报。所以,尽管董事会在决策收购抵御措施时并非直接与公司或股东进行交易,但这种决策仍然被认为存在利益冲突。为此,美国法院对收购抵御措施采取了比商业判断规则更加严格的审查标准。

针对以拒绝出售为基础的抵御措施,<sup>①</sup>特拉华法院确立了著名的优尼科(Unocal) 双叉测试标准。之所以称为双叉测试,是因为这项标准分成两个步骤:第一步,目标公司董事会要证明敌意收购对公司造成威胁;第二步,董事会还要证明防御措施与威胁的程度相当,具有合理性。<sup>②</sup>

何为敌意收购造成的“威胁”呢?在学者的影响下,特拉华法院大体上认同了三种类型的威胁。<sup>③</sup>第一种威胁是“机会损失”(opportunity loss),就是收购会让目标公司的股东失去董事会为他们提供的其他机会,这些机会包括收购防御措施本身,如董事会提出的资产重组计划。第二种威胁是“结构性胁迫”(structural coercion),指敌意收购方案在结构上有迫使目标公司股东接受收购的因素,最典型的就是“前重后轻的双层要约”。<sup>④</sup>第三种威胁是“实质性胁迫”(substantive coercion),指那些虽然在结构上没有胁迫性,但报价过低,又可能吸引股东置董事会的意见于不顾,将股票出售给收购者的敌意收购方案。<sup>⑤</sup>在实践中,目标公司董事会声称的最常见的威胁正是“实质性胁迫”。

双叉测试中的第二叉——防御与威胁程度相当——更具有实质意义。它的字面意思是威胁有多强,防御才能有多强。特拉华法院不允许防御措施具有胁

---

<sup>①</sup> 比如,著名的“毒丸”(poison pill),参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第69~82页。

<sup>②</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946(Del. 1985).

<sup>③</sup> Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361(Del. 1995).

<sup>④</sup> 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第42~53页。

<sup>⑤</sup> Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?”, 44 *Business Lawyer* 247(1989), p. 267.

迫性(coercive)或者排他性(preclusive)。所谓“胁迫性”主要是指防御措施会不当影响股东的决策,迫使他们放弃收购者的方案而接受董事会提出的替代方案。<sup>①</sup>“排他性”则是指防御使公司不再具有被收购的可行性,主要表现为敌意收购方无法通过竞争委托投票权(proxy contest)来撤换反对收购的董事,也包括改变公司的财务结构,阻断收购方的融资渠道(如极度提高杠杆率)。

对于不具有胁迫性和排他性的防御措施,法院还要求其具备合理性。<sup>②</sup>合理性问题只能通过具体案情加以判断,而特拉华法院对合理性把握关键在于透过防御决策的细节,判断目标公司董事会防御的动机——究竟是为提升股东的利益,还是为保住自身的职位。<sup>③</sup>

针对另寻董事会中意的买家——也就是所谓“白衣骑士”——这类防御,特拉华法院要求目标公司董事会在选择买家时只专注于股东利益,为股东在可能的范围内找到出价最高的买家,这就是有名的露华浓(Revlon)规则。<sup>④</sup>至于如何找到这样的买家,法院认为并没有一定的模式,而要根据具体情况作出具体判断。因此,本质上Revlon规则与Unocal规则一样,也是一种合理性判断标准,其核心在于辨明目标公司董事会采取特定行动的动机。<sup>⑤</sup>

为给予“白衣骑士”更有利的竞争地位,目标公司董事会常会在与“白衣骑士”的收购协议中约定各种交易保护措施,比如分手费(termination fee)、<sup>⑥</sup>股权锁定(stock lockup)<sup>⑦</sup>和资产锁定(asset lockup)<sup>⑧</sup>等。这些保护措施可能阻遏其他买家的竞购,从而损害股东获得更高出售价格的机会。对此,法院也会适用

① 比如,迫使股东在敌意收购要约结束之前选择是否接受董事会的回购要约,See AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co., 519 A.2d 103 (Del. 1986)。

② Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995)。

③ Stephen M. Bainbridge, *Merges and Acquisitions* (3rd ed.), Foundation Press 2012, pp. 261 - 272.

④ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)。除“白衣骑士”这种收购防御措施之外,Revlon规则还适用于董事会主动发起竞拍出售公司,以及转让公司控制权的情况。

⑤ Stephen M. Bainbridge, *Merges and Acquisitions* (3rd ed.), Foundation Press 2012, pp. 261 - 272.

⑥ 约定若目标公司未卖给“白衣骑士”,前者要向后者支付一笔金钱。

⑦ 约定“白衣骑士”享有购买目标公司一定比例股权的期权,如果目标公司卖给他人,“白衣骑士”就可以行使期权购买股票,而收购方也必须为这部分股票向“白衣骑士”支付收购溢价。

⑧ 资产锁定就是在目标公司出售给他人时,允许“白衣骑士”购买走目标公司的关键性资产,故而又称“皇冠上的宝石”(crown jewel)。

Revlon 规则来审查其有效性,其基本立场是允许采用交易保护措施来吸引敌意收购者之外的买家,但不允许借助这些保护措施阻却敌意收购方参与竞价。<sup>①</sup>

面对收购抵御,特拉华法院通过长期的专业实践,积累起丰富经验,借助具有相当柔韧性的信义义务标准,把控住个案的细节,区分出董事会防御收购的真实动机。在法院的监管下,收购防御实际上成了目标公司与收购方讨价还价的砝码,而非董事们自保职位的工具。有了这个砝码,目标公司股东从收购中享受到的好处也随之增长。经验研究表明,与不允许目标公司董事会防御收购的英国相比,美国目标公司的股东获得的收购溢价明显更高。<sup>②</sup> 尽管从表面上来看,特拉华法院否定防御措施效力的案例很少,然而,这一情况很可能恰好反映目标公司的董事们在特拉华法院极具专业的监控下,已经形成符合法院规范要求的防御措施。<sup>③</sup>

## 2. 利益冲突交易

所谓利益冲突交易,典型是由控股股东收购上市公司全部股权将其私有化的交易。<sup>④</sup> 在此类交易中,董事会很可能受到作为买方的控股股东的影响,甚至相当一部分的董事本身就代表着大股东的利益。此时,再由董事会代表卖方作出出售公司的决定,就可能出现决策者脚踩两条船的现象。为此,特拉华法院采用了最为严格的信义义务标准对交易进行审查。

1983年,特拉华法院在“温伯格诉 UOP 公司案”(Weinberger v. UOP, Inc.)<sup>⑤</sup>

---

① QVC Network, Inc., v. Paramount Communications, Inc., 635 A.2d 1245(1993).

② Diem Nguye, “Distribution of Takeover Gains: A Comparison Between the US and Other Major Markets”, working paper, Accessed on Sep 26th, 2017, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2769381](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2769381).

③ 实际上,特拉华法院在2013年判决的“科勒诉美国热股公司案”(Koehler v. Netspend Holdings Inc.)中仍然运用 Revlon 规则对目标公司董事会的出售决策提出质疑。

④ 董事可能与公司发生利益冲突的另一种行为是利用公司的商业机会获利。对此,特拉华州公司法允许董事通过向公司充分披露,获得董事会允许,或者由公司章程事先授权董事利用这些机会(《特拉华州普通公司法》第122条第17项)。

⑤ 457 A.2d 701 (Del. 1983). 该案中持有上市公司50%以上股份,并且拥有董事会多数席位的股东准备将公司私有化。尽管该交易取得了无利益冲突董事以及多数无利益冲突股东的同意,但是由于代表大股东的董事直接参与了交易磋商,并且向其他董事和股东隐瞒了有关交易定价的重要信息,法院认定此交易不符合“彻底公平”标准。

中判定,此类利益冲突交易将接受“彻底公平”(entire fairness)标准的审查,就是要董事们举证:交易的过程彻底公平,以及交易的价格彻底公平。所谓交易过程的公平,包括交易启动的时机、启动的方式、交易的结构、董事会在交易谈判与交割过程中的角色,以及董事会及股东的批准是如何取得的等有关交易进程的各个方面。所谓交易价格的公平,则是指收购方支付的对价在客观上——而非董事的主观认识上——对被收购方公平。它要求法院考察被收购公司的资产数额、市场价值、收益水平、未来经营预期等一切可能影响公司股价的因素。

“彻底公平”的审查标准极其严格,在此标准下控股股东和决策交易的董事会几无可能躲过法律责任。不过,法院也为控股股东和董事们指出两条降低责任风险的途径,那就是成立一个特别委员会(special committee)来负责处理私有化交易,或者经过掌握充分信息的无利益冲突股东中的多数同意,这后一条途径又被称作“少数股东中的多数同意”(majority of the minority)规则。在Weinberger 判决之后,私有化交易纷纷按照法院判决的指引重塑交易过程,尤其是特别委员会迅速风行。<sup>①</sup>不过,即便采取了这样的措施,在2014年之前的30多年中,特拉华法院仍然对一步并购的私有化交易<sup>②</sup>采用“彻底公平”标准加以审查,只是此时法院会将举证责任转移到提起诉讼的股东一方,要求他们举证私有化交易存在过程或者价格上的不公平。<sup>③</sup>

特别委员会当然不能只是一个徒具形式的橡皮图章,首先,其组成人员必须独立于管理层和控股股东,与管理层、控股股东具有交往历史的人——亲戚、同学、交易伙伴等——自然会增添法院对其独立性的质疑。其次,除了组成人员的独立性,特别委员会还必须得到充分授权,这些权力应当涵盖对私有化要约的评估与决策、代表公司与发起人进行对等谈判、寻求替代性交易方案并对这些方案进行评估与决策,乃至决定是否启动“毒丸”计划等对抗要约收购的措施。最后,

<sup>①</sup> Lawrence A. Hamermesh and Jacob J. Fedechko, “The Role of Judicial Opinions in Shaping M&A Practice”, in Claire A. Hill and Steven Davidoff Solomon (eds.), *Research Handbook on Mergers and Acquisitions* 245, 253, Edward Elgar (2016).

<sup>②</sup> 指直接通过协商达成协议,依照公司法的合并规则实施的私有化交易。

<sup>③</sup> Kahn v. Lynch Communication Systems, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

特别委员会还需要有权聘请独立的财务与法律顾问,为其决策提供咨询。董事会有时在特别委员会的建议基础上,方才有权对私有化交易作出最终决定。

最近几年间,由于严格的“彻底公平”标准引发了大量针对私有化交易的诉讼,令交易结果处于极不确定的状态,特拉华法院对上市公司的私有化交易的审查标准有所放宽。2014年特拉华法院作出了一项重要判决——Kahn v. M & F Worldwide,确立了一条新规则:如果一步并购的私有化交易符合以下三项要求,那么,法院将以宽松的“商业判断”标准来对私有化交易进行审查。这三项要求是:(1)私有化交易得到一个真正独立、获得充分授权、审慎进行议价,又充分取得专家咨询意见的特别委员会的批准;(2)私有化交易得到充分掌握信息,又未受到胁迫的少数股东中的多数同意;(3)私有化交易的发起人自始以满足以上两项条件作为完成私有化的先决条件。这一规则被称为MFW规则。

法院作出这一规则修正的出发点在于:私有化交易对小股东的威胁源自控股股东谋取私利。因为在此类交易中,控股股东既是买方,又控制了卖方,脚踩两条船,明显具有利益冲突。然而,如果能够将这种利益冲突的交易转化为一种公平对等的(*arm's length*)交易,那么私有化与普通的并购交易并没有什么两样,法律上也不应区别对待。在法院看来,假如由一个真正独立又掌握充分信息的特别委员会来代表公司与控股股东进行私有化交易的磋商,并确定是否批准此项交易,那么这样的交易过程本身与一项由第三方发起的、公平对等的收购交易没有实质区别。倘若再得到自愿、有知的少数股东中的多数支持,交易的公平性就得到进一步保障,此时,法院不希望看到它们轻易遭到小股东的挑战,由此白白增添交易的风险与成本。

不过,特拉华法院也指出,这一规则转变绝不意味着法院在私有化交易中保护小股东利益的立场有任何改变。特别是当私有化交易的价格可能显失公平的时候,法院会认为这是一盏亮起的红灯,其很可能对私有化交易的公平性进行更为细致的审查。最后,法院强调,如果原告能合理表明特别委员会或者少数股东中的多数对私有化交易的批准过程存在瑕疵,或者私有化交易没有以同时获得此二者的批准作为先决条件,那么,私有化交易仍将受到“彻底公平”规则的严格

审查。

至于采用两步交易结构的私有化,<sup>①</sup>进入 21 世纪以来,特拉华法院的立场几经变化。<sup>②</sup> 根据目前的相关判例,<sup>③</sup>一般认为如果控股股东在第一步的收购要约中就明确以下三点,法院也将按商业判断标准进行审查。这三点要求是:(1)其完成要约的条件是得到有权和收购方谈判交易条件的特别委员会的推荐;(2)要约收购必须取得少数股东持有的多数股份;(3)收购方承诺一旦第一步要约收购完成,将尽快按同等对价完成第二步的并购。如此看来,针对存在利益冲突的私有化交易,无论一步还是两步,特拉华法院基本形成了内涵相同的统一审查标准。<sup>④</sup>

就在不久前的 2017 年 8 月,特拉华法院进一步将 MFW 规则沿用到控股股东虽未直接收购公司,却可能在第三方收购公司的交易中获得特别利益的情况。<sup>⑤</sup> 法院认为,与控股股东发起的私有化交易类似,只要由独立又得到充分授权的特别委员批准大股东获得的这种特别利益,并且少数股东中的大多数也在知情条件下投票支持这些利益,那么对并购交易作出整体决策的董事会就将受到“商业判断规则”的保护。

另外,同样出于应对过度股东诉讼的考虑,近来特拉华法院也放宽了审查董事会决策向控股股东以外的买家出售公司之时是否尽到信义义务的标准。此类交易假如得到无利益冲突的股东中的大多数的批准,那么法院就将适用商业判断标准,而非“彻底公平”标准——即便作出决策的大部分董事存在利益冲突。这条新规则称作“Corwin 洗清规则”(Corwin cleansing rule)。<sup>⑥</sup>不过,倘若董事会对股东隐瞒了重要信息,那么股东的投票就无法再洗清董事会的利益冲突,此

① 指先直接发出要约收购小股东股票,再对余下的股票按公司法的合并程序完成第二步收购。

② Fernan Restrepo and Guhan Subramanian, “Freezeouts: Doctrine and Perspectives”, in Claire A. Hill and Steven Davidoff Solomon (eds.), *Research Handbook on Mergers and Acquisitions* 285, Edward Elgar (2016).

③ In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation, 4 A. 3d 397 (Del. 2010).

④ 截至本文写作时,上述规则尚有待特拉华法院最终确认。

⑤ In re Martha Steward Living Omnimedia Inc. Stockholder Litigation (2017).

⑥ In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation (2014).

时,严格的“彻底公平”标准又将重现。<sup>①</sup>

### 3. 限制股东投票权

上市公司股东通过投票来表达对董事们表现的评价,因此确保股东的投票权是确保董事向股东负责的重要前提。而董事意图影响、限制投票权的行为也天然地与股东利益之间存在冲突。对于此类行为,特拉华法院确立了著名的 *Blasius* 规则加以审查。这一规则充分体现出公司治理秉持权力与责任均衡的理念:如果不能确保股东选任董事的权力,那么这种均衡就将被打破;而失去了责任制衡的权力犹如脱了缰的野马,也就失去了存在的合理性。

在“布拉修斯工业公司诉阿特拉斯公司案”( *Blasius Industries Inc. v. Atlas Corporation* )<sup>②</sup>中,原告 *Blasius* 拥有被告公司 *Atlas* 大约 9% 的股票。为了实现其资产重组方案,*Blasius* 提出了将董事会人数由 7 人扩大到 15 人,并由其提名 8 名新董事的动议。为防 *Blasius* 的动议得到多数股东的批准,进而实现其重组方案,*Atlas* 董事会立即决议修改公司章程细则,将董事人数增至 9 人,并当即委任了 2 名新董事。这样一来,即便嗣后 *Blasius* 的动议获得通过,原先的董事会成员也将占据半数以上的席位。

在充分考虑了 *Atlas* 董事会的行为动机之后,法官表示:“股东选任董事的投票权是支撑起董事会权力的理念支柱。”阻止股东改变董事会构造并选任自己属意的董事,这种行为并非对公司的资产或者权利、义务加以处置,而是涉及如何在作为一个群体的股东与董事会之间配置实际权力这个公司治理的核心问题。法官在判决中最终确立了这样一条规则:除非公司的管理层能够证明,的确存在迫不得已的理由( *compelling justification* ),否则无论是否诚信地为公司利益着想,管理层都不得干扰股东的选举投票权。

由于 *Blasius* 不过握有公司 9% 的股票,其动议未必会对公司或者小股东的利益造成实际威胁,况且公司董事会还有充分时间向其他股东们剖析 *Blasius* 动议的利害,所以 *Atlas* 董事会并没有迫不得已的理由非要阻断股东增选董事的机

---

<sup>①</sup> In re Saba Software, Inc. Stockholder Litigation(2017).

<sup>②</sup> 564 A. 2d 651 (Del. 1988).

会。实际上,自 Blasius 规则确立以后,特拉华法院几乎没有在任何一起旨在干扰股东选举投票的判决中认定管理层这样做具备迫不得已的理由。在唯一的一个例外中,董事会成立的特别委员会决定推迟股东投票的日期,以求公司被收购走——而非抵御收购,而且收购完成之后董事们又会面临丢掉饭碗的切实威胁,其利益冲突色彩很淡。<sup>①</sup>

#### 四、有关中美比较的一些思考

从本文第二部分的介绍中,我们可以看到美国有关上市公司董事会信义义务的规则重点在忠诚义务,特别是对于利益冲突交易和限制股东投票权行为的严格审查。近年来,尽管也有放宽审查标准的趋势,但总体上依然坚持了根据具体事实情况,实质性考察董事决策动机的态度。至于谨慎义务,美国法院基本持尊重董事会决策的不干预立场。之所以如此,还是出于平衡董事会的权力与责任的考虑。信义义务一方面要保护股东不受管理层机会主义行动的损害;另一方面也要发挥管理层作为专家经营公司的积极性。不过,正如前文提到的,即便从发挥董事的管理特长,保护其积极性出发也未必需要免除其违反谨慎义务的赔偿责任。

更为重要的是,美国法院的这种立场是建立在美国独特的资本市场与法制环境的基础之上的。这些特点一方面使市场本身成为制约董事机会主义行为的重要途径,从而减轻了法院的监管压力;另一方面也滋生了过度诉讼的危险,从而需要法院对原告方的滥诉行为有所限制。美国的这些情况与中国显然有很大差别。因此,中国在借鉴美国的实践经验时,也需要意识到中美制度背景的差异。

##### (一) 中美差异

首先,美国的资本市场是一个机构投资人主导的市场,机构投资人的比例占

---

<sup>①</sup> Mercier v. Inter-Tel Inc., 929 A. 2d 786 (Del. 2007).

到60%以上。<sup>①</sup>这样的市场不仅更有效率,而且机构投资人更专业、利益更为集中,这都促进了股东作为产权人自行通过市场监督董事,制裁机会主义行为的能力。公司并购与股东积极主义行动(shareholder activism)是监督、制裁的两种主要途径,因为受到这两类行动攻击的董事们更有可能职位不保。有证据显示,美国的并购与股东积极主义行动都处于十分活跃的状态。<sup>②</sup>市场的监督压力有力补充了法院的监督作用,因而即使后者适当放松审查标准,也不致滋长董事们的不端行径——实际上,对于某些不端行径,市场的控制比法院的控制可能更加有效。<sup>③</sup>

中国资本市场上的投资人以零售型投资人,也就是俗称的“散户”为主,这既不利于市场效率的形成,更令股东面临严重的组织成本,因而难以实施对管理层的有效监督。虽然,近年来出现了一些敌意收购以及类似于股东积极主义行动的事件,但仍然数量稀少,而且受到种种质疑。因此,与美国相比,中国法院有必要担负更多监督上市公司管理层的职责。

其次,美国的上市公司大多股权高度分散,因此,尽管董事由股东选任,但仅靠绑住少数大股东选上董事的可能性不够大——通常单个大股东的票数也还不足以将人送上董事的位子。于是,董事在行动上独立于某些大股东,着眼于全体股东利益行事的可能性也变大。实际上,美国的上市公司往往独立董事占到多数。<sup>④</sup> 而在中国高度集中的股权形态下,董事很难真正独立于具有控制权的大股东,因而为谋求大股东利益而损害公司整体利益的危险也更大。于是,法院对董事的此类行为更需保持警惕,加大审查力度。

最后,美国独特的集体诉讼(class action)与费用负担方式虽然原本是为方便

---

<sup>①</sup> Stuart L. Gillan and Laura T. Starks, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, in William W. Bratton and Joseph A. McCahery (eds.), *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, Oxford University Press, 2015, pp. 39, 42.

<sup>②</sup> William W. Bratton and Michael L. Wachter, “The Case Against Shareholder Empowerment”, 158 *University of Pennsylvania Law Review* 653, 677 – 685 (2010).

<sup>③</sup> 张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第317~318页。

<sup>④</sup> Jeffrey N. Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 – 2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, 59 *Stanford Law Review* 1465, 1473 (2007).

利益受损的股东借助诉讼寻求救济,但在实际运作中却可能成为滋生滥诉的温床。对普通小股东来说,状告董事而胜诉的利益不过是按其持股比例摊到的每股几元、几角甚至几分钱的股价上涨。然而,按照美国一般的诉讼费用负担规则,谁去起诉谁就要负担全部的诉讼成本。因此,假如没有特别的费用负担安排,成本与收益的巨大不均衡显然会阻遏股东们起诉的动力。

为此,美国法律采取了两项制度安排:集体诉讼与费用转移。在这两项制度的作用下,实际上原告的律师将代表公司全体股东的利益去起诉董事。再加上此类诉讼的原告律师会采用胜诉分成(contingency fee)的收费方式,也就是说,在打赢官司之前,股东无须向其律师付费;官司打输了,股东还是不用付律师费;只有官司打赢了,股东的律师才会收费。由此,在原告律师的劝说下,股东几乎不用自己掏钱就可以去告董事,何乐而不为呢?

而原告律师之所以愿意挑动股东打官司,则是因为官司一旦和解,他们往往有机会要求作为被告的公司向其支付原告的律师费用——此即费用移转制度。尽管从理论上来说,费用移转需要满足三项条件:(1)原告的诉讼请求有胜诉的可能性;(2)和解有利于公司;(3)这种利益与原告的诉讼之间存在因果关系。然而在实践中,法院长期对这些条件的认定十分宽松,因此原告律师通过和解赚取律师费的用心常常得以如愿。<sup>①</sup>

至于公司的董事们也乐于和解的原因,是因为在美式集体诉讼下,和解一经达成非但对直接参与和解的原告有拘束力,对与原告处于同一“集体”之中的其他所有潜在原告也都具有拘束力。并且,这种和解针对的并非特定的诉讼请求事由,而是诉讼请求依据的基础事实。换言之,和解一旦达成就意味着将来所有因为同一事实遭受被告损害之人都不能再提起诉讼,即便另找出其他的案由来也不行。<sup>②</sup>这对于被告方的董事而言,无疑具有重大的解脱意义,而和解涉及的金额(很多和解实际并没有向原告支付金钱)以及费用往往也可以一并由公司报

<sup>①</sup> Sean J. Griffith, “Settlements and Fees in Merger Litigation”, in Claire A. Hill and Steven Davidoff Solomon (eds.), *Research Handbook on Mergers and Acquisitions* 305, 311, Edward Elgar (2016).

<sup>②</sup> Ibid.

销。于是,对董事们而言,和解也不失为一桩美事。

这样,在各方的助力下,原告方律师调词架讼的动力增加,利用集体诉讼与费用移转规则胡乱起诉的情况屡有发生,以至于有学者认为股东诉讼只是养肥了双方的律师。<sup>①</sup> 在这种制度大背景下,美国法院近来日益提高股东起诉董事的实体法律门槛就显得颇有必要。

美国的这套集体诉讼与费用转移制度在中国基本不存在。实际上,这两项制度的用意或许在于赋予原告律师利益激励,从而经由他们将分散的上市公司股东们组织起来,形成一股利用诉讼监督公司董事会的力量。不过,美国实践中遇到的问题,也提示中国有必要寻找其他组织股东的途径。对此,笔者以为中证中小投资者服务中心借助公益诉讼的监管模式可能是一种有益的尝试,值得深入观察与研究。

## (二) 几点建议

鉴于中国资本市场的投资人结构、上市公司的股权结构以及股东寻求司法救济的机制都与美国呈现出不同特征——一方面,替代法院监督的市场监督力量较为薄弱;另一方面,股东滥诉的危险也不大。因此,中国法律有必要也有可能对上市公司董事会的信义义务作出比美国更严格的规定。当然,这种严格规定仍然要注意维持董事裁量权力与裁量责任之间的平衡,这种平衡正是富有弹性的信义义务规则的优势。

首先,在谨慎义务方面,中国不必像美国那样免除违反义务者的赔偿责任。正如前述美国学者所言,由法院判定董事责任的规则也可能起到保护董事不因意外因素而承担责任经营表现不良的责任。基于权力与责任的平衡,对此,中国法律可以采取重大过失标准,即只有董事的行为——包括不作为——存在重大过失的,才要对公司或者股东作出赔偿。同时,对于董事是否违背诚信的判断,有必要以其行动的主要目的——而非美国式的唯一目的——是否出于私利作为

---

<sup>①</sup> Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, "The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform", 58 *University of Chicago Law Review* 1 (1991); Roberta Romano, "The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation", 7 *Journal of Law, Economics and Organization* 55 (1991).

标准。

其次,在忠诚义务方面美国的实践比较完善,有诸多值得借鉴之处,尤其是美国关于收购防御措施。伴随近来中国资本市场上收购行为特别是敌意收购的增加,法律有必要在司法实践中确立起一套系统性的审查标准,而美国在此方面多年积累的经验值得参考。不过,我们也应该意识到中国上市公司的收购抵御方式与美国不同,比如“毒丸”制度在中国还不具有生长的条件。但同时也有一些中国特色的抵御措施,比如上市公司自主申请停牌,这样的措施可能对股东具有很大的胁迫性,如不妥善监管,恐怕将造成股东利益的损害。

当然,精巧的信义义务规则要发挥作用,一则离不开股东们的起诉;二则离不开法院的裁断。在前一方面,中证中小投资者服务中心有限责任公司的工作应当有十分积极的意义。不过,这种以中心化形式维护股东利益的途径特别需要注意解决信息来源问题,因为通常去中心化的维权机制一般更有利于调动多元的信息供应机制,也更便于触发与诉讼具有切身利益者提供违规信息的积极性。至于后一方面,信义义务规则的灵活性对裁判者的专业素质提出了很高的要求,法官要能从事实的细微之处探寻出当事人的行事动机,并且阐发足以说服各方的判决理由。而专业素质的提升离不开专业经验的积累。为此,今后或许有必要考虑设置裁判上市公司股东权利纠纷的专门性审判机构。

信义义务以其兼具原则性与灵活性的特征,对平衡董事的权力与责任发挥着独特的作用。美国数十年来的司法实践在利用信义义务规则监督上市公司董事会的行为方面积累起十分丰富的经验,其有很多地方值得中国学习借鉴。同时,中美在资本市场与司法体系方面也有很大差异,由于这些差异,总体而言,有必要将中国的信义义务规则设计得更严格。中证中小投资者服务中心有限责任公司对于帮助上市公司股东有效利用信义义务规则维护自身权益可能发挥出积极的促进作用。