

董事会对短期主义行为的治理

侯东德^{*}

内容提要 面对我国资本市场愈演愈烈的收购浪潮,许多上市公司的董事会都开始修改公司章程以应对收购者。在修改公司章程的过程中,董事会往往将其职责的重点放在全力以赴去阻止收购上,导致某些反收购条款争议颇多。其实,控制权的流动是一种市场常态,而董事会更应该予以关注的是如何警惕和预防可能出现的投资者短期主义行为。股东行动主义的兴起往往造就了那些激进投资者,他们利用改变公司治理结构的机会从而对公司战略施加影响,以达到短期内提升股价并套现的目的。这种行为会对公司的长期战略和长远利益造成一定的损害,需要目标公司董事会以客观中立的标准对投资者意图予以充分考察,并展开有效沟通,接纳合理的建议,在强监管下适当行动,构建起更完善的治理结构。

关键词 激进投资者 短期主义 信义义务 公司章程 反收购措施

一、问题的起端

正如玛格丽特·M·布莱尔(Margaret M. Blair)所思考的美国的公司治理到底错在何处?那便是来自金融市场的压力迫使经理们采取短视(myopia)行为,而这些行动往往降低了公司长期资产的价值。^①现在这种短视现象大有蔓延之势。伊曼·安纳布塔维(Iman Anabtawi)和琳恩·斯托特(Lynn Stout)认为,在“股东民主”思潮的影响下,董事处于普遍的信义义务约束之下,而股东的权力获得了空前的扩张,而这让许多激进投资者(Activist Investors)^②看到了机会,尤其是那些快速增长的对冲基金(Hedge Funds),正在利用这种新的权力。^③而华尔街著名并购律师“毒丸”的缔造者马丁·利普顿(Martin Lipton)则认为,新的激进对冲基金越来越活跃,而那些具有“短期主义导向的激进对冲基金对董事会和公司效益产生的威胁足够严重。”公司有必要采取行动来应对这

^{*} 西南政法大学民商法学院教授,博士生导师。

① 参见[美]玛格丽特·M·布莱尔《所有权与控制:面向21世纪的公司治理探索》,张荣刚译,中国社会科学出版社1999年版,第108页。

② See Activist Investors 有译为积极投资者、激进投资者、维权投资者或投资者积极行动主义,此处统一译为激进投资者。

③ See Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Duties for Activist Shareholders* 60(5) Stanford Law Review, 1255(2008).

些不适当的安排。^④在收购了目标公司一定比例的股份后,激进投资者往往从公司治理结构入手,对公司的政策实施一系列影响,以达到获利的目的。知名的信息数据公司 Activist Insight 对 2010 年到 2013 年中激进投资者的干预情况的调查显示,干预措施(包括争取董事会席位、撤换 CEO 和要求股份回购等)的数量增长了 88%。^⑤而知名的金融数据研究公司 FactSet 在其公布的数据中也表明,在投资者的积极干预下,其所争取到的董事席位越来越多。^⑥

相对于传统的要约收购而言,激进投资者的收购是以局部变更公司治理结构的方式从而达到改变公司经营战略的目的,在反收购措施日趋完善的今天,这种方式更显灵活,也将被收购者更为频繁地采用。曾经轰动一时的宝能系^⑦对万科的一系列收购举动便淋漓尽致地展现出争夺董事会席位以获得话语权仍是收购者最为原始的冲动。^⑧

毫无疑问,伴随着公司治理手段的不断完善和对冲基金的兴起,激进投资者的行动主义方案往往更获青睐。而它的中国版本是否也会随之上演?这种惨痛的教训让为数众多的上市公司董事会潸然有悟,痛定思痛下欲展开“自救”行动。

国内诸多上市公司因为自身分散的股权结构,为了应对潜伏的收购者,已经开始未雨绸缪。以雅化集团、伊利股份为代表的上市公司公布其修改后的公司章程,多达十几处的修改意在防止恶意收购,其中在章程中引入“金色降落伞”“驱鲨剂”^⑨等反收购条款来增加并购成本。雅化集团等的担忧并非个案,多家上市公司都对公司章程进行了相应调整以应对并购行为。中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)对此予以批评:打着维护中小投资者的旗号,实则是为阻却市场化收购开了恶例,如不及时阻止,群起效仿,后果堪忧。^⑩

面对质疑,公司董事会该如何回应?其能否针对投资者的积极行动策略而在章程中设立防御性条款?而董事会所要警惕和预防的到底是收购行为本身还是收购者的短期主义行为?反对激进投资者的短期主义行为能否成为反收购防御措施的正当性基

④ See Martin Lipton, Theodore N. Mirvis & Andrew R. Brownstein et al., *Shareholder Activism Update*, 2 Venulex Legal Summaries, 1 2(2013).

⑤ See Dominic Barton & Mark Wiseman, *Where Boards Fall Short*, 93 Harvard Business Review, 100, 101(2015).

⑥ See Peter Galuszka, *The Activist Era*, 40 NACD Directorship, 34, 37(2014).

⑦ 以宝能集团为中心,下辖深圳市钜盛华股份有限公司、前海人寿保险股份有限公司等多家子公司,合称为“宝能系”。

⑧ 2016年6月,宝能系提请万科董事会召集2016年第二次临时股东大会,审议其提请罢免王石等万科全部董事、监事职务的议案。参见张莉《宝能系提请罢免万科全部董事监事》,载《中国证券报》2016年6月27日A01版。

⑨ 雅化集团的“金色降落伞”条款规定:公司董监高在不存在“违法违规及不具备任职条件”的情形下被提前解除职务,应该按其税前薪酬总额的十倍给付一次性赔偿金,并另行支付经济补偿或赔偿金。“驱鲨剂”条款规定:公司发生恶意收购的情形下,董事会届满换届时应至少有2/3以上的原任董事会成员连任;继任董事会任期未届满的情况下改选董事总数,不得超过董事会组成人数的1/4;收购方提名的董事候选人应当具有至少五年以上相同业务管理经验、专业能力及知识水平;股东大会特别决议需出席大会股东3/4以上通过。参见张骞尧、黄豪《上市公司成“惊弓之鸟”纷祭出“驱鲨”条款反收购》,载《证券时报》2016年8月4日A4版。

⑩ 参见朱宝琛《投服中心痛批雅化集团章程修订:内容不但多处违法还“挂羊头卖狗肉”》,载《证券日报》2016年8月1日A2版。

础?又或许,那些打着反对“野蛮人”旗号的公司根本就未理解所谓“野蛮人”的实质。^⑪其实,所谓控制权之争,中枢就是董事会之争,有学者主张在《上市公司章程指引》中列明反收购条款清单,为反收购条款明确合法性标准。^⑫而在这些所谓的反收购条款中,交错董事会、董事资格限制及董事产生程序等反收购条款早有讨论,虽然在形式上得出其均未违法的结论,但依旧需要具体情况具体分析。^⑬有学者将反收购条款进行列举式归纳并逐一检视其合法性,认为现行的反收购条款多有与法不合之处,需要审慎使用。^⑭到底鼓励收购还是鼓励防御,这的确是一个见仁见智的问题,但是敌意收购的反对者认为敌意收购最大的缺陷就是只注重眼前利益而忽略长远经营战略从而损害其他人如债权人、职工利益。^⑮与此同时,中小股东也是公司收购中权益最易受损的群体,而当目标公司董事会借维护公司长远利益而实施旨在巩固自身地位和维护自身利益的反收购措施进而损害股东利益时,此种反收购行为违法。^⑯不能促进合作博弈的法律不是良法,也无法获得善治^⑰,法律的任务既要合理有效地保护市场竞争,同时也要保护好弱势群体的利益。所以,对收购方的经济实力和诚信记录课以要求,赋予证监会认定恶意收购的权利和严厉的执法措施,是为防范恶意收购行为提供有效的保护屏障。^⑱

二、董事信义义务的弱化与勃兴

(一) 董事义务去留:强制性与任意性的选择

回顾董事信义义务理论,其忠实与勤勉义务能否通过公司章程“选掉”,在美国公司法学界一直争议不休。对于董事责任排除,伊斯特布鲁赫(Easterbrook)和费希尔(Fischel)所创的“公司合同理论”秉持着市场原教旨主义的论调,其所秉持的观点是,公司的内部结构(在它的董事责任与股东权益之间)最好应该留给私人定制的规则。^⑲而利用公司章程“选掉”董事的信义义务和排除股东提起派生诉讼的权利^⑳,其实也是在宣示市场力量的万能与公司设计更趋技术化。杰夫瑞·戈登(Jeffrey Gordon)对此提出了旗帜鲜明的反对意见,立法者或法院不应该允许将信义义务排除,应该用选择的形式

⑪ “野蛮人”的称谓不仅仅是因为收购意图的不友好,更因为其极具破坏力的接管方案。

⑫ 参见傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。

⑬ 参见王建文:《我国公司章程反收购条款:制度空间与适用方法》,载《法学评论》2007年第2期。

⑭ 参见陈霖:《上市公司修改章程设置反收购条款的合法性检视与监管探讨》,载《证券法苑》2017年第19卷。

⑮ 参见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,载《证券法苑》2017年第19卷。

⑯ 参见郭富青:《论公司要约收购与反收购中少数股东利益的保护》,载《法商研究》2000年第4期。

⑰ 参见李建伟:《正确性“万科事件”》,载《中国社会科学报》2016年8月10日第5版。

⑱ 参见汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第6期。

⑲ See Klaus J. Hopt, *Directors' Duties and Shareholders' Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?*, 61 *Rivista delle Società* 1, 8 (2016).

⑳ See Daniel Fischel & Michael Bradley, *Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis*, 71(2) *Cornell Law Review* 261-263 (1986).

而不是排除的形式在公司法和公司章程中保留一些强制性的内容。^{②①}虽然在公司合同理论的影响下,董事的信义义务有弱化的倾向,但是中国公司法对信义义务的要求却呈现出逐步加强的态势,董事义务应当如何细化并形成制度合力才是当前的现实问题。回顾董事信义义务这一老生常谈的话题,其目的依旧是讨论董事会作为与否的问题。董事责任,不论是对公司章程负责还是对公司法负责,最终的落脚依旧是信义义务,这是董事对公司不可推卸之职责,不论公司法理论的革新步伐多么迅速,董事会在反收购措施以及公司章程的防御性条款运用方面责无旁贷。

(二) 董事权力扩缩:来自苏富比案的经验

全球化体系下域外经验影响中国实践,来自美国的治理实践又一次证明了这一点,激进投资者在中国市场上的方兴未艾恰恰得益于其所效仿的美国“前辈”。美国的激进投资者对公司治理的干预可谓不遗余力,在2014年的Third Point诉Sotheby一案中,知名对冲基金第三点(Third Point)被苏富比(Sotheby)董事会以毒丸计划(Poison Pill)“狙击”,第三点对冲基金主张苏富比公司的董事会违反信义义务而采用毒丸计划并将其诉至法院。特拉华州法院在此案中首开先例,毒丸计划不仅适用于收购防御,也允许董事会利用毒丸抵御激进投资者对公司经营施加的影响。^{②②}如此看来,董事与董事会的权力似乎有所扩张,背负信义义务的董事在特拉华州法院的允许下可以与激进投资者展开公司治理层面的“较量”。虽然第三点最终如愿以偿取得了三个董事会席位,但是这一判决为企业对付激进的对冲基金提供一个重要的工具。但即便是在美国,一切都未盖棺定论,仅从此案仍难以得出董事权力扩张的结论。苏富比案只是为董事应对激进投资者的“股东民主”策略提供了一项其一直在寻求的防御工具,仅此而已。

(三) 董事作为与否:信义义务的新常态

董事的义务既不可能真正被免除,其权力也未得到实质性扩张,那么,董事信义义务又该如何履行?尤其是在新形势下,面对如雨后春笋般涌出的并购,董事会如何忠于信义义务又有所作为的确是一道难题,而这个问题也始终都是公司法学界难以回避且争论颇多的重点。伊斯特布鲁赫和费希尔在其1981年的论文中提出董事会和高管的“消极管理”(Managerial Passivity),他们认为几乎任何的防御措施都在消耗目标公司的资源,并不会对投资者产生任何收益。因此,管理层不应该以反收购条款或章程修正案,以及提起诉讼的方式来反对收购。^{③③}约翰·科菲(John Coffee)同样不提倡管理层对要约收购进行抵制。^{④④}控制权的自由流动一时成为显学,哈佛法学院卢西恩·别布切克

^{②①} See Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law* 89(7) Columbia Law Review, 1549, 1551-1555 (1989).

^{②②} See David Bernstein, *Sotheby's Poison Pill Lessons: Last Month's Delaware Court Ruling Could Provide Boards with a Significant Tool to Defend against Activist Hedge Funds* 33(5) International Financial Law Review, 22, 22-23 (2014).

^{③③} See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94(6) Harvard Law Review, 1161, 1201 (1981).

^{④④} See John C. Coffee, Jr., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84(5) Columbia Law Review, 1145, 1294-1296 (1984).

(Lucian Bebchuk) 引导的“股东权益项目”(Shareholder Equity Project) 一直致力于恢复“股东权力的神话”。虽然这些观点一直遭到琳恩·斯托特等人的反对,但是伴随着股东行动主义在全球兴起,交错董事会和毒丸计划相继被大面积“拆除”,股东权力的扩张已成不可逆之势。随着激进投资者行为的泛滥,这一情况现在可能会发生变化,如果说收购行为之前还会被《威廉姆斯法案》的披露规则和毒丸计划所限制的话,那么今天的“狼群”(Wolf Pack) 战术已经能够战胜《威廉姆斯法案》和毒丸计划。因此,“旧的平衡被破坏了”^⑤。董事们可以拾起新的“武器”,借助反对“短期主义”(Short-Termism) 开始行使其权利并在反收购领域大展拳脚,当然,其也必须承担起相应的信义义务。与美国相比,董事们在中国的资本舞台施展拳脚的表演只能用“进退维谷”来形容。一方面,中国资本市场的法律架构也在一定程度上限制了毒丸的施展空间,这使得股权较为分散的公司随时都暴露在资本猎手的枪口之下。另一方面,也正是因为资本市场中规则的空白优势,某些尝试在今时今日就变得不可或缺且势在必行。中国的资本市场在面对并购时已由“蹒跚学步”突击进步到“探索前进”。

于是,董事到底“作为与否”已经不再是一个难以回答的问题。相较成熟资本市场,我国的实际情况更需要董事会力量的参与。我们应更多关注的是“如何作为”这一问题,还有如何使董事会的行为在面对激进投资者时更显“有理有据有节”。既要维护股东参与公司治理的积极性,同时又不能任由短期主义将公司带入歧途。因此,在面对激进投资者时,只有通过增加透明度(Increased Transparency) 的方法来达到董事与股东之间的平衡。而透明度的增加不会妨碍股东积极性,但它会放缓对实际控制权的取得。^⑥所以,在面对激进投资者时,董事的首要任务是防止公司可能会出现短期主义,这种警惕与配合式的义务将成为面对激进投资者时董事信义义务的新常态。

三、激进投资者与短期主义结合的警惕

(一) 短期主义偏好的产生

为什么会存在短期主义倾向? 也许原因各有不同,许多机构投资者偏好短期主义行为,因为他们试图表现出强劲的短期业绩,以便能够吸引新的投资者进入他们的基金;而有的基金经理需要良好的短期业绩,便于他们能够续签管理合同以及获得新的合同;对冲基金经理往往能够在短期主义行为中得到一些即时结果的补偿;即便是那些没有受到短期销售压力困扰的机构投资者也同样存在短期主义偏好,因为他们无法准确地评估复杂、长期、技术先进的信息,所以他们需要依靠简单的信号来评估公司股票在

^⑤ John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 (3) *Journal of Corporation Law*, 545, 603-607 (2016).

^⑥ *Id.* 606.

其投资组合中的价值 因此相应的季度业绩因其相对简单而显得尤为突出。^{②7} 这些都成为短期主义行为兴起的助力 在短期主义偏好产生的同时 对其的质疑之声也从未停止过。

(二) 短期主义与长期绩效的关系

投资者的短期主义行动会对企业的长期绩效存在不利影响吗? 这本身就是一个见仁见智的问题。美国学者也分为两大阵营对此展开讨论。卢西恩·别布切克等以 1994 年到 2007 年间的两千多起由激进对冲基金发起的积极干预为研究对象, 得出结论如下: 这一论断是没有数据支持的。因为实证调查显示, 没有证据表明, 积极的干预措施是以牺牲长期绩效来获得短期收益的。也没有证据表明, 积极的干预措施会带来长期的负回报。政策制定者和机构投资者不应该接受积极干预行为将在长期内导致公司和股东付出高昂代价的这种论断。这样的论断也不能为限缩股东权利和限制股东参与提供一个有效性的基础。^{②8} 别布切克教授在最近的讨论中依旧秉持这一观点, 认为政策制定者、机构投资者和董事会首先不应接受激进的干预往往不利于公司长期价值的论断。^{②9} 比尔·乔治(Bill George) 和杰·洛尔施(Jay Lorsch) 评价了别布切克等所做的实证调查, 但是依旧认为激进投资者不能起到积极的作用, 并且会助长短期主义。^{③0} 而琳恩·达拉斯(Lynne Dallas) 则认为是短期主义引发了金融危机, 且有证据表明, 某些机构投资者所从事的短期交易导致盈余管理和短期行为普遍存在于业界, 引发金融和非金融企业的长期损害。^{③1} 纵观中国资本市场的发展历程, 历次“股灾”皆与投机风潮密不可分, 虽然没有大数据证据表明短期主义必然影响企业长期绩效, 但是笔者依旧赞成企业需要秉持长期的价值投资理念, 对于短期主义应予以适当警惕。这种警惕既来源于对激进投资者投资目的与投机本性的不信任, 同时也是董事会在履行信义义务时一种不可忽略的警觉。而这其中还有一个不可忽略的问题便是: 激进投资者必然会引发短期主义行为吗? 答案是并不尽然, 所以需要董事会对激进投资者的意图加以考察和判断。

(三) 激进投资者意图的辨明

不论学界争论的结果如何, 激进投资者与短期主义之间的关系有时影不离灯, 有时却又影影绰绰。如何对激进投资者的意图加以判断? 如何预防随时可能到来的短期主义? 比尔·乔治和杰·洛尔施认为董事会需要了解激进投资者的操作手法, 具体需从

^{②7} See Mark J. Roe, *Corporate Short-Termism: In the Boardroom and in the Courtroom*, 68(4) Business Lawyer (ABA), 977, 985(2013).

^{②8} See Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Funds Activism*, 115(5) Columbia Law Review, 1085, 1098-1101 (2015).

^{②9} See E. Norman Veasey, Lucian A. Bebchuk & Jonathan R. Macey et al., *Corporations: The Short-Termism Debate*, 85(3) Mississippi Law Journal, 697, 706 (2016).

^{③0} See Bill George & Jay W. Lorsch, *How to Outsmart Activist Investors*, 92(5) Harvard Business Review, 89, 90(2014).

^{③1} See Lynne Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37(2) Journal of Corporation Law, 265, 362-364(2012).

以下几个方面加以考察。^⑫

1. 短期内抬高股价的目标考察。激进投资者亟需在短期内提升股票价格,不仅仅是出于获利的考虑,同时也能代理权争夺争取到更多选票,而更为关键的是迫使公司现任管理层采纳其所主张的提升股票价格的后续举措。而短期内抬高股价也是投机套利的主要目的之一,资金的炒作往往具有短期性,抬高股价一方面方便套利获益,另一方面,能够争取到一部分股东的认同,他们认为激进投资者的策略奏效使得股价得到提升,而股价的提升让他们在代理权争夺中毫不犹豫地将选票投向激进投资者。迫使公司现有董事会及管理层采纳激进投资者的后续举措,为其在股价进一步走高后套利提供便利条件。

2. 手段的相似性考察。激进投资者所利用的手段通常包括企业分拆、剥离业务和股票回购、增加债务。这些都是短期主义的惯常手法,当然,其中最大的受益者必然是激进投资者。激进投资活动的杠杆效应和影响力远远超过他们所投资的股票总市值。因为激进投资策略往往伴随着公司业务的巨大变动,所以才使得短期主义行为看上去如此“形迹可疑”。以分拆公司为例,如果没有分拆之必要,只是运用资本运作的手段,使得公司分拆后出现股价走高的现象,那么无异于是“竭泽而渔”,将公司的价值提前压榨殆尽。而这些手段往往具有较高的相似性,都是通过一些惯常手法达到目的,所以需要认真识别并提前做好预防。

3. 公司自身结构性风险的考察。公司在战略和资本结构上可能存在的漏洞会被激进投资者捕捉到,这是他们选择目标公司的一个重要参考因素,董事会应该及时采取应对策略。从某种程度而言,正是因为公司自身的风险“体质”吸引了激进投资者,他们通过筛选、排查,捕捉到公司存在的某些漏洞并迅速利用该漏洞大做文章,有些公司原本就亟待解决这些问题,恰巧被激进投资者发现并利用,往往使得公司对此显得有些措手不及,这就要求公司董事会认真评估和思考自己公司是否存在战略和资本结构上的风险及漏洞,一旦发现需要及时采取措施,以防被别有用心之人利用。

4. 改变公司治理结构的考察。激进投资者通常会先取消交错董事会和毒丸计划等反收购措施。这时,董事会就应该有所警惕,因为在拆除掉这些障碍后,他们将进行代理权争夺以谋求董事会席位,取代 CEO,并递交提案,公布其改变公司战略的具体主张。针对公司治理结构的改变往往是激进投资者的惯用策略,他们需要拆除反收购措施为自己的收购大开方便之门,在拆除掉反收购障碍后,改变公司现有的治理生态便势在必行,因为股权的争夺只是手段,而控制权的争夺才是目的,单单进行收购行为并不触及控制本身,只有涉及董事会席位、选举新的 CEO 并带来改变公司战略的主张时,激进投资者才算将其真正目的展露无遗。

上述几个方面只是提供了一个粗略的分析框架,董事会对激进投资者意图的考察判断要与具体实践相结合,警惕短期主义的同时也应警惕公司自身所存在的风险。这

^⑫ See Bill George & Jay W. Lorsch *supra* note 30, 90-91.

里需要明确的是,董事会的职责不仅仅是对激进投资者的意图做出判断,分析激进投资者是否需要通过短期主义行为达到投机目的并采取有效手段予以预防,对于公司董事会而言,激进投资者的存在也是一种外部激励,激励其认真完善公司治理结构,随时警惕公司自身可能存在的风险,督促公司董事会未雨绸缪,及时改进公司自身问题。

四、公司章程预防短期主义嵌入的进路

为应对将来可能会出现收购行为,雅化集团等上市公司将“恶意收购”定义为凡是未经公司董事会同意取得公司控制权的收购都应属于“恶意”,且其股东大会有权以普通决议的形式认定某收购行为是否属于恶意收购。^③但依旧有一个问题悬而未决:何谓取得控制权?恐怕在持股达到披露比例后,目标公司的防御行为就要开始了。而在激进投资者眼中,无须到达第一大股东的位置便可以展开积极的行动。然攻守双方“无义战”^④,何谓善恶难以区分,法律虽有“善意取得”,也有“恶意串通”,但是却没有专门的标准来判断收购方的善与恶。从董事会单一视角来衡量,任何对控制权存在威胁的行为皆是恶意。所以,判断善恶并无实际意义。依前述而言,董事会的防御只可以基于一个目的,那就是公司整体和长远的利益,简化而言就是为了防止出现“短期主义的暴政”^⑤。

支持对激进投资者采取行动的观点认为,法无明文规定即可行。然而,在交易所不断抛出问询,投资者也不断质疑的声浪下,不禁还是陷入此番诘问:是否只要法无明文禁止,上市公司皆可为?其实不然,这里为公司章程的合理化以及董事会采取反收购措施的合理边界提供了一个简要的分析进路。

(一) 不应设立增加投资者义务的条款

将履行信息披露的通知义务由《公司法》默认的5%修改为3%,以及更改报告通知的对象和方式的做法在某些上市公司看来并无不妥,美国经验的借鉴意义在于,那些出现在公司章程中要求投资者披露持股比例低于市场标准的做法,美国证券交易委员会(SEC)并未表示出多少兴趣,玛丽·怀特(原美国证券交易委员会主席)本来就是一个投资者积极行动的支持论者。^⑥这也不仅仅是对董事会机会主义行为的一种警惕,因为此处并非利用公司章程“选掉”公司法规则,而是利用公司章程增加了投资者的“法定义务”。罗纳德·吉尔森(Ronald Gilson)认为,某些对于股东的限制,可以在股票首次公开发行(IPO)时完成,例如设立双层股权结构。但是绝对禁止改变现有股东权利。^⑦

^③ 参见张骞文、黄豪:《上市公司成“惊弓之鸟”纷祭出“驱鲨”条款反收购》,载《证券时报》2016年8月4日A4版。

^④ 参见《孟子·尽心下》,“春秋无义战”,此处引申为没有哪一方的行为是绝对正义的。

^⑤ See Dominic Barton & Mark Wiseman, *Focusing Capital on the Long Term* 92 Harvard Business Review, 44, 44-51 (2014).

^⑥ See *Nasty medicine*, Economist, July 5, 2014.

^⑦ See Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 (5) Virginia Law Review, 807-841-844 (1987).

公司章程有没有增加“法定义务”的权力的确是一个需要小心回答的问题,由于此类权力无端扩大甚至往极端方向演化对于控制权流动和股东权利而言必然是灾难性的,所以不应鼓励。但是,值得注意的是,激进投资者通常持有的股权比例一般低于10%,通常保持在一个中位数6.3%上。^{③⑧}我国《证券法》5%的法定披露义务是否还符合激进投资者兴起的时代背景确实有待商榷,但这是另议之问题。对于目前的现实状况而言,上市公司的章程修改需要遵循不增加股东法定义务的原则。

(二) 区别对待规则应有必要限度

虽然公司章程防御性条款已经在实践中大量出现,也需要得到承认并获取生存空间,因此在实践中需要审慎对待此类条款的效力问题。^{③⑨}

1. 投放“驱鲨剂”

第一 特定决议表决比例限制

我国《公司法》对于股东大会表决事项采取分类处理,针对特定事项要求参会表决权的2/3以上通过^{④①},但是有些上市公司针对恶意收购的情形,将参会表决权提升至3/4^{④①}甚至4/5^{④②}以上。

第二 高管任职条件限制

有上市公司章程直接针对恶意收购情形规定,公司高级管理人员必须具有一定的行业知识与从事本行业的工作经验^{④③},也有章程规定董事提名人员必须具有与公司目前主营业务相同工作经验的要求。^{④④}

第三 持股时间和持股比例限制

在针对股东自行召集和主持股东大会的持股时间和持股比例的标准上,90天以及10%单独或合计持有是《公司法》规定^{④⑤},但某些“驱鲨剂”条款必然对此存在更为严格

^{③⑧} See Lucian A. Bebchuk, Robert J. Jackson & Wei Jiang, *Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy*, 39(1) Journal of Corporation Law, 1-4-5 (2013).

^{③⑨} 参见王建文:《论我国引入公司章程防御性条款的制度构造》,载《中国法学》2017年第5期。

^{④①} 《中华人民共和国公司法》第103条规定:“股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是,股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”

^{④①} 雅化集团公司章程(2016年版)第95条“股东大会审议收购方为实施恶意收购而提交的关于购买或出售资产、租入或租出资产、赠与资产、关联交易、对外投资(含委托理财等)、对外担保或抵押、提供财务资助、债权或债务重组、签订管理方面的合同(含委托经营、受托经营等)、研究与开发项目的转移、签订许可协议等议案时,应由股东大会以出席会议的股东所持表决权的四分之三以上决议通过。”

^{④②} 商赢环球公司章程(2017年版)第79条“股东大会审议收购方为实施恶意收购而提交的关于收购、出售资产的议案时,应获得出席股东会有表决权股东的五分之四以上通过。”

^{④③} 山东金泰公司章程(2016年版)第125条“在发生公司恶意收购的情况下,董事会聘请的总经理人选,应当具有至少五年以上在公司(包括控股子公司)任职的经历,并具备履行职责相适应的专业胜任能力和知识水平。”

^{④④} 雅化集团公司章程(2016年版)第113条“提名的董事候选人应当具有至少五年以上与公司目前(经营、主营)业务相同的业务管理经验,以及与其履行董事职责相适应的专业能力和知识水平。”

^{④⑤} 《中华人民共和国公司法》第101条“股东大会会议由董事会召集,董事长主持……连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。”

的限制。例如在持股时间上要求更为严格^{④⑥}。还有在选任董事的股东资格方面,也有持股时间和持股比例的限制。^{④⑦}

2. 反对“野蛮人”

通过对上市公司章程反收购条款的考察,可以观察到针对收购者持股时间、持股比例、提案内容、公司治理要求等方面的内容,反收购条款均有涉及。但是公司章程自行设计的限制是否合理,怎样设计更合理这些问题还需以观后效。但是,公司章程中对于区别对待的条款理应有一个限度,是必须坚持和认真贯彻的。以董事任职条件的限制为例,要求收购方提名的董事候选人不仅需要有专业背景还要有从业经验。而针对收购后的股东大会特别决议的通过比例则提高到了出席大会股东的3/4以上。提升董事会的专业性原本值得鼓励,但这些规则的目的无疑是想让收购者知难而退,不啻如此,更彰显出一股“智子疑邻”的嫌疑,大有“我有情怀你没有”的道德俯视感。试问何以做此判断?如果对董事候选人做出新要求便应该一视同仁,不论新旧候选人皆从此要求。并不是说公司章程中绝对禁止出现区别对待的条款,只是作为公司“宪法”的章程代表了先入股东对后入股东的约束,董事会不能基于抵御收购的目的而利用这种约束,设立此类条款不能谓之全然无理,但章程自由还是更应建立在一个平等的框架之下。所谓公司章程防御性条款的设立目的不应当简单理解为抵御收购,而是为了更好的公司治理。所以,在设计条款时不能为了抵御而抵御,设立一大堆只对他人有效,自己则视而不见的条件。所谓平等框架,就是设立防御性条款也应该一视同仁,公司董事会对此有义务进行督促,不能因抵御收购的原因而选择自动忽视这一问题。

(三) 理性看待“金降落伞”与交错董事会

在美国,随着资本市场博弈规则的发展,“金降落伞”似乎已经度过了它的黄金发展期。莫伊拉·赫布斯特(Moira Herbst)认为,随着股东团体的兴起,“金降落伞”的情况在减少并且董事会必须不断去适应投资者的利益。^{④⑧}对“金降落伞”条款的质疑不绝于耳。反对者认为,董事会单方面制定的高额离职赔偿金计划目前看来主要目的是维护董事及高管人员的利益,对公司及其股东而言并无益处。倘若通过此类条款如果只由董事会表决通过则不仅于法无据,也于理不合。有建议说应当提交股东大会表决,并且应当是类别股东表决,更可以寻求以股票期权代替“金降落伞”作为对董事和高管离职的一种补偿。^{④⑨}

同样在美国,一度受热捧的交错董事会的数量正在下降,并即将变得罕见。在2000

^{④⑥} 山东金泰公司章程(2016年版)第48条“连续270日以上单独或者合计持有公司10%以上股份的股东才可自行召集和主持股东大会。”

^{④⑦} 山东金泰公司章程(2016年版)第82条“非独立董事候选人名单由本届董事会、连续270日以上单独或合计持有公司股份3%以上的股东提出。”

^{④⑧} See Moira Herbst, *The Golden Parachute Club of 2006*, Business Week Online, December 26, 2006.

^{④⑨} See E. Fich, J. Cai & A. Tran, *Stock option grants to target CEOs during private merger negotiations*, 101(2) Journal of Financial Economics. 413-414(2011).

年 标准普尔 500 指数中有 300 家公司拥有交错董事会,但截至 2013 年底,只剩 60 家。而与此同时的 2012 年到 2013 年,代理活动在所有的代理战中获得全部或大部分控制权的比例上升到了 42%,与前几年相比大幅增加。交错董事会数量的下降直接归因于别布切克引导的“股东权益项目”,其呼吁消除交错董事会并已经取得巨大成功。^{⑤①}

就国内资本市场而言,早在 2006 年兰州黄河修改公司章程时就已经出现了“金降落伞”,而交错董事会在 1998 年的大港油田收购爱使股份时则引发一时轰动。理想状态下,不论是“金降落伞”还是交错董事会,应该依靠市场的力量而不是行政力量予以干预。正如同持股比例的披露制度之所以会在 1968 年的《威廉姆斯法案》中诞生,就是因为那是收购的井喷期,收购方式太过迅猛,直接扰乱了收购市场。市场需要的是一种平衡,与美国热衷于“毒丸”不同,我国公司目前能够使用的反收购措施类似于美国 20 世纪 70、80 年代使用的“白衣骑士”等手段,这类措施现在在美国几乎没有公司使用。^{⑤②}但在中国却有可能是唯一的救命稻草(例如华润之于万科)。而交错董事会等方式的兴起可以起到一种弥补的效果,正如笔者所主张的,与其他方式相比,此类方式在抑制短期主义方面作用更大。如果现在以行政力量取消这些防御手段,则如约翰·科菲所言,失去了交错董事会这一屏障,公司管理层面临着更大的压力,一次代理权的争夺就可以颠覆整个董事会。^{⑤③}董事会与激进投资者之间力量对比悬殊则极易导致短期主义的成功。所以,在面对此问题时,我们一方面需要做的是尊重股东大会的权威,修改公司章程的决议需要股东大会予以表决而不是由董事会自己决断;另一方面就是尊重市场的权威,相对于规则博弈而言,此时此刻的资本市场更缺乏的是尝试,没有尝试便永远不知道什么样的制度会被市场机制擢选出来。因此,要预防激进投资者对公司实施短期主义行为就需要配合不同的措施和手段,这需要强大的制度土壤予以支持。

五、董事会面对激进投资者的行动守则

(一) 客观中立的秉持

在应对激进投资者时,董事会有义务平衡股东民主的维护与短期主义的预防,这就要求董事会保持客观性和中立性。董事会对于其中立态度最为可行的办法便是聘请中立的第三方顾问。著名基金投资者比尔·阿克曼(Bill Ackman)在对塔吉特(Target)公司展开行动时,多次提出拆分公司、分割公司业务的请求,但是都被塔吉特公司董事会拒绝了。最后,阿克曼发起了代理权争夺战,他在 CNBC 上宣传自己对公司的经营理念,但在 2008 年的股东大会中,公司董事会赢得了 73% 的选票,阿克曼不得不选择卖掉

^{⑤①} See John C. Coffee, Jr. & DariusPalia, *supra* note 25, 557.

^{⑤②} See Jeffrey N. Gordon, *An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=374620 (Last visited on June 22, 2016).

^{⑤③} See Ronald J. Gilson, *supra* note 37.

股份。而在这一战中,起到至关重要作用的一个因素就是公司长期以来的外部顾问:高盛集团(Goldman Sachs)和WLRK律师事务所(Wachtell, Lipton, Rosen & Katz)^{⑤③},他们凭借自身的专业知识从公司长期价值的角度考虑,提供了更为客观的第三方意见,这也使得公司董事会在面对激进投资者一系列短期主义提案时拥有更加中立和客观的立场。董事会不带偏见的运用客观、中立的标准来衡量激进投资者的请求,如果涉及短期主义行为,则引入第三方顾问提供外部支持。

(二) 长期价值的坚守

1. 定义长期目标和风险偏好后进行投资组合

正如沃伦·巴菲特(Warren Buffett)所言:我始终相信我是在为那些会留下的股东运营公司,而不是那些将要离开的人。^{⑤④}很少有人能像巴菲特一样将长期目标的哲学思维渗透进投资决策之中。概因何谓长期目标这一概念本身就不甚清晰,所以,董事会的首要任务就是明确长期投资的概念。例如投资界的翘楚、巴菲特执掌的伯克希尔哈撒韦(Berkshire Hathaway)就是采用标准普尔500指数为基准的五年期滚动绩效来彰显它的长期价值理念。^{⑤⑤}或许何谓长期价值不必拘泥于“三年”或“五年”这种形式化的标准,而是需要董事秉持一种其所认同并且能长期坚持的经营哲学。

2. 探寻公司的“内在价值”

长期价值的创造是一个持续的过程,这要求公司决策在任何时候都不会仅选择某种短期或长期的投资偏好。董事会必须为公司评估所有有利可图的机会,然后挑选那些有希望能够最大限度地提高公司价值的机会。因此,所谓创造长期价值并不是限制董事会只考虑那些具有长期性的投资项目。在价值最大化的决策中,并非短期或中期的投资组合就是错误的。董事会也不能对那些多年难以实现盈利但确实具有投资价值的项目抱有偏见。或者可以这样说,这是一种“内在价值”,而非“市场价值”的判断方法。即董事会的作用不是直接最大限度地提高公司的股票价格,而是要最大限度地发挥公司股票的“内在价值”。^{⑤⑥}

3. 以发现机会和实现机会的能力作为装备

董事会仅仅具备发现机会的眼光是远远不够的,还要求其具备管理和融资的专业知识,以及使用最具效益的方式来实现这些机会。这就要求董事兼具发现机会与实现机会的能力,同时还要为此付出大量的精力与时间。美铝(Alcoa)公司要求董事对本行业长期的投资与回报有深入了解,还需要其具备丰富的人生经验和经历过困难时期的考验。并非所有董事都是“全知全能”,玛氏(Mars)公司为此创建了一个由5名外部专家组建的外部顾问团队,作为对其家族董事的补充。而关于董事的履职时间,学者也有

^{⑤③} See Bill George & Jay W. Lorsch, *supra* note 30, 92.

^{⑤④} See Susan L. Decker, *A Shout-Out to Directors: Go Long*, 41 NACD Directorship 8, 9 (2015).

^{⑤⑤} See Dominic Barton & Mark Wiseman, *supra* note 35, 47.

^{⑤⑥} See Bernard S. Sharfman, *Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value*, 3 Columbia Business Law Review 813, 834-837 (2015).

每年需保证 24 天、35 天、54 天等不同标准。^{⑤7} 不论公司采纳何种标准来要求其董事会, 建立在这些标准之上的准则便是董事会依据其职权与能力防范公司落入短期主义的“陷阱”之中。

(三) 合理建议的采纳

需要注意的是, 警惕短期主义并不是排斥激进投资者, 而这种警惕也并非强调董事会完全不受干预。正是因为需要预防短期主义的倾向, 所以才需要加强与投资者(尤其是激进投资者)之间的沟通。正如同伯纳德·沙夫曼(Bernard Sharfman)所给出的建议一样, 激进的对冲基金与公司董事会之间不应该是对立的关系, 董事会所承担的角色应该是一个独立的仲裁员, 在激进对冲基金的帮助下对公司管理团队的低效率的决定进行监督, 激进对冲基金可以通过向董事会发出信号来帮助其创造长期价值。^{⑤8} 在这个过程中, 需要公司董事会与激进投资者之间进行必要和充分的沟通, 即便是董事会不认可激进投资者这种“协助者”的角色, 也应该从客观、中立的角度考虑其建议的可行性, 在沟通的基础上对合理建议予以采纳。

现实中并不缺乏成功的案例。有两只激进投资基金通过研究, 瞄准了美国铁姆肯公司(Timken Go.)并开始收购其股票, 在持股达 6.15% 时提出分拆公司的提案。起初意见遭遇反对, 在进行多次沟通交流并请外部顾问评估后, 董事会通过了这项提案。投资者之一的加利福尼亚州教师退休基金(Calstrs)的拉里厄(Larrieu)认为, 外部意见有时会让董事会耳目一新, 所以, 对待这种积极行动的反映不应该是拒之于千里之外。^{⑤9} 同样, 拉尔夫·惠特沃斯(Ralph Whitworth)对家得宝(Home Depot)公司会计错误的发现, 这使得家得宝采纳了惠特沃斯的部分改革建议。这说明激进投资者的建议有时也颇具价值, 只是需要董事会假以时日认真考虑。^{⑥0}

(四) 强监管下的适当行动

机构投资者积极行使股东权利、发挥监督功能已是当下普遍关注的话题, 在鼓励机构投资者参与公司治理的同时, 我国需要改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架, 不论是收购防御行为还是抵御短期主义的策略都应当在证监会的监管之下实施。首先, 对于反收购措施的运用, 需要给予相应的指导并明确适法性界线, 盲目借鉴西方经验和裹足不前畏惧创新都不宜采纳; 其次, 一线监管部门应当利用好监管措施, 加大监管力度, 实施动态监管, 发现反收购措施于法不合就要及时纠正, 而不是听之任之; 再次, 引导上市公司按照监管导向依法合规、稳健经营, 督促其完善公司治理; 最后, 多渠道监督并举, 投服中心的监督也是一种有益补充, 在这一轮上市公司修改章程抵御收购的浪潮中, 投服中心发出的声音无疑处在最前沿。质疑也好, 赞成也罢, 那些沉默的投资者、处在弱势的企业职工和无法发出声音的债权人, 都需要一个表达渠道。在强

^{⑤7} See Dominic Barton & Mark Wiseman, *supra* note 5, 102.

^{⑤8} See Bernard S. Sharfman, *supra* note 56, 813-858-860.

^{⑤9} See Peter Galuszka, *supra* note 6, 37-39.

^{⑥0} See Bill George & Jay W. Lorsch, *supra* note 30, 94-95.

有力的监管下,让收购中的各方尤其是董事会所采取的行动都于法有据、适当合理。

六、短期主义行为治理的重新思考

短期主义与长期绩效之间的争论一直喋喋不休,不论是从理论还是大数据分析方面,都没有压倒性优势的一方存在。本文无意探讨短期主义与长期绩效之间的古老话题,而是针对特定的激进投资者的短期主义行为对公司董事会提出治理要求,针对某些存疑的接管行为采取适当的防御措施。一言以蔽之,激进投资者的短期主义行为虽不能简单地以对错标准来进行衡量,但其想要在正确轨道上运行离不开有效的治理。

(一) 谨慎对待股东积极主义中的消极因素

伴随着激进投资者一起崛起的股东积极主义理论,通常意义上理解为,成熟的股东积极主义关心董事会席位和代理权争夺。也正因如此,激进投资者与股东积极主义存在天然的竞合部分,或许可以这样理解,某些主张股东积极主义的大型机构投资者(如加州公共雇员退休基金)虽然本意并没有那么激进,但是面对表现不佳的管理团队时,也会毅然决然地站到激进对冲基金这一边。最显著的例子便是20世纪90年代针对反接管法案的抗议,美国宾夕法尼亚州反接管法于1990年得以通过,加州公共雇员退休基金在法案通过后不久便致函给其持股的宾夕法尼亚州的公司,要求这些公司宣布放弃使用法案中的某些保护性条款。^①加州公共雇员退休基金全球治理董事安妮·辛普森(Anne Simpson)在2013年接受《纽约时报》采访时表示:“股东积极主义已经从门外的野蛮人,进化成能够和公司持有者一样做决策。”^②果真如此吗?想要通过股东积极主义实现长期投资价值,就不能够忽视短期的收益压力,它迫使你必须思考激进因素和退出策略。当长期价值成为一段“长征”,在一系列动作做出后仍需要以观后效时,所谓价值投资便会让位于收益压力,激进投资者总是需要优先考虑自己的退路。这也是为何需要谨慎对待股东积极主义的原因。资本有其退出途径,但是公司一旦误入歧途便无退路可寻。因此,短期主义治理的过程中首先要警惕的就是其所包含的消极因素。

(二) 准确认识短期主义治理与金融市场稳定的联系

有学者通过我国金融市场中股票型基金和混合型基金所披露的股票资产组合数据,对基金持股变化,上市公司每年度增股、配股、转股、送股以及股价、收益率、换手率等因素进行分析后得出中国股票市场换手率极高,短期机构投资者对未来收益的影响要大于长期机构投资者,短期机构投资者对资产收益的稳定性有较大的影响,并且短期机构投资者是市场不稳定的主要因素。股票收益与长期投资者持股比例并没有呈现正

^① 参见前引①,玛格丽特·M·布莱尔书,第144页。

^② 参见[美]杰夫·格拉姆《正在爆发的股权战争》,陈祺祺、路本福译,广东人民出版社2017年版,第191页。

相关关系。^③ 投资者短期主义对于公司长期绩效而言是否存在影响尚无法确定,但是短期主义与金融市场的稳定之间存在直接的联系。

当前的中国市场其实是全球市场的缩影,过度强调短期主义,在关注现金流动速度的同时却忽视了资金的时间价值。^④ 所以,短期主义的治理与维护金融市场的稳定密不可分。没有实际业绩支撑的短时间内股价迅速提升原本就为金融市场埋下了诸多不稳定因素,治理短期主义行为在金融市场上的成绩尤为明显。如果股票市场的短期压力迫使公司放弃长期价值,那么公司便有自身动力去发展相应的机制以促进长期盈利。如果短期交易降低了公司的时间跨度,那么另一些资金则可能在长期交易中获利,通过开发可靠的机制,让他们抓住有利可图的长期投资。市场体系将有动力推动实践朝着这一方向发展。如果股票持有者不愿意去评估长期的、复杂的信息,那么市场就有了激励机制来产生更长的持有时间。^⑤ 在治理短期主义的过程中需要强化金融市场稳定的重要性,以价值投资理念为导向,倡导理性健康的金融投资观念。

(三) 合理把握短期主义治理的公司治理本质

马克·洛(Mark J. Roe)认为,短期主义同样存在于公司的内部组织结构之中,^⑥ 所以,要应对短期主义,不仅仅需要警惕外部的激进投资者,同样还需要警惕公司内部的治理结构。而这种授权与监督的博弈依旧揭示的是公司治理机制所面临的一个核心问题:“股东和董事之间的权力的平衡”。^⑦ 一方面,需要董事的付出与投入;另一方面,“股东至上”的理念也需要受制于某种约束,如何平衡董事会的行动与股东利益之间的关系,应从以下几个方面予以考虑。

1. 董事会的专业化治理

董事会必须是以其专业的治理知识秉持一个长期的投资理念。激进投资者也需要有能力和时间来了解并参与公司事务。不幸的是,以美国为例,许多养老基金,包括许多州和地方政府雇员的退休金计划在专业和时间方面都难以保障,他们往往屈从于短期的政治压力或因为缺乏足够的专业知识,而使得长期投资决策难以保障。但是,成功的模式依旧存在。例如,新西兰养老基金(New Zealand Superannuation Fund),这家基金一直由其一个“监督人”董事会进行监管,委员会的成员都是在金融投资管理领域极富经验和专业知识的人士。其董事会的运作仅限于投资于它所说的具有“审慎的商业基础”(a prudent commercial basis)的项目。另外两个成功的典范是威康信托基金(Wellcome Trust)和耶鲁大学捐赠基金(Yale University's Endowment Fund)。^⑧ 他们的

^③ 数据资料来源于 Wind 数据库 2003 年 6 月至 2010 年 12 月,转引自刘京军、徐浩萍《机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?》,载《金融研究》2012 年第 9 期。

^④ 参见王彭《践行责任投资理念,消除短期功利主义》,载《上海证券报》2017 年 4 月 21 日第 02 版。

^⑤ See Mark J. Roe, *supra* note 27, 987.

^⑥ See Mark J. Roe, *supra* note 27, 997.

^⑦ See Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *supra* note 28, 1148.

^⑧ See Dominic Barton & Mark Wiseman, *supra* note 35, 48-51.

成功也并非偶然,每一个代表性的战略投资的实施都需要经过经验丰富的专业人士委员会的同意。由此可见,不论是目标公司董事会还是投资者一方的董事会,专业化的投资策略能够使双方在长期还是短期这个问题上寻求到共识。

2. 董事会治理的多样性

在亨利·汉斯曼(Henry Hansmann)和瑞尼尔·克拉克曼(Reinier Kraakman)《公司法的历史终结》一文中指出,以股东利益最大化为导向的公司治理模式将在与其他模式的竞争中胜出,而其他公司治理模式都在经历朝这种模式转变的趋同化过程。这项运动中也包括了董事会结构的趋同。^⑨虽然这一观点并不尽然,但也揭示出各国在公司治理领域的趋同性正在加强。与此同时,标准的统一却不能解决全部的问题。正如同欧盟当年提倡过强制性的双层董事会规则一样,建构论下的制度想与市场契合仅具备理性化的外观还远远不够,同时还需要适应市场选择的过程。对董事会治理采取相同的模式或者强制采取相同标准的做法,现在看来不甚可取。

美国公司的董事会正在将这种趋同由理论变成现实。面对来自股东、交易所和政府的多重压力使其必须做出改变,以独立董事为例,以前由公司自由选择的要求现在变成了独立董事必须占到董事会的大多数。而董事也被要求必须参与公司会议,花费更多的时间参与管理。这种统一的要求更趋教条化,事实证明,外部驱动对于提升董事会治理而言收效甚微。^⑩董事会治理标准的趋同恐怕更应该指向评价体系上的趋同。依据标准普尔公司治理评分体系(CGS),针对董事职能的界定;董事及高管的薪酬结构、股票期权的使用情况;董事会独立委员会的建设;董事会的规模;董事的任期;董事提名的过程;CEO与董事会主席是否实现两职分离;董事出席会议的要求、参与培训的情况^⑪等内容构成了一个理论上的评价体系。依据评价的内容可以得出一个董事会治理的直观印象,但是如果要求每个董事会都严格执行例如“CEO与董事会主席实现两职分离”的要求则既无理论必要性也无现实可行性。而每家公司的董事会在面对激进投资者时所采取的态度、方法、模式也必然与其治理结构息息相关,统一的应对策略显然不符合情况各异的董事会。由此观之,董事会治理趋同的大背景之下,治理选择的多样性依旧有其存在的必要。

3. 信义义务体系的优化

从1932年伯利(Berle)和多德(Dodd)关于董事信义义务对象的著名论战开始,学界对于信义义务的热情就从未消减。自20世纪80年代美国的又一次并购浪潮兴起之后,信义义务便不再是某一利益集体的附庸,而是开始遵循向公司负责,向股东长期利

^⑨ See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89(2) Georgetown Law Journal. 439, 455-456, 468 (2001).

^⑩ See Richard D. Parsons & Marc A. Feigen, *The Boardroom's Quiet Revolution*, 92 Harvard Business Review. 99, 99-100 (2014).

^⑪ 此处并非完全列举,参见周婷婷《董事会治理功能及其评价研究》,经济管理出版社2016年版,第10页。

益负责的原则,当然,随后兴起的利益相关者理论对此也修葺颇多。但是收购风潮总是最大的推动力,这一次是以激进对冲基金为代表的收购者,当激进投资者进入公司意在改变公司治理结构时,除了反收购防御措施外,还有一个最为重要的方面,那就是提倡扩张信义义务,将其扩大到股东尤其是控制股东身上。伊曼·安纳布塔维和琳恩·斯托特对于“股东至上主义”抱有一种深深的隐忧,他们认为,面对与日俱增的股东权力,激进股东可能会与其他股东产生严重的利益冲突,股东机会主义风险由此而生。但是公司法可以通过相对简单的机制解决这一增加的风险,那就是将信义义务更广泛地扩张到股东身上。^⑫如果说“宝万之争”是“因”的话,那么希望尽快能在我国《公司法》中结出股东(尤其是控制股东)和实际控制人信义义务之“果”。

4. 短期主义行为的司法矫正

短期主义行为治理的实质是公司治理,那么,不论是公司董事会面对激进投资者的短期主义行为时,还是激进投资者开始对目标公司欲意大展拳脚时,最后的手段都不会是毫无强制力的请求,而会落实到司法诉求之上。如前述,在美国,短期主义的行动早已扩张到了法庭之上,诉诸法律的原因包括希望制造管理层变动,董事局主席与 CEO 两职分离,结束交错董事会,质疑高管薪酬,为了更好的财务业绩表现和市场接受度而分拆公司。^⑬我国实践中虽然鲜见此类诉讼,但是伴随着激进投资者的兴起,以短期主义行动改变公司治理结构的手段也将逐步清晰完善,司法矫正作为最后之屏障的功效也将迅速凸显。

结 语

激进投资者的兴起是一个全球性的现象,随着收购策略的转型和反收购措施的逐渐完善,这种行动主义的方案在我国资本市场上将愈演愈烈,现已初现端倪。一旦激进投资者追求短期效益,只顾短期内推高股价、套现走人,则公司董事会需要对此保持高度警惕与戒备。正如科菲教授所言,投资者的积极行动使得公众公司面临越来越大的压力去承担债务并将公司盈利分给股东,而不是去做长期投资。虽然不建议禁止这种投资者的积极行动,但是更大的透明度是必要的,因为在很大程度上,它会冷却对冲基金的过度活动。^⑭而董事会的任务则是需要去设计一套长期的“弥补协议”,用以缓解那些他们认为有害的短期主义的市场特征。对于公司中系统性的短期行为应该被(董事会)小心谨慎地监视并静观其变。^⑮随着上市公司的觉醒,修改公司章程以应对收购

^⑫ See Iman Anabtawi & Lynn Stout, *supra* note 3, 1261.

^⑬ 以 2013 年为例有 234 起集体诉讼,据美国国家经济研究协会经济咨询公司(NERA Economic Consulting)的数据显示,2013 年激进投资者提起诉讼的结算额为 65 亿美元。See Peter Galuszka, *supra* note 6, 35.

^⑭ See John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *supra* note 25, 605-608.

^⑮ See Mark J. Roe, *supra* note 27, 997-998, 1005-1006.

的案例将会成倍增长 ,虽然证券监管部门对此予以密切关注并发出问询 ,但上市公司的迫切需求却依旧有增无减。对于此类修改章程行为 ,适当地引导胜过一味地臧否利弊 ,而新问题的出现也预示着解决方案就在不远处 ,或许对于并购市场的良性持续发展来说 ,这是一个好的开始。

Abstract: In the face of the increasingly fierce acquisition wave in the capital market of China , the boards of many listed companies have begun to revise their regulations of association in response to acquirers. In the process of modifying the regulations , the board of directors tends to focus on preventing the acquisition , which results in a lot of controversial provisions of anti-takeover. In fact , the flow of control rights is very normal , and what the board of directors should be more concerned about is how to be vigilant and prevent possible short-term behavior of investors. The rise of shareholder activism tends to create the radical investors who take advantage of the opportunity of changing the corporate governance structure to exert an impact on corporate strategy in order to achieve the purpose of boosting stock prices and cash-out in the short time. This kind of behavior will cause some damage to the long-term strategy and interests of the company. The board of directors of the target company needs to make a full investigation of the intention of the investors with objective and neutral criteria , communicate effectively with investors , accept reasonable suggestions , take appropriate actions under strong supervision , and construct a more perfect governance structure.

(责任编辑:王莉萍)