

论股东功能之嬗变： 从股东治理到股东代理

沈云樵^{*}

内容提要 公司所有权问题是公司法和公司治理都面临的一个基础问题,关乎股东功能定位,也是股东治理重构的逻辑起点。在法人拟制说占据主导地位的法域,公司所有权问题表现为所有权和控制权的分离,这个观念在法人实在说流行的法域也被奉为圭臬。而随着股东对公司的所有者身份失落,两权分离的表述也逐渐失去合理性。股东不是公司所有者,也不是公司当然的剩余索取权人,公司的所有者正是公司自己,而股东实际上是公司的代理人,和董事处于同样的代理地位。传统股东的治理功能逐渐演变成代理功能。我国2023年修订的《公司法》对公司治理作出较多修改,拓展了董事治理空间,但并未弱化股东治理的重要性。在未来的公司治理中,应该采公司本位主义和利益相关者理论融合的治理模式。

关键词 公司所有权 两权分离 公司治理 股东治理 股东代理

目 次

- 一、公司所有权祛魅
- 二、公司治理结构中的股东及其负外部性
- 三、作为代理人的股东与董事
- 四、公司治理结构中的股东代理
- 五、结语

^{*} 澳门科技大学法学院副教授,法学博士。

我国1993年《公司法》第4条规定:“公司股东作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产收益、重大决策和选择管理者等权利。公司享有由股东投资形成的全部法人财产权,依法享有民事权利,承担民事责任。”2005年《公司法》修订时第4条表述为“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”,取消了原第1款中“所有者”的表述,第2款移至第3条第1款公司定义条款,即“公司是企业法人,有独立的法人财产,享有法人财产权。公司以其全部财产对公司的债务承担责任”。2023年修订并于2024年7月1日生效的新《公司法》(下文简称“新《公司法》”)沿袭了上述第3条第1款,第4条则变更为新《公司法》第4条第2款。有意思的是,新《公司法》第3条中增加了“公司的合法权益受法律保护,不受侵犯”这样的表述,作为该条第2款。从2005年《公司法》第3条第1款,到新《公司法》第3条第1款、第2款,确立了公司作为法人的财产权主体地位,虽然该条中并未出现所有权的表述,但是第4条赋予股东“资产收益”“参与重大决策”“选择管理者”等权利,表明股东对公司是以“所有权人”身份出现的。新《公司法》只是取消了“所有者”的表述,并未在理念和实践中消灭股东的所有者之实。新《公司法》第4条堪称股东的权利宣言,也是股东功能定位和股东治理的基础。新《公司法》第4条第2款继续沿用之前的条文,仅在原条文“依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”前面增加了“对公司”三个字,以示客体明确。在公司法理论中,公司所有权制度一直以来被认为是理所当然且毋庸置疑的制度设计。但是,也有学者认为,所有权是不重要的,关于谁拥有公司的争论只是无关紧要的语义学问题。^①其实,公司所有权制度存在难以自圆其说的逻辑问题,基于其展开的股东治理也不尽合理。在新《公司法》实施的大背景下,进一步厘清公司所有权问题、反思股东功能并重构股东治理,既有现实基础,也有理论构建之需要。以期进一步深入贯彻落实党的二十届三中全会精神,持续完善中国特色现代企业制度。

一、公司所有权祛魅

(一) 公司所有权之谜

在19世纪,理论上对法人是否真实存在并无定论,而公司作为法人之典型有无独立人格也是存在争论的,遑论其有无财产权。随着法人学说的发展,公司作为法人拥有独立人格已经获得很大程度的肯定,公司渐成独立的法律主体,和自然人并驾齐驱,并且开始拥有自己的财产。我国1993年《公司法》第3条是对这一历史现象的总结,抑或称之为法律化。在改革开放之初,国有企业处于独尊地位,并不存在公司这种现代企业,因此,对企业的所有权问题,与现代公司法上的理解并不一致。国有企业是全民所有的,对

^① 参见费方域:《谁拥有企业:股东还是利益相关者?》,载《上海经济研究》1996年第9期,第46页;Virgile Chassagnon & Xavier Hollandts, *Who are the Owners of the Firm: Shareholders, Employees or No One?*, Journal of Institutional Economics, Vol.10:47, p.47 (2014).

国有企业有无独立人格、有无自身的财产权,答案并不确定。但是,若要引入西方的现代公司企业制度,对企业的所有权问题,必须作出回应。公司法是我国市场经济基本组织法和行为法,新《公司法》第1条立法目的开宗明义规定:“为了规范公司的组织和行为,保护公司、股东、职工和债权人的合法权益,完善中国特色现代企业制度,弘扬企业家精神,维护社会经济秩序,促进社会主义市场经济的发展,根据宪法,制定本法。”当然,新《公司法》第1条的“组织”和作为组织法的公司法意义上的“组织”,仍然存在差异。前者更多是在描述公司内部治理机构,后者则是现代企业意义上的社会经济单位。但无论如何,《公司法》确立了公司的法律地位,并试图界定其组织特征和行为特征。而组织特征和行为特征,必须有财产权保障。新《公司法》第3条规定公司财产权,正是沿袭第1条的立法逻辑而来。

我国法学界在研究公司财产权时,较多基于法律上的所有权视角。然而,公司法上所谓公司财产权并不能简单等同于所有权,也并非物权法中“所有权”概念的简单适用,而是从公司的控制、管理以及公司利益归属上予以确定。在传统法学理论上,所有权是解释和证明股东在公司事务中核心作用的主要依据。作为所有者,股东有权控制公司的管理并独享公司活动的利益。^②有学者认为,“至少在法律上,无法得出公司财产归属于股东的说法。但是从整体利益而言,宣称公司财产归属于全体股东也是合理的”^③。该观点显然是基于利益和经济角度的分析,并非法学分析的常态,不太容易被法学研究者接受,于是乎公司所有的概念不是法学概念,而只是经济学上的概念的结论就并不称奇了。笔者对此观点深表赞同。下文试图舍弃传统的法律上的所有权视角,而将眼光转向经济学。在现代经济分析中,所有权的意义在于剩余控制权和索取权。这两方面的结合,是所有权产生激励的关键。^④就词语一般意义而言,企业的“所有人”是指可以分享对企业的控制权和对企业利润或剩余收益的索取权的人。^⑤承认股东对公司拥有所有权并且控制着公司,从学术史的角度而言,可以说是一个美丽的误会。伯利和米恩斯在《现代公司与私有财产》一书中首次提出了公司所有权和控制权分离的理论,被称为“伯利-米恩斯命题”。^⑥在“伯利-米恩斯命题”中,两权分离现象并非一开始就存在,而是公司法在长期历史发展中遭遇“侵蚀”的结果。但是,沃尔特·维尔纳认为,伯利和米恩斯对公司史的这一描述是错误的,事实上,所有权和控制权在经济学上的分离从一开始就是美国公司的一个特征。^⑦所有权和控制权分离,是公司制度的一大特征,它不是个缺陷。^⑧

② See Ross Grantham, *The Doctrinal Basis of the Rights of Company Shareholders*, *The Cambridge Law Journal*, Vol.57:554, p.554-588 (1998).

③ 叶林:《公司治理制度:理念、规则与实践》,中国人民大学出版社2021年版,第50页。

④ 参见费方域:《企业的产权分析》,格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社2009年版,第178页。

⑤ 参见[美]亨利·汉斯曼:《企业所有权论》,于静译,中国政法大学出版社2001年版,第13页。

⑥ See George J. Stigler & Claire Friedland, *The Literature of Economics: The Case of Berle and Means*, *The Journal of Law and Economics*, Vol.26:237, p.237 (1983).

⑦ 参见[美]斯蒂芬·M.贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》,赵渊译,法律出版社2012年版,第6页。

⑧ 参见[美]斯蒂芬·M.班布里奇:《金融危机后的公司治理》,罗培新、李诗鸿、卢颖译,上海人民出版社2021年版,第3页。

正如学者指出,在发达的资本主义经济中,所有大企业的所有权和控制权也是分离的。^⑨

有学者认为,所有权本身就是一种由法律规则和补救方法所维系的条件。但是法律地位上的改变并不能自然地转换成一种资产,所改变的只是那些资产的经济参与者之间的关系,是由法律体系所界定和支撑的经济参与人的权利和义务,进而认为所有权最终是一个治理问题。^⑩ 奥利弗·D. 哈特提出了他的困惑。他认为,管理者或企业家在引入外部融资,把更多的拥有权益的当事人如债权人或权益持有者引入交易后,就使得所有权之谜更加复杂。在企业里谁应该享有控制权:是企业管理者,还是投资者,抑或是二者的结合? 比方说,如果权益持有者拥有控制权,那么当股东可能是一个高度分散的群体时,这些控制权如何执行?^⑪ 若控制权问题是企业所有权的核心问题,则所有权问题是否被替换成了控制权问题?

针对上述问题,具有“非凡的解释力”^⑫的交易成本经济学为我们提供了一个非常具有启发性的分析视角。最先把新制度经济学定义为交易成本经济学的经济学家威廉姆森认为,大多数研究交换问题的理论都假定,对于各种合同纠纷法律上已经规定了有效、可适用的规则,法庭自会合理合法地作出明晰,且成本较低。他认为在经济学家和法学家之间形成了一种分工,即经济学家关注的只是分工和交换能提高经济效益,法学家只负责推敲合同法的技术细节。威廉姆森认为,这种“法律中心论”的传统反映的是法学家的倾向,实践中的做法与此相反,法律中心论的假定并不真实。他举了简单交换模型的例子,认为该模型无需法律插手,就已经解释了大量问题。结论就是,在交易成本经济学看来,对于各种合同关系,主要是靠私人秩序所形成的各种制度来治理,而不是通过法律中心主义(legal centralism)。^⑬ 具有讽刺意味的是,经济学家要么贬低、要么彻底反对法律在界定企业并把经济概念从“法律假定”中分离出来时的作用。^⑭ 当然,威廉姆森举的这个例子同样显示了“经济假定”的局限性。事实上,在复杂交易模式中,法律是否需要插手,仍然值得讨论。如前所述,若控制权问题是企业所有权的核心问题、所有权问题被置换成控制权问题,则交易成本经济学的合同视角无疑已经给出了答案,其用合同置换了控制权问题。于是,公司所有权的面纱被揭开,从所有权本身,被置换成了控制权,又从控制权被置换成了合同——所有权神秘面纱下面赫然只有合同而已。当然这也符合现代公司范式。正如有学者指出,公司法中占据主导的当代范式不是依靠产权理论,而是依靠契约原则。^⑮

⑨ 参见[美]奥利弗·D. 哈特:《企业、合同与财务结构》,费方域译,上海人民出版社2006年版,中文版序三(许成钢序),第14页。

⑩ 参见[美]斯科特·E. 马斯滕:《企业的法律基础》,载[美]奥利弗·E. 威廉姆斯、[美]西德尼·G. 温特编:《企业的性质:起源、演变和发展》,姚海鑫、刑源源译,商务印书馆2007年版,第274-275页。

⑪ 参见前注⑨,奥利弗·D. 哈特文,第203页。

⑫ [美]奥利弗·威廉姆森、[美]斯科特·马斯滕编:《交易成本经济学:经典名篇选读》,李自杰等译,人民出版社2008年版,序言第2页。

⑬ 参见[美]奥利弗·E. 威廉姆森:《资本主义经济制度》,段毅才、王伟译,商务印书馆2002年版,第34页,第5页。

⑭ 参见前注⑨,奥利弗·D. 哈特文,第262页。

⑮ 参见[美]肯特·格林菲尔:《公司法的失败:基础缺陷与进步可能》,李诗鸿译,法律出版社2019年版,第37页。

（二）股东为何不是公司所有者？

谁拥有公司？大多数的经济学家和法学家都倾向于这样回答：股东拥有公司。^{①⑥} 这个看似毋庸置疑的回答，很有可能是错误的。实际上股东并没有在任何意义上“拥有”公司。^{①⑦} 股东出资形成公司最早的资本，资本进行生产转化进而形成公司资产，殆无疑义，但是公司的资产却并不仅仅来源于股东出资。于是产生两个问题：第一，为何股东不能对其出资的股本主张所有权。第二，为何股东不能对公司资产主张所有权。

对于第一个问题，从公司法的历史来看，有一个发展演变的过程。英国公司法上的股权与所有权的分化始于 19 世纪 30、40 年代，于 20 世纪初最终完成。英国公司法在确认公司所有权的同时，认为股东是股份的所有人，股份属于一种无体财产，即能够以一定数量的金钱度量股东在公司中的权益，是股东在公司中享有的各种权利的集合。^{①⑧} 股东有限责任作为现代公司法律的基石，一则确定了公司的独立地位，二则限制了股东撤回其出资的任意性。股东不能既享有有限责任的保护，又能随意对其出资的股本主张所有权。可以说，股东有限责任是股东不能随意撤回出资的交换。从现实角度来说，股东对其出资的股本主张所有权将导致公司资本抽逃，公司经营难以为继，而且，更为严重的是影响传统公司法上的“资本三原则”，即资本确定、资本维持、资本不变原则，动摇公司的根基。进言之，债权人保护的理念从公司立法之初得以确立，并经久不衰。打造债权人友好型公司法是立法者的核心使命，是公司法现代化和诚信化的核心标志^{①⑨}。如果允许股东对其出资股本主张所有权，将会导致公司资本减少，影响公司的偿债能力，进而严重威胁公司债权人的利益。

第二个问题即股东不能对公司资产主张所有权的原因是什么，是对第一个问题的逻辑推演，还是另有答案？若股东对其出资部分尚且不能主张所有权，则对并非仅仅基于其出资而形成的公司资产，更不应享有所有权，似乎是毋庸置疑的。但是，这个理由并不充分。从公司的经营过程来看，除了股东一开始提供股本资本进而承担损失风险并监督管理层之外，其他利益相关者也有不同形式的投入，如雇员提供劳动力、^{②⑩} 债权人提供债务资本、^{②⑪} 管理层监督雇员的表现并协调各种生产要素的输入活动^{②②}。雇员虽然有劳动合同的保护，但是其风险最小化的能力也最弱。这就可以解释为何每次经济危机中首当其冲的就是各行各业的雇员。众所周知，人力资本很难分散投资。那些拥有企业专用性人

^{①⑥} 参见[美]玛格丽特·M. 布莱尔、[美]林恩·A. 斯托特：《公司法的团体生产理论》，载[美]弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等：《公司法的逻辑》，黄辉编译，法律出版社 2016 年版，第 157-158 页。

^{①⑦} 参见[美]杰弗里·N. 戈登、[德]沃尔夫-格奥尔格·林格：《牛津公司法与公司治理手册》（上册），罗培新等译，上海人民出版社 2022 年版，第 346 页。

^{①⑧} 参见江平、孔祥俊：《论股权》，载《中国法学》1994 年第 1 期，第 79-80 页。

^{①⑨} 参见刘俊海：《债权人友好型〈公司法〉理念和制度重塑》，载《国家检察官学院学报》2022 年第 3 期，第 159 页。

^{②⑩} 参见肖曙光、王国顺：《企业人力资本入股股东的收入模式探究》，载《中州学刊》2005 年第 5 期，第 65 页。

^{②⑪} 参见张兆国、靳小翠、李庚秦：《企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究》，载《会计研究》2013 年第 8 期，第 33 页。

^{②②} 参见宋建波、文雯、王德宏等：《管理层权力、内外部监督与企业风险承担》，载《经济理论与经济管理》2018 年第 6 期，第 98 页。

力资本投资的经理们,不能将他们经营失败的风险分散化。^{②③} 公司债权人则承担不能收回投资的风险。有学者认为,有限责任的存在导致即使资产不足也会让公司存续,资产不足之风险部分是债权人承担的。这种将风险承担转嫁给债权人的有限责任设计造成了一定的道德风险。^{②④} 随着我国公司资本制度的改革,从实缴制法定资本制过渡到认缴制法定资本制,并最终采用认缴制或者实缴制授权资本制,已经是个不可逆转的趋势。^{②⑤} 而2013年公司法改革时取消最低注册资本额,已经增加了股东的道德风险。在注册资本极低并且实缴资本为零的情况下,公司负债经营成为常态,公司法对公司债权人积极保护的初衷反向增加了公司经营将风险活动成本转嫁给债权人的激励。

公司不是股东的,也不是雇员、债权人、管理层的,当然更加不可能是社区的。股东是唯一对公司资产和盈利拥有剩余的、不固定的、事后索取权的成员,即企业的剩余索取权归股东。^{②⑥} 如果将成立运营公司的行为看作是一个投资盛宴,则股东的上述权利不过显示了股东作为初始出资人的最后打包并带走的权利——是最后的权利,而不是最开始的权利,也不是中间的权利。股东不是公司的所有者,并不是囿于其作为出资人的有限理性,因为雇员、债权人、管理层、社区也均为有限理性,由股东出资和收益之间的结构所致。这个“出资—收益”结构的全部奥秘在于时间,因为就时间而言股东是公司最早的投资人。可以假定,如果公司的最早一批投资者是债权人,则公司无疑将由债权人主导,当然这个假定是不成立的——理论上纯粹的债权投资无法形成具有法人资格的公司。如果仅仅是以时间先后来界定公司的所有者身份,无疑已经将问题严重简单化,因为即使是在有时间观念传统的物权领域,时间原则并非不可逆转,比如逆权侵占。而公司不是物权,公司是投资行为的产物。公司既有动机也有机会将成本外部化,以使内部人获益。^{②⑦}

二、公司治理结构中的股东及其负外部性

公司治理是指对公司发展方向和绩效起决定作用的各个参与人之间的关系。主要参与人有股东、CEO 领导的管理层以及董事会,它们构成了公司的“三脚架”。^{②⑧} 这个定义揭示了公司治理的关系维度,但是没有明确指出公司治理的目标。有学者认为,公司治理的唯一目标,应当是让观众利益的捍卫者最大限度地完成其使命,包括促进创造有

②③ 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、[美]丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第53页。

②④ See Octavian-Dragomir Jora, Radu Cristian Muşetescu & Mihaela Iacob, *The Capitalism of Turbulences and the Over-Limited Liability of the Too Big to Fail Corporations: A Property Economics Note on the Working of Moral Hazard*, *Corporate Ownership & Control*, Vol.10:200, p.201 (2013).

②⑤ 参见冯果:《论授权资本制下认缴制的去与留》,载《政法论坛》2022年第6期。

②⑥ 参见张维迎:《控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍》,载《经济研究》1998年第7期,第4页。

②⑦ 参见[美]罗伯特·A.G.蒙克斯、[美]尼尔·米诺:《公司治理》(第5版),李维安、牛建波等译,中国人民大学出版社2017年版,第2页。

②⑧ 参见[美]罗伯特·蒙克斯、[美]尼尔·米诺:《监督监督人:21世纪的公司治理》,杨介棒译,中国人民大学出版社2006年版,第1页。

利于全体人员的价值。^{②9}有意思的是,公司法的目标也是如此。在规范意义上,公司法作为一个法律部门,其总体目标应当是为全社会利益服务。具体而言,公司法的恰当目标应当是促进受到公司活动影响的人们的整体福利,包括公司股东、雇员、供应商和客户,以及当地社区居民和自然环境的受益人等第三方。这就是经济学家所称的追求社会的整体效率。^{③0}正是在这个意义上,有学者认为公司目标或公司法目标同时也就是公司治理的目标,公司法的创新来源于公司治理模式和实践的需要。^{③1}也正基于此,公司法对股东的权力配置,是在公司治理的视域中完成的。

(一) 公司治理视角下的“所有者缺位”

公司治理所要解决的不是所有者问题,而是效率问题。于是产生一个问题,在公司所有者不确定的情况下,如何实现公司的效率?换言之,公司治理为何不解决所有者问题?按照公司治理经典理论,需要对公司相关主体的权力进行分配,在公司内部,股东、董事、高管等各司其职,形成稳定的权力结构;而在公司外部,供应商和客户、公司债权人、社区、监管者等形成外部压力集团。压力集团的存在可以保证最终结果不会特别有利于某一成员而对其他成员造成不应有的伤害。^{③2}

在我国,研究国有企业的学者普遍认为国有企业存在一个“所有者缺位”问题。^{③3}有学者在研究中指出,所谓所有者缺位即政府机关作为国有资产的代理人,而多级政府科层管理体制和多级代理人结构使得所有者不明确,对公司疏于管理,而这种现象的存在会加重管理层与流通股的代理问题。^{③4}究其实质,这个问题的根源是对国企的独立法人主体地位的认知缺陷,即认为国有企业的出资人是国家,但是代表国家行使出资人权利的主体其实并不明确,甚至是缺位的。这种认识混淆了国有企业的出资人和国有企业法人主体的界限。根据当代经济学通识,“股东只拥有公司股份,而不拥有公司”^{③5}。就国有企业而言,不管国有企业的出资人是谁,出资完成后只能获得股东身份,其对国有企业的管理甚至控制,必须通过股东会等公司治理机制实现。因此,上述国有企业“所有者缺位”的论断存在两个问题:第一,国有企业的出资人不是国有企业的所有者,不管代出资人履职者为何人,都不是所有者本人,也不是其代理人,因此谈不上“所有者缺位”;第二,如果承认国有企业是独立法人,那么需要确认国有企业的所有者就是其自身。这个

^{②9} 参见[法]韦罗妮克·马尼耶编:《金融危机背景下的上市公司治理:旨在更好地保护公司利益》,姜影译,法律出版社2014年版,第241页。

^{③0} 参见[美]莱纳·克拉克曼、[美]亨利·汉斯曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》,罗培新译,法律出版社2012年版,第28-29页。

^{③1} See Kevin Levillain & Blanche Segrestin, *From Primacy to Purpose Commitment: How Emerging Profit-with-Purpose Corporations Open New Corporate Governance Avenues*, *European Management Journal*, Vol.37:637, p.637 (2019).

^{③2} 参见[美]曼瑟尔·奥尔森:《集体行动的逻辑》,陈郁、郭宇峰、李崇新译,上海三联书店、上海人民出版社1995年版,第138页。

^{③3} 相关研究从20世纪90年代延续至今。参见张凤林:《寻求治理国资流失的根本途径》,载《经济学家》1999年第6期;郑志刚、刘兰欣:《所有者缺位与国企混合所有制改革的突破方向》,载《经济管理》2022年第2期。

^{③4} 参见廖理、方芳:《股利政策代理理论的实证检验》,载《南开管理评论》2005年第5期,第60页。

^{③5} 前注①,费方域文,第46页。

结论,同样适用于非国有的其他企业法人。概言之,在承认法人主体地位的情况下,所谓的“所有者缺位”不是一个真命题。

另外,法人主体地位的功能也可以为上述争议画上句号。有观点认为,法人人格的一大经济功能是创造一个不受自然人投资者自身财务状况影响的特定资产池,以便让公司债权人的债权得到应有保障。该观点还认为,汉斯曼教授和克拉克曼教授提出的财产区隔(即资产分割 asset partitioning)是法人人格制度的功能体现,认为这一功能法人人格可以提高整个社会的经济效率。^{③⑥}这是对资产分割^{③⑦}理论的误读。实际上,资产分割理论并非建基于法人人格制度,而是汉斯曼教授和克拉克曼教授在研究组织法(organizational law)的重要作用时提出的一个观点,即组织法提供了一种债权模式的创建,也即“资产分割”的一种形式,否则这种模式不可能切实建立。实际上,资产分割的真正重要面向是对有限责任的颠覆,即保护实体资产免受实体所有者或管理者的债权人的侵害。^{③⑧}有学者指出,法人的本质不包含特定的主财产或特别财产防御态样,换言之,法人本质不包括有限责任。^{③⑨}所谓公司最显著的特征就是“有限责任”的说法,也是误导性陈述。“有限责任”仅仅是指只有那些资本提供者,才以其出资为限对企业的风险承担责任,这是投资的属性而非公司的属性。“有限责任”的制度设计是为了增加投资者的安全感。^{④⑩}虽然法人理论本身令人困惑,但是上述法人人格的论述,却是理解公司所有者问题的关键。在谈及公司时,英国大法官爱德华·弗斯特·巴伦·斯洛有一句名言:“这种既没有可以谴责的灵魂又没有可以驱逐的肉体的东西,你可以期待它(公司)有良心吗?”^{④⑪}这个说法是有道理的。但是公司注册行为无疑会创造出一个实体,与建立它的人或管理它的人或为其工作的人分开。美国联邦法律和宪法也承认这一点,认可公司实体是各种目的的“法人”。^{④⑫}进言之,公司人格的提出,无疑已经包含深刻的政治内涵。如果公司是公民的话,那么其他活着的、能呼吸的公民对历史自治过程的推动必将受到一定程度的削弱。^{④⑬}我们可以比较合伙企业和法人公司,前者会因为合伙人的死亡而解体,也会因为合伙人的退出而解散,但是法人人格的存在使公司可以持续地运营和拥有自己的财产,不再受制于任何个体或群体寿命。法律将公司称为“法人”——作为权利

③⑥ 参见郭锐:《抽象理论与现实关怀:以法人概念研讨和中国经济转型为例》,载《中国政法大学学报》2016年第5期,第107页。

③⑦ 为行文方便,本文遵从多数学者的翻译,将 asset partitioning 译为“资产分割”。

③⑧ See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, Yale Law Journal, Vol.110:387, p.390 (2000).

③⑨ 参见张永健:《资产分割理论下的法人与非法人组织:〈民法总则〉欠缺的视角》,载《中外法学》2018年第1期,第80页。

④⑩ See Denis Boyle, *Historical Drawbacks of Limited Liability*, Journal of Evolutionary Studies in Business, Vol.1(2), p.298-299 (2016).

④⑪ 前注②⑧,罗伯特·孟克斯、尼尔·米诺书,第29页。

④⑫ 参见[美]斯蒂芬·M.班布里奇、[美]M.托德·亨德森:《有限责任:法律与经济分析》,李诗鸿译,上海人民出版社2019年版,第15页。

④⑬ See William Greider, *Who will Tell the People? The Betrayal of America Democracy*, Simon & Schuster, 1992, p.349.

和义务的主体,能够以自己的名义拥有不动产、订立合同以及起诉和被起诉,与其股东分开且独立。^{④④}

那么,公司的法律人格真实存在吗?有学者指出,公司没有真正的物理存在,它实际上只是法律所创造的一个标签,尽管如此,它仍然被视为一个法律上不同的“人”。公司从成立之日起就是法律意义上的“人”。这个“人”具有与其股东和其他利益相关者分离且独立的法律认可的(合法)人格。^{④⑤}在英美法中,更倾向于认为法人是一种法律上的拟制而不是实体。^{④⑥}有观点甚至认为,公司的“独立法律人格”这一概念正如法律文献所理解的那样,是一个对于拥有实体保护规则、权力规则和程序规则优势的组织形态进行描述时的术语,因为这样描述非常便利而且富有启发意义。从某种角度而言,法律人格本身并不是任何(或者是所有)上述这些规则存在的必要前提特征,它仅仅是一个便利的标签,藉此可以方便地将这些规则归为一组。^{④⑦}虽然法律人格拟制说在我国法学界并非主流观点,但是对于法人实质为何,法律人格拟制说明显更具有说服力。^{④⑧}的确,“公司有一个属于它们自己的生命。非但如此,它们甚至还有一个属于它们自己的公民身份。这种能使相应的权利和义务存在的身份,使公司看起来非常具有人格味道”^{④⑨}。换言之,公司有其独立的法律人格,公司只能属于它自己,公司就是自己的所有者。按照康德的学说,人是目的,而不是手段,^{⑤⑩}这是否意味着公司作为拥有法律人格之主体,也是目的,而非手段?实际上,公司是具有道德代理能力的,道德义务附属于公司,除了承担经济作用,公司也需要承担生产性的道德义务。^{⑤⑪}

(二) 股东治理的逻辑与股东的负外部性

有学者认为,公司治理的目的是股东财富最大化。^{⑤②}也有观点认为,追求股东价值最大化可以成为增进社会整体福利的有效手段。^{⑤③}前者作为规范表述或许可以成立,但是后者很难实证检验。根本问题在于,公司治理所追求的价值是初始价值,还是终极价值。初始价值即股东群体利益,源于公司“迎合人性”的需要,商业公司为某些人性动机的实现提供了出路,这些追求成就、成功和安全的动机是人类发展所不可或缺的。研究表

④④ See Katsuhito Iwai, *What is Corporation: The Corporate Personality Controversy and Comparative Corporate Governance*, Legal Orderings and Economic Institutions, Routledge, 2001, p.1.

④⑤ See Susan Mary Watson, *The Corporate Legal Person*, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol.19:137, p.155 (2019).

④⑥ 参见张民安:《董事对公司债权人承担的侵权责任》,载《法制与社会发展》2000年第4期,第49页。

④⑦ 参见前注③⑩,莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等书,第9页。

④⑧ 参见江平、龙卫球:《法人本质及其基本构造研究:为拟制说辩护》,载《中国法学》1998年第3期,第71-79页。

④⑨ 前注②⑨,罗伯特·孟克斯、尼尔·米诺书,第17页。

⑤⑩ 参见[德]康德:《实践理性批判》,韩水法译,商务印书馆1999年版,第95页。

⑤⑪ See Nien-hê Hsieh, *The Social Contract Model of Corporate Purpose and Responsibility*, *Business Ethics Quarterly*, Vol.25:433, p.456 (2015).

⑤② See John Amis et al., *From the Editors — Why We Need a Theory of Stakeholder Governance — And Why This is a Hard Problem*, *Academy of Management Review*, Vol.45:499, p.499 (2020).

⑤③ 参见杨典、欧阳璇宇:《金融资本主义的崛起及其影响:对资本主义新形态的社会学分析》,载《中国社会科学》2018年第12期,第128页。

明,企业家创办公司,以资本和禀赋为自己和后代创造积累了更多财富。^{⑤4}而终极价值即除了股东的群体利益,还包括员工、管理层、社区、债权人等“社会整体福利”,源于对公司法和公司治理看法的演进。至少在过去的一个世纪里,公司法的主流观点认为公司法与政治隔绝,不关注公共利益,这就是说,公司治理可以实现内部的逻辑自洽,并无借助外部力量介入之必要。但是,长期以来,公司治理被视为一种股东之间内部的私人秩序,即使需要保护公共利益,也需要借助公共力量进行干预。^{⑤5}至于认为公司应该关注利益相关者的观点会被视为对公司私人秩序的侵犯,就有些言过其实了。

小型公司因为治理结构的特殊性,所有权和控制权高度重合,传统意义上所谓的所有权和控制权分离并未发生,因此一般而言,所谓的公司治理问题,主要是发生在大公司。令人困惑的是,管理人员能够控制大公司,而且有时能为了自身利益而牺牲股东利益。因为普通的股东拥有解雇管理人员的法定权利,而且如果管理人员把公司作为谋取自身利益的工具,股东集团也应该受到激励解雇他们。但是,股东们不会行使此项权利。^{⑤6}这是为什么呢?有经济学者认为,公司的收入对股东而言是一件集体物品,而只拥有极少量股票的股东像潜在集团的任何成员一样,不会受到激励对公司的管理人员发难,不管他们多么无能多么腐败。公司法学者的观点与上述看法如出一辙:投资者(股东)对于投票而言,往往保持一种“理性冷漠”,因为他们的投票可能无法改变结果,他们也没有足够的信息、时间、精力进行理性投票。^{⑤7}然而,这些都只是表面的原因。一般认为,由具有共同利益的个人组成的集团总是试图增进那些共同利益,这一点在涉及经济目标时被认为是理所当然。但是,奥尔森认为这种论断根本是错误的。他指出,认为从理性的和寻求自我利益的行为这一前提可以逻辑地推出集团会从自身利益出发采取行动,这种观念事实上并不正确。实际上,除非一个集团中人数很少,或者除非存在强制或其他某些特殊手段以使个人按照他们的共同利益行事,有理性的、寻求自我利益的个人不会采取行动以实现他们共同的或集团的利益。^{⑤8}这才是大公司中股东集团集体行动的逻辑。

大公司的股东集团非但没有激励采取行动实现集团的利益,而且基于其法人人格和有限责任的保护原则,还可能产生负外部性。当然,若深究其实质,其实该负外部性来自有限责任。股东的有限责任如果试图以公司为保护伞让第三人承担更高的成本,这在法律上是不允许的,但是法律允许以商业投资为由给予股东自我辩护的机会,允许第三人

^{⑤4} See Vincenzo Quadri, *The Importance of Entrepreneurship for Wealth Concentration and Mobility*, Review of Income and Wealth, Vol.45:1, p.2 (1999).

^{⑤5} 参见蒋大兴:《论公司治理的公共性:从私人契约向公共干预的进化》,载《吉林大学社会科学学报》2013年第6期,第75页。

^{⑤6} 参见[美]曼瑟尔·奥尔森:《集体行动的逻辑》,陈郁、郭宇峰、李崇新译,上海三联书店、上海人民出版社1995年版,第66页。

^{⑤7} See Lisa M. Fairfax, *From Apathy to Activism: The Emergence, Impact, and Future of Shareholder Activism as the New Corporate Governance Norm*, Boston University Law Review, Vol.99:1301, p.1304 (2019).

^{⑤8} 参见前注^{⑤6},曼瑟尔·奥尔森书,第1-2页。

放弃这种保护。^{⑤⑨} 不过,在大量尚未刺破公司面纱的情形中,股东作为公司治理结构中的核心要素,依然存在负外部性。股东基于出资人的原始身份,享有公司的最大部分收益,在有限责任的有效射程之内,无需承担义务和责任。股东对公司治理的介入方式和行为方式都可能损害公司利益相关者的利益。但是,按照公司契约理论,股东和公司也是一种契约关系,股东带来负外部性的说法,似乎也有问题。有学者认为,公司治理可以被定义为公司被引导和控制的系统,公司治理的主题是改进决策和组织的战略指导,实现高绩效、盈利能力、生产力和竞争力,并最终提高组织的经济价值,增加对其所有者和社会的财务和社会回报,而在这个过程中不产生负外部性。^{⑥⑩} 然而,公司治理和公司契约都并非完美,无法解释的问题依然存在,比如公司对并无契约关系的社区是否需要承担责任。当存在外部性时,私人成本和社会成本之间存在差异。当市场交易者进入所有自愿的契约安排后,由市场力量进行处理,或进行一些内部化的互动。^{⑥⑪} 在公司治理结构中,如何填补这个治理漏洞、如何内化成本,是非常困难的问题。

三、作为代理人的股东与董事

如前所述,公司治理结构中的股东存在负外部性,这就需要我们反思传统的所有权和控制权分离以及由此产生的所谓的公司治理问题。^{⑥⑫} 在更深层次上,则是重新审视股东、董事和公司三者之间的关系。

(一) 股东和董事的同一性

1. 公司所有权和控制权分离理论反思

自伯利和米恩斯提出伯利-米恩斯命题以降,所有权和控制权分离就成为公司法和公司治理研究中的显学。但是,所有权和控制权分离究竟是不是一种“需要治疗的病理”?^{⑥⑬} 有学者认为,股东是唯一的“所有者”,就是说在投资股东的行为中——或者在股票“所有权”的定义中——有一些固有的东西,这种行为区别于使用货币购买公司发行的债券、公司加工所使用原材料的供应,或者公司使用的人力资源投资。该学者进而指出,如果所有权是企业法定权利的基础,那么股东不是唯一可以提出所有权的投资者。^{⑥⑭} 这种观点指出了对于公司的所有者而言股东的非唯一性,但其仍然承认股东对公司的所

^{⑤⑨} See David Millon, *Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability*, Emory Law Journal, Vol.56:1309, p.1348-1349 (2007).

^{⑥⑩} See Daoud Abdellatef Jerab, *The Effect of Internal Corporate Governance Mechanisms on Corporate Performance*, SSRN 1846628, p.1-2 (2011).

^{⑥⑪} See Carl J. Dahlman, *The Problem of Externality*, The Journal of Law and Economics, Vol.22:141, p.141-142 (1979).

^{⑥⑫} See Sung Wook Joh, *Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis*, Journal of Financial Economics, Vol.68:287, p.295 (2003).

^{⑥⑬} See Rajindar K. Koshal & S. Pejovich, *A Note on the Separation of Ownership from Control*, Management International Review, Vol.32:103, p.103 (1992).

^{⑥⑭} 参见前注^{⑤⑨},肯特·格林菲尔德书,第36、37页。

有者身份。这当然也是公司所有权和控制权分离理论能够成立的前提。

公司的所有权属于公司自己,股东根本不是公司的所有者,因此,需要反思传统的两权分离理论。公司可以将其控制权分离出去的前提是公司具有法律人格,但也正是基于其法律人格是虚拟的,其不可能行使自身的所有权利,包括所有权、控制权等,因此公司的所有权被严重虚化、忽视,公司法和公司治理在承认公司法律人格的同时,形成公司的所有者是股东的错误认识,于是水到渠成推演出两权分离理论。既然如此,为何伯利-米恩斯命题看似还切中肯綮,并且该命题一直以来流传甚广?那是因为该命题掩盖了股东基于非所有者身份实际上控制了具有虚拟、独立法律人格的公司的真相。随着经营过程中股东对公司的控制权又逐渐移转到管理层,上述真相逐渐被遮蔽乃至消失。如果将股东的上述权利描述为代理权,所谓的“两权分离”可以解释为代理权和控制权的分离,而并非所有权和控制权的分离。如果以公司治理的发展历史观之,即股东和董事的公司控制权之争。随着后来董事会逐渐演化为监督机构,董事会对公司的控制权移转到经理层。在理论学说上,上述情形被称为股东会中心主义、董事会中心主义和经理层中心主义。“主义”是学界总结的产物,采取何种“主义”只是历史发展使然。鉴于我国公司治理的特殊性,并不意味着我国公司治理实践也一定会依次经历这三个阶段。

2. 股东和董事的双重代理

股东对公司的控制权,本质上不是所有权,而是一种代理权。代理问题的实质是资源提供方与资源经营方的分离,即所有权和控制权的分离。^{⑥5} 股东代理权的法理基础是股东和公司的契约本质。换言之,股东通过投资行为,获得公司的经营控制权,这个权利在公司取得独立法律人格之后,只能是基于公司对股东的委托,从而形成“公司—股东”的委托代理关系。那么董事会权力源于何处? 董事会权力不仅来自股东,而且来自组成公司的一系列合同。^{⑥6} 有学者指出,董事会由股东会产生,行使公司重大事项决策权,并对股东会负责。^{⑥7} 也有学者认为股东是公司的所有者,他们组成股东会。股东会选举董事,组成董事会。^{⑥8} 以上观点都指出了董事的权利来源是股东。董事为股东的代理人,对股东会负责,即形成事实上的“股东—董事”的委托代理关系。这个判断的线状关系图就是“公司—股东—董事”,并且从公司到股东再到董事是自上而下的,但是该关系图存在一定的逻辑问题,就是股东是凭什么代公司行使对董事会的授权? 不仅如此,根据经济学的委托代理模式,股东是“委托人”,而首席执行官是“代理人”,承担着实现股东意愿的义务。当然,这里面也有风险。当雇用任何人为他人做任何事情时,存在委托人的意愿和愿望与代理人实际履行之间产生分歧的风险。^{⑥9} 股东对公司的权利获得,是基于

^{⑥5} See Shleifer A. & R. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol.52:737, p.740 (1997).

^{⑥6} 参见前注^{①7},杰弗里·N.戈登、沃尔夫·格奥尔格·林格书,第340页。

^{⑥7} See Klaus J. Hopt & Patrick C. Leyens, *The Structure of the Board of Directors: Boards and Governance Strategies in the US, the UK and Germany*, in *Comparative Corporate Governance*, Edward Elgar Publishing, 2021, p.5.

^{⑥8} See Daniel Adam Birnhak, *Online Shareholder Meetings: Corporate Law Anomalies or the Future of Governance*, Rutgers Computer & Technology Law Journal, Vol.29:423, p.424 (2003).

^{⑥9} See Tom Hamami, *Multiple Tasks and Political Organization*, Economics Letters, Vol.128:48, p.48 (2015).

公司的授权,当然,基于公司法律人格的虚拟性,“授权”是无从发生的,投资人所知的就是“谁出资,谁拥有”的表面现象和结果。既然股东本身的权利来源是一种授权,那么其对董事的授权,实质上是一种转授权,是另一种无从发生的“授权”。股东的权利并非天然存在,而是通过法律和章程赋予的。因此,股东对董事的授权并不是独立的法律行为,而是基于其从公司获得的权利进行的再授权。这种转授权的实质在于,股东并不具备原始的权利来源,其所有权和决策权都是通过公司这个法律实体得以实现的。股东的投资者身份和最早的对公司的控制权,往往使得他们误以为其权利源自自身,而忽视了这些权利实际上是通过公司的法律框架和章程赋予的。这种误解导致了倒果为因的现象,即股东认为自己的权利是天然的、独立的。而实际上,这些权利的真正来源是公司授权。通过分析公司治理结构可以看到,表面上董事会的权力是通过股东会授权而来,但是这种授权的基础仍然是公司法和公司章程所规定的权限范围。

需要明确的是,认为董事权利来源于股东(会),这是从公司治理结构分析得出的结论,是实然的。但从应然的角度来说,董事的权利来源不应该是股东(会)。股东(会)对董事既无授权行为,亦无委托行为,董事的合约是和公司签署的,董事的权利来源于和公司之间的合约关系,这是应然的结论。在公司治理结构中,董事的职责和权力通常是通过公司章程和法律法规确定的,而非直接由股东授权。在英国公司法中,虽然董事由股东选任,但其权力并不直接来自股东,而是通过公司章程赋予的。董事会的独立性和权威性来源于其在公司治理中的核心地位,而非股东的直接授权。此外,董事的职责包括管理公司的事务,并在法律框架内保留对公司事务的最终控制权。他们可以将具体的经营事务委托给公司高管和员工,但这种委托不应当被视为对其职责的完全放弃。^⑩这表明,董事在行使其职责时,必须保持独立性,并且不应被视为股东的代理人,而是公司的代理人。因此,可以说董事的权利来源于公司授权,董事并非股东代理人,而是公司的代理人。在这个意义上,公司已经产生两个代理人,一个是股东(集团),另外一个董事(集团)。股东和董事在公司之下,是平行关系,皆为公司的代理人,这就是股东和董事的同一性。同一性是说权利来源,并非混淆股东和董事的差异。

(二) 股东代理的二阶困境

股东并非公司所有者,公司的所有权神话正在破灭,但是若我们的研究可以成立,股东作为公司代理人是否会带来其他新的问题?是否会对传统的公司治理产生影响?在传统的公司治理中,代理成本问题是其核心问题。代理成本是确保代理人为委托人利益行事以及代理人和委托人之间解决冲突的剩余成本。^⑪不管是股东治理,还是董事治理,其最终目的是为了减少代理成本、增进公司收益,进而增进股东收益。在利益相关者理论对公司法和公司治理影响日益加深的情况下,增加公司、股东收益的同时,还可能增进

^⑩ See Karen L. Valihura & Leonard P. Stark, *Fiduciary Duties Derailed-Appropriation of Directors' Duties in the Battle for Control of Conrail*, *Journal of Corporate Law*, Vol.24:30, p.30-31 (1998).

^⑪ See James D. Westphal & Edward J. Zajac, *The Symbolic Management of Stockholders: Corporate Governance Reforms and Shareholder Reactions*, *Administrative Science Quarterly*, Vol.43:127, p.127 (1998).

公司员工、公司债权人、所在社区等的收益。在股东代理模式下,公司治理的成本是否会更大、公司的收益是否会减少,不无疑问。从制度设计来说,股东代理面临二阶困境。在经济学中,所谓的二阶困境是指即使回报是对等的,引进新制度会使所有人的境况都同等程度地变好,但是既然制度提供的是一个集体物品,理性人寻求的是免费确保自己的利益,就仍然会有制度供给失败的可能性。搭便车的动机会逐渐削弱组织解决集体困境的动机。然而,必须解决的正是这个动机问题。^{⑦②}有必要追问的是:若股东代理的设想可以成立,会否产生新的搭便车问题,从而导致新制度供给失败?

公司治理是一个行为机制,若没有实际的公司治理的发动者,公司治理不会自动进行。如前所述,双重代理意味着公司是唯一的授权主体,而公司不可能真的授权给任何人,其行为必须依赖公司治理机构,这个机构在以往的实践中被认为是股东会。因此,根据股东和董事的双重代理回溯公司治理权力来源时面临困境——若治理的权力来源于一个不可能自我决策的抽象公司人格,是否会因此导致公司治理失范?在传统的公司法和公司治理理论中,不管是股东、董事,还是高管,其权力来源清楚,而在双重代理中,公司本身成为唯一权力来源,公司治理结构面临重构之风险。

21世纪初,汉斯曼和克拉克曼高度肯定了股东治理模式,认为与它的主要竞争对手相比,即使在刚过去的25年间仍然存在质疑的声音,股东治理模式的优势已经显而易见。^{⑦③}有学者也指出,公司的经营以为股东创造利益为宗旨,该原则成为美国公司法的基本原则至少有百余年。^{⑦④}但是,在商业实践中,人们所看到的则是股东普遍用脚投票,个中原因显然并不是“搭便车”这么简单。股东治理模式是某些学者肯定的理想治理模式,但问题在于,股东参与公司治理,需要股东将治理的价值置于投资的价值之上,这可能违反了投资的价值追求。投资的价值是实现利润分配,而非参与公司治理进而取得公司控制权。因此,有学者认为,股东在选择流动性的同时也就放弃了控制权。这就终于找到了公司治理问题当代主题的核心,即采用可能的手段限制管理权力的问题。^{⑦⑤}当然,这个结论是基于对股东治理的弊端进行观察后的合理推测,颇为中肯。但值得注意的是,在提出伯利-米恩斯命题之后,伯利在他后来的著作中认为,真正的问题不是重建股东权利的问题,而是为集体的利益对管理权力的限制。^{⑦⑥}伯利在后期著作中修正其早期观点这一事实应该引起重视,笔者认为其后期观点极具前瞻性。

股东的风险和收益是否成正相关?在大公司中,股东作为投资者的风险从来都可预见,仅仅在出资的有限责任范围内,但是其收益却可能是无限的。对股东而言,投资越趋

^{⑦②} See R. H. Bates, *Contra Contractarianism: Some Reflections on the New Institutionalism*, *Politics & Society*, Vol.16:387, p.394-395 (1988).

^{⑦③} See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, *Georgetown Law Journal*, Vol.89:439, p.439 (2000).

^{⑦④} See William Lazonick & Mary O'Sullivan, *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, *Economy and Society*, Vol.29:13, p.13 (2000).

^{⑦⑤} 参见前注^{⑦②},韦罗妮克·马尼耶编书,第5页。

^{⑦⑥} See Adolf A. Berle, *The 20th Century Capitalist Revolution*, Harcourt: Brace, 1954.

于多元化边际成本越小。股东收益和风险之间,并非只是简单的正相关关系。虽然股权投资是欧美发达国家非常成熟的投资手段,在许多国家,持有公司股份已成为多数民众进行投资、储蓄和退休规划的流行形式,^⑦ 股东的地位却始终徘徊在“股东至上”和“利益相关者模式”的两极之间。但是,与股东治理模式相比,董事治理模式也未必迥然不同。在公司法和公司治理领域,充斥着“失败”的论调。公司法失败,^⑧ 董事会失败,^⑨ 利益相关者理论失败,^⑩ 不一而足。毋庸置疑,董事会的监督模式的确存在缺陷。近几十年来,企业的规模和复杂性呈指数级增长,而传统的董事会却无法适应这些变化。根据新兴学派的观点,股东积极主义是对董事会监督模式存在权利不平衡的一种必然回应。^⑪ 这就走向了问题的反面。当董事会失灵时,^⑫ 更应当想办法改造董事会,或者说是进一步发展董事会,^⑬ 而不是相反地去加强股东本来就已经丧失的所谓管理职能。和英美公司治理理论大唱反调的著名公司治理学者弗雷德蒙德·马利克另辟蹊径,他反对股东治理模式,认为以股东价值为导向的做法是错误的,正确的做法是以客户价值为导向;他也反对英美、瑞士诸国使用的一元制权力的企业模式。马利克对源自美国公司治理的“利益最大化”“利益相关者模式”“股东价值模式”“企业的社会责任”等进行了深入批判。他提出的方案是建立强大的企业监事会,让企业监事会参与领导。虽然马利克这个方案未必合理,但是其采用“法人资本主义”的概念来取代“股东资本主义”“利益相关者资本主义”,^⑭ 却与笔者前述观点颇为契合。虽然学者普遍认为,多数国家已经放弃了股东会中心主义,转而采取董事会或者管理层中心主义,但是对我国采取什么主义却语焉不详。^⑮ 当然,也有学者对此问题做了研究,得出“中国甚至可以被认为采取了‘经理中心主义’”的结论。^⑯ 就该问题难以达成共识的原因,或许是我国理论和实践都在快速发展变化中。笔者认为,合理的解释是法人本位主义和利益相关者理论的融合,即在公司治理目的上强调公司法人自身利益,在公司法目的上则需要考虑利益相关者。我国新《公司法》第20条就此新增了相关规定。

^⑦ 参见〔澳〕斯蒂芬·波特姆利:《公司宪治论:重新审视公司治理》,李建伟译,法律出版社2019年版,第4页。

^⑧ See Antony Page, *Has Corporate Law Failed-Addressing Proposals for Reform*, Michigan Law Review, Vol.107:979, p.979 (2008).

^⑨ See Kamel Mellahi, *The Dynamics of Boards of Directors in Failing Organizations*, Long Range Planning, Vol.38:261, p.261 (2005).

^⑩ 参见〔奥〕弗雷德蒙德·马利克:《正确的公司治理:发挥公司监事会的效率应对复杂情况》,朱健敏译,机械工业出版社2018年版,第31页。

^⑪ See Paul Rose & Bernard S. Sharfman, *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance*, BYU Law Review, Vol.1017, p.1023 (2014).

^⑫ See Gerald Zandstra, *Enron, Board Governance and Moral Failings*, Corporate Governance, Vol.2:16, p.16 (2002).

^⑬ See Gerard Hertig, *On-Going Board Reforms: One Size Fits All and Regulatory Capture*, Oxford Review of Economic Policy, Vol.21:269, p.269-270 (2005).

^⑭ 参见前注^⑩,弗雷德蒙德·马利克书,第2、21-23、50-53、35-36页。

^⑮ 参见前注^③,叶林书,第55页。

^⑯ 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第555页。

四、公司治理结构中的股东代理

如前所述,股东并非公司的所有者,亦非公司的债权人,其实际的身份应该为公司的代理人。这里需要准确界定何为代理。在英美代理法上,用本人(Principal)和代理人(Agent)之间的契约法律关系来解释几乎所有人与人之间的相互合作关系,解决由此产生的契约责任和侵权责任承担问题。但是,大陆法系将代理抽象为一种能够为他人产生法律效果的法律行为,并与产生该代理行为的基础关系区别开来加以规范。^{⑧7}从我国代理制度的规定分析,其意涵更接近后者,本文亦立意于此。代理理论是一种研究合作关系中的委托代理问题的理论,特别关注当委托人与代理人目标不一致且信息不对称时的治理机制。代理理论的核心在于描述和解决在委托代理关系中可能出现的两类问题:一是由于委托人和代理人的目标冲突以及委托人难以验证代理人的行为所导致的代理问题;二是委托人和代理人对风险态度不同所引发的风险分担问题。具体而言,代理理论适用于描述一种普遍存在的代理关系,即一方(委托人)将工作委托给另一方(代理人)完成,并尝试通过契约的隐喻来描述这一关系。代理理论的重点在于通过分析和设计最有效的契约来解决上述问题,特别是在行为合同和结果合同之间进行选择。该理论适用于各种组织现象。^{⑧8}从这些代理理论可知,股东作为公司代理人,必须为公司利益行事,其行为受到公司约束,而且股东和公司之间形成契约关系,双方的契约关系也未跳脱出传统契约束(nexus of contracts)的范畴。但是,股东为公司利益行事,应作何理解?股东对公司的权利是否最终体现为剩余索取权?如果股东为公司代理人,是否会对传统的公司治理产生影响?如何构建股东代理模式下的公司治理?

(一) 股东剩余索取权反思

欲回答上述问题,需要先回到剩余索取权这个公司的最终“利益”上来。剩余收益是支付资本利息后的剩余收入,具有放弃利润的性质。^{⑧9}在公司治理中,公司的剩余索取权被赋予股东。^{⑨0}需要注意的是,这不仅仅是公司法学界的通识,亦为经济学界的共识。^{⑨1}有学者指出,企业家会试图规划与代理人的合同,以激励代理人为增加企业家的收益而工作,也会对代理人的工作情况进行监督。对于不满意的代理人,企业家能终止与他的合同。由于代理人自由决定是否接受企业家合同的条款,因此形成的组织是私人的、自愿的、至少对一些人来说是非剥削性的。然而,如果获得了大笔剩余,得到剩余的一定是

^{⑧7} 参见高富平:《代理概念及其立法的比较研究》,载《比较法研究》1997年第2期,第161页。

^{⑧8} See Kathleen M. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, *Academy of Management Review*, Vol.14:57, p.59 (1989).

^{⑧9} See Carlo Alberto Magni, *Splitting up Value: A Critical Review of Residual Income Theories*, *European Journal of Operational Research*, Vol.198:1, p.4 (2009).

^{⑨0} 参见前注^{①7},杰弗里·N.戈登、沃尔夫·格奥尔格·林格书,第323-324页。

^{⑨1} 参见[卢森堡]马克·格尔根:《公司治理》,王世权等译,机械工业出版社2014年版,第3页。

企业家,不是代理人。^⑩这里所谓的企业家,一般表现为投资人,常以股东身份示人。而所谓代理人显然指的是董事、高管等公司管理者。该理论仅仅指出了企业家作为剩余索取者的行为路径和后果,但是未揭示为何企业家就是当然的剩余索取者。换言之,为何不将剩余赋予股东之外的其他利益相关者?如果股东对公司的债务承担无限责任,则赋予其剩余索取权是可以理解的,但是为何在股东对公司对外债务仅承担有限责任时,仍然将剩余索取权赋予股东?这个问题值得深思。

公司因为各种原因终结营业时,为避免公司成为僵尸企业,必须由具有行为能力之人行使该索取权。之所以将剩余索取权赋予股东,并非是因为股东是公司所有人,而是基于公司法律人格的虚拟性,公司自身不可能行使剩余索取权,以终结自己的法律人格。于是公司法律在设计市场退出机制时,将剩余索取权赋予股东。然而,股东虽然获得了剩余索取权,但并不意味着股东能对管理层进行有效的监督。例如,美国的公司法只赋予股东控制董事和高管的有限权利。^⑪有学者认为,股东是公司财产的剩余索取权人,而债权人拥有固定的利息收入,雇员在工作之前通常已经就薪酬计划与公司有过协商安排。公司经营获利颇丰也好,公司经营惨遭失败也罢,股东都必须一并承受,永远站在最后一线与公司兴衰与共。^⑫然而,这个解释可能并不成立。股东也可能早就通过分红等收回投资,甚至有可能在没有分红的情况下,通过对赌协议勒住公司的咽喉,最终实现退出,谈不上一定与公司兴衰与共。在企业理论中,组织集体行动的负担均由一人承担,他的收益与集体行动所产生的剩余直接有关。企业家对惩罚不遵守企业规则的人作出了令人信服的承诺,正是由于他们是剩余的获得者,当他们与违规行为发生冲突时,对违规行为加以惩罚便是他们的利益所在。^⑬这个论断进一步阐述了当企业家(股东)作为剩余索取权人时,其权利义务是相对应的。值得商榷的是,若索取权归于其他主体,是否权利义务就不对应?

有观点认为,在公司不断发展的过程中,所有公司利益相关者除了股东之外,都缺乏适当的激励,股东之外的利益相关者都只能获得固定的利益索取权,例如债权人的固定债权以及工人的薪水。^⑭因为这个观点虚假且具有误导性,特别是工人被认为具有固定的利益索取权,^⑮这个观点受到了批判。工人的地位取决于劳动合同,即使在普遍签署终身劳动合同的日本,工人的地位也不可能和投资者一样,他们既没有所谓固定的索取权,也没有剩余索取权。因为索取权是指那些清算结束后的最后索取。^⑯工人的薪水、福利、

^⑩ 参见[美]埃莉诺·奥斯特罗姆:《公共事物的治理之道:集体行动制度的演进》,余逊达、陈旭东译,上海译文出版社2012年版,第48页。

^⑪ See Emily Winston, *Managerial Fixation and the Limitations of Shareholder Oversight*, *Hastings Law Journal*, Vol.71:699, p.714-715 (2019).

^⑫ 参见前注^⑩,弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔书,第67页。

^⑬ 参见前注^⑩,埃莉诺·奥斯特罗姆书,第49页。

^⑭ See Margaret M. Blair, *For Whom Should Corporations be Run? An Economic Rationale for Stakeholder Management*, *Long Range Planning*, Vol.31:195, p.196 (1998).

^⑮ See Kent Greenfield, *The Place of Workers in Corporate Law*, *Boston College Law Review*, Vol.39:283, p.300 (1998).

^⑯ 参见前注^⑮,肯特·格林菲尔德书,第45页。

进修机会等却随时可能因为企业的经营困难而无法获得给付,如果企业因破产需要清算,也不会将工人的薪水给付请求留到最后予以实现。在各国的破产法上,工人薪水都是优先被实现的。这是破产法上的制度保障。^⑨显然,工人也没有剩余索取权。工人在企业清算后,是不可能请求分配企业剩余的。如果以民法理论观之,即工人没有对剩余的请求权基础。至于有学者认为,在公司治理过程中,特别是破产情况下,剩余索取权人也有可能既非股东,亦非工人,而是公司债权人。^⑩这个观点也很难成立。如前所述,公司债权人尤其是上市公司债券持有人对公司资本的形成影响巨大,但是当股东、工人丧失对公司的索取权之后,为何公司债权人仍然拥有索取权,无法自证其说。还有学者认为,企业所有人员都或多或少的有一些剩余控制权和剩余索取权,因此,他们也就都参与了决策与利益分享,但是这只能是部分的而不是总体的。^⑪这个观点混淆了剩余索取权和参与企业决策之间的关系。

(二) 公司治理需要加强股东会吗?

公司是一种经济和法律组织,因此,经济和法律常常被认为是公司的决定性因素。^⑫公司治理和公司法大致对应了这种界定。当然,正如经济因素和法律因素在有些场合无法截然区分,公司治理并非排斥公司法,公司法中亦有公司治理的存在。广义而言,公司治理由若干制度框架、法律规则及最佳实践构成,它们共同决定了公司内部的哪个机构有权作出具体的决策、如何选出该机构的成员、如何确定标准来指引决策等。^⑬简言之,公司治理需要处理的最为常见的问题即股东和董事、管理层的关系。在过去的几十年,公司治理几乎都是围绕股东展开的,股东至上曾经是显学主流。传统英美法认为董事受托于公司而非股东,董事的权利来源并不是股东。^⑭可见,根据传统英美法的规定,未必能推导出股东至上,至少从文义解释来看是这样的。但是,美国州法院法官创造性地解释了州法律关于股东的规定^⑮,加上学界的推波助澜,逐渐形成股东至上理论。这么说来,股东至上也并非仅仅是一个经济学上的假设。但是,究竟是经济学界先提出了股东至上,还是法学界先提出,已经无从考证。经济学界一直试图在实证层面对股东至上进

^⑨ 例如,我国《企业破产法》第48条第2款规定:“债务人所欠职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用,所欠的应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用,以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金,不必申报,由管理人调查后列出清单并予以公示……”第59条第5款规定:“债权人会议应当有债务人的职工和工会的代表参加,对有关事项发表意见。”第113条规定了破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后的清偿顺序,排在第一位的就是:破产人所欠职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用,所欠的应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用,以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金。

^⑩ See Douglas G. Baird & Randal C. Picker, *A Simple Noncooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations*, The Journal of Legal Studies, Vol.20:311, p.311 (1991).

^⑪ 参见前注①,费方域文,第48页。

^⑫ 参见[美]马克·罗伊:《公司治理的政治维度:政治环境与公司影响》,陈宇峰等译,中国人民大学出版社2008年版,第17页。

^⑬ 参见前注⑧,斯蒂芬·M.班布里奇书,第2页。

^⑭ 参见刘新辉:《美国对董事会经营决策行为的法律规制》,载《华东政法学院学报》2005年第4期,第92页。

^⑮ See Lyman Johnson, *Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law*, Texas Law Review, Vol.68:865, p.876-877 (1990).

行论证,但是未竟全功。缺少了经济学的助力,自始至终,股东至上都只是一个规范意义上的论断,股东治理模式的优越性亦然。前文中提到的汉斯曼和克拉克曼所谓的股东治理的优势,并不能压倒性否定其他模式的价值。

进入 20 世纪后二三十年,股东至上越来越受到来自团体生产理论、公司宪治论、公司社区论等理论的质疑和挑战。有学者对“股东至上”提出了强烈批判。^⑩ 如果严格解释,股东至上模式将会把注意力局限于股东和董事之间通过公司不同的法律组织来协调的关系。^⑪ 这种解释道出了问题的关键。但是,我们依然需要了解,作为公司治理重要环节之一的股东,他们自己是否也认为股东至上已经无法保护他们的利益? 换言之,为什么股东偏爱“董事会中心说”甚于“股东中心说”? 较为有力的解释是: 被赋予更多权力的股东也许会利用新获得的权力追求与公司股东整体利益相悖的个人利益,引发股东权力寻租行为。^⑫ 此外,赋予股东更多权力会降低公司治理的效率,即所有权和控制权的分离。^⑬ 然而,第一个解释不过指出了股东搭便车和机会主义的双重性格,不能解释股东自己为何偏爱董事会中心主义; 第二个解释暗含一个前提,即所有权和控制权分离是毋庸置疑的,这是准上帝视角的解释。如前所述,所有权和控制权分离理论本身也存在颇多争议,以此作为逻辑前提颇为不妥。

公司治理发展至今,其重心逐渐转移到董事会,董事会中心主义在未来依然是理论争论和治理实践的焦点。如何重塑董事会的功能,成为公司法和公司治理的重要议题之一。在有些国家和地区,尤其是英国,治理实践中出现了董事会外包的做法,立法也予以认可,即法律允许使用类似董事会服务提供商的实体。虽然很少有公司利用这一选项,但是引起了学者的深度思考。^⑭ 董事会外包的理由是什么? 长期以来,董事会一直被认为是公司为了股东的利益而监管管理层,包括在职消费、卸责、风险厌恶等行为的主要机制之一。但是,如何才能确保董事会把工作做好? 是什么让董事会不抛弃股东利益并且不让管理层践踏股东利益? 公司法和公司治理提出了许多鼓励董事提高效率或提供替代方法来监督管理层的方法。然而,迄今为止,没有人能找到比董事会或确保董事会有效性机制更好的方式来实现这一目标。因此,需要董事会服务提供商,董事会服务可以由其他实体提供。^⑮ 外包董事会的理论与治理实践带给我们很大的启示: 未来的公司治理中,还需要加强股东会吗? 如果股东会功能受限于以下两个机制,即董事会和管理层控制的控制权以及颇多争议的剩余索取权,则以公司治理范式出现的股东治理机制无

^⑩ See Lynn A. Stout, *New Thinking on “Shareholder Primacy”*, *Accounting, Economics, and Law*, Vol.2:3, p.3 (2012).

^⑪ 参见前注^⑦, 斯蒂芬·波特姆利书, 第 208 页。

^⑫ See Iman Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, *UCLA Law Review*, Vol.53:561, p.561 (2005).

^⑬ See Gary Gorton & Frank Schmid, *Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking*, *Journal of Corporate Finance*, Vol.5:119, p.119 (1999).

^⑭ 参见 [美] 斯蒂芬·M. 班布里奇、[美] M. 托德·亨德森:《外包董事会》, 李诗鸿译, 上海人民出版社 2022 年版, 第 5 页。

^⑮ See Stephen M. Bainbridge & M. Todd Henderson, *Boards-R-Us: Reconceptualizing Corporate Boards*, *Stanford Law Review*, Vol.66:1051, p.1072 (2014).

疑是低效的。在所有权分散的公司中,搭便车现象普遍存在。由于股东数量众多,个体股东进行公司监控所需的成本高,而收益却按其持股比例分配。这导致个别股东缺乏监控激励,搭便车现象盛行,最终引发经典的委托代理问题。^⑩不过,也有不同的观点。有实证研究显示,股东投票带来治理效果,增强股东投票能力的制度改革可能应当得到推广。^⑪

在我国,1993年《公司法》以及历次修订均认可股东会的权力机关定位,但是未采用“股东会是公司最高权力机关”的表述。“最高权力机关”的表述多见于法学界著述。^⑫这可能与公司制引入中国时,最早试行公司制的企业多为国有企业有关。有学者认为,国家在公司治理中的一个作用还未得到学者重视,那就是金字塔式集团的顶端往往是国有企业。^⑬当然我国并不存在这样的问题。有意思的是,经济学界和法学界的认识并不同步。在经济学界,长期以来普遍认为公司层级的顶端、公司的最高决策机构是公司董事会。^⑭这至少说明两点:第一,法学界和经济学界在公司治理领域泾渭分明、各适其适,是由来已久的传统,且迄今未见改观,当然经济学界也有批评的声音;^⑮第二,英美公司法学界对经济学界的规范研究、实证研究成果的引用及借鉴非常普遍,但是在我国,这种现象较为罕见。在我国的公司治理文献中,也鲜见引用公司法学者著述。上述传统像横亘在公司法学界和经济学界的楚河汉界,已经影响到我国公司法和公司治理的协同发展。但是,新《公司法》在公司治理部分的确部分修改了原《公司法》的规定,尤其是适当调整了董事会职能。例如,新《公司法》第67条删除了原《公司法》第46条中“董事会对股东会负责”的表述。新《公司法》很明显是通过章程自治扩大了董事会的职权范围。新《公司法》第58条规定“股东会是公司的权力机构”,对股东会地位的强调,依然是言之凿凿、不容置喙。这种认识的根源即传统国有企业时代的所有者思维,其并未随着我国现代企业形式——公司而有根本改变。不仅强调股东会对公司的终极决策权,过于强调其管理者的功能,这种做法与现代公司法和公司治理的发展趋势相去甚远,而且,对我国长期以来的“一股独大”现象也起了推波助澜的作用。在我国公司治理的实践中,以《公司法》的法定形式将股东会置于公司治理的中心,并不考虑股东治理的实际法效果。如,是增加了控制股东的利益,还是增加了股东全体的利益?抑或提升了公司股东以及其他利益相关者的共同福利?相关研究尚付阙如。

^⑩ 参见费方域:《两权分离、代理问题和公司治理》,载《上海经济研究》1996年第8期,第43页。

^⑪ See Peter Iliev, Karl V. Lins, Darius P. Miller & Lukas Roth, *Shareholder Voting and Corporate Governance around the World*, *The Review of Financial Studies*, Vol.28:2167, p.2171 (2015).

^⑫ 参见赵旭东:《公司法》(第2版),高等教育出版社2006年版,第371页;范健、王建文:《公司法》(第3版),法律出版社2011年版,第377页;施天涛:《公司法论》(第4版),法律出版社2018年版,第336页。

^⑬ 参见[加]兰德尔·K.莫克:《公司治理的历史:从家族企业集团到职业经理人》,许俊哲译,格致出版社、上海人民出版社2022年版,第33页。

^⑭ See Stephen M. Bainbridge, *Why a Board-Group Decisionmaking in Corporate Governance*, *Vanderbilt Law Review*, Vol.55:1, p.2 (2002).

^⑮ 参见仲继银:《董事会与公司治理》(第3版),企业管理出版社2018年版,第86页。

未来建立起股东治理法效果的长期跟踪评估机制,将有助于厘清上述问题,进一步完善我国的公司治理。值得注意的是,新《公司法》第20条规定:“公司从事经营活动,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,承担社会责任。国家鼓励公司参与社会公益活动,公布社会责任报告。”这是我国法律中第一次规定利益相关者的概念,是对我国《公司法》社会责任条款的极大扩展和充实。确实,在我国,一直以来公司利益相关者在公司治理结构设计方面几乎没有什么自主权。^⑩利益相关者和公司社会责任同时入法,将改变以往我国《公司法》以股东利益为中心的立法理念,一定程度上回应了我国公司法的社会属性和国家属性,有利于更大程度上实现公司法的终极目标——增进社会福祉。

五、结 语

制度经济学以契约解释公司产权问题,产权问题契约化;法经济学则以契约束理论解释作为法人的公司的所有者问题。以上解释影响深远,但是忽视了公司作为法律拟制人格载体的二重属性。拟制物的客体性和作为法人的主体性,前者是说作为拟制物具有认识论上的客体属性,后者是说作为法律主体具有本体论意义上的自主性,其应为自身的所有者。基于上述的二重属性,传统所有权和控制权两权分离理论下视股东为公司所有者的观念,应解释为股东是公司的代理人,其对公司的剩余索取权恰恰是代理权剩余,而非控制权剩余。这个结论与公司治理有重大关联。

当今公司治理中,重大分歧不存在于公司或董事会的重要性问题上,更多的分歧发生在董事会、高级管理团队和股东之间公司权力的分配问题上。^⑪从公司治理的历史来看,上述分歧由来已久,而且伴随着全球化公司的出现及其规模的扩大。如何解决公司治理的基本问题,处理好冲突和利益问题,方案供给具有多样性。^⑫然而,这个问题是否仅仅关涉公司董事会、高级管理团队和股东之间的权力分配?是否存在更深层次的原因?长期以来人们对股东功能定位存在一定的误读,需适时反思股东的功能定位及其治理。股东不是公司的所有者,亦非当然的公司剩余索取权人,股东应该回归其代理人的地位。作为代理人的股东,和作为代理人的董事具有同一性。当然,董事代理人说也面临质疑。譬如在美国,为什么法律将公众公司的董事看作受托人,而不是代理人?^⑬随着公司治理理论对公司法的影响日益加深,我国公司法学界对股东功能的重新认识甚有必要。在公司治理中,董事会和监事会应该成为主力。因为公司利益的担保人正是董事会

^⑩ 参见张维迎:《理解公司:产权、激励与治理》,上海人民出版社2014年版,第15页。不过,需要指出的是,对该学者的“利益相关者模式不可能成为一种有效的公司治理模式”的观点(见张维迎书,第29页),笔者并不赞同。

^⑪ 参见徐强胜:《公司权力的分配、分工与问责:董事会何以治理》,载《社会科学研究》2022年第4期,第37页。

^⑫ See Anne Peters & Lukas Handschin eds., *Conflict of Interest in Global, Public and Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2012, p.388.

^⑬ 参见前注^⑩,弗兰克·H.伊斯特布鲁克等书,第165页。

和监事会。股东不会接受长期主义和良好治理,因为他们必然有追求短期利润最大化的目标,这与长期主义和良好治理的理念相违背。^⑫ 未来再修订《公司法》时,需要将股东(会)和董事(会)置于公司治理结构中予以平衡,继续弱化股东治理的功能,股东在公司治理中的地位应趋于非法定,同时适当加强董事治理功能。我国新《公司法》虽然部分调整了董事会的职能,但并未同时弱化股东治理的功能,这种“强股东治理、强董事治理”的立法思路过于理想化,且存在一定的隐患,可能导致将来的公司治理更为困难。

Abstract: The issue of corporate ownership is a fundamental issue facing both corporate law and corporate governance, and the function orientation of shareholders is also the logical starting point for the reconstruction of shareholder governance. In jurisdictions where the theory of legal person theory is dominant, the issue of corporate ownership is represented by the separation of ownership and control. This concept is also held up as a standard in jurisdictions where the reality theory of the legal person is prevalent. As shareholders lose their ownership of the company, the statement of the separation of the two rights gradually loses its rationality. The shareholders are not the owners of the company, nor are they the natural residual claimants of the company. The owner of the company is the company itself, and the shareholders are actually the agents of the company, and they are in the same agency position as the directors. The traditional governance function of shareholders has gradually evolved into the agent function. The revised *Company Law of China of 2023* has made substantial changes to corporate governance and expanded the space for director governance, but at the same time, it has not reduced the importance of shareholder governance. In China's future corporate governance, a governance model that integrates corporate egoism and stakeholder theory should be adopted.

(责任编辑:王莉萍)

^⑫ See Lorraine Talbot, *Why Shareholders Shouldn't Vote: A Marxist - Progressive Critique of Shareholder Empowerment*, The Modern Law Review, Vol.76:791, p.793 (2013).