

董事“监督”公司外部股东时的义务

缪因知

〔摘要〕 董事会或董事实施监督、制约外部股东的行为,是公司治理中的新问题,表现形式包括直接批评外部股东、提议或实施反收购措施等。董事会不可放弃的基本功能是监督、制约公司控制者(控股股东或管理层),独立董事的设置亦是增强了董事会的这一功能。董事会对监督外部股东等其他主体行为的监督不可背离监督公司控制者的基本使命,必须满足三项条件:符合公司利益;保持中立、防止偏袒控制者;避免自身的利益冲突。董事包括独立董事个人亦需遵守这三项条件。董事不应以董事的个人身份对非控制者行使监督,而必须通过董事会的决议程序。董事会决议时,针对外部股东的事项越重大,越可能违反中立性、利益冲突性要求时,越应该采取更慎重、严格的审查标准。

〔关键词〕 董事会;独立董事;公司治理;反收购

一、问题的提出

公司治理理论是关于如何优化公司参与方之间关系、维护公司及各参与方权益的学说。公司相关权威、权力、责任的分配是其中的核心。^①公司治理的基本主体是股东、董事会、监事会和管理层。其中,控股股东和其他股东、独立董事和其他董事的法律地位、权利义务又有所不同。

随着上市公司实践的日趋复杂,特别是上市公司及参与方的证券市场活动的变化纷繁,公司治理主体之间互动不断翻新,一些原本意想不到的合纵连横会出现,为公司治理和我们思考公司参与方的行为边界,提供了新视角。

本文的主旨是探讨董事行使职权时的义务与责任。董事会作为公司治理的中心机构,其作为与不作为事关投资者保护的核心。^②本文选题构思源于2018年万科股份公司的独立董事质疑第二大股东宝能系的持股合法性引发的争议。这样的案例未必“后无来者”,本文所试图得出的理论框架也将不限于个案,而希望为独立董事如何处理与董事会、外部股东的关系提供更多的学理支持。

在2015—2016年间,宝能系敌意收购万科股份公司的活动,可谓中国资本市场上里程碑事件。

缪因知,法学博士,中央财经大学法学院教授(北京100081)。

①R. M. Buxbaum, “The Internal Division of Powers in Corporate Governance”, *California Law Review*, Vol. 73, No. 6, 1985, pp. 1671—1734.

②董事相关情形是投资者保护指数的基本决定因素之一,参见罗培新:《世行营商环境评估之“保护中小投资者”指标解析及我国修法建议》,《华东政法大学学报》2020年第2期。

法学界对此案的公司治理问题的讨论也较多。^① 由于宝能系在杠杆资金运用方面的问题遭到了监管者处罚等因素,其最终自行终止了敌意收购。万科的股权结构则出现了相当“非典型”的局面:第一大股东深圳地铁公司持股 29.38%,并控制董事会,第二大股东宝能系累计持股 25.4%,相距不远,但在董事会、监事会、管理层中均无代表,在公司治理中的地位实际上与外部中小股东无异。2017 年 6 月万科新一届董事会选举产生,其中新任独立董事的刘某某在资本市场知名度较高,在任职前就曾经严词批评宝能系的行为。^②

2018 年 1 月刘独董发出致证监会主席的公开信,声称“作为万科的独立董事”履行职责,鉴于宝能系的钜盛华公司持有的 7 个结构性资产管理计划(合计持有万科 6.9% 的股份)已经于 2017 年末到期,她请求证监会命令这 7 个计划立即清盘,不得续期。当日万科股价大跌 5.7%,地产板块跌幅最大,市场对此争议激烈。

钜盛华等的资管计划是否应当到期清盘,是一个证券监管法问题。有研究认为证监会有权同意这些资管计划续期。^③ 在此不多做展开。在公司治理框架内,本文讨论如下问题:

(1) 董事会或董事是否有权就外部股东(指在董监事会、管理层中无利益代表、处在公司治理体系之外的股东)的股份取得或持有之合法性予以监督、制约? 这里的监督、制约做广义理解,近年来我国资本市场中针对上市公司的敌意收购案件增加,董事会通过各种方式(如提议修改章程、诉讼、舆论攻击)以制约、限制收购人的行为,也可纳入这个视域思考。

(2) 若可以监督、制约,则董事会或董事应当如何行使前述权利? 例如,董事个人是否可以行使此权利?

本文讨论主要是在存在股东的“内部人”“外部人”区分、存在公司控制权争夺市场的股份有限公司特别是上市公司的背景下展开。同时值得说明的是,本文旨在探究一般性理论框架,本人与文中提及或影射的任何个人或单位及其代理人均无利害关系。

二、董事会或董事对外部股东的监督职能

本部分认为,董事会或董事可以监督外部股东,但鉴于董事的基本使命是监督公司控制者的基本使命,故监督外部股东时,必须符合三项条件:维护公司利益所需;保持中立、防止偏袒控制者;避免自身的利益冲突。

(一) 监督公司控制人是董事会不可放弃的核心职能

董事会系公司治理中最重要机构,其承上启下,既负责执行股东会的决议,又直接监督管理层、决定重大事项。美国公司法的圭臬《特拉华州普通公司法》的第 141(a) 条规定“所有公司的业务和事务应由董事会进行管理,或在董事会的指挥下进行管理,除非本章或公司成立证书中另有规定”。约束伦敦股票交易所上市公司的《联合王国公司治理守则》认为公司治理就是“董事会如何行事与设定公司的价值”。^④

^①纸媒的重要评论有邓峰:《从万科案看公司法中的魔鬼细节》,《南方周末》2016 年 6 月 30 日。张巍:《资本的规则》,北京:中国法制出版社,2017 年,第二十四至二十六节。缪因知:《从公司治理角度看万科举报信的是非》,《经济参考报》2016 年 7 月 26 日,第 8 版;《万科董事们的命运将会怎样》,《经济参考报》2016 年 7 月 6 日,第 6 版。另有大量网络评论不一列出,比较重要的有彭冰教授撰写的系列。

^②《刘姝威:宝能举牌万科 监管不清晰将酿成大祸》,新浪财经 <http://finance.sina.com.cn/stock/s/2016-07-10/doc-ifxtwiht3467938.shtml>。

^③缪因知:《证监会有权批准钜盛华资管计划不清盘》,《新京报》2018 年 2 月 1 日,经济时评版。

^④Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, p. 2, <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>。

值得注意的是,董事会的管理职能正日趋面临挑战。在实行“董事会中心主义”法制^①的国家(典型如美国),20世纪六七十年代时,超越了传统总经理职权的首席执行官(CEO)为代表的新管理层已然强势崛起,^②动摇了董事会中心主义的可适用性。^③“董事会在理论上代表企业主,但是他们对企业管理日益生疏,并且对企业管理也拙劣无能,他们成为象征性的指挥者”。^④董事就算不是经理的卒子(pawns),也难言是统治者(potentate)。^⑤

理论界亦呼应了这一变化。Peter Drucker等新主流管理学者鼓吹“经理主义”,漠视股东和董事的角色。^⑥法律界亦以《示范商事公司法》的修订为标志,认同董事会的管理功能色彩减弱、监督色彩加强的现实。在管理功能“下放”的同时,监督功能成为了董事会更为核心的、不可放弃的核心功能,并形成了所谓制约管理层霸权的董事会模式。^⑦

在实行“股东会中心主义”法制的国家(典型如中国),“一股独大”是传统的结构性痼疾。与此同时,在近三十年的社会主义市场经济建设中,股权分散、经理人具有明星光环的大型公司也逐渐浮现。一方面,国有企业固有的“所有人缺位”问题^⑧使得国有股集中的股权结构实同股权分散的结构。“国有公司中,经理控制的积弊可谓触目惊心。”^⑨故而,在国有独资、全资公司中,外部董事应当占到多数,以监督管理层。^⑩而国有控股公司中,非国有股东仅持有股权已经难以产生相应治理作用,有学者主张非国有股东向国有企业委派董事才能缓解委托代理问题和改善公司治理,特别是降低国有上市公司财务重述等治理乱象的概率。^⑪

另一方面,尚未完全渡过创始人时代的我国民营企业也有着明显的个人控制、家族控制的色彩。一些企业如阿里巴巴施行的所谓合伙人制度也侵蚀了董事对管理层的约束。经理人的实际地位和自由裁量权远远超出了执行董事会决议和意志的制度初衷。^⑫故而,董事会的监督功能需要更为法律所重视。

在其他一些特殊的公司法制下,董事会的监督功能同样居于关键地位。如德国的双层董事会模式突出了监督委员会对管理委员会的上下级制约作用。董事会本身也有守法义务,“董事不能执行无效的股东大会决议,对于可撤销的股东大会决议则应恰当衡量是否提起撤销之诉”。^⑬日本自1990年代起传统的以主银行为核心的公司治理体制发生变革,2002年商法修订后,执行官制度成为

①S. M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, *Northwestern University Law Review*, Vol. 97, 2003, pp. 547 - 606.

②R. J. Lerner, “Ownership and Control in the 200 Largest Non-financial Corporations, 1929 and 1963”, *The American Economic Review*, Vol. 56, 1966, pp. 777 - 787. 200家最大的非金融性公司的管理层控制比例从1929年的44%上升为1963年的84.5%。法学界的评论见M. A. Eisenberg, “The Legal Role of Shareholders and Management in Modern Corporate Decision-making”, *California Law Review*, Vol. 57, No. 1, 1969, pp. 10 - 14; M. Eisenberg, “Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants”, *California Law Review*, Vol. 63, No. 2, 1975, pp. 375 - 439.

③J. C. Coates, “Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are US Public Corporations?”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 24, 1999, pp. 840 - 842.

④[美]托夫勒:《第三次浪潮》,朱志焱等译,北京:新华出版社,1997年,第63页。

⑤J. Lorsch & J. Young, “Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards”, *Academy of Management Executive*, Vol. 4, 1990, pp. 85 - 87.

⑥P. F. Drucker, *Concept of the Corporation*, London: Transaction Publishers, 1946/1993. 这份关于通用汽车公司的管理学经典文献是第一份对成功企业内部运营的个案研究,但对董事会只是一笔带过。

⑦L. L. Dallas, “The Multiple Roles of Corporate Boards of Directors”, *San Diego Law Review*, Vol. 40, No. 3, 2003, pp. 781 - 820.

⑧国企的国有股东的三种基本权利如现金流权利、管理者任命权、重大事项决定权均已形同虚设,见缪因知:《从国企到公共企业的法律调整与所有制调整》,《交大法学》2017年第3期。

⑨胡改蓉:《国有公司董事会独立性之保障》,《华东政法大学学报》2010年第6期。

⑩如2015年《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》规定“国有独资、全资公司的董事会和监事会均应有职工代表,董事会外部董事应占多数”。

⑪蔡贵龙等:《非国有股东委派董事与国有上市公司财务重述》,《中山大学学报》(社会科学版)2021年第1期。

⑫施天涛:《公司法论》,北京:法律出版社,2006年,第352页。

⑬陈霄:《论经营判断规则在我国的引入及相关问题——以德国的立法和实践经验为参考》,《财经法学》2015年第4期。

了治理模式的选项,^①管理层地位提高,而配套的是董事监督功能强化,并引入了外部董事。^②

独立董事是董事会中的“异类”,但并不背离董事的一般权利义务,且正是为了强化董事会的核心监督功能。独立董事起源于股权分散的美国,^③倡导者是纽约股票交易所,目的是防止董事会为日益强势的管理层所控制。中国证监会2001年《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》将此制度强制引入中国(2006年《公司法》规定上市公司必须设置独立董事),法律法规赋予了独立董事一系列独立发表意见的权利和特定事项否决权,^④尤其强调要关注中小股东权益不受损害。甘培忠教授等进一步倡言“应由独立董事独揽上市公司的监督权”。^⑤

较之美国法中对股东和管理层之间的纵向代理成本问题,股权集中度高的我国的主要公司治理痼疾是大小股东之间的横向代理成本问题。独立董事在我国的制度功能可能以监督控股股东为主。不过,在一些股权分散的公司,董事之功能也可能以监督管理层为主。在控制股东和经理人两强相争的上市家族企业中,独立董事则负担着居中协调二者,以维护公司利益的重任。^⑥

故而,尽管有时候董事还可能起到管理决策功能,但鉴于其产生方式、活动的非日常性(一年召开2次会议即符合法律最低要求)和对公司信息流的非直接占有,董事会往往不是公司的真正控制人。董事会更为永恒的基本使命和基本权利与义务在于对公司控制者的监督与制衡,无论控制者是控股股东(含控股股东的实际控制人)还是管理层。独立董事的功能更是集中于监督,^⑦“独董的制度目标是监督和限制控制权私人利益”。^⑧

(二) 董事会对其他主体的监督不可背离监督公司控制者的基本使命

那么,董事会或董事有无权利监督外部股东呢?从一般性的角度讲,自然任何人都都有权质疑、批评甚至依法制约其他人的违法行为。从特殊性的角度讲,董事会有权利关注任何涉及公司利益的事项,并对公司关联人可能影响公司利益的行为予以监督、制约。甚至可以说,董事会应当关注他人侵害公司利益的重大行为,否则董事可能涉嫌未尽到勤勉义务。较之一般人,外部股东特别是较大的外部股东与公司的联系更紧密,损害公司利益的可能性更大,董事会或董事应当对其予以更多注意,研究是否应当及时采取必要措施。

在此还需要说明的是,虽然公司另有监事会这一法定监督机构,但一方面,监事职权有限,根据《公司法》第五十三条,监事会主要负责“枪口对内”,主要职能是“检查公司财务”“对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督”等;另一方面,众所周知我国的监事会较为孱弱。^⑨2021年12月全国人大常委会《公司法修订草案》一读稿甚至允许公司选择取消监事会。相比之下,董事会直接

①张凝、吴建斌:《日本公司治理中的执行官制度研究》,《环球法律评论》2007年第5期。

②缪因知:《论中国的银行主导公司治理模式》,《政治与法律》2009年第1期,第123页。

③J. N. Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950—2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, *Stanford Law Review*, Vol. 56, 2007, pp. 1470—1472.

④例如,2006年制定的《上市公司收购管理办法》(2020年最新修订)规定:上市公司董事等内部人拟收购公司时,需取得2/3以上的独立董事同意。独立董事发表意见前,应当聘请独立财务顾问出具专业意见。

⑤甘培忠、马丽艳:《董事会中心主义治理模式在我国公司法中的重塑》,《财经法学》2021年第5期。

⑥缪因知:《家族企业治理中的控制股东、经理人和独立董事》,《北大法律评论》第14卷第1辑,北京:北京大学出版社,2013年,第186—188页。

⑦S. B. Avcı, A. C. Schipani & H. N. Seyhun, “The Exclusive Monitoring Function of Independent Directors”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 21, No. 2, 2018, pp. 235—287. 赵立新、汤欣、邓舸:《走出困境——独立董事的角色定位、职责与责任》,北京:法律出版社,2010年,第148—149页。

⑧曾洋:《重构上市公司独董制度》,《清华法学》2021年第4期。

⑨不少学者严重质疑了监事会的作用,如甘培忠:《论完善我国上市公司治理结构中的监事制度》,《中国法学》2001年第5期,第78页;石少侠:《我国新〈公司法〉中的公司治理结构》,《当代法学》2007年第6期,第4—6页;蔡伟:《公司内部监督责任体系的困境——基于对监事的再考察》,《中外法学》2018年第6期。不过亦存在反对意见,如杨大可:《中国监事会真的可有可无吗?》,《财经法学》2022年第2期。

管理经理层更为有力,有更多更充分的权能可以发挥。无论在理论上,还是在实践中,均是监督、制约外部股东的主体。

然而,“董事、监事、经理等公司法主体是具有特定身份的主体,其所享有的公司法上的权利(权力)同时也是其法定职责”。^① 董事会对公司控制人以外的主体实施监督、制约等行为时,应当遵守下述原则,以防止背离其制衡控制人的基本使命:

一是维护公司利益所需。董事会是公司的正式治理机构,具有运作成本;其决议在被撤销前,代表、约束公司,故董事会的审议和决议不宜轻举。个人以董事身份实施监督、发声时,也应与其董事职权紧密相关,相应行为应当是维护公司利益所需,并符合公司利益。

公司利益指公司合法的整体利益,而非个别股东的利益;在公司财务恶化等情况下,甚至不是股东的整体利益,而是债权人的利益。^② 支持、容忍股东的行为自由,以增进股东的投资积极性,亦属于公司利益的一部分。即便股东从事不直接涉及公司利益的违法行为,亦不应由董事会审查。纵然股东特别是较大的股东从事违法行为可能损害公司形象,但若该等行为未能在法律层面(而非道德层面或公共形象层面)可追责地视为侵害公司利益,法律法规也未规定可因此限制股东的权利或授权章程对此作出限制性措施时,董事会无权自行对之采取监督或其他制约手段。

即便董事会认为有必要对股东实施监督、制约,其亦应当在主观内心上确信所采取的行为的收益与成本考量符合公司的利益最大化。符合公司利益与否,不完全是董事会职权和裁量范围内一项实体裁量,而需另行施加程序性要求。

二是中立性。董事处在公司治理的核心位置,具有特殊影响力和特殊义务。由于董事实际上基本由内部人、控制人提名或选举产生,总体上是内部人、控制人喜欢或不厌恶的人,他们虽然负有将公司利益置于自身、内部人或控制人利益之上的法律义务,但是否能始终如此行事,存在着一定的制度紧张感。所以,我国成文规则中如证监会《上市公司章程指引》明确规定董事的基本义务包括“公平对待所有股东”,此义务的条文位置前于“及时了解公司业务经营管理状况”等,仅次于保证公司合法经营的义务(从2016年版到2022年版均为第98条)。

具体而言,对股东(大)会作决议,董事会亦只有在此等决议满足要式性、事先性及拘束性的形式要求以及合法有效的实质要求后,才能执行之。^③

在涉及危及内部人、控制人地位的情境中,法律对董事会的中立性要求更为突出。他们反而不能从事一般主体可从事的对外部股东的监督、制约行为,以免以公司利益为名、实则偏袒公司内部人、控制人。

在传统上,董事的监督 and 决策功能均属于勤勉义务的内容。^④ 不过,传统的监督行为属于履行公司治理机构的控制权能的表现,一般是力度越大越好,可对外部股东的监督具有反控制权争夺的色彩,未必是力度越大越好,董事应当避免出于“忠实”于控制人的动机而对外部股东开展不正当的“监督”,以至于由于“过度勤勉”而有悖对公司的忠实义务。从董事义务三分论的角度而言,或许可以将之纳入董事“善意”(good faith)履行义务的范畴,包括“一切满足内心真诚并致力于实现公司和股东最佳利益”。^⑤

在此以董事会中立性受到集中考验的反收购情境为例再展开说明。

①梁开银:《论公司法上的身份归责原则》,《法制与社会发展》2021年第1期。

②参见冯果、柴瑞娟:《论董事对公司债权人的责任》,《国家检察官学院学报》2007年第1期。

③丁勇:《董事执行股东会决议可免责性研究》,《法学》2020年第5期。

④M. Eisenberg, “The Duty of Care of Corporate Directors and Officers”, *University of Pittsburgh Law Review*, Vol. 51, 1990, pp. 951-952. 不过美国司法实践对是否将监督义务归入忠实义务,有过反复,见吕成龙:《上市公司董事监督义务的制度构建》,《环球法律评论》2021年第2期。

⑤美国特拉华州最高法院2006年Disney V案判词,转引自王建文:《论董事“善意”规则的演进及其对我国的借鉴意义》,《比较法研究》2021年第1期。

以欧盟法为例,欧洲议会和欧盟理事会《关于收购要约的第2004/25/EC号指令》为了给股东(特别是少数股东)提供最低限度的平等保护和建立“公平竞争市场”,规定目标公司的董事会在收购过程中应当保持中立,由股东大会同意方可采取反收购措施;任何违反“风险承担与控制相称”原则的机制,即预先设定的限制股份交易或者限制表决权行使等反收购机制,在要约期间或者在股东大会决定是否实施反收购措施前,都将暂时或永久性地丧失效力。从而最大程度地维护股东决策权,避免了董事会违反中立义务、越俎代庖。^①如何在敌意收购活动中限制董事会的权力,亦可谓1970年后公司法的一个长期重要命题。例如,哈佛大学 Bebchuk 教授力言在收购上市公司中一般不能授予目标公司董事会对竞标(bid)的否决权。^②

“宝万之争”后,我国大批上市公司开始推动通过修改章程加入反收购条款。敌意收购人和公司当前控制人的冲突明显化。但从法律上而言,控制权争夺双方无所谓谁善谁恶。故董事会需要发挥中立审查职责。

公司控制人推动采纳反收购措施,并不违法。增加股东守法守规性要件、提高股东提案提名门槛、交错董事会任期等实质性反收购措施,均可能具有符合公司利益的正面理由,如提高决策质量、降低公司运营成本、保障公司稳定等。但这些理由并非绝对,反面理由同样存在。这就要求董事会审议时,秉持中立的态度,考虑双方意见。有利于反收购,不应当是董事会可以直接采纳的理由。任何公司治理措施推行之修辞,都应当至少在形式上有利于公司利益。此外,董事会是经由股东委托而审议公司重大事项的贤能机构,具有提高股东大会待议事项质量、提高股东大会决议效率的筛选功能,也不可简单以“交由股东决定”为由放弃审查职责。^③

再如万科独董质疑宝能系结构性资管计划时,有论者提出万科管理层同样有2个持有万科股票的资管计划。或许二者的资管计划存在一定的区别,但董事在对其中一类发难时,至少应当确认或论述另一类的合法性问题并无类似瑕疵,以确保中立。

第三是回避自身的利益冲突。除了董事不能偏袒特定股东,董事和股东之间的代理成本亦是现代公司的一个基本的背景性挑战^④和诸多公司治理危机的根源所在。董事自身经常会成为利益直接得失方,例如涉及董事任期延长、薪酬提高、^⑤被诉等事项。无论是强调公司利益的独立性,还是把董事利益视为公司利益组合中的一个现实构成因子,^⑥防范董事在履行受托义务时为满足自身利益而牺牲公司利益,均是公司法的一块重要内容。

法律为此规定了复杂的应对制度。首先是权力的保留,即重大事项仍然归属于股东会决策,即便公司章程可以扩张董事会职权,此等授权仍需审慎处理,以免侵害中小股东。^⑦德国《股份公司法》第136条、比利时公司法还专门禁止董事、董事会、其他公司机关通过与股东签订表决权拘束协议(要求股东按照公司机关的具体指示投票,或约定一概赞成公司机构的提案)来替代股东会权力行使机制。^⑧

其次是直接回避。如《公司法》第124条规定:“上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的

^①详见汤欣、朱芸阳:《欧盟新公司法指令规范下的反收购措施》,《清华法律评论》2006年第1卷。

^②L. Bebchuk, “The Case against Board Veto in Corporate Takeovers”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, No. 3, 2002, pp. 973 – 1035.

^③“万华之争”中,万科独立董事华某在两难之际决定把矛盾上交给股东大会解决,所以投票赞成通过董事会决议,此项思虑值得商榷,详见缪因知:《董事投票应坚守内心确信》,《经济参考报》2016年7月1日,第16版。

^④“在公司中,代理成本主要来源于董事与股东之间存在的利益偏离”,黄辉:《对公司法合同进路的反思》,《法学》2017年第4期。

^⑤不无巧合的是,前述万科有独立董事批评宝能系后不到一周,万科公告称,董事会建议大幅增加董事薪酬,其中独立非执行董事的薪酬翻番。

^⑥参见沈晖:《公司利益的构成因子——以主体的视角观察》,《财经法学》2016年第5期。

^⑦曹兴权、黄超颖:《股东会授权董事会的底线:权利配置基础结构维持原则》,《财经法学》2017年第3期。

^⑧李潇洋:《组织框架下表决权拘束协议的体系规制》,《法学论坛》2020年第3期。

企业有关联关系的,不得对该项决议行使表决权,也不得代理其他董事行使表决权。该董事会会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行,董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事会的无关联关系董事人数不足三人的,应将该事项提交上市公司股东大会审议”。又如,在应对股东针对部分董事提出的代表诉讼时,无关董事组成的特别委员会的审查结论可以成为争取法院做出有利于公司之判决的良途。^①从一般性上而言,独立董事制度出现的一个重要功能,就是在内部人董事需要回避时,使得董事会仍然能发挥作用。

再次,若董事无法回避时,则其行为需要加强说理性,在合议与决策时充分搜集信息、寻求专业顾问帮助,允许不同意见的董事充分讨论。否则董事会做出的有自保其位之客观效果的决议会有违反忠实义务之嫌疑而招致法律责任。例如,依据美国特拉华州最高法院 1985 年 Unocal 案的经典判例,董事会若要抵抗敌意收购要约,必须证明收购对公司的威胁,抵抗措施也需具有比例相当的合理性。^②若董事存在与公司控制人的利益牵涉,将可能丧失商事经营判断规则的保护,而在诉讼中遭遇极为不利的地位。^③

上述论述也适用于董事个人包括独立董事。独立董事虽然有更强的道德光环,但从提名、选举、罢免、薪酬等关键事项看,独立董事显然无法摆脱控制人的影响。^④独立董事对公司价值的提升并未得到实证研究的充分证明。^⑤在美国,21 世纪初机构投资者的积极主义运动兴起后,才使得独立董事的作用呈现实质化。^⑥

从我国引入独立董事制度时起,独董能否具备充分履职精力、能力和激励,并保持中立,起到应有的制度功能,就一直受到怀疑。^⑦其原因大致包括:控股股东等董事提名人的偏好影响无法排除;独立董事身兼多职,无力兼顾;^⑧董事在心理因素方面存在隐性的、结构性偏见如群体互惠袒护思维。^⑨从高管过高薪酬等这一突出的治理问题上看,由独立董事主导的薪酬委员会仍然未能有效防止股东利益受损,主要的解决之道仍然在于公司和董事会之外,包括强制性法律制度,如业绩考核、薪酬披露和薪酬追回,对独立董事履职的司法审查、^⑩市场声誉评价机制等。故而,独立董事只能通过更为自律和更为勤勉的行为来自我证明独立性,^⑪而不能以独董身份来反证行为的正当性。

①参见缪因知:《论中国公司法下的特别诉讼委员会运作:我国股东代表诉讼前置程序的延伸适用》,《时代法学》2008 年第 1 期。

②Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985), 更多讨论见张巍:《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》,《证券法苑》(第 19 卷),2017 年。

③张毅、楼笑含:《从 ODN 案看美国董事信义义务的新动向》,《财经法学》2018 年第 1 期。

④D. C. Clarke, “Three Concepts of the Independent Director”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32, No. 1, 2007, p. 80.

⑤B. D. Baysinger & H. N. Butler, “Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 1, No. 1, 1985, pp. 101 – 104; B. E. Hermalin & M. S. Weisbach, “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, 2003, pp. 7, 12.

⑥M. Kahan & E. Rock, “Embattled CEOs”, *Texas Law Review*, Vol. 88, 2010, pp. 1025 – 1033. 迈克尔-克劳弗纳:《公司法和公司治理中的现实与幻象》,李诗鸿译,《华东政法大学学报》2018 年第 3 期。

⑦相关文献较多,较早的有蔡元庆:《独立董事与上市公司的经营监督机制》,《当代法学》2003 年第 2 期。蒋大兴:《独立董事在传统框架中行动?——超越公司治理结构改革的异向思维》(下),《法学评论》2003 年第 3 期(认为独立董事在监督控股股东方面不如监事会有用)。

⑧实证研究指出,我国过半数独立董事任职的上市公司不止一家,而且兼职公司数量越多,监督积极性越弱。此等多席位独立董事也没有在上市公司间平均分配时间与精力,企业规模越大、外界可见度越高,独立董事履行监督职能更为勤勉。谢蕾等:《繁忙董事、声誉激励与独立董事监督行为》,《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2016 年第 5 期。

⑨朱羿锟:《董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径》,《法学研究》2010 年第 3 期。

⑩参见傅穹、于永宁:《高管薪酬的法律迷思》,《法律科学》2009 年第 6 期。

⑪如“万华之争”中,万科独立董事华生对外披露董事会纷争的做法,虽然不同常规,但有利于外部投资者在反常治理格局下了解公司内情,值得肯定,见缪因知:《“华生式”独立董事有益于公司治理》,《经济参考报》2016 年 7 月 20 日,第 6 版。

在钜盛华资管计划的争议中,尽管持股合规性和效力确实存在争议,^①董事质疑一项资管计划到期未延期是否违反监管要求并希望清盘之,未必符合公司利益,未必在股东之间保持了中立,并有潜在的董事利益冲突问题。宝能系作为前敌意收购人的历史、作为与第一大股东股数接近的第二大股东的现实,意味着其仍然具有成为控制权争夺者的潜力,具有更换过半数甚至全部董事、特别是曾经严厉批评过宝能系之董事的威胁性。提请监管机构确保第二大股东出售大比例股份,对公司的利益不明显,在短期内还会由于抛售压力导致股价下跌,不利于股东利益,但对现任控制人及现任董事会明显较为有利。对于万科这一类的股权只是相对集中的上市公司,董事和管理层损害股东利益的自利倾向应该受到更严格的司法监督。

此外,董事个人独立对此发声,亦不符合董事会监督股东的正确程序方式。对此,下一部分将展开论述。

三、董事对外部股东的监督方式

在确立了董事监督、制约外部股东的基本原则后,董事应当如何在程序中行使这种监督,仍然值得分析。总体而言,董事应当作为董事会的一分子而非个人来行使监督。董事会以合议方式实施监督,在审议标准上应当坚持事项的重大性、敏感性与审查力度相关联的原则。

(一) 应当坚持以董事会合议的方式实施监督

本文第二部分指出,监督、制约公司控制者是董事会必需的基本职能。董事对外部股东实施监督制约时,不能背离监督控制者的基本使命,而必须满足三个条件:维护公司利益所需;在股东间保持中立、不能偏袒控制人;避免涉及董事自身的利益冲突。在此前提下,当外部股东的行为存在合法性疑问、可能损害公司利益时,董事会可以在符合自身内心合理判断的前提下采取措施。

不过,是否满足上述三项条件的判断显然较为复杂,所以应当交由董事会集体审议决议、集思广益、审慎决定。首先,既然涉及公司利益、落入董事应考虑职权范围内,就应该按照董事职权行使的一般性标准来行事。董事会的基本特质是一个实行集体负责制的合议机构,即一群人以平等的法律地位进行讨论后,通过投票方式、以董事会整体的名义做出决议。“合议和共管的行为模式”是董事会制度的一项基本原则。^② 只有通过互相咨询和交换观点,董事会才能发挥作用。^③ 有学者尽管认为董事会的决议决策功能值得怀疑,但仍然主张加强其信息交流和沟通功能。^④

其次,为了实现中立和避免利益冲突,除了董事个人的自律外,不同背景的董事在合议中互相监督、制约,降低董事本身的代理成本,亦颇为要紧。德国法严格明确了董事有与董事会其他成员分工合作、相互监督、相互之间要求提供重要信息,以及在必要时介入其他成员分管领域的权利和义务。董事需要服从董事会的多数决定,不得追求个人或部门私利。与此同时,每位董事均有义务审查提案的合法性和合理性,形成自己的独立判断。如果多数决议构成违法,那么反对的董事仍然有义务

^①收购人不履行举牌等义务是否导致股权取得无效,在学理上存在争议。但从监管者和法院实践看,目前并无否定性结论。本人也认为不应影响股权效力。涉及钜盛华资管计划的2016年7月证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》规定股票类、混合类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过1倍,合同到期后予以清盘,不得续期,但这个《暂行规定》甚至不是正式的规章,而只是部委规范性文件。

^②邓峰:《董事会制度的起源、演进与中国的学习》,《中国社会科学》2011年第1期。

^③美国《修订示范商事公司法》起草人语,引自S. M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York: Oxford University Press, 2008, p. 82.

^④蒋大兴:《重思公司共同决议行为之功能》,《清华法学》2019年第6期。

采用恰当手段阻止该决议的实施,以确保守法为第一位义务。不能以其他成员的表决行为为自己的表决行为脱责。^①

第三,公司对外部股东的监督、制约,属于非法定的非典型事项,董事更需要与其他董事充分讨论和表决,才能克服信息不对称、有限理性等不足,在智识上充分准备应对之道、并有效协调确定公司应当采取的立场。^②

董事本身不是公司机构,董事会才是。董事个人作为监督者,承受了忠实义务和注意义务/勤勉义务^③的法律枷锁。董事只有不存在利益关联,并参与了适当的董事会决策程序,^④才受到商业判断规则(BJR)等法律制度的保护。^⑤除法律法规或章程明文授权外,董事的职权行使场域限于董事会,并无对外独立以董事身份行使职权的空间。

尽管公司法制度允许独立董事有更大的独立行为空间,甚至鼓励他们在董事会会议和表决时“不合群”,但独立董事不过是从法律法规或章程处获得了更多明文授权,如就特定事项发表独立意见。他们不能在未特别授权的一般领域违反董事的一般行事准则。独立董事的本质特征只不过是“与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系”,^⑥法律通过限制独立董事的与公司及其主要股东的利益关联,促进他们能自然形成更强的独立性和对控制人的监督性,但独立董事仍然必须服从董事的一般义务,不“独立”于董事会。

易言之,当董事个人发现涉及公司重要利益的事项(包括股东的股份取得或持有方式的合法合规性)存疑时,应当提请董事会予以注意,包括联合其他董事提议召开董事会临时会议、合议研究是否可能导致损害公司利益。董事会若认为涉及损害公司利益,才可以通过公司层面采取检举、起诉等法律行动。

董事特别是独立董事若不能接受董事会多数决的立场,在公司治理框架内,可以与监事会或符合法定条件的较大的股东协商,探讨是否需要监事会介入或召开临时股东会议重新选举董事会。但这个举措动摇了公司内已有治理结构的正当性,非同小可,已然不宜轻动,董事个人更不宜自行对外部股东实施公开批评质疑等,以免引发投资者的疑虑。

英、美、法、德等主流国家立法均明确限制董事在董事会会议外以个人身份行使公司权力。如美国《修订示范商事公司法》规定董事“无权单独代表公司行为,而应当作为董事会的一个成员来行为”,并规定除非得到明示授权,董事只能在董事会会议上行动。^⑦各州的判例法也明确禁止了董事个人代表公司。^⑧

根据中国证监会规章,上市公司披露的信息应当以董事会公告的形式发布。董事、监事、高级管

①陈霄:《论经营判断规则在我国的引入及相关问题——以德国的立法和实践经验为参考》,《财经法学》2015年第4期。

②参见叶金强:《董事违反勤勉义务判断标准的具体化》,《比较法研究》2018年第6期,第85页(“董事有义务参加相关会议”,以便获取知识、信息,满足理性人标准)。

③澳大利亚学者翁小川认为,普通法系的注意义务分为注意、勤勉和技能(care, diligence, skills)三个子义务,还包括了决策质量要求,故而我国《公司法》文义中的勤勉义务概念似乎不完整,翁小川:《董事注意义务标准之厘定》,《财经法学》2021年第6期。

④在美国司法中,特别是Van Gorder案的洗礼后,董事注意义务已经演变为一项可通过董事会的程序化行为来实现的义务,董事的本心和办事的成效相对不再重要。见L. A. Stout, “In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorder and the Business Judgment Rule”, *Northwestern University Law Review*, Vol. 96, No. 2, 2002, pp. 675 – 693.

⑤参见邓峰:《业务判断规则的理性与进化》,《法学》2008年第2期;刘迎霜:《股东对董事诉讼中的商业判断规则》,《法学》2009年第5期;R. Sprague & A. J. Lytle, “Shareholder Primacy and the Business Judgment Rule: Arguments for Expanded Corporate Democracy”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 16, No. 1, 2010, pp. 1 – 42.

⑥证监会2001年《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第一点。

⑦邓峰:《董事会制度的起源、演进与中国的学习》,《中国社会科学》2011年第1期。

⑧Turner v. Digital Broadcast Corp., 894 F Supp 2d 748 (WD Va 2012), Lomes v. Hartford Financial Services, 105 Cal Rptr 2d 471 (Cal App 2001), Billings Mutual Ins. Co. v. Cameron Mutual Ins. Co., 229 SW3d 138 (Mo App 2007). 不过,日韩允许董事独立对外代表公司,与之配套,董事之间可任意互相授权,邓峰:《普通公司法》,北京:中国人民大学出版社,2009年。

理人员非经董事会书面授权,不得对外发布上市公司未披露信息。^① 其间的原理在于保障公司立场和董事个人立场展示的一致性,避免市场信息紊乱。《上市公司章程指引》更是明确规定:“未经本章程规定或者董事会的合法授权,任何董事不得以个人名义代表公司或者董事会行事。董事以其个人名义行事时,在第三方会合理地认为该董事在代表公司或者董事会行事的情况下,该董事应当事先声明其立场和身份。”(从2016年版到2022年版均为第102条)。

故而,董事在是否对外部股东等主体采取行动的问题上,不应该独立于公司发表作为董事的“个人看法”,以免造成个人立场与公司立场的混淆(身兼董事长、总经理、董事会秘书的董事可以因行使职权而采取相应的独立行为,但立场仍然应当与公司一致)。公司法学者张巍指出:站在公司立场上的检举或起诉应当由董事会集体实施,“独狼式”董事如果不能推动董事会形成决议,但仍认为应当举报,就需要先行辞职。^②

(二) 董事会监督外部股东时的审查标准

除了第二部分提及的三个要求外,董事会在审议标准上,还应当坚持事项的重大性、敏感性与审查力度相关联的原则。即该事项越是重大(如要求股东抛售大比例股份)、越可能具有中立性、利益冲突性等敏感问题时,越应该采取更慎重、严格的审查标准。具体来讲,这包括考察审议事项是违反了法律、还是违反了一般性监管规定;是导致民事效力动摇,还是只会导致行政责任;是直接损害了公司或其他公司参与方的权益,还是只存在间接性的、不确定的影响。万科独董的公开信只是泛泛地论述钜盛华“违规持有”的事实损害了广大投资者利益,作为一种董事意见的表达,也难谓在下结论前已经尽到勤勉审查。

董事会被法律设置为公司的代表机构和公司利益的捍卫者,具有一定的道德权威,行事应当慎重。具体的外部情形是规则变动的原动力,也会对规则运行的治理效果产生现实影响。在提议修改公司章程、更改治理规则时,董事不应漠视法律规则、股权格局等公司实际运作环境而抽象地谈论治理规则变动引发的影响。

如在涉及具有反收购效果的措施时,董事应当考量其对当前公司控制者的影响。事实上,从一般性的公司治理机制看,新大股东形成的可能性,总体上而言是一种对公司控制者的强大外部监督。董事在主张迫使大股东抛售大比例股份时,应当考察其他大股东的接盘意愿、市场的承压能力,以及《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》等管制规则所允许的股东出售股份行为的法律空间。

在此值得探讨的是,董事在要求大股东抛售股票以避免违规持有时,是否应当对公司股价予以关注、考虑股价下跌的负面影响? 尽管在形式上,无论股价高低,股东对公司的权利是恒定的,但事实上股价关系着公司和股东的权益。股价下跌不仅增强了股权价值的波动性,更意味着股权价值的减损,是对董事会管理层工作成果的负面评价,会降低公司的市场美誉度、降低公司被敌意收购的成本。在股东用股份质押融资时,会直接影响股东的利益、甚至导致其失去股权。故而,尽管董事并无维持、抬高股价的义务,但在做出可能负面影响股价的言行前,应当尤为慎重。

中国的特殊背景又在于:股市较不成熟,股民会基于各种消息、题材而盲动。证监会对股市虚假信息的处罚力度一向较大,包括一些在网络发帖的无名小辈。监管者内在的立场正是推定股民缺乏定力主见、易受各种信息包括无权威性的信息的影响。^③ 上市公司董事的身份具有权威性,选择公开

^①2007年《上市公司信息披露管理办法》第45条。

^②张巍:《刘独董的一把火,烧出中国公司治理的一个洞》,载张巍:《资本的规则 II》,北京:中国法制出版社,2019年,第126页。

^③缪因知:《证券虚假信息规制的原理反思与实证评价》,《北方法学》2018年第4期。

发言时,也尤其应当慎重虑及对市场的影响,若涉及股票指数成分股公司,或董事本身颇具知名度,则更是如此。

四、结论

董事会或董事监督、制约外部股东的现象触及了公司治理的核心问题之一,即董事行使权力时如何实现公司利益。无论是考察西方国家的公司法演进,还是探究我国的公司法制现实,董事会的基本职能均包括了监督、制约公司控制者(控股股东或管理层),独立董事制度亦是为了增强董事会的这一基本监督功能。

董事会并非不可以“调转枪头”,监督外部股东等其他主体的行为,但此等监督不可背离监督公司控制者的基本使命。外部股东代表加入董事会,有利于优化对高管等内部人的监督。故应当防止董事会、董事个人包括独立董事为了内部人的利益而丧失中立,以制约外部股东为名,偏袒控制者、损害公司利益。在程序上,董事个人不应单独以董事身份行使对非控制者的监督,而必须通过董事会的会议程序。董事会会议时,针对外部股东的事项越是重大,越可能具有中立性、利益冲突性等敏感问题时,越应该采取更慎重、严格的审查标准,以免违背监督公司控制者的董事制度本意。若董事违反了前述准则,则可以被视为履职中存在过错,并就此对股东承担一定的责任。

(责任编辑:刘利平)

The Obligations of Directors in Monitoring Outside Shareholders

MIAO Yinzhi

Abstract: It is a new phenomenon that a director or the board of directors take actions to monitor and check an outside shareholder. The actions include the direct criticism of an outside shareholder, adopting or proposing anti-takeover measures. The basic function the board of directors should perform is to monitor and check the corporate controller(the controlling shareholder or the management), and the independent directors are expected to enhance such a monitoring function. The board of directors may monitor any persons including outside shareholders, but such monitoring should not deviate from its major function of monitoring the controller and should conform to following three conditions: being beneficial for corporate interest; being neutral and not biased for the controller; avoidance of self-interest of the board. An individual director should also conform to these conditions and join the board discussion to engage in the monitoring, instead of acting by himself. When the board is discussing how to monitor an outside shareholder, they should employ more prudential and stricter standard as the issue raised is more significant, involves severer neutrality or conflict of interest problems.

Keywords: board of directors; independent director; corporate governance; anti-takeover

About the author: MIAO Yinzhi, PhD in Law, is Professor at Law School, Central University of Finance and Economics(Beijing 100081).