

表决权与控制权的分离: 合同在公司治理中的角色^{*}

[美]加布利尔·劳特伯格^{**} 著

钟华韵 周苇航 蔺锦波 李林倚^{***} 译

摘要:在封闭公司中,股东往往会通过合同来变

* Gabriel Rauterberg, *The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance*, Yale Journal on Regulation, Vol. 38, No. 4, 2021.

** 密歇根大学法学院 (University of Michigan Law School) 助理教授。感谢 Robert Bartlett、Richard Brooks、Ryan Bubb、Tony Casey、Emiliano Catan、Albert Choi、Anne Choike、Patrick Corrigan、John Denniston、Jill Fisch、Jeffrey Gordon、Monica Hakimi、Henry Hansmann、Don Herzog、Jim Hines、Randy Holland、Marcel Kahan、Vikramaditya Khanna、Michael Klausner、Vice Chancellor Travis Laster、Kyle Logue、Elizabeth Pollman、J. J. Prescott、Roberta Romano、Sarath Sanga、Martin Schmalz、Stephen Davidoff Solomon、Holger Spamann、Richard Squire、Eric Talley、Andrew Verstein 和在 Iowa、Michigan、Notre Dame、Northwestern、NYU、Oxford、Wisconsin、CLAWS 举办的研讨会的参与者,以及在 BYU Winter Deals 上有益的评论。Nick Orr、Sarah Smith、Gabriel VanLoosen、Jenna Chen、Chase Glasser 和 Megan Short 提供了范例式的研究帮助。所有错误由笔者一人负责。

*** 译者分别为北京大学国际法学院 2018 级硕士研究生、华东政法大学经济法学院 2019 级硕士研究生、中央财经大学法学院 2020 级硕士研究生、中国政法大学民商经济法学院 2020 级硕士研究生。感谢上海证券交易所 2021 年暑期实习生计划给予的支持。

更权利。这种现象远没有得到其该有的关注。近些年上市的公司中,15%都有股东协议。在很大程度上,股东通过合同重新界定了控制权。《公司法》以股东表决权的运用来实现控制权,而股东协议是以合同机制来实现,同时将表决权与控制权做了分离。这些实践暗示我们,需要进一步丰富公司治理和控制权的概念。

关键词:表决权 控制权 股东协议 公司治理

引 言

每年公司董事会中的部分或全部董事都面临选举。谁将在董事会中任职取决于股东如何表决,区别于不受关注的“沉睡事项”(sleepy affairs),对董事会控制权的争夺可能会成为头条新闻并产生数以千万美元的花费。^[1]但在2019年5月,当Uber提交上市申请时,其披露了关于时任董事会的一种不同产生方式:一份股东间的合同决定了董事会中全部的12名董事。^[2]选举的结果早已为人所知。Uber的大股东达成了共识,每名大股东都有权委任特定的董事,并被承诺可以对其他的被委任董事行使表决权。因为协议的签订者拥有Uber的大多数表决权,所以协议便保证了他们委任的董事能够当选。协议的签订者包括了Uber从创立到发展壮大期间的主要投资者(如Benchmark Capital、TPG、SoftBank)、员工及创始人,包括近期离职的CEO Travis Kalanick。利益不同甚至冲突的协议签订者通过股东协议,维持了对公司多年的精心安排的控制共享(sharing control),每一方都能确保在董事会中有自己的代表。在首发上市(IPO)之后,股东协议便终止了,Uber成了一家上市公

[1] See, e. g., David Benoit, *P&G vs. Nelson Peltz: The Most – Expensive Shareholder War Ever*, WALL ST. J. (Oct. 6, 2017, 6:07 PM ET), <https://www.wsj.com/articles/p-g-vs-nelson-peltz-the-most-expensive-shareholder-war-ever-1507327243> [<https://perma.cc/CMA6-XHM6>] (描述了宝洁公司董事会选举花费了6000万美元的事实)。

[2] Uber Techs. Inc. Amendment No. 1 to Form S-1 Registration Statement 224 (Apr. 26, 2019).

司,其董事会的构成也由每年的选举产生。^[3]

股东协议(公司所有者之间的合同或有时是公司所有者与公司自身的合同)是公司法中约定的核心文件并处于封闭公司治理的核心。^[4] 封闭公司的投资者依据这些协议来拟定所有权条款以及选择跳出公司法的其他治理规则。^[5] 近年来关于股东协议的法律事务在急速增加。涉及股东协议的纠纷迅速占据了特拉华州高等公司法庭(Nation's Preeminent Corporate Law Courts in Delaware),大多数大公司都在该州注册。这一趋势在特拉华州最高法院(Delaware Supreme Court)于2019年10月作出的一份具有争议的判决后达到顶峰,该判决聚焦于股东协议的当事人是否共同构成控股股东。^[6]

[3] 随着IPO的结束,股东协议也宣告终止,Uber成了一家上市公司,其董事会的构成也完全取决于每年选举的结果。参见前注[2],第262页(“在本次发行结束时,投票协议将终止,我们的股东将不会有任何在董事会成员选举和委任方面的特权。”)

[4] See, e. g., *Corporate Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions*, 65 Bus. Law. 1153, 1155 (2010) [以下为强制性和效力](“公司中两个或两个以上股东间的协议常被用于私募股权投资、风险投资、合营和其他的公司交易”);参见下文第二部分第二节。

[5] See, e. g., 1 F. Hodge O'Neal & Robert B. Thompson, *Close Corporations and LLCs: Law and Practice* § 1:4, 1-14 (rev. 3d ed. 2004). 公司可采用的几个股东协议范例。See, e. g., *Voting Agreement, Nat'l Venture Cap. Ass'n* (July 2020), <https://nvca.org/-/model-legal-documents> [<https://perma.cc/SNY2-MZDR>] (点击“Voting Agreement”下载)。

[6] *Sheldon v. Pinto Tech. Ventures, L. P.*, 220 A.3d 245, 251 (Del. Oct. 4, 2019) (认为表决协议的签订者们不构成控制集团)。近期其他涉及股东协议法律问题的案件, see, for example, *Arkansas Teacher Retirement System v. Alon USA Energy, Inc.*, No. CV 2017-0453-KSJM, 2019 WL 2714331 (Del. Ch. June 28, 2019); *Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co.*, C. A. No. 2017-0887-SG, 2018 WL 4698255 (Del. Ch. Oct. 1, 2018); *In re Hansen Medical, Inc. Stockholders Litigation*, No. 12316-VCMR, 2018 Del. Ch. LEXIS 197 (Ch. June 18, 2018); *Schroeder v. Buhannic*, C. A. No. 2017-0746-JTL (Del. Ch. 2017); *OptimisCorp v. Waite*, No. CV 8773-VCP, 2015 WL 5147038, at *74 (Del. Ch. Aug. 26, 2015), *aff'd*, 137 A.3d 970 (Del. 2016); *Huff Energy Fund L. P. v. Gershen*, C. A. No. 1116-VCS, 2016 WL 5462958 (Del. Ch. 2016); *Caspian Select Credit Master Fund Ltd. v. Gohl*, No. CV 10244-VCN, 2015 WL 5718592 (Del. Ch. Sept. 28, 2015); and *Halpin v. Riverstone National, Inc.*, C. A. No. 9796-VCG, (Del. Ch. Feb. 26, 2015).

然而,经济学家和法学学者往往容易忽视股东协议。^{〔7〕}对一些基本问题的回答有时依然不可知也从未被提及,包括股东协议的法律结构如何运行和公司治理的法理内涵。笔者将从一般学理、实证、法解释学角度出发,对股东协议提出一些分析。

本文主要有三个贡献。首先,笔者解释了涉及股东协议的各项法律规则。究竟为何要用合同来实现对公司的控制而不是用公司法的基础文件——公司章程和章程细则(以下简称“细则”)?笔者认为,答案同时来自股东协议和公司章程在程序和实质上的区别。程序上,章程和协议都被认为是公司集体决策的不同范例和机制,在两种机制下,权利义务如何产生和变化却有相当大的区别。若要修改公司章程,董事会需要提出修正案并获得由全体参与表决的股东中的大多数(甚至更多)股东支持。若要修改股东协议,既要没有授予董事会否决权,也没有所有股东投票或多数通过的要求。^{〔8〕}

造成这一实质区别的原因是公司法允许股东可通过合同放弃自己的特定权利,而公司章程或细则则不可以。^{〔9〕}对公司章程和细则具有强制效力的法定规则对于股东协议有时并没有强制性。例如,公司法将控制权与表决权绑定时,股东协议则允许控制权和表决权的分离。在公司民主上,默认规则规定的是投票表决。公司法授予董事会有权处理公司事务并赋予股东选举产生的董事会权利的合法性。^{〔10〕}法律体系下,选举董事会成为股东表决权的一个功能。甚至最灵活的默认规则也将董事席位与股东表决绑定,如差异化表决权(class-specific voting rights)。^{〔11〕}股东持有的控制权默认表现为他们如何表决,如赞成公司

〔7〕 文章将在下文第一部分第二节中讨论相关学术研究,特别是风险投资方面。

〔8〕 这些差异是基本的,本文关注实质性的差异。在下文中,笔者将通过精确聚焦这些广泛的程序差异来探讨股东协议的规范性。

〔9〕 参见下文第二部分第二节。

〔10〕 See, e. g., *In re CNX Gas Corp. S' holders Litig.*, No. 5377 - VCL, 2010 WL 2291842, at *15 (Del. Ch. May 25, 2010) (“董事至上仍然是特拉华州法律的核心……”); *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988) (“股东特许权是董事权力合法性的意识形态基础”。

〔11〕 笔者将在下文第二部分第三节中深入探讨在实现相似目标时,使用公司章程和股东合同的区别。

合并分立。然而,股东可以通过合同来变更这些默认规则,在封闭公司中,这种应用十分普遍。股东如果有迫切意愿的话,可以通过合同直接与管理层磋商。

股东协议可以这样安排的原因来自公司治理的判例法。判例法中对当事人制定公司章程和细则自由的限制是极宽容的,但最终还需在法定规则体系的界限之内,这一体系由《特拉华州普通公司法》(*Delaware General Corporation Law*, DGCL)精心建构。^[12] 股东协议不需要被严格限制,法律有时仅设置了普通的合同自由边界——如特拉华州规定了州的公共政策因素。^[13] 为何会有这样不同的处理呢? 对于合同来说,股东协议是当事人合意的产物且只能通过合意来改变。^[14] 相反,公司章程和内部章程可以被集体决策所变更,该集体决策可能会非自愿性地从属于特定股东的权益。特拉华州法院对待该区分的态度十分严肃:有些权利除非股东自愿放弃,否则不能被剥夺。

但是,为何股东如此重视通过合同与其他股东协商确立管理者的权利呢? 一个关键原因在于,通过允许中小股东为了董事会席位签订协议,股东协议建立了一种控制权共享——这是一种广泛的公司治理安排,在此之下,中小股东积极参与控制公司的事务。^[15] 关于风险投资和私募股权投资的研究已经在广泛探讨封闭公司中的这种控制权共享。^[16]

[12] 参见下文第二部分第三节。

[13] 参见下文第二部分第二节。特别是,判例法表明虽然公司章程不能废除股东的罢免权,但他们可以单方放弃。参见下文第四部分第一节。

[14] 合同当事人当然可以选择不同的规则来规范合同的后续变更。

[15] 参见下文第二部分第二节。笔者的观点不是说股东协议是实施控制权共享的唯一法律机制。在第二部分第(三)节中笔者关注了潜在的替代方式。笔者仅认为设立控制权共享是股东协议的独特作用,而部分替代方式只是重要的部分。它们不能像股东协议那样实现所有相同的目的,而且它们对成本的影响也不同于股东协议。

[16] See, e. g., Robert P. Bartlett, III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, 38 Seattle U. L. Rev. 255 (2015); Steven N. Kaplan & Per Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, 70 Rev. Econ. Stud. 281, 288 (2003); Elizabeth Pollman, *Startup Governance*, 168 U. Pa. L. Rev. 155, 221 (2019); D. Gordon Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, 53 UCLA L. Rev. 315 (2005).

本文的第二大贡献在于实证研究。从某种程度上讲,关于股东协议的传统观点认为股东协议常见于封闭公司,但封闭公司在公司的“宇宙”中属于“暗物质”(dark matter)——虽然重要,但很难进行实证研究。除了向州务卿(Secretary of State)提交公司章程外,封闭公司无须向公众披露公司的任何治理文件。在上市公司中,股东协议被认为作用微不足道或根本不存在。^[17] 这种观点的说服力很明显——上市公司股东分散,互相怎么会真正签订合同? 而对控股股东来说,与公司签订这样的协议又有何意义呢?

事实证明,这种观点是错误的。本文附表中的资料显示,在过去6年上市的公司中,大约有15%的公司存在这样的股东协议。^[18] 通过这些协议,股东普遍变更了他们的权利。他们常态性地针对董事会的组成签订协议。绝大多数股东协议均授予了特定股东提名董事的权利,而又有超过一半的股东协议包含这样的条款:部分或全部的协议当事人可以以特殊的方式表决。协议同样应用于股东与公司间订立合同。在极少数的股东协议中,公司授予特定股东对公司重大决定的否决权,如合并、解雇CEO,或变更主营业务。其他协议放弃了公司机会准则,以穷尽方式限制股票转让,或授权仲裁解决纠纷。最让人惊讶的是,大多数股东协议中,公司承诺支持特定股东提名董事的方法是将被提名者纳入代理人候选名单,然后尽最大努力保证被提名者当选。^[19]

[17] See, e. g., Steven N. Bulloch, *Shareholder Agreements in Closely Held Corporations: Is Sterilization an Issue?* 59 Temp. L. Q. 61, 62 (1986) (“股东协议几乎总是由封闭持股的公司而非公共持股的公司的参与者达成”); Suren Gomtsian, *The Governance of Publicly Traded Limited Liability Companies*, 40 Del. J. Corp. L. 207, 229 (2015) (“不同于美国上市公司,股东协议似乎只存在于上市交易的有限责任公司”); Marco Ventoruzzo, *Why Shareholders' Agreements Are Not Used in U. S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation* 1 (Pa. State Univ. Dickinson Sch. of L., Bocconi Legal Studies Research Paper No. 42 – 2013, 2013), <https://ssrn.com/abstract=2246005> [<https://perma.cc/E9WM-L5KG>] (“关于美国公司法和证券监管最困惑和被忽视的问题之一……是股东间的协议为什么不被广泛频繁地应用……”)。

[18] 参见下文第三部分第二节。

[19] 参见下文第三部分第二、三、四节。另外,40%的上市公司披露它们曾设置了股东协议,但在IPO时协议终止了。这些协议包含了许多之前讨论的条款,但通常会施加更多的转让限制和表决协议。

本文第三大贡献是归纳总结了首发上市后股东协议的概念特征及伴随而生的新法律问题。人们可以有效地将这些协议承诺区分为“横向”(horizontal)和“纵向”(vertical)两个维度。其中横向维度指股东间承诺,纵向维度指一名或多名股东与公司间的承诺。^[20] 股东间关于对其他股东提名者表决的承诺属于横向承诺(horizontal commitments);与之相对,公司承诺支持被提名者、公司授权股东否决权,或股东向公司承诺放弃本可以行使的权利,都属于纵向承诺(vertical commitments)。每一种承诺都伴随不同的法律问题,而公司纵向承诺会引起强制执行问题,这是其他条款通常不会引起的。^[21] 然而,令人惊讶的是,即便是关于股东协议的基础性法律也仍十分不完善,一些重大问题缺乏规范,包括一般条款的合法性、表决协议和受信义务(fiduciary duties)的关系,以及对于股东可通过合同放弃何种权利的原则性限制。

本文因此解释了如何用股东协议来直接设置一组上市公司的控制权分配方式。这种法解释学(explanatory)和实证主义的论证解释对一些公司法最基础性的争论具有规范性影响。例如,理解股东协议会引起人们思索两大公司法中的核心区别——对董事会的控制应伴随受信义务,而仅仅用合同权利控制不会涉及受信义务;公众股东(public shareholders)为了自由行使“公司剩余控制权”(residual rights of control)进行磋商,而其他的利益相关者(如债权人)则通过合同保护自己的权益。

股东合同权利的广泛运用迫使笔者重新审视前述两种控制权的实质。此外还引发了一个基本规范性问题:本应与公司章程和股东身份绑定的公司控制权可以被股东通过合同进行重新分配是否为股东所希望。

文章行文结构如下:在第一部分,笔者简要解释了公司治理的机制

[20] 纵向承诺的广泛使用可能发生在上市后股东协议大多与典型的股东协议相异,如封闭、风险投资公司,这些承诺通常位于公司章程之中。同时参见下文第二部分第二节。cf. Voting Agreement, *supra* note 5. 然而,像笔者之后将要讨论的,笔者发现在一定程度上,股东协议的设置是上市公司信息披露规则的作用结果。

[21] 特别是纵向承诺提出了关于股东和董事在公司治理中适当作用的理论和规范问题。参见下文第六部分。这些还意味着上市后股东协议涉及在两个不同层面上分享控制权——在确保董事会席位的股东之间,以及在控制公司必须做出重大决策的股东与董事会之间。

及相关文献研究,并提供了一个典型股东协议的例子。在第二部分,笔者构建了一个框架来理解股东协议在公司法和公司治理中的独特作用。在第三部分,笔者阐述了所研究的股东协议的丰富内涵并探讨他们的作用。在第四部分、第五部分和第六部分,笔者总体研究了它们的影响,并提出自己的初步观点,涉及股东协议的积极效应(第四部分),伴随产生的众多法律问题(第五部分),以及它们在公司法领域产生的更广泛的讨论(第六部分)。

一、股东协议与公司治理

本部分,笔者将概述公司治理的主要机制和关于股东协议的文献研究,之后再举一个股东协议的例子。

(一) 公司治理的机制

股东协议是公司治理中的一个特定领域,对公司法中相似机制作一宏观审视可能会有所启发和帮助。^[22] 公司注册证(certificate of incorporation)或“章程”(charter)是公司治理的基础文件。^[23] 一家公司还需要有一份细则(bylaws),这是一份程序性文件,它解决以下事项:何时需召开董事会会议,董事会规模,董事会委员会以及一系列类似事项。^[24] 一家公司不一定必须拥有股东协议,即便普遍认为封闭公司一

[22] 关于州法律,笔者主要聚焦于特拉华州的法律,因为绝大多数公司都在特拉华州注册,这使它成为美国事实上的国家公司法。笔者有时会在脚注中提到《模范公司法》(MBCA),它是公司法第二重要的法源(被许多州采用)。See Model Bus. Corp. Act (AM. Bar Ass'n 2017)。

[23] 每一家公司想要合法成立(或“公司注册”),都必须向州务卿提交一份章程。章程必须包含少量条款,包括公司股票的定义以及每一类股票的权力、优先权和权利。See Del. Code Ann. tit. 8, § 102(a) (2020)。

[24] See Del. Code Ann. tit. 8, § 109(a) (2020)。细则中没有强制性的条款,它们可以包含任何与章程相一致的条款,只要它们不“要求股东承担与公司或与公司内部索赔有关的律师费或费用的责任”。as defined in § 115 of this title. 参见前注[23],第109页(a) - (b)。

般拥有。^[25]

在程序性特征上,章程、细则和股东协议存在显著的不同,如谁能修改它们,何时修改和怎样修改。章程只能通过修正案来修改,修正案需要经过董事会和多数股东表决通过。^[26] 通常情况,董事会或多数股东都可以单方修改公司细则。^[27] 相反,股东协议是一份合同,因此,受合同法规则调整(至少默认)。因此,当且仅当所有签署方同意时,协议才能被修改,除非他们采取其他替代性规则。^[28] 董事会随时都可以做出行动,如董事会决议。

[25] See Bulloch, *supra* note 17, at 62 (“股东协议几乎总是由封闭持股的公司而非公众持股的公司的参与者达成。”); Mark R. High, *Drafting Buy-Sell Provisions in Shareholder Agreements: Can We “Insure” Compliance?*, Bus. L. Today, May – June 2010, at 59, 62 (“股东协议是封闭公司文件中最常见、最关键的文件。”); Brett H. McDonnell, *Sticky Defaults and Altering Rules in Corporate Law*, 60 *Smu L. Rev.* 383, 406 n.136 (2007) (“股东协议是在封闭公司中构建公司内部股东关系的一种常见方法”)。关于股东协议的学术研究和实践评论,高度集中在它们在封闭公司中的作用上。See generally *Enforceability and Effectiveness*, *supra* note 4; Wulf A. Kaal, *United States of America (National Report)*, in Kristian Csach, Bohumil Havel & Sebastian Mock eds., *International Handbook on Shareholders’ Agreements* 2018.

[26] 更准确地说,公司的发起人(通常是创始人或他们的律师)起草了最初的章程。See Del. Code Ann. tit. 8, § 103(a)(1) (2020)。然而,一旦公司收到任何关于其股份的付款,特拉华州就章程后续任何变更都强加了一条苛刻的规则:董事会需通过一项决议,阐述拟议的修正案,并且持有投票权股票的股东必须投票赞成修正案。See Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b)(1) (2020)。

[27] 准确地说,公司的创始人或其最初的董事会,可以采用和修改最初的细则。See Del. Code Ann. tit. 8, § 109(a) (2020)。然而,一旦公司收到了关于其股票的任何支付,新的细则就可以被采用且只有通过股东投票表决才能修改现行章程。参见上注,公司还可以在其章程中授权董事会通过和废除细则的权力,绝大多数公司都这样做。实际在大多数公司中,股东和董事会都可以单方面修改公司细则,尽管在上市公司中,股东这样做的实际能力较董事而言远远有限。See Jill E. Fisch, *Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws*, 106 *Calif. L. Rev.* 373, 382–99 (2018)。

[28] See, e.g., *Blount v. Taft*, 225 S.E.2d 583, 586 (N.C. Ct. App. 1976) (“股东协议不得变更或终止,除非协议另有约定或经所有当事人同意……”)。

然而,尽管公司章程和细则一直都是具有启发性的研究课题,^[29]但对于股东协议法律特征的关注甚少。笔者将在下一小节中讨论相关的文献研究。

(二) 相关研究文献

在美国,对于股东协议的实证研究是十分有限的。^[30] 笔者唯一所知以美国上市公司股东协议为研究对象的是一项巴西的研究,该项研究将2010年至2012年54家巴西上市公司与65家美国上市公司的股东协议做了对比,并强调他们之间缺乏风格上和解决争议方法上的差别。^[31] 会计学教授 Jordan Schoenfeld 对涉及13D表格的个体股东与公司间的双边合同进行了深刻而广泛的研究。^[32]

另外,对封闭公司的股东协议的学术研究可以追溯到至少1个世纪之前。^[33] 特别是聚焦于“封闭公司”的许多评论员已经观察到股东是如

[29] For seminal work on corporate charters, see, for example, Roberta Romano, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 J. L. Econ. & Org. 225 (1985); and Robert Daines & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 J. L. Econ. & Org. 83 (2001). For important work on bylaws, see, for example, Albert H. Choi & Geeyoung Min, *Contractarian Theory and Unilateral Bylaw Amendments*, 104 Iowa L. Rev. 1, 4 (2018); Jill E. Fisch, *The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws*, 81 Brook. L. Rev. 1637 (2016).

[30] See, e. g., Ventoruzzo, *supra* note 17 (seeking to explain why U. S. public companies do not use shareholder agreements).

[31] Helena Masullo, *Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies: A Comparison Between the US and Brazil*, 12 Braz. J. Int'l L. 402 (2015). Masullo 的分析指出,股东就董事席位达成投票协议,并限制了股份的可转让性。

[32] Schoenfeld 的重要论文研究了大股东与上市公司签订的与大宗投资相关的双边合同,发现成千上万的大宗投资都附随着此类双边合同。See Jordan Schoenfeld, *Contracts Between Firms and Shareholders*, 58 J. Acct. Res. 383 (2020). 虽然法学学者深入研究的“股东协议”往往涉及多个股东,但 Schoenfeld 研究涉及的许多条款和本文分析的许多条款还是存在有趣的重叠。Schoenfeld 还对股东—经理型合同是否有助于减少管理代理问题进行了具有启发性的分析。参见上注。

[33] See Jesse W. Lilienthal, *Corporate Voting and Public Policy*, 10 Harv. L. Rev. 428, 433 (1897) (讨论投票表决协议)。Jill Fisch vigorously criticizes the wide scope that share – holder agreements in large corporations provide for private ordering. Jill E. Fisch, *Private Ordering and the Role of Shareholder Agreements*, 99 Wash. U. L. Rev. (forthcoming 2022).

何利用合同来共同安排他们的事务。^[34] 在其他封闭公司环境下, 股东协议所起到的关键作用也同样受到高度的肯定。例如, 在风险投资和私募股权融资中, 股东协议被广泛地运用, 特别是与类别化章程安排 (class – specific charter arrangements) 相结合, 来设置不同投资者间的控制权共享。^[35] 事实上, 大量关于风险投资支持的封闭公司的实证研究探讨了这些公司的治理和控制权的实质。^[36] 业内人士对上市后公司治理结构的评论也深刻提醒着股东协议的作用。^[37]

此外, 股东协议的作用 (如就董事会的组成签订合同) 与很多文献中的研究主题紧密相关, 如围绕风险投资支持的封闭公司治理、私募股权投资组合公司 (private equity portfolio companies)、股份转让限制所扮

[34] See George D. Hornstein, *Stockholders' Agreements in the Closely Held Corporation*, 59 Yale L. J. 1040 (1950). For more recent treatment, see O'Neal & Thompson, *supra* note 5, § 5; Kerry M. Lavalley, *Drafting Shareholder Agreements for the Closely – Held Business*, 4 DePaul Bus. L. J. 109 (1991); Robert B. Thompson, *The Law's Limits on Contracts in a Corporation*, 15 J. Corp. L. 377 (1990).

[35] See, e. g., William Carney, Robert Bartlett III & George Geis, *Corporate Finance: Principles and Practice* 566 (4th ed. 2019); see also Voting Agreement, *supra* note 5, § 1.2 (讨论投票表决协议以及其与基于章程的董事委任权的关系); Certificate of Incorporation, Nat'l Venture Cap. Ass'n, at art. IV, § B, cl. 3 (Sept. 2020), <https://nvca.org/-model-legal-documents> [<https://perma.cc/G866-T59S>] (讨论董事的选举及其通过分类表决权行使后在各章程类别中的分配)。对于为什么风险投资公司首选公司形式进行的一项具有启发性的讨论, see Gregg D. Polsky, *Explaining Choice – of – Entity Decisions by Silicon Valley Start – Ups*, 70 Hastings L. J. 409 (2019). 关于风险投资的研究已经非常广泛地探讨了股东之间控制权的分配和股东协议的作用, 但通常不会将股东协议作为直接研究的对象。See, e. g., Brian J. Broughman, *The Role of Independent Directors in Startup Firms*, 2010 Utah L. Rev. 461, 468 (在封闭公司中, 各方通常在章程和表决协议中确定董事会席位的分配)。

[36] See Kaplan & Strömberg, *supra* note 16, at 288. For recent empirical work, see, for example, Michael Ewens, Alex Gorbenko & Arthur Korteweg, *Venture Capital Contracts* (Dec. 2020) (unpublished manuscript), <https://ssrn.com/abstract=3423155> [<https://perma.cc/SGL3-KF5U>].

[37] See, e. g., Douglas P. Warner et al., *A Look at Governance and Liquidity Arrangements in Sponsor – Backed Initial Public Offerings*, Weil: Global PE Watch (2017), <https://privateequity.weil.com/whats-market/a-look-at-governance-and-liquidity-arrangements-in-2019-sponsor-backed-initial-public-offerings> [<https://perma.cc/8XK2-BJPB>].

演的角色、债权人控制权等,又如股东协议能够用契约的方式组成董事会。^[38]然而,如何解释股东协议相对受到的忽视仍是一个问题。至少两方面原因值得关注。首先,缺乏实证研究基础,这意味着有趣的概念问题面临研究动力不足或无依据。其次,从历史角度来看,倾向于将章程、细则和股东协议都视为一种统一的“合同”,而忽略了它们之间的许多重要差异。

(三)用合同来治理

法学学者强调公司法给予公司所有者三种基本的权利:退出(exit)、发声(voice)、追责权(liability)——出售股份的权利、董事会选举时表决的权利、起诉不忠实管理人员的权利。^[39]根据特拉华州的默认规则,股东可以自由出售他们的股份,^[40]董事会选举和特定重大交易时表决,^[41]以及在高管董事违反勤勉忠实的受信义务时起诉他们。

笔者所研究的股东协议在上述各个方面都改变了股东的权利。首先,股东协议通常授予股东提名董事会董事的权利并通过投票协议使其生效,投票协议中的股东承诺为其他被提名的董事投票。股东协议赋予特定群体——有时是中小股东——在一系列重大公司决策上的否决权,如是否解雇CEO、是否改变控制权、是否变更主营业务。股东协议放弃了大股东提出公司机会的义务,而这是受信义务中忠实义务所需遵守的,且股东协议虽然极少,但有时也会通过随售权(tag-along rights,授予一方以与另一方相同的条件将其股票出售给投标人的权利)、强制出售权(drag-along rights,如果另一方选择出售他们的股票,则强制一方也出售他们的股票)和其他转让限制来限制股东出售他们股份的权利。^[42]

[38] See infra notes 81, 85, 117, 161, and accompanying text.

[39] Albert O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (1970); Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Exit, Voice and Liability: The Dimensions of Organizational Structure* (2008) (未出版的手稿), <https://papers.sioe.org/paper/131.html> [<https://perma.cc/M376-K3D9>].

[40] Del. Code Ann. tit. 8, § 202 (2020).

[41] See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § § 141(k), 251 (2020).

[42] 其他常见的限制包括授予一方优先购买权(一方在未将其股票先提供给享有优先购买权一方之前不能出售其股票),尽管存在其他更多的选项。

举一个股东协议的例子——GoDaddy 公司。GoDaddy 公司是世界上最大的网站持有者,或更宏观地说,是为小企业提供云端服务的全球领军者。公司于 2015 年 4 月 1 日上市并在上市前不久向 SEC 提交了股东协议。^[43] 签署方包括 GoDaddy 公司本身,私募股权投资公司 Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)、Silver Lake Partners 和 Crossover Ventures (全部是 GoDaddy 上市前的主要投资者)以及公司的创始人 Bob Parsons。协议从许多方面改变了法律的默认规则。在公司治理方面,协议建立了包含 9 名董事的董事会并授予 KKR 和 Silver Lake 各向董事会提名 2 名董事的权利(只要他们持有超过公司 10% 的股份),^[44] 协议还授予 Parsons 向董事会提名 1 名董事的权利(前提是他持有 5% 或以上的股份)。^[45] GoDaddy 承诺通过将被提名者纳入其委托书和推举名单中来支持他们,否则“将尽公司合理的最大努力,使这些被提名者当选为董事会成员”。^[46] 同样,每一股东当事人也承诺表决支持其他股东提名的对象。^[47]

这份股东协议同样规定,如果 GoDaddy 想要完成以下任一重大决定,需要得到 Silver Lake 和 KKR 每一方的支持,包括改变控制权、主营业务的重大变化、CEO 任期的终止。^[48] 股东各方达成合意,几乎无例外情形,在没有 KKR 和 Silver Lake 均同意的情况下,3 年内不出售任何证券。^[49] 最后,在出现与私募股权投资公司提名董事利益冲突时,股东协议规定放弃公司的任何商业机会权利。^[50] 因此,协议重新修改了特拉

[43] See Stockholder Agreement by and Among GoDaddy Inc., Desert Newco, LLC, and the Other Parties Named Herein (Form S-1, ex. 10.3) (Mar. 31, 2015).

[44] 同上。

[45] 同上。

[46] 同上。

[47] 同上。

[48] 同上。

[49] 同上。这种限制的运行,就像其他大多数转让限制一样,是极其复杂的。

[50] 参见前注[43]。更确切地说,该协议“包含了一项契约要求我们修改和重述公司注册登记凭证,以规定放弃提供给以下主体的公司机会,包括 KKR、Silver Lake、TCV、Parsons 先生、各自关联及 KKR 董事、Silver Lake 董事、Parsons 董事和任何与 TCV 关联的董事,主体的范围应为 DGCL122(17)条款下所准许的最大范围”。GoDaddy Prospectus [filed pursuant to Rule 424(b)(4)] (Mar. 31, 2015).

华州在退出、发声、追责权的各个方面都长期默认的规则。

在这里值得提出一个疑问。以上描述的内容大多也可以通过章程或细则来实现。事实上,其中一些条款(如放弃公司机会准则)似乎更常出现在公司章程中,而不是股东协议中。^[51] 疑问是为什么公司治理的基础性特征要通过投资者间的合同来建立(股东协议)而不是章程或细则。章程和细则不仅是公司治理最常见的形式,并且也能提供显著的优势,因为较其他治理工具而言,法院更重视公司章程条款。股东协议为何存在?它们是否能够显著推动实现公司治理的实质目标?在第二部分,笔者将转向探讨这个问题并针对后一问题提出一个确定性答案。

二、股东协议的功能

在本部分中,笔者将阐释股东通过合同而非章程,设立与变更公司控制权这一重要事项的原因。概括而言,其包含程序和实体两方面原因。从程序上看,章程和合同都可以作为组织体集体决策的有效方式,可以确定组织体成员的基本权利义务。二者也常被用以实现类似的实质性目标,但他们在做出实质决策的程序方面存在区别,且通常情况下,这些程序性差异也将导致实质性差异。

故本部分还将特别论述二者存在的实质性差异,即成文公司法确立了选任董事的权利是股东表决权项下的权能,而股东协议则授予股东基于合同约定得以选任董事的权利,笔者称后者为“表决权和控制权的分离”(the separation of voting and control)。^[52] 此外,笔者也将简要概述成文公司法所设想的默认投票规则,并将解释特拉华州法院为何认定通

[51] See Gabriel Rauterberg & Eric Talley, *Contracting out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, 117 Colum. L. Rev. 1075, 1125 (2017) (发现大多数对公司机会放弃的规则都可在章程中找到)。

[52] 使用这句话的目的不仅是要引出 Berle 和 Mean 那句著名的“所有权和控制权的分离”,也是要引出 John Morley 通过对投资基金结构进行观察继而将其定义为“基金持有人和管理人的分离”。See Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932); John Morley, *The Separation of Funds and Managers*, 123 Yale L. J. 1118 (2014)。

过股东协议对章程有关事项作出特别约定属于法律所允许的实践范畴（尽管法院得出该结论的逻辑和背后的深刻意义被巧妙地隐藏于判例中）。事实上，股东协议的作用并不局限于此，它还赋予了公司在董事选任方式上极大的灵活性。

（一）程序性差异

股东可以借助公司法项下的基础工具即公司章程，或者依据合同法项下的股东协议来构建公司治理的基本制度。可见，章程和合同都可以被视为创设和变更公司治理有关权利的方法，但它们为集体决策程序（collective decision – making）的构建提供了具有实质区别的两种模式。

任何学习过商业组织有关知识的学生都熟知公司章程的修改程序。即若要修改章程，董事会必须通过一项列明章程修改内容的决议，且该决议须经持有公司流通股股票对应多数表决权的股东投票赞成方能通过。^[53] 此外，公司可以通过规定“修改章程须经超多数表决权的股东同意”这一强制性程序，增加章程修改的难度。但股东协议的变更方式，仅取决于协议是否就其变更程序约定应具体适用的规则。合同法规定变更规则为“各方一致”，即所有合同当事人必须达成合意方能变更合同。针对上述程序性差异的重要性及其原因，本文将详细阐述。

公司法对于股东通过修改章程改变公司治理结构的强制性程序规定，实际上授予了董事会在修改章程基本事项上的否决权，在股东多数决制度中，如果董事会仅作为程序性的一环，那么它的作用将显得无关紧要（甚至多余）。无论如何，董事会受到忠实义务和勤勉义务的约束，使其能够成为独立于公司及全体股东的忠实管理核心。但不尽如人意的是，董事会可能对大股东决策产生或积极或消极的阻力，这使董事会也成了潜在的代理成本中心。

（二）控制权的基本法定分配

DGCL 在构想一个由董事会控制的公司的同时，也为股东保留了对公司基本事项的控制权，^[54] 或许其中最重要的即为选任董事和批准重

[53] Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b)(1) (2020).

[54] See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2020) (“一切公司经营管理事务均由董事会负责或由董事会指导”)；§ 141(d)；§ 141(k).

大交易的权利。^[55] 正如笔者简要介绍的那样,这些权利的基础即股东表决权。

公司法制定了关于董事选任的默认规则,并规定了修改默认规则的具体方式。按照规定,董事会每年需重新选举并由得票最多的候选人当选董事。^[56] 公司可以采用要求候选人获得多数票才能当选董事的标准取代法定的得票多者当选的标准,多数大型公众公司都采用了某种形式的多数票标准(作为董事候选人成功获任董事的标准)。^[57] 但无论采用何种标准,持有多数表决权的股东都将能确保其提名的候选人赢得选举。

而这些默认规则通常可以通过法律授权的方式被一些制度替代——董事会年度选举可以由交错董事会(staggered board)制度取代,在交错董事会中,每年只有一部分董事会席位可供选任。^[58] 公司还可以发行附有不同权利(包括委任特定董事的权利)乃至特权的多种类别股(classes of stock),并规定每位董事仍必须由持有该特殊类别股中的多数投票权股东委任,从而改变所有董事由同一类别普通股股东选举的默认规则。^[59] 最后一个重要的法定例外是累积投票制(cumulative voting),^[60] 如果一家公司采用累积投票制,则股东获得的表决权数等于其所持有表决权的股份与待选举董事席位数的乘积,股东可以在董事选举投票中自由分配其累积的表决权。

[55] See, e. g., Del. Code Ann. tit. 8, § 211 (2020) (概述了有关公司表决权的基本规则); § 242 (股东对章程修正案的表决权); § 251 (股东合并表决权); § 275 (股东对公司出售重大资产的表决权); § 275 (股东对公司解散的表决权)。这当然不是详尽无遗的(股东也就公司有关代理事宜进行表决,如高管薪酬问题等,股东对公司的控制还体现在表决权以外的广泛权利上,从股东查阅公司账簿和会计凭证的知情权到董事受信义务对股东控制权的间接保护)。

[56] See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(d) (2020).

[57] See Stephen J. Choi et al., *Does Majority Voting Improve Board Accountability?*, 83 U. Chi. L. Rev. 1119, 1121 (2016).

[58] 实行交错董事会制度的公司每年可以选举1/3的董事,董事任期最长为3年。Del. Code Ann. tit. 8, § 141(d) (2020).

[59] 参见前注[58]。企业注册证书可授予持有任何类别股或系列股的股东委任一名或多名董事的权利,这些董事的任期和投票权应符合企业注册证书的规定。

[60] 同上,第214页。

董事的罢免和委任规则是并行的,除非公司采用交错董事会和/或累积投票权制度,否则,“任何董事或整个董事会均可由当时委任该董事的持有多数表决权的股东无条件罢免”^{〔61〕} 在交错董事会的情况下,董事只能基于合理原因被免职。^{〔62〕} 而在累积投票的情况下,董事仅在持有大多数表决权选举该董事的股东反对其继续担任董事的前提下,才能基于合理原因被免职。^{〔63〕} 最后,如果某一特定类别股的持有人有权选举一名或多名董事,则持有多数该类别股的股东可以(并且是必要的)无故罢免其选任的董事。^{〔64〕} 一旦认识到罢免的力量,就能意识到这些在董事罢免与委任中的平行制度设计是十分必要的——如果不存在这些限制,持有公司多数表决权股票的股东总是可以通过股东会决议罢免董事而架空交错董事会、累积投票制或类别股股东表决权等制度。^{〔65〕}

股东行使批准某些重大交易的权利则更为简便。DGCL 中散布着一些规定,如要求由股东会对公司章程的修订,公司合并、出售重大资产或解散公司等事项进行表决。^{〔66〕} 这些规定要求董事会须向股东会就每项重大交易提出议案,按照默认规则,议案须获持有公司多数表决权股票的股东支持方可通过。

(三) 表决权与控制权的分离

表决权与控制权分离的体系虽然为公司治理提供了极大的灵活性,但仍然受到一定限制。这种制度将表决权与委任董事这一权利紧密相

〔61〕 第 141(k) 条首先确立了“任何董事或整个董事会均可由当时所持多数表决权股东因故或无故罢免”的规则,然后规定了该规则适用的三个限定条件。同上, § 141(k)。第 141(k)(1) - (2) 节规定了采取交错董事会或累积投票权制度的公司的例外情况,该条款最后规定,如果特定董事是由持有特定类别股或系列股股票的股东委任的,则持有上述类别股票多数表决权的股东,而非持有公司全部流通股对应多数表决权的股东可以无故罢免该董事。同上, § 141(k)(1) - (2)。

〔62〕 同上, § 141(k)。

〔63〕 在累积投票制下,如果整个董事会被罢免,则持有公司多数表决权股票的股东可以罢免董事,同上, § 141(k)。

〔64〕 同上, § 142。

〔65〕 See Emiliano M. Catan & Marcel Kahan, *The Never - Ending Quest for Shareholder Rights: Special Meetings and Written Consent*, 99 B. U. L. Rev. 743, 751 - 58 (2019).

〔66〕 See *supra* text accompanying note 55.

联。因此,很多文章中都隐含着一种倾向,即将表决权简单地等同于控制权。

正如笔者将在下文中解释的,法院将“表决权与控制权”分离这一法定原则视为统领公司章程的强制性规定。而股东协议至关重要的作用在于其不受上述原则的约束,故股东可以选择利用股东协议这一方式直接分配控制权。上述法律逻辑隐含在许多涉及私人公司的判例法中,在 *Klaassen v. Allegro Development Corp.* 案中最为明确。^[67]

Eldon Klaassen 是行业领先的能源交易软件供应商 Allegro Development Corporation 的创始人、CEO 和持股比例 70% 的股东。通常情况下,毋庸置疑,Klaassen 以控股股东、董事和高管的身份控制着公司,并在公司身兼其作为股东和受托管理人所能担任的 3 项重要职务。但出人意料的是,在掌舵公司 20 多年后,他在出席一次董事会会议时被突然告知公司解雇了他的 CEO 职务。根据公司法的默认规则,Klaassen 通常应该可以轻易地撤换整个董事会,委任新的董事会并要求董事会重新任命他为 CEO。然而,Allegro 公司的情况并非如此,因为 Klaassen 通过股东协议将上述权利授予他人,该协议规定了公司董事会的成员构成(股东可能将此条款作为公司进行股权融资交易时的重要筹码)。^[68] 股东协议授予 Allegro 公司的中小股东委任 7 名董事中 3 名董事的权利,并规定董事会应包含独立董事,该两名独立董事由 Klaassen 提名,但须获得中小股东批准。普通股东(主要是 Klaassen)提名了 2 位独立董事候选人,股东协议约定各方投票支持两位候选人。

但从公司章程的角度看,章程对于董事委任的规定是为约束公司全体股东,甚至包含股东协议的非当事方。所以,Klaassen 被解雇后也曾试图依据章程罢免解雇他的董事,而董事会则主张 Klaassen 的行为违反了股东协议中有关董事罢免权仅被授予提名该董事的股东的约定。因此,这一争议需要法院厘清章程规定的董事任免规则能否被部分股东通过股东协议的方式改变。

[67] See *Klaassen v. Allegro Dev. Corp.*, No. CV 8626 – VCL, 2013 WL 5739680, at * 24 (Del. Ch. Oct. 11, 2013), *aff'd*, 82 A.3d 730 (Del. 2013), and *aff'd*, 106 A.3d 1035 (Del. 2014).

[68] 参见前注[9]。

针对这一问题,副大法官 Laster 表示,公司章程会因“试图授权有正当理由的罢免,并限制无正当理由的罢免”这一理由受到质疑,相关条款可能会因改变法定表决规则而被认定为无效。^[69] 法院进一步指出,一些公司章程或细则条款意图以 DGCL 未规定的方式限制罢免权,这将与 DGCL 冲突并被认定无效。^[70] 另外,法院又明确认可合同各方通过股东协议选择不适用以上法定规则,故本案中通过股东协议限制 Klaassen 的委任和罢免董事权利是合理的。^[71] 法院认定,根据股东协议,Klaassen 已放弃其单方任命董事以填补空缺席位的权利,并承诺自己支持其他股东指定的候选人。^[72] 其他案例也同样表明,章程条款必须符合 DGCL 法定表决制度的规定,但股东协议则不受此限制。^[73]

Frechter v. Zier 案也说明了 DGCL 对股东协议以外领域的限制。^[74] 该案中,被告公司章程条款要求“罢免公司管理层须经公司至少三分之二比例的表决权支持通过”。^[75] 特拉华州衡平法院认为,该章程条款与 DGCL 第 141(k) 款相抵触,该条款规定:“无论是否有正当理由,经公司过半数表决权股东同意可以罢免公司任何董事乃至整个董事会。”^[76] 法院赞成并引用了副大法官 Laster 在 VAALCO 案中的论述,即

[69] 参见前注[24]; see also *In re VAALCO Energy, Inc., S'holder Litig.*, Consol. C. A. No. 11775 – VCL (Del. Ch. Dec. 21, 2015) (transcript) [认为章程和章程细则规定“在非交错董事会的情况下,仅允许股东在有正当理由情况下方可罢免董事的条款,因与 DGCL 第 141(k) 款相冲突而无效”]。

[70] 同上。

[71] 参见前注[25]。

[72] 参见前注[27]。

[73] See *Rohe v. Reliance Training Network, Inc.*, No. CIV. A. 17992, 2000 WL 1038190, at *16 n.49 (Del. Ch. July 21, 2000); *id.* at *11[“股东罢免董事的权利不受企业注册证书或公司章程的影响……第 141(k) 对非交错董事会制度下股东罢免董事会成员的权利未做限制”]。特拉华州高等法院在 *Salamone v. Gorman* 案中,明确承认公司可以通过股东协议选择退出其他强制性公司法规则。在萨拉莫内,法院认可并强制执行了与公司法在董事委任上采取股东表决权多数票相反的股东人数上的多数票的表决方式。

[74] See C. A. No. 12038 – VCG, 2017 WL 345142 (Del. Ch. Jan. 24, 2017).

[75] 参见前注[2]。

[76] 参见前注[8]。法院指出,这项规定包括两种例外情况,但经过讨论与本案无关。

认定第 141(k) 款禁止章程就董事罢免事项作出法律之外的其他限制。^[77] 后来成为首席大法官的副大法官 Strine 也在 Rohe 案中明确指出,“股东可以通过在企业注册证书中不被允许的方式在股东协议中对自己进行约束”。^[78] 第 141(k) 款是公司章程的强制性规则,但不适用于合同。特拉华州法院也因此给予股东在协议中更大的自由。这是法律对待章程和股东协议的一个基本区别,它不允许公司章程的表决规则违反相关法律强制性规定,但允许股东通过股东协议来突破相关规则,从而实现表决权和控制权的分离。^[79]

(四) 合同与合意

上述法院的逻辑远不止于理论上的精确性,更是对公司法架构的深刻揭示。特拉华州法院(以及一些公司法学者)喜欢将公司章程和具体细则描述为公司与其股东之间的合同。^[80] 这似乎可以追溯到著名的公司理论,即认为公司是各投资人缔结的一系列“合同束”。事实上,在 ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund 案中,特拉华州最高法院甚至宣称“公司章程是‘公司股东之间的合同’”,^[81] 衡平法院附和了这一观

[77] 参见前注[16]。“141(k) states affirmatively 明确了‘无论是否有正当理由,经多数表决权股东同意可以罢免公司任何董事乃至整个董事会’这一规则”(此处省略引文)。

[78] See Rohe, 2000 WL 1038190, at *11 (补充强调); 同上(因为“强制性年度选举”条款, RTN 必须召开董事选举的年度会议,无论公司注册证书第八条最初是否打算为 7 名指定的董事提供永久任期)。

[79] Klaassen 案还说明,如果一方违反股东协议,法院将要求违约方采取继续履行的补救措施。如在此案中,法院认为,公司以多数表决权股东通过的决议罢免董事的而不是对因此遭受损失的股东予以赔偿。事实上在案例中,履行股东协议的请求得到了多数法院的批准。See, e. g., Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corp., No. CIV. A. 6685 – VCN, 2012 WL 2126111, at *7 (Del. Ch. May 31, 2012) (建议对违反股东协议的行为采取继续履行这一补救措施); TR Inv’rs, LLC v. Genger, No. CIV. A. 3994 – VCS, 2010 WL 2901704, at *22 (Del. Ch. July 23, 2010), aff’d, 26 A.3d 180 (Del. 2011); Gildor v. Optical Sols., Inc., No. 1416 – N, 2006 WL 4782348, at *11 (Del. Ch. June 5, 2006) (Strine, V.C.) (在协议因未履行而寻求法律救济时,法院责令履行股东协议授予缔约方的优先购买权)。

[80] See, e. g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1433 (1989).

[81] 91 A.3d 554, 557 (Del. 2014) [quoting *Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc.*, 8 A.3d 1182, 1188 (Del. 2010)].

点,认为“特拉华州公司的章程可以视为对公司董事、高级管理人员、股东更为宽泛意义上具有约束力的‘合同’”,^[82]这个比喻的魅力在于章程和细则确实是当事人基于自身意思并在当事人间达成合意的法律工具,与合同具有一定的类似性。但这个比喻也会产生误解——根据公司法,公司章程变更需由董事会或者股东会投票表决通过。换言之,即使把章程视为“合同”,它也有其作为“合同”的独特性。因为公司章程的修改通常可以由董事会单方面进行,并将股东的合意置于劣后地位,而基于合同法的默认规则,普通合同只有基于各缔约方合意才能修改。

事实上,特拉华州法院也在受到质疑时认真审视了上述观点,并进一步阐明(在“合同”修改过程中)存在不同种类的“合意”。类似Klaassen案中的股东协议对各方主体权利义务作出的进一步限制可以被比作后续缔结的股东协议对公司章程和细则进行的“合同修订”。因此,法院对章程和细则采用了与股东协议不同的审查模式。^[83]也即,DGCL限制了章程对于法定表决权事项的任意变动,但对于股东协议来说,此类意思自治的限制更为宽松。^[84]

(五) 表决权和控制权分离的案例研究——控制权共享

出于种种原因,各方均对其在缔约过程中获得表决权和其他控制权的能力十分重视。笔者将基于经验探讨其中的重要原因之一:这种能力将帮助股东能够基于协议达成其通过其他方式难以实现的控制权共享。

笔者将在此讨论何谓控制权共享,并说明股东协议如何显著促进控制权共享安排的实现。一个理想化的公司治理制度愿景的搭建,依赖于通过探究两种极端情况下的公司股权分布形态来描述这两种公司所有

[82] Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 939 (Del. Ch. 2013).

[83] See Klaassen v. Allegro Dev. Corp., No. CV 8626 – VCL, 2013 WL 5739680, at *24 (Del. Ch. Oct. 11, 2013), (对于章程和细则适用 DGLE 属于强制性规则,但此强制性规则不适用于股东协议);亦见前注[22] (章程和细则在不同类别股东间实现权利分配,而股东协议则通过“合同修订”的方式对协议各方行使权利的方式作出进一步限制)。

[84] 因此,在 Salomone v. Gorman 案中, 106 A.3d 354, 370 (Del. 2014), 针对股东协议,特拉华州最高法院认为:“当各方自愿通过缔结具有约束力的合同的方式对相关事项作出规定时,特拉华州法律强烈倾向于尊重其协议,并且只会在存在强有力的证据表明不尊重合同自由是维护公共政策利益的必要条件时进行干预。”同上。

权和管理权的特征。一种是以英美国家上市公司为标准的广泛分散的股权结构,这种所有权结构是学界对于美国公司的研究重点,也是 Berle 和 Means 提出的“所有权和控制权分离”理论的基石。另一种则是由个人、机构、家族作为控股股东的集中股权结构,这通常被认为是世界其他地区的常态。然而,实践中存在大量方案来改变这两种所有权结构对公司控制权的影响,也成为股东不依赖所有权实现对公司控制的替代性方案。其中,一种重要的方案即为控制权共享,这也被证实为被初创企业和风险投资支持型私人公司经常采用的协议安排,^[85]而探究此类协议如何发挥作用也一直是风险投资领域学术研究的焦点。^[86]在任何股权结构的公司中,通过控制权共享均能实现由多名股东共同控制公司。笔者也将重点探讨由两个或多个在董事会有董事提名权的独立股东,通过控制权共享的方案对公司治理产生的影响。^[87]

[85] See, e. g., Michael Ewens, Ramana Nanda & Matthew Rhodes – Kropf, *Cost of Experimentation and the Evolution of Venture Capital*, 128 J. Fin. Econ. 422 (2018).

[86] 在一篇具有开创性意义的论文中, Kaplan and Strömberg 指出,在大多数风险投资公司中,控制权是由股东共享的,这意味着没有单一股东或股东团体(如公司创始人或风险投资人)主宰董事会。在 Kaplan & Strömberg 案中(supra note 16, at 288)可以看出,事实上,控制权共享问题尤其是其中的共享控制的股东之间的冲突,是对风险投资公司学术研究的中心主题。See, e. g., Brian Broughman & Jesse M. Fried, *Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups*, 98 Cornell L. Rev. 1319, 1329 (2013); Elizabeth Pollman, *Startup Governance*, 168 U. Pa. L. Rev. 155, 221 (2019); see also Jill E. Fisch & Simone M. Sepe, *Shareholder Collaboration*, 98 Tex. L. Rev. 863 (2020) (讨论了主导公司法的两种典型公司模式)。

[87] 需要明确的是,并非每个公司都有数位持股比例达到 5% 或 10% 以上的股东选择采用控制权共享这一形式,现在许多美国上市公司的最大股东是大型家族基金,如 BlackRock、Vanguard 和 State Street。See, e. g., Martin C. Schmalz, *Common – Ownership Concentration and Corporate Conduct*, 10 Ann. Rev. Fin. Econ. 413, 415 (2018). 然而,正如笔者认定的那样,他们不参与控制权共享安排,因为他们不保证能在这些公司的董事会中享有董事席位。据笔者所知,这些公司的大股东均没有董事任命权。这些大型基金家族不追求董事职位的原因多样且微妙,包括其受到投资公司法的限制,以及基于证券交易法第 13 节和第 16 节的规定,基金股东可能遭受的损失。See John D. Morley, *Too Big to Be Activist*, 92 S. Cal. L. Rev. 1407 (2019). 因此,许多美国上市公司的大股东不采取控制权共享模式的现实也很正常。See Clifford Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 Rev. Fin. Stud. 1377 (2007).

股东协议至少可以通过两种不同的约定实现控制权共享。一是股东通过协议获得对公司事务的直接决策权。例如,股东在公司控制权变更或 CEO 任免等事项上被授予否决权,这意味着股东通过协议获得了应由董事会享有的控制权。

二是涉及股东之间的表决权约定,即股东通过协议允许非控股股东在多年内能够可靠、灵活地向公司派驻董事来实现控制权共享。需要特别强调的是,这种方式使中小股东派驻的董事能够不被持有多数表决权的股东以法定方式罢免。否则,根据选举和罢免的默认规则,控股股东可以选举并罢免公司的整个董事会,中小股东将很难在公司控制董事席位。控股股东同意中小股东任免董事的非正式承诺,能够以股东协议实现,这一方式极具吸引力,同时也消除了中小股东对于控股股东的承诺无法兑现的顾虑。离开控制权共享这一方案,中小股东每年都只能临时随意地组成一个拥有足够表决权的联盟来推选董事候选人,故即使是在一家没有控股股东的公司里,中小股东仍然很难保证自己提名的董事候选人能够当选。针对这一问题,股东协议向中小股东提供了灵活的方案来确保其提名的候选人当选董事。

为了进一步阐明这一问题,还需要探讨股东协议样本中存在的一些常见表决权约定条款的变体。我们不妨将目光转向 GoDaddy 公司——该公司的股东协议涉及公司的三大股东,即 KKR、Silver Lake 和创始人 Bob Parsons,以上三方在公司 IPO 后均持有公司 23% 的股份。股东协议约定,只要 KKR 或 Silver Lake 中一方的持股比例达 10%,双方将有权各自提名 2 名董事(如果持股比例为 5% 以上,则可提名 1 名董事),而只要 Parsons 持股比例为 5% 以上,将有权提名 1 名董事,此外,三方承诺将支持彼此提名的董事候选人。协议还约定,在未获得 KKR 和 Silver Lake 许可的情况下,3 名股东都不能出售其所持股份。该股东协议将确保他们在未来几年内能够在公司持续获得董事会席位。根据特拉华州法律,他们合同中诸如为彼此提名的董事候选人投票、保证不出售所持公司股份等约定都可以通过强制执行的方式确保履行。这就意味着如果董事会共有 9 名董事,只要 3 名股东保持其对应的持股比例,该控股集团就可以提名 5 名董事。

股东协议能够达到一些通过公司章程无法达成的目的。例如,股东

协议可以通过合同条款事先确定将组成董事会各委员会(如合规委员会、提名委员会、管理委员会)的特定人(或特定股东提名人员)的身份,如确定由谁担任董事会主席,或者指定1名特定负责人(如CEO)担任董事。^[88] 股东还可以通过合同放弃其在公司章程和内部细则中不能放弃的其他法定权利。^[89]

但股东协议并不是取代默认规则、创造某种形式的控制权共享的唯一途径,实践中仍有一系列灵活性有限的工具和另一种强大的灵活手段来达成控制权共享的目的,成为股东协议的“替代品”。不具灵活性的范例之一是累积投票制,虽然它可以为中小股东提供有保证的董事席位,但无法提供股东协议中灵活的表决权安排。然而,有另一种稳健而灵活的替代方案可以实现与股东协议相同的多项目标,即创设分类表决权,更具体地说,设定特定类别的董事席位,笔者将在下节对这一问题重点讨论。

(六) 章程、合同和控制权共享

股东协议或创设分类表决权的章程,均可相对灵活地确定公司董事会的组成。特拉华州法律允许公司发行多种类别股,并授予特殊类别股不同的表决权、优先权或其他特殊权利。^[90] 因此,公司章程可以授予特定类别或系列股票的持有人选举一名或多名特定董事的权利,^[91] 这显然可以成为股东协议的重要替代方案。大股东通过推动公司发行附有委任特定董事权利的类别股,能够确保中小股东在董事会长期控制董事席位。事实上,通过股东协议设定特定类别的董事席位说明了股东协议的一个更为普遍的特征,即合同约定可以在某种程度上取代股权结构在公司治理中的作用——想要控制董事席位的股东可以通过获得相应比例的股权,或者从其他股东处通过协议获得承诺。

[88] 章程无法实施此类治理安排的原因正如上文中所述 *Klaassen* 和 *Vaalco* 案中法院所认为的,章程不得无故废除股东罢免董事的权力。

[89] See *infra* Section V. A. 2.

[90] 第 151(a) 款授权公司发行多种类别股,并授予特殊类别股不同的表决权、优先权或其他特殊权利。Del. Code Ann. tit. 8, § 151(a) (2020).

[91] 第 141(d) 款规定,章程可授予特定类别或系列股票的持有人选举一名或多名特定董事的权利。同上, § 141(d)。

本部分中,笔者将从参与制定公司治理制度的私人主体的角度来比较这两种法律工具,并从股东协议积极效应的一面探讨其意义。通过章程与股东协议控制董事席位之间最重要的区别回到前文中论述的“程序性差异”,即章程修改需要董事会参与,发行类别股则属于公司行为并需经董事会同意。而签订股东协议在程序上无须董事会参与并同意,即便公司是签订方且在协议中做出其他承诺。

董事会的参与会产生几项重要影响。首先,这意味着董事会同意创设分类表决权的决议是基于受信义务审查后做出,因此,决议的合理性也可能因为存在违反受信义务的嫌疑而受到质疑。^[92] 其次,这也意味着遭到董事会反对的股东无法通过创设分类表决权的模式来分配董事席位。结合前文介绍可知,15%的公司中小股东试图组成一个联盟以形成对董事会的控制,却收效甚微。事实上,中小股东难以乃至不能说服现任董事会创设分类表决权以达到他们的目的。但通过彼此间签订的股东协议,他们可以不必与现任董事会“讨价还价”。一般而言,公司董事负有受信义务,而中小股东则不负有此类义务,除非他们也被认定为“控制团体”(a control group)。^[93] 从股东之间互相磋商的角度来看,负有受信义务的董事会不参与缔约,可能减少磋商过程中可以避免的摩擦。

此外,尽管分类表决权和表决权协议的操作路径不同,但均会增加我们变更公司治理结构的难度。由于绝大多数表决权协议不会改变合同变更中的“一致合意”原则,因此,对其进行变更须经所有签署方同意。然而,至少在原则上,合同当事人可以为日后的合同变更预先约定不同的规则。对于章程,特拉华州法律规定了某些法定的分类表决权类型,根据第 242(b)(2) 款,如果修改章程将“改变某一类别股股东的权利、优先权或特殊权利,从而对其产生不利影响”,则持有该类别股的股

[92] 近期涉及创设类别股引发的集体诉讼,参见诸如被合并审理的 Facebook Inc. 发行 C 类股引发的集体诉讼, C. A. No. 12286 – VCL (Del. Ch. June 6, 2016); 在该集体诉讼起诉状的第 7 页,也提及了 Google Inc. 发行 C 类股引发的集体诉讼, C. A. No. 7469 – CS (Del. Ch. Apr. 2012)。

[93] 参见下文第四部分第二节。

东必须单独表决同意章程修改,才能使该议案得以通过。^[94] 因此,每增设一种特殊类别股,就意味着有额外一组类别股股东在特定情况下有权依法就章程修改进行单独表决。在此方面,各方也可以(而且确实能够)通过修改章程排除默认规则的适用,以便在获得该类别股股东批准的情况下,对分类表决条款进行后续修改。

这两种工具的一般性特征有时也会影响公司在二者间做出选择。例如,在变更合同过程中重新磋商较修改公司章程更简单、方便(尤其是在公众公司)。变更部分股东间签订的股东协议也比修改公司章程造成的影响更小,尤其是针对上市公司,修改章程需要公司在其委托声明书中对章程修改的合理性进行详细论证并在股东大会上进行表决,履行这些程序意味着公司需要支付高昂的费用。

最后,在封闭公司(或也在部分公众公司)中,两者还有其他的区别。例如,封闭公司不需要公开披露股东协议,但必须向州务卿递交章程文件。因此,对公司治理有关事项存在保密需求的公司可能更倾向于采用股东协议这一非公开的模式。

概言之,以上所有利弊的综合作用将在这两种法律工具之间形成一个有意义的楔子。二者的相似之处仅限于都可以确保中小股东获得董事席位,并促进控制权的共享。但在所需承担的责任、董事会是否有参与的必要以及对公司可能引发的后续后果等方面的差异,意味着二者存在重大区别。

三、实证分析

从过去6年间完成IPO的公司出发,本文在本部分对其所签订的股

[94] Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b)(2) (2020); see also *Hartford Accident & Indemnity & Co. v. W. S. Dickey Clay Mfg. Co.*, 24 A.2d 315 (Del. 1942) [狭义地解释了242(b)(2)款规定的投票范围]; *McDonnell*, *supra* note 25, at 417 (“在特拉华州,无论公司章程是否存在相关规定,影响现有类别股股东权利的章程修改必须经过该类别股股东投票表决方能通过”)。特拉华州法院狭义地解释了对类别股股东的“权力、优先权或特殊权利”产生不利影响的含义。See, e. g., *Benchmark Capital Partners IV, L. P. v. Juniper Fin. Corp.*, 822 A.2d 396 (Del. 2003).

东协议进行了展开——首先阐明这些股东协议是如何被收集整理成数据库的；其次分析讨论股东协议中的条款，以及受股东协议约束的公司所具备的特征；最后基于前文控制权共享相关的案例研究，对后文提出的相应假设进行检验。

（一）数据

为了理解股东协议的作用，笔者搭建了一个股东协议的原始数据库——依托于一个在 IPO 领域内被广泛运用的数据来源，^[95] 笔者查阅了 2013 年至 2018 年（含 2018 年）上市的 901 家公司，并人工识别这些公司是否披露过与 IPO 相关的股东协议。^[96] 但由于识别、分析协议所涉及的工作量，笔者将追踪收集的股东协议年限限定在 6 年以内，并着重关注那些最新上市的公众公司。

大部分（55%）进行 IPO 的公司披露，其曾签署过股东协议，或目前仍受股东协议约束。这其中，约 40% 的公司披露，在其曾签署过的股东协议中，除注册权条款外，其他所有条款已自 IPO 起即终止；15% 的公司（139 家）披露，其在 IPO 时仍受到股东协议的约束——相应股东协议可能在 IPO 前即已生效，但更常见的是在先协议的修订版本，或一份全新的协议；但无论如何，纵观所有签有股东协议的上市公司，所涉协议的签订主体在签订时均已为公司股东，即“pre-IPO 股东”。

笔者对 IPO 后签订的股东协议予以了关注，并进行了整理分析——这些股东协议的篇幅从 10 页到 100 多页不等，但一般在 30 页左右。基于现有的学术、实践研究，及本文对小部分股东协议的初步实证分析，笔

[95] 笔者使用了 Jay Ritter 推荐的由 IPO Scoop 网站整理的 IPO 清单，其中有 901 家在美国完成 IPO。Scoop Track Record from 2000 to Present, IPO SCOOP, <https://www.iposcoop.com/scoop-track-record-from-2000-to-present> [<https://perma.cc/MLZ2-WPVF>]。在对 IPO 进行的研究中，保持对美国运营实体公司的关注是一种常见范式。但即使将外国公司、房地产投资信托基金和有限合伙企业也囊括在内，本文中所涉及的相应比例的数值也不会发生实质性变化。

[96] 如果一家公司计划在 IPO 后签订股东协议，考虑到股东协议对公司治理的实质影响，公司应当披露相关协议——在美国证券交易委员会的 EDGAR 网站系统（Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system）公开提交。该网站系统可供公众查询超过 2100 多万份的申请文件。

者设计了一个囊括 36 个变量的编码准则(coding rubric)。^[97] 该准则在开头记录了相应协议的名称、签订主体、主要各方类型(法人或自然人)以及公司本身是否为缔约方。尽管该编码准则着眼于对公司控制权的探讨,但其同时包含了许多其他内容,如股权转让限制及其性质,协议各方对公司信息的知情权是否被选择性赋予,以及协议是否包含对公司机会准则的豁免(the corporate opportunity doctrine)。

如前所述,在理解股东协议如何改变股东的控制权时,对股东协议进行横向与纵向上的划分将大有益处。一个纯粹的横向协议例子即为股东之间签订的投票协议,此种投票协议的签订主体并不包括公司。相反,就一个纯粹的纵向协议而言,其可能包含公司授予特定股东以否决权,并承诺支持其所提名董事的内容。

控制权的协议分配在横向协议与纵向协议中都有所涉及,编码标准中的大部分内容也与此息息相关——首先,其对股东协议如何影响董事会的构成展开了分析。具体而言,为探寻协议是如何创设对董事会的提名权并使其生效,笔者在此设置了部分变量:(1)协议是否授予股东以提名董事的权利,如果是,哪些股东拥有这些权利,又以何种标准行使这些权利(例如,KKR 拥有公司 10% ~ 20% 的股份即可提名 2 名董事,拥有 20% 以上股份即可提名 3 名董事);(2)公司是否承诺支持股东提名的董事人选——公司是否将该提名董事列入公司的候选名单(slate of nominees),公司是否必须努力确保该提名董事当选(如公司承诺将 KKR 所提名的董事列入公司候选名单,并将尽最大努力确保该提名董事的当选);(3)当董事会认为被提名董事不适宜担任董事职务时,其是否可以依受信义务否决此被提名董事(例如,当公司管理层与提名委员会认为该提名董事的当选与其受信义务有悖,且与公司最佳利益不符时,即可否决相应提名董事)。同时,笔者还对股东间是否签订有投票协议以投票给特定提名董事的情形进行了整理分析——谁是合同缔约方、何为协议项下创设的具体义务内容(例如,所有缔约方都承诺将投票给 KKR 提名的董事)。

还有一个重要问题与控制权密切相关,即被授予给特定股东的否决

[97] 此编码系统可经请求获得。

权。笔者对这一问题进行了整理分析——哪些股东拥有这些否决权及其保留这些权利所需要的最低股份份额。同时,笔者还整理分析了 13 种涉及具体事项类型的否决权,以及 1 种能将所有事项囊括在内的兜底性否决权。

(二) 实践中的股东协议

实践中的股东协议表明,股东在协议中对其退出、发声以及追偿权等典型默认规则所涉内容均有所约定,但其核心关注点仍在于对控制权的话语能力。

控制权条款:董事会相关。如附表 1 所示,多数协议都改变了默认规则中涉及董事会选举的内容,绝大多数协议都赋予了一个或多个股东提名一名或多名董事进入董事会的权利。通常,这些提名权还附随对股东提名董事人选(能够获任董事)在横向和/或纵向上的承诺。

多数协议都包含了签订主体间对表决权的投票安排,即签订相应协议的股东们承诺投票给特定提名董事,但不同的投票安排之间也存在很大差异——如基于持股比例,则 2 名持股较多的少数股东可分别行使表决权,各提名最多 1/3 的董事会成员,并签订合同,约定投票支持彼此所提名的董事人选(一种对称的投票安排)。抑或,基于合同约定,大量股东集中投票给某一特定股东所提名的董事人选(一种不对称的投票安排)。当投票协议的签订主体拥有超 50% 的表决权时,此种投票安排即可保证提名董事的当选。但在通常实践情形下,即使签订主体的持股比例总和仍未超过控股股东的持股比例,也足以保证相应提名董事的当选。

在多数协议中,公司自身也会作为协议签订方,以实现对其缔约股东基于合同授权所提名董事人选的支持。通常而言,这意味着公司承诺在公司推荐的董事会候选人名单中,列入该提名董事,并且尽其最大或合理的努力以确保该候选人当选。例如,Sabre Corporation 即承诺“采取一切必要行动,促使董事会、管理层以及提名委员会……在董事会推荐股东选举的人选名单中列入(股东)的指定人选……”并“寻求对其有利的

代理人的支持或股东的同意”。^[98]

控制权条款:否决权相关。有相当一部分协议,在公司具体决策事项上,赋予了一个或多个股东以否决权(或同意权)50份,占比36%,如控制权变更、雇佣或解雇CEO及重大新股发行事项。附表2即描述了在至少存有一项否决权时,不同事项对应否决权的发生率。此外,当一方主体的持股比例低于了特定百分比(通常在30%~50%)时,即构成了否决权停止生效的一个典型标准。

公司机会豁免条款。公司高管、董事和控股股东对公司负有勤勉和忠实的受信义务。忠实义务,作为一项核心义务及履行受信义务的重要方面,在特拉华州公司法中通常表现为强制性规则,^[99]但却存在一个唯一的例外——公司机会准则作为忠实义务的部分内容,可被约定放弃遵守。^[100]原则上,公司机会准则要求,在可能获得属于公司业务范围内的机会时,受信义务人应首先将此等机会向公司提出,而非自己把握该机会,否则其即构成了对忠实义务的违反。但公司章程或由董事会批准的任何其他文书可对此等规则做出相反安排,使受信义务人可以在不违反忠实义务的前提下追求此类商业机会。该类条款在50%的协议中都有所体现。

转让限制条款。在特拉华州的默认规则之下,任何股东持有的股份均可自由转让,但众所周知的是,私人公司的股份转让受到了广泛的限制。少数股东协议约定了股份转让的限制条款,这些条款在性质上有很大差异,并且非常复杂。基于前述原因考虑,笔者将在未来的研究工作中再对这部分内容进行分析。

其他条款。股东协议同时包含了大量其他条款,其中许多都是合同典型条款但却同样反映出了股东协议的特有关注点。以合同常见的终

[98] See Sabre Corp., Amended and Restated Stockholders' Agreement, S-1, Ex. 10-45, at 11.

[99] 这意味着,即使包括高管、董事及股东在内的,享有控制权的每一方主体,均同意放弃履行忠实义务,该等放弃的一致约定并不具备可执行性。

[100] See Del. Code Ann. tit. 8, § 122(17) (2020). See generally Rauterberg & Talley, 参见前注[51](解释了,特拉华州以一项法律规定的形式,授权了公司即使在忠实义务之下,也可以放弃本属于其的机会)。

止条款简单举例——当一方签署主体的持股比例低于保有委任权所要求的最低比例时,终止条款即通常被用以终止相应的合同义务。股东协议通常还包含有一项救济条款规定——(当面临违约时)应采取特定的履行措施,而非仅金钱损害赔偿,才足以符合正当救济措施的要求。

此外,股东协议还囊括了一些尚未在本文整理分析范围内的条款,但其中有两项仍值得我们特别关注:其一,公司通常承诺将股东提名的董事候选人纳入特定委员会中,如审计、治理或执行委员会,乃至是所有委员会中。其二,即便没有全部,也是绝大部分的投票协议,均附有罢免条款,并规定其他协议签订人不得罢免董事会成员,除非提名该董事的股东已同意。

股东协议主要受州公司法约束,因此,公司在哪一州完成注册则变得至关重要。^[101] 附表3比较了以美国为总部的新上市公司的(2014~2018年完成IPO)注册地,并将这些公司分为了两类:上市时即受股东协议约束的公司和上市时未受股东协议约束的公司。就特拉华州公司而言,其在前者占比为91%,在后者占比为84%。

特拉华州公司在前者占比相对更高,此种现象存在至少两个合理的解释:首先,正如我们将看到的那样,股东协议的签订各方往往是诸多的复杂金融主体,这类金融主体拥有更为成熟的投资者,也往往更倾向于在特拉华州完成公司注册。其次,《商业公司示范法》(*the Model Business Corporation Act*, MBCA)中有关股东协议的条款非常复杂,且在

[101] 笔者将受股东协议约束的公司与 Compustat、S&P Capital IQ 数据库中的信息进行了匹配,使笔者能够将这些公司与一系列法律、金融背景信息加以联系。尽管这一步骤将使后续的分析更加丰富,但如经常发生的一样,相应操作也会导致部分数据丢失。

最近有所修订。^[102] 因此,对于那些适用 MBCA 条款的公众公司,其股东协议的效力也被置于不确定之中。

附表 4 比较了两类公司分别所属的行业,其中有几个值得注意的对比——在与计算机编程相关的泛“科技”领域,签订或未签订股东协议的公司占比均非常多,而在石油、天然气行业,签订了股东协议的公司占比略高,在生物产品行业,未签订股东协议的公司则更为常见。

[102] 作为特拉华州之外公司法规则的最重要来源,MBCA 与特拉华州相关法律规范保持了一致——明确授权股东可以起草股东协议。MBCA Section 7.32 为与此相关的核心条款,其立法语言在其他许多州的法条中都有近乎相同的体现。Model Bus. Corp. Act § 7.32 (Am. Bar Ass'n 2017) [“实践中涉及股东及其顾问的几乎所有类型的股东协议,都因 Section 7.32(a) 而合法有效”]; see, e. g., Model Bus. Corp. Act Ann. §§ 7-275-7-277 (Am. Bar Ass'n 2013) (清单列明了与 Section 7.32 有相同或类似规定的 20 余个州)即使股东协议违背了 MBCA 下的多条规定,但若“股东间签订的该协议遵守了”MBCA Section 7.32 的相关内容,则其仍因 MBCA Section 7.32 相关内容的支持而合法有效。Model Bus. Corp. Act § 7.32 (Am. Bar Ass'n 2017). 就前所述的股东协议对 MBCA 的违反,根据 MBCA Section 7.32,具体体现为:股东协议限制了董事会的裁量权[§ 7.32(a)(1)]; 股东协议约定了董事或高管的具体人选、相应人选的任期或选择、罢免方式[§ 7.32(a)(3)]; 以及其他等[具体参见 § 7.32(a)(1)-(8) 的规定]。除此之外,Section 7.32 还包含了大量针对股东协议的程序性要求——那些适用 MBCA Section 7.32 有关条款的股东协议,必须获得协议签订时的所有公司股东批准,并在股权证上显著标明(或替代以信息陈述的方式)[§ 7.32(b)(1)]。若未能获得前述一致同意,即意味着相应股东协议无法适用 Section 7.32 这一特殊豁免。此外,直到最近之前,MBCA 中都还有当主体公司变成公众公司时,其据 Section 7.32 所做出的股东协议即停止生效的内容。该内容对公众公司不适用 Section 7.32 的要求进行了明确[§ 7.32(d)]。See, e. g., Committee on Corporate Laws, *Changes in the Model Business Corporation Act—Proposed Amendments Relating to Chapter 1 and Chapter 8 (including Subchapters F and G and Duties of Directors and Officers)*, 59 Bus. Law. 569, 632 (2004). 在最新修订版本的 MBCA 中,则删除了公众公司的相关内容。但即使是在此前版本的 MBCA 下,不符合 Section 7.32 相关内容的股东协议也不必然归于无效,但其显然因不符合 Section 7.32 的规定而无法适用相应的豁免。See id. § 7.32 (Official Comment). “在 1990 年示范法引入 Section 7.32 以前,其也并未明确股东协议系合法有效……”MBCA 规则此前的任何一个版本,对涉及公众公司的股东协议所采取的态度都并非清晰明确的,但其中一个隐晦的原因可能在于,在公众公司中,无法获得所有股东一致同意的股东协议,并不具备可适用 sections 7.32(a)(1)-(8) 豁免条件的特征。

在附表 5 中,笔者还对两类公司的财务指标进行了比较。原则上,该比较的结果应当可以为股东协议的不利影响提供提示性证据——如果签订有股东协议的公司整体规模更小、资产更少、市场价值更低、债务更高,则意味着劣质公司和股东协议之间可能存在着关联关系。但附表 5 的数据却证明了事实恰恰相反——尽管债务确实更高,但签订有股东协议的新上市公司,在总资产、市值以及现金方面均显著更高。笔者同时在此进行了简单的均值差异测试,(相比之下两类公司在)各项指标在常规显著性水平上均显示了不同的均值。

最后,针对部分受股东协议约束的公司,笔者对其相应协议的历史缔约方展开了非正式的探讨。^[103] 到目前为止,私募股权公司是该等股东协议中最为常见的机构签订方,其他常见机构签订方则表现为公众公司、私人公司、风险投资公司及对冲基金。自然人同样也是该等股东协议的常见签订主体。尽管本文不对此问题进一步探讨,但非常有可能的是,随着时间的推移,自然人将出售其所持有的股权,而这或将构成对股东协议存续的某种限制——股东协议往往规定,当签订主体的持股比例低于规定标准时(如 5%),股东协议项下的权利义务即归于终止。

(三)对少数股东共享控制权的探讨

有观点认为,通过增强投资者在董事会构成上的话语权,股东协议实现了对控制权的共享。本文在此将对此种观点展开相应探讨。

需要提醒的是,我们必须认识到,控制权的共享可以不借助股东协议这一方式实现,否则,股东协议将直接等同于控制权共享。如前文所述,累积投票制度和特定类别董事席位制度(class-specific directorships)同样可实现控制权的共享(前者作用较为有限,后者形式则灵活许多)。此外,在仅有非正式基础的情况下,控制权的共享同样可以实现,原因在于,即使没有相应的法律框架,两股东也可基于承诺以共同行使其拥有的表决权。由此,本文试图探讨的关键点是——我们所观察到的控制权共享安排,是更依赖于股东协议的约定,还是更常见于股东协议之外的其他方式。由此可见,为直接测试股东协议和控制权共享间的关系,笔

[103] 笔者对该项探讨的完成系基于 S&P Capital IQ 数据库中的相应数据。

者将对比两组其他条件完全相同的公司(第一组公司的控制权已通过其他方式在股东间实现共享),并继而测试第二组公司是否受股东间签订的董事相关协议约束。

但前述的直接测试显然是不可行的——与所有合同一样,股东协议是股东对其所处的经济、法律环境做出的审慎回应。由于这种内生关系,前述对照组的设计并不能证明股东协议与控制权共享间的直接关联,笔者也将继续探寻相应证据是否能证明股东协议对股东间控制权共享的促进作用。

此外,前述直接测试还面临一个潜在的致命障碍:无形的“控制权”是很难作为观察对象被充分观察的。即使我们可以观察到一个拥有公司50%表决权,并依法被认定为控股股东的对象,但在控制权共享语境里,其要么涉及一个控股股东对其控制权的共享,要么以更多见的形式在多个中小股东间形成控制权共享安排。有时,特拉华州法院也需要去评估,即当一组中小股东集体行动时,法院是否应当将他们认定为控股股东。对此,得益于诉讼当事人所发现并提出的丰富证据,特拉华州法院采用了一种依据“事实与情节”的评估方法,但执行该项任务可谓困难重重,法院基于此种方法得出的结论也经常受到批评。^[104]

为避免前述问题,笔者借鉴了证券交易所上市规则中的规定——在纽约证券交易所和纳斯达克的上市标准下,只要相应主体持有的表决权比例超过50%,无论相应持有主体是个人、机构还是某种团体,该等公

[104] See Ann M. Lipton, *After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole*, 72 Vand. L. Rev. 1977 (2019).

司都将被认定为是“受控公司”(controlled company),^[105]并可免于公众公司所需要遵守的强制性治理要求,尤其是独立董事应占据董事会成员多数的要求。^[106]而在确定是否存在相应的“团体”时,交易所则沿用了联邦证券法下极为宽泛的“团体”定义。^[107]

笔者在此引用前述“受控公司”的概念来验证一个假设——在受控公司里,即便签订投票协议的中小股东间存在诸多不同,但当其共同持有的表决权比例超 50% 时,投票协议的约定将在这些股东间得到很好遵守。^[108]

笔者亲自收集了受控公司的注册地信息,以及前述数据库中特拉华

[105] See *Corporate Governance Requirements*, Nasdaq Reg. § 5615(a) (列举了特定公司治理要求的豁免情形); *Listed Company Manual*, N. Y. Stock Exchange § 303A, https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EABE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-66 [<https://perma.cc/3FXQ-D6QQ>] (提供了一个类似的定义以及相应豁免情形); *NYSE Listed Company Manual Section 303A Corporate Governance Standards: Frequently Asked Questions*, N. Y. Stock Exchange 7 (Jan. 4, 2010), https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/final_faq_nyse_listed_company_manual_section_303a_updated_1_4_10.pdf [<https://perma.cc/HB3E-8LXF>] [“纽约证券交易所将关注《证券交易法》第 13(d)(3) 中所规定的‘团体’概念,并预计相应集体将按照附表 13D 或附表 13G 的要求向 SEC 提交文件,以确认该团体的法律地位,包括对该团体在董事选举过程中的行动方式进行披露”。《证券交易法》第 13(d)(3) 规定,“当两个或两个以上主体,为收购、持有或是处置发行人股份而一致行动时”,则存在相应的团体。15 U. S. C. § 78m(d)(3) (2018); 17 C. F. R. § 240.13d-5(b)(1) (2020) (SEC 的规定同样遵循类似的条款)。

[106] See NYSE Listed Company Manual, Section 303A.00 [受控公司可豁免适用第 303A.01 节的规定(上市公司董事会中,独立董事应占多数),303A.04(上市公司必须有一个完全由独立董事所组成的公司治理委员会)或者 303A.05(上市公司必须有一个由独立董事组成的薪酬委员会)]。

[107] 参见前注[105]。

[108] 很显然,控制团体的存在并不需要明确的协议约定。See *KN Energy, Inc. v. Gulf Interstate Co.*, 607 F. Supp. 756, 765 (D. Colo. 1983) [“一致行动的约定不需要正式签署书面文件或借助其他任何正式形式……”] *van der Fluit v. Yates*, No. CV 12553-VCMR, 2017 WL 5953514, at *5 (Del. Ch. Nov. 30, 2017) (“‘法律并不要求正式的书面协议’”)。因此,该假设实际上是探讨,股东协议对松散的控制权共享安排的促进作用,并证伪了一种假设——即使在没有股东协议的情况下,少数股东间的控制权共享仍然可能实现。

州公司的股权结构,^[109]当一家公司因多个小股东共同行使表决权而满足受控公司条件时,本文即将其归类为是“控制权共享公司”(或称为“少数股东控制的公司”)——在行使表决权时,少数股东们必须以集体形式行动,否则公司即不再符合“受控公司”条件。例如,Shake Shack 即在 IPO 过程中披露,因公司创始人、名人主厨 Danny Mayer 及部分金融机构集中行使表决权,其应当被认定为“受控公司”,并据此适用相应豁免规则。^[110]由此可见,如前文所述,控制权的共享并不取决于投资者之间是否签订有相应股东协议。只要一组股东为符合 13D 附表或 13G 附表披露义务的主体,并持有总计超 50% 的表决权,其所持股的公司即为交易所上市规则下的“受控公司”,同时也是本文所述的“控制权共享公司”。但在拥有足够表决权的股东之间,若确实签订有投票协议,则公司同样也符合控制权共享公司的要求。基于此,就前文提出的假设而言,其本质在于揭示股东协议对促进并不稳固的投票权共享安排时的重要作用。但以上结论最多也只能提供一种暗示性证据——在少数股东之间,即使不存在相应股东协议,控制权也能轻易实现共享是一种错误的无效假设。

但就笔者所使用的研究方法而言,还存在诸多需要注意的地方。首先,尽管某些公司的确存在着对控制权的共享,但若该公司同时有一位持有超 50% 表决权的控股股东,则这类公司在提交申请时往往不会将自己归入控制团体的控制之下。由此可见,我们的观察对象仅是一小部分的控制权共享公司,本文基于小部分观察对象而展开的测试方法也并不牢固。更重要的是,即使少数股东之间存在有控制权共享安排,若其集合后的表决权比例仍低于 50%,则同样不符合上市规则中所定义的受控公司,并由此不在本文的观察对象之列。^[111]但尽管如此,根据特拉华州法律的规定,在一家公司中,若 4 名持有 10% 表决权的股东对其各

[109] 公司若为 Reg. S - K 指引下的受控公司,其即需要按要求进行相应披露。

[110] See Shake Shack Inc., Stockholders' Agreement (Jan. 20, 2015).

[111] 在未来研究中,存在一种潜在的办法以修正该缺陷——对 13G 申请中是否披露有控制权共享安排加以确认,不论该等控制权共享安排是否基于投票协议做出。

自表决权协商一致行使,仍可以将其认定为是控股股东。^[112]

其次,与本文其他所有实证分析一样,此处的实证测试仅以已上市公司为分析对象,而公司是否上市则又是基于公司控制权所做出的决策。

最后,如本文“四(三)部分”内容所述,股东协议很显然还有很多其他功能。特别是,许多签订有股东协议的公司选择以股东协议构建起公司与股东间的纵向义务关系——如公司与股东间关于公司治理的承诺。观察做出此等安排的公司,如下文即将讨论到的一样,这些公司在经济层面、规范层面以及法律层面展现出截然不同形态,于是这类相似安排的发生及其所对应的发生率,就多少让人有些惊讶了。

附表6列出了以公司为最小观察单位的基本汇总数据——以前收集的648家特拉华州公司为基础,筛选出其中于2013~2018年上市的公司后发现,有25%的公司符合证券交易所定义下的受控公司,这当中的绝大部分都签订有股东协议。此外,在没有签订股东协议的公司中,仅有22%的公司实现了控制权的集中;相反,在签订有股东协议的公司中,绝大多数公司(79%)都实现了前述相同目的,这当中又有21%的公司控制权的集中依赖于多个少数股东表决权的共同行使。与此相对应,在未签订有股东协议的公司中,仅有4%的公司同等实现了少数股东对公司的控制。然而,该4%所对应的公司数量,在绝对值上仍较为庞大,这部分公司的存在也向我们提出了一个有趣的问题——这部分公司内的少数股东是借助了何种法律或非法律的手段以实现共同控制的呢?但就前述数据而言,真正出乎我们意料的是,少数股东在实现对公司的控制或是对控制权进行共享时,其签订有股东协议的比例仍相对较低,所对应样本公司数量也仅有45家。基于这些协议的属性,这些内容仅涉及投票安排的协议,在实质上也完成了控制权共享的安排。在笔者的测试中,同时还存在这样的28家(未通过投票协议但少数股东实现对公司控制)公司,该数据也再次体现了协议不是实现控制权共享的唯一方式。此外,在附表6中,^[113]根据公司是否为股东协议的签署主体,

[112] 特拉华州公司法、联邦证券法以及交易所上市标准对控制权的认定各异,联邦证券法有一个宽泛的控制团体的概念,特拉华州公司法有一个控股股东的概念,证券交易所则明确地将50%作为相应标准。

[113] 原文表述内容为“Table 7”,应为笔误。——译者注

笔者交叉列明了有控制权共享安排和无控制权共享安排的公司。

综上,相应实证检验的结果证实了一种观点——股东协议有助于实现对控制权的共享,在未签订有股东协议的情况下,对控制权的共享是非常脆弱的。相较于未签订投票协议的公司,受投票协议约束的公司将更可能成为控制权共享公司。

四、股东协议的积极效应

股东协议的积极效应如何?本文尝试针对几个主要问题进行探讨,但有几点值得注意。首先,我们对美国股东协议的具体实践知之甚少,因此,急于提供一个明确的结论还为时过早。其次,股东协议是异质性的,涉及不同的协议安排,而这些安排则会有不同的积极效应问题。事实上,不同的投资者很可能会用相同的协议安排,用以达成完全不同的目的。同样,对这些协议目的的评价需依赖于尚未完成的股东协议实证研究。最后,股东在公司治理中应该拥有多大程度的自由这一问题与一个关于强制性规则在公司法中的地位究竟为何的经典学术讨论有关。三十年前,在一次针对此问题的专门研讨会上,一位权威学者提出:“应在何种程度上允许公司通过章程条款来选择规避公司法规则?也就是说,公司法规则是否是强制性的,如果是,哪些规则属于强制性规则?这是公司法理论和实践的一个基本问题。”^[114] 股东协议以一种新的形式提出了这个问题——公司法规则是否是强制性的,如果是,仅针对公司章

[114] 解决这一论题的开创性研讨,参见 Lucian Arye Bebchuk, *Foreword: The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 Colum. L. Rev. 1395 (1989) 以及研讨会文章。超出本文范围的相关而深刻的问题是,为什么公司法为投资者提供的自由不如有限合伙和有限责任公司等其他实体形式,以及为什么各方使用股东协议而不是采用其他实体形式。有关这些实体的一些有见地的研究,参见 Peter Molk, *How Do LLC Owners Contract Around Default Statutory Protections?* 42 J. Corp. L. 503 (2017); 以及 Larry E. Ribstein, *The Uncorporation and Corporate Indeterminacy*, 2009 U. Ill. L. Rev. 131; 另见前注[33], Fisch 文(以超出了对公司直接股东影响的理由批判股东协议,如破坏公司形式的可预测性和清晰度)。这些是将在后续研究中充分讨论的重要论点。

程具有强制性效力,还是对合同同样具有强制性效力?——该问题项下的许多子问题都是相互关联的,因此,笔者在进入本部分所讨论的正式主题前,笔者将先对股东协议展开相应的规范分析。

笔者提出了两个相互关联的看法。首先,相较于实践中公司做出的纵向承诺,横向协议的案例与前文提出的问题更为贴切。本质上看,横向协议的应用为公司与股东之间的控制权交易扩大了一定的谈判空间。虽然各方对相互之间存在的代理成本和达成协议的益处之间进行了折中平衡,但还尚不清楚直接监管是否可以合理地提高当事各方进行权衡的能力。

其次,纵向股东协议的案件较为微弱,因为它们似乎更像是保护公司章程修正案的“迂回方式”(end-run)。此外,其中一些公司对股东的承诺在多大程度上是公平的“交易”是值得怀疑的,还有一些协议用以控制少数股东,这类应接受法院的受信义务审查。^[115]

(一) 横向股东协议

针对横向股东协议的基本论点是,基于法院给予的更广泛的自由,它们增加了股东调整公司控制结构的谈判空间。例如,主要投资者可以利用股东协议,通过促进关于董事会组织架构的谈判来确保董事席位,否则,他们只能在更大的分歧摩擦(或根本没有)下推进。

大量上市前公司的投资者采用股东协议的案例表明,他们认为这些协议具有巨大的价值和意义。在涉及协议签署的角度上,支持合同的福利主义的逻辑似乎是合理的:如果知情方自愿签订协议,我们可以推定至少有一签署方获益(至少从他们自己的角度来看),如果没有涉及外部第三方,那么合同是帕累托式优化(Pareto)。鉴于签署协议的当事人富有经验,他们签订的股东协议不太可能损害他们的利益。

另外,正是因为横向股东协议有助于控制权共享,所以,横向股东协议可能会增加某些种类的代理成本,并减少非签署人的利益。公司的代

[115] 关于更熟悉的少数控制结构(如双层股权结构)的文献非常多。一个重要的早期例子,参见 Lucian A. Bebchuk, Reinier H. Kraakman & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, Randall K. Morck ed., *Concentrated Corporate Ownership* 295, 295, 2000。

理成本可以有效地分为两类:公司管理者对股东的管理代理成本,以及股东(如控股股东)对其他投资者的代理成本。^[116] 基于股东协议促进了股东的控制,股东协议通常应该有助于降低管理代理成本,因为积极的股东通常被认为是公司管理的有效监督者。

再者,如果控制团体对其以外的股东采取机会主义行动,这些协议可能会增加对于控制团体以外的股东的代理成本。例如,如果控制团体的成员都是私募股权公司,那么,它们的利益可能会在某些方面保持一致。比如,支持对公司进行出售,尽管该出售会损害其他投资者的利益。然而,股东协议对这些代理成本的影响实际上可能低于其他替代方式。如果替代控制团体的方式是单一的控股股东,那么,控制团体的形式可能会很有吸引力。这是因为控制团体拥有公司的很大一部分现金流,而此种对现金流的掌控即意味着他们将公司的成功与自身绑定,有强烈的原动力去卓有成效地经营公司,但由于他们拥有不同的利益,控制团体可能面临在集体行动中从公司谋取私人利益的问题。^[117] 因此,从代理成本的角度来看,股东协议的净影响是相当微弱的。^[118]

既往实证文献对 IPO 公司治理的分析,是否给予了我们强烈支持它的原因?可能没有。在早期法经济学分析层面,传统观点认为上市公司拥有有效的治理方式,因为其在上市的过程中面临潜在买家、分析师和监管机构的大量审查。^[119] 这一观点认为,由于市场参与者为治理较差的公司出的价格通常更低,公司即具有强烈的动机去实施有效的治理,以帮助其股票获得更高的价格。因此,我们应该对上市公司治理的效率

[116] See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L. J. 560, 582 (2016).

[117] See Ronald J. Gilson, Henry Hansmann & Mariana Pargendler, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union*, 63 Stan. L. Rev. 475, 498 (2011).

[118] 除了代理成本之外,还有其他方式可以将股东之间的横向协议机会主义地用于第三位股东。在债权人协议的背景下对这个问题进行了深入探讨,参见 Kenneth Ayotte, Anthony J. Casey & David A. Skeel Jr., *Bankruptcy on the Side*, 112 NW. U. L. Rev. 255 (2017)。

[119] See Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 Stan. L. Rev. 1325, 1327 (2013) [“契约论逻辑在公司首次公开募股(IPO)时最为清晰。”]。

保持信心。投资者几十年后显然会在一定程度上将公司治理水平纳入投资决策。

然而,一篇重要的实证文献让人们对于 IPO 公司治理是否最优提出了质疑,如果对上市过程的成效不持乐观态度,那么,就可能会担心这些协议架构只是用巨大的权力奖励当前的控股股东。^[120] 从这一角度来看,笔者研究的部分股东协议可以被视为私人公司投资者以公共股权为代价,寻求控制权和私人公司治理权力的治理技术,从而通过公众股权获益。^[121]

(二)纵向股东协议

股东协议还涉及公司和股东之间的承诺。这些承诺采取几种不同的形式,但最常见的是:(1)公司承诺支持特定股东的董事会提名,包括在公司的委托书和/或使用其最大努力确保他们的选举;(2)授予特定股东在公司重大决策中的否决权。除此之外还有其他形式的例子,包括授予股东和/或其指定人员的公司机会豁免权和知情权。正如笔者下文将指出的,大量公司给出的承诺在公司法下可能是不具有强制执行力的。

有一个简单的观点认为,这些纵向股东协议是有成效的:它们代表了富有经验的公司和假定拥有共同利益的投资者之间达成的交易。^[122] 从表面上看,这是一个合理的观点,但它也因公司经常与债权人签订涉及否决权或董事会提名权的合同这一事实中产生巨大争议。

但无论如何,纵向股东协议的确争议较大,比横向股东协议的争议更甚。主要原因是,它们似乎是围绕股东所参与的公司章程的修正程序进行展开。毕竟,股东可以通过合同来对董事会席位进行谈判,这些是无法通过章程实现的,但否决权或公司机会准则豁免 (corporate

[120] 参见前注[119],第1329页(争辩IPO程序功能失调的证据,并声称“过去30年的实证文献几乎没有为契约理论提供支持”)。

[121] “中游”协议(一旦公司上市后即采用的协议)是否或多或少令人不安仍然是一个有待讨论的问题。参见前注[57](探索中游协议中采用多数投票要求的情形)。

[122] 此种观点参见 Simone Sepe, *Intruders in the Boardroom: The Case of Constituency Directors*, 91 Wash. U. L. Rev. 309, 312, 315, 337-38 (2013)。Sepe认为,某些现金匮乏的公司受益于能够就董事会控制权进行交易,从而获得融资。

opportunity waivers)可以被列入公司章程(承诺无条件支持提名者的约定,无论在什么情况下都不具有强制执行力)。事实上,由于公司正在筹划签订这些合同,董事会早已参与进来。双方选择通过合同来完成他们本可以通过章程修正案所做的事情,这一事实也引起了相应的担忧,即纵向股东协议反映出本可以由公司章程进行解决的代理问题。例如,这种代理问题可能表现为董事被不当控制在控股股东手中(当授予债权人类似权利时,通常不存在此问题)。另外,合同可能只是采用这些条款的一种更便捷的方式,也不太容易受到其他股东的阻碍。

(三) 相互作用

与任何其他合同的条款一样,股东协议的条款也会相互作用。研究这些合同条款之间的关系,也将更好地帮助我们理解各方如何以及为什么制定该合同。^[123] 横向与纵向承诺之间存在一些有趣的相互作用。例如,少数股东之间的良性投票协议,如果附有公司保证在委托书候选名单中包含提名人员,协议的吸引力可能会较低。

(四) 少数股东控制

纵向股东协议有部分采用“少数股东控制结构”(controlling minority structures)的形式——股东对与其股权规模不成比例的公司行使控制权的治理模式。^[124] 例如,拥有30%投票权股份的股东可以拥有提名董事会多数成员的权利,即使其持股比例降至公司股权的30%或20%,股东也可以保留一系列否决权。

在IPO公司治理安排为最优的主流观点下,即使是这些纵向安排也是可取的。但从代理成本的角度来看,他们是值得商榷的。根据定义,少数股东控制结构赋予当事各方对企业决策的影响力比它们股权对应的现金流所具有的影响力具有更大。^[125] 因此,行使控制权的一方,其最

[123] 例如,有人可能会问,“哪些控制权条款通常伴随着转让限制?”或者,“否决权是否为董事指定权的补充或替代品?”

[124] 其中最熟悉的是双层股权结构,即一家公司发行两种具有不同投票权的普通股。

[125] 例如,最近围绕少数股东控制结构危害性展开的研究,参见 Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small – Minority Controllers*, 107 GEO. L. J. 1453 (2019)。Bebchuk 和 Kastiel 在对多层股权结构的分析背景下,简要讨论 IPO 后的投票协议。见本注前文,第 1484 ~ 1485 页。

大化公司业绩的动力可能很弱,但对控制权的行使动力却很强。^[126] 附表 7 总结了对代理成本的分析。

五、股东协议法律问题

股东协议提出了许多复杂的法律问题,几乎所有这些问题都被许多文献所忽视。总体来看,这些问题是特拉华州不断发展的公司法的核心——股东协议相关问题通常在诉讼争议中予以呈现。判例法也为法院针对公司上市后如何处理这类股东协议的问题提供了指导。

在这里,笔者将讨论分为协议的纵向和横向部分所引发的问题。纵向问题涉及:(1)何种公司承诺是具有强制执行力的;(2)股东何时可以通过股东协议放弃章程所不能放弃的法定权利,横向问题主要是股东协议各方何时成为控股股东。

虽然没有足够的空间在此充分探讨这个问题,但值得注意的是,股东协议可以说对特拉华州法律的受信架构构成了深远的挑战。公司法整体描绘了控制权和合同权利之间、债权人权利(通常的、约定的和固有的)和股权(一般是其他权利和自由裁量权)之间,以及内部和外部之间、最终承担和不承担受信义务的主体之间的基本对比。股东协议会构成挑战的原因很简单:它们将巨大的公司治理权力赋予以典型的“内部”赞助人——股东——但却以一种固定的、外部的和合同的方式,而不是通过董事会的渠道。^[127] 因此,它们提出了一个困难的问题:为什么只有某些形式的控制会受到受信义务审查?^[128]

[126] 股东协议不如双层股权结构那么令人不安的另一个原因是,当股权比例低于规定门槛时,这些协议往往会终止。

[127] 笔者在第六部分第(一)节中进一步讨论了该问题的某一方面。

[128] 另外,笔者建议,当受信义务分析涉及对公司决策的广泛、自由裁量和持续影响时,应关注控制权的行使。而法院容易出错的地方即在于,其忽视了权利,或至少是正式的控制权,对公司决策能力简历的影响。

(一)纵向承诺

1. 公司承诺

或许公司承诺所导致的最困难和最有趣的问题是公司承诺无限期地支持股东提名人。^[129] 就像公司授予否决权一样,这些协议与特拉华州法律不符,因为它们修改了控制权的默认分配规则,将通常属于董事会的权力分配在了股东手中。然而,支持董事会提名人的承诺是存在问题的,因为他们去除了董事会最核心的受信义务,并旨在约束未来董事会的自由裁量权。

在年度委托书中,董事会一般建议股东选择某些特定的人为董事会成员。在这一过程中,董事行使了受信义务下的核心权力:他们必须建议股东选择那些董事会认为足够诚信从而最适合担任下一届董事的人。值得强调的是,公司的支持对于那些不了解公司选举的提名者有多么重要。在大多数时候,大多数公司都是控制权集中于一方的实体。股东们通常会投票支持该公司在其委托书中提供的董事会候选人名单,作为该公司建议的候选人。^[130] 那么,如果经过适当的考虑,董事会认为一个特定的个人非常合适,并承诺股东将该人纳入该年的公司选举候选人名单,并尽最大努力地支持他,那么就不存在受信义务问题了。然而,当董事会承诺在不知道董事提名人的具体信息的情况下支持其上任时(通常,只要股东所占股权超过规定门槛),一个严重的理论问题就会产生。笔者观察到的股东协议经常通过这一方式有效地约束未来董事会的权力,并剥夺董事会作为受托人的自由裁量权。^[131]

更广泛的紧张关系源于董事会对公司事务的权力是特拉华州法律

[129] 公司通过合同授予控制权的现象并不明晰。贷款协议通常授予债权人强大的控制权(这通常在公司违反合同承诺的情况下触发),债务治理文献仔细研究了这些条款及其在治理中的作用。参见前注[117]。

[130] 在新的上市公司中尤其如此。特拉华州法律的默认规则是,当选为董事的个人只是获得最多选票的候选人(“简单多数票”规则)。因此,如果选举没有竞争,一个人不需要赢得太多选票。在这种情况下,公司的认可通常意味着胜利。许多成熟的上市公司已经自愿转向“绝对多数”规则,即一个人只有获得绝对多数选票,才能成功当选为董事。

[131] See, e. g., SolarWinds, Shareholder Agreement § 2.1.2(c); Shake Shack Inc., Stockholders' Agreement § 2.1(b) (Jan. 20, 2015).

的核心强制性特征之一。^[132] 特拉华州一系列开创性的先例——商业组织的案例集——认为各种公司治理措施因不当侵犯董事会权力从而无效。这些先例让上述引用的股东协议条款存在不可强制执行的潜在可能性。因为这些案例都有些特殊,只是可能性,而不是清晰的判定。

Quickturn 案尤其具有指导意义。^[133] 该案中,一家公司的董事会采用了“毒丸计划”,其包括一项条款,限制新当选的董事会在 180 日内去除“毒丸”的能力。特拉华州最高法院驳回了这一延迟补救的效力,指出“拉华州公司法最基本的原则是董事会对公司的业务和事务负有最终责任”。^[134] 尽管该“毒丸”只在“某一方面”限制了董事会的权力,但它涉及“一个对股东至关重要的领域——就公司可能的出售进行谈判”。^[135] 与先前的法院相比,它得出以下结论:“如果合同或合同条款要求董事会以限制董事会的受信义务的方式采取或不采取行动,该合同或条款是无效的以及无强制执行力的。”^[136]

在 *CA, Inc. v. AFSCME Employees' Pension Plan* 案中,^[137] 股东提议增加一项公司章程,要求公司偿还候选人因选举产生的合理费用。这是一项有争议的裁决(后来被立法推翻),特拉华州最高法院认为股东提案无效,因为它不恰当地干扰了董事会的权力。^[138] 具体来说,AFSCME 的股东提出了一项修正案,使董事会“应要求公司补偿股东或股东团体(提名者)因参与公司董事会选举所产生的有关的合理费用

[132] 董事会具有强制性特点的出发点是 DGCL 第 141(a) 条,该条款宣布:“每个公司的业务和事务……应由董事会管理或由董事会指导。”该条款规定,“除非本章或[公司]注册另有规定”,但特拉华州的判例似乎没有这样的警告。最后一个需要注意的是,如果特拉华州的公司采用了董事会,那么,特拉华州的公司法和判例法确立了一套董事会权力的强制性制度。虽然几乎所有特拉华州的公司都有董事会,但并不是全部公司都有董事会。See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2020).

[133] *Quickturn Design Sys., Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

[134] 同上,第 1291 页;第 1292 页[“第 141(a) 条……授予任何新当选的董事会管理和指导特拉华州公司的业务和事务的全部权力。”]。

[135] 同上,第 1291 页。

[136] 同上。(引用符及引文已删除)

[137] See 953 A.2d 227(2008);同上,第 231 页(“DGCL 还没有向董事会和股东分配相同的、广泛的权力,用以采纳、修改和废除公司章程。”)。

[138] 同上,第 230 页。

(‘开支’))”。^[139] 最高法院认为,这不恰当地限制了董事“行使其决定在特定情况下是否适合补偿的受义务”。^[140] 这些先例使公司承诺在一种法律困境下支持股东提名,其强制执行力尚不清楚。

2. 股东协议可以放弃多少法定权利?

股东可以通过合同放弃多少法定权利? 更广泛地说,合同在取代股东权利方面的强制性规定上可以走多远? 特拉华州法律没有就这一问题给出明确的答案,但最近的判例法表明答案是合同确实可能走得很远。

例如,在 *Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co.* 案^[141] 中,特拉华州衡平法院(Court of Chancery)认为,股东应当受到股东协议的约束以放弃其法定回购请求权。^[142] 法定回购请求权似乎可以通过合同放弃。*Bonanno v. VTB Holdings, Inc.* 案^[143] 解决了 DGCL 第 115 条规定的股东法定权利。第 115 条授权公司仅在特拉华州管辖内通过公司资格证或章程要求在州内提起诉讼。它还禁止章程和细则制定禁止股东在州内提起诉讼的规定。衡平法院认为,第 115 条并不限制股东在股东协议中放弃法定权利。^[144] 法院认为,第 115 条并没有改变特拉华州有利于合同自由的一般公共政策。它指出,该法案的概要表明立法者并不打算“阻止在股东协议或股东签署的其他书面文件中适用该条款”。^[145]

衡平法院在 *Kortum v. Webasto Sunroofs, Inc.* 案^[146] 中的意见表明,股东协议可以被用来禁止重要的诉讼工具(important tool of contemporary litigation)。法院着力解决根据 DGCL 第 220 条规定董事和股东有检查公司的账簿和记录的权利。^[147] 在该案中,法院发现股东协议的条款要求提

[139] 参见前注[138]。

[140] 同上,第 240 页。

[141] See C. A. No. 2017-0887-VCSG (Del. Ch. Oct. 12, 2018)。

[142] 该判决与案件事实紧密相关。

[143] See 2016 WL 614412, at *15 (Del. Ch. Feb. 8, 2016)。

[144] 同上。

[145] 同上[引用 S. 75 syn., 148th Gen. Assemb. § 5 (Del. 2015) “概要”]。

[146] See 769 A.2d 113, 125 (Del. Ch. 2000)。

[147] 这项权利在 DGCL 中以明显的强制性条款措辞进行规制。See Del. Code Ann. tit. 8 § 220(2020)。

供某些信息,但“合同上没有限制必须提供的信息……协议也没有明确规定在第 220 条下放弃法定检查权利”。法院进一步表明,“除非在文件中由明确具体的弃权规定,股东不可放弃其法定权利”。^[148]

最后,DGCL 的第 109(b)条和第 102(f)条分别禁止章程或细则要求在诉讼中进行费用转移。采用这些条款的 DGCL 修正案所附带的立法评论明确指出,股东协议不受其限制。^[149]

因此,法院意见和立法评论都表明,股东可以放弃一系列公司法定权利,包括回购请求权、特拉华州公司在州内提起诉讼的权利、检查公司账簿和记录的权利,以及禁止费用转移。通过股东协议,许多现代企业诉讼当事人青睐的工具可能会被破坏。这是一个理想的政策结果吗?如果是,为什么?对这一点进行全面的分析还需要用另一篇论文进行探讨,^[150]但笔者认为有一件事是明确的:“强制性”公司法是一个比最初看起来更棘手的概念。某些规则是强制性的,但只适用于公司章程及细则规定,而不是股东协议;有些规则约束前述三种。那么就遗留下一个问题,公司法中的强制性规定有多少可以被股东合同放弃?

(二) 横向承诺:关于合同、控股股东和受信义务

股东协议提出的最深刻的理论问题在于如何对公司控制的特性予以合同化?一般来说,特拉华州的判例明确区分了行使合同权利和受信义务的董事会权力,前者负有受信义务,后者并不负有受信义务。因为它们在公司内部政治上分层,股东协议位于控制股东地位和单纯的合同权利之间。

一致控制股东。当股东就其控制权相互订立合同时,即向公司法提出了一个核心问题:协议股东联盟何时形成(集体)控股股东?股东协

[148] See 769 A.2d at 125; See Matter of Appraisal of Ford Holdings, Inc. Preferred Stock, 698 A.2d 973, 976 (Del. Ch. 1997) (这表明优先股股东可以通过股东协议放弃其回购请求权)。

[149] See S. 75 syn., 148th Gen. Assemb. § § 2, 3 (Del. 2015) [注意到第 109(b)条和第 102(f)条“都无意……禁止股东协议或股东签署的其他书面文件适用此类条款”]。

[150] 事实上,Jill Fisch 对 Manti 及其所暗示的推理提出了有力且有启发性的批评。参见前注[33]Fisch 的分析涉及的几个因素,包括股东协议破坏公司法的普遍性和确定性的能力。

议的签署人是否对其他人股东附有受信义务? 这些是两年前在 *Sheldon v. Pinto* 案中特拉华最高法院所面临的问题。^[151]

原则上,特拉华州的法律可以将几个独立的股东共同定义为控股股东。^[152] 如果多个股东共同行使“多数或有效控制”,那么,“每个成员都受控制人的受信义务约束”。^[153] 为了证明股东构成控股股东,有必要表明他们“以某种具有法律意义的方式联系——如通过合同、共同所有权、合意或其他安排——为了共同目标而努力”。^[154] 但股东协议由于面临事实层面的诸多棘手问题,前述逻辑在适用上也并不容易。

在 *Sheldon v. Pinto* 案中,关键问题是股东协议的签署人是否构成了控股股东。^[155] 被告共同控制了公司 60% 的投票权,是投票协议的签署人,该协议授予他们任命 3 名董事,然后 3 名董事再选择 2 名董事。这 5 名董事是董事会的绝大多数成员。股东们之前曾共同投资于其他业务,并共同行动建立了融资安排,原告认为自己被不合理不公平的稀释了。衡平法院最近裁决了大量相似事实的案例并将结果指向了不同的方向。^[156]

特拉华州最高法院认为本案中没有控股股东。然而,法院的逻辑推理却很薄弱。它认为“诉请未能合理的论述风险投资公司在任何时候都

[151] See *Sheldon v. Pinto Tech. Ventures, L. P.*, No. 81, 2019, 2019 WL 4892348, at * 4 (Del. Oct. 4, 2019).

[152] 根据特拉华州法律,成为控股股东有两种方式(同上)。第一,也是最简单的一种,股东是否拥有公司 50% 以上的投票权(同上)。第二,如果股东持有的股份少于 50%,但“行使对公司商业事务的控制权”。In re *KKR Fin. Holdings LLC S'holder Litig.*, 101 A.3d 980, 991 (Del. Ch. 2014). 对公司事务的控制可以一般性存在,也可以与特定的交易有关。In re *Tesla Motors Stockholder Litig.*, 2018 WL 1560293, at * 13 (Del. Ch. Mar. 8, 2018) (本案引用了其他案件)。

[153] See *Sheldon*, 2019 WL 4892348, at * 4.

[154] 同上。法律上重要的联系不仅仅是“某些股东之间自身利益的同意”。*Carr v. New Enter. Assocs. Inc.*, 2018 WL 1472336, at * 10 (Del. Ch. Mar. 26, 2018). 相反,必须有“实际协议”的证据,尽管没有必要采取正式形式或书面形式。In re *Crimson Expl. Inc. S'holder Litig.*, 2014 WL 5449419, at * 15 (Del. Ch. Oct. 24, 2014).

[155] See 2019 WL 4892348, at * 4.

[156] See *van der Fluit v. Yates*, No. CV 12553 – VCMR, 2017 WL 5953514, at * 5 (Del. Ch. Nov. 30, 2017); In re *Hansen Med., Inc. Stockholders Litig.*, No. 12316 – VCMR, 2018 WL 3030808 (Del. Ch. June 18, 2018).

以‘具有重大法律意义’的方式存在联系”。尽管风险投资公司是一项股东协议的当事人,该协议保证他们可以委任几乎整个董事会成员。法院做出判断的缘由似乎是任命董事只是融资交易中的一个独立问题。^[157]

人们很容易认为特拉华州最高法院错过了一个简单的答案。然而,此时最简单的明确规则却不起作用。试想,在严格规则下,股东协议的签署人即为集体控股股东的成员,从而负有受信义务责任。在许多私营公司中,每个股东都是公司股东协议的签署方。因此,将所有签署人视为构成控股股东,意味着他们中没有人彼此负有受信义务(因为他们均构成了控股股东)。这将使股东的受托责任基本消失。因此,将股东协议签署方直接等同于控股股东是行不通的。然而,将参与股东协议视为从未形成控股股东,显然也是错误的。例如,一项要求签署人在选举董事和任何其他会造成此类法律后果的问题上始终保持以特定方式一致投票的协议,肯定会使签署方成为控股股东。

笔者认为,存在一种替代方案,通过对企业权力的密切跟踪,能够更好地服务于公司法。首先,讨论一个需要澄清的类比示例:一个创始家族成员共同拥有超过 50% 的投票权的公司。这里也有一个微妙的问题,即家庭成员是否在任何特定的情况下均是集体控股股东。这对投票协议的签署方来说是一个有启发的参考。虽然有相互合作的历史,但家庭成员可能会发生争吵,并由此产生分歧。他们是家庭成员的事实并不能保证他们同意一起经营公司。尽管如此,3 个兄弟姐妹各自拥有一家公司 20% 的股份,肯定假定他们是一个集体控股股东。同样,法院更好的方法是采用可反驳的推定,即在股东协议具有实质性投票权(如超过 35%),并形成了公司选举中最大的投票集团的情况下,^[158]任何根据其共同签署的股东协议有权委任董事会席位的股东将被推定为共同组成一个控股股东。为了

[157] Pinto, 2019 WL 4892348, at *6 (约束 IDEV 所有股东的投票协议,与 2010 年融资和 Abbott 收购无关,只约束 IDEV 董事会选举。);见该案(“风投公司在没有其他投资公司的情况下,无法建立实际的控制权或控制权。”) [引用 Williamson v. Cox Commc’ns, Inc., 2006 WL 1586375, at *4 (Del. Ch. June 25, 2006)]。

[158] 投票协议的签署人将不被包括在集体控股股东中;只有在协议中被正式提名才是。需要最大投票集团和高投票权的原因是,投票集团至少在原则上可能是一个小规模(例如 5%,还不足以影响选举)。

推翻这一推定,股东必须证明双方的行为肯定地违背了彼此的利益。

这种方法建立在 Pinto 案所忽视的一个事实之上。一个包含 3 个 20% 的股权持有人之间的投票协议,每人提名 2 名董事进入 6 人或 9 人的董事会,这种安排是对未来权力的投射,在这种情况下,股东及其董事指定的人不仅会阻止其他控股股东的到来,且共同决定董事会的组成。虽然这并不能保证他们对每一个基本的公司决定做出一致承诺,但要求做出这样的承诺忽略了这样一个事实,即决定“谁”会做出决定本身,将会对这些决策的结果产生巨大影响。

在这种替代方法下,Pinto 案的被告将被推定为控股股东。被告将必须通过证明他们以相互矛盾的方式行事来推翻这一推定。根据这一规则,这将是这些当事各方所面临的一个困难的挑战。法院裁决可能会产生完全不同的结果。^[159]

[159] 法院所面临的一个相关但明显的问题是,何时少数股东何时因其他相关事实和情况而构成控股股东。在一些股东协议中实施的广泛的控制权合同化,使这一问题成为一个特别重要和令人担忧的审查。近年来,特拉华州法院已经处理了一小部分案件,即少数股东是否可以在它享有特定的权利时成为控股股东,比如强有力的合同权利。See, e. g., *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A. 3d 304 (Del. 2015); *FrontFour Capital Grp. v. Taube*, 2019 WL 1313408 (Del. Ch. Mar. 22, 2019); *In re Tesla Motors Stockholder Litig.*, 2018 WL 1560293, at *9 (Del. Ch. Mar. 8, 2018); *Basho Techs. Holdco B. v. Georgetown Basho Inv'rs*, 2018 WL 3326693, at *26-27 (Del. Ch. July 6, 2018). 有关这些案例和问题的批判性讨论,请参见前注[104]。投票协议引发了另一个重要的治理问题——为什么它们不是一种非法的投票买卖?投票协议中股东承诺将投票给另一个股东的董事提名人,而不转让现金或标的股东的股权;除了直接放弃投票权,无其他安排。一个具有指导意义的案例,*Schreiber v. Carney*, 447 A. 2d 17 (Del. Ch. 1982),将“买卖投票”定义为“由股东个人考虑支持的投票承诺,即股东解除其自由裁量投票权和按要约人的指示投票。”见该案第 23 页。然而,只要其目的不是欺骗或剥夺其他股东的权利,买卖投票本身并不非法。相反,“每一项安排[涉及股票转让而没有所有权转让]都必须根据其交易目标或目的进行审查。见该案第 25 页。根据 *Schreiber* 案,纯粹的横向投票协议似乎显然是允许的,但如果公司的董事参与向双方施压以达成投票协议,法院的分析将会复杂得多。See *Crown EMAC Partners, LLC v. Kurz*, 992 A. 2d 377, 387 (Del. 2010); *Williams v. Ji*, C. A., No. 12729-VCMR, slip op. at 18-20 (Del. Ch. June 28, 2017); *Portnoy v. Cryo-Cell Int'l, Inc.*, 940 A. 2d 43, 73-76 (Del. Ch. 2008). 还值得注意的是,关于投票协议和普遍的空洞表决权文献之间的关系,存在一些重要的问题。See Henry T. C. Hu & Bernard S. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006).

六、展望

在最后部分,笔者将探讨股东协议对公司法中一些更广范问题的影响,却不会做出任何关于相关争论的假设。

(一) 什么是对公司的控制?

关于公司控制的概念,学界的主流观点较模糊,如股东只享有“剩余控制权”(residual rights of control)。^[160] 该观点认为,在尚未被合同削弱的公司独立意志决策方面,股东在努力争取对公司的持续性权力,之后股东再将该权力委托给董事会。相反,其他利益相关者则是通过合同来保障他们对公司享有的权利。

至此,可以清晰地看出,这一概念比较薄弱,且忽略了实际操作的复杂性。股东可以且确实利用了广泛的合同技巧来保障他们的控制权。标准概念更像是更丰富概念的一个特例,它最适用于上市公司的子公司,子公司股东除了默认规则授予的权利外,几乎或极少拥有其他权利。控制权应至少包含两个维度——通过投票或董事会直接行使的剩余控制权和合同控制权。

这对学术研究提出了两方面的问题。首先,资金提供者争取特权的公司治理模式是不完整的,其倾向于认为促进公司高效运行需要授权部分资金提供者可依据其自由裁量作出行动(如公司法授予股东表决权)以及授予其他资金提供者合同权利(如为债权人创设借款合同),但并没有将两者合并考虑。然而,股东协议也授予拥有剩余控制权的股东一系列合同控制权利,如对重大公司交易的否决权,这让人联想到那些同样被授权的债权人。协议的签订使合同控制权与自由裁量控制权相结合,而在别处却没有结合。如何看待这种现象呢?

其次,如人们通常认为的那样,合同和权力的区分既不清晰,也不甚

[160] 列举一个重要的概念界定例子。See Bernard Black, *Corporate Law and Residual Claimants* (Stanford Law & Econ. Olin Working Paper No. 217, 2009), <https://ssrn.com/abstract=1528437> [<https://perma.cc/UCU8-DVVM>].

重要。在特拉华州的公司法司法裁判中,对合同授权下公司决策权和自由意志权的区分形成了一条主要的分界线。在特拉华州法律中,通过控制董事会来影响公司事务的股东是受信义务下的控制股东,而简单通过合同权利影响董事会的股东则不是。^[161] 授予股东否决权也增加了区分合同与授权债权人基于契约的压力的压力。在借款合同中,债权人通常被授予股东协议中的部分种类否决权。而事实上债权人通常被赋予更极端的权利来迫使违约的公司进行清算。如果公司违反了金钱合同约定,如未能维持借款合同中载明的运营现金流金额,往往会导致进入破产程序。众所周知,债权人通常不会这样做,相反,他们会利用宽容违约(waiving the violation)的好处,来重新磋商借款合同条款和公司治理结构。^[162] 至少部分合同性权利的作用是为影响董事权力行使。在这一点上,区别可能依然是清晰的(契约是一种依实际情况而定的获取权力的方式),这符合一般的理解,即债权人是固定的索赔人,当公司陷入财务困境或破产时,他们会成为剩余索赔人。

设想公司授权一名投资者享有对董事会作出的任何重大决策的否决权,区分持续性权力和对比合同权利是否还有必要呢?

这个例子并不如它表面看来那么奇特。Moelis & Company 所签订的股东协议即以清单的形式授予了一系列否决权——这些否决权首先涉及一些常规事项,继而包括了特定股东拥有的否决(或同意)董事会

[161] See, e. g., *Calesa Assocs, L. P. v. Am. Capital, Ltd.*, No. CV 10557 – VCG, 2016 WL 770251, at * 11 (Del. Ch. Feb. 29, 2016); *Thermopylae Capital Partners v. Simbol, Inc.*, 2016 WL 368170, at * 14 (Del. Ch. Jan. 29, 2016) [“一个控制公司决策话语权的股东(通过高比例持股或通过控制董事会)是传统的受信……相反地,一个拥有和利用合同权利(甚至以一种迫使公司回应的方式)的主体仅仅是在行使自己的正当权利,而不包含其他内容也不是受信”]。

[162] See, e. g., Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 U. Pa. L. Rev. 1209 (2006); Greg Nini, David C. Smith & Amir Sufi, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, 25 Rev. Fin. Stud. 1713, 1758 (2012). 如前所述,将这种经营权授予股东也会引起关于董事至上,集中管理和上市公司典型委托的法律限制和规范可取性问。See, e. g., Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547 (2003) (在公司治理领域,为董事权力提供了开创性的辩护)。

考虑中的每一份“重大合同”的权利。^[163] 同时,前述否决权清单所涉及的事项越重要,则相应合同所蕴含的权限即越高,这也意味着合同本身与相应权限是无法等同的,但却确实提示了,我们对控制权最终与何有关的最佳理解应在于——不能将控制权简化为合同抑或权限。

(二) 什么是公众公司的公司治理?

近年来,证券法下长达近一个世纪的公私分类正承受着巨大的压力。^[164] 其中一个突出的方面即来源于对当前公众公司治理现状的不满,尤其是对其中涉及公众公司董事会的部分,以及公众公司在治理时对独立董事的特别强调。^[165] 最近,学者们积极主张对公众公司治理模式的替代。在私募股权投资组合公司董事会构成的启发下,学界提出了对“第三代董事会”(Board 3.0)^[166] 的期待——董事们将获得充分的信息与资源,并有强烈的动力监督管理层的操作技能和履行措施,而与那些着重对管理层的不当行为进行监督的董事会有所区分(虽然这在当前公众公司中是非常常见的现象)。同时,第三代董事会下的公司董事可以与长期股东(并不必然是控股股东)保持更紧密的联系。就前述观点而言,签订有股东协议的上市公司为我们提供了数量众多的潜在研究对象——大多数公司仍由IPO前的股东控制。这些股东借助于股东协议的安排,继续保持了此前私有公司典型治理规范的特征——否决权及协议安排下的董事会。从某种意义上说,前述公司就像是悬浮在公开股权市场上的“封闭公司”,其采用了一种公私混合的治理模式,并可能成为第三代董事会的一个实例。

(三) 什么是公司治理?

章程细则与股东协议是公司治理中非常重要的两个方面,但法律对

[163] Moelis & Co., Stockholders Agreement (Mar. 24, 2014) (“未经事先批准,董事会不得授权、批准或认可下列任何行动或与之相关的任何计划……签订或实质性修订任何重大合同……”)。重大合同包括 Regulation S-K 第 601(b)(10) 项下所规定的类型以及许多其他类型的合同。

[164] See, e.g., Elisabeth de Fontenay, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 Hastings L. J. 445 (2017); Michael Ewens & Joan Farre-Mensa, *The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs*, 33 Rev. Fin. Stud. 5463 (2020).

[165] See, e.g., Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Board 3.0*, 74 Bus. Law. 351 (2019).

[166] 同上,第 358 ~ 361 页。

这两者的处理却截然不同。这是为何呢?此外,在法律规范下对章程细则与股东协议的合法性进行起诉是完全可能的,而相应问题的标准与界限则或多或少地取决于一个或多个规则条款的规定。然而,近来的判例法却表明,当法院在回答关于股东协议以及章程细则的一系列问题时,现有规则条款普遍不能起到相应的决定指导作用。^[167]

在此,考虑到私法理论对财产与合同做出的区分,笔者将探讨法院对股东协议与章程细则所采取的不同态度。尽管相应观点仍存争议,但有一个核心共识在于——财产权利和合同权利之间的一个关键区别是,“财产权利不仅对权利的原始设定人具有强制执行力,对财产的其他占有人或该资产上其他权利随后的受让人同样具有强制执行力,与财产权利有关的义务‘随资产本身流转’”。^[168]相比之下,合同权利仅能约束就初始协议达成一致的各方。^[169]因此所产生的一个关键问题就是,两个(或两个以上)的当事人就一项资产所订立的自愿安排是否对其他同样拥有该项资产或对该项资产享有权利的第三方具有约束力。

Henry Hansmann 和 Reinier Kraakman 认为,财产权利与合同权利的区分认定,是由(未直接参与创设该权利的)其他相应主体对二者的社会期望注意程度不同而决定的。特拉华州法院在处理股东协议时更具灵活性的操作方法似乎也暗中契合了这种观点——在公司章程外签订股东协议,本身即意味着股东们承担了更高的注意程度,法院也会据此

[167] See, e. g., *Ark. Teacher Ret. Sys. v. Alon USA Energy, Inc.*, No. CV 2017 – 0453 – KSM, 2019 WL 2714331 (Del. Ch. June 28, 2019) (说明在第三方受益规则之下,股东协议对非签订主体是否具有强制执行力); *Caspian Select Credit Master Fund Ltd. v. Gohl*, No. CV 10244 – VCN, 2015 WL 5718592 (Del. Ch. Sept. 28, 2015) (说明了股东协议能否被特别强制执行的问题)。

[168] Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Property, Contract, and Verification: The Numerus Clausus Problem and the Divisibility of Rights*, 31 J. Legal Stud. S373, S378 (2002); see also *id.* at S374 (“不同于合同权利,资产上的财产权可以对资产上其他权利的后续受让人予以强制执行……财产权随资产流转”); Thomas W. Merrill & Henry E. Smith, *What Happened to Property in Law and Economics?*, 111 Yale L. J. 357, 360 – 64 (2001). 尽管当前学界对 Hansmann 与 Kraakman 文中的观点、Merrill 与 Smith 文中的观点间仍存在分歧,但不可否认的是,此两种观点都点明了财产权与合同权间的强烈差异。

[169] 合同法的转让与委托规则(如适用)规定,经适当转让的合同权利对受让人具有约束力,但受让人应知悉所涉权利或义务。

在公司治理层面给予股东们更多的自由。如果回到私有公司层面讨论,相应的逻辑也会更加清晰,私有公司也是特拉华州法院股东协议相关争议所涉及的主要背景。对于私有公司的股东而言,注意程度可能因相应条款是否包含于章程或股东协议中而有实质性的区别。但无论股东是否知情或同意公司章程中的个别条款,其均直接受到公司章程的约束。但股东只有在签署了股东协议时才直接受到股东协议的约束。

因此,公司治理的核心工具对应了财产/合同区分项下的不同方面,这为法律对它们的处理方式的差异提供了强有力的功能性理由,否则,相应的法律处理可能是临时性的。公司章程和细则约束非当事人,而这些协议所确立的条款通常“与资产一起运行”(run with the asset)。如果购买低投票权股票的股东抱怨那些拥有公司很少的现金流的股东(可能令人惊讶)却持有高投票权,拥有坚不可摧的控制地位,那么这些抱怨只会被忽视。你根本不需要知道公司章程所赋予的公司治理权利,都是由其合法内容决定的。这些章程虽然在范围上更严格,但也非自愿地改变了股东的权利。相比之下,股东协议对签署人具有约束力,而且一般根本不约束非签署方。这是一个实际的合同,仅此而已。附表8总结了不同的公司治理模式,有的更具财产权特性,有的则更具合同特性。

那么,公司治理是财产问题还是合同问题?这似乎两者都有。当公司治理基于公司章程时,股东权利随股权转让而转移;而当公司治理基于合同时,股东权利不会随之而转移。公司章程和细则是财产特性的,约束所有非签署方,而合同性质的则不会约束非签署方,仅在签署方之间优先适用。在某些方面,这里的法律非常符合此理论:法院在很大程度上将合同视为仅对签署方强加义务,因此,相比于公司章程或细则,其允许合同更进一步地改变强制性规则。这些书面文件对公司治理自由边界的限制对签署方的知识变化和直接合意进行了考虑。基于合同的直接同意和简单的对公司章程的知晓,此二者所代表的股东自愿程度是不同的,法院对二者的处理非常谨慎。

然而,从另一方面来看,达成这种适配并不简单,即当公司通过合同授予否决权、承诺支持董事会提名,或其他授予特定股东的此类权利。这些权利确实直接影响到非签署方股东。例如,如果少数股东对控制权变更拥有否决权,则股东无法再出售公司。在私人公司中,如果该权利

是通过合同创设的,那么,他们可能都不会收到其股东权利丧失的通知(尽管该公司是签署人)。^[170]

无论如何,笔者并非试图回答公司治理在财产/合同体系中所处的位置,而是试图强调,普遍使用合同控制公司给公司治理概念带来了压力。

结 论

本文论述了股东协议在法律、理论和实践中的作用。在现代判例法中,合同形式作为一种独特的治理形式,允许股东退出、发声和追责。最重要的是,股东利用它们通过合同直接分配公司控制权——从董事会席位到否决权,改变了公司法立法中的控制权分配默认规则。

基于对新上市公司适用股东协议的实证研究,笔者探讨了股东协议的功能,它们为理论研究提供了丰富的依据,并提出了多维度的问题。特别地,这些协议破坏了公司法下的一些根本区分——控制权和合同权利之间的区分、债权人权利(通常的、约定的和固有的)和股权(一般是其他权利和自由裁量权)之间的区分,内部和外部之间的区分,以及谁对谁负有受信义务的区分。实践暗示我们需要进一步丰富公司治理和控制权的概念。

附表清单(本文基于附表1中的139份统计样本进行考察,其中有50份样本授予股东以不同事项的否决权,附表2具体列明了不同事项否决权的发生率)

附表1 对董事会的控制权

附表2 否决权

附表3 2013~2018年IPO公司适用股东协议的情况

附表4 2013~2018年IPO公司行业分布

附表5 受股东协议约束和不受股东协议约束的新上市公司

[170] 这一分析还表明,将优先股或普通股等证券视为普通合同会有误导性。因为它的权利可以非经同意被公司章程所改变。

附表6 实行控制权共享制度公司的汇总统计

附表7 股东协议中的代理成本

附表8 公司治理——介于财产权与合同权之间

附表1 对董事会的控制权

控制要素	数量(份)	股权协议占比(%) (N = 139)
董事提名权	118	85
公司支持	98	71
列入公司代理名单	79	57
公司支持选举	73	53
表决权约定协议	71	51

附表2 否决权

公司交易	否决权的发生率(%)
合并、出售所有资产或变更控制权	53
聘用或解雇 CEO	35
修改章程或细则	33
改变经营范围或增加新业务线	24
进行重大并购	42
并入合资企业	22
发生重大债务	36
进入清算或自愿破产程序	38
改变董事会的规模	38
发行新股	40
分红	18
进行关联交易	15
解决重大诉讼	11

注：①授予股东的否决权条款事项[N = 50(36%)]。

②上述否决权均值为4。

附表 3 2013 ~ 2018 年 IPO 公司适用股东协议的情况

公司注册地	适用股东协议占比(%)	不适用股东协议占比(%)
特拉华州	95	83
马里兰州	0	8
内华达州	2	1
得克萨斯州	0	2
加利福尼亚州	0	0
纽约州	0	0
佛罗里达州	0	0

附表 4 2013 ~ 2018 年 IPO 公司行业分布

行业	适用股东协议占比(%) (N = 120)	不适用股东协议占比(%) (N = 714)
计算机软件	11.67	14.85
生物制品	5.00	26.75
油气田服务	2.50	0.56
制药	2.50	6.16
餐饮场所	4.17	0.86
商业银行	4.17	5.46
投资咨询	3.13	0.42
其他	66.86	44.96
总计	100	100

附表 5 受股东协议约束和不受股东协议约束的新上市公司

项目	不受股东协议约束			受股东协议约束			平均值差距
变量	N	平均值	标准差	N	平均值	标准差	—
市值	650	1091.25	2338.64	111	2228.80	2991.75	-4.53(0.00)***
总资产	468	1474.71	7530.14	78	1866.91	5160.38	-0.44

续表

项目	不受股东协议约束			受股东协议约束			平均值差距
无形资产	704	199.36	1038.06	118	972.74	1839.27	-6.56(0.00) ***
总负债	705	387.17	2388.42	120	1277.71	2781.59	-3.68(0.00) ***
现金流	710	163.83	832.95	120	192.01	533.88	-0.36

注:附表5报告了2013~2018年上市公司的5个公司层面财务特征的统计数据(观察数量反映了Compustat提供的数据),包括在上市过程中不受股东协议约束的公众公司和受其约束的公众公司。它还提供了这两个公司子集之间均值差异的t检验。对于方差不等的两侧t检验,在括号中报告了p值。统计显著性以1% (***)水平表示。

附表6 实行控制权共享制度公司的汇总统计

状态	投票协议(N=53)	无投票协议(N=529)
受控公司	79% (42)	27% (116)
非受控公司	21% (11)	78% (413)
少数股东控制公司	32% (17)	5% (28)

附表7 股东协议中的代理成本

股东协议	管理成本	控制成本:缔约方	控制成本:非缔约方
横向协议	低	低	低/中
纵向协议	低	—	高
少数股东控制结构	低	中	高

附表8 公司治理——介于财产权与合同权之间

项目	章程	法律规定	优先股	契约	横向协议	纵向协议
是否对非缔约方有约束力	是	是	是	是	否	是
权利行使是否建立在股权上	是	是	是	否	否	否
是否需要公司决议	是	是	是	是	否	是
是否可由非缔约方强制执行	是	是	否	否	极少	极少/从不
是否需要公告	州备案	无	无	无	无	无

(编辑:姜沅伯)