

## 公司治理中的董事会案例研究\*

[美] 乔纳森·R. 梅西(Jonathan R. Macey)\*\* 文  
董翔\*\*\* 译

**摘要:**公司董事们越多地参与到制定战略决策的管理中去,就越发坚信自己以及管理层的决策是正确的。这种对管理层绝不会犯错的根深蒂固的确信,被称作“俘获”。文中选取了公司治理中与董事会相关的四个案例进行研究,这些研究表明,那些在外界看来极为合格、专业且独立于管理层的董事会成员,却明显地表现出被其所任职公司的管理层俘获的迹象。合格的独立董事或许在提升管理决策方面会带来公司治理效益,但作为独立的监督者,他们不太可能给股东带来很大价值。我们也需要改变对董事会独立性的过分依赖,避免将其作为高质量公司治理的主要代名词。

**关键词:**董事会俘获 监督 独立性

---

\* 本文摘译自其著作 *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken* (Princeton University Press, 2011) 的第五章。

\*\* 耶鲁大学公司法、公司金融及证券法教授。

\*\*\* 华东政法大学外语学院讲师,法学博士。

## 引子

以下小节将对公司的董事会行为进行描述。这些描述以四个案例研究的形式展开,为本文所述的董事会俘获理论提供具体的支撑。案例中的公司皆为大型上市公司,其股票均在纽约证券交易所上市交易。这些公司拥有著名的首席执行官及董事,他们来自于美国公司的名人录,有着出色的简历。其中两次公司治理危机,即环联(Trans Union)和迪士尼(Disney)的公司治理危机,是关于极度糟糕的决策制定以及有缺陷的董事会程序,而与欺诈无关。本文研究的另外两家公司,股权融资公司(Equity Funding)和安然(Enron)的公司治理危机则是现代史上最臭名昭著的两大公司丑闻。在后两个案例中,公司丑闻都导致公司破产。

在 Smith v. Van Gorkom 案中,董事会出售环联公司的决策引发了特拉华州最高法院里程碑式的裁决。这个案例呈现了董事会被 CEO 俘获的一个典型实例。在涉及华特·迪士尼的诉讼中,根据 Michael Ovitz 的挚友,迪士尼 CEO Michael Eisner 的授意,董事们默许公司聘请 Michael Ovitz,这也反映了在 Van Gorkom 案中所见的董事会俘获问题。

董事俘获不仅带来糟糕的决策,它在安然和 Equity Funding 案中还导致了公然的欺诈。在这些公司里,董事们自始至终信任管理层,其外部董事独立并且有才干。然而,与本文的分析一致的是,他们无法察觉这些公司中的治理问题。独立董事并未参与外部的欺诈,董事们并未从管理层实施的自利行为中获利,但他们并没有制止管理层这么做。因此,这些案例研究合起来有力地支撑了以下观点:合格的独立董事或许在提升管理决策方面会带来公司治理效益,但它们作为独立的监督者来说不太可能给股东带来很大价值。

这些案例研究表明,董事们越多地参与到制定战略决策的管理中去,他们就越可能坚定地相信自己的决策以及管理人员的决策是正确的。正是这种对管理层绝不会犯错的根深蒂固的确信,我将它称作“俘获”。

董事容易被他们表面上正在监督着的管理者所俘获,这种倾向并非

是一个可以轻易地或以低成本得到解决的问题,其原因有二:首先,俘获部分源自于让董事深入参与管理决策的制定。然而,尤其是当董事在商业中富于才能和经验,让董事深入参与管理决策制定就能带来实际利益,因为这种参与提升了管理层决策的质量。其次,董事不可避免地会参与到关于管理层的选举、留用、晋升以及薪酬的决策当中。这反之使得董事更加难以做到批评管理层,因为这种批评会给参与这些决策以及参与先前关于这些管理层的留用、晋升以及薪酬等所有决策的董事带来负面的影响。换句话说,董事会成员可能对管理层做出的任何批评都会对做出这些评论的董事带来不好的影响。尽管客观的自我评估能力是一种值得称赞的人格品质,但却是一种极少或极难以可靠方式查明的能力。因此,理性的投资者在设计公司治理制度时并不应依赖于此。

本分析的启示——以及以下呈现的案例研究的启示是,董事会制度,据我们所知,其并不是一种可靠的公司治理手段。在客观监督管理层这项任务上,董事会并非必然无法完成,但也不能期待它们一定能可靠地成功做到这一点。

这些案例研究所揭示的是,董事会会在有关其监督管理层的责任方面面临着一种公司治理的左右为难的局面。具体而言,董事会应该信任管理层,但同时又应表现得似乎它们不信任管理层。以下探讨的几个案例中有一个显而易见的共同要素,即在表面上看起来极为合格、专业且独立于管理层的董事会表现出被他们所任董事会的公司的 CEO 及高管俘获的明显迹象。

这些案例研究有两重目的。首先,它们例证了董事会被俘获的性质、程度以及明显的不可避免性。其次,更重要的是,它们有力地表明,聘用独立董事会并不能确保其独立性。董事会成员被管理层俘获的巨大倾向意味着一位在任命时独立的董事会成员在他积极地与高管一起参与了公司管理及战略规划之后,经过一年左右的时间他或许不再独立。

上述分析也意味着,独立董事被视为对高管人员的威胁,以至于高管们或许并不愿意与这些董事合作或者向他们提供他们做决策所需要的信息,尤其是当这些信息可以被解读为现任管理层工作表现不佳时更是如此。因此,独立的成本(表现为董事对管理的投入更少)可能会比

效益(表现为监督得以改善)更大。

误解独立董事会的价值很可能要担负高额的成本。以下的分析表明,诸如安然董事会这样的“招牌”独立董事会的声望和权威,可能在事实上使得管理者冒更大的风险,并参与到更激进的会计实践中,而他们本不敢这样做。与此类似,安然的灾难也说明,当潜在的外部监督者如评级机构、股票市场分析师、对冲基金以及监管者认为一个公司正处于独立董事会的有效监督之下时,那些外部监督者就可能减少他们自己的监督。“外部监督是昂贵且稀缺的资源,应当得到有效的配置”,这一事实可预见的后果便是减少由其他公司治理机构实施的监督。

外部董事是有效的这一观念可能会引起稀缺监督(资源)的错配。更加现实地看待外部董事作为监督者的效力,将会带来对监督资源更优化的配置。

### 一、Smith v. Van Gorkom

特拉华州法院在 Smith v. Van Gorkom 案中的意见或许是公司法历史上最常被谈及的法律意见。对该意见的批评几乎与它的发布相伴而来,正如在特拉华州法院 3:2 的意见书中两位异议法官所描述,多数意见的分析是一出“错误的滑稽剧”。<sup>[1]</sup>学者、记者和其他评论者预测了其特对特拉华州的“糟糕的影响”。并将该结果称作“惊人的”、“骇人听闻的”<sup>[2]</sup>以及“无疑是公司法历史上最糟糕的判决”<sup>[3]</sup>

Smith v. Van Gorkom 案提供了一个现今臭名昭著的关于董事遭遇认知偏见的案例。在该案中,环联全体董事会被判因在考量(及批准)

---

[1] Van Gorkom 488 A. 2d at 894.

[2] Bayless Manning, *Reflections and Practical Tips on Life in the Boardroom after Van Gorkom*, *Business Lawyer* 41 (1985): 1.

[3] Fischel, *The Business Judgment Rule and the TransUnion Case*, p. 1455.

对股东不利的要约收购时未能依照充分的程序而负有个人责任。<sup>〔4〕</sup> *Smith v. Van Gorkom* 案的判决最终变革了公司董事会会议的审议程序。

本案的基本事实如下,Jerome Van Gorkom 是环联的董事会成员及 CEO,向其董事会推荐了 Pritzker 集团对公司的投标。尽管董事会许多成员怀疑临近退休的 Jerome Van Gorkom 策划了合并协议以服务于自身的利益而非股东的利益,但董事会看起来未经多少思考或分析则批准了这笔交易。<sup>〔5〕</sup>

将公司出售给 Pritzker 集团无疑是为即将退休的 CEO 的私人利益服务,因为出售公司能让他在退休前将他的公司股票变现。然而,大群股东坚决反对该交易。反对意见主要是由于该交易在税收方面带来的不利影响。在 Pritzker 提出收购前的几年之间,环联公司在免税交易中收购了一系列公司。在这些交易中,环联公司的股票与被收购公司的股票进行了换股。在将环联出售给 Pritzker 集团之前的十年间,环联已经进行了总计 42 笔这样的免税交易。这些金额从 36000 美元到 2400 万美元的交易,所交换的股票超过环联公司 1250 万在外流通股的 1/3 (大约 430 万股)。在环联并入 Pritzker 集团、股份被转化成现金时,这 430 万股环联公司股份的持有者将会产生大额且不可避免的应税收入。正如一位评论者所指出,这些股东会更有意愿“如果他们可以选择尽可能地推迟与收税员的会面。他们更愿意看到环联公司以一种与他们自己的公司当年被收购时相似的交易方式(即非税重组的方式)被收购,在这种交易方式中,环联公司的股票将被转换成收购公司的股票”。<sup>〔6〕</sup>

然而,环联公司的董事并未考虑到这些股东的利益。尽管董事由股东选举这是个事实,并且表面上也代表股东,但他们真正拥护的看起来则是 Van Gorkom,这位他们与其一起承担管理责任的 CEO。

---

〔4〕 主要参见 Jonathan R. Macey, *Smith v. Van Gorkom Insights about C. E. O. s, Corporate Law Rules, and the Jurisdictional Competition for Corporate Charters*, *Northwestern University Law Review* 96 (2002), p. 607 (该文主张虽然 Van Gorkom 一案的判决“可能极大地提升了公司董事会进行审议思考的质量,然而要求被告一方承担责任却是失公平的”)。

〔5〕 同上注, pp. 609 - 610。

〔6〕 William M. Owen, *A Shareholder Named Smith*, *Directors and Boards* (Spring 2000), p. 39.

这项存在争议的交易在 Jerome Van Gorkom 和芝加哥金融家 Jay Pritzker 之间的协商中达成一致。Pritzker 同意以每股 55 美元现金收购环联公司,将其并入由 Pritzker 集团控制的一家公司。Pritzker 55 美元报价的有效时间很短——条件是环联应在三天之内做出承诺。

Van Gorkom 在未与董事会商讨的情况下即同意在如此短的时间内对报价做出回应,这一事实充分表明 Van Gorkom 本身非常相信他的董事会是已被俘获的董事会。他自信董事会会做出他想要他们做出的选择,即默许将环联公司出售给 Pritzker。Van Gorkom 建立这一信心的基础是他与董事会的紧密关系,以及 55 美元的要约价格对公司来说是一笔巨大的溢价这样一个事实。在收购之前五年期间公司的股票以每股 24(1/4)美元到 39(1/2)美元之间进行交易。

Van Gorkom 和 Pritzker 于 1980 年 9 月 18 日周四达成协议。Van Gorkom 于 9 月 20 日周六召集了环联公司董事会特别会议,但并未向董事们披露会议的目的。他仅于董事会召开一小时前首次将拟议的交易告知其高管团队中的同事。这样的一种事件顺序进一步支持了 Van Gorkom 知道他正在与受俘获的董事会打交道这一观点。

Van Gorkom 用于陈述拟议合并条款的董事会仅持续了两个小时。会议始于概述交易条款的 20 分钟陈述。该条款要求环联公司在 90 日期间内有权考虑但不可招徕其他要约。基于拟议交易的这一规定, Van Gorkom 告诉董事会,自由市场会判断公司是否应以拟议的 5500 万美元售出。他主张董事会赋予公司股东接受或拒绝此要约的机会。

董事会基于 Van Gorkom 的推荐以及他们自身对公司的判断和经验批准了这一交易。合并协议由 Van Gorkom 于当日晚些时候在芝加哥轻歌剧院的一场演出期间签署。在 Van Gorkom 签署协议之前,没有一位董事阅读过该协议。1981 年 2 月 10 日,董事会成员以压倒性多数批准了拟议交易。

由于环联公司与 Pritzker 的合并决定得到了批准,几位股东,包括名为 Alden B. Smith 的原告,对环联公司的董事们提起了诉讼,宣称他们出售公司的决定是重大过失,并且不能算作是在知情的情况下做出的商业判断。被告董事主张,公司外部董事的专业知识、“集体经验和老练精明”弥补了缺少深思熟虑的不足。环联公司的外部董事是大公司的四位

董事(如法院所指明,他们合计拥有“在大公司任职首席执行官 78 年的经验”)<sup>[7]</sup>以及一位曾任芝加哥大学商学院前院长及该校名誉校长的经济学家。

然而,法院拒绝采纳被告的主张。根据董事会被俘获的证据,法院认为董事的经验不相关。据法院称,董事会太过依赖 Van Gorkom,依赖市场溢价、依赖 Van Gorkom 所提出的收购价格将会经受市场检验的含糊的论断。与此相似,法院判决股东批准该交易的投票无效,因为董事会对股东的披露不充分,尤其是董事会未披露他们未用其他相关的评估技术估算要约的溢价,因此,使其对在公认萧条的股票市场中溢价的充足性的判断变得不可靠。<sup>[8]</sup>

当然,“按照今天的标准,董事会的程序看起来极为不充分”。<sup>[9]</sup>实际上,环联公司的董事会“没有阅读并购协议,更不用说详细讨论和审议了”。<sup>[10]</sup>可以认为,本案中的董事会“对 Van Gorkom 的判断及谈判表现出不恰当的信任”,并且没有充分地监督管理层的决策制定。<sup>[11]</sup>此外,董事会未能“恰当地监督 Van Gorkom 与收购方之间的谈判”。<sup>[12]</sup>

值得注意的是,本案董事会的决策并不存在自利性交易或利益冲突,董事会也并非无能、懒惰或腐败。<sup>[13]</sup>问题不在于腐败而在于俘获。环联公司的董事会在帮助管理商业事务方面或许十分有效,但他们作为监督者是毫无效用的——他们对管理层不加控制和限制。因此,环联公司董事会的行为例证了一点,即关系紧密的监督者会变得偏袒,尤其是董事会容易过分依赖于他们表面上所监督公司的管理层的判断以及被其所俘获。

显然, Van Gorkom 案的法院相信环联公司有着严重的公司治理问题。这也是环联全体董事会(除了一位董事生病,使其无法参与做出该

---

[7] Van Gorkom, 488 A. 2d at 880n21.

[8] 同注[7], p. 891.

[9] Macey, *Smith v. Van Gorkom Insights*, p. 607.

[10] 同注[9]。

[11] 同注[9], p. 609.

[12] 同注[9], p. 610.

[13] Van Gorkom, 488 A. 2d at 889.

项关键的决策)被认定其在批准出售公司时明显有重大过失的原因。遗憾的是,由于法院未能觉察到俘获问题或者董事会作为监督者以及作为管理者两者身份间的不可相容性,他们提出的解决环联公司治理问题的方法并无助益。

法院的判决并非基于董事会受到了俘获,而是基于董事会并不知情。法院并未,也不会觉察到董事会没有去获取他们本应获取的充分信息的原因是董事会已被管理层所俘获,他们并不认为自己需要独立的外部信息来源。正如《巴伦周刊》(Barron's)杂志在1985年判决做出之后随即发表的一篇文章中指出,环联公司董事投票赞成拟议的收购是因为CEO“确信地宣布拟议收购是一笔好买卖”。<sup>[14]</sup>实质上法院最终的判决是,若董事会仅仅因为CEO的说辞就批准一笔交易,董事会就是有过失的。<sup>[15]</sup>

问题是,特拉华州法院在Smith v. Van Gorkom案中的判决反映了这样一种假设,即董事会会受到俘获,这个公司治理上的重要问题可以通过要求董事在制定决策时更加审慎而得以解决。然而在现实中,环联公司董事会的缺乏审慎只是更大弊病的症状之一,这一弊病即为董事会被管理层所俘获。法院将症状当作实际的弊病,并且在这么做的同时不可避免地做出了无效的治疗。法院提出的救济措施是要求董事会在做出重要决策,尤其是与公司控制权变更有关的决策时应更加审慎并且必须经过更加结构严谨的程序。这一救济措施无效的原因是它导向了症状——董事会缺乏程序,而不是导向弊病,即表面上专业且独立的董事会被管理层所俘获。

## 二、迪士尼

继特拉华州最高法院在Smith v. Van Gorkom案中具有里程碑意义

---

[14] Richard Leisner, Boardroom Jitters: A Landmark Court Decision Upsets Corporate Directors, Barron's, April 22, 1985, p. 34.

[15] Van Gorkom, 488 A.2d 858.



的判决之后,是由原告集团诉讼律师将华特迪士尼公司董事会告上法庭而引发的一场漫长的诉讼。对迪士尼的诉讼引人注目,因为它极为完整地描述了董事会及管理层之间关系的性质以及两者间的互动。在这场法律之战的过程中所产生的事实也为根深蒂固的董事会俘获现象提供了证据。最后,本案之所以重要也是因为它给人们上了很清晰的一课,即多大程度上公司法能被用于提升有效的公司治理。

迪士尼诉讼源于1995年迪士尼的CEO Michael Eisner做出单方面决定,雇用他的20年密友 Michael Ovitz 作为公司总裁。Eisner 聘请 Ovitz 代替极为成功的前任总裁兼 CEO, Frank Wells, 他于1994年4月不幸死于一次直升机坠毁事件。

Eisner 一手将 Ovitz 聘请至迪士尼。Ovitz 的前职是极为成功的、被称为美国最佳人才经纪代理公司的创新艺人经纪公司(CAA)的总裁及创始合伙人。在完全颠覆标准行政管理程序的情况下,迪士尼董事兼董事会薪酬委员会主席 Irwin Russell 在“按照 Eisner 的指示在商谈迪士尼与 Ovitz 之间的合同财务条款时承担了主导角色”。<sup>[16]</sup>

协商的结果是 Ovitz 按照美国公司历史上最高额的雇佣合同加入迪士尼公司。Ovitz 将获得100万美元年薪(公司纳税申报单上公司可支付的并且作为可免税商业支出的最高固定薪酬),以及带有股票期权和“绩效”奖金的五年期合同。<sup>[17]</sup> 诉讼中被告认为奖金是可以酌情决定的,它并不为合同所要求。然而, Irwin Russell 发送给 Ovitz 的一封书面备忘中告知,他的奖金会是大约每年750万美元。

该合同包含两部分期权。第一部分期权包括购买300万迪士尼股票期权,分别在 Ovitz 受雇于迪士尼公司第三、四、五年行权。这一部分期权价值至少5000万美元,这一点可由以下事实证明:雇佣协议提出,若期权价值于第五年并未升值至5000万美元,迪士尼公司则应补齐期权价值与5000万美元的差价部分。因此很难将这些期权认定为激励或是以绩效为基础的薪酬安排,这种认定很可能有误导性。

另一部分由200万期权构成,当迪士尼与 Ovitz 决定续签合同时即

---

[16] In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 702 (2005).

[17] 同注[16]。

可立即授予。重要的是,合同同时规定,如果 Ovitz 被迪士尼以除了重大过失或渎职之外的理由解雇,他有权获得其雇佣合同中所称的“无过错”终止金,包括他合同中的所有剩余薪酬、每年 750 万美元中的未实现奖金、立即授予合同中规定的第一部分期权当中的所有期权,以及另外 1000 万美元现金作为第二部分期权的价值。

在合同条款得到认同之后不久,薪酬委员会在讨论 Ovitz 合同的会议日程上增加了若干其他事项。有意思的是,在那个会议日程上的事项之一是审议负责协商 Ovitz 一事的薪酬委员会主席 Irwin Russell 的薪酬。日程上还有一百多位迪士尼雇员的薪酬计划以及股票期权授予计划。尽管日程上有许多事项,薪酬委员会在仅仅一小时之内便完成了这些工作。薪酬委员会甚至没有费力去参阅一份迪士尼与 Ovitz 之间的真实合同,而仅仅满足于一份概述条款的电子表格。

1995 年 10 月,在 Ovitz 上任的第一周,Eisner 称赞了他的工作。他告诉 Ovitz 他们之间是一种“诞生于公司天堂”的合作关系。<sup>[18]</sup> Eisner 自得地认为,Ovitz“来到华特迪士尼公司的直觉是正确的,我提出这个建议的直觉也是正确的”。<sup>[19]</sup> 然而,这种自鸣得意的氛围并没有持续多久。

不到一个月,公司的战争开始了。迪士尼的公司律师及首席财务总监觉得难以接受 Ovitz 进入迪士尼的群体。正如法院所述,至 1996 年很明显 Ovitz 在迪士尼“未能使自己获得整个团队的认可”,<sup>[20]</sup> 犯了一些诸如拒绝参加集体活动、当迪士尼其他高管乘公交车参加公司活动时他则开上豪华轿车等过错。到 1996 年年末,Eisner 做出决定,Ovitz 必须离开。

不幸的是,对迪士尼来说,Ovitz 的薪酬安排使得公司在无缘由的情况下解雇他变得尤为昂贵。这么做会触发 Ovitz 雇佣合同中的无过错终止规定,这要求迪士尼立即向 Ovitz 支付 3900 万美元现金,并因其仅仅 14 个月的工作赋予他价值超过 1.1 亿美元的股票期权。

---

[18] 同注[17],at 712n105。

[19] 同注[17]。

[20] 同注[17],p. 712。

经过对事实的回顾,公司治理博主 Steven Bainbridge 总结认为 Eisner 为他的朋友 Ovitz 做了一桩利润丰厚的买卖,无论进入或退出公司,他一路凌驾于自满和顺从的董事会通过了这项交易。这个故事所展现的是任人唯亲和幕后交易,在这里,保留面子被摆在了公司最大利益之上。<sup>[21]</sup> 初审法院描述,Eisner 在迪士尼的公司治理中“把自己作为自己魔力王国中全能和一贯正确的君王”,将自己的好友 Michael Ovitz 安排为迪士尼的总裁。<sup>[22]</sup>

迪士尼案和环联公司案(即 Smith v. Van Gorkom 案)有着十分明晰的相似之处。表面上看,显然两个案件皆与君王式的 CEO 有关,他们带领着表面独立但明显被俘获的董事匆忙地批准早已由 CEO 做下的草率的决定。除了这些表面相似之外还有一个相似点。尽管这两个决策皆存在严重的程序缺失,但出售环联以及雇佣 Ovitz 从事前的经济角度来看对股东是有利的,这一点颇有讽刺意味。

环联公司创纪录的股价被出售,该价格相对于公司股票此前的市场价而言有着巨大溢价。与此相似,在迪士尼宣布聘任 Michael Ovitz 之后,标准事件分析方法表明,迪士尼股票的市值在一日内增加超过 10 亿美元。<sup>[23]</sup> 因此,在迪士尼案中,尽管董事会缺乏审议、董事会被 CEO Eisner 控制以及 Ovitz 薪酬方案及退職金数额巨大,但吸引那些市场期待已久且极有才干的管理者进入迪士尼的董事会所产生的前景也为股东带来了极大的价值。

迪士尼案中最令人沮丧的方面之一掩藏于初审法院意见的脚注第 373 项之中,其描述了“迪士尼理想的公司治理实践与不健康的董事会会议文化之间的巨大反差”。<sup>[24]</sup> 法院认为本案中的证词“阐明了带有装饰意义的、消极被动的董事如何导向了董事中谄媚奉承的倾向,而君王式的 CEO 又是如何利用这种条件为自身利益,尤其是高管薪酬以及获

---

[21] Stephen Bainbridge, September 28, 2004, [http://www.professorbainbridge.com/2004/09/disney\\_ovitzs\\_c.html](http://www.professorbainbridge.com/2004/09/disney_ovitzs_c.html).

[22] In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 907 A. 2d, p. 763.

[23] 同注[22], at 743n386。

[24] 同注[22], at 741n373。

取离职金方面的利益服务”。<sup>[25]</sup>

尽管迪士尼的董事会怯懦地未能对公司的 CEO 施加任何有意义的约束,特拉华州初审及上诉法院的法官们皆毫不费力地判决董事会在聘用及解雇 Ovitiz 的过程中遵守了他们的信义义务。2006 年 6 月 8 日,在长达十年的诉讼之后,特拉华州最高法院驳回了原告集团诉讼律师认为的华特迪士尼公司董事违反其信义义务的诉讼请求,确认及维持了长久以来遵守的规则,即尽管决策制定程序存在缺陷,董事很大程度上独立于大部分决定的责任之外。<sup>[26]</sup> 只要董事并不是因自利而行事,法院则不会事后评判他们的决定。本商业判断原则的例外情形是当董事被发现蓄意损害公司、有重大过失或在作为董事履行义务时蓄意及下意识地玩忽职守。

迪士尼案的判决澄清了被广泛误解的公司法及公司治理之间关系的两个维度。首先,特拉华州最高法院及特拉华州衡平法院皆清楚地指出,无论公司法预期为股东做些什么,它也并不因为董事未能达到被视为公司治理最佳实践的要求而对其施以责任。像迪士尼等的公司有着极差的公司治理也不受约束,如果公司董事的决策被证明十分拙劣,董事仍然免于法律责任。

其次,迪士尼案的判决清楚地表明董事会被俘获并不是法院的关切点。迪士尼案的法院认识到董事会被俘获,甚至认识到董事会会议室是一个充满了带有“谄媚倾向”的“消极被动董事”的“不健康”场所。然而,这些对法院来说都无关紧要。相反,与此处的分析相符,法院在对董事的有限期待方面采取了十分实际的态度。正如本文所论证,如果董事俘获在通常情况下不可避免,在董事屈于俘获时也就无甚理由对其进行惩罚。事实上此处的分析表明,这么做所带来的伤害很有可能会超过效益。用司法或立法命令的方式来强制执行一条要求真正独立及客观的规则将会损害董事会积极参与公司运行管理的能力。

---

[25] 同注[24]。

[26] 商业判断规则总体上规定,法庭不对公司董事会做出的体现了合理商业判断的行为进行事后揣测,即使这些行为从事后来看被证明是错误的。Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *Trans Union Reconsidered*, Yale Law Journal 98 (1988): 127n3.

### 三、安然

到如今,安然已经成为了公司治理失败的一种象征。安然倒闭的故事已被载入数以百计的文章及书籍之中。它或许是公司历史上最常受刊载的倒闭事件之一。当安然公司于2001年12月2日宣布破产时,它位列美国第七大上市公司。令人不安的是,公司从2000年被财富杂志选作美国最佳管理公司至公司破产还不到一年。更能有效服务于本文目的的一个惊人的事实是,在2000年,即公司倒闭的前一年,安然的董事会被《首席执行官》杂志认为是美国所有公司中的最佳董事会。

安然董事会未能有效地监督公司,同时评级机构、股票市场分析师、外部审计、会计师、律师、银行家、NYSE(该公司股票上市交易的证券交易所)以及分派给该公司的政府监管者亦监督不力,共同造成了一场美国公司治理及监管的信任和身份危机,并一直持续至今。

从安然事件中可以学到的最重要的关于公司治理的教训是,太过信任和依赖公司的董事会并非明智之举。遗憾的是,看起来这个教训尚未被接受。评论员事实上一致在批评安然董事会的拙劣表现。与表述出的典型观点相呼应,一位法学教授评述“正如安然董事会清楚地展示,董事会通常达不到我们的预期,而不起作用的董事会让人对整个公司治理制度产生怀疑”。<sup>[27]</sup>

这些评论令人感到有趣,原因有二。首先,认识到董事会往往达不到人们的预期,将不可避免地使投资者对于继续依赖一个明显有问题的公司治理机制是否明智产生怀疑。然而,那些以治标的措施作为结论的分析,例如,“董事会不应只是批准管理层的决定,并且当然不能在工作时心不在焉”,等等<sup>[28]</sup>,并不能提供任何具体的指导,告诉我们如何构建投资者能完全有理由信赖的公司治理制度。

---

[27] Troy Paredes, *Enron, The Board, Corporate Governance and Some Thoughts on the Role of Congress*, in *Enron: Corporate Fiascos and Their Implications*, ed. Nancy B. Rapoport and Bala G. Dharan (New York: Foundation Press, 2004), p. 495.

[28] 同注[27], p. 535.

其次,安然董事会“不起作用”的评论有趣是因为其评论的时机。虽然这些评论现在看起来可能是准确的,然而,评论者们直到公司的完全倒闭充分说明了问题之后才将安然的董事会描述为不起作用。直至公司 CFO 被定罪,总裁和 CEO 遭到起诉,评论者们才开始习惯性地用这些术语描述安然的董事会,这表明了这些事后的描述对投资者并没有什么用。人们则会好奇,在其对安然公司治理缺陷的预测可能会给投资者带来实际益处的情况下,这些机敏的观察者在公司倒闭之前都去了哪里。

安然的董事会在公司倒闭之前非但没有成为怀疑的对象,反而被普遍赞誉为良好公司治理的出色范例。公司有 14 名董事,其中 12 名是外部董事。董事会中包括杰出人物,如 Norman Blake, Comdisco 公司的 CEO 兼董事长、美国奥林匹克委员会秘书长;Wendy Gramm, 商品期货交易委员会前主席;Robert Jaedicke, 斯坦福商学研究生院前院长,曾任斯坦福商学院会计系教授;以及 Johan Wakeham, 英国前能源事务大臣及上、下议院领袖。安然的董事也是总计约 50 家其他公众公司的董事,因此,如果安然的董事会是有缺陷的,一大批其他公司无疑也会受到有缺陷董事的影响。

除了高度独立以及满是来自于公司及学术界的杰出人物之外,安然董事会还经常碰面。例如,从 2001 年 10 月公司开始遇到严重问题直至 2001 年 12 月 2 日公司申请破产保护期间,董事会在尝试进行危机管理时几乎每日开会。

安然董事会的组织及结构也曾经被认为是良好公司治理的典范。正如一位评论者所述,安然董事会具备人们所希望看到的所有委员会,包括行政委员会、财务委员会、审计与合规委员会、薪酬委员会,以及提名和公司治理委员会。<sup>[29]</sup>

安然的审计委员会,这个被普遍认为在监督中扮演核心作用的委员会,“有一份模范章程,其主席是以前任职斯坦福商学研究生院院长的前会计学教授”。<sup>[30]</sup> 更令人印象深刻的是调查者发现,事实上除了一位成

---

[29] 同注[28], pp. 504 - 505。

[30] 同注[28], p. 505。

员之外,审计委员会的所有成员都广泛熟悉复杂的会计准则。委员会的两位成员,Jaedicke 教授以及 Wakeham 院长有正规的会计培训及专业会计经历。<sup>[31]</sup>

在超越当时审计委员会行为标准的一次独立性展示中,安然审计委员会听取了关于安然财务报表、会计实践以及公司外部审计员出具的审计结果的常规陈述。这通常是审计委员会于没有管理层参加的情况下听取陈述之后,审计委员会主席会就该陈述向安然的全体董事会做出报告。

与最佳公司治理实践相符,并如上文所提及,审计委员会、薪酬委员会以及提名委员会成员皆由与管理层无关联的外部董事组成。实际上,法院、立法机关、行政机关以及证券交易所为了回应安然的倒闭而通过的形形色色的公司治理新规则的最大讽刺就是,安然本身符合或超过了那些表面上制定用于防止未来“安然们”出现而制定的标准。奇怪的是,如果安然能存续到今天,它完全不需要改变自己的公司治理结构以符合《萨班斯—奥克斯莱法》(SOX)的要求。

任何认为安然董事会回想起来履职不力的诚实的观察者也应承认,在公司倒闭之前“从所有表象上看,安然的董事会看起来很棒”。<sup>[32]</sup>确实,安然即使在现今,就如它在过去一样,都会被认为是公司治理的典范。这一点看起来强烈表明,我们需要改变对董事会独立性的高度依赖,以及把这种依赖作为高质量公司治理的主要代名词。

新的路径应当满足如下三点:首先,它应当能反应出一种认识,即认为同一班人马可以在同一家公司中同时承担监督职能及管理职能是完全不现实的。其次,它应当把提升管理决策制定的质量这一职责交由董事会。最后,公司治理的新模式应当依靠疏远及客观的市场机制作为监督代理,而不是依靠诸如董事等关系紧密的代理人。正如我们所见,董事表现出他们独特的、容易受到他们本应监管的那些管理者的俘获。

与本文的分析相符,安然董事会不仅是专业化的范例,同时也是董事会被管理层俘获的典型。只有俘获假设才可以解释董事会对管理层

---

[31] U. S. Senate, *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, 9.

[32] Paredes, “Enron”, 504.

的绝对信任,这种信任表现在董事会默许现在臭名昭著的关联方交易,这些交易最终在安然的消亡中起到关键作用。例如,安然的年度报告(通过表格 10-K 在 SEC 处备案)表明安然仅在 1999 年与 2000 年就曾与 3000 家关联机构达成交易。有几百宗这样的交易是与安然在开曼群岛没有固定邮政信箱的下属企业完成。安然董事会默许了高风险的会计实践、不恰当的利益冲突行为,以及未经披露的账外交易。它也批准了至少从回顾过往的角度看来,相较于公司的拙劣表现而明显过高的 高管薪酬计划。

安然董事会最被广为宣传的治理不力在于它的决策。董事会在三次不同的场合,丢弃了公司的行为准则,允许安然的 CFO Andrew Fastow 组织及管理有限合伙企业,也称作特殊目的企业,其计划的目的是与安然进行商业往来。Fastow 预想及实施的交易涉及通过这些 Fastow 与其有利益关系的特殊目的企业向安然购买及出售资产。这么做需要获得豁免,因为公司的行为准则禁止安然的雇员从任何与安然进行生意往来的公司中获得任何个人金钱利得。但 Fastow 却从这些交易中获得几百万美元的收益。这其中的利益冲突如此明显,以致 Benjamin Neuhausen 向他的安达信(Arthur Anderson)同事 David Duncan 提出了这个无可置辩的问题,“为什么一个心智正常的董事会批准这样一个计划?”<sup>[33]</sup>

当然,安然董事会的公司治理失败并不以批准这些不恰当的交易而告终。在批准这些交易之后,安然董事会未能监督这些企业与安然公司之间交易的条款、管理 Fastow 因运营这些有限合伙企业而获得的薪酬,以及确认用于监管安然及 Fastow 所控制企业之间业务往来的恰当的内部控制是否到位。

虽然安然董事将大量关于安然的信息置于其掌握之下,并且可以不受限制地要求更多信息,但董事会实际接收到的信息就特定地受限于管理层提供给它的信息。依靠管理层提供信息是几乎所有董事会的通例,

---

[33] Benjamin Neuhausen 是安然的审计事务所安达信(Arthur Anderson)中职业标准小组的一名成员。David Duncan 负责领导被指派到安然公司的安达信审计团队。U. S. Senate, *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, 25.



除非是在处于重大危机或受到密集的外部审查之时。大多数时候董事会成员并没有关于管理层信息的任何其他来源。

就安然一案来说,似乎管理层时常决定不向董事会提供它所要求的信息。例如,在2000年10月,安然董事会成员 Charles LeMaistre,时任董事会薪酬委员会主席,曾尝试获取关于 Andrew Fastow 从他所控制的与安然有业务往来的特别目的企业中所获得的薪酬信息。LeMaistre 最终向调查安然倒闭事件的参议院小组委员会证实,他想要 Fastow 的薪酬信息,但不想在办公室中挑起关于 Fastow 的闲话。因此,他请 Mary Joyce,即安然公司负责薪酬的高级官员向他提供安然所有高管的外部收入信息。LeMaistre 两次索要了此信息,但尽管有这些请求,他并没有获得这些信息。LeMaistre “就此作罢”,而没有就此事展开正面的交锋。<sup>[34]</sup>

一年之后,董事会仍然对 Fastow 的薪酬全然不知,尽管事实上 SEC 已经开始调查安然与这些特殊目的企业的关系,以及安然与这些企业之间交易的账务处理。董事会一直处于不知情状态,直到2001年10月华尔街日报出现了一篇文章,名为“安然首席财务官的合伙企业盈利数百万”,声称 Fastow 从他所管理的与安然关联的特殊目的公司收取超过700万美元薪酬。

一般来说,管理层对信息向董事会传播的管控会创造出一种驱动力,管理层能够通过控制董事们在做决策时所能获得信息的性质以俘获董事会。在大量关于监管的经济理论的文献中,众所周知,组织良好但资源有限的特殊利益群体可以通过控制传播给立法者及投票者的信息而影响政治结果。<sup>[35]</sup> 公众公司高管的利益及日程与政治领域特殊利益集团的利益及日程有着相似之处。高管们希望影响项目的选择、管理者的薪酬,以及战略选择。管理者们控制信息向董事会传播的能力极大地促进了他们达成个人目标的能力,但通常会损害投资者的利益。这种驱动力有助于解释,为什么安然那些似乎有经验并参与其中的董事会成员

---

[34] Robert E. McCormick and Robert D. Tollison, *Politicians, Legislation, and the Economy*, Boston: MartinusNihhoff, 1981, pp. 7 - 12.

[35] 同注[34]。

声称“他们对公司的倒闭就像其他任何人那样吃惊”。<sup>[36]</sup>

在安然前董事长 Kenneth L. Lay 被德州休斯顿的陪审团判决欺诈罪不到一周的时间内, Charles Walker, 安然的一名长期董事告诉华盛顿邮报他仍然无法相信 Lay 竟然对引起公司于 2001 年倒闭的欺骗性会计实践知情。他也表达了自己不相信 Lay 为了掩盖安然真实财务状况而撒谎的主张。Walker 甚至表达了对 Lay 正直品格的持续信任,他说“我确信他不知道发生了什么……我只是不能忍受看到他被送进监狱的照片”。<sup>[37]</sup>

安然董事会对如下这一点提供了生动的案例:即使是从外部看起来独立、职业化且高度适格的董事会也容易受到俘获。更糟糕的是,董事会通常受到的只是回顾式的评判。安然的董事们虽然在公司倒闭之前备受赞誉,但现在则被视为糟糕的董事,不是因为这个群体有特定的违法行为,而是因为他们所任董事的公司公然且不光彩地倒闭了。

如上文所述,加强独立性及由上市公司董事进行的监督是提出的避免今后“安然”事件发生的主要解决方案。<sup>[38]</sup>这一回应有误导性,原因有三:首先,提议的解决方案未能领会一个事实,即加大董事的独立性会削弱董事会做他们实际上擅长之事——对高管提供管理支持的能力。其次,要求更大的独立性就是做了不合理及莫名的假设,假设那些负责选用的人确实可能识别出在其成为董事之后会可靠地独立于管理层之外思考及行事的董事。最后,认为可以依靠董事来预防未来“安然”的假设会在那些相信情况确实如此的不知情的投资者中形成一个错误的安全感。

当安然倒闭时,几十家其他公司面临着有趣的困境,即如何处置同时任职于他们公司董事会的安然的董事。一些安然的董事,如任职于 Invesco Mutual Fund 董事会的 Wendy Gramm,任职于 California Water Service 董事会的 Robert Jaedicke 自行处理了问题,在安然倒闭之后即从该董事会辞职。

工会对安然其余的董事进行了追击,获得了不同程度的成功。AFL - CIO 投资基金发起了一场针对那些任职于其他董事会的安然前董事会成

---

[36] U. S. Senate, *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, p. 12.

[37] Brooke A. Masters, *Enron's Quiet Outages: Uncharged in the Fraud, Directors Settled, Resigned, Lay Low*, Washington Post, June 2, 2006, D1.

[38] U. S. Senate, *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, 4.

员的运动。工会宣布“这些董事在保护安然案中的股东利益时严重不力，这使他们不再有资格被重新提名为任何一个将来公众董事会职务……如果发生董事会重新提名那些董事的情况，我们主张股东投反对票”。〔39〕

2002年，安然的董事 Frank Savage 被重新选任进入 Lockheed Martin 公司和 Qualcomm 公司的董事会，尽管他受到来自包括 AFL - CIO 以及其他劳工组织在内的股东积极主义分子的反对。将 Savage 从 Lockheed Martin 董事会除名的运动只说服了 Lockheed Martin 28% 的股东保留了他们的表决权。Savage 因此在安然倒闭之后的很长一段时间内仍然作为 Lockheed Martin 董事会中一名有价值的成员。不过他于 2004 年 65 岁时确实主动辞去了在 Qualcomm 董事会的职务。

在大多数安然董事会成员辞职或被他们所任职的董事会除名之时，有一些公司坚决为他们的安然董事辩护。据《纽约时报》报道，Lockheed 的发言人曾说，前安然董事 Frank Savage “是与公司有着长期及杰出合作的有价值的董事”。〔40〕与此类似，安然董事会成员 Norman Blake，Comdisco 的前董事长，在安然倒闭之后仍然留在了 Owens Corning 的董事会。《华盛顿邮报》报道说 Owens Corning 通过一段评论对 Blake 在董事会任职的问题进行了回应：“作为良好公司治理实践的一部分，我们的董事会对我们董事的独立性及其有效性进行了审查。Blake 先生很好地符合了要求。”〔41〕

以上的讨论表明俘获是双向的。不仅董事会忠实于他们任职的管理团队，管理层对他们的董事也有相似的忠实度。

#### 四、股权融资公司

1973 年 4 月 2 日，SEC 指控美国 Equity Funding 公司图谋通过操纵公司股价欺诈投资者。同日，《华尔街日报》将本案描述为“会计行业史

---

〔39〕 转引自 Gretchen Morgenson, Sticky Scandals, Teflon Directors, *New York Times*, January 29, 2006。

〔40〕 同注〔39〕。

〔41〕 Masters, *Enron's Quiet Outages*.

上最大丑闻之一”。随着 Equity Funding 公司丑闻的揭开,政府机构和调查员接踵而至。最终美国司法部、联邦调查局、美国邮政署,以及加利福尼亚州与伊利诺伊州保险部都参与了 SEC 的调查(Equity Funding 公司在上述两州获得开展业务的许可)。

本案中欺诈的范围与规模令人震惊。Equity Funding 公司的人寿子公司所登记在册的保单中逾半数(10 万份保单中约有 6.4 万份)带有欺诈性,该公司曾虚假宣称其售出的保单价值超过 2 亿美元。而令欺诈更加严重的是,公司发行了 2500 万美元的伪造债券,并称其拥有价值 1 亿美元但无法解释来源的资产。

Equity Funding 公司被称作“证券行业、保险监管机构以及审计职业的耻辱”,<sup>[42]</sup>因为他们当中没有任何一方注意到公司管理层正在从事大规模欺诈的征兆迹象。当然,这一评价对该公司的董事会同样适用。董事会中有三人直接参与了欺诈,包括 Stanley Goldblum(公司创始人、总裁、董事会主席)、Fred Levin(营销总监兼保险子公司总裁)、Samuel Lowell(执行副总裁兼首席财务官)。其余六位董事并未参与欺诈,并且看起来对欺诈毫不知情。

本案中欺诈规模之大,捏造与其他保险公司交易所需要的厚颜无耻,以及伪造保单所应当具备的不知廉耻和胆大妄为,都表明了公司内部的监察机构在履行监督职能方面存在巨大失职。

与安然案相似,Equity Funding 公司丑闻的发生起源于创新。把保单与其他金融产品相互结合并打包出售在当时是一项迅猛发展的业务,Equity Funding 公司正是这项业务的创新者之一。Equity Funding 公司特别鼓励客户对公司发售的共同基金进行投资,然后通过共同基金的资产来贷款支付寿险保费。人寿保单所累计的现金价值也可用于偿还购买保险的贷款。

这项业务受到极度欢迎,Equity Funding 公司也迎来了高速发展。首席执行官 Stanley Goldblum 着手启动了对其他公司的收购。由于

---

[42] David Hancox, *Could the Equity Funding Scandal Happen Again? Auditors Need to Guard against the Scenario That Led to One of Auditing's Darkest Hours*, Internal Auditor, October 1997, <http://www.allbusiness.com/accounting-reporting/auditing/641903-1.html>.

Goldblum 利用 Equity Funding 公司的股份为收购活动进行融资,因此他对股价波动极为敏感。当 Goldblum 于 1965 年指示首席财务官 Samuel Lowell 虚增公司对外公布的收入和应收账款时,欺诈便由此开始了。

Equity Funding 公司时常通过一种名为再保险的程序将其为获取现金而承接的全部或部分保单出售给其他保险公司,在保险行业这是一种典型的做法。基于再保险,出售保单的保险公司将直接向购买保单的保险公司支付现金,购买方将获得投保人未来支付的部分保费。当然,如果保单是虚构的,就如 Equity Funding 公司出售给再保险公司的保单那样,未来则没有客户支付保费。反言之,这也便意味着公司并无收入来源向再保险人进行支付,但再保险人正是依靠着这些收入使其购买原始保单的投资行为赢得积极回报。Equity Funding 公司是通过制定大规模的庞氏计划来解决以上问题的。在该计划中,销售虚假的保单所获取的保费被用作向再保险人支付保费;而 Equity Funding 公司获取更多现金的方式还包括虚假地宣称其所出售保单的虚构被保险人已经事实死亡,这样便触发了已经购买保单的再保险公司的支付行为。

换言之,Equity Funding 公司的欺诈行为从产生到维持涵盖了大量具有连贯性的安排。首先是虚构保单并出售,然后是虚构更多保单来对先前已经出售的虚假保单的购买人进行支付。随后这项欺诈的参与人将每隔一段时间捏造部分虚构保单持有人的死亡事实,进而从再保险人处获得付款。当然最后还需要篡改公司的财务报表,从而反映所有上述欺诈交易。

一位评论员对此做出如下评论:

编造虚假的会计账目相对容易,但要为 6.4 万份虚假保单创造出文档记录则是一项极大的挑战,即便对于 Equity Funding 公司也是如此。公司管理层希望能让那些要求审查保单样本的审计人员满意。审计员会检查归档的保单文件,将其与保费收据以及保单中的保留信息进行核对。然而绝大多数情况下,这些保单文件都是无法获取的。为了解决这一问题,管理层便设立了一个内部机构——伪造党。

在 Equity Funding 公司,审计人员所要求的保单总是“暂时无法获取”。当晚,从六七个到十一二个不等的员工开始伪造缺失的文件,以便在次日准备好。一位参与者说道:“伪造文件要花费很长时间,对于日期

印戳和其他细节都要十分小心。不过我觉得做医生并且让一个人活了过来这很有趣。”

Equity Funding 公司丑闻是一个由管理层策划,并且由大量的员工提供支持的(至少是一种被动的支持)巨大阴谋,这些员工知晓或本应能够对其中的一些问题产生合理怀疑。<sup>[43]</sup>

应当提到的很重要的一点是,如果目前的规则在当时适用,则董事会应当对用于监控公司的内控体系进行评估。公司 CEO 和 CFO 要为这些内控措施的质量作证。然而与安然案的情形相似,鉴于 CEO 和 CFO 双双深度参与了欺诈活动,对于 Equity Funding 公司的投资人而言,如今的新规则中没有一样能使当时的结果发生改变。

如同安然、迪斯尼、环联公司案一样,Equity Funding 公司的董事完全被管理层所俘获。直到 SEC 称若再不罢免 Equity Funding 公司原有的管理层,则将对公司进行破产管理时,公司董事会方才要求欺诈案的三名主要推手辞职。令人难以置信的是,根据由 Raymond Dirks 和 Leonard Gross 对 Equity Funding 公司丑闻案的权威记载,即便是在 SEC 明确表示如果不解雇高管则关闭公司的情况下,董事会中的大多数成员依然支持现任管理层。<sup>[44]</sup> 正如上文所述,九名董事中有三位(即 Stanley Goldblum, Fred Levin 和 Samuel Lowell)属于深度参与了欺诈的内部人士。他们遭到了其他三位董事的反对,分别是内部人 Yura Arkus - Duntov、商学院教授 Robert Bowie、公司法律顾问 Herbert Glaser,这三位董事并未参与欺诈,他们希望公司立即解雇上述三位参与了欺诈的内部人员。

其他三名董事——已退休的 Bendix 公司总裁 Judson Sayre, Litton Industries 公司的 Gale Livingston 和一家名为纽约证券公司的投资银行家 Nelson Loud(该证券公司主办了 Equity Funding 公司股票的首次公开发行),均对即将被起诉的现任管理层十分忠心,同时,也倾向于对聘用他们到董事会的这些高管们保持这种忠诚。直到欺诈案的策划者

---

[43] 同注[42]。

[44] Raymond Dirks and Leonard Gross, *The Great Wall Street Scandal*, New York: McGraw - Hill, 1974, p. 202.

Goldblum 拒绝承诺其并未“把手伸入曲奇罐中”，上述董事这才认真考虑将其解雇。<sup>[45]</sup>

仅在管理层拒不同意向 SEC 就 Equity Funding 公司欺诈案作证时，董事们才最终决然地将矛头指向管理层。而即便在那时，许多董事（包括外部董事 Loud 和公司法律顾问 Glaser 看起来都还在考虑通过按日支付津贴的方式重新将他们聘为顾问。而当时这些从事欺诈的董事的辞职信皆已得到批准，以满足监管者的要求。

Equity Funding 公司的案例还为本书提出的管理层俘获董事的理论额外揭示了一个人性要素，即更换管理层是一项艰难的工作。即使是在 Equity Funding 公司的欺诈案几乎已被全部揭露出来的时候，Goldblum, Levin 和 Lowell 这三位主要的诈骗者依然能够以让人信服的方式主张公司在缺少他们的情况下无法继续经营。显然，解雇最高管理层要求董事会成员们停下他们手中的其他活动，并把所有时间完全投入公司的危机管理中。那些通常有自己的公司要经营的外部董事们，自然毫不意外地认为这是极难做到的。

Equity Funding 公司董事会在管理上是彻底失败的，这一观点与本文中提出的董事会行为理论一致。当然，这并不意味着该董事会是毫无作用的，因为董事会的职责同时包括了对公司进行管理及监督。

---

[45] In re Equity Funding Corporation, 603 F.2d 1353 (1979).