

持股行权的法理逻辑与制度取向

石 超*

On the Legal Logic and Institutional Orientation of Holding Shares and Implementing Shareholders' Rights

Shi Chao

内容摘要:持股行权的机制创新源起于我国证券市场投资者保护的监管困境应对,其法理基础在于倚重私法规范行权可兼容市场与“促进主体性发展”的保护理念。但反之,再依私法规范视角检视,当前行政主导下的持股行权机制实践在法律属性等诸多方面存在偏差和异化的风险。基于此,为回归持股行权本质,制度供给应以市场化行权需求为导向,由专业的持股行权者以私法方式专职化行权;定位上以非公益性与非特定化授权、行权方式的私力性与竞争性拓展私法保护理念,以增加行权在平等主体间的可示范性,激发持股行权的积极性;功能上也应同时消除股东持股行权的制度障碍以恢复市场自主供给,并彰显促进“主体性发展”这一保护的核心要义。与此同时,通过私益推进的制度修缮以及专业化配权,与可作为信息对称性“介质”的压力机制相结合,将共同

* 上海财经大学法学院博士研究生。本文受“中央高校基本科研业务费专项资金资助”,项目编号 CXJJ-2018-356。

助推持股行权机制功能的私法实现。

关键词: 持股行权 投资者保护 私法模式 专业化

一、问题的提出

投资者保护水平不仅影响上市公司个体绩效,还关涉证券市场整体的良性运行。^[1] 但我国证券市场投资者保护却面临两难境地:一方面是公权的强监管,另一方面却是保护的弱实效。故而,投资者保护模式的创新也一直为监管部门所亟须。早在 2014 年左右,国务院及其办公厅就曾颁布过有关投资者保护的规范性文件^[2],以促进资本市场健康发展与加强中小投资者合法权益保护;同年 12 月,中国证监会成立中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称“投服中心”),作为一家公司制法人单位,主职为证券中小投资者维权提供服务。2016 年 2 月,中国证监会又批准投服中心报送的《持股行权试点方案》,开始试行持股行权,即由投服中心买入所有上市公司股票一百股,成为上市企业股东,通过积极行使知情权、质询权、建议权、表决权、提案权和救济权等股东权利,以上市公司股东的身份参与公司治理。2017 年 4 月,经证监会批准,持股行权全面展开。新修订的《证券法》第 90 条和第 94 条第 3 款就持股行权制度加以规定。

数据显示,自 2016 年 2 月持股行权试点开展以来,至当年 7 月,投服中心即已对 166 家上市公司发送了建议函,提建议共 363 条,大部分建议被积极采纳,上市公司相应地修改了公司章程并完善了公司治理。^[3] 2017 年 5 月,投服中心首例证券支持诉讼的“匹凸匹”案中,投服中心支持的 14 名投资者全部胜诉^[4];2018 年 4 月,投服中心提起的首例“股东诉讼”——“海利生物”公司决议效力确认纠纷案也获得胜诉判决^[5]。截至 2019 年 4 月,投服中心共计持有 3603 家上市公司股票,累计行权 4919 次,其中提起支持诉讼案件 17 件,股东诉讼 1 件,诉求总金额近 1 亿元。^[6] 以“内部人”身份持股行权的机制创新取得了一定积极成效,也为我国投资者保护困局破解提供了初步的建设性思考。

[1] See A. Shleifer and D. Wolfenzon, “Investor Protection and Equity Markets”, *Journal of Financial Economics*, vol. 66, no. 3, 2002, pp. 3-27.

[2] 参见《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2013〕110号);《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17号)。

[3] 参见朱宝琛:《证监会:下半年将提出扩大持股行权试点建议》,载《证券日报》2016年7月4日,第二版。

[4] 参见上海市第一中级人民法院(2016)沪01民初字第166号判决书。

[5] 参见上海市奉贤区人民法院(2017)沪0120民初字第13112号判决书。

[6] 参见郭文英:《将推动完善中小投资者损害赔偿机制》,载《经济日报》2019年6月3日,第六版。

但与此同时,持股行权作为一种相对有效的创新模式,也引发了与投资者保护相关的方法论省思:其内在法理基础为何,遵循何种法律规范;作为最小股东的投服中心何以行权,又是如何以小博大的;作为制度创新,持股行权是否是我国特殊法律环境下的特定产物,相关法律制度如何定位,助力其功能实现的法律取向又该如何选择等。解析持股行权的法理逻辑是回应上述问题的前提,而该种解析也将对中小投资者保护的制度设计有所助益。

二、持股行权源起的中国面相:监管困境下的现实样态

(一) 市场定价机制扭曲与投资者结构失衡

市场定价机制扭曲。长期以来,我国证券市场主要由监管者审核准入,而退出机制却相对“虚置化”。上市成为稀缺性资源,以致壳资源亦能够被定价,使得作为证券市场核心的价格发现机制被扭曲,虚拟经济如金融业之“虚”也进一步趋向“虚化”。如此虚假陈述、炒作概念、内幕交易、市场操纵等投机行为频发也属“当然”,股市俨然落下了资本“圈钱”的恶名。

投资者结构失衡。据世界银行数据,2016年中国股市总市值达7.32万亿美元,已连续三年位居全球第二^{〔7〕};至2018年底,增至约7.91万亿美元。^{〔8〕}然而,与国外资本市场以机构投资者为主的常态迥异,截至2019年6月底,我国证券市场投资者数量1.5亿,其中自然人投资者数量占99.76%,非自然人投资者仅占0.24%。^{〔9〕}由此可见,自然人投资者占主导是我国证券市场投资者结构中最鲜明的特征。在实践中,相对于大股东或是机构投资者,自然人投资者或中小投资者自身的知识结构与参与治理能力显著不足。

(二) 上市公司治理失序与股东异质性趋变

公司治理是上市公司核心,也是投资者保护与证券市场健康发展的基础,其具有显著的外部性。现代代议制公司治理实质是秩序的平衡,其中作为股东的投资者的“参与制衡”非常关键;在西方发达资本市场,针对投资者保护的机制设计是否成功,往往取决于机构投资者的力量。^{〔10〕}然而在我国,一方面,投资者力量相对弱小,另一方面,在制度层面,法定治理机构与实际权力机构的权

〔7〕 参见证券时报网:《大数据透视全球资本市场中国范儿》,http://www.stcn.com/2017/0904/13613305.shtml,最后访问日期2019年9月5日。

〔8〕 参见中国证券登记结算有限公司:《中国证券登记结算统计年鉴2018》,http://39.137.36.61:6310/www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20190716171026726.pdf,最后访问日期2019年9月6日。

〔9〕 参见中国证券登记结算有限公司:《2019年6月统计月报——“投资者统计”项》,http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjyb2/center_tjbg.shtml,最后访问日期2019年9月6日。

〔10〕 See A. Hamdani and Y. Yafeh, “Institutional Investors as Minority Shareholders”, *Review of Finance*, vol. 17, no. 2, 2013, pp. 691-725.

责分配存在脱节,承担责任者未必具有实际决策权,而作为公司实际控制人的大股东在《公司法》上的定位似乎如普通股东般存在;此外,董事会的决策机构地位与董独问题均一直存在争议。作为中国上市公司典范的万科,亦在2015年宝万之争中暴露出严重的治理失范问题。^[11]

股东异质性差异同样对公司治理产生影响。与股东同质化假设相反,股东异质化理论认为股东之间并非无差异,不同股东间实质上存在着不同的利益函数,在利益相左时,小股东利益将更易被牺牲。甚至在股权集中的企业,公司治理不是股东与经营者的激励约束,而在于大小股东间的冲突调整。在我国证券市场,公司股权结构严重失衡,股东利益非一致性明显,大部分中小股东基于短期投机心理持股,选择“用脚投票”而非“用手投票”,并不在意股东之身份的权利要素。

(三) 行政监管保护乏力与证券市场非理性化趋重

投资者保护应为证券监管核心目标。^[12]与西方注重公共执行的多元监管不同,在我国监管体制下,监管主要由行政主导,纵是投资者遭受侵害的诉讼亦为行政前置程序所限,而行政却还面临如以民事形式惩治侵害的不能、行政监管资源的有限性与证券市场复杂性显著匹配不足等困境。甚至对于被监管的众多国企而言,监管者同时也是所有者代表,在强大的科层体制约束下,当对方是话语权极弱的中小投资者时,证券监管中保护投资者目标的优先性也通常被“稀释”。

“理性”是市场健康发展的基础,非理性通常引发证券市场的剧烈波动,如2015年下半年的股灾再一次验证了我国证券市场非理性元素的破坏力。^[13]高涨时大有全民炒股之势,之后则是“风去人散”,绝大多数投资者陷入沉寂,使得股市呈现持续低迷之状。证券市场俨然为非理性的投机性心理所充斥,其应当发挥的“经济的晴雨表”功能在我国出现了失灵。

综上,通过从市场(定价与投资者)到公司(治理与股东)再到规范困难(监管保护与理性)等层面,对我国证券市场本土特性进行多元呈现,既体现了我国监管所面临的复杂困境,也为持股行权源起提供了一定的基础材料支撑。但逻辑叙事的自治性亦需要理论支撑,所以更进一步,作为弱者的投资者的保护法理以及保护方法的选择非常值得思考。

[11] 参见周松林:《投股中心三问万科事件》,载《中国证券报》2016年7月4日,第一版。

[12] 参见朱锦清:《证券法学》(第三版),北京大学出版社2011年版,第82—83页。

[13] 股灾的原因未见官方权威解答,但讨论最多的是“投资者非理性场外配资”与“监管层强力去杠杆”。参见缪因知:《证券交易场外配资清理整顿活动之反思》,载《法学》2016年第1期,第48页。

三、公权监管转向的法理意涵与投资者保护的私法择选

现代社会结构,无论是社会分工发展的趋势或是法律文明的推动,已较多地呈现出强弱分化之态。如先是劳动者与普通消费者相继从传统民商事交易关系中被分化开来,近些年金融消费者的法律概念也愈加受到重视。但对于该种分化呈现的弱者如何保护,选择何种方式保护,或言之法律、社会、市场与个人如何分担等问题还存在分歧。^[14]因此,就持股行权的投资者保护机制创新而言,法理视角的优先解析似有区分必要。

(一) 公权监管转向的法理逻辑

公私二元界分是法之基本认知形态。公法和私法的区分将法之文本复杂性简化,以明晰其价值追求。而作为法治社会两大基本权利范畴的公权与私权^[15]之协调,更是构筑了法律治理的基本逻辑。

“公法上之权利无论是国家对人民所享有权利或是人民对国家所享有权利,都不是单为着权利者本身的利益,而同时为着社会公共之利益”。^[16]殊无疑义,公权源自私权让渡,目的指向公共利益之维护,此为公权监管正当性理据。在私权让渡方面,公权形成之后便具有了相对于私权的不平等与强制性优势,所以通常应对公权进一步予以形式限定。“法无授权不可为,法无禁止皆自由”,走出实证法,私权自由也可认为是自然法意义上的公权之界限。即在范围上,公权应谦抑于私权、保障私权自由——权力不应介入市场与社会可自治领域,以限缩自身为私权提供更加广阔的自由空间,此亦可为公权监管合法性理据。在公共利益维护方面,或如二元结构中存在的此消彼长之矛盾特性,现代社会治理中公与私的选择适用同样面临实效性诘问:公共利益之维护是否为公权所专属,或其是否更具有效率优势?答案并非如此,公权的资源有限性,使其即便在社会特殊或弱势群体保护中也并非绝对。典型的如在传统的给付行政领域,20世纪50年代出于对福利行政的反思,各国逐渐发展出一种激发效率的行政“辅助性原则”以作为度量标准,“只有当个人和社会不能凭借自身的力量来达到目的时,国家权力才可以介入”^[17],以使公私顺位配置在效率与公平间寻以平衡。

更进一步,实效性追逐下,即便公权具有效率,一般化的公权监管是否可跳出公法范围限定,转以公共利益维护的目的展开?答案亦非如此,公权监管不

[14] 如2012年《劳动合同法》的劳动者倾斜保护至今仍是争论热点。此外可参见应飞虎:《权利倾斜性配置研究》,载《中国社会科学》2006年第3期,第124—135页。

[15] 参见王利明:《公权与私权》,http://www.aisixiang.com/data/76037.html,最后访问日期2019年9月6日。

[16] 美浓部达吉:《公法与私法》,黄冯明译,中国政法大学出版社2003年版,第109页。

[17] 席能:《略论行政救助中的辅助性原则》,载《河南社会科学》2013年第10期,第21页。

仅不能因片面追求效率而脱离限制,相反,其还应“受限于”私权发展。德国学者彼得斯言认为,“国家追求实现公益的行为,必须在社会的个人凭自己的努力都无法获得利益、也因此使公益无法实现时,方得为之,其是一种次要、补助性质的辅助行为”。^[18] 因此,将基于产权明确条件下的私权效率激励与公共利益相结合,是效率性要件,也是替代性要件。易言之,个人自身努力是有效率的,是主要的、优先的,公权行为不仅是次要的,还需辅助处于主要地位的私权发挥。一方面,公权辅助功能的发挥也应有利于私权增长以使其逐渐走向可自治;另一方面,待私权可自治后,公权应逐步退后。

综上,公权监管不仅应有为公共利益的目的正当性,还应具有保障私权自由的合法性以及顺位上私权优先的效率性,更重要的是,公权监管的题中之意也应包含“培育私权主体自主能力”以逐渐置换公权的意涵,此替代性条件也为公权监管合理性判断提供理据。当然,以上要件同时也构筑了监管权能优化配置的方法论标准。

在证券投资者保护领域,“开放性”是上市公司的重要特征,如其公众性中隐含的公共利益属性通常作为公权监管保护的正当理据。但开放性的另一面是具有流动性特征。从信息经济学视角,在一个较强流动性的开放场域中,由于相对双方难以形成稳定预期,监管者自身信息能力有限,又无法很好获得信息反馈,致使公权监管保护所着力的制度架构缺乏稳固性,纯粹的公权威慑性信号并不显著。相反,私权行动的任意性却能起到不可预见性威慑效果。此外,开放性也使上市公司横跨公私两域特性凸显,公私权之界分更需秉持“私权自由优先”之原则,但核心是纯粹之私权保护是否足以自给?显然,并不能无视证券市场主体之间强弱的差异,即个体型私权自助并不具对等性。但或与前文仅作公私之权能区分相似,两者作为认知符号实质并无不同,其差异仅在行权之“主体力量”;而与给付型行政领域公权能基于自身之不足而后退、通过社会或市场等力量进行添加辅助的逻辑相同,保护给付型场景中同样可将私权中的个体累积或“专业化添加”以形成“社会力量”或“专业力量”。证券市场主体依据民商事私法规范行权,归属私权范畴,并不存在公权滥用的“潜在危险性”但却具有其在对抗上的强大能力。实际中,在诸如劳资之间、消费者与生产者之间以及环境污染争议双方强弱差异的保护型结构中,专业化与社会化的逻辑已然发挥重要作用。

主体能力的差异导致了金融市场主体力量对比失衡,造成了金融资源配置不公平和金融市场活动的不公平。^[19] 相对于公权监管的限制强势主体权利,

[18] 陈新民:《德国公法学基础理论》(上),法律出版社2010年版,第238页。

[19] 袁康:《主体能力视角下金融公平的法律实现路径》,载《现代法学》2018年第3期,第191页。

社会化或专业化方式属于一种通过提升弱势一方权利的实现进路。尤其是与传统基于金融系统稳定的审慎监管类型不同,行为监管在行为端已开启转向投资者保护的理念,这一转向或与大量投资者“沉默”的现实因素相关。因此,证券监管的蕴藏理念也应重在“私权利”的培育,促使公权力的逐步退出,否则将形成“公权监管——更多公权介入或更多倾斜型保护”的警察或行政国家发展逻辑。而对于行为引致型风险,即便除却公权监管资源约束性因素,其又面临常规监管固有滞后性与若前置监管所致侵涉私权的矛盾,亦非保护领域中最优改进。相反,依据于私权行动逻辑之下的推进,则是一种既不损害既有私权自由空间,而同时通过私权培育扩宽私权空间,可起到保护证券投资者同时弥补监管不足之效果。

(二) 弱者倾斜保护的的目的与方法解析

阅览西方法律思想史,法律被标示为正义的体现。^[20] 如果法律目的为维护公正,则倾斜保护的的目的也可作追寻“实质公正”解读。既然倾斜保护的目的是实质性的,则可引申出“形式上存在失衡”与“倾斜目的在于矫正或修复”两层推断。申言之,前者侧重于倾斜保护的“准入”,后者则在于引领方法选择。

一方面,就形式失衡而言,其作为价值判断,认知标准可能存在差异,但通过解析法律保护既存样态亦能获得共性元素。刑民是法学公私法学科典型,也均蕴含公私法律保护理念。刑法保护中的“危害性大小”影响刑罚水平,而“危害性客观认定”又存在一个重要的权衡标准即“法益差异衡量”,如侵害生命的危害性与侵害财产的危害性是有差异的,或者说以一方的财产权益与另一方的 人身权利相比较是不对等的。以正常人理性而言,以人身对价的处弱势,所以法益考量中存在着“生命大于自由”“自由大于财产”以及“公共利益大于个人利益”等位阶差异。民事法律的规范冲突也同样遵循该逻辑,拉伦茨概称之为“一种法益较他种法益是否有明显的价值优越性”。^[21] 与此同时,还存在一个形式化判断的行为主体之间的“行为方式”要素差异,即双方在行为对象核心要素对比上存在差异,如专业人士比普通人有更高的注意义务,对老人、妇女、儿童等主体的身心差异予以特别倾斜保护等,而此点在民事侵权的举证责任分配上也有所体现,如对未成年人与成年人、机动车与行人的差异考量。所以,“行为方式”要素差异可一般化为某个领域核心知识能力的专业化差异,如证券市场中的信息被公认具有重要价值,因此可将信息作为专业化差异的主要参考点。基于此,本文将“法益差异衡量”与“专业差异衡量”与劳动法等相关倾斜保护法律制度实证相结合,作为分析法律倾斜保护方法选择的主要考察元素。

[20] 如古希腊前期智者派与伊壁鸠鲁、柏拉图、亚里士多德、奥斯特等均有论及,参见谷春德、史彤彪:《西方法律思想史》,中国人民大学出版社2014年版,第19、23、27、33、72页。

[21] 卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第285页。

另一方面,就以恢复平衡的倾斜保护目的而言,当然最优方式应属弱者一方的补强,即促进弱势主体的发展,提升私权主体的自主性能力,这也是“保护价值观”的核心要义。但在无法自给补足情况下,也无须一定由公权力优先强制介入:其一是从弱者本身视角,弱者自己补强乃是最优之道理,映射出任何第三方的外力介入其实都是不能完全补足的,即外力具有局限性;其二是从社会视角而言,“最优”则突显出市场自治性,即由所有个体自己实现权力配置平衡则是体现了社会福利最大化,也最能促进保护者“主体性”发展,当然前提是该领域的“自治”是可行的。兼合二者,公权介入一方面受资源或能力有限性制约,另一方面与市场自治性偏离甚远。更为重要的是,实践中弱者群体作为一个非固定化的群体,并不能明确地被界定,而法律则通常作为一般性规则呈现,所以使用法律化手段强制介入可能引发新的秩序失衡。鉴于此,概括而言,公权介入的倾斜保护应是谦抑的,即能够通过其他方式解决时,优先通过非公权强制性方式,抑或“必要性的介入”,如拉伦茨在谈及法益衡量解决原则与规范冲突时所归纳:法益位阶相同时,需兼顾考虑“受保护法益被影响的程度”与“即使某种利益须让步时,其受害程度”;而最后尚需遵循比例原则、尽可能微小限制的原则等。^[22]甚至从监管的视角,对于经济生活的法律规制,相对于“通过平权个人的私法自治”,“高权规制”只能是补充性、保障性或是协助性地运用。^[23]

方法是实现目的之方式,明晰的保护目的将有助于保护的方法择选。一般而言,民商事活动中被简化的“平等自主、交易自由”是传统的公平保护理念。但随着社会精细化发展,一方面,社会分工的发展需要构筑更加多样的市场组织体,以便合作完成社会分工后的精细化的社会产品供给;另一方面,却是作为单一个体存在的市场参与者,无论是相对于组织机体的“力量”,或是相对于精细化的物品供给所需专业知识而言,其均变得非常“狭小”。因此,合意主体间的平衡发生倾斜,传统的民法平等保护日显不足,这就呼吁倾斜性的保护。一般而言,倾斜性保护的主要类型包括:1. 特殊的权益结构安排,如以弱者一方的权利直接匹配强者一方义务;2. 增设社会保护,如设立行业协会或“弱者组织”^[24]等;3. 公权介入,通过监管机构直接监管交易合意的强势一方,而对弱势一方提供法律救济等。但对于实施保护而言,又该如何选择,如何类型化适用?易言之,前文所言的“整体谦抑性”是否在公权介入确属必要时均应无差异适用?

[22] 参见同前注〔21〕,第285页。

[23] 参见弗里茨·里特纳、迈因哈特·格雷埃尔:《欧洲与德国经济法》,张学哲译,法律出版社2016年版,第128—129页。

[24] 应飞虎:《弱者保护的途径、问题与对策》,载《河北法学》2011年第7期,第9页。

如前所述,法益差异与专业性差异被类型化为法律倾斜保护的一般性判断标准。再类推之,《劳动合同法》是对作为弱势一方进行倾斜性保护的权利义务分配典型,而劳动法理论主要基于劳动关系的“从属性”进行考量,其中包含的劳动者的人身自由权利与资方的经济利益是不对等的;而在双方形式力量对比上,劳动者个体又与公司/企业组织间存在着显著的能力差异导致其处于弱势,而即便如此,作为一种法律化的倾斜性权益结构配置,《劳动合同法》一直遭受批评。^[25] 同样地,就公司高管而言,虽其与用人单位之间法益同样是不平衡的,但却由于高管处于相对强势地位,因而一般不认为属于劳动者,即在法益失衡但能力差异并不显著时也通常未必需要倾斜保护。此类类推虽并非绝对,但另一方面却能说明通过法律进行倾斜性权益结构分配应是具有较高的“标准”要求的,这可能也是倾斜性权利配置通常能够引发争议的因由之在。以此举重明轻,则不难得出最严之标准。再加上最无须区分之标准,即“双方如果法益平衡与能力差异不显著,遵循一般性的平等保护原则,交由自主博弈”。如此,则余留法益平衡但存在专业性能力差异因素的情形,而该种情形仅是双方基于专业知识分化而产生差异(非法律专长),此时应优选进行消除失衡,方法包括监管、社会化、市场化方法等。但这些方法依然需遵循基本的私法自治优先的理念,即“当公权力……像私人一样参与到一般经济往来中时,只要私人能够至少和国家同样好地完成这一公共任务,那么任务的履行就必须私人化,这一原则是私人意思自治优先的必然结果,也是一个自由的法律、经济和企业秩序的本质要求”。^[26]

(三) 证券投资者保护的“私法模式”选择

与传统保护倚重于行政监管的公法保护路径不同,持股行权机制更侧重于行权主体作为市场参与者,以平等主体的身份依法行使股东权利,如《公司法》《证券法》与公司章程等授权的权利,以此实现维护投资者合法权益之目的。而通过下文对弱者保护模式的理论分析亦可知,持股行权作为一种以股东身份定位、依私法规范实施公法目的的创新,亦有其理论选择的必然性。

其一,证券投资者的“弱者身份”特性并不必然倚重于法律倾斜性保护。证券市场存在严重的信息不对称,中小投资者与上市公司或控股股东间更是存在严重的能力差异。中小投资者属于弱者,但就弱者身份成因的法益衡量而言,证券产品固然重要却并非生活必需品,因此双方在法益价值衡量上并无显著差异,特殊权益结构配置下的倾斜性法律保护并非必需。而投资者保护之目的,“并非限制或禁止投资者作出不理性的投资决定,而是使其依私法自治、自我决

[25] 参见钱叶芳:《〈劳动合同法〉修改之争及修法建议》,载《法学》2016年第5期,第51页。

[26] 同前注[23],第302页。

定并自我负责”〔27〕。依此,从既有证券监管着重于信息披露、内幕交易、市场操纵等违法形态可推知,证券监管保护主要是从行政监管上着力,规制的更多是一种信息的失衡。以投资者适当性管理为例,虽然“交易自由,买者自负”传统理念已经转变为“卖者有责”,但“限制决策自由的正当性基础并非产品的高风险性,而是消费者对风险的认知不能”〔28〕,而此也可认为是投资者自身的信息失衡与理性不能。另一方面,证券投资市场也终究不是完全自由的大众消费品市场,证券产品在可接触性、操作性、风险认知上也与普通消费品不同。适当性管理则是将该种“纠偏”义务配给了更具信息优势的卖者,但此时保护对象也并不是财产性利益——除非投资结果由金融机构瑕疵履行导致,而仍是理性投资者可基于信息真实做出的特定投资决定的意思表示。〔29〕易言之,虽然证券投资者保护是证券市场监管的核心目标,但其并无涉能力本源上的致弱性,更多是确保信息真实充分获得使得交易双方开展自主博弈,所以不必然需要在立法中特别予以“宽限”。

其二,公权介入存在不能,而依私法涉入存在功能空间。在证券市场法律体系中,虽然证券监管的核心目标在于投资者保护,但由于行政化机构的监管目标与利益多元性,该核心目标也并非一定能在实践中获得优先考量,这也是证券市场中投资者保护职能趋于独立化设置的因由之一。两者的核心目标并无显著差异,差别在于功能如何配置、制度如何设计也即公私权如何配置,更有利于投资者保护,更有利于节约资源与证券市场健康发展。与私法模式使用既有的市场权利模式不同,公权介入属第三方外力强制,通常需要法律赋权,因此具有滞后性、被动性等特点,但即便如此,也还存在介入不能的情形。如在我国,投资者结构与股东异质性较为严重、公司治理失衡,投资者被侵害通常发生在公司内部,因此从源头治理或是提前预防可具有事半功倍之效果。而上市公司作为公众公司,亦有私法自治属性,因此公权监管介入存在一定程度上的法律障碍。与此相反,循私法介入则是股东当然之权利行使,不存在外力的强制,可有效弥合公权监管的缺漏。但此也不禁使人产生疑问,依私法固可合法介入,但却也通常存在“私法失效”的情形,如公司法等已然明确了各私主体间权利义务规范,但其亦不能强制中小投资者积极行权。转换思考而言,这实质上为“持股行权”机制提供了功能空间,但需要深思的是,该种专业行权主体在制度设置上如何体现“公私”价值取向以及其“能力”激发,此也是下文制度设计部分的核心。

〔27〕 张艳:《个人投资者的保护逻辑与新时代的路径选择——以金融产品销售为例》,载《当代法学》2019年第1期,第140页。

〔28〕 同前注〔27〕,第149页。

〔29〕 同前注〔27〕,第148页。

其三,私法规范模式选择是一种“帕累托改进”^[30],与市场兼容性最强。公平与效率是经济学的核心命题,也是商事法律规范制定的方法论基础。证券市场则是典型的注重效率优先的商事领域,倾斜保护也可体现公平的内涵。在经济学中,帕累托最优被认为是实现公平与效率的最理想状态,帕累托改进是实现帕累托最优的方式。证券市场的私法保护路径选择是一种帕累托改进:一方面,私法保护是对一种既有私法权利的行使,并未使上市公司或者控股股东产生新的私法义务,也不存在对监管者监管权力的“分食”,却反而至少使中小投资者从中获益。另一方面,使用私法规范方式行权,是行使既存的内部股东权利,属于市场交易双方民事活动的自然延伸,来自外部的第三方强制性色彩较少,因此与市场最兼容。相反,公权过多介入的法律父爱主义保护则具有扭曲保护理念、限制私法自治、侵蚀自我负责根基的副作用。^[31]

其四,比较法上依靠私法手段能够提升保护之效果。持股行权之源起虽有中国特殊市场环境推动,但证券市场的强弱分化在各国确属普遍,所以我国所面临的投资者保护困难并非独有的法律问题。相比而言,如美国等国通过激发私人执行与集团诉讼等进行的保护也都能映射证券市场的效率,这也侧面印证投资者保护是能够通过市场化手段实现的,而依据谦抑性要求应优先通过私法规范保护。

综上所述,证券市场中投资者保护通过私法规范形式保护有其优势,也能与公权监管保护进行互补,两者相得益彰,所需要的应是“私权优先,公权补充”理念的审视,持股行权机制的私法保护模式回归之理也即始于此。更为重要的是,其亦具有理论可行性。主要包括两方面:

一方面,是上市公司的公共性。公共性将上市公司与传统公司区分开来,使得治理成为核心命题,股票成为股东参与治理的利益关联性的度量工具。^[32]持有股票成为股东,获得参与公司治理的表决权,持有股票比例越大则与公司关联性越高,可获得更大的投票权重,此便是“一股一权”的决策规则。所以对于上市公司而言,持股即获得股东权利,并不违反法律强制性规范。

另一方面,是民事权利的可让渡性。民事权利可自由处分,《公司法》第106条规定表决权可以委托行使,而这也为持股行权功能实现提供可能性。上市公司的公共性同样还使得现代公司的所有权与管理权分离,股东的权利被二权分化,以投票权而言,在存在100%整体比例的前提下,行使或放弃与否均同

[30] 经济学中的帕累托改进,是指在没有任何人境况变坏的前提下,至少一个人能变得更好。帕累托改进是达到帕累托最优的路径和方法,帕累托最优被认为是公平与效率的“理想王国”。

[31] 参见同前注〔27〕,第144页。

[32] 参见冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期,第128页。

样关涉公司利益,亦即权利是包含自益与共益两部分的。其中,共益权具有竞用性。以表决权为例,一旦附带公益属性的共益权为众多中小股东所放弃,则使得共益权被剩余而影响公司治理。在我国,证券市场投资者结构失衡、股东异质性严重、持股行权积极性低的困境,正是我国公司治理失序的重要因素之一,所以,诸如表决权等权利的让渡,或仅是示范作用的发挥,可助益通过持股行权主体“加持”进行行权的行为,此对于化解该治理困境,进而实现规范上市公司治理的目的提供了可行性。综合而言,上市公司公共性并不排斥持股者,持股即可行权,并不违反法律强制性规范。民事权利的可让渡性也使得我国因股东异质性而析出的共益权能得以行使,为参与公司治理提供了可行性路径。

四、“私法规范”路径下我国持股行权作用机理的法理障碍检视

公权与私权是法治社会的两大基本范畴。证券市场横跨公私两域,既使得证券法的公私属性混合,也促成了治理中的公私权协同作用发挥:一方是公权监管,一方是股东自身私权自治与权利间让渡后的监督,虽两者协调以共同推进证券市场秩序建构,但二者作用的法理基础则显著不同,其行为模式与性质、效果等也不尽相同,当然,由于理论检视所需,此种不同也确应有所区分。两者对比,再结合如上所述的私法模式拟发挥作用的特殊性,其差异则可显著地体现在作为主体的特定化与否、行为强制性因素的形式与实质、可示范性与否——私权平等性使其行为能被其他一般主体所效仿,以及可持续性或直接获益性——以权利为本的私法实是一种收益归属的利益分配机制等方面,而这也是契合私法规范的一般形式。

(一)从“一般化持股”到“特定化授权”的路径依赖性追问

一般而言,作为公众公司,上市公司股票是公开发行的;作为资合公司,股票是其合意与信用的基础,股东的异质性与否并不构成对投资者持股上市公司股票的选择与排斥。申言之,在现行《公司法》一股一权规则之下,持股是获得股东行权资格的前提,并不存在目的性的条件限定,即持股的行权目的不能构成对行权资格的否定。与此同时,持股行权的“持股前提”,也将行权机构视同为一般的普通股东身份对待,权源来自持股而非公权力的监管,其遵循的是调整平等市场主体间行为的私法规范。这也与前文述及的倾斜保护的法理分析相一致,即外部监管存在不能,如存在法律障碍与监管资源有限性约束等,而选择通过法律层面的倾斜性权利配置又并非投资者保护的最优改进,甚至可能使监管权力进一步扩张或延伸至公司内部。

但需进一步探讨的是,同样遵循私法规范的中小股东行权效果是否会有所不同?换言之,如作为普通中小投资者行权通常会遇到《公司法》对“持股比例”的诉讼资格限制,持股行权机构是否有此困难?确实,在关于股东代表诉讼中,

公司法有持股比例与期限的限制,而作为仅持股一百股的最小股东行权机构而言,也同样面临前置资格性限制。但与前者不同的是,为解决该困难,《证券法》第90条规定:“……依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构……”第94条规定“投资者保护机构……持股比例和持股期限不受《中华人民共和国公司法》规定的限制。”需要思考的是,如此特定主体——行政化垄断主体,并不包括普通股东的权利义务倾斜配置,与坚持的私法行权规范是否相一致,是否明显地拥有了突破限制的特殊授权,创新的持股行权所依托的股东行权身份此时“是否还是普通股东”,抑或言之,如此规定是否已经将之从普通股东身份中区分开来,脱离了依私法规范行权的路径。当然,如果选择模式是监管化的,以法律授权也并无绝对不可,但似乎此时的行权必要性可能会引起质疑,即持股的目的是监管者能够扩张监管权限,如使监管者获得较强的查询、建议、表决、诉讼等股东权利,这似与坚持市场化路径的初衷相偏离。行为方式通常能够引致某一制度的方向转变,持股行权是坚持以股东行权定位、不实行特定化授权的专业行权,还是在遭遇行权之难后转向监管,所有这些问题都引发了下文关于持股行权行为方式与持股行权机构定位的思考。

(二) 最小股东“以小博大”的力源探析

持股行权从试点到全面展开,取得一定积极成效是其核心推动因素。然而在商事规则中,中小股东天然处于弱势,依法行权维权面临诸多障碍,但投服中心作为最小股东的持股行权者依据“私法规范”的行权之效果却有所不同,内中机理为何?其是如何取得以小博大之效果?相关解析思考亦当助益持股行权机制之完善。

概括而言,投服中心持股行权能够以小博大盖有两种因素可能:其一是专业化。在证券市场,中小投资者积极性不高或遭受侵害选择沉默的一重要原因,是其缺乏识别能力和诉讼成本高昂,即因专业知识所限不能发现侵害行为或限于昂贵诉讼成本而无奈放弃的情形。但此种因素对于专业化的行权机构而言均不复存在,实际上,专业化本身自带较高的识别能力,成本则易于转嫁。其二则是监管者元素。如前所述,在我国上市是稀缺性资源,监管机构拥有上市审批与监管处罚的绝对权力,此时原本强势的上市公司与监管机构相比则处于明显弱势,所以如果行权机构拥有监管元素则能达到以小博大之目的。而现实情况是,我国行权机构确有行政监管元素——如主管机关、股东、董事与高管等层面的特殊背景添加^[33],在资本市场的意识形态里,投服中心一定意义上被

[33] 参见中证中小投资者服务中心有限责任公司:《组织机构介绍》,http://www.isc.com.cn/about_us/,最后访问日期2017年12月20日。

视为中国证监会的派出机构。^[34] 不仅如此,其还存在与法院间的合作关系,即存在内部向监管机构“反映”的行政化机制,从而体现其浓厚的监管色彩。因此,在简化的行权场域中,持股行权机构实现以小博大可能存在“专业化”与“监管色彩”两种方式,当然前者是理想的状态,后者则是一种偏离。在实践中,前者通常被后者所吸收,其作用机理在于:相对于专业化而言,监管者行权的成本显著偏低,但监管者身份的话语权重却更高。尤其在我国的,大政府小市场是典型的权力结构现实,行政资源是一种重要的生产要素,与监管者维持较好关系也通常是企业的首要选择。因此,上市公司对监管者或政府存在一种隐性依赖,且其还是处于一种长期博弈结构之中,退出成本非常之高。^[35] 所以在成本抉择中,非到不得已,上市公司宁愿选择让步或主动和解,也不会选择通过司法裁判或者对抗以消减自身可能存在的长期博弈收益。而这点在实务中也确实有所映照,如在山东金泰行权案中,先是企业方不识投服中心真面目的情况导致“专业化元素”被轻视,而企业在知情后,则又针对“监管者”而专门登门致歉^[36];再如投服中心关于提起的一些诉讼,也涉及在其坚持不同意对方撤回章程修改,而以“抓典范”的形态予以强制起诉的情形。^[37] 概而论之,投服中心的维权行权在很大程度上是依靠行政的力量发挥作用,投服中心的市场化角色没有充分树立起来。^[38] 与此同时,其持股行权以小博大的初衷存在异化可能:原本依赖于专业化的行权,实质上转变为了对监管身份的依靠。

(三) 示范股东的示范效应存疑

就保护程度而言,最好的保护方式当是投资者自身能力的增强,所以在诸多弱者保护类型中都讲求对被保护者进行教育,以实现其自我保护。投资者保护亦不例外,持股行权就被赋予了重要的示范教育功能。然而上市公司虽产权明晰,但是其开放性以及相对低廉的转换成本,又决定了其同样面临搭便车引起的市场失灵问题。易言之,搭便车心理也是实际中投资者不积极行权的又一因由。因此,持股行权模式设计的目的之一,就是通过持股行权主体做合格股

[34] 参见陈洁:《投服中心公益股东权的配置及制度建构——以“持股行权”为研究框架》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第一辑),法律出版社2018年版,第83页。

[35] 根据博弈论,博弈关系中持续时间的长度取决于退出成本的高低,而对处于长期博弈关系中一方而言,来自相对方的激励与惩罚均是强制性的,这通常引出合作的博弈策略。参见吴元元:《双重博弈结构中的激励效应与运动式执法——以法律经济学为解释视角》,载《法商研究》2015年第1期,第56—57页。

[36] 参见周松林:《山东金泰抵制投服中心行权投服中心将适时采取措施》, http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201706/t20170618_5329865.html, 最后访问日期2019年9月6日。

[37] 参见吴绮玥:《公司章程涉嫌违法 海利生物遭投服中心起诉》,载《上海证券报》2017年6月30日,第六版。

[38] 参见同前注[34],第38页。

东或示范股东产生的示范效应,激励投资者积极行权。^[39]从治理成本或长期性策略而言,示范功能的定位应彰显了持股行权的实质性内涵,这也是私法作用效果的支撑。因为在实践中不单行政监管机构,作为行权主体的投服中心也同样面临着有限资源的制约,即其需要匹配全国上千家上市公司,甚至是服务于全国数千万众的中小投资者。其中,不同公司情况各异,不同投资者诉求更是差异万千,双方资源匹配性鸿沟巨大。从该种意义上,示范股东的存在,应是着重于针对当前特殊市场情况下的股东自觉保护的意识与能力提升之举,这属于引导培育的短期策略,而长期机制当是推动股东自主参与的自主行权模式的市场图景达致。但即便是示范教育意义上的,该种公益定性无疑也将本已存在的“搭便车心理当然化”或者引致倾斜化选择。试想一方是免费服务,另一方却是成本自负、收益归公司或上缴国库的他益诉讼行为,对于以经济利益目的入市的投资者而言,前者似乎是更优选择。尤其是与我国长期实行的“融资资格准入”的审批制相结合,惯性思维更将使得投资者依赖性加强:监管者不单要选择好企业,更要治理好企业。如此一来,在示范效果方面将使投资者产生依赖感,并不利于主体的自觉保护。甚至在我国特殊制度环境下,还将“绑定”行政监管者,形成诸如“司法不信任——上访施压”的市场干预路径,更不利于实现证券市场的效率性目标。

此外,该种希冀的示范股东之示范效应也是有限的,即投服中心行权模式并不能为中小股东所普遍效仿。我国中小股东自身具有一定的知识性或理性缺陷,而该种缺失似乎很难通过对外部某些具体个案的模仿被补足;再者,实践中每个股东不大可能均能熟悉法律或财务知识。更何况证券市场具有较强复杂性,即便作为专业人士都仍需诸多斟酌。此外,我国中小股东在经济成本方面所受之束缚,也依旧没有得到监管制度如制约证券民事诉讼因素的松绑,转换为经济分析的话语,该点已直接决定了普通中小投资者依旧不具有与控股股东博弈的能力。综合而言,当前持股行权的实际运行机制与其目标存在偏差,其定位并不能很好地激发市场主体的自主性,反倒随着依赖性加强或者示范性效果难以成就。投服中心持股行权这一政府主导型的行权保护模式退出也将遭遇阻碍,短期策略行为长期化也未可知。

(四) 公益定性的激励约束机制省思

不同主体存在着不同的利益诉求,差异化的利益诉求通常引致目标偏离,所以现代社会的科学研究中也愈加重视前提假设。此对于一项具体制度或一部门机构等组织体同样适用,只是此时不是以假设存在,而是由驱动机制的形

[39] 参见中国证监会批准的《持股行权试点工作方案》第四条(中证中小投资者服务中心有限责任公司2016年2月19日发布)。

式约束,如职权驱动型、利益驱动型等。持股行权作为一项制度创新,其驱动力为何,抑或是什么样的约束能既不影响其功能效果实现,又与其倚重私法行权规范的制度目标相一致值得思考。一般而言,从保护的收益归属视角区分,保护类型可以划分为他益行为与自益行为。在我国,中小股东行权积极性不足的另一因由与经济利益性相关,或如公司法中规定的股东代表诉讼的经济利益归公司所有,抑或是证券领域中的投资者遭受侵权,监管机构对侵权者进行处罚之罚款,而此利益通常归国家所有,投资者的行权鲜少能够分享直接利益,其更多表现为一种他益行为。

基此情形,则首先可对持股行权主体进行考量,这也是持股行权机构能否保持独立性,且有动力进行他益诉讼从而获得动力支撑得以持续的根本。如前述,持股行权机制致力于通过私法规范行权,即被作为非监管者从监管机构剥离,以独立性运行,一方面凸显其市场主体法人特点,另一方面可避免被行政体制所束缚,以确保投资者保护目标的优先性。但实际中,持股行权主要由投服中心行使,投服中心为公司制法人单位,被定性为公益机构,并无独立的经济来源,资金来自股东出资,且被表述为“资金充足”。^[40] 根据我国《民法总则》第76条、第87条,投服中心是营利法人,而其行权的公益性或者非营利性目的却归属非营利法人的定性要件。如此,缺乏经济的独立性也使得持股行权模式的驱动机制离不开对行政体制的依赖。相比较,此或与我国台湾地区存在的“投保中心”^[41]机构类似,尽管其在法律上直接以非营利组织的“财团法人”定位^[42],但在资金来源、人事等方面与民法上自由捐助成立财团法人显有不同,其实为具有浓厚官方色彩的非营利组织。^[43] 更进一步,此种在行政主导下的公益模式的实效性也引发思考。正如弗里德曼所言:“花自己的钱办他人之事,是效率与节约兼顾的;反之,花他人之钱办他人之事既缺乏效率也缺乏节约。”^[44] 此

[40] 参见周亮、孙铭蔚:《投服中心如何运作?》,载《南方都市报》2017年6月20日,第四版。

[41] 我国台湾地区于2003年1月依据其“证券投资人及期货交易人保护法”(简称“投保法”)设立了“证券投资人及期货交易人保护中心”,简称“投保中心”。业务范围包括:提供相关法令之咨询及申诉;买卖有价证券或期货交易而生之争议调处;进行团体诉讼或团体仲裁;于证券商或期货商因财务困难无法偿付时,办理保护基金偿付作业;督促公私归入权之行使;股东代表诉讼及董监事解任诉讼;参与并监督股东会,维护股东权益等。

[42] 我国台湾地区“投保法”第5条规定,“本法所称保护机构,指依本法设立之财团法人”,第9条规定,“保护机构之捐助章程,应记载下列事项:一、保护机构之名称、捐助目的及事务所所在地。二、捐助财产之种类、数额及保管运用方法。三、业务项目。四、董事会之组织及职权。五、董事、监察人之产生方法、资格、人数及任期。六、事务单位之组织。七、解散或撤销许可后剩余财产之归属。八、关于主管机关规定之其他事项”。

[43] 参见王文宇:《台湾地区投资人保护中心的法制与实践》,载郭锋主编:《证券法律评论》,中国法制出版社2015年版,第424页。

[44] 参见米尔顿·弗里德曼、罗丝·弗里德曼:《自由选择》,张琦译,机械工业出版社2008年版,第109—110页。

外,公益定性下的政府主管机关也通常免不了其“理性自利”的一面,一旦其自身利益与公共利益、投资人利益相冲突,其是否能完全以公益或投资人利益为依归?^[45]与此同时,还需思考的是,如果选择公益定性则似乎亦需面临独立资金获取所引发的生存问题,实质也是一种可持续问题。所以,在坚持私法规范路径下是否能走出一条兼具实效性的机制创新之路,也同样能引发关于持股行权模式定位的思考。

综合而言,法理视角下的持股行权机制或存在路径偏差或存在功能实现上的障碍等多重风险,结合在我国“公权占优”的经济社会制度架构之下,依私法行权进行规范的理念存在异化为监管权扩张的可能。

五、持股行权功能实现的制度完善

“给我一个支点,我将能撬起整个地球”,撬动持股行权中的“支点”,即是立足于私法优先理念基础之上的保护型监管秩序、从微观走向宏观的逻辑进路。但与“从公到私”的监管型权力流变不同,“从私到公”不应仅局限于私权威慑性与能动性的效率性因素的强调,还应增加对利益性因素的考量。具体而言,由于私权之私益目的性也嵌入在了“公益寄于私益”的结构之下——公司股权的共益性使之更为明显,故而通过对私益追逐的个体利益的优先满足,进而推进宏观层面的公益维护之目的达致,亦可实现保护层面的以小见大。然对于实现保护之上的宏观监管效果,关键的支点更在于该种模式的“可示范性”意义,即可通过示范性激发实现从“量”到“质”的转换。当然示范之作用的发挥在于能够激发效仿,而效仿的内在本质前提则是需要“两主体间无差异”。^[46]故而,私权之“私”的重要特性则是其平等性。因此,遵循私法规范的社会与市场主体,既可在主体权能上有所增强,又可通过示范性支点使其宏观立体化,再辅之司法层面的激励性制度约束,如对私权纠纷的裁判回应的规则注入,予以动态化,便可实现私法规范理念之下的投资者保护。

(一) 制度定位的私权行权需求导向

如前述,由投服中心实施的持股行权,综合表现为一种政府主导下的公益且垄断的“特殊主体”行权现状。虽其一定程度上与行政垄断或主导监管以确保市场安全的惯性思维相一致,但却与证券市场的投资者保护并不当然契合,而正是这种政府需求主导型的制度供给引致了行为与目标的偏差。如果仅就积极行使股东权利而言,作为普通市场组织进行持股行权似乎并无过多限制,

[45] 参见邵庆平:《投保中心代表诉讼的公益性:检视、强化与反省》,载台湾《台大法学论丛》2015年第1期,第354页。

[46] 此如同不能期待“食不果腹与饥寒交迫之人效仿风雅”一般,双方之间权能上的无差异性应是内生效仿观念的前提。

但却鲜有市场组织自发实施该种本属于市场自身需求的行为,甚至普通股东也并不积极行使其当然之股东权利,此可称之为市场失灵。进一步,该种失灵是否属于市场固有之缺陷,是否具有普遍性,答案显然是否定的,由此则至少引出两点:其一,说明我国的法律制度环境存在抑制市场机制正常运行的障碍因素;其二,还说明我国这种特殊性质的市场失灵存在被矫正的可能。当然,恢复市场机制,也即是让真正的普通股东正常行使股东权利,其行权方式无疑也将是依私法规范,这才是真正的市场需求。甚至某种程度而言,投服中心持股行权的示范意义正是拟对该种市场私权机制进行激发,或言之是由政府代为提供该种“类公共服务”职能。但与该种由政府主导下的障碍绕行不同,持股行权的实质在于普通民事主体依私法进行规范的逻辑,所以其不应是政府直接提供该“产品”——易产生偏差,而是应以市场化的私权行权之需求为导向,重在肃清股东真正持股行权的法律制度障碍以恢复市场自主供给,当然更不应是在官方持股行权的困境之上选择设定“行权特区”,因为此种坚持更使人产生“持股行权是方法创新还是监管权扩张”的疑问。具体可主要包括以下:

其一,专业化的持股行权主体应私法定位。一方面,如前所述,示范效应前提是示范者与被示范者双方资格条件的无实质差异性,也因此只有真正的市场平等主体间的行权才具有示范性作用中的可效仿价值。另一方面,市场化定位的行权模式中,“职业主体”的行权内容不会对市场造成冲击,即相对于官方行政主导型的行权模式,市场化主体的行权机构无论着重于关注“盈利水平与能力”还是偏好于“合法合规性”^[47],抑或仅关注于合法合规性,盈利性交由股东用脚投票等均是市场化行为,双方拥有博弈的可能,并不会出现“上市公司企业提出不要关注于盈利水平的”诉求表达。具体路径至少包括:一方面,行政监管元素的剥离,即持股行权主体的设置应专业化、职业化与市场化。当然,初期可考虑通过由政府购买市场主体服务进行引领培育,但重点还在于下文所言的法律或制度约束因素的发现与松绑,渐渐地,持股行权主体在市场中或以职业化、专业化而强化,或是其示范作用的发挥为“渐进强化的私人执行”取代而退居辅助地位^[48],或是与普通股东的私人执行并存互助,等等。另一方面,回归一般化的普通投资者持股所拥有之实际权利,即持股行权主体之所以可以起诉、行权乃因其具备股东资格,而非法律赋予其特殊之权限。

其二,功能定位的双重性。持股行权主体的功能定位不仅仅是抵御上市公司或控股股东侵害,也包括在实践中不断发现依私法规范行权所遭受的掣肘与

[47] 参见周松林:《上市公司建议持股行权应更关注公司合规性而非盈利水平》, http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201703/t20170314_5207088.html, 最后访问日期 2019 年 9 月 10 日。座谈中上市公司高管提出不应关注于盈利水平判断,可引发对持股行权关注点的思考。

[48] 参见同前注[43],第 432 页。

限制因素,以为恢复市场制衡机制——如参与公司治理与私人积极诉讼的执行机制等——进行政策“松绑”,当然此实质也是投资者保护——这也是下文所欲述说的“持股行权信息平台”作为信息中介发挥作用的一个方面。反之,若持股行权主体的行权依据公法特定授权而运行,则对普通投资者持股行权中的市场障碍将难以发现,此既不利于投资者保护的制度完善,也将对激发普通股东行权的示范性作用发挥产生负面影响。仍以我国台湾地区为例,“投保中心”代表诉讼条款的增订,显示立法者不致力于修改公司证券法制中的既有规定,但较乐意采取依赖投保中心的做法,在此发展趋势下,“投保中心”将趋以成为代表诉讼的“独占者”,从证券市场的投资人保护制度建构来看,可能弊大于利。^[49]然相对地,此种双重功能定位的制度塑造,将极大推动证券投资者保护领域中达致“置换公权”与促进投资者“主体性”发展这一保护核心要义的实现。

其三,非必然的公益与垄断定性。持股行权的目的是投资者保护,参与治理只是手段,实现该目的并不必然需要公益性质定位与垄断定位。在西方资本市场中,作为专业投资者的机构投资者在公司治理中起关键作用,^[50]其能够促进博弈结构优化,有效牵制控股股东。这即是一条市场化的非公益性非垄断的治理路径,同样比较法意义上,则亦有美国 ISS (Institutional Shareholder Services)^[51]明证了由“专业治理者”通过私益实现市场治理目的的可行性。具体而言,公益性质类似于公共产品,由于市场供给不足或供给不能,而转由政府机构或社会公共组织进行提供,若在市场能够自给的情况下,则并无限定的必要性。而以公益性质进行的维权,是否在效果上一定优于非公益目的,答案也不是肯定的。实际中,股东代表诉讼的条件限制表明其存在防止滥诉与“买卖诉讼”的目的,此即从侧面反映了非公益诉讼目的的积极性并不差,所需要的应是一种平衡的利益衡量界限。然限度问题通常又与具体实际发展的阶段相关,就对我国而言,松绑应是优先调整的一个方向。诚然,在我国台湾地区针对“投保中心”代表诉讼的“公益性反省”^[52]中,也有学者提出“可以强化其公益性”的观点,但与其相辅的一面,则是“配合投保中心的存在与功能,行政机关或许可以在更多的时候退居第二线”^[53],对行政管制进行一定程度上的替代,如“在面

[49] 参见同前注[45],第254页。

[50] *Supra* note [10], pp. 691-725.

[51] Tammi S. Etheridge, “Lessons from Institutional Shareholder Services: Governing Benefit Corporations’ Third-Party Standard”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol. 4, no. 2, 2015, p. 245.

[52] 参见廖大颖:《论证券投资人保护机构之股东代表诉讼新制》,载台湾《月旦民商法杂志》2011年第32期,第17—18页。

[53] 同前注[45],第252页。

对经常引起争议的公司控制权交易时,证券主管机关在管制上应宁可失之过宽”。^[54]更进一步,非必然公益定性则亦无须垄断化,当可允许“竞争化”存在,以提升投资者保护效果。我国台湾地区“投保中心”的实质独占地位已表明,虽赋予了“投保中心”较多诉讼优惠措施,但作为“唯一负责……”之存在,仍为不小的负担,是故其多利用刑事附带民事方式,使得诉讼效率更加低落。^[55]此外,在填补投资者损害方面的效果,相关实证研究数据亦可资参考。如截至2012年9月,“投保中心”获得胜诉判决确定之总金额约占请求总金额的93.3%,但截至2014年1月,投资人获得补偿之比率却仅为8%。^[56]

(二) 通过私益驱动的私法保护进路

当然,市场化机制可在一定程度上矫正依私法规范的路径偏离、监管权扩张以及示范效应不彰等问题,甚至非垄断性的良性竞争也为约束机制——对公益性机制下可能存在的道德风险或缺乏积极性以及被捕获等风险的控制的实现提供方法,但非公益定性的机制也同样面临市场行为中所需要的“经济利益性驱动”的缺失问题,即在我国的股东诉讼,即使投资者胜诉也通常很难获得经济利益。与此相对应的是,2018年我国证监会开出市场罚单的罚没款就高达106.41亿元^[57],已连续三年创新高。当然这与我国现行法律制度存在关联,如《证券法》第234条规定“依照本法收缴的罚款和没收的违法所得,全部上缴国库”。但这也同时凸显了我国证券市场的行政化倾向以及私人行权缺乏积极性的因由,即我国投资者的积极行权类似一种无直接获益的“公益行为”。反观美国,不仅存在ISS这类市场行权服务者,还存在着激发私人执法的证券集团诉讼制度,甚至在股东诉讼中投资者能因胜诉获得经济补偿也是其传统制度设计之一。^[58]

激励相容是经济学中解决委托代理问题的一个制度设计理念,其对于解决证券市场这一包裹公益性因素却制度供给不足之难题也有借鉴意义。比如可通过激励机制设计,促使个体私益目的与集体公益目的相兼容,使得两者利益函数趋向一致,从而通过私益方式驱动公益目的实现。基此逻辑,市场化持股行权激发机制的发挥,需要对个体经济利益追求有所满足,所以应调整或变通

[54] 同前注[45],第224页。

[55] 参见同前注[43],第429页。

[56] 参见林郁馨:《投资人的诺亚方舟——“投资人保护中心”与证券团体诉讼之实证研究》,载台湾《月旦法学杂志》2014年第229期,第75—97页。

[57] 证监会:《2018年证监会行政处罚情况综述》,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html,最后访问日期2019年9月6日。

[58] See George D. Hornstein, “The Shareholder’s Derivative Suit in the United States: Recent Development of the Demand Requirement on Directors and Shareholders”, Thesis (LL.M.)—University of California, Los Angeles, 1991. 转引自李小宁:《公司法视角下的股东代表诉讼——对英国、美国、德国和中国的比较研究》,法律出版社2009年版,第182页。

证券市场经济利益分配中的行政优先原则。具体而言,如可考虑将罚款收入设定专项发展基金,用于培育或补贴市场化的行权主体;一方面,通过基金化形式既将持股行权机构与行政监管隔离开来,进一步弱化行政色彩,也为其提供了独立经济来源;另一方面,在可行性层面,基金的方式也能较大程度上减轻对《证券法》第234条的修改阻力以及增加操作上的便利性,也存在有“证券投资保护基金”^[59]的经验借鉴;与此同时,使之专款专项用之于民,也可与《证券法》第232条的违法主体民事赔偿责任优先理念相一致;甚至还可通过具体化的制度设计,使得职业化的持股行权机构能够依据其行权效果,如基于其行权而对违法者进行的罚款数额,从专项基金中获得一定比例补助以进一步调动其积极性。更长期性地,亦可考虑将“诉讼融资”等商业化模式尝试纳入考量,市场化行权主体还可通过与投资者协议分享胜诉利益或者提供个性化服务获得其它收益。而这似乎也并非特立独行^[60],2002年美国《萨班斯法案》通过基金形式将行政罚款用于补偿投资者的模式也有异曲同工之处。^[61]

(三) 市场主体的专业化权能

市场化为行权积极性提供了驱动力,但市场化的另一方面是行政监管元素的剥离,随之而来的担忧则是“行权者的力量”是否被削弱。诚然,去行政监管背景后,力量元素固有所削弱,但笔者认为去行政监管元素后的持股行权者的威慑力在于其“专业性”,即由专业的人或组织以平等主体的身份专职化行权。虽专业化行权路径成为单一选择,但其威慑力已然足够。实质上,“专业”本身自带力量属性,其并不需要与监管者的身份进行混同,仅需依靠股东既有之权利即可依靠私法规范行权。

正如前文所述,我国证券市场存在着严重的信息不对称,中小投资者与公司或控股股东间存在专业性差异,投资者结构与股东异质性特征更使仅通过商事规则监督公司治理遭遇困境,这都一定程度上助长了侵害中小股东或公司利益的行为。但另一方面,客观层面处于弱势的投资者以自然人为主,持股比例小且分散、专业知识水平不高、维权能力有限;他们对公司价值、信息真实性、自身权利以及是否被侵害等判断乏力,即便具有一定判别能力而又因诉讼的时间

[59] 根据《证券投资保护基金管理办法》第2条、第3条、第14条等规定,“证券投资保护基金”实质上类似一种存款保险制度安排,其在目的、资金来源、用途范围等方面与持股行权基金虽不同,但在制度设置运作上仍可提供经验借鉴。参见陈红:《设立我国证券投资保护基金法律制度的思考》,载《法学》2005年第7期,第113页;张晓露:《论我国证券投资保护基金赔偿制度的完善》,载李昌麒、岳彩申主编:《经济法论坛》,群众出版社2008年版,第399页。

[60] See John Matheson, “Restoring the Promise of the Shareholder Derivative Suit”, *Georgia Law Review*, vol. 50, no. 2, 2016, p. 352.

[61] 参见洪艳蓉:《公共管理视野下的证券投资保护》,载《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2015年第3期,第64页。

与成本等问题而无力实行。基于此,中小投资者行为的短期化无疑成为最优策略,而此可能直接或间接地引发了股东在参与公司治理层面的无为以及股东遭受侵害后沉默的恶性循环。但“专业化”则能突破这种两难困局,如美国市场化的“股东投票代理机构”,其业务涉及投票研究与建议、代理投票的具体执行、公司治理评级、公司治理咨询、证券集团诉讼索赔、托管银行服务及全球股票召回等诸多专业化业务领域^[62],其既有意愿参与公司治理、提其诉讼索赔,也具备知识和能力参与其中。概言之,专业化能使中小股东在“权力”能力上集合为一个“机构投资者”,从而在包括股东权利行使、专业判断能力、诉讼救济能力等方面不处劣势。实际上,私人执法在促进更有效的证券市场形成和加强公司治理方面发挥着至关重要的作用,已为实践所明证^[63],而专业化理念即是对私人执法能力的再次赋权。具体而言:其一,在公司治理能力上,专业化行权主体具有相对充足的法律知识与专业知识储备,能够对公司业务和治理规范的合法合规性进行有效的专业判断;其二,在司法诉讼能力方面,行权主体具有专业的法律知识以及诉讼技巧,能够提高诉讼的精准度与杀伤力,如主体责任穿透、举证证明能力等方面的诉讼技巧;其三,专职化的行权主体也能够突破诉讼时间与经济成本的限制,在诉讼博弈中,时间或经济成本无疑也是重要的力量元素,这在一定程度上也可归为专业化的力量配置。

(四) 作为信息对称性“介质”的压力机制

信息不对称是证券市场最显著特征之一,也是投资者保护的重要理论支撑,证券市场资源配置功能实现同样依赖于信息的充分流动,证券监管的着力点也偏重于使交易者公平获得信息。也正如此,可以说无论是投资者、监管者或是企业方均不能免于信息资源的约束,也均忌惮于信息背后的声誉压力。^[64]所以,将信息工具作为证券市场治理方式具有可行性,而这也应是持股行权中除传统专业化权能之外更待开发的市场化力量元素。但与其他领域在使用信息作为社会治理工具时,通常强调的由监管者作为核心主体的模式不同,一方面,证券市场中监管者并不具有信息资源优势,且已有信息披露的官方监管机制;另一方面,信息压力机制的发挥主要依赖于市场选择实现,行政监管者介入既增加了中间环节,也通常可能造成新的扭曲。

基于此,笔者认为可通过增加市场微观如特定企业的具体问题、信息供给

[62] 参见郭霁、赵轶君:《股东投票代理机构的域外实践与中国启示》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第二辑),法律出版社2018年版,第161页。

[63] See Wen-yue Wang and Jhe-yu Suat, “The Best of Both Worlds? On Taiwan’s Quasi-Public Enforcer of Corporate and Securities Law”, *The Chinese Journal of Comparative Law* vol. 3, no. 1, 2015, p. 26.

[64] 如投资者可使用信息选择用脚投票或诉讼维权约束企业方,信息也可为监管者所用以加强监管,同时信息也对官方监管形成竞争压力等。

的多元化进行推进,在持股行权主体依据民事私法规规范行权之外,也侧重对信息工具的使用,即通过声誉机制这一金融市场重要约束力量推进保护。例如,构建一个第三方信息互动交流平台,以集中、及时准确(监管机构与企业多元供给信息)、信息转换(将专业化信息解读转换为普通信息)的方式促进信息传播速率,降低信息接收成本并将之转化成“信息化的市场压力”,包括声誉压力与投资者理性提升等方面。具体的“平台化”模式包括但不限于:其一,持股行权主体的专业判断信息由向监管单位呈送转变为在平台公开发布,如在征集投票权时发布专业分析报告,不仅表明其投票意愿,还从法律、财务、公司治理与管理规范化以及发展等专业角度进行报告,既是“以理服人”也是尽量做到信息对称。其二,对信息服务内容进行公开共享与互动交流,包括由专业化行权主体基于自身判断对上市企业章程、信息披露文件、交易信息、董监高行为等进行专业化解读,市场投资者间自主对上市企业治理信息交流讨论,以及中小投资者投票征集信息与服务、维权救济信息、企业违法违规与涉诉信息披露以及其他个性化服务等内容。其三,对投资者进行形式上的“因材施教”,如通过类似网络论坛中的经验分享的学习形式将投资者教育从“正式化”转为“非正式化”的市场行为,以中小投资者作为网民或其他类型受众群体习惯之形式进行施教,促进投资者理性的提升。其四,由相关中立第三方或其他市场主体发布上市公司投资者保护报告或投资者保护指数排名等信息并集中汇集,或进行其他类型的模范评选等,以通过社会声誉激励的形式,推动各上市公司在投资者保护方面的竞争性提升。

六、结语

持股行权机制作为应对我国投资者保护困境的制度创新,在诸多新闻媒体报道中获得积极评价。本文虽以检视持股行权实效的视角切入,但并非否定其效果,反倒通过法理视角解读得出结论认为“私法规范”理念下的投资者保护应是我国证券市场发展方向。认识源于实践,也反作用于实践。依私法持股行权源起于我国证券市场投资者保护困境倒逼,但却也能为我国证券投资者保护提供新的理论思考,如着重于市场松绑机制而非加强政府监管,并反过来检视制度实践中存在的偏离与异化因素。正是在此基础上,本文提出了持股行权模式的主体与功能定位以及行权方式等应有所更新的功能实现路径,即从公权监管需求导向转向市场私法保护需求导向;以市场化、竞争化的方式由专业的持股行权者以私法的方式专职化行权,以及通过制度优化,激发普通股东“人人”愿意积极参与持股行权,如此可促进投资者的“主体性发展”与对公权监管的置换。这是对投资者最好的保护,也应是证券市场规范化健康发展的方向。可资

比较的是,我国台湾地区存在的“投保中心”这一富有公权色彩的专职行权组织^[65],对其同样也存在相关学理视角的检视与探讨^[66],这或许也是相关制度能够不断发展完善的些许学理补足。

此外,或需说明的是,该种纯粹市场化的持股行权模式是否兼容我国本土的特殊性。笔者认为,我国的特殊性主要在于制度体制,并不在于市场经济规律的非一般性。虽如前所述,我国证券市场的本土特性为持股行权源起提供了一定的基础材料支撑,但在本质上,其很少存在可归为体制与监管制度的特殊性要素。当前,我国发展中国特色社会主义市场经济,虽有“特色”字样,但更强调发挥市场在资源配置中的决定性作用,这即是要发展市场与经济规律的一般性。易言之,市场规律是客观的,私权是本源,特殊性在于我国的证券监管制度,并不在市场规律本身。“知而后行,行有所获”,希冀来自法理视角的检视能对实践有所助益,也相信一个经得起理论与实践检验的制度创新才最具生命力。

(审校编辑 柯 达)

[65] See Ching-Ping Shao, “Representative Litigations in Corporate and Securities Laws by Government-Sanctioned Nonprofit Organizations: Lessons from Taiwan”, *Asian-Pacific Law & Policy Journal*, vol. 15, no. 1, 2014, pp. 75-89.

[66] See John C. Coffee, “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, vol. 106, no. 7, 2006, p. 293.