

# 新公司法对上市公司股东积极主义的正向激励

曹兴权\*

**摘要：**新公司法在提案权、董事罢免权、查账权及股东代表诉讼以及电子表决机制等方面的修改顺应了股东积极主义的公司治理发展趋势。为此，投资者服务中心等投资者保护专门机构应顺应公司法修改而积极行权，在理念上实现投资者保护到股东保护的转换，理性对待董事会中心主义思潮，在利用股东代表诉讼维权时更应充分关注提案权、董事罢免权、知情权等事前权利的正向激励效用。

**关键词：**股东积极主义 股东权利 投资者服务中心行权 机构投资者 公司法修订

股东积极主义的兴起是上市公司治理出现中的一个主要趋势，<sup>①</sup>甚至成为作为公司内部治理结构的一种重要替代机制。投资者服务中心等投资者保护专门机构通过积极行权去介入公司治理在本质上也是股东积极主义的一种表现。<sup>②</sup>上市公司股东如何对待自己决策参与权及选择管理者等权利，是理性选择的结果。该选择，取决于股东自身的意愿与能力，也受外在法律环境与商业环境影响。公司法关于股份公司股东权利的修改，是法律环境的变化，也将影响股东行权的意愿与能力。公司法的修订，对股东积极主义的影响何在？作为积极股东的投资者服务中心如何适应公司法的修订开展行权活动？

---

\* 西南政法大学教授，博士生导师。

① 冯果、李安安：《投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革》，《法律科学》（西北政法大学学报）2012年第2期；《美国机构投资者“股东积极主义”的经验及其启示》，王秀华：《兰州学刊》2006年第12期；林雨晨：《上市公司治理准则最新修订：积极推动机构投资者参与公司治理实践》，载郭文英、徐明主编：《投资者》（第3辑），法律出版社2018年版，第30—40页。需要主义的是，股东积极主义的实际指向以及价值因不同公司的不同股权结构而有差异，上市公司也如此。刘彦泮：《机构投资者视野下的股东积极主义：国际实践及中国路径》，《投资者》（第9辑），法律出版社2020年版，第166页。

② 郭雳：《作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析》，《法学》2019年第8期。

## 一、股东积极主义的基本理论

### (一) 股东积极主义的内涵

公司管理者与股东之间或者控制股东与中小股东之间的代理成本,是上市公司治理问题产生的根源。当上市公司管理者或者控股股东的不当行为导致公司利益遭受严重损失时,中小股东的选择大致包括:出让股权以退出公司(用脚投票)、发动诉讼索赔损失、利用表决机制影响公司的人事与经营决策(用手投票)。在这三种选择中,股东分别行使股权转让权、救济权、管理权,而股东心态也呈现出从消极到积极递进的状态。相对于用脚投票策略,发动诉讼索赔损失也带有积极维权的立场,虽然该积极行动的心态及效果尚无法与主动利用表决机制的心态及效果相比较。因为基于成本考虑,很多上市公司的股东无论是转让还是继续持有股票,都可能不会选择诉讼维权。就此而言,股东积极主义是指股东积极行使股权中的救济权能、管理权能。

当然,公司治理理论对股东积极主义可能有不同的界定。有论者认为,股东积极主义是指投资者对企业管理和运营结果不满意时,通过积极参与和试图影响公司现状以满足长远收益或者改变对企业社会责任的态度。<sup>①</sup>为达到改变公司现状以满足自己长远收益或者改变对企业社会责任的态度之目的,此种积极参与和影响显然并非权利救济而应是积极行使股权的管理性权能。在西方公司治理理论中的股东积极主义,更多的是对机构投资者兴起以及机构投资者积极介入公司治理事务现象的归纳,因此更为狭义的股东积极主义仅仅指机构投资者股东积极主义。

### (二) 股东积极主义的类型

#### 1. 被动回应型积极股东主义与主动介入型积极股东主义

本文从最广义的立场来讨论股东积极主义,认为发动诉讼索赔损失、主动利用包括表决机制在内的管理权积极行使都属于股东积极主义,将其与仅仅通过转让股票退出公司这种最消极的立场相对应。

不过,也应关注发动诉讼索赔损失与积极行使管理权之间的差别。前者,可被称为被动回应型积极股东主义。此刻,股东并不主动介入或者影响公司决策以至于去阻却管理者违反信义义务或者控股股东滥用股权,只能够在侵权行为发生后权利救

<sup>①</sup> 郭涛:《股东积极主义的研究综述》,《财会研究》2021年第4期。

济规则向违反信义义务的管理者或者滥用股权的控制股东在事后进行索赔。后者,可被称为主动介入型积极股东主义。此刻,股东可借助于股东会的表决机制,通过知情权、质询权、提案权、表决权影响公司的人事与管理决策,在事前主动地寻求对公司经营的变化。

## 2. 特定公司型股东积极主义与系统风险型股东积极主义<sup>①</sup>

美国著名公司法学者约翰·科菲在分析上市公司表决权代理争夺时注意到不同争夺背后的目的或者动机的差异,并提出股东积极主义应当实现从企业特定型到系统性风险的代理权争夺的转型。“企业特定积极主义”(firm-specific activism)是指,投资基金股东仅从关注特定个股表现之目的去行使管理权或者通过其他方式影响管理者。“系统性风险积极主义”(systematic activism)是指,从事组合投资的基金投资者关注的重心不是单个目标公司的股价而是更重视提高投资者投资组合的总价值,他们积极行使股权改变一家公司的目的在于去影响投资组合中其他公司价值,以确保能够获得净收益,该净收益有可能是通过减少一家公司对投资者投资组合中其他公司的“负外部性”来产生(如减少碳排放或进行气候风险改革)。由于特定基金难以承受目标公司股票价格因代理权争夺导致下跌的巨大损失,激进型对冲基金难以充当基于此种目标(社会责任)的股东积极主义领头人。

## 3. 公司绩效型股东积极主义与公司社会责任型股东积极主义

此种分类的标准在于股东积极介入公司治理的目标。利益是股东积极主义的主要动机,而利益呈现出异质化特征。该异质性,主要为私人利益和社会利益两者之间。如果积极行使管理权或者影响力的目的在于提升特定公司的经营绩效,则属于公司绩效型股东积极主义。如果是积极行使管理权或者影响力的目的在于实现企业社会责任的目标,则属于公司社会责任型股东积极主义。

## 4. 公司绩效诱导型股东积极主义与公司危机救济型股东积极主义

公司治理的理论研究表明,公司经营状况是影响股东是否选择积极介入公司决策的重要因素。对于机构投资者特别是基金投资者而言,股东积极主义的目标公司大都具有业绩较差、公司规模较大以及资金充裕等特征。从稳健投资的角度看,只有这些公司才具有长期投资价值,才值得他们选择进入并在进入后积极介入公司决策。但是,并非证券市场所有股东选择积极行使权利的对象都是这些绩优公司。对于经

<sup>①</sup> 本部分,请参见约翰·科菲:《股东积极主义的未来转型:从“特定企业”到“系统性风险”的代理权争夺》,薛前强、孟弋丁译,齐鲁金融法律评论 2021 年卷。

营绩效不理想的公司,既有投资者也有通过积极介入公司经营管理去改善公司经营绩效的动机,特别是在公司并购的场合。就此而言,从标的公司的选择看,股东积极主义又可分为公司绩效诱导型股东积极主义与公司危机救济型股东积极主义。

### (三) 影响股东积极主义的法律环境因素

人的行为是人在意识指导下的主动自觉的行为。从行为心理学的视角看,股东是否积极行使股权去维护自己的投资利益,主要受动机、意愿与能力等因素的影响。提升公司经营绩效并从绩效提升导致的股权上升中获得收益,或者从督促公司承担社会责任、改变整体利益状态中获得收益,从救济程序中获得损失补偿,是股东选择积极行使股权的基本动机。所谓意愿,则是是否愿意启动积极行权活动的心理状态,动机可能促使意愿的产生,但动机并不一定产生行为意愿。行为动机向行为意愿的转化,除利益诉求外,还涉及法律界定的资格与行为自由的限度,以及行为主体对自己行为能力的理性判断。法律界定的资格与自由的限度,涉及法律对股东积极主义的赋权,而行为能力则涉及法律对股东积极主义的赋能。<sup>①</sup>

公司法、证券法对于股东或者投资者权益的界定,即属于对股东积极主义的赋权型促进。为鼓励股东积极行使权利,首先应界定股东的各种救济权与各种具体管理权,以及具体行使这些权利的程序。法律直接引入促进行使权利便利化的机制,诸如信息技术、网络技术,则属于对股东积极主义的赋能型促进。这些,就是公司治理理论所讨论的环境因素,在合法性和参与活动的难易程度两个方面对股东积极行为产生直接影响。在美国,股东权利的勃兴是推动股东积极主义兴起的重要原因。<sup>②</sup>我国新公司法对股东权利制度的优化以及体现出的股权勃兴理念,构成促进股东积极主义的正向激励。

当然,促使股东积极主义的因素还可能包括机构投资者特别是基金所负担的法律义务。机构投资者多为管理他人资金资产的受托管理人,应履行信托法积极管理的信义义务,以股东身份积极介入被投资公司的经营管理决策并在权益受到损失时积极启动维权程序,就是该信义义务的主要内容。对于这些义务,基金法、信托法以及各种机构投资者行动准则对此均有直接或者间接涉及。

<sup>①</sup> 关于对股东赋权与赋能的分析,请参见高丝敏:《论股东赋权主义和股东赋能的规则构造——以区块链应用为视角》,《东方法学》2021年第3期。

<sup>②</sup> Stephen M. Bainbridge, Shareholder Activism in the Obama Era, Perspectives on Corporate Governance, Published online by Cambridge University Press; 04 August 2010, pp. 217-234.

## 二、新公司法对上市公司股东积极主义的多重激励

### (一) 新公司法对上市公司股东积极主义的赋权性激励

#### 1. 完善股东管理性权利规则

##### (1) 股东知情权。

上市公司股东的知情权,涉及证券法的信息披露制度以及公司法的股份公司股东知情权制度。新公司法在保留针对公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告的查阅权以及对公司的经营提出建议或者质询权的基础上,增加规定了对公司财务账册的查阅权以及对子公司资料的穿越查阅权。新增的股东查账权规定,显著扩张了股东知悉公司财务信息的范围,便于股东作出积极行权的决策。

新公司法第 110 条第 2 款规定,在满足连续 180 日以上单独或者合计持有公司 3% 以上股份的基本条件后,上市公司的股东有权按要求查阅公司的会计账簿、会计凭证。需要注意的是,公司章程可降低持股比例的查账权行使门槛,但不得提高。该规定,俗称股东的查账权。股东查账权针对的会计账簿、会计凭证,不仅包括本公司的,还包括股东所在公司的子公司的。根据第 57 条的规定,上市公司股东要求查账的,应向公司提交记载有查阅目的的书面请求,公司在接收到该请求后,认为该股东查账的目的不正当以至于可能损害公司合法利益的,可以拒绝提供查阅。不过,公司的拒绝意见应当自股东提出书面请求之日起十五日内以书面形式作出,并且要载明拒绝理由。公司拒绝股东查账权请求的,股东可以向人民法院提起查账权救济诉讼。在行使查账时,股东可寻求中介机构的帮助,可以委托会计师事务所、律师事务所等中介机构进行。

##### (2) 股东会召集请求权与主持权。

新公司法第 114 条第 3 款系新增内容。该款规定,“单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东请求召开临时股东会会议的,董事会、监事会应当在收到请求之日起十日内作出是否召开临时股东会会议的决定,并书面答复股东。”该规则意在引入董事会、监事会对股东请求召开临时股东大会会议的答复规则,确保股东能够及时自行召集和主持。根据该规定,在公司董事会、监事会不能够召集股东大会会议的情况下,股东可以便利地启动大会会议,避免上市公司股东会停摆情况的发生。

### (3) 提案权。

新公司法第 115 条第 2 款规定,“单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以在股东会会议召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。临时提案应当有明确议题和具体决议事项。董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东会审议;但临时提案违反法律、行政法规或者公司章程的规定,或者不属于股东会职权范围的除外。公司不得提高提出临时提案股东的持股比例。”提案权,是积极股东寻求对公司产生影响力的最有效方式。该修订,降低了股东临时提案的持股比例并且禁止公司提高该比例,有助于激励股东为积极行使管理权而介入公司决策;对审查标准的明确规定,也能够有效避免董事会、监事会借助对临时提案的审查权阻碍股东积极行权。

## 2. 完善救济性股东权利规则

### (1) 异议股东回购请求权。

新公司法改变了 2018 年公司法将异议股东回购请求权仅限于有限公司的立场,在第 160 条中将其拓展到股份公司,引入股份公司异议股东的股权回购请求权。根据该条,公司连续五年不向股东分配利润,而公司五年连续盈利,并且符合本法规定的分配利润条件,或者转让主要财产,或者章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现而股东会通过决议修改章程使公司存续,对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股份。不过,新公司法第 160 条明确排除公开发行股份的公司。因此,上市公司的股东不得据此进行救济。

### (2) 双重股东代表诉讼权。

2018 年公司法第 151 条规定了股东代表诉讼。根据该条规定,公司的董事、监事、高级管理人员或者第三人违反法律、行政法规或者公司章程造成公司损失的,若公司未能够及时启动索赔程序,具备资格的股东可代公司维权而启动针对这些侵权行为主体的索赔程序。但是,若股东所在公司的子公司的董事、监事、高级管理人员或者第三人出现这些情形而造成公司损失的,该股东并不能够可代公司维权而直接启动针对这些侵权行为主体的索赔程序。新公司法弥补了这个空白,第 189 条第四款直接规定了母公司股东代母公司的子公司向侵犯子公司利益的子公司的董事、监事、高级管理人员或者第三人启动维权程序。

### (3) 影子董事、影子高管连带责任。

新公司法第 192 条规定,“公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员

从事损害公司或者股东利益的行为的,与该董事、高级管理人员承担连带责任。”该条从两个层面激励股东积极行使索赔请求权。第一,扩张股东代表诉讼被告的范围,便于股东代公司向指示董事、高级管理人员从事损害公司利益的幕后人员追责。其二,允许利益受到损害的股东,直接向指示董事、高级管理人员从事损害自己利益的幕后人员追责。

#### (4) 公司决议瑕疵救济权。

矫正公司决议瑕疵是维护公司及股东自己权益的根本措施,新公司法通过完善撤销权规则,新增决议不成立规则对股东行权进行有效激励。其一,撤销权规则的完善。2018年公司法规定的股东针对公司决议瑕疵的撤销权,受到极短除斥期间的不合理限制。新公司法第26条修改了该不足,弱化了60日除斥期间的绝对立场,在第2款中引入“被通知参加股东会会议的股东自知道或者应当知道股东会决议作出之日起六十日内”的例外规则。其二,在第27条中引入决议不成立之诉,在实际未形成股东会决议或者董事会决议的情形降低了股东救济的成本。

#### (5) 新增诉讼救济的类型。

其一,利润分配救济权。新公司法第212条新增规定,“股东会作出分配利润的决议的,董事会应当在股东会决议作出之日起六个月内进行分配。”该规定引入利润分配支付的法定期,有助于督促公司及时向股东支付股利。该规定,有助于激励股东在公司未在法定期内支付股利时启动维权诉讼。其二,新公司法第227条规定,“股份有限公司为增加注册资本发行新股时,股东不享有优先认购权,公司章程另有规定或者股东会决议决定股东享有优先认购权的除外。”根据该条,股份公司章程引入新股发行时股东优先认购权而公司在发行新股时排除股东该权利的,股东可启动维权诉讼。其三,等比例减资救济权。新公司法第224条第3款规定,“公司减少注册资本,应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份,法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。”根据该条,在公司章程未允许非等比例减资情况下上市公司对特定股东实施减资的,其他股东有权启动维权诉讼。

#### (二) 新公司法对上市公司股东积极主义的赋能性激励

新公司法对上市公司股东积极主义的赋能性激励,主要表现为电子通信表决机制的引入。第24条规定,“公司股东会、董事会、监事会召开会议和表决可以采用电子通信方式,公司章程另有规定的除外。”在我国,《关于加强社会公众股股东权益保

护的若干规定》《关于上市公司股东大会网络投票工作指引(试行)》《上市公司股东大会规则》等治理规则早就鼓励上市公司的股东大会会议采用网络股东大会、电子通信表决机制,并且已经形成了惯例。网络会议与通信表决机制可显著降低股东参与与表决成本,能够有效激励股东积极行使管理权。将这些公司治理习惯上升为公司法内容,强化了网络技术对股东积极主义的赋能效应。

根据股东行权行为的展开方式,股东积极主义包括一些公开的正式行为,如提交股东会会议提案、在股东会上行使投票权、征集委托投票权、诉讼以及公开建议,以及主动利用新闻信号,<sup>①</sup>也包括私人谈判、信函、电话、会议、访谈对话等非公开行为。<sup>②</sup>从上市公司信息透明的要求看,非公开行为应受严格限制。如何将非公开行为公开化,是监管者应考虑的问题。基于网络技术的上市公司股东论坛便是一种很好的解决办法。在我国,股东论坛机制得到监管者的认可甚至鼓励并且已经普遍适用。可以认为,股东论坛也成了上市公司的治理习惯。根据民法典第10条,可以认为股东论坛是公司法认可的一种公司治理习惯。股东论坛这种网络信息交流机制,也成为对股东积极主义的一种赋能性激励。

### (三) 新公司法对上市公司股东积极主义的动机性激励

#### 1. 公司社会责任机制的股东积极主义动机的激励效应

公司社会责任理念与股东积极主义具有相互促进的效应。如前所述,在很多场合,推动公司践行社会责任理念是机构投资者积极介入公司治理决策的基础性动机,而约翰·科菲系统风险型股东积极主义下的股东代理权争夺的出发点就在于通过推动其他公司践行社会责任理念来弥补投资组合中另外一家公司的股权损失。因此,法律对公司社会责任的正式确立无疑是对股东基于公司社会责任目标而积极行权的有效激励。

新公司法将2018年公司法的社会责任规定进行细化,系统地界定了有中国特色的公司社会责任机制。第19条设定了公司社会责任的底线性要求,即“应当遵守法律法规,遵守社会公德、商业道德,诚实守信,接受政府和社会公众的监督”;第20条则从利益相关者的视角界定了公司社会责任所关怀的利益类型,即“应当充分考虑公司职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益”。公司法对

<sup>①</sup> 如上市公司沃森生物的股东通过正式渠道公开向公司发出问询函,参见李岚君、徐金忠:《机构股东的胜利?沃森“启示录”:资本市场机构化背后的股东“积极主义”》,《中国证券报》2020年10月9日。

<sup>②</sup> 参见郭涛:《股东积极主义的研究综述》,《财会研究》2021年第4期;伊志宏、李艳丽:《机构投资者的公司治理角色:一个文献综述》,《管理评论》2013年第5期。

社会责任的界定直接影响公司的经营战略,而该影响则通过影响董事、监事和高级管理人员的具体信义义务以及股东特别是关键股东的行权行为来实现。公司在经营过程中未遵守法律法规底线的,股东可积极行权要求公司改正,甚至更换管理团体,也有权在管理者违反时启动救济程序;公司管理者在经营过程所提的议案或者所作决策未能够充分考虑公司职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益的,股东可通过提出召集临时股东大会、提出股东大会临时提案等方式督促管理者推出相关决策,并针对公司管理者的违法行为以及违背信义义务的进行救济。也就是说,新公司法对公司社会责任的规定,等于通过赋予股东以在特别事项上事前介入权以及事后救济权的范式,直接向股东明示了此种特别的合法动机。如果说要求股东行权时必须保持主观的善,那么推动公司践行社会责任就是这种主观善的一种具体形式。

## 2. 公司最大利益的勤勉义务要件对股东积极主义动机的激励效应

新公司法第 180 条规定,董事、监事和高级管理人员必须“为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意”以履行勤勉义务。公司的最大利益,既包括公司经营绩效直接提升的利益,也包括公司尽社会责任而获得的除经营绩效利益之外的其他利益。“为公司的最大利益”则要求,公司管理者务必同时考虑,如何同时提升公司的经营绩效以及公司社会责任践行效应;而利益最大化则意味着,公司管理者在勤勉义务要求的程度上应有显著提升。此种对经营绩效以及公司社会责任的强调,是从另一角度对股东积极行权合法性动机进行提示和强化。

# 三、新公司法对投资者服务中心积极行权履职的新要求

## (一) 从投资者保护到股东保护的观念转换

### 1. 有效保护投资者需要落实股东保护理念

强调股东保护还是强调投资者保护,是公司法立法主旨与证券法立法主旨的显著区别。证券法之所以强调投资者而淡化股东的概念,原因有二:其一,证券法中的证券保护股票、债券及其他具有单位化的资本性权益,所保护的主体除股东外还包括不能列入股东范畴的其他主体。其二,证券法对投资者的保护机制是多元的,并且强调证券市场本身的治理机制。在证券市场中,投资者用脚投票是权利保护的主要手段。在公司制度中,股东享有的股权除基于一般法律制度所界定的股权处分权外,还

包括特别的收益权和特别的管理权。股东可以便利地行使管理性权利、除损害赔偿之外的其他特别救济性权利来实现权益保护,而不仅仅依靠市场机制。因此,证券法投资者保护概念所内含的保护思维是市场主导、消极回应。股东积极主义则要求中证中小投资者服务中心有限责任公司(简称“投资者服务中心”)在履职行权时要有积极行权的理念,应强调股东权利的积极保护,并淡化证券投资者内涵的消极保护理念。

## 2. 投资者服务中心具有积极行使股东权利的制度优势

其一,能够有效解决其他投资者积极行权动机不足的问题。国外的股东积极主义针对机构投资者积极主义,并主要指向特别基金股东积极主义,其他投资者往往理性地选择消极主义的立场,不愿意主动积极行使管理权甚至事后救济权。对于推动社会责任政策的股东积极主义,并非每一位股东哪怕是机构股东所乐意的。如前所述,在风险转移型股东积极主义形态中,投资组合中某家公司股票价格显著下降的巨大风险难以承受导致基金往往而不是表决权争夺的理性带头人。况且,效益不佳的上市公司往往也难以进入积极股东的选择视野。投资者服务中心则不同,积极行权保护投资者是其核心任务。投资者服务中心的功能定位将直接消除其他股东不愿意积极行权、不愿意基于社会责任推动目的去积极行权的动机严重缺失问题。<sup>①</sup>

其二,能够有效解决其他股东积极行权的资格缺失问题。按照新公司法,股份有限公司中连续 180 日以上单独或者合计持有公司 1% 以上股份的股东才有权发动股东代表诉讼。从我国上市公司实践看,某个小股东直接在一家上市公司中直接或者间接持有 1% 以上股权的情况极其稀有。虽然与其他股东合计持有 1% 以上也可能满足条件,但这涉及复杂而高成本的表决权征集。证券法第 94 条第 3 款关于投资者服务中心等投资者保护机构行使股东代表诉讼发动权时不受持股比例与持股时间限制的规定,直接消除了其他机构在此项权利行使上的资格难题。股东会会议召开提议权的 10% 持股比例门槛、股东会会议临时提案的 1% 持股比例门槛以及查账权的 3% 持股比例以及 180 天的持股时间门槛,同样让小股东在期望积极行使这些权利时面临资格障碍。虽然证券法尚未对投资者服务中心降低这些权利行使门槛,但基于投保中心的特殊地位,在对上市公司股东有必要积极行使、如何有效积极行使这些权利等问题形成社会基本共识之后,通过修改证券法而突破公司法障碍,对投资者服务中

<sup>①</sup> 不同投资者,无论是个人投资者还是机构投资者,对上市公司是否投资社会责任的关注度并不相同,但很多机构投资者确实并不关社会议题。See Dikolli S S, Frank M M, Guo Z M, et al. Walk the talk: ESG mutual fund voting on shareholder proposals[J]. Review of Accounting Studies, 2022, 27(3): 864 - 896.

心赋予这些特别权利应指日可待。

其三,能够有效解决其他股东积极行权的能力不足问题。投资者服务中心这类特别机构投资者,具有从事积极行使股东权利的技能和其他资源,不存在严重缺乏能力不足的积极行权障碍。

## (二) 理性对待董事会中心主义思潮

贯彻董事会中心主义的理念似乎已经成为公司治理特别是上市公司治理的基本共识,<sup>①</sup>本轮公司法的修订也特别强调了突出董事会在公司治理中的地位,要根据民法典的规定明确董事会的执行机构的法律地位。<sup>②</sup> 强调董事会的地位、践行董事会中心主义理念的直接效果是,消减股东会的决策权。对于股东积极主义而言,对股东会职权的消减意味着股东会提案权、股东表决权行使效用的衰减。这是否意味着,董事会中心主义会对投资者服务中心积极行权产生实质影响呢?

答案应当是否定的。其一,董事会中心主义仅仅是公共管理者的一种理念导向,公司法并未改变公司章程以及股东会决议可以创设股东会与董事会职权结构的基础性权利安排,董事会的职权是有法律规定的,但是这些职权并非法定,表达董事会职权的法律规范并非强制性规定。股东会是否享有针对特定事项的决策权,依然依赖于公司自治。因此,投资者服务中心依然可以在股东会提案权、股东表决权上着力践行股东积极主义的公司治理理念。其二,股东积极主义指向的股东积极行权,包括积极行使表决权、积极提出建议、积极行使知情权等管理权积极行使,也包括积极行使救济权。董事会中心主义不仅不会消减投资者服务中心对除股东会提案权、股东表决权的其他股东权利的行使,在一定意义上反而会强化这些其他权利积极行使的必要性。其三,与董事会中心主义与两权分离有关联,但并不构成对应型的因果关系。两权分离是上市公司治理中的突出现象,但这种现象恰好是公司治理应着力应对的问题。也就是说,两权分离不应是上市公司治理所追求的目标,甚至也不能够成为优化上市公司治理的手段。在我国公司实践中,国家出资公司治理改革所推行的两权分离并不等于上市公司的两权分离,前者是股东主动选择的结构,能够成为优化国家出资公司治理的手段。在这个政策的背后,恰好是股东积极介入,而非股东被动应对。事实上,在其他类型公司中,股东也可以主动地选择不同类型的两权分离状态。

<sup>①</sup> 赵旭东:《股东会中心主义抑或董事会中心主义?——公司治理模式的界定、评判与选择》,载《法学评论》2021年第3期;潘林:《论公司机关决策权力的配置》,《中国法学》2022年第1期。

<sup>②</sup> 关于《中华人民共和国公司法(修订草案一审稿)》的说明,2021年12月20日。

为消除两权分离的负面效应,突出董事会在治理中的作用是一种路径,坚持股东会中心主义也是一种选择,公司完全排除董事会中心主义而引入其他措施也是一种选择。公司分权道路选择不应以一国一地的做法为圭臬,而应诉诸功能进路和经济分析。<sup>①</sup>减持何种中心可能并非如此主要,能够让证券市场从一个更完善的公司治理模式中获益才是最终目标。<sup>②</sup>

### (三) 事前介入与事后救济的双重聚焦

以股东身份或证券持有人身份行权时所针对的权利,大致包括质询权、建议权、表决权、诉讼权等。这些权利,同时包括事前型的管理权以及事后型的救济权。因此,投资者服务中心秉持积极股东主义的逻辑去持股行权。

投资者服务中心在代表公司维权行使股东代表诉讼权、直接以利益受损股东身份发动股东损害赔偿诉讼以及表决权等方面,取得了良好的社会效应。在新公司法完善股权制度的激励下,投资者服务中心在未来可以在以下几个方面着力,充分行使事前介入权和事后救济权:其一,在聚焦质询权、建议权等不受持股限制的事前型管理权而积极行权的同时,论证在查账权、股东会临时会议召开提案权以及股东会会议的召集权与主持权、股东会会议提案权等方面积极行权的正当性,试点在这些方面积极行权。当然,对于现行法律框架内能够行使的管理型权利,应尽可能地发挥积极新股权的示范效应。比如投票权的行使,就不应仅仅限于通过投票表达对公司经营绩效的意见,还应在结合开会其间积极发表的意见表达出股东对治理和披露的偏好。<sup>③</sup>其二,在积极行使股东赔偿请求权以及股东代表诉讼权的同时,积极行使利润分配支付请求权、针对股东会决议瑕疵的救济权特别是针对优先认购、定向减资时的决议瑕疵救济权。

## 四、结 语

积极股东积极行使股权,所寻求的不是对公司的控制,而是对公司价值的积极影响。股东积极主义意味着公司治理呈现了与控制权市场并列的股东影响力市场。公司控制权市场有助于解决公司治理的代理问题,股东影响力市场具有消解公司代理

<sup>①</sup> 许可:《股东会与董事会分权制度研究》,《中国法学》2017年第2期。

<sup>②</sup> 赵渊:《“董事会中心说”与“股东中心说”:现代美国公司治理学说之辩》,《比较法研究》2009年第4期。

<sup>③</sup> Francois Brochet, Fabrizio Ferri\*, Gregory S. Miller, Investors' Perceptions of Activism via Voting: Evidence from Contentious Shareholder Meetings, *Contemp Account Res*, 38: 2758-2794.

问题的效应。因此,股东积极主义事实上成为公司治理的一种替代机制。不同股东积极行权行为之间在行权动机、行使的股权、选择的公司等方面有显著差异,股东积极主义也呈现出异化的特征。股东积极主义的兴起,源于股权的勃兴。股东积极主义的行权效应,受股东行权动机、行权资格、行权手段等多种因素的影响,而这些因素都可能直接或者间接地由公司法、证券法提供。新公司法坚守保护股东权利之立法主旨,对股东权利进行了系统性完善,顺应了公司股权勃兴的趋势,对股东积极主义具有显著的正向激励作用。投保中心作为中国资本市场中的特殊积极股东,应关注此种效应,从事前管理权与事后救济权两个层面积极行权履职,并且考虑与进一步优化行权配套的制度改革命题。