

韩国股东行动主义:以 PSPD 与 NPS 为例

[韩] Kyung-Hoon Chun(千景堧)* 著 蔡卓瞳** 译

摘要:本文旨在回顾和分析过去 20 年来韩国的股东行动主义,重点关注韩国参与连带组织(PSPD)和韩国国民年金公团(NPS)。成立于 1994 年的非政府组织 PSPD 行动主义激活了数十年来一直处于休眠状态的各种少数股东权利,并提升了韩国大型上市公司决策程序的透明度。然而,由于组织的动机是寻求社会和政治上的改变,其目标是大型和著名公司,而这些公司反而具有相对良好的公司治理。在 2010 年以后,拥有韩国证券市场总市值 8% 的 NPS 愈发倾向股东行动主义。然而,NPS 的独立性是更加严重的问题,它很容易受到来自政府和政客的影响。NPS 需要从 PSPD 追求自身目标的热忱中获得启发,但同样需要注意在行使股东权利时不受政治动机的影响。

关键词:股东行动主义 股东权力 韩国公司治理 韩国参与连带组织 韩国国民年金公团

一、引言

正如欧洲公司治理研究所(European Corporate Governance Institute)网站上所表述的,股东行动主义可以被定义为“……作为公司所有者的股东通过行使权利影响公司行为的方式”,^①或者更加简洁地表述为“……股东为改变目标企业而做的努

* 韩国国立首尔大学法学院教授。

** 华东政法大学国际金融法律学院 2017 级硕士研究生。译文系华东政法大学研究生创新项目《投服中心在证券市场民事诉讼中的角色定位研究》(2019-4-001)阶段性成果。

本文的翻译和发表经作者授权。

① Available at [Http://www.ecgi.org/activism/](http://www.ecgi.org/activism/), last visit: Feb. 26, 2019.

力”,^①鉴于定义的宽泛性,有必要采取集中的视角对这一现象作出有意义的分析。本文试图通过3个角度:主体(Who)、原因(Why)以及方式(How)考察股东行动主义以分析其在韩国的动态。

从主体角度来看,我们关注股东行动主义的各类参与方,例如,对冲基金、机构投资者和非政府组织,揭示它们在行动上的显著差异性。原因要素代表股东行动主义背后的动机,与主体要素密切相关。有时行动方被短期的经济收益所驱动,而在其他时候被诸如长期企业价值、企业的可持续发展或者公司的社会责任所驱动。从原因角度来看,回顾股东行动主义者使用的各类法律工具。积极地参加股东大会(General Meetings of Shareholders, GMS),制定股东议案,介入敌意收购,征集委托书(Proxy Solicitations)以及提起股东代表诉讼是行动主义者的传统利器。最近,“参与”(“engagement”)管理成为受欢迎的热议话题。

从这些角度观察股东行动发现,股东行动主义远非铁板一块。根据主要参与者、动机和使用的法律工具类型的不同,它们可能采用不同的形式并且有着不同的含义。

基于这样的理解,本文重点关注两类参与者以及相应的原因和方式要素,旨在回顾和分析过去20余年韩国的股东行动主义。第二部分是背景介绍,即介绍韩国资本市场的概况和韩国法,特别是《韩国商法典》(以下简称《商法典》)中规定的股东权力。第三部分回顾了20世纪90年代晚期和21世纪初,作为非政府组织的韩国参与连带组织(People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD)的股东积极主义。第四部分回顾了21世纪10年代早期的几个阶段,当时,韩国国民年金公团(National Pension Service, NPS)成为有影响力的股东。最后的第五部分是结论。

二、韩国的股东权力

(一) 韩国资本市场

韩国证券交易所(Korea Exchange, KRX)是韩国唯一的证券交易运营者,运营KOSPI市场和KOSDAQ市场。KOSPI被认为是成熟企业(Established Firms)的市场,而KOSDAQ是以美国纳斯达克(National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ)为样板并随其命名(全称为韩国证券交易商协会自动报

^① Frank Partnoy, “US Hedge Fund Activism”, in J. Hill and R. Thomas ed. *Research Handbook on Shareholder Power*, Edward Elgar Publishing, 2015, p. 101.

价系统——译者注)的,它通常被认为是较小的初创公司的市场。截至 2017 年年底, KOSPI 市场和 KOSDAQ 市场的股票市值(Market Capitalization)如表 1 所示。

表 1 韩国证券交易所的规模(截至 2017 年年底)

类型	上市公司数量(家)	市值(亿韩元)
KOSPI	774	16,058,210
KOSDAQ	1267	2,827,400
合计	2041	18,885,610

数据来源:韩国证券交易所网站(www.krx.co.kr)(1000 韩元约等于 0.9 美元)。

外国投资者的出现是分析股东行动主义的重要因素。韩国上市企业中的外国投资在 20 世纪 90 年代末期的亚洲金融危机期间大幅增加。然而,近期韩国股票市场的外国股东比例一直处于停滞状态。在市值方面,外国股东占韩国证券市场总市值的比例分别为 31.2%(2010 年)、30.6%(2011 年)、32.5%(2012 年)、33.0%(2013 年)、31.6%(2014 年)、29.1%(2015 年)、31.8%(2016 年)和 33.6%(2017 年)。^①

(二) 韩国法下的股东权利^②

1. 投票权

《商法典》规定所有的韩国公司,或者财阀(Chusik Hoesa),必须根据董事会的决议每年召开一次股东大会(《商法典》第 265 条第 1 款)。这被称为普通或者年度股东大会。另外,董事会可以在任何必要的时候召集股东大会,这通常被称为股东特别大会(第 365 条第 3 款)。

在股东大会中,有表决权股份的持有者有权投票。值得一提的是,韩国法维持严格的“一股一票”(“one share, one vote”)原则(《商法典》第 369 条第 1 款)。即便公司章程中有这样的规定,也不允许创设倍数(multiple)股份或者非整数(fractional)股份。

为了使决议能够在股东大会上通过,根据决议事项的不同,必须满足普通决议或者特别决议的要求。除非《商法典》或者章程另有规定,股东大会上的决议需经出席股东大会会议的股东所持表决权的 1/2 以上通过,同时必须不低于所有有表决权股份的 1/4(《商法典》第 368 条第 1 款)。这被称为普通决议,适用于包括选举董事和

^① Available at [Http://www.index.go.kr/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx_cd=1086](http://www.index.go.kr/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx_cd=1086), last visit: Feb. 26, 2019.

^② 更多的内容,参见 Kyung-Hoon Chun, Kon-Sik Kim, Hyeok-Joon Rho, Ok-Rial Song, *Corporation and Partnerships in South Korea* (2nd ed.), Wolters Kluwer Law & Business, 2015.

监事、批准财务报表、宣布股息或者股份回购等事项。对特定事项,仅仅满足普通决议是不够的,因此需要特别决议。一项特别决议需经出席股东大会会议的股东所持表决权的2/3以上通过,同时必须不低于所有有表决权股份的1/3(《商法典》第434条第1款)。需要特别决议的事项包括:罢免董事、授予股票期权、减少法定资本、合并、分立、营业转让、解散和修改公司章程。

股东可以亲自或者委托他人投票(《商法典》第368条第2款)。对上市公司,征集委托投票书(Solicit Proxies)必须:(1)向监管者提交报告;(2)公开披露征集的主体和目标公司。经公司章程授权,股东可以采用书面投票(《商法典》第368条第3款)。经董事会授权,股东可以采用网络投票(《商法典》第368条第4款)。

2. 选举和罢免董事

董事是由普通股东大会或者股东特别大会中选举产生。通常,董事候选人是由现任董事会提名的,^①股东可以投票反对或者支持每一位候选人。如果赞成票满足普通决议的要求,那么候选人就会被选举为董事。这被称为与“人头多数决规则”(Plurality Rule)相对的“资本多数决规则”(Majority Rule)。在这样的制度安排下,多数股东实际上在任命全体董事会成员上拥有绝对的权力。

为了限制多数股东的权力从而保护少数股东,《商法典》采用了累积投票制度。在股东大会上选举2名或更多的董事时,持股3%(在上市公司中是1%)以上的股东可以要求决议适用累积投票(《商法典》第382条第1款)。然而,公司可以在公司章程中“选出”(opt out)(《商法典》第382条第2款第1项)。超过90%的韩国上市公司已经通过公司章程选出累积投票制度。因此,主张韩国公司治理改革的人经常提出应当修改《商法典》,使累积投票制度强制适用于超过特定规模的上市公司。

值得一提的是,股东可以在任何时候在股东大会上通过特别决议无理由地罢免董事(《商法典》第385条第1款)。如果该董事在任期内被无正当理由罢免,该董事仅有权从公司获得金钱赔偿。(《商法典》第385条第1款)。赔偿的数额通常与其剩余任期内本来能够获得的薪酬相当。股东单方面罢免董事的可能性显示了韩国法赋予了股东的巨大权力。

3. 启动公司制定决策的权利

虽然股东投票权在公司治理中是重要的,但只有在召开股东大会时才能行使,而

^① 大型上市公司和金融机构的外部董事是由董事会下属的外部董事候选人任命委员会(Outside Director Candidate Nomination Committee)任命的。

且只能针对股东大会上提出的事项。在任董事决定是否召开股东大会,并为股东大会设定时间、地点和议程等事项。换言之,股东在董事会制定的框架内行使投票权。作为股东权力消极性的例外,《商法典》规定了2项利器:召集股东特别大会和向股东大会提出议案的权利。

持有所发行股份3%以上的股东可以要求董事会召集股东特别大会(《商法典》第366条第1款)。对上市公司,虽然持股门槛降低至1%,但是要求有6个月的持股期限(《商法典》第542条第6款第1项)。股东必须向董事会提交关于股东大会议程和理由的书面说明。如果董事会未能及时召开股东大会,那么股东在经法院批准后能够自行召开股东大会(《商法典》第366条第2项)。

持有所发行股份3%的股东有权在股东大会上提交供决议的议案(《商法典》第363条第2款第1项及第2项)。对上市公司,虽然持股门槛降至1%(更加大型的公司为0.5%),但是要求有6个月的持股期限(《商法典》第542条第6款第2项)。董事会必须将提案列入议程,但某些情况除外,例如,提案的实质内容违反了法律或公司章程的规定(《商法典》第363条第2款第3项)。虽然股东同样可以提出罢免董事的议案,但是上市公司的董事会能够合理地拒绝将它纳入股东大会的议程。对非上市公司,如果股东正式地提出罢免董事的议案,那么董事会必须将这项议案纳入股东大会的议程。修改公司章程是合理的事由,因此,如果股东正式地提出这项议案,董事会必须将其纳入股东大会的议程中。

4. 追究董事责任的权利

根据《商法典》的规定,持有所发行股份1%以上的股东(对上市公司,要求持股0.01%的股份达6个月以上)有权以代表公司提起股东代表诉讼。在提起诉讼之前,股东必须要求公司针对相关的董事提起诉讼(《商法典》第403条第1款)。如果公司在30天内未能提起诉讼,那么股东可以直接代表公司提起代表诉讼。如果可能造成难以弥补的损害,那么股东可不受前述要求的制约直接提起代表诉讼(《商法典》第403条第3项)。

代表诉讼的救济唯有在公司遭受董事不法行为的侵害后才能适用。在不法行为发生前,《商法典》允许禁令救济(Injunctive Remedies)。当董事有可能违反法律或者公司章程规定时,并且由此可能导致难以弥补的损害时,持股1%(对上市公司,根据公司的规模,要求持股0.05%或者0.0025%达6个月以上)以上的股东或者监事可以寻求禁令救济,禁止相关董事实施系争的行为(《商法典》第402条)。

为了便于提起代表诉讼或者申请禁令救济,《商法典》给予股东查阅公司账簿的权利。每一个股东均可以在公司的主要或者分支办公点查阅或者复制财务报告和审计报告(《商法典》第448条第2项)。另外,持股3%(对上市公司,根据公司的规模,持股0.05%或者0.0025%达6个月以上)或者以上的股东有查阅会计账簿或记录的权利(《商法典》第446条第1款)。董事必须证明股东的请求有不正当目的时方可拒绝(《商法典》第466条第2款)。

5. 优先购买权

《商法典》赋予股东优先购买权以保护他们的股份价值不受潜在的稀释。除非公司章程另有规定,每一个股东都有权按持股比例认购股份(《商法典》第418条第1项)。例外情形是,如果公司在其公司章程中有相关规定,并且有合理的商业目的时,则可以向第三方发行新股(《商法典》第418条第2款),虽然在大多数上市公司的公司章程中有限制现有股东优先购买权的条款,但是当为了抵御敌意收购而增发新股时,法院并不会轻易地承认“存在一个合理的商业目的”。韩国最高法院判定抵御敌意收购并不构成向第三方发行新股的合理商业目的。^①

6. 小结

如前所述,至少在韩国的实证法层面,股东拥有一系列相当强大的权利。例如,持有特定比例股份的股东有权召集股东特别大会,通过一项特别决议在任何时候无理由地罢免董事,甚至享有根据持股比例优先认购新股的权利。这些是与美国弱势股东模式相对应的英国强势股东模式的代表性特征。^②至少在这些方面,韩国法更接近于英国法而非美国法。

然而在实践中,股东行使权利面临重大的障碍。首先,有时过高的持股比例要求限制了权利的行使。例如,在股东代表诉讼中,对非上市公司股东的要求是持股已发行股份的1%,而对上市公司股东的要求是持股已发行股份的0.01%。对大型上市公司来说,0.01%可能代表数百万美元的股价,这就导致少数股东在事实上不可能提起代表诉讼。其次,韩国司法体系及其实践对原告方并不友好。韩国法并没有诸如

^① See Supreme Court, January 30, 2009, 2008Da50776.

^② See Christopher M. Bruner, *Corporate Governance in the Common-Law World—The Political Foundations of Shareholder Power*, Cambridge University Press (2013), pp. 37–40. 除这4项权利外(股东是否可以召集特别会议、无故罢免董事、发起章程修改以及拥有优先购买权),布鲁纳(Bruner)教授同样回顾了股东是否拥有“批准收购防御措施”以及“强制董事会采取行动”这两项权利。对于上述6项权利,英国法是肯定的而特拉华州法是否认的。

美国式的证据开示制度 (Discovery System), 除特定的证券诉讼外并不允许集体诉讼。^① 由于不认可惩罚性赔偿, 金钱补偿的数额仅限于原告实际遭受的损害, 而且举证责任一般由原告承担。因此, 在韩国, 总体上民事诉讼和民事责任的威慑作用较刑事指控和行政处罚要小。

虽然存在实际的障碍, 但是韩国法的确为股东提供了很多法律工具。许多其他法域的股东 (包括美国的很多州) 无法召开股东特别大会或者提出修改公司章程的提案。下文对 PSPD 和 NPS 这两个例子的讨论展现了这些法律权利是如何被激活并服务于股东行动主义的。

三、非政府组织的股东行动主义: 以参与连带组织为例

(一) PSPD

PSPD 于 1994 年在首尔成立。创立者是某些“参与各种争取参与性民主 (participatory democracy) 和人权的民主运动的活动人士、学者和律师”。^② PSPD 在官网将自身的目标解释为“……通过密切地监督政府和公司的权力滥用, 促进人民参与政府的决策过程和社会经济改革, 以加强透明度和问责制”。^③ 在 20 世纪 90 年代来, 当 PSPD 的股东行动主义处于巅峰时, PSPD 是有 7 个部门组成的, 每一个部门都专门从事一项特定的法律运动。例如, 反腐败、社会福利、劳工运动、纳税人运动以及消费者保护。其中的一个部门是经济民主委员会 (Economy Democratization Committee, EDC), 它在 1997 年早期发起了少数股东运动。

为了理解 PSPD 行动主义背后的动机, 我们需要简要地回顾为这些活动奠定背景的韩国“公共利益法律” (public interest law) 运动。在整个 20 世纪 80 年代, 许多民间和学生活动为民主而斗争, 反对威权政府。1987 年 6 月, 一场名为“六月民主运动”的全国性民主运动迫使政府接受了总统直选, 并修改宪法以保护人权。与此同时, 一群律师和专业精英发起了“公益法律运动”。这一领域的先驱者是 Young-Rae Cho, 他是一位杰出的人权律师, 也是一位热烈的民主活动人士, 他甚至在 20 世纪 70 年代因被控煽动阴谋而入狱。在 20 世纪 80 年代末, 他在担任律师期间领导了一系

① 《证券类集体诉讼法》(Securities Related Class Action Act) (2003 年颁布并于 2005 年生效)。

② Available at [Http://www. peoplepower21. org/English/39340](http://www.peoplepower21.org/English/39340), last visit: Feb. 26, 2019.

③ Ibid.

列开创性的诉讼,包括“望远洞(Mangwondong)洪水案”^①和“婚后退休(retire-at-marriage)案”。^②1990年,43岁的Young-Rae Cho英年早逝。他的思想体现在诸如“公共利益法律”和“公益律师”等主题的演讲中,并得到他生前的同事和继任者的进一步发展。“望远洞洪水案”和Cho领导的其他案件是其他集体诉讼的原型,这些集体诉讼^③旨在为“公共利益”服务,而不是为原告的个人利益服务。PSPD的股东行动主义也同样源于Cho的思想。这一组织试图以“公共利益法律”运动的精神,利用诉讼和其他法律措施来推进社会改革。

然而,PSPD(特别是EDC)的核心成员并不仅仅是缺少专业知识的理想主义者。相反,绝大多数人是拥有专业执照或者高等学历的精英。了解一下PSPD,尤其是EDC的主要成员,就会发现他们的行动主义是建立在相当程度的专业知识上的。迄今为止,他们对韩国社会的影响远不止是几桩轶事。

Won-Soon Park是PSPD的主要创始人之一,也是Young-Rae Cho生前的同事。他在1994年就已经是著名的人权律师。他在2011年、2014年和2018年连续3次当选首尔市长。截至2018年,他是执政党中最有希望参加下届总统选举的潜在候选人。Hasung Jang拥有沃顿商学院(Wharton)金融学博士学位,在顶级期刊上合作发表多篇论文,^④并于1994年担任韩国高丽大学(Korea University)的教授。他因在三星电子(Samsung Electronics)等大型企业集团公司的股东大会上的活跃表现和尖锐言论受到媒体的广泛关注。2017年他被任命为总统办公室的政策秘书。经济学博士、大学教授Sang-Jo Kim也与Hasung Jang和其他PSPD的同事一道积极代表少数股东参加股东大会。作为一名一贯主张改革大型企业集团(也称财阀)的活动人士,

① 这是代表2500多户在1984年洪水中遭受严重破坏的家庭提起的一场诉讼。这场诉讼是由Young-Rae Cho组织的,起诉对象是首尔市政府和现代建工公司(Hyundai Construction Corporation),原因是它们在建造和管理水闸系统时存在疏忽。这不只是一场集体诉讼(class action),而是当时韩国历史上最大规模的团体诉讼(group litigation)。原告最终于1990年赢得了这场官司,反映了新后民主化(post-democratization)秩序下的法治。

② 虽然这是一起典型的交通事故人身伤害案件,但争议焦点是如何计算原告的收入损失。原告是一名未婚女职工。初审法院根据当时的习俗,假设她在25岁左右结婚时就会退休,并以此来计算她的收入损失(法院假设的是26岁)。1986年,Young-Rae Cho在上诉法院成功地推翻了这一判决。上诉法院认为她的退休年龄应该与她的男同事一样,即55岁,并以此计算收入损失。这是对传统实践和观念强有力的挑战。以前,那些女性员工,尤其是那些从事体力劳动的女性,通常会在婚后退休或者被迫退休。

③ See Patricia Goedde, “The Making of Public Interest Law in South Korea via the Institutional Discourses of Minbyeon, PSPD and Gonggam”, in Hyunah Yang eds., *Law and Society in Korea*, Edward Elgar Publishing (2013), p. 132.

④ Eg., Bernard S. Black, Hasung Jang and Woochan Kim, “Predicting Firms’ Corporate Governance Choice: Evidence from Korea”, *Journal of Corporate Finance* Vol. 12 (2006), pp. 660–691.

他于2018年被任命为韩国公平贸易委员会(Korea Fair Trade Commission)的主席;韩国公平贸易委员会负责促进竞争和监管财阀,是一个有影响力的政府机构。

在EDC的年轻成员中,许多人也是有影响力的专业精英。Jooyoung Kim在加入PSPD之前曾在首尔一家大型私人律师实务人从事公司法和证券法方面的业务。截至2018年,他仍然是在证券和派生诉讼领域最有影响力的原告律师之一。2018年,韩国律师协会推荐他为韩国最高法院的三名法官候选人之一。Jooyoung Kim是哥伦比亚大学的法律博士并具有纽约州律师资格,曾经(现在仍是)韩国延世大学(Yonsei University)的教授。^①

作为社会改革运动的一部分,PSPD下属的EDC部门的精英活动家们对财阀集团采取了各种法律措施。在Young-Rae Cho和其他20世纪七八十年代民主活动人士的影响下,PSPD的主要动机是社会和政治方面的因素。虽然与PSPD的其他部门相比,EDC受政治驱动的因素更少,本质上更加“资本主义”(Capitalistic),但是它仍然是PSPD的一部分。EDC通过各种类型的活动,试图改革被财阀集团操纵的治理,保护少数股东的利益,建立公平的市场秩序。

1. PSPD 的活动

(1) 参加股东大会和相关的行动

PSPD最初的股东行动主义是参加股东大会并在会议上发言,它通过发送详细的调查问卷和提问挑战股东大会“沉默”的传统。通过质询,股东可以获得重要的信息并引起公众对这些问题的关注,例如,对关联公司不公平的补贴或者控股股东家庭成员的交易等秘密信息。^② 这些提前准备好的问题给管理层带来了很大的压力。^③ 参加股东大会有时能够进一步行使股东权利并参与纠纷之中。PSPD经常提交股东提案并且有时还征集委托书以使提案的内容能够在股东大会上通过。^④ 如果公司干扰

① 他们在2001年共同撰写了一篇关于PSPD股东行动主义的文章:Jooyoung Kim and Joongi Kim,“Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”, *Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001).

② See Jooyoung Kim and Joongi Kim,“Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”, *Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), pp. 57 – 58.

③ Ibid., p. 58.

④ PSPD’s first shareholder proposals were made at the general shareholders meetings of Samsung Electronics and SK Telecom in March 1998. PSPD第一份股东提案是于1998年3月在三星电子和三星电信的股东大会上提出的。Jooyoung Kim and Joongi Kim,“Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”, *Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), p. 59.

PSPD 的出席大会或质询,PSPD 将通过诉讼寻求撤销决议或者使决议归于无效。^①

这方面的例子有很多。1997 年 3 月,在韩国第一银行的股东大会上,PSPD 斥责管理层向在 1996 年破产的 Hanbo 钢铁公司提供不良贷款。^② 1998 年 3 月,在三星电子的股东大会上,PSPD 指出以下问题:①以较低的转换价格向 Lee 主席的儿子发行可转换债券(一种所谓“廉价股份的利益输送”);②向其关联公司提供不适当的补贴。很大程度上由于 PSPD 的深入提问和辩论,这次会议持续了 13 个小时,因此,引发了媒体的关注。^③ 在 1998 年 SK 电信(SK Telecom)的股东大会上,PSPD 提出修改公司章程以选举外部董事,而在外部董事成为法定的强制要求之前 SK 电信就已经委任了这些董事。^④ 在 1999 年,PSPD 劝说 3000 人购买选定的大型公司的股票并代表这些少数股东参加 4 家公司的股东大会。PSPD 在会议上提出了很多治理问题并质询可疑的集团内部交易。出席股东大会的活动一直持续到 2006 年,直到 EDC(更名為经济改革中心)从 PSPD 分立出去。

(2) 代表诉讼

从总体上来看,PSPD(不仅仅是 EDC)将诉讼作为实现其目标的重要工具。这主要有两个原因。首先,诉讼提供确凿的结果;其次,在成功的诉讼中,除原告之外的其他受害者也可以在法院判决的授权下获得类似的救济。^⑤ 考虑 PSPD 内部的此种倾向,代表诉讼经常被作为实现股东行动主义的法律措施也就不足为奇了。

韩国历史上第一起代表诉讼是 1997 年 PSPD 针对韩国第一银行董事的诉讼。诉讼的原因是董事们因疏忽向一家濒临破产的企业提供贷款。由于在诉讼程序进行期间公司减少资本,导致原告股东失去了诉讼资格。但是,因为公司自身站在原告一方加入了诉讼,所以诉讼并没有被驳回。2002 年,最高法院作出了对该公司有利的最终判决(判定被告对公司负有责任)。^⑥

① PSPD 在 1997 年成功地使韩国第一银行的一项决议归于无效,但在 1999 年针对现代重工的类似案件中没能做到。Jooyoung Kim and Joongi Kim,“Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”,*Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), p. 58.

② 这引发了韩国历史上首例股东代表诉讼。

③ See Jooyoung Kim and Joongi Kim,“Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”,*Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), p. 58.

④ Ibid., p. 59.

⑤ See Patricia Goedde,“The Making of Public Interest Law in South Korea via the Institutional Discourses of Minbyeon,PSPD and Gonggam”,in Hyunah Yang eds.,*Law and Society in Korea*,Edward Elgar Publishing (2013),p. 137.

⑥ See Supreme Court,March 15,2002,2000Da9086.

在此之后,针对三星(Samsung)电子(1998年提起诉讼,2005年作出的最终判决有利于原告)、^①大宇(Daewoo)公司(1999年提起诉讼,判决对原告不利)、LC化学(2003年提起诉讼,2006年作出的判决有利于原告)^②和大象(Daesang)公司(2005年提起诉讼,判决有利于原告)的董事的诉讼接踵而至。这一系列法律诉讼显著地改变了韩国大型公司董事会办公室的氛围,因为被诉讼的可能性成为一种真实的担忧。

为了在提起诉讼之前搜集信息和证据,PSPD经常根据《商法典》第466条要求查阅会计账簿和记录。在一些案例中,PSPD根据《商法典》第402条申请禁令阻止特定的关联交易,赋予股东要求董事“停止违法活动”的权利。一些公司甚至在提起诉讼或者申请禁令之前自愿地接受这一要求。例如,1999年现代重工(Hyundai Heavy Industries)同意PSPD的要求,撤回支持现代汽车现代汽车(Hyundai Motors)收购起亚汽车(Kia Motors)和亚洲汽车(Asia Motors)的方案。^③

PSPD的要求有时成为拒绝姊妹公司支援请求的理由,正如现代重工在现代建工(Hyundai Engineering and Construction)身陷财务危机期间拒绝了现代集团(Hyundai Group)的请求一样。^④有人可能认为PSPD过度干预了管理层的商业判断,但是,考虑目前韩国财阀中控股股东的存在,PSPD的行动主义给予“职业经理人更大的权力和自由裁量权,让他们能够拒绝控股股东提出的不当要求”。^⑤

(3) 刑事指控

在极其恶劣的情况下,PSPD向检察官办公室申请刑事起诉(Criminal Complaints)。根据《韩国刑法典》,违反受托义务(Fiduciary Duty)可能构成“刑事背信”或者掏空公司资产。一个著名的例子是,1999年PSPD指控三星数据系统公司(Samsung SDS)的董事们向董事长的儿子以低于市场价格的价格发行附有认股权的债券。PSPD同样指控:①现代证券(Hyundai Securities)的首席执行官在2001年向关联公司提供付款保证;②韩华集团公司(Hanwha Group)的管理层在2002年的会计欺诈;③SK集团的董事长在2003年主导不公平的关联交易;④斗山公司(Doosan

① See Supreme Court, October 28, 2005, 2003Da69638.

② See Seoul Southern District Court, August 17, 2006, 2003gahap1176.

③ See Jooyoung Kim and Joongi Kim, “Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”, *Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), p. 64.

④ Ibid.

⑤ Ibid., p. 65.

Corporation)的管理层在2005年向控股成员不正当的财务协助。^① 大型企业集团的管理层或者控股家族的成员因为这些指控受到刑事定罪,其中一些指控在后来被用作民事诉讼的证据。

(二)PSPD运动的贡献和局限

1. 贡献

PSPD的行动主义激活了少数股东的各项权利,而这些权利在过去的几十年一直处于休眠状态。^② 它提起了韩国历史上第一次股东代表诉讼,并且在事实上重新激活了《商法典》规定的股东权力,例如,股东提案权,召集股东大会的权利,查阅公司账簿和记录的权利以及在股东大会上质询的权利。

激活股东的权利和权力有着事后(ex post)和事前(ex ante)的效果。就事后效果而言,诉讼行为成功地公开了一项被指控的违法行为,并让被列为被告的违法者感到尴尬,这可能迫使其在法庭之外作出让步。^③ 强制从事不法行为的董事面临支付损害赔偿金,有时甚至是监禁的处罚。更为重要的是,作为事前效应,它提高了韩国大型企业决策过程的透明度,并且促使董事会进行及时认真的审查。在PSPD激活股东权利之前,董事有违受托义务而被追究责任的可能性非常渺茫,而且只停留在理论层面。然而,在PSPD的股东行动主义之后,它变成了一个真实存在的风险。当管理层要求批准可疑的关联交易时,大型公司的董事会担心潜在的责任,因而在没有仔细审查的情况下不愿意同意。这些都是积极的影响。

2. 局限

PSPD的股东行动主义有其自身的局限。首先,其在选择目标公司时有严重的偏见。PSPD的主要动机是推进社会政治进程,并希望最大限度地扩大其对韩国社会的影响,因此它的目标是可吸引媒体关注的大型和著名的公司。但讽刺的是,PSPD的目标公司(如三星电子、SK电信和LG化学)在利润和股东价值方面是韩国经济中表现得最好的一些公司,而且相对其他大多数公司,其公司治理也更加完善。对那些治理问题严重得多的公司,如果没有足够的知名度来吸引公众注意力,就不会成为PSPD的目标。

^① Available at [Http://www.peoplepower21.org/Economy/1143268](http://www.peoplepower21.org/Economy/1143268), last visit: Feb. 26, 2019.

^② See Jooyoung Kim and Joongi Kim, "Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance", *Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), p. 54.

^③ See Patricia Goedde, "The Making of Public Interest Law in South Korea via the Institutional Discourses of Minbyeon, PSPD and Gonggam", in Hyunah Yang eds., *Law and Society in Korea*, Edward Elgar Publishing (2013), p. 139.

其次,股东行动主义在本质上关注股东利益的最大化而非其他利益相关者的利益,这与 PSPD 内部的进步(progressive)观点不符。PSPD 中相对温和或者“右倾”的成员关注财阀集团内部的利益输送并试图保护少数股东,而更加“进步”或者“左倾”的成员将财阀经济权力的集中视为根本问题,试图规制甚至是“拆分”财阀集团。前者主要利用派生诉讼、积极出席股东大会或采取其他法律行动来监督公司运营,他们在 PSPD 内部受到批评,认为他们的股东行动主义只是新自由主义的另一种表现形式。^①

在 2001 年,PSPD 下属的 EDC 更名为“经济改革中心”。在 2006 年,经济改革中心从 PSPD 中分离出来并更名为“经济改革团结组织”(Solidarity for Economic Reform)。一些活动人士离开 PSPD 与诸如 Lazard 基金等外国资本联合,成立“韩国公司治理基金”(Korea Corporate Governance Fund)。尽管经济改革团结组织迄今仍从事类似的行动主义,例如,提起股东代表诉讼,但是它的影响力已经无法和 PSPD 相提并论。PSPD 辉煌但短暂的故事遗留了由社会政治目标驱动的股东行动主义的可持续性和效率的问题。

四、机构投资者:以 NPS 为例

(一)NPS

国民年金(National Pension, NPS)计划是韩国全国性的强制性年金计划,NPS 是负责运营国民年金计划的实体。它成立于 1987 年“……旨在帮助有收入保障的韩国公民获得退休福利,从而在退休、残疾或者死亡的情形下推进国民福利”。^② 作为世界第三大的养老基金,其管理的资产达到 634 万韩元(约合 5500 亿美元)。^③ 总资产中约有 130 万亿韩元直接或通过资产管理公司投资于韩国证券市场。^④ 据推测,NPS 拥有韩国股市总市值的 8% 左右。事实上,它是许多韩国上市公司的最大

① 从这样一个批判的观点出发,一位公民领袖说:“我们最初想要的是经济民主,但我们得到的却是股东资本主义。”Bronwen Dalton and Marie Dela Rama,“Understanding the Rise and Decline of Shareholder Activism in South Korea: the Explanatory Advantages of the Theory of Modes of Exchange”,*Asia Pacific Business Review*, Vol. 22, No. 3 (2016), p. 482.

② Available at [Http://english.nps.or.kr/jsppage/english/about/about_05.jsp](http://english.nps.or.kr/jsppage/english/about/about_05.jsp), last visit: Feb. 26, 2019.

③ Available at [Http://www.nps.or.kr/jsppage/etc/data/data03_01.jsp](http://www.nps.or.kr/jsppage/etc/data/data03_01.jsp). 截至 2018 年 5 月,NPS 直接持有的国内股权投资为 69.7 万亿韩元,通过资产管理公司进行的国内股权投资为 60.4 万亿韩元。海外直接股权投资为 40.2 万亿韩元,通过资产管理公司进行的投资为 74.1 万亿韩元。

④ 根据《资本市场法》,NPS 应当直接行使表决权,即使是通过资产管理公司持有股份。

股东。

鉴于 NPS 的持股比例很大,当它对目标公司的管理层不满意时,很难简单地“用脚投票”。^① 由于无法再依赖传统的“华尔街规则”,NPS 逐渐倾向于旨在提升公司价值的股东行动主义。^② 因此,NPS 如何行使以及以出于何种目标行使表决权成为上市公司管理中愈发重要的因素。

《国民年金法》规定了 NPS 的表决权政策。NPS 必须“……为本基金的利益,善意地行使表决权,并公开披露表决权的行使情况”。(《国民年金法》第 64 条)。NPS 在购买和销售证券时应“……考虑与目标证券相关的诸如环境、社会和治理等因素,以确保收益的长期稳定增长”(《国家年金法》第 79 条)。此外,NPS 还有一项“基金管理指引”(Fund Management Guideline),规定了基金管理的五项原则——盈利能力、稳定性、公共性、流动性和独立性。然而,这些宽泛的规则和原则不足以保证 NPS 能够作为大股东进行的积极参与。

NPS 是否积极地行使表决权? 2015 年,在持有股份的 791 家公司中,NPS 参加了 749 家公司的股东大会,对其中 2836 次决议事项行使了投票权。其中,赞成决议事项 2542 次(89.6%),反对决议事项 283 次(10.1%)。NPS 看似普遍投票赞成,但是它投反对票的比例要远高于其他机构投资者(2015 年为 2.2%)(见表 2)。

表 2 NPS 投反对票的比例 单位:%

年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
反对票比例	5.0	5.4	6.6	8.1	7.0	17.0	10.8	9.0	10.1

表 2 显示了 NPS 在股东大会中反对的比例是逐年攀升。最近一项实证研究调查了股价对新闻公告 NPS 投反对票的反应,发现“当 NPS 的股东行动主义能够改善内部公司治理时,就能够有效提高目标公司的价值”。^③ 表 2 还显示,2012 年的反对率非常高。下面将讨论 2012 年发生的事件。

① Sungmin Kim,Hee Sub Byun and Eun Jung Lee,“Does ‘Vote No’ Change Corporate Governance and Firm Value? Evidence from the Shareholder Activism of the Korean National Pension Service”,*Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 50, No. 5 (2014), p. 50.

② Ibid., p. 52.

③ Ibid., p. 57. 具体而言,这一研究发现:(1)在股东大会中被 NPS 投过反对票的公司更有可能提升董事会的活动;(2)如果 NPS 投票反对选举董事或者监事,而且这些被反对的活动能够改善了目标公司的公司治理,例如,改善董事会的功能和审计委员会的结构,那么这些被投票反对的活动便提升目标公司的价值。

(二)NPS 行动主义的事例

1. 事例 1:2012 年限制董事责任

《商法典》于 2011 年新增第 400 条第 2 款,并于 2012 年 4 月生效。这一条款解决了商界长期依赖对过度责任的担忧,其规定“……公司可以在章程中规定董事责任的责任上限”。上限不得低于 6 年的薪酬(对非外部董事)或 3 年薪酬(对外部董事)。责任上限不适用于因故意或者重大过失造成的事件,或因利益冲突交易而引发的事件。

2012 年 3 月,很多公司试图在年度股东大会上通过修改公司章程来设置责任上线。然而,他们不得不面临 NPS 的反对。NPS 反对这样的修正降低了董事们履行受托责任的动机。NPS 在许多公司的年度股东大会上反对这样的修正案。另外,NPS 成功地说服许多其他公司的董事不要在年度股东大会上提出这样的修正案。在这种情况下,NPS 甚至不需要投反对票。尽管不知道确切的数字,但在数百家试图通过修改公司章程限制董事责任的公司中,至少有数十家公司因为 NPS 的反对而失败。这一事件表明,NPS 拥有足够强大的权利阻止公司根据修订后的法规修改公司章程。

2. 事例 2:2013 年“汉拿集团(Halla Group)案”

2013 年,NPS 在关于汉拿集团的可疑交易的纠纷中发挥了关键作用。汉拿集团的旗舰公司汉拿建工(Halla ConstructionC)正在努力摆脱财务困境。而制造汽车零部件的上市公司万都(Mando)是汉拿集团最赚钱的公司,也是唯一能帮助汉拿建工的子公司。然而,法律上不允许万都对汉拿建工进行股权投资,因为汉拿建工持有万都已发行股份的 19.99%,万都对汉拿建工的股权投资将构成“交叉持股”。而韩国《垄断条例》和《公平交易法》禁止大型商业集团交叉持股(见图 1)。

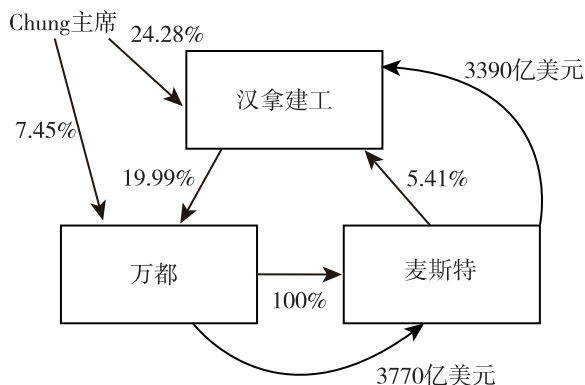


图 1

为了规避交叉持股的禁令,汉拿集团试图以图1的方式循环持股(circular shareholding)。在2013年4月12日,万都向麦斯特(Meister)公司投资3770亿韩元,麦斯特转而向汉拿建工投资3390亿韩元。这三家公司的决策——(1)万都投资麦斯特的决策;(2)麦斯特向万都发行新股并投资汉拿建工的决策;(3)汉拿建工向麦斯特发行新股的决策——都是在同一天(4月12日)作出的。最终,汉拿公司在事实上利用万都的资金,成功地融资3390亿韩元。

这一交易有严重的问题。其一,万都(通过麦斯特)在汉拿建工的股权投资没有任何商业合理性。其二,循环投资增加了汉拿集团的账面价值,但是没有资产并没有实质性的增加,给集团带来了财务结构改善的假象。其三,增加了三家关联公司之间的持股比例,增强了它们制定不合理决策的能力。其四,鉴于控股股东在汉拿建工中的持股比例高于在万都中的比例,万都对汉拿建工的财务协助构成典型的利益输送。总之,这是一个将导致坏账和糟糕治理,并损害更多非控股股东的糟糕商业决策。

Trustone是万都的机构投资者之一,它是一家与任何大型商业集团都没有关联关系的独立资产管理公司。它也是第一家与NPS合作发行债券的公司。2013年4月15日该公司向法院申请禁令,要求麦斯特停止对汉拿建工的投资。同日,Trustone和NPS对万都管理层进行了“抗议访问”并发起了一场公众运动。在NPS的支持下,Trustone要求召开股东特别大会并考虑采取进一步的法律行动,例如,股东提案和派生诉讼。经过与Trustone和NPS的商讨,万都管理层同意举行股东特别大会并选举一名由Trustone任命的独立董事。根据协议,Trustone的提名人于2013年6月被选举为代表机构投资者的独立董事。尽管交易本身没有被解除,但是通过提升万都的治理水平能够防止进一步的利益输送。

这一事件展现了机构投资者之间建立联盟的重要性以及NPS的影响力,因为如果Trustone没能与NPS合作,它就无法对万都的管理层产生影响。市场对NPS的股东行动主义的反应也是肯定的。虽然在4月16日,万都的股价在交易完成后立即跌至最低点,但是在召开股东特别大会以及万都治理结构改善之后有所回升。

3. 事例3:2015年第一企化(Cheil)与三星物产(Samsung C&T)的合并

2015年,三星集团的两大子公司,第一企化(一家同时经营游乐园的纺织制造商)和三星物产(一家建筑与贸易公司)缔结合并协议。虽然两家公司都是韩国交易所的上市公司,但是控制家族成员在第一企化拥有的直接股份比在三星物产中的要高。

根据《韩国资本市场法》，两家上市公司之间合并的价格是根据法定公式决定的。每家公司股份的标准的市场价值 (standard market price, SMP) 是下列因素的算术平均值：(1) 董事会合并决议作出前一月期间收盘价的成交量加权平均价；(2) 董事会合并决议作出前一周期间收盘价的成交量加权平均价；(3) 董事会合并决议通过前一天交易日的收盘价。每家公司的合并价格必须在高于或低于 SMP 值 10% 的区间内。在这个案例中，基于 SMP 的合并比例为 1 : 0.35。这意味着在合并后，三星物产的 1 股将会转化为第一企化的 0.35 股。

从比较法的角度来看，由成文法规定一个计算合并价格的公式是非常独特的——在大多数法域，合并价格是由双方之间的合同确定的，其合理性只可能受到事后审查。相反，韩国法为了防止在合并中任意定价，强制适用最近的市场价格。如果市场价格是合理的，那么正如有效市场假说预测的那样，韩国法提供的路径是合理的。然而，在这次合并中，许多专家认为法定的合并比例对三星物产的股东是不利的，因为它的股票价值被证券市场严重低估。^① ISS (全称 Institutional Shareholder Services, 是全球最大的投票顾问, 译者注) 和其他投票顾问一致建议三星物产的股东不要批准合并。^② 然而, NPS 持有三星物产 11.2% 的有表决权股份 (同时也持有第一企化的部分股份), 在两家公司的股东特别大会上投票赞成合并。如果没有 NPS 的配合, 三星物产的股东特别大会不可能通过合并决议。^③ 几名三星物产的股东, 包括 Elliot Associates L. P (美国的一家对冲基金, 译者注), 提起了各类禁令阻止合并和诉讼确认合并无效, 但是都被驳回。

这在 2016 年年末成为全国性的丑闻, 前卫生和福利部部长被指控在总统的命令下向 NPS 施加了不正当的压力, 要求其投票支持合并。NPS 下属的 NPS 投资管理部前负责人也被指控刑事背信, 诉由是他违背了对 NPS 的受托义务投票赞成合并。他们两人都被初审法院和上诉法院判处监禁。^④ 无论最终的判决如何, 这些案例提醒我们, 政治权力对 NPS 的投资决策和表决权行使的影响一直是一个严重隐患。

① 根据招股说明书, 三星物产的 PBR (市净率) 为 0.65, 而第一企业的 PBR 为 4.8。这意味着三星物产的市值大约是其清算价值的 65%。其市值甚至低于其所持有的三星电子和三星 SDI 股份的市值。

② ISS 建议以 1 : 0.95 作为合适的合并比例, 这比 1 : 0.35 的法定比例要高得多。当地的一家投票顾问机构公司治理服务中心 (Corporate Governance Service) 建议的比例为 1 : 0.42。

③ 三星物产需在股东大会中得到代表 2/3 以上表决权的股东批准合并。最终的批准率为 69.5% (仅比 2/3 的门槛比例高 2.8%), 其中 NPS 占比 11.2%。

④ 截至 2018 年 8 月, 韩国最高法院仍在审理这一案件。

(三)小结

上述事件表明,虽然 NPS 可能存在股东行动主义的激励,但是异常受限。NPS 作为一个独立的组织(它的管理人员和雇员也是一样),如果能够最大化其管理的资产,那么它的境况将会更好。^① 因此,NPS 需要一项激励以最大化其所投资公司股份的价值。然而,这样的激励并不会自动地转化为股东行动主义的激励。为能够发现这样的激励,需要找到作为股东积极介入与提升所投资公司价值之间的联系。例如,当需要阻止管理层从事明显对公司有害的利益输送行为时,或者防止公司章程出现明显的负面变化时,就能发现这种联系。事件 1 和事件 2 就是在这样的背景下发生的。但是即便是在这样的案例中,这种激励也不足以促使 NPS 像 PSPD 那样采取更为积极的法律行动。

NPSD 独立性是更严重的隐患。在政府的控制下,^②NPS 可能会受到来自政府和政客的各种要求。就像第三个事件的情形一样,这些要求可能是出于政治动机或者甚至是为了腐败。通过对 NPS 的治理结构进行根本性地改革,对消除这些隐患并为 NPS 作为韩国企业的大股东的积极介入提供正当性是有必要的。

五、结 论

在 21 世纪之交,PSPD 的股东行动主义使数十年来一直处于休眠状态的公司法再次活跃起来,并为改善韩国公司的治理作出了巨大贡献。然而,具有讽刺意味的是,它的社会政治动机使其把重点放在治理水平相对较好的大型和著名公司上。PSPD 的股东行动主义经常被更为进步的民主活动人士批评为“股东资本主义”或者“新自由主义”,结果证明这是不可持续的。在 2010 年后,NPS 行使其作为大股东的权力,阻止投资组合中的公司受到损害,但是它的股东行动主义是受限的并且无法排除政治干预的嫌疑。如今韩国经济需要一种高效、可持续以及由经济而非政治驱动的行动主义。

在这方面,值得提一下受托管理者准则。管理准则,是一套有关机构投资者应该如何作为其所投资股东而行事的原则。^③ 自英国财务报告委员会(Financial Reporting

① 这会带来组织预算的增加,更为容易的晋升机制和更高的工资或者绩效薪酬。

② 例如,国家年金计划负责人由总统根据卫生和福利部长的建议聘任或者免职[《国家年金法》第 30(2)条]。

③ Gen Goto The Logic and Limits of Stewardship Codes: The Case of Japan (未刊稿),pp. 1-2.

Council) 首次通过一套管理者准则以来,许多国家相继效仿。尽管他们的细节不尽相同,但这些守则的内容通常是敦促机构投资者通过行使股东权利,更加积极地参与其所投资的公司事务。

2016 年,由私人部门专家组成的非政府组织韩国受托管理者准则委员 (Korea Stewardship Code Council) 通过了韩国版的受托管理准则。例如,机构投资者应当:(1) 制定并公开披露履行其责任的政策;(2) 定期监督投资组合中的公司,以提升中期和长期价值;(3) 定期向客户或者受益人报告其表决和履职活动;(4) 具备履职所需的能力和专业知识。韩国版管理者准则的成功取决于 NPS 将是否以及在多大程度上采用和执行这些准则。如果 NPS 根据受托管理者准则行使股东权利,并要求受托公司(管理国民年金的资产管理公司)也同样采用和执行这些准则,韩国上市公司的管理层将不得不注重提升股东价值。股东行动主义将能够成为一种“可持续参与”的形式,而不是像 PSPD 曾经采取的救急(ad hoc)法律行动那样。

美国学者通常对欧洲盛行的“受托管理”和“可持续参与”等路径表示怀疑。^① 他们质疑机构投资者监督其所投资公司的能力和激励,并且主张对冲基金在监督和维权拥有此类激励和专业技能。^② 它们的作用是“增强机构投资者发言权”以及提升“理性沉默”的机构投资者所持有投票权的价值。^③ 这些对冲基金提供了一种“以市场为基础的受托管理”并且起到“治理中介”(governance intermediaries)的作用。^④

韩国未来是否存在如美国学者吉尔森(Gilson)和戈登(Gordon)预期的对冲基金行动主义?这也许在近期是不可能的,至少不会是以他们所赞扬的方式出现。NPS 在韩国资本市场的主导地位不会轻易地为对冲基金发挥治理中介作用创设空间。撇开 NPS 不谈,其他机构投资者在市场中所占的份额太小,不适合进行任何有意义的中介活动。此外,韩国民众对外国对冲基金的敌意可能构成另一个障碍。

至少在未来 10 年,NPS 仍将是韩国股东行动主义理想形式的成败关键。关键问题是如何激励 NPS 保护股东利益,同时,如何避免其免受政府和政客的压力。虽然

① See Ronald J. Gilson, and Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, Vol. 113, No. 4 (2013), pp. 863 – 927; Jr. John Coffee and Darius Palia, “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 41, No. 3 (2016), pp. 1 – 94.

② See Ronald J. Gilson, and Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, Vol. 113, No. 4 (2013), pp. 866 – 867.

③ Ibid., p. 906.

④ Ibid., p. 867.

NPS 需要从 PSPD 追求自身目标和想法的热忱中获得启发,但同样需要注意在行使股东权利时不受政治动机的影响。这些都是过去 20 年来发生在韩国的股东行动主义提供的教训。