

小鸟的述说:推特如何正在颠覆 股东积极主义*

赛斯·C. 奥伦堡(Seth C. Oranburg)** 著

赵金龙*** 译

译者按:股东正在像推特这样的新社交媒体上进行组织和调动。这改变了股东委托书争夺中的态势,其方式更有利于股东而非管理层。至少从股东财富最大化这一视角看,颠覆性的技术可能会带来股东革命,尽管这可能不符合股东最佳利益,同样也可能对公司社会责任的未来产生重大影响。

引言

推特为全球社会互动提供了一个平台。推特用户发布“推特消息”,这是一种针对世界的140个字

* 本译文是国家社科基金项目《网络技术推动下的公司法律制度创新研究》(13BFX101)、河北省社科基金项目《公司管理层信义义务法律制度研究》(HB16FX002)、河北大学人文社科项目《IT化背景下上市公司治理的法律应对》(1309117)的阶段性成果。

** 杜肯大学法学院助理教授,芝加哥大学法学院法律博士。原文载于《福特汉姆公司和金融法学刊》2015年第20期。

*** 河北大学政法学院教授,法学博士。

符的文本消息。每天大约发送 5 亿条推特消息。^[1] 在现代社会,这一社交媒体平台可能是一股实现集体行动的强大力量。

本文集中阐述了一种集体行动,许多学者已经简单地断定这种集体行动不起作用。股东积极主义长期以来受到包括理性冷漠和搭便车等集体行动问题的困扰,由于诸如推特这种社交媒体工具的出现,有可能会恢复活力。就股东彼此联系、达成共识以及支持集体行动而言,推特这种方式成本低廉和简单。

推特促进集体行动这一理念并不新鲜^[2](然而,本文将推特适用于股东积极主义具有独创性)。推特和其他社交媒体形式已经作为一种协调手段被营销公司和政治运动广泛采纳,没有这种协调个人和团体分离。可能最著名的是,阿拉伯之春的学者广泛赞扬推特同时还称赞 Facebook、YouTube 以及其他社会信息网络,认为它们激励了阿拉伯之春积极主义。^[3]

阿拉伯之春是一项革命运动,2010 年 12 月 17 日开始于突尼斯,到 2012 年中期爆发成席卷阿拉伯世界的大规模抗议。^[4] 这些国内反抗的结果是推翻了突尼斯、埃及、也门以及利比亚的独裁主义者和极权主义者。^[5] 这些大规模抗议的根本原因复杂多样。但是许多学者同意,阿

[1] 关于推特,参见 <https://about.twitter.com/company>(last visited Mar. 5, 2015)。

[2] Alexandra Segerberg & W. Lance Bennett, *Social Media and the Organization of Collective Action: Using Twitter to Explore the Ecologies of Two Climate Change Protests*, 13 COMM. REV. 197(2011)(该文得出结论:推特与类似社会技术提供了新的社会组织机制,而这些机制提供了关于这些运动及其参与人员的新数据)。

[3] P. N. Howard et al., *Opening Closed Regimes: What Was the Role of Social Media During the Arab Spring?*, PITPI (2011), <http://pitpi.org/index.php/2011/09/11/opening-closed-regimes-what-was-the-role-of-social-media-during-the-arab-spring/>.

[4] Ismael Naar, *Timeline: Arab Spring*, AL JAZEERA (Dec. 17, 2013), <http://www.aljazeera.com/indepth/interactive/2013/12/timeline-arab-spring-20131217114018-534352.html>; Garry Blight, Sheila Pulham & Paul Torpey, *The Path to Protest*, THE GUARDIAN (Jan. 5, 2012), <http://www.theguardian.com/world/interactive/2011/mar/22/middle-east-protest-interactive-timeline>.

[5] *A Climate of Change*, THE ECONOMIST (July 13, 2013), <http://www.economist.com/news/special-report/21580624-spring-proved-fickle-arabs-are-still-yearning-it-says-max-rodenbeck>.

拉伯之春的重要催化剂是社会媒体,特别是推特的出现以及它们在推动认识和集体行动方面的作用。〔6〕

一、革命不会实况转播

许多学者对公司与国家进行类比。〔7〕 公司章程通常被视为“私人宪法”。〔8〕 股东有权选举公司领袖、董事会,非常像民主国家的公民有权选举立法人。在一个极度独裁国家正面临被使用推特的大众及其超级魅力领袖推翻风险的时代,这些类比值得重新考虑。

原来大量事情可以用 140 个字符述说。例如,著名积极主义投资者 Carl Icahn 发布推特讽刺道,“如果 Michael 与董事说再见,Dell 所有一切都将是一流的”,〔9〕 这深深吸引了华尔街和技术世界领袖的注意。然而,SEC 要求的披露将所有公众证券交流包含其中并不在推特之中。〔10〕 使用推特交流证券问题有另一个麻烦,即可能会违反《公平披露条例》(Regulation Fair Disclosure)。

〔6〕 参见 Howard et al., *supra* note 3 [对超过 300 万条推特消息、YouTube 内容的千兆字节以及数千条博客文章进行分析。该项研究报告了三项主要调研结果:(1) 社会媒体在阿拉伯之春中影响政治辩论中发挥了中心作用;(2) 在线革命对话的猛增时常出现在实际中重大事件之前;(3) 社会媒介有助于民主思想跨越国际边界传播]。

〔7〕 Leo E. Strine, Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 BUS. LAW. 1, 8-9 (2010) (“虽然有显然重要的原因不将营利公司的治理过分比拟为实际政治共和国的治理,但是不要无视共和国原理对于美国针对公司法路径的较大影响也至关重要”)。

〔8〕 Alan R. Palmiter, *Public Corporation as Private Constitution*, 6 ICFAI J. CORP. & SEC. L. 8 (2009).

〔9〕 Carl Icahn, *TWITTER*, (July 24, 2013, 8:12 AM EST), https://twitter.com/carl_icaahn/status/360054783744294913.

〔10〕 最近 SEC 指引允许推特向强制披露解释建立超级链接。是否每条推特或者系列推特中的一条必须包含该解释是几个有关 SEC 如何管制推特的问题之一。参见 Candace Jackson, *SEC's Social Media Guidance on Required Legends Raises More Questions*, HUSCH BLACKWELL (May 12, 2014), available at <http://www.securitieslawinsider.com/2014/05/secs-social-media-guidance-on-required-legends-raises-more-questions/>.

作为一个纯粹的法律问题而言,推特推动股东积极主义的能力是有限的。虽然股东交流规则比以前更加宽松,^[11]但是股东投票规则仍然受到 SEC 规则和证券法律的严格限制。股东能够并且确实使用推特进行交流,并且对于重要的未来股东选票变得见多识广。例如,股东理性上通常不会阅读一份 300 页的委托书声明,但是可能会对 140 个字符的推特予以回应。但是,如果股东实际上想要投票支持一个请求性提案或者反对管理层,他们仍然需要填写委托代理卡或者出席年度会议进行投票。^[12]此外,提案股东仍然须要实际出席会议。^[13]在一个日益数字化的世界里,这些传统结构开始变得似乎奇怪、不便和没有必要,使人们产生疑问:为什么仍然要举行有形会议。^[14]

参加 SEC 要求的股东投票程序所花费的时间和麻烦超出了小股东理性上愿意支付的成本。但是,由于在线股东投票的存在,所有这些都可能改变。^[15] SEC 可以废除要求有形会议的规则,并且可以由直接实时民主取代委托书程序。

事实上,由于参加有形年度会议非常麻烦,大多数股东并不参加现场年度会议。^[16]相反,他们将选票交给指定代表人,然后这些人将选票

[11] John C. Coffee, Jr., *The SEC and the Institutional Investor: A Half - Time Report*, 15 CARDOZO L. REV. 837, 840 - 41 (1994).

[12] 17 C. F. R. § 240.14a - 8 (2011).

[13] *Id.*

[14] 包括特拉华在内的 22 个州允许纯粹虚拟股东会议。联邦法律对纯粹虚拟股东会议保持沉默。纽约证券交易所和 NASDAQ 要求上市公司为股东提供与管理层讨论公司事务的机会,虚拟会议可以提供这一机会。参见 *Guidelines for Protecting and Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings; The Best Practices Working Group for Online Shareholder Participation in Annual Meetings*, BROADRIDGE (2012), available at [http:// me - dia. broadridge. com/documents/Broadridge - Guidelines - For - Shareholder - Participation - Report. pdf](http://me - dia. broadridge. com/documents/Broadridge - Guidelines - For - Shareholder - Participation - Report. pdf).

[15] Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV. 1735, 1745 (2006) (“只有预期收益超出成本,理性股东才愿意付出作出知情决定所需的努力。鉴于公司披露文件长度和复杂性,作出知情决定的机会成本很大。相形之下,知情的预期收益相当低,因为大多数股东持股数量太少从而不会对投票结果产生重大影响。相应地,公司股东呈现出理性冷漠”)。

[16] Lisa M. Fairfax, *Mandating Board - Shareholder Engagement?*, 2013 U. ILL. L. REV. 821, 844 (2013) (“公众公司大多数股东是分散的,因而并不亲自出席公司年会;相反,他们通过委托代理人出席会议和进行投票”)。

制成表格并且通过委托书进行投票。^[17] 可能唯一的例外是被普遍遵守和广泛出席的 (the widely followed and well - attended) Berkshire - Hathaway 年度会议, 大多数股东并不能说明他们亲自参加投票的成本。^[18] 因而, 大量股东投票时并没有获得年度会议陈述和参与性提问回答阶段的优势。^[19] 如果年度会议同步播放或者利用电子方式互动, 更多的股东可能利用电子方式参加会议和投票。^[20]

SEC 可以修改规范公众股东投票程序的 Rule 14a 从而承认在线投票。可以用更加灵活和充满活力的制度取代正式委托书征集程序, 从而推动社交媒体股东积极主义。只需要几项放松限制的改革, SEC 就能够开创一个股东积极主义的新时代, 甚至会创建一种由股东直接民主管理的新公司形式。

(一) RULE14A

Rule14a 规范股东在年度会议上提出提案的权利。^[21] 从历史有趣并列的视角看, Rule 14a 本身产生于战争的严峻考验。1942 年, 在 12 月 7 日珍珠港被袭击仅仅几个月后, 那时民主本身似乎容易遭受极权主义制度致命打击, 国会决定通过资本主义制度支持国内民主。^[22]

国会判断认为, 1934 年《证券交易法》管制的公众公司股东缺少重要权利来表达他们对公司管理不当的担忧。因而国会通过并由 SEC 发

[17] Lisa M. Fairfax, *Mandating Board - Shareholder Engagement?*, 2013 U. ILL. L. Rev. 821, 844 (2013) (“公众公司大多数股东是分散的, 因而并不亲自出席公司年会; 相反, 他们通过委托代理人出席会议和进行投票”)。

[18] Bainbridge, *supra* note 15 and accompanying text.

[19] Fairfax, *supra* note 16, at 845.

[20] 联播或同时广播就是通过多种不同媒体同时传输实况事件。例如, 年会可以利用 H. 323 Internet Protocol Videoconferencing 标准通过互联网进行传输, 同时也可以现场举行会议。更多关于通过在线研讨会播放进行安全互联网股东投票的信息, 参见 Andrew Regenscheid & Geoff Beier, *Security Best Practices for the Electronic Transmission of Election Materials for UOCAVA Voters*, Nat'l Inst. of Standards and Tech. (2011).

[21] 17 C. F. R § 240.14a - 8 (2011).

[22] Alan R. Palmiter, *The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation*, 45 ALA. L. Rev. 879, 879 (1994) (“Rule 14a - 8 的历史提供了研究联邦政府参与美国公众公司中股东管理层关系的一个缩影。出现于大萧条之中, 1942 年 SEC 制定该规则试图促进许多人希望的实用‘公司民主’”)。

布规则允许股东提出“请求性提案”交由股东投票表决。^[23]

请求性提案的决议没有约束力。股东对请求性提案进行投票,不过即使该提案通过,管理层不一定必须同意股东要求。然而尽管如此,请求性提案具有一定效力。正如同国会议员在刚刚就任之后就需要考虑下一次选举一样,董事不可能承受得起疏远他们的投票基础。一个时常忽视股东提案的董事可能不会成功再次当选,就如同国会议员忽略选举者要求,那么他就会在得到选票方面遇到麻烦。^[24]

请求性提案的主要问题在于他们太容易以至于不能提出。^[25]那些在大型公司中拥有很少利益的股东,可能会利用无关的请求和小项目来纠缠管理层。在下一个五十年里,Rule 14a 的一系列修正案限制了股东提案权以及彼此之间就提案和董事表决进行交流的权利。^[26]事实上,在全部证券法律规则中,Rule 14a 修改最多。^[27]五十年来对 Rule 14a 进行系列亲管理层修订的结果是:股东投票制度是如此复杂和引起争

[23] Id.

[24] Leo E. Strine, Jr., *Breaking the Corporate Governance Logjam in Washington: Some Constructive Thoughts on a Responsible Path Forward*, 63 BUS. LAW. 1079, 1095-96 (2008) (“许多关于诸如分类董事会、毒丸、高管薪酬以及投票制度等问题的意向性决议对于公司董事会具有很强的警示效果,公司董事会通常主动承认非约束性决议而非在下一次董事选举中去冒面对愤怒的风险”)。

[25] Susan W. Liebel, *A Proposal to Rescind the Shareholder Proposal Rule*, 18 GA. L. REV. 425, 428 (1984) (“在 1942 年该规则通过之后, SEC 继续修改该规则试图遏制支持者的滥用并且根据州法律判断什么构成‘正当主题’”)。事实上,在 1942 年 10 月 16 日纽约证券交易所董事长给 SEC 写信,反对该新的意向性决议规则(该规则即后来的 Rule X-14A-7),其理由是这条规则会成为市场和效率之间墙上的另一块砖。NYSE 董事长 Emil Schram 认为,“上市市场的优势某一天可能会被大量的规则超过”。不无讽刺的是,由于 NYSE 和公司集团的持续游说,Rule 14a 本身大量规则成为一个繁杂困境。Letter from Emil Schram, President of NYSE, to Ganson Purcell, Chairman, SEC (Oct. 16, 1942), available at http://www.sechistorical.org/collection/papers/1940/1942_1010_SchramPurcell.pdf.

[26] Rule 14a 在 1948 年、1952 年、1954 年、1960 年、1972 年、1976 年、1983 年及 1987 年进行修改,增加了其他实质和程序限制。

[27] Palmiter, *supra* note 22, at 882 (“自五年前制定以来,该规则本身经历了至少十四次修改”)。

议,以致股东民主实际上消失。^[28]

(二)1992年修正案

1992年,SEC最终改变了其之前五十年的模式,允许股东彼此之间就股东投票进行交流。^[29] SEC主席 Richard C. Breeden 在1992年10月15日发表演讲,宣布彻底修改 Rule 14a。他的目标不亚于要改变美国公司治理的动力(the dynamics)。^[30] Breeden 承认 SEC 已经建立了一种制度:

该制度旨在保护股东,【但是】有时在麻烦情形下,该规则的作用却是隔绝管理层与对股东的责任。在这种制度中,股东在报纸评论版或者在电台脱口秀中讨论他们拥有公司的未来要取得联邦政府、律师团队的许可以及花费数百万美元。^[31]

Breeden 先生将委托书制度比喻为一种不民主的政治制度:

如果公司选举的现行委托书规则应用在我们国家政治选举中,那么,每次公民想要讨论他们对布什总统、比尔·克林顿总统或者罗斯·佩罗的看法时,他们得向 SEC 提交材料描述他们自己及其看法。在报纸或者电视上讨论今晚的争论需要向国内每个登记投票人寄送委托书声明书。^[32]

1992年10月22日 SEC 宣布:“通过促进股东和利益人之间的自由讨论、争论和学习要比对这一程序进行限制从而确保管理层有能力阐述在交流意见中提出的每一点更好地实现委托书规则自身目的。”^[33] 按照这一最新信奉的民主股东哲学,SEC 在许多重要方式上修改该规则,包

[28] id. (“后来,该机构在无异议函中口头观点的转变举不胜举。总之,今天该规则已经陷入混乱。”)

[29] Bernard S. Black, *Next Steps in Proxy Reform*, 18 J. CORP. L. 1, 2 (1993) (“委员会的快速目标就是使股东彼此之间的交流更为容易,这些修正案确定是朝此方向。SEC 朝着该方向迈出了重要步伐”)

[30] Richard Breeden, *Chairman, SEC, Opening Statement at the Open Meeting of the Commission: Share - holder Communication and Executive Compensation* (Oct. 15, 1992), available at <http://www.sec.gov/news/speech/1992/101592breeden.pdf>.

[31] Id., at 2 - 3.

[32] Id., at 3.

[33] Regulation of Communications Among Shareholders, Exchange Act Release No. 34 - 31326, 57 Fed. Reg. 48276 - 01 (Oct. 22, 1992).

括利用用户友好型问答形式重新书写该规则。^[34]

在 1992 年修订前,SEC 通常事先审查所有关于股东投票的股东交流。^[35]因而,SEC 的审查舒缓了(moderated)股东观点。^[36]1992 年以后,SEC 不再履行这种事先审查的职责,因为大多数股东交流不再必须提交给 SEC。^[37]

1992 年修订案之后(这些修正案直到 1998 年才发布),股东获得许多新技术得以与管理层进行交流、组织、会见以及分享信息,同时无须承担巨大费用或者致使迟延。另外,没有 SEC 的事先审查,未经监管的股东交流(unmoderated shareholder communications)很少对管理层彬彬有礼。尖酸刻薄的股东消息预示着针对管理层具有攻击性的股东运动新时代的到来。

即使 Al Gore 在 20 世纪 90 年代初期就发明了互联网,^[38]但是直到 2007 年 SEC 才允许股东和公司在因特网上发布股东投票资料。^[39]在

[34] Id.

[35] 17 C. F. R. § 240.14a-8(2011).

[36] Steven A. Rosenblum, *The Shareholder Communications Proxy Rules And Their Practical Effect On Shareholder Activism And Proxy Contests*, in *A Practical Guide to Sec Proxy and Compensation Rules 10-34* (Amy L. Goodman et al. eds., 5th ed. 2013), available at <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.22925.13.pdf>.

[37] id. (“在 1992 年修正案之前,SEC 通常在委托书争夺中承担一种调解职能,缓和更具攻击性的材料并且迫使争夺双方为其观点和主张提供事实支持。现在,对于委托书争夺中使用的大多数材料,SEC 不再履行这一职能”);参见 *An Overview of the Proxy Solicitation Rules*, in *A Practical Guide to Sec Proxy and Compensation Rules 9-13* (Amy L. Goodman et al. eds., 5th ed. 2013), available at <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.22925.13.pdf> (“散发首次征集资料的益处是他们不受 SEC 职员的预审查。这些资料在他们首次使用得当日以特定形式交于 SEC,因而可以迅速并且低成本的散发给股东”)。

[38] Al Gore 没有真正发明互联网。这是指前副总统在 1999 年 3 月 8 日会见 CNN 的 Wolf Blitzer 时的政治乌龙。参见 Glenn Kessler, *A Cautionary Tale for Politicians: Al Gore and the 'Invention' of the Internet*, WASH. POST (Nov. 4, 2013), <http://www.washingtonpost.com/blogs/fact-checker/wp/2013/11/04/a-cautionary-tale-for-politicians-al-gore-and-the-invention-of-the-internet/>. 这一引用的目的在于强调即使高级政府官员至少在 20 世纪 90 年代初期也认识到了互联网电子商务的重要性。

[39] 17 C. F. R. § 240.14a-16(2010).

那一年,SEC 修改 Rule 14a 允许公司这么做(而不是要求公司完全将所有这些文件寄给股东)。^[40]

降低股东交流成本显然是 SEC 制定该修正案的主要目的。^[41] SEC 认为:“这些修正案落实了那些程序,在利用了技术发展以及因特网和电子通讯增长优势的同时,为股东提供了接收委托资料通知和利用委托书资料的程序。”^[42] SEC 进一步声明:“这些修正案也可以降低征集人而不是发行人进行委托书争夺的成本。”^[43]

股东交流的下一个进步就是允许通过“使用电子股东论坛”进行实时交流。^[44] 问题在于,没有人真正知道电子股东论坛是什么。是一个聊天室吗? 一个社交媒体网页地址? 一个开放的来源博客?

(三) 股东社交媒体

脸书显然不是“电子股东论坛”。在 2012 年 7 月 3 日,社交媒体第一次使 CEO 们陷入麻烦;当 Netflix 的 CEO Reed Hastings 在其个人脸书

[40] *Internet Availability of Proxy Materials*, SEC Release Nos. 34 - 55146; IC - 27671; File No. S7 - 10 - 05 (Jan. 29, 2007), available at <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55146.pdf>.

[41] *Internet Availability of Proxy Materials*, SEC Release Nos. 34 - 55146; IC - 27671; File No. S7 - 10 - 05 (Jan. 22, 2007). SEC 经过成本效益分析,确定“征集成本最终由股东承担”。Id. at 1. SEC 确定 2007 修正案有如下益处:(1) 向股东更快的散发委托书信息;(2) 减少发行人和其他征集人的印刷和邮寄成本。Id. at 60. 在上一个(2006 年)委托书季, Automated Data Processing, Inc. 处理绝大多数委托书的邮寄,向实质所有人邮寄 8530 万件委托书资料,就印刷和邮寄成本而言成本总和为 9.624 亿美元。Id. at 61. 2007 年修正案可能会节约每年花费在纸质委托书邮寄的 \$1 billion 的大多数,同时,该修正案也带来三种突出的成本:(1) 向股东准备和发送最后纸质通知解释将来会在互联网上进行通知;(2) 处理股东要求纸质版本的成本,股东的这种要求必须予以满足(which are to be available on demand);(3) 股东在家打印纸质版本的成本。Id. at 65. 最高估算意味着该规则在网站上行、管理和在家中打印可能需要花费最高达 \$100 million。虽然这些成本的大多数可以避免,如果股东只是利用电子方式浏览委托书资料而不是打印他们。除了发现 2007 年修正案可以每年净节约将近 \$900 million 之外,SEC 还发现这些修正案会提高委托书投票程序的效率。Id. at 69.

[42] Id., at 1.

[43] Id.

[44] *Press Release, SEC, SEC Adopts Proxy Rule Amendments Encouraging Electronic Shareholder Forums* (Nov. 28, 2007), available at <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-247.htm/>.

页面上发布帖子时,“在6月,Netflix月浏览量首次超过10亿小时”。^[45]那天,Netflix股票价格上涨10%,SEC对Hastings的帖子是否违反《公平披露条例》(Regulation Fair Disclosure)进行调查。^[46]

《公平披露条例》或者Reg FD要求公众公司在同一时间向所有股东披露重大信息。^[47]2000年8月颁布的Reg FD是相对较新的规则。那时,只有记者和大型投资者才被邀请参加每季度的分析师电话会议,在该会议上才第一次披露上一季度的结果。在因特网上进行交易的小投资者要求获得平等获取信息的待遇。Reg FD授权他们平等获得重大非公开信息。

最终SEC发现Reed Hastings的脸书帖子没有违反Reg FD。^[48]但是这一特殊决定并没有解决SEC在这一问题上的一般立场,因为SEC明确宣布:对Hastings的决定不具备先例价值,尽管这一报告确实确定了核心原则。相应地,为避免承担责任,现在公司和管理层对每个可能重要的推特、博客文章或者其他社交媒体信件往往提交Form FD和8-K。^[49]

但是激进股东并不需要提交这些资料。^[50]与Hastings的帖子相反,当Carl Icahn发布推特说“当前我们在APPLE有一重大立场。我们相信该公司被严重低估”时,^[51]SEC没有任何作为。在Icahn发布推特

[45] Reed Hastings, FACEBOOK. COM (July 3, 2012, 10: 57 AM EST), <https://www.facebook.com/reed1960/posts/10150955446914584>. 紧随Hastings帖子的是Netflix股票价格上涨10%。

[46] Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934 ; Netflix, Inc. , and Reed Hastings, Exchange Act Release No. 69279 (Apr. 2, 2013), available at <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf>.

[47] 17 C. F. R. § 243 (2011).

[48] *supra* note 46.

[49] Holly J. Gregory, Social Media and Regulation FD, WEIL GOTSHAL & MANAGES LLP (May 2013), http://www.weil.com/~media/files/pdfs/May2013_Opinion.pdf.

[50] 根据Regulation 13 (d) or 13 (g), 股东成为“实质”提交人 (“ material ” filers) 后, 他们应当承担额外披露责任。取得5%以上发行在外的股份或者购买股份意在发出收购要约就会触发实质提交人资格 (material filer status) 。 17 C. F. R. § 240. 13d - 1 (2011).

[51] Carl Icahn, TWITTER (Aug. 13, 2013, 11 : 21 AM EST), https://twitter.com/carl_icahn/status/367350206993399808.

当天,Apple 股票价格上涨了将近 5%,在一天之内最高点时市场资本增加了 171 亿美元。^[52] 从那时起,Icahn 成了一个推特积极主义的典型代表,他利用推特向市场宣布新的积极主义行动,并产生巨大影响。Icahn 少于 140 字符的简明信息 (brief dispatches) 推动市场变化,包括宣布在加拿大石油和天然气勘探商 Talisman Energy 拥有 6% 的股份,这导致消息发布后盘后交易股票价格增长 6.4%,^[53] 同时宣布在 Family Dollar Stores 拥有 9.4% 的股份,这导致消息发布后盘后交易股票价格增长 9.7%。^[54] Forbes 将 Icahn 利用推特公布在 Gannett 的投资描述为“典型 Icahn 风格”。在 Icahn 宣布其投资后,这家媒体公司的股份价格在接下来的盘后交易中上涨 5%。^[55]

二、制定不利于管理层的政策

股东可以利用管理层不能利用的方式来使用社交媒体。Reg FD 适用于 Netflix 的 CEO Reed Hastings,却不适用于 Apple 股票持有人 Carl Icahn。现在积极行动者可以通过社会网络接近所有股东并影响公众意见,相对来说不会受到 SEC 规则下报告要求的阻止。但是管理层不能简单地利用推特回应积极行动者的批评。尽管存在这一事实:没有发现

[52] Steven Russolillo, *The iCahn Effect: Apple's Market Cap Jumps by \$17 Billion After Tweets*, WALL ST. J. (Aug. 13, 2013). 评论人士将仅仅 100 分钟之内 Apple 公司市值总和增加 125 亿美元归因于 Icahn 发布推特消息。参见 Julianne Pepitone, *Carl Icahn Takes "Large" Apple Stake*, CNN MONEY (Aug. 13, 2013), available at <http://money.cnn.com/2013/08/13/technology/mobile/carl-icahn-apple/>.

[53] Agustino Fontevecchia, *Tweeting Carl Icahn: Billionaire Unveils 6% Stake in Talisman Energy*, FORBES (Oct. 7, 2013, 5:45 PM EST), <http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2013/10/07/tweeting-carl-icahn-billionaire-investor-unveils-6-stake-in-talisman-energy/>.

[54] William Alden, *Carl Icahn Discloses Stake in Family Dollar*, DEALBOOK—N. Y. TIMES (June 6, 2014), http://dealbook.nytimes.com/2014/06/06/icahn-discloses-stake-in-family-dollar/?_r=0.

[55] Samantha Sharf, *Carl Icahn Reveals Gannett Stake, Breakup Support*, FORBES (Aug. 14, 2014, 6:28 PM EST), <http://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2014/08/14/carl-icahn-reveals-gannett-stake-breakup-support/>.

Hastings 因为其脸书帖子而违反 Reg FD,但是并不清楚管理层是否能够无须冒违反披露的风险从而只是简单回应积极行动者的戏弄。在社交网络场所,管理层不得不进行委托书战争,但是其一只手被捆在键盘后面,与此同时,积极行动者则可以充分利用社会媒体的全部威力。

管理层也有一个优势,即财务权力。管理层可以使用公司金钱来支付他们自己的改选战役。在这种“委托书竞争”中,管理层可能会花费公司 2200 万美元继续执政,^[56] 根据特拉华州法律,这是合法的。^[57] 然而,董事会利用公司金钱资助改选战役——公司法律的一种反民主特点——可能会因为股东磋商成本更加低廉以及更加民主化,从而变得没有多大意义。^[58] 当代低成本然而有效的股东战役出现了。例如,连续四年股东组织起来对 ExxonMobil 和其他石油天然气公司施压,要求他们披露水压抽取的危险。^[59] 管理层强烈反对这种公司社会责任动议。但是当 ExxonMobil 股东获得足够投票通过一项请求性提案要求披露水压抽取风险时,管理层屈服了。^[60]

[56] CSX Corporation 管理层在 2007 年 10 月 16 日宣布与 3G Capital Partners 进行委托书争夺的估算成本为 2200 万美元。异议人士赢得胜利,他们花费了将近 900 万美元取得这一价值 186 亿美元公司的董事会代表身份。SHARKREPELLANT. NET(最后访问日期 2014 年 9 月 21 日)(与作者文档一起)。

[57] Daniel M. Friedman, *Expenses of Corporate Proxy Contests*, 51 COLUM. L. REV. 951, 952(1951)(“管理层对征集委托书所花费用进行评估的权利很好确定。法院规定的唯一要求是向股份持有人提出的问题必须涉及‘公司政策问题’,有别于‘纯粹人事问题’。一旦符合这一标准,管理层就可以合法地使用公司资金向股份持有人陈述其对争论的看法并且寻求他们继续支持”);参见 *Hand v. Missouri - Kansas Pipe Line Co.*, 54 F. Supp. 649(D. Del. 1944)(“在召集股票持有人就有别于无关紧要事务或者管理层人事的政策实质问题的争论进行判断时,董事可以从公司资金中进行支出诸如通知股东考虑支持被攻击的董事主张政策所花费的合理必要费用,在这种交流中,董事可以进行有利于自己的委托书征集”[引自 *Hall v. Trans - Lux Daylight Picture Screen Corp.*, 171 A. 226(Del. Ch. 1934)]。

[58] Tina Casey, *Shareholders Press for More Disclosure from Fracking Companies*, TRIPLEPUNDIT(May 23, 2013), <http://www.triplepundit.com/2013/05/shareholders-press-companies-to-disclose-fracking-risk/>.

[59] *Id.*

[60] Ernest Scheyder, *ExxonMobil Agrees to Share More Data on Fracking Risks*, REUTERS, Apr. 3, 2014, available at <http://www.reuters.com/article/2014/04/03/us-exxonmobil-fracking-data-idUSBREA3227020140403>.

其他股东运动在推动管理层改变其政策方面较少成功,但是他们在实现认识和公司社会责任这些目标方面仍然有效。例如,草根积极行动股东——他们原来在因特网上组织活动——突然参加(descended on) Safeway 年度股东会议抗议转基因(“GMO”)食品。在会议中,股东就从 Safeway 货架上去除转基因食品的一项提案进行投票,该提案由纳穆尔圣母修女会(the Sisters of Notre Dame de Namur)提出[这是一个罗马天主教命令(a Roman Catholic order)]。纳穆尔圣母修女会拥有 Safeway 股票的 8800 股份,^[61]当时只占有已发行股份的大约 0.00173%。^[62]

只有 2% 的股东支持从产品中去除转基因成分的这一提案,^[63]这一提案没有获得通过,但是这些示威活动——包括股东身着生化服在会议举行所在宾馆前将 Safeway 产品倒入垃圾箱——吸引了大量媒体关注。^[64]

另一草根运动,99% Power 是占领华尔街运动的一个分支,^[65]在 2012 年春天大银行举行年度会议期间,组织在这些大银行股东会议上

[61] Dale Kasler, *Biotech Foods Get Safeway Yes Vote—Shareholders Soundly Reject Ban Proposal*, *Sacramento Bee*, May 10, 2000, at G1.

[62] Safeway Inc., *Quarterly Report* (Form 10 - Q) (Sept. 11, 1999) available at <https://www.scc.gov/Archives/edgar/data/86144/0000950149-99-001830/0000950149-99-001830.txt> (“截至 1999 年 10 月 21 日,注册登记人普通股票发行在外的股份价值 5.088 亿美元”)。

[63] Sandra Gonzales, *Ban on Genetically Engineered Foods Sacked by Safeway Shareholders Defeat Activists' Bid*, *San Jose Mercury News*, May 10, 2000, at C1.

[64] Julie Light, *Seeds of Resistance: Grassroots Activism vs. Biotech Agriculture*, *CORPWATCH* (May 25, 2000), <http://www.corpwatch.org/article.php?id=572>; Kasler, *supra* note 61.

[65] Jason Cherkis, *Ninety - Nine Percent Power: Activists Ready to Crash Wells Fargo, General Electric Shareholder Meetings*, *HUFFINGTON POST* (Apr. 23, 2012, 4:09 PM EST), http://www.huffingtonpost.com/2012/04/23/ninety-nine-percent-power_n_1446605.html (last updated Apr. 23, 2012, 5:00 PM EST).

进行抗议。^[66] 至少有 500 名抗议者聚集在 the Wells Fargo 年度股东大会上,其中大约 20 多人遭到逮捕,因为他们将自己拴在一起阻止人们进入银行总部参加会议,并且进入会场打断 CEO John Stumpf 的演讲。^[67] 抗议包括写有“Hells Fargo”的标语,以及分发上面有标题为“债务奴役(Debt Slavery)”的人拉驿站马车(驿站马车是 Wells Fargo 的公司标志)图案的纸币美元。这些所发挥的作用就是不允许一些股东进入会场。^[68] 一位不被允许进入会场的股东甚至使用抗议者的推特标签来表达她的沮丧:这一抗议妨碍了她就其股份进行投票。^[69]

[66] 抗议很好地记录在主流媒体上,奇怪的是积极主义媒体只将这些抗议归于“99% Power”。参见 Maria Poblet, *99% Power Movement Kicks Off with Massive Actions at Wells Fargo Shareholder Meeting*, ALTERNET (Apr. 22, 2012) (“这一年, The 99% Power 在全国范围内协调行动进行反击……我们从 Wells Fargo 开始”), available at http://www.alternet.org/story/155097/99_power_movement_kicks_off_with_massive_actions_at_wells_fargo_shareholder_meeting; Tcnk, *99% Power - Wells Fargo Shareholders Meeting Disrupted*, IN YOUR FACE RADIO (Apr. 26, 2012), available at <http://inyourfaceradio.net/99-power-wells-fargo-shareholders-meeting-disrupted-mic-check/>; *99% Power Week of Action; Confront the Corporate 1% April 22-28*, ACTIONWEB (“星期二的行动是系列全国范围抗议的第一个,这些抗议在接下来两个月内出现于美国最大公司,是由一个被称为 99% Power 的进步组织全国联盟组织的”), available at <https://actionnet-work.org/campaigns/99-power-week-of-action-confronting-the-corporate-1-including-walmart-bank-of-america-wellsfargo-and-sallie-april-22-28> (official website of the 99% Power movement) (last visited Jan. 16, 2015).

[67] Dakin Campbell & Mark Chediak, *Wells Fargo Protestors Disrupt Stump Speech at Meeting*, BLOOMBERG (Apr. 25, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-04-24/wells-fargo-protesters-impede-shareholders-at-annual-meeting>.

[68] Josh Harkinson, *Wells Fargo Turns Away Its Own Shareholders from Its Shareholder Meeting*, MOTHER JONES (Apr. 24, 2012, 5:28 PM EST), <http://www.motherjones.com/mojo/2012/04/wells-fargo-turns-away-its-own-shareholders-annual-meeting>.

[69] *Wanda*, TWITTER (Apr. 24, 2012, 7:17 PM EST), <https://twit-ter.com/itsWanda/status/194973491412480000> (“抗议者在 WellsFargo mtg. . . #wf24 #wfsshareholders #OSF #OWS 上发声表达不满:很糟糕我不能就我的股份进行投票”); *Wanda*, TWITTER (Apr. 24, 2012, 6:21 PM EST), <https://twitter.com/itsWanda/status/194959323749822464> (“我很失望我不能在#WF24 上进行投票,并且因为试图进入更衣室受到几个勇猛的人链封锁者指责”)。

正像在阿拉伯之春运动中通过社交媒体平台组织的游行抗议一样，草根股东积极主义可以通过推特和脸书进行组织和赋权。事实上，the Wells Fargo 抗议是使用社交媒体进行计划、组织以及实况转播的。网站“Stop Wells Fargo”的建立就是为了关注以及为 the Wells Fargo 股东会上的“严重破坏”提供支持。^[70] 该网站访问者被邀请关注推特号 #wf24 #wfshareholders #notfeelingwells (“Follow the action on Twitter with #wf24 #wfshareholders #notfeelingwells and on Facebook”)^[71] 以及脸书上行为的进展情况。^[72] 这些事件意味着股东积极主义可能会像政治激进主义一样面临相同挑战，可能看起来不像牛头犬投资人 (Bulldog Investors)^[73] 而更像占领华尔街运动。^[74] Brayden King^[75] 指出，通过社交媒体的积极主义本来有别于“传统的”积极主义。它不是“我们将要兜售党的路线，我们要说 NGO 告诉我们要说的”。相反，King 特别提到，它是“我们要使其个性化。这能够突然俘获积极主义者。他们可能

[70] *Press Release, Stop Wells Fargo, Major Disruptions Planned At Wells Fargo Shareholder Meeting As “The 99% Take Over”* (Apr. 24, 2012), <http://www.stopwellsfargo.com/en/press> (“4月24日星期二，在该金融机构年度股东会议上，数千人将与Wells Fargo 高管对峙，冒着被逮捕的风险，由于试图使会议停止和干扰会议进行从而要求Wells Fargo CEO John Stumpf 和其他高管解决/回答The 99%所关心的问题”）。

[71] *Id.* (“Follow the action on Twitter with #wf24 #wfshareholders #notfeelingwells [and] On Facebook at: <http://www.facebook.com/events/203308649774621/>.”)。

[72] *Id.*；参见 *The 99% Take Over #wf24, FACEBOOK* (last visited Mar. 5, 2015), <https://www.facebook.com/events/203308649774621/> (脸书页面通常告知参与人员有关Stop Wells Fargo 抗议事情)。

[73] Bulldog Investors 由积极投资者 Phillip Goldstein 运营，他因一直坚持价值导向的投资战略而著称。Goldstein 发现那些因为管理不当看起来被低估的公司并且寻求替换管理层。

[74] Occupy Wall Street 是一个草根抗议运动，特点是关注全球和社会不平等，但是缺乏中心领导或者明确信息。事实上，Adbusters 在一份海报上讽刺这一运动，该海报写道：“我们的一项要求是什么？9月17日占领华尔街。带上帐篷。”参见 Michael Bierut, *The Poster that Launched a Movement (Or Not)*, *The Design Observer Group* (April 30, 2012), <http://designobserver.com/feature/the-poster-that-launched-a-movement-or-not/32588/>。

[75] *Northwestern University Kellogg School of Management, Associate Professor of Management and Organizations*, http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty-directory/king_brayden.aspx。

已经着手工作,但是,实际发生的事情超出了任何等级实体的控制”。^[76]最深刻的区别是草根股东积极主义可能会迅速变得不可预测。

草根股东积极主义并不必然指向实现股东价值。在关于股东控制或者至少支配公司行为的能力是否会增加股票价格方面已经有多项研究。^[77] 这个问题(inquiry)特别关系到股东社交媒体积极主义。许多草根股东运动是由持有极少股份的股东发起的。这些令人讨厌的股东旧名是“公司牛虻”。^[78] 一些牛虻比其他牛虻更令人讨厌:在2008年1月1日到2011年8月1日之间,向财富150强公司(Fortune 150 companies)提交的全部提案的2/3来自Evelyn Davis和the Steiner、Chevedden以及Rossi家族成员的个体投资者。^[79]

非营利机构的出现只是为了购买少量的证券并且利用Rule 14a向大公司提出请求性提案。为增加公司责任而于1992年成立的非盈利机构As You Sow在1997年发起股东积极主义行动,^[80]在该运动中,As You Sow通常购买2000美元证券并持有一年时间,然后提出有关各种社会问题的请求提案。^[81]就股东如何可以为价值增加以外的目的而购买证券而言,公司社会责任积极主义者As You Sow是一完美例子。

[76] Jessica Love, *Corporate Activism Yesterday, Today, and Tomorrow*, Kellogg Insight (Mar. 3, 2014), available at http://insight.kellogg.northwestern.edu/article/corporate_activism_yesterday_today_and_tomorrow (Interview with Brayden King & Klaus Weber).

[77] *Activists Beat S&P 500 in 48 Percent Gain for Shareholders*, BLOOMBERG (Mar. 31, 2014), available at <http://www.bloomberg.com/infographics/2014-03-31/activists-beat-s-p-500-in-48-percent-gain-for-shareholders.html>.

[78] 牛虻是一种骚扰马的小飞虫。该名称也指打破现状的人。

[79] James R. Copland, *A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, Proxy Monitor (Sept. 2011), http://www.proxymonitor.org/Reports/Proxy_Monitor_2011.pdf.

[80] 在As You Sow网站上一个名为“Our Methods”栏目以前记述了这一计划,但是该非营利组织从那以后在其网站上去除了任何对其方法的解释。(but that non-profit has since removed any explanation of its methods from its web site.)相反,现在他们的策略记述在其网站上一个名为“Power of the Proxy”的简介中。Our Work, AS YOU SOW, <http://www.asyousow.org/our-work/>.

[81] 同注[80]。As You Sow建议股东予以投票的主题包括:电影院禁止吸烟(不只限于剧院也包括在银幕上)、使食物远离纳米材料和基因改变、减少消费包装、根除乌兹别克斯坦棉田和刚果矿山矿物使用童工以及降低高管薪酬。

股东民主是好是坏是一个非常个人化的政治问题。公司法没有，并且可能永远不会，决定是否公司必须最大化股东财富或者优先公司社会责任。然而，清楚的是：在一个股东民主和积极主义早已日益强烈的时代，对公司社会责任的倡导者而言，社交媒体是一个强有力的新工具。

三、技术与民主股东改革

公众公司与共和政体相似，两者都采用代议制民主。股东将广泛的决策权授予董事会，就像投票公民将立法权授予立法机关。另外，立法机关^[82]直接民主允许公民通过普选直接参与对政策决定的投票。^[83]美国宪法的制定者不赞成直接民主，^[84]公司法律也是如此。

我们交流方式的历史变化使得股东民主成为可能，甚至成为客观存在；其中股东投票者在大范围的公司决策中发挥着不可或缺的作用。只需要 SEC 几次对联邦证券法律的轻微调整以及一些对关键州制定法如特拉华州普通公司法的修改，美国公众公司就可以以直接民主形式运转。像网络直播、推特以及互联网安全协议这些创新就使得股东可以直接获得广泛管理和经营信息，并且可以对大量公司问题进

[82] 政治直接民主范例包括雅典的古希腊城邦、现代瑞士的格拉鲁斯和内罗得阿彭策尔。

[83] 美国一些州包括 Arizona、Arkansas、California、Colorado、Florida、Illinois、Massachusetts、Michigan、Mississippi、Missouri、Montana、Nebraska、Nevada、North Dakota、Ohio、Oklahoma、Oregon 和 South Dakota 允许公民赞助直接倡议来修改州宪法。

[84] Alexander Hamilton 声称，“如果一个纯粹的民主可行的话，那将是最完美的政府。经验证明，在政治上没有观点比这更虚假。古老的民主，其中人民自己协商，从来不具备良好政府的任何一个特征。恰恰他们的性格是暴政；他们的身材畸形。当他们聚会时，辩论场地呈现出一群无法控制的暴民，不仅无法协商，而是准备每种暴行”。Alexander Hamilton, *Speech on the Compromises of the Constitution*, Poughkeepsie, New York (June 20, 1788) in THE WORKS OF ALEXANDER HAMILTON 22 (Federal Edition, Vol. 2, Henry Cabot Lodge ed., G. P. Putnam's Sons 1904), available at <http://oll.libertyfund.org/titles/1379>.

行实时投票。

鉴于利用社交媒体组织的群众运动诸如阿拉伯之春和占领华尔街——并且留意公司社会责任组织如 As You Sow——股东直接民主对于资本主义时代而言是一个美好结论或者对于有效经济运转是一个严重阻碍?一些人可能对一种路径或者其他路径有偏见,但是一条适应现代情形的中间道路是让市场决定哪种公司政治结构最佳。

SEC 不必强制要求公司直接民主。但是 SEC 可以允许公司直接民主。这样个体公众公司就可以在允许股东直接民主或者保留授权董事会并由董事会代表的传统框架中进行选择。

在股东至上是否有效以及市场是否重视股东至上方面,实证研究是矛盾的。^[85] 2003 年的一项研究发现:更强股东权利与更大公司价值、更高利润、更高销售增长、更低资本支出以及更少公司收购相关。^[86] 但是,2013 年 Lynn Stout 对更近期研究进行论证,最终表明:股东至上并不使股东价值最大化(通过股票价格测算)。^[87]

然而,最大化股东价值只是公司行为的目标之一。公司社会责任越来越成为另一目标。即使公司直接民主不能在每种情形下或者大多数情形下最大化股东价值,也不能禁止其可能成为一种公司形式。

某些企业可能会受益于直接股东民主,同时其他企业可能会受到损害。如果是由公众作出决定,高度保密的公司如 Apple 会发现他们的底线遭到重创。然而,像 Whole Foods 这样的有机食品零售商会发现股东直接民主赋予该公司在市场中的正当性,市场中购物者会选择最具透明和面向社区的公司。

实际上,现在许多公司主动支付金钱、进行披露以及致力于有利于

[85] Jill E. Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. CORP. L. 637, 642 (2006).

[86] Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Quarterly J. Econ. 107, 107 (2003).

[87] Lynn A. Stout, *The Shareholder Value Myth*, Cornell Law Faculty Publications, <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/771/>.

社会的承诺从而证实自己为福利企业或者受益公司。^[88] 受益公司是一种带有一些非营利特征(但不是免税待遇)的盈利实体。一家受益公司的股东同意(至少在理论上)基于公司的社会或者环境影响而不仅仅是其利润对公司进行评估。

公司形势正在改变。公司的目的要比短短几年之前更为广泛。世界也正在变化之中。技术正允许人们无视社会或者政治障碍,跨越实际上任何距离进行联系和协调。

美国公司不能不受到这些变化的影响。公司的新形式正在出现,同样还有公司治理的新形式以及投资者的新目标。鉴于这些变化,SEC 有机会开启股东治理,允许各州建立新的公司种类。大法官 Brandeis 宣告:“单个有勇气的州可以根据自己公民的选择充当一个实验室,这是联邦制度具有的幸福事件之一;可以在不对国家的其他部分带来风险的情况下尝试新的社会和经济实验。”^[89] 股东民主正是这种经济实验的一个重大例子。在以 North Dakota 等州为典型的股东赋权趋势持续的情形下,^[90] 一个勇敢的州可能会通过提供给股东一种对于其所拥有公司前所未有水平的参与和影响,从而具有(take on)特拉华州对公司设立的支配权。开启新的股东治理制度的一种新路径就是允许互联网投票。股东年度会议是个时代错误。它使股东负担很大的费用,实际上排除了许多未来的参与者。现行制度的直接受益人是机构投资者。那些不能付得起参加会议费用的小股东被排除于这一程序,或者至少获得信息有限,并且与董事会成员和管理层的互动被削弱,正像那些没有被邀请参加季度分析电话会议的小股东被排除于及时获得重大非公开信息一样。

[88] 今天,至少有12家第三人公司为登记为“B-corporation”提供标准和评估。“B-corporation”不是一种法律地位,这一称号更像是一个 USDA Organic 证书。从法律视角看,多数 B-corporations 是不进行“S”选举的特拉华州公司(Delaware corporations that do not make the “S” election.)。然而,在某些州 B-corporations 可以不必遵守现存的股东财富最大化模式,诸如重大案例 *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N. W. 668 (Mich. 1919) 中所作阐述。

[89] *New State Ice Co. v. Liebman*, 285 U. S. 262, 311 (1932).

[90] Larry Ribstein, *The North Dakota Experiment*, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (Apr. 23, 2007), available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2007/04/23/the-north-dakota-experiment>.

公司或者修改他们的规章制度允许虚拟股东会议和互联网投票,或者保持现状。通过开启股东参与的一个新路径,SEC 将会为让市场决定它最重视的股东公司控制权结合体是什么,即使这种控制权是民主化的。

四、结论

股东革命不会实况转播。它会被同时联播、被发布推特消息、被人喜欢、分享以及建立一维模型。技术进步导致人类交流正在发生变化,与之相应,股东之间的交流也正发生变化。SEC 关于股东彼此之间以及与管理层如何交流的规则时下限制了创新性交流潜在的颠覆性力量,但是几条简单规则的修改可能会为股东积极主义开辟一个包含种种新的可能性的世界。如果过去二十五年的股东管制趋向于预示其未来,那么,SEC 对股东交流管制的放松趋势有可能继续下去。股东民主长期以来被认为是一个神话,但是可能很快会变为现实。问题仍然存在:我们真正需要多少民主?