

论投服中心的定位、职能与前景

邓峰*

摘要:中国的投服中心和世界经验相比,具有相当的特殊性。作为采用民事方式行使股权保护中小投资者利益的公益性组织,中国的投服中心和大多数国家和地区的模式存在差异,而与我国台湾地区的模式最接近。支持这种模式的理论有公益组织、第三部门、以合同方式规制的个别性法律规制,以及执法质量和能力替代等多种视角,每一种视角都存在各自的局限性。本文认为,中国的投服中心是对现有制度环境的有针对性的反映,在不同的发展阶段,投服中心应当根据组织化的水平和能力,不断扩充其角色和职能,知识化、法定化、独立化、服务内容扩展化和平台化,构成了投服中心未来发展的目标。

关键词:投服中心 资本市场 第三部门 法定机构 法律执行

从1969年的加拿大投资者保护基金(Canadian Investor Protection Fund, CIPF)开始,到1970年美国的证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC),再到1987年澳大利亚的证券交易担保公司(Securities Exchanges Guarantee Corporation, SEGC),投资者服务保护机构中心日益成为各国官方对资本市场进行投资者保护的标配。中国也不例外,数个带有公共权力性质的政府组织组建了中证中小投资者保护服务中心(China Securities Investor Center, CSISC,以下简称投服中心),并且该中心已经采取了诸多积极行动。不过如何理解投服中心的性质,这一机构究竟是政府机构监督机制的补充和延伸,还是机构投资者积极行动主义的延续和

* 北京大学法学院教授,法学博士。

本文在写作中,北京大学法学院硕士研究生王聪、杨济玮帮助查询、检索和整理了相关的资料、文献和注释,张巍帮助编辑和删减了文字,特此致谢。

升级,其背后的合理性与发展逻辑,仍有待于进一步讨论。

非止国际经验,中国资本市场中投服中心的设立,已然引发了市场的高度关注,投服中心对上市公司合规义务履行的督促,已经取得了瞩目成绩。在实用主义的层面上,投服中心的正当性、合理性自不待言。但是在规范的层面上,如果不是作为一种救急(ad hoc)机制,对投服中心在中国资本市场和法律制度的设计原理下进行检讨仍然是有必要的。此外,考虑中国资本市场具有转轨特性、尚处在起步阶段、嵌入在现行制度和实践中等特色,投服中心的自我定位以及发展战略,也是需要认真思考的问题。

和传统市场不同,资本市场的出现、设立、升级和扩张,完全是法律规则推动和制约的产物,投服中心更是如此。这不仅是基于投服中心所对待的资本产品、行权行为的边界,而且基于其自身的组织特性以及与之相连的权力(power)、能力(capacity)和治理机制。在具体的制度展现中,应当如何理解投服中心存在和发展的理性,也需要法律本身作出回应。

一、对照和定位

从职能设定上来看,投服中心所从事的工作是促进投资者保护。投资者既包括现有的股东,也包括潜在的未来股东、债券持有人、期权持有者,如果将证券市场扩展到整个资本市场,那么还包括所有具体产品的持有者和潜在购买者。为投资者权益保护提供法律服务的机构自古有之,如公设律师、自律组织、公益机构等。除资本市场外,几乎所有的领域都存在类似的机构或者提供相应服务的主体。

资本市场中类似的机构更加多元,如日本的 Kabunushi (Shareholders) Ombudsman (股东监督组织/股东申诉专员)。^① 该组织创立于 1996 年,是由一群律师、会计师和学者创立的非营利组织,致力于以吸收股东和公民的意见来改革日本的公司管理实践。Kabunushi (Shareholders) Ombudsman 采用有限责任公司的形式,其唯一直接的经济回报是律师费用,但是高级股东申诉专员律师通常会捐赠他们有权获得的任何费用。^② 其主要活动范围包括:(1) 监测企业活动,批评企业的反社会行为;(2) 行使

^① 参见 Kabunushi (Shareholders) Ombudsman 官网:<http://kabuombu2.sakura.ne.jp/index.html>,最后访问日期:2018年2月21日。

^② See Curtis J. Milhaupt, "Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory and Evidence from East Asia", *Yale Journal of International Law*, Vol. 29, No. 1, 2004, pp. 169 - 208.

普通股股东的合法权利,必要时使用诉讼强制披露;(3)引入股东建议,通常是股东集团的建议,或者要求公司和/或其董事会从公司透明度、民主、公平、社会正义和环境等角度采取特定行动;(4)赞扬和宣传那些改善工作条件、实践慈善事业、保护环境、雇用残疾人、促进性别平等,全面披露其活动的公司。

投服中心的独立性也在不断增强,如韩国的民主参与人民团结组织(People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD)。PSPD 成立于 1994 年,是一家在首尔市政府注册的非营利组织,负责监督政府和私营企业滥用权力的情况。PSPD 有资格获得政府资助,但它选择拒绝接受,以防止其独立性受到影响。^① PSPD 实际上是参与各种宣传工作的若干“行动机构”的“控股公司”,其中一个行动机构是参与式经济委员会(PEC)。^② 该委员会于 1997 年发起了小股东权利运动。经济改革社(Solidarity for Economic Reform, SER)于 2006 年 8 月从 PSPD 剥离,^③ SER 致力于监测个别公司,包括出席股东大会、推荐独立外部董事、提起法律诉讼,以及监测经济和公司政策,包括游说国会和政府。^④

这些资本市场中的“牛虻”,以自发形成私人组织和结社的方式积极行使股权,以“公开批评/发声/抱怨(voice)”、提案、提名、投票和诉讼等方式直接参与到具体公司的治理之中,这构成了机构投资者的股东积极行动。^⑤ 自股东冷漠主义受到重视以来,随着 20 世纪 70 年代的整体思潮的发展,^⑥ 尤其是伴随着公司社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)的兴起,机构投资者从各个方面以监督的方式督促公司的高管人员作出负责任的决策。同时,这些机构投资者的行为也越来越具有公共性,不仅对自己持股的公司行使股东权利,而且参与到立法游说、公共政策过程中,还通过动态的购买股份为律师等中介机构不便或者不能参与的小股东保护提供服务。

① 参见 PSPD 官网:<http://www.peoplepower21.org/English>,最后访问日期:2018 年 2 月 21 日。

② 现名称为 Solidarity for Economic Reform(SER),是一个致力于通过少数股东运动来加强公司治理体系的民间组织。该集团赢得了几起具有里程碑意义的诉讼,包括对三星电子和现代汽车董事的诉讼。这些案件已成为更清楚界定韩国企业董事受托责任的基石。

③ 参见其核心成员之一 SANG-JO KIM 教授 2007 年关于 SER 的报告,网址:http://www.csr-asia.com/summit07/presentations/shareholder_ppt_SJKim.pdf,最后访问日期:2018 年 2 月 21 日。SER 官网:<http://www.ser.or.kr/main.html> 为韩文,最后访问日期:2018 年 2 月 21 日。

④ 参见其核心成员之一 SANG-JO KIM 教授 2007 年关于 SER 的报告,网址:http://www.csr-asia.com/summit07/presentations/shareholder_ppt_SJKim.pdf,最后访问日期:2018 年 2 月 21 日。

⑤ See Randall S. Thomas, “The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation”, *Vanderbilt Law Review* 61, 2008, pp. 299 – 313.

⑥ See John C. Coffee, Jr., “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”, *Columbia Law Review*, Vol. 91, 1991, pp. 1277 – 1368.

尽管投服中心在某些职能上借鉴和学习了这些已有的机构投资者的经验,并且也持有相应的股份,但是和这些机构投资者相比,投服中心仍有明显差别。首先,机构投资者通常是基于股东身份而发动投资者保护的,^①尽管投服中心在每个上市公司中均持有一手股票,但其并不是为了取得投资回报而大量持股。结合投服中心的目标和具体职能设定,这种从每个上市公司购买一手股票的情形,从某种意义上讲是一种特权。其次,投服中心缺乏相应的股份(share block),其采用投票方式而改变公司决策的能力是缺乏的。最后,也是最重要的是,投服中心的设立者是公共监管部门授权的公共部门,尽管投服中心可能以企业、事业单位等形式出现,但其设立在本质上来自公共权力的授予。因此,无论机构投资者通过何种方式具备了公共目标和从事了何种公共行为,它们都是在一般的组织法原则上的存在,而不具有特殊的权力、权利和定位。因此,投服中心在属性上与前述日本和韩国的例子完全不同。

相比之下,中国的投服中心更加类似于法定机构。但是各国的法定机构通常是投资者保护基金,如加拿大存在的三元结构:(1)加拿大中小投资者保护协会(Small Investor Protection Association, SIPA)是1999年成立的非营利组织,^②得到会员和私人的捐助支持,没有政府补助。^③ SIPA主要是充当小投资者^④的声音,为会员和支持者提供双月刊(SIPA Sentinel),并在网站上向公众提供信息,向政府和监管机构提交意见。^⑤ (2)加拿大投资者权利促进基金会(Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights, FAIR)是为了加强加拿大股东和个人投资者权利而设立的慈善机构,其资金提供方包括IIROC、OSC^⑥等监管机构。^⑦ FAIR在2017年至2020年的战略规划包括:向证券监管机构和加拿大政府提供投资者视角、关注金融欺诈及其他不当行为、关涉少数股东投资者权益问题等。FAIR主要是针对有关事件发表评论及建议报

^① See Steven Bainbridge, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper Nos. 05-20.

^② SIPA并非注册慈善机构。

^③ 参见SIPA官网:<http://www.sipa.ca/>,最后访问日期:2018年2月13日。

^④ 小投资者是加拿大人,投资额从几千美元到几百万美元不等,但是不影响市场或者个股股价,也没有财务经理。小投资者可以自己投资,也可以依靠财务顾问投资。

^⑤ 报告全文参见http://www.sipa.ca/library/SIPASubmissions/600_SIPA_OpenLetter_to_SecuritiesRegulators_20171004.pdf,最后访问日期:2018年2月21日。

^⑥ Ontario Securities Commission(OSC),即安大略省证券管理委员会,其是一家安大略省皇家公司,通过财政部向安大略立法机构报告,负责管理和执行加拿大安大略省的证券立法,是加拿大最大的监管机构,多伦多证券交易所在其管辖范围内。

^⑦ 参见FAIR官网:<https://faircanada.ca/about-us/background/>,最后访问日期:2018年2月13日。

告。^① (3)加拿大投资者保护基金(Canadian Investor Protection Fund, CIPF)是1969年根据《加拿大公司法》成立的非营利组织,由多伦多股票交易所、蒙特利尔交易所、加拿大风险交易所和加拿大投资经纪商协会共同设立并监管,^②2014年起转为根据加拿大《非营利公司法》存续。CIPF不是监管机构,无权调查或者管理其成员公司。CIPF与省和地区证券管理行政机构^③签订谅解备忘录,其治理、资金和运行要向证券管理行政机构报告。同时CIPF与加拿大投资经销商的自律组织IIROC^④签订行业协议,IIROC必须及时通知CIPF任何可能需要CIPF付款的情况。^⑤其中,CIPF实际上属于投资者保护基金,而SIPA和FAIR职能类似于CSISC,但是两者并非法定机构,因而和CSISC也不相同。

英国投资者保护基金包含于金融业统一的金融服务赔偿计划(Financial Services Compensation Scheme, FSCS)中,英国金融服务局组建了金融服务赔偿计划优先责任公司(Financial Services Compensation Scheme Limited, FSCSL)负责管理金融服务赔偿计划。FSCSL向英国金融服务局负责,同时又独立于金融服务局,其主要职责也是向投资者提供保护性赔偿服务,^⑥而非从事积极性的股东行动。

美国也存在投资者保护基金,美国的证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC)是在美国国会要求下成立的证券业非营利性会员组织,^⑦它受到SEC的监管。该基金会采取一定的行动,比如作为托管人参加对美国全国城市银行的诉讼。SIPC在证券公司的破产程序中扮演着非常重要的角色。在美国,也只有SIPC才能够把一个破产的证券公司转入到清算的程序并尽可能快地返还客户的证券和现金。^⑧但是,SIPC没有获得美国国会特许打击欺诈行为,也无权调查或管理其成员经纪商。

与美国积极行动的投资者保护基金类似的,还有澳大利亚的国家担保基金

① 参见FAIR官网:<https://faircanada.ca/about-us/background/>,最后访问日期:2018年2月13日。

② 朱才斌:《中外证券市场中小投资者保护机制比较》,载《商场现代化》2010年第36期。

③ 加拿大的金融机构受联邦或者省级管理,或者两者兼而有之。银行和保险行业在联邦一级受到监管,证券交易商和省级公司受省级监管。

④ IIROC还负责监管加拿大债券和股票市场的所有交易活动。

⑤ 参见CIPF官网:<http://www.cipf.ca/HomePage.aspx>,最后访问日期:2018年2月13日。

⑥ 参见FSCS官网:<https://www.fscs.org.uk/what-we-cover/>,最后访问日期:2018年2月13日。

⑦ 按照美国1934年《证券交易法》依法注册的证券经纪商、自营商、全国性证券交易所的所有会员成为SIPC的会员,交纳会费,以建立投资者保护基金。参见李刚、舒胜辉、王琦:《国内证券投资者保护法律制度研究》,载《浙江金融》2014年第10期。

⑧ 参见沈晓磊:《域外投资者保护组织经验借鉴》,载《合作经济与科技》2009年1月号上。

(National Security Fund, NGF)。NGF 由 SEGC 运作,^①由行业协会和交易所共同监管。NGF 可以用于澳洲证券交易所(Australian Securities Exchange, ASX)参与交易者产生的若干索赔。

CSISC 和我国台湾地区的“投资人服务与保护中心”(Securities and Futures Investors Protection Center, IPC)最为接近。我国台湾地区的投资者保护机制分为三层:“证券暨期货管理委员会”(以下简称“证期会”),由证券及期货有关单位(如台湾证券交易所、^②柜台买卖中心、证券及期货同业公会等)及其他经主管机关指定的机构捐资设立的财团法人性质的保护机构、捐赠主管机关所指定的保护机构。IPC 下设投资者保护基金,即财团法人证券市场发展基金会(后更名为“财团法人证券暨期货市场发展基金会”,以下简称“证基会”)。台湾地区的投服中心设立时的保护基金为新台币 10.31 亿元,由证券及期货市场相关机构捐助。另依台湾地区“证券投资人暨期货交易人保护法”第 18 条之规定,除依前述捐助财产外,证券商、期货商、证券交易所、期货交易所及柜台买卖中心等机构应每月拨一定比率或金额之款项予投资人保护中心,作为后续保护基金之来源。^③

IPC 的具体职能包括:(1)咨询及申诉,受理因有价证券之募集、发行、买卖或期货交易及其他相关事宜所生民事争议之咨询及申诉。(2)调处,设置调处委员会,专责处理证券投资人或期货交易人的民事争议事件调处事宜。调解协议达成后,由保护中心下设的调解委员会将调解结果送请法院审核,经法院核定后,调解结果具有与民事判决同等效力,对双方均有法律约束力。^④(3)团体诉讼及仲裁,对于造成多数证券投资人或期货交易人受损害之同一原因所引起之证券、期货事件,得由 20 人以上证券投资人或期货交易人^⑤授予诉讼或仲裁实施权后,以保护机构之名义起诉或提付仲裁,以期达到诉讼经济,减轻讼累之目的。^⑥(4)偿付,当投资人所委托之证券商

^① 根据澳大利亚《2001 年公司法》和公司条例,SEGC 为 NGF 的受托人,为法律规定的目的持有 NGF 的资产;自 2005 年 3 月起,ASX Clear 承担交易对手风险的全部责任,SEGC 只负责与 ASX 相关的投资者赔偿。

^② 台湾地区的 IPC 的资金来源不仅是私营部门,还有来自台湾当局间接严格管理和控制的准“政府”实体,如台湾证券交易所。See Ching-Ping Shao, “Representative Litigations in Corporate and Securities Laws by Government-Sanctioned Nonprofit Organizations: Lessons from Taiwan”, *Asian-Pacific Law & Policy Journal* 5, No. 1, 2014, pp. 58 - 93.

^③ 参见台湾地区 IPC 官网: <https://www.sfipc.org.tw>, 最后访问日期:2018 年 2 月 13 日。

^④ 截至 2016 年年底,IPC 受理调解申请 511 件,其中 47 件送请法院核定,32 件当事人自行和解。参见《台湾证券投资人及期货交易人保护中心 2016 年年报》,网址: <https://www.sfipc.org.tw>, 最后访问日期:2018 年 2 月 13 日。

^⑤ 但是不参与台湾地区 IPC 发起诉讼的投资者可能会自行提起平行诉讼。

^⑥ 台湾地区 IPC 在诉讼前或第一次辩论终结前需要对其进行的证券公益诉讼进行公告,使更多的受害人授予诉讼实施权,参见吕成龙:《投保机构在证券民事诉讼中的角色定位》,载《北方法学》2017 年第 6 期。

或期货商因财务困难失却清偿能力而违约时,保护机构得动用保护基金先行偿付予投资人,以降低投资人的损失,台湾地区的IPC成立以来,尚未有偿付案件。(5)归入权,以上市(柜台)公司股东身份发函要求公司之董事会及监察人为公司行使归入权,若逾期未行使,将视案件具体情形进行一般诉讼或督促程序,要求内部人将短线交易差价利益归还公司。(6)代表诉讼及解任诉讼,在一定条件下可以直接代位公司对从事不法行为的董事或监察人提起诉讼,及诉请法院裁判解任该董事或监察人,不受我国台湾地区“公司法”有关代表诉讼股东持股须达一定比例的限制。^①(7)行使股东权益,具体包括以股东身份函请公司说明或改善,并视个案状况派员出席股东会表达意见,使发行公司于进行重大决策时,注重股东权益之维护;于出席股东会并持续追踪其处理情形,发挥督促公司治理及维护股东权益的功效,若发现重大违反规定情事,亦以股东身份依我国台湾地区“公司法”等相关规定提起撤销股东会决议之诉;其他主管机关指定事项。^②从现实操作情况来看,IPC成立以来尚未发生过对投资者的偿付,但其在咨询服务、受理投诉、调解纠纷、证券诉讼、仲裁、归入权行使、投资者教育等方面做了大量工作。^③

IPC的内部治理为委员会会议制度:不少于2/3的我国台湾地区IPC董事由金融监督管理委员会直接任命,其余1/3的我国台湾地区IPC董事由金融监督管理委员会根据出自证券行业成员的建议挑选和任命。我国台湾地区IPC的业务和财务状况受到金融监督管理委员会的监督,并由金融监督管理委员会任命我国台湾地区IPC的所有董事和法定审计师,董事有权决定是否提交案件,我国台湾地区IPC在提交每个证券集体诉讼后,必须向金融监督管理委员会发出通知。^④

CSISC在设立、职能与实际运作上与前述机构存在不同。CSISC的职能包括事前持股行权试点机制、事中证券期货纠纷调解机制、事后证券支持诉讼机制,为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。具体包括:(1)面向中小投资者

^① 我国台湾地区“公司法”规定,针对董事和/或监事的衍生诉讼可由股东或股东集团提出,该股东或股东集团持有公司流通股不少于3%,持股时间不少于1年。台湾地区IPC可以利用其资金购买上市公司的股份,但数量限制为1000股,相当于台湾地区股市中的一个交易单位。这一持股状态允许IPC对公司提起确认公司无效决议之诉,但是不能启动衍生之诉或者撤销之诉。See Ching-Ping Shao, “Representative Litigations in Corporate and Securities Laws by Government-Sanctioned Nonprofit Organizations: Lessons from Taiwan”, *Asian-Pacific Law & Policy Journal* 5, No. 1, 2014, pp. 58 - 82.

^② 参见台湾地区IPC官网: <https://www.sfipc.org.tw>, 最后访问日期:2018年2月13日。

^③ 参见李刚、舒胜辉、王琦:《国内证券投资者保护法律制度研究》,载《浙江金融》2014年第10期。

^④ See Yu-Hsin Lin, “Modeling Securities Class Actions outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan”, *NYU Journal of Law and Business* 4, No. 1, 2007, pp. 143 - 190.

开展公益性宣传和教育。(2)为中小投资者自主维权提供法律、信息、技术服务。(3)公益性持有证券等品种,以股东身份行权和维权。(4)受中小投资者委托,提供调解、和解服务。(5)代表中小投资者,向政府机构、监管部门反映诉求,以及中国证监会委托的其他业务。尽管投服中心的职能表述比较笼统,并且只开展了部分工作,但投服中心作为公益性组织以及“准法定机构”的特点是比较明显的。与IPC相比,投服中心在具体职能上与IPC的第(1)、(2)、(7)三项职能存在重叠。与英美国家的法定机构相比,投服中心更多地扮演着积极股东的角色,而此类行为通常并非保护或者赔偿基金性质的法定机构的主要工作。和日本、韩国等东亚邻国相比,投服中心也存在不同。在日本、韩国等东亚邻国中,积极股东的角色和大多数国家一致,由社会组织或者公益组织自行设立,而并不由公共机构设立的机关来担任。

通过上述比较可以看出,投服中心不仅具有公益性和法定性,^①其作为股东直接行使权利的特性也很明显。这三个特点,使投服中心成为一种类似于IPC的角色设定,虽然投服中心实际的职责履行还不是很充分,但是这为其未来的职能行使留下了很大发展空间。

二、理性与限制

如何解释投服中心的角色,以及如何看待IPC的设定和发展,取决于在中国现行的法律制度下如何理解其存在的理性。

从广义上来说,投服中心仍然是一个机构投资者,这一方面,是因为它持有每个上市公司的一手股票而以股东的身份直接行使权利,并且现在设定了自动持有的机制。另一方面,除调解之外,其职责所对应的行动大多都是机构投资者可以履行的,这种调解权限并不是法定的,而是以自愿为前提的,理论上这种调解也是任何组织都可以从事的。但是,不同于一般的机构投资者,这些机构投资者通常是大额持股的,其行权是出于自我权利的实现,或者是以消极的控股股东身份行使权利。投服中心并无此种基于持有大宗股份而以投票、议案、提名等方式产生的力量。公益性的服务机构并不能通过购买所有公司的股票而直接提供服务,它和律师一样受到“购买诉讼”的制约,应当取得投资者的委托、授权而提供专业服务。与IPC能够提起派生诉

^① 参见陈洁:《投服中心公益股东权的配置及制度建构——以“持股权”为研究框架》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第77~93页。

讼相比,英美国家采用的“同时所有权”规则,就制约了此类临时股东资格的取得情形。

不仅如此,按照科菲(Coffee)教授的描述,机构投资者同时拥有“用脚投票”和“用手投票”的权利,^①在这种要么控制,要么转股的策略下,其监督角色存在局限性。机构投资者成为有效的监督者需要具备三个条件:(1)持有较大比例的股份。(2)持有时间较长并可以享有通过监督而提高公司决策质量带来的回报。(3)不存在任何实质性的利益冲突。^②而投服中心和IPC的角色是事先设定的,其事实上不能通过投票权来影响具体的管理决策,法律上也无法通过退出公司来进行否决,事实上也不存在通过改进公司绩效而获得回报的激励。因此,投服中心和IPC虽然具有公益性,但仍然是非常特别的一种现象。

与现有的各种机制或者组织设计相比,投服中心和IPC最大的独特性在于,它们同时也是监管机关设立的公共组织,尽管其法定性依据还不够强,但在当下仍然是依据公共权力而设立的,其资金来源于其他的法定机构,隶属于证券监管部门。不仅如此,从目前的实践看,投服中心更多集中于公司的合规义务,要求上市公司遵循既有的法律规则。如果从现有的角色、职能和实践来看,其行为更多地是一种巡视或者监督,是一种确保法律适用和施行的实践,在本质上属于法律执行或者警察活动。与这种实践类似,美国法院和司法部等也会直接任命公司外部监督者,以保证公司服从法律。^③

但是这仍然不能有效解释和定位投服中心和IPC,两个特点决定了其与法院执行局、经济警察以及公司治理监督者的执法人员区别:第一,这两个机构并没有被赋予任何管理、强制、检查等法定权力——尽管这是否是一个努力的方向还有待于讨论、观察,其行使的仅仅是作为股东的权利,至少在目前尚未有任何超出股东权利的行为或者实践。IPC采用的代表诉讼是借助民事诉讼的方式来行权的,而投服中心目前尚未采用此类方法,其更多地依赖于通信、发声、参与性行动等。从这个意义上来说,这两个机构的授权和行动是民事化的。第二,这两个机构的行动在目前看来相对独立,它们不仅不享有法律上的特殊权力,而且也没有明确的迹象表明二者存在自

^① See John C. Coffee, Jr., “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”, *Columbia Law Review* 91, 1991, pp. 1277 – 1368.

^② *Ibid.*, p. 1367.

^③ See Vikramaditya Khanna and Timothy L. Dickinson, “The Corporate Monitor: The New Corporate Czar?”, *Michigan Law Review* 105, 2007, pp. 1713 – 1755.

上而下的指令。投服中心目前主要行使的是“软权力”,其通过信息收集、巡查和复核等“发现”违法的职能行使主要依赖于专业化的分析研究和公开报道。

这样两个特点,并不能纳入机构投资者在现有各国和地区的任何典型框架。学者卡马拉(Camara)在10多年前提出了广义的机构投资者的分类,^①其中来自公共部门的主要是政府机关、保护或者赔偿基金。卡马拉根据设立动机、目的、来源等,区分了几种不同的机构投资者类型:(1)市场驱动的投资,包括对冲基金、共同基金和风投资本等。(2)政治驱动的投资,包括政府、公共退休基金、有政治目标的股东。(3)社会驱动的投资,包括事务绅士(gentleman of affairs),即有品格、理念或者信仰的投资者,企业创始家族、财富管理者和技术官僚。(4)多元驱动的投资,包括私人养老基金、银行信托部门和保险公司。其中的政治驱动投资者,尤其是政府,面临着公私划分的困难,“在我们这种民主国家内,拥有投票权的股份和直接规制相比并不突出。股东提案赋予了政府另外一种掩人耳目的商业规制。因为大多数的投票,其理由似乎是为了股东价值最大化,政府很可能系统性地代表其他利益集团(其对资本的剥夺),掩人耳目地进行干预,甚至使投票决策完全基于这种(反资本)而作出。”科纳瓦(Knauer)教授在对政府资助的非营利组织进行分析的时候,也提出此类组织可以影响社会政策,这种能力可被视为来自政府的“租金”,这种机构可能会因此获得更多的捐赠,同样也更容易受到政府的压力而隐蔽地威胁监管的公正和独立性。^②因此,政府通过行使股权介入公司决策面临着整体法律制度的约束。从这个意义上来说,投服中心和IPC是非常特殊的一种现象。

以民事身份设立的公益性组织从事不以营利为目的的股东维权活动,其资金在大多数国家和地区来源于私人部门。投服中心和IPC的现有定位可以看成是规制机关借助“第三部门”“公私混合”“自愿部门”而从事法律执行或者特定任务目标的行动。^③对此,也存在不同的解释理论。

最一般性的理论是从非营利组织的特性出发进行解释的,公益部门、自愿部门主要涉及“市场与政府失灵”理论、“合同失败”理论、“自愿失败”理论。不过既然是最

^① See K. A. D. Camara, “Classifying Institutional Investors”, *Journal of Corporation Law* 30, 2004 – 2005, pp. 219 – 253.

^② Nancy J. Knauer, “Reinventing Government: The Promise of Institutional Choice and Government Created Charitable Organizations”, *New York Law School Law Review* 41, 1997, p. 945.

^③ See Benjamin Gidron, Ralph Kramer & Lester Salamon, “Government and the Third Sector in Comparative Perspective: Allies or Adversaries”, in Benjamin Gidron, Ralph Kramer & Lester Salamon, *Government and the Third Sector: Emerging Relationships in Welfare States*, Jossey-Bass Publishers, 1992, pp. 16 – 19.

一般性的理论,就不能有效解释投服中心和 IPC 的特点。

“市场与政府失灵”理论,^①是指由于市场失灵和政府失灵,自愿部门、非营利组织为应对公共产品的数量或质量不足而出现。这一理论可以用来解释私营部门自愿资助非营利组织(Non-profit Organization, NPO),比如韩国的 PSPD,也可以用于危机时刻或者特殊时刻的一些行为,包括我国台湾地区“证券暨期货市场发展基金会”和 IPC 在亚洲金融危机,特别是当地股市动荡之后的一些实践。但也有学者认为,IPC 是台湾当局用来实施公共政策的工具,反映了台湾当局试图对市场机制和非营利部门失败作出的回应,而不是对台湾当局失败的回应。^②

“合同失败”理论,^③是指非营利组织是用以解决公共产品和服务的购买者和接受者分离导致市场失灵,及由此产生的信息不对称问题。典型案例为 2004 年使用捐助者的钱为东南亚海啸受害者购买食品的慈善组织。这也可以解释中国财政部门利用各种类似组织解决财政资助或者购买公共服务中的分配、监督和评价等问题。但是,一般认为,资助台湾地区 IPC 的证券交易所和经纪公司等证券市场参与者是公共产品的购买者,合同失败理论无法解释这些市场参与者的公共性或者公益性。^④

“自愿失败”理论^⑤是非营利组织的传统经济理论,该理论假定了非营利组织的自愿属性,但忽视了政府与非营利组织之间的合作关系。“自愿失败”理论的核心是,政府对公共产品短缺作出反应,其交易(管理或者制度)成本往往高于自愿组织的成本。非营利部门通常会提供对市场失灵的第一线反应,并且只有当自愿反应不足时才会要求政府回应。因此,政府的参与是对私人非营利行为的补充而非替代。在 IPC 的证券集体诉讼法律服务中,台湾当局仍然控制着 IPC 的董事和法定审计师,同

^① See Burton A. Weisbrod, *The Nonprofit Economy*, Harvard University Press, 1988, pp. 25 – 27. See also Bruce R. Kingma, “Public Good Theories of the Nonprofit Sector: Weisbrod Revisited”, *Economic Theory* 8, No. 2, 1999, pp. 135 – 148.

^② See Yu-Hsin Lin, “Modeling Securities Class Actions outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan”, *NYU Journal of Law and Business* 4, No. 1, 2007, pp. 143 – 190. Nancy J. Knauer, “Reinventing Government: The Promise of Institutional Choice and Government Created Charitable Organizations”, *New York Law School Law Review* 41, 1997, pp. 945 – 1000.

^③ See Henry B. Hansmann, “The Role of Nonprofit Enterprise”, *Yale Law Journal* 89, No. 5, 1980, pp. 835 – 902.

^④ See Yu-Hsin Lin, “Modeling Securities Class Actions outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan”, *NYU Journal of Law and Business* 4, No. 1, 2007, pp. 143 – 190. Nancy J. Knauer, “Reinventing Government: The Promise of Institutional Choice and Government Created Charitable Organizations”, *New York Law School Law Review* 41, 1997, pp. 945 – 1000.

^⑤ Ibid.

时,其资金来源于市场参与者。这一方面反映了台湾当局对第三部门的介入,另一方面也说明会出现当局利益与投资者利益不一致的情形。^① 由此可以看出,仅依靠非营利组织或者公益组织理论并不能有效解释投服中心和 IPC 的定位。

第二个层面的理论是从政府职能转变的角度而言的,即政府采用独立组织的形式并借助市场提供公共产品,这是 20 世纪 90 年代以来的新公共管理(new public management, NPM)浪潮下的产物。自 20 世纪 90 年代以来,继英法美等国的“放松规制”和“私有化”,新西兰政府推进政府公共管理(包括但不限于经济管理和经济规制)的民主化、企业化、市场化,开始了新一轮“新公共管理”运动。在这一波改革中,美国则推行“国家业绩评价”(National Performance Review, NPR),其目标是“让政府做得更多,花得更少……更聪明、更优秀、更快捷和更便宜”,提出政府应当寻求市场而不是行政解决方案来促进服务的提供,^②并且美国国会通过了美国《政府业绩和效果法》(Government Performance and Result Act)。总体而言,新公共管理的内容有:(1)用间接控制机制替代直接命令,如合同;(2)在层级组织中下放管理责任;(3)用分权管理体系替代详尽的中央计划;(4)用结果或者产出衡量来替代投入控制;(5)将政策制定和实施的责任分散;(6)购买者和供应商分离;(7)将官僚机构划分为自治单位;(8)在政府内创设执行机构;(9)通过合同进行管理或者监督原有的关系;(10)增加非政府部门参与公共服务提供;等等。^③

新公共管理构成对“正统”行政理念的变革,其价值目标在于效率、经济和有效性。^④ “重塑政府”的首倡者奥斯本和盖布勒概括了政府职能社会化、市场化的 36 种

^① See Yu-Hsin Lin, “Modeling Securities Class Actions outside the United States; The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan”, *NYU Journal of Law and Business* 4, No. 1, 2007, pp. 143 – 190. Nancy J. Knauer, “Reinventing Government; The Promise of Institutional Choice and Government Created Charitable Organizations”, *New York Law School Law Review* 41, 1997, pp. 945 – 1000.

^② See A. Gore, “From Red Tape to Results: Creating a Government that Works Better and Costs Less”, *The Report of the National Performance Review*, Random House, Huxhol, 1993, p. 66; *The Gore Report on Reinventing Government: Creating a Government That Works Better and Costs Less*, Times Books, Random House, 1993, p. 1.

^③ See P. Dunleavy and C. Hood, “From Old Public Administration to New Public Management”, *Public Money and Management* 14, 1994, pp. 9 – 16.

^④ See David H. Rosenbloom and Rosemary, O’Leary, *Public Administration and Law*, Marcel Dekker Inc., 1996, p. 6.

方式,从中我们可以感受到现代政府经济手段的复杂性和多样化。^① NPM 的理念是:对经济管理和经济规制的改进是实体导向而不是程序导向的;市场机制和政府调控之间存在紧密互动;注重经济民主和经济自由;经济效率、社会效率、有效利用市场机制、民主参与是改革的核心。从中我们可以看到“公法”和“私法”更深刻的融合,以及“公共部门”与“私人部门”更紧密的结合。“在强调机构稳定性和服务质量问题中,公共管理者和非营利部门的困境部分来源于合同混合了公—私特性,无法分清哪是公共成分,哪是私人成分。”^②NPM 的实质是在对经济的公共管理中引入市场、竞争和经济民主机制。“通过市场配置实现获益,并不意味着规制者应当从受规制的公用事业投资者那里转移收入给消费者。规制者不应当将这种收入转移和获得效率混淆。相反,规制者应当为了向竞争的有秩序转轨建立基础规则,消费者的获益源泉是竞争创新和成本削减。”^③因此在西方国家,随着放松规制的发展,规则数量和规制机构仍在不断增加,只是在其中更多地引入了竞争和市场机制。

新公共管理采取了多种多样的法律调整方式,更强调市场竞争,更加强调私人部门尤其是自愿部门提供公共服务,从这个意义上来说,投服中心和 IPC 可被看成在这一国际趋势和背景下提高“国家治理能力”的尝试。NPM 侧重于市场化的供给,而投服中心和 IPC 的法定性和垄断性并不完全符合这种情形,尽管其提供服务上仍然需要借助于专业的中介服务人员或者机构。

第三个层面是从经济规制的角度而言的,即个别性、特殊性、回应型规制的出现,这也是 NPM 和规制自身发展带来的。“随着政府‘卸载’、‘退却’和公共服务市场化、社会化等改革,公益机构承担越来越多原本由政府部门承担的公共服务职能,从公共财政获得的资金在其收入中所占的比例也在增加。”^④

① 这些方式包括:(1)拟订法律条文和罚则;(2)管理或撤销管理;(3)监督和调查;(4)发放许可证;(5)税收政策;(6)拨款;(7)补助;(8)贷款;(9)借贷担保;(10)订立合同;(11)经营特许权;(12)公私伙伴;(13)公公伙伴;(14)准公共或私营公司;(15)公营企业;(16)采购;(17)保险;(18)奖赏、奖励和赠予;(19)改变公共投资政策;(20)技术援助;(21)信息;(22)介绍推荐;(23)志愿人员;(24)有价证券;(25)影响费;(26)促进非政府的努力;(27)施加压力;(28)同非政府机构的领导人员开会协商;(29)种子资金;(30)股份投资;(31)志愿者协会;(32)合作生产或自助;(33)交换;(34)需求管理;(35)房地产的出售、支援和使用;(36)规范市场。当然,这种概括并不周延,也不是按照同一标准来划分的,但从其中第(6)项到第(35)项,可见西方国家的公共商事行为的多样性。参见[美]戴维·奥斯本、特德·盖布勒:《改革政府——企业家精神如何改革着公共部门》,周敦仁等译,上海译文出版社1996年版,第315页。

② H. Hecl, “Frontiers of Social Policy in Europe and American”, *Policy Sciences* 6, 1975, pp. 403 - 421.

③ See J. Gregory Sidak and Daniel F. Spulber, “Deregulation and Managed Competition in Network Industries”, *Yale Journal on Regulation* 15, 1998, pp. 117 - 147, 119.

④ 周志忍、陈庆云主编:《自律与他律——第三部门监督机制个案研究》,浙江人民出版社1999年版,第24页。

法的统治,应当遵循“同样的情形同样调整”。同时,近代民族国家都建立在韦伯所说的科层制基础上,约束政府的主要工具之一即为遵循一般化的规则取得从事某种活动的授权,这也带来了规制的一般性。而随着“以合同规制”(regulation by contract)的兴起,^①出现了更具有灵活性的“不同的情形不同调整”的规制实践,当然这种实践更多地是和公共服务联系在一起。这也是与政府改革中的合约(contracting)联系在一起的,^②它着重表明第三部门在与政府的契约关系中的自愿性。^③比较起来,第三部门是指非政府、非营利组织。第三部门本身不具有商事性,但是通过与政府的合同关系,它们也扮演着“第三方政府”的角色。以合同方式完成规制的目标,手段同样改变着规制方式,也有学者提出了规制手段的改革,即回应型规制。^④这种回应型规制,可以采用不断加码的处罚来保证义务人合乎规制的目标。与以往的法律实施理想相比,个别性和回应型的法律调整不断出现会些许违背平等原则,一个义务人是否受到法律的处罚取决于其是否被执法人发现,但如果将这一问题放在法律的普遍执行背景下,就不大会成为伦理上的挑战。因此,回应型法必然是自治型法的升级。^⑤

投服中心和IPC在个别性规制的意义上具有很大的重叠性,主要为对其所能发现的不合规的公司治理进行规制以及为寻求法律援助的小股东提供救济。因此,尽管是受到监管部门的授权,但并不属于一般性的执法行为。不过,这种特殊权力并不是由合同赋予的——在我国“以合同方式规制”的情形较少,除非对“合同”作出广义的解释。但是,这两个机构的行为不属于一般性的法律执行,也不属于面向所有违规或者损害中小股东利益的行为,它们的执行是明确的。

上述三个理论都是一般性的,可以从不同侧面对投服中心的角色和定位作出解

^① See Peter Vincent-Jones, *The New Public Contracting: Regulation, Responsiveness, Relationality*, Oxford University Press, 2006. See also Daniel Gutman, “Public Purpose and Private Service: The Twentieth Century Culture of Contracting Out and the Evolving Law of Diffused Sovereignty”, *Administrative Law Review* 52, 2000, p. 859.

^② See N. Deakin, “Government and the Voluntary Sector in the 1990’s”, *Policy Studies, Autumn* 1, 3, 1991, pp. 11 – 21; M. Fogarty and R. Legard, *More Than Money: How Business and Voluntary Organisations Can Work Together*, Joseph Rowntree Foundation, 1993.

^③ See Home Office, *Profiting From Partnership: Efficiency Scrutiny of Government Funding of the Voluntary Sector*, HMSO, 1990; M. Taylor, *New Times, New Challenges: Voluntary Organisation Facing the 1990s*, National Council for Voluntary Organisations, 1990.

^④ See Ian Ayres and John Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, Oxford University Press, 1992.

^⑤ 参见[美]P. 诺内特、P. 塞尔兹尼克:《转变中的法律与社会:迈向回应型法》,张志铭译,中国政法大学1994年版,第18页。

释,但同样也都因为理论的一般性而不能被完全界定和解释。而明确对投服中心和IPC进行解释的理论主要是米尔哈特(Milhaupt)教授提出来的。米尔哈特教授认为,对于“良好”的投资者保护,执法质量至少与高质量的成文法一样重要。在与企业相关的法律领域中,私人执法的障碍比较多,包括较高的证明和法律认定标准,缺乏信息获取以及阻碍可能的原告的程序规则。法律得到有效执行的具体障碍包括:(1)高法定起诉门槛和经济风险,行使重要股东权利的股权起点比较高,股东诉讼的经济风险比较大,这一直是东亚股东行动的主要障碍。(2)私人律师推动的法律执行的基础设施薄弱,信息获得、社团组织、起诉和赔偿机制等比较缺乏。(3)股东的被动性传统,境内机构投资者在诸如日本、韩国等国家和中国台湾地区,都没有在公司治理中发挥重要作用。按照这一说法,以股东身份活动的公益组织的好处是,不存在营利的动机,组织上无法进行分配,这就对干扰性、敲诈性的诉讼施加了约束和限制条件。同时,无论是基于东亚传统还是大陆法系的特点,股东诉讼的赔偿回报通常是负的。因此,无论是无意还是通过设计,大多数加强执法行动的努力都归入了国家之手。米尔哈特教授认为中国在消费者保护领域已经拥有一个由国家赞助的NPO,^①可以作为公益股东保护组织的典范。

不过,仔细推敲一下,米尔哈特教授的理论也是上述第一个层面理论的延伸,在他看来,非营利组织本身存在问题,比如所有者不是很明确;投票权有问题或不存在;慈善目标不明确,或者至少难以量化;没有重要的二级市场运作;索赔人要么不能有效地对其进行监督,要么求助于这类组织。由于无法持有更多股份进行二级市场操作,没有公司控制权市场,无法启动代理战,难以发动股东派生诉讼,等等。随着投资者保护环境的改善,或者营利目标的法律执行者(律师)占据更大份额的市场,日本、韩国和中国台湾地区的股东维权非营利组织会逐渐消亡或转而追求其他目标。同时,这些第三部门的组织也可能会形成利益集团而在相关工作中产生黑暗动机,例如政治野心、隐藏的财政报酬,甚至背叛国家或当局利益等。^②这种执法效果和质量的视角也得到了其他学者的支持,如Yu-Hsin Lin在对IPC的分析中也认为,IPC在股

^① 中国消费者协会在国家机构的监督下执行准监管职能。See Curtis J. Milhaupt, “Nonprofit Organizations as Investor Protection Economic Theory and Evidence from East Asia”, *Yale Journal of International Law* 29, No. 1, 2004, pp. 169 – 208.

^② See Curtis J. Milhaupt, “Nonprofit Organizations as Investor Protection Economic Theory and Evidence from East Asia”, *Yale Journal of International Law* 29, No. 1, 2004, pp. 169 – 208.

东权利法律市场中的垄断地位,阻止了营利性律师保护投资者的努力。^①

但是如果从第三个层面的理论视角出发,投服中心和 IPC 不仅受到来自法律服务市场的竞争和压力,也存在公共执法和一般性执法改进所带来的竞争和压力。这种层面的竞争和压力并未得到关注。综合上述各种解释,笔者认为,投服中心和 IPC 的一般性制度定位大体上应予以明确。

三、组织和定位

类似于 IPC 的这种政府设立的公共组织,也属于公益性组织,此类组织从政府或者私人部门获得资金,采用民事执法的方式执行,其目的在于保护证券市场的投资者,前面分析了其现有的理论解释和对其发展的边界判断。现有的解释性理论刻画了 IPC 在整体法律制度中可能遇到的各种原理和边界问题,对于未来的投服中心的定位和发展,这些原理及其边界问题也同样值得检讨。

但是这些原理几乎都是经济理论的翻版,而这些理论的根本局限性在于对组织的理解不够充分,尤其是当这些理论应用于公共领域中的公益组织时。威尔逊教授早就对此进行过检讨,并提出了更广阔的分析框架,“近来,经济学家们渐渐对公司存在的原因产生了兴趣……这种关注已经演变为理论上引人入胜的(但迄今为止仍以经验主义为依据且相当枯燥无味的)有关委托人与代理人关系的争论……但是当经济学家们把公司的兴趣延伸到政府机构时,他们也带来了对公司的习惯看法……政府机构可能采取会带来不同结果的各种组织手段,而一些公司则会按照边际成本经济学无法预测的方式行事,这其实是两个涉及不同问题的概念。”^②而按照威尔逊教授的观点,组织的成功取决于人和组织内的制度,“首先,每个组织必须决定完成中心任务的方式。所谓中心任务,我指的是那些一旦主要组织成员圆满地完成了这些任务便会促使该组织解决关键性的环境问题的行为……第二个挑战是对定义中心任务的方法取得一致意见,并且赢得普遍(即使不那么热烈)的赞同。一旦定义被广泛接

^① See Yu-Hsin Lin, “Modeling Securities Class Actions outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan”, *NYU Journal of Law and Business* 4, No. 1, 2007, pp. 143 – 190. Nancy J. Knauer, “Reinventing Government: The Promise of Institutional Choice and Government Created Charitable Organizations”, *New York Law School Law Review* 41, 1997, pp. 945 – 1000.

^② [美]詹姆斯·Q. 威尔逊:《美国官僚政治——政府机构的行为及其动因》,张海涛等译,中国社会科学出版社 1995 年版,第 31 页。

受并得到普遍赞同,我们就说这个组织具备了使命感……每个组织必须解决的第三个问题是得到足够的行动自由和外部的政治支持(至少不是反对),这样它才能在合适的时候重新定义自己的任务并给其定义注入一种使命感。每个组织都设法得到了一定程度的自治权”。^① 一个组织同时受制于环境、观念、利益、文化等多种因素,其中人,尤其是领导人作为制度企业家的作用也是不可或缺的。

尽管同样受制于各种经济或者规制理论所揭示的原理和规律,组织仍然可以在自我的努力下,在制度构成的网络中,充分实现自我价值、实现组织目标、提供公共产品以获得制度收益。因此,当我们讨论投服中心的角色、职能和未来发展时,投服中心能否如威尔逊教授所言,自我体认到中心任务并取得成员的认可,乃至获得行动自由和外部政治支持,是最关键的命题。换言之,投服中心同样可以以独立的道路,和IPC以及各国和地区的各类机构投资者有所不同。

投服中心是在中国特定的公司治理、公司发展阶段、法治水平和结构下产生的,对当下的时弊具有相当的针对性,其在资本市场、公司治理的实践中已经取得了相应成绩。投服中心的这种制度嵌入性体现在以下方面:

1. 在中国现有的公司治理中,初始的外资公司采取了以合同为基础的合资模式,国有股权构成了资本市场的主体,市场化程度不高导致两权分立不充分和公司独立性不足,而股东尤其是控股股东对公司的控制较多。同时,我国的公司法也采用了股东会中心主义,公司权力集中在股东层面,导致我国公司治理中的委托代理问题通常集中于大股东与小股东之间,而非发达的资本市场中的股东与董事和高管人员之间。^②

2. 资本市场受到高度规制且存在市场分割,过度的规制导致对敌意并购的过度限制,难以通过公司控制权市场改进公司治理,消除代理成本,超额募集资金和缺乏公司分红也导致公司价值只能通过股票交易实现,^③因而中小股东的散户投资行为十分活跃。

3. 监管模式更多依赖于被动审批而缺乏有效的法律执行能力,除常规审批之外,对公司治理的纠正,常常具有“救火队”或者“危机性”的特点,有时甚至取决于“社会影响”,缺乏常规的公司治理校正能力,监管僵硬同时政策性波动较大。

^① [美]詹姆斯·Q. 威尔逊:《美国官僚政治——政府机构的行为及其动因》,张海涛等译,中国社会科学出版社1995年版,第33~35页。

^② See Lawrence E. Mitchell, “Fairness and Trust in Corporate Law”, *Duke Law Journal* 43, 1993, pp. 425-491.

^③ 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第293~301页。

4. 司法体系尤其是法院系统,对双重代理问题的股东权利救济显著不足。大陆法系本身的法律形式主义比较严重,^①加上基于政治因素而受到压制的集团诉讼侧重于对债权人的救济,投资者保护的公司法理念尚未确立,股权救济存在先天性缺陷。此外,起诉条件和诉讼成本高昂,监管部门的公共信息服务不足导致起诉方和律师等取证困难,法院对此类纠纷态度极其保守且缺乏具备相应知识和专业水平的法官。这些客观条件,导致我国上市公司治理中的股东保护处于低质量、高成本和弱执行状态。

与此同时,上市公司法律制度中的诸多问题也影响了股东权利的实现和法律救济。我国公司法和证券法采用了不同的模式,公司法采用的是 19 世纪通行的大陆法系模式以及东亚模式,这种模式来源于法国,而证券法尽管也采用了大陆法系模式,但更多受到英美法系的影响,两者的主要法律机制实际上存在分割。同时,规制机关不断将证券法扩展到公司法的领域,比如董事和高管人员的合规义务、忠实义务,包括控股股东对中小股东的义务,这类的规则和处罚,在上市公司层面上,事实上形成了单独的法域。

在这种背景下,投服中心的角色、职能和任务设定就具有了以下不同层面:

第一,投服中心在当下是填补监管弱项,弥补执法水平、频度、强度等质量不足的制度化机制。和米尔哈特教授所分析的 IPC 定位不同,投服中心更多是日常的、常规的公司治理合规监督,这和中国证监会、交易所的工作模式和规制特点是相对的。IPC 对公司日常的、常规的合规监督主要集中在两个阶段:一是上市发行过程中以审批方式行使制裁;二是在公司信息披露上基于证券法和监管规则决定是否同意或者作出异议来进行监督。而投服中心则不同,借助于一手股票股东的身份,投服中心常规性地参与公司的各项活动,以股东身份行使日常的、常规的监督。尽管投服中心目前还主要是停留在参与股东大会等方面,但是其可以通过扩大知情权、查阅权等权利,更多地促进公司日常的治理完善机制。而这个方面更多对应的是公司的合规义务。

第二,投服中心可以在纠正董事、高管人员,控股股东的诚信义务监督、追责以及寻求法律救济上,扮演机构投资者(公益股东)的角色,借鉴积极行动者的经验,借鉴事前或者事中进入或者干预决策,或者事后追责或寻求法律救济的方式,填补制度中

^① Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature* 46, 2008, pp. 285 - 332.

的薄弱环节。这个角色上也可以进一步细分:(1)不仅仅是对发生利益冲突的公司决策或者行动,可以通过公开发声以影响股东投票、高管人员决策的方式进行事前干预,并且可以对注意义务的履行予以督促或者要求改进。(2)不仅仅是对是否符合法律规定进行决策的合规性审查,而且可以以更为专业,结合多种学科的知识或者不同利益群体的视角,提出改进型的意见、建议或者替代方案。(3)不仅可以通过提出更积极的行动指南、公司治理指引等方面的判断标准,以倡导者的方式推动“软法”式的改进方案,而且可以在出现公司治理危机或者重大决策争议的时候,提供相对专业的意见改进公司治理。

第三,CSISC可以凭借专业的公共机构角色,作为近似于自愿部门的组织,提供公共产品,这方面,既包括可以作为新的改革方案、法律或者规则的提案人或者倡导者,扮演“智库”的角色,也可以作为专业的公共服务机构,通过对“人才库”的建设,广泛地跟踪和掌握上市公司领域的各类专业人才,甚至成为中国急需的“经理市场”“中介服务市场”的培育者。从这个意义上来说,投服中心天然具有垄断的特性,而这对近似“第三部门”的非营利组织而言,容易退化成为公共监管机关的手臂延伸。因此,充分地利用经理人市场、中介服务市场,在投服中心已经成为股东并能成为投资者权利授权平台的情形下,可以在法律、审计、评估、经济分析等服务市场中扮演平台的角色。也只有这样,才能克服投服中心的潜在弊端。当然,最重要的专业机构角色还是成为良好公司治理的知识提供者。

第四,投服中心可以借助其对公司治理、商业实践的良好经验,在当下非公共机构难以提出集团诉讼,而股东派生诉讼刚刚明确规则的情形下,成为积极的股东权利主张者,成为董事和高管人员公共责任的法律执行者。

第五,投服中心最终应当在我国现有的制度背景下,成为证券权利、股东权利等消费者保护领域的法案倡导者、立法者和纠纷解决者。换言之,投服中心应当成为经济法上独立于监管、审批的行政部门的独立规制机关。作为法案倡导者,公共利益的规则知识的提供者,这一点比较容易理解。作为立法者的角色,投服中心可以借鉴美国法学会在证券、资本市场中的角色,为包括公司治理、股票发行合约、债券发行合约等专业化、复杂的、多选择的规则提供答案、解释或者指南,而这可以极大地改进现有中国立法中的缓慢、粗疏和不专业。诸如公司章程条款的标准化和多元化,发行合约条款的解释,注意义务的具体展开,公司治理中的重大理论争议下的规则设计等,我国缺乏这样的自发组织。同样,投服中心也可以定位于我国上市公司中的股东权利、

诚信义务等方面的司法纠纷解决者,这方面实际上也可以由投服中心组织司法机关、仲裁机构作为平台,形成良好的组织平台后,借助于自愿管辖权来取得。

这些不同的角色,对应着不同的职能和不同层次的机构定位,取决于投服中心对自身的定位及其组织化的能力,以及整体制度作为制度环境的接受水平——按照威尔逊教授的理论,这都取决于投服中心的组织化水平。

四、战略与未来

组织化水平的提高是一个渐进的过程,投服中心可以通过有效战略而逐步克服“救急”的特性,而不至于成为整体法律执行水平较低、公共服务不足、监管能力低下的替代物。

第一是要认识到组织的中心任务,并不断提高组织的认知能力。无论是机构投资者、志愿部门、个别性调整的规制部门,还是法律执行能力的补充者与提高者,对资本市场的规则及其实施而言,投服中心区别于监管机关、法律服务机构(律师事务所和证券公司等)的核心能力,在于其知识化、专业化的水平。如果没有专业化的能力,就不能摆脱前述理论刻画出的边界制约。相比于监管机关,投服中心的知识在于不仅知道法律上的最低合规标准,而且依赖于更好的公司治理原则和细则;相比于法律服务机构,投服中心的知识在于能够不囿于局部、个案、特殊情形,而更多地采用多学科、多部门的视角,从资本市场发展、公司治理的长期绩效等方面进行多元化的知识探索;相比于司法机构,投服中心的知识体现为以实质主义为导向的商业实用主义(business pragmatism)视角。

第二是对组织独立性的争取,如果不能取得独立于监管部门的定位并以法定化方式加以明确,投服中心的独立性就难以得到保障,甚至因为其民事组织的特性而使其有些特权会遭到质疑,比如是否构成了“购买诉讼”的例外。除法定机构的特性之外,独立性还要求具有实际的独立组织能力,即相对于监管部门的独立判断和自由裁量权。

第三是对组织作为消费者权益保护组织的特性的自我认知和外延扩展,这包括客体层面的领域扩大,不能将此类法定组织所提供的服务仅仅局限于上市公司的股票,而应当看到随着各种资本市场工具的扩展,投资者、投资产品的外延也在不断蔓延,投服中心的服务领域也应当随着金融创新、证券创新而不断扩充内容。

第四是平台化的联合其他中介服务组织、多元化的纠纷解决机制、企业家和经理人的自发组织等,从而避免仅仅局限于投服中心自身并局限于个案、特殊性调整的目标追求——尽管这也是必不可缺的。

因此,在笔者看来,知识化、法定化乃至独立化、服务内容扩展化和平台化,构成了投服中心的未来蓝图,即投服中心既可以避免过于公共化而成为监管手臂的延伸甚至替代,也可以避免因为法治化不足而成为现有执法能力不足的临时工,而且可以避免因为垄断而导致的种种理论上已经刻画的弊端。这一切,都取决于投服中心自身的组织化水平。成功组织的投服中心,当可成为我国中小股东保护模式的探索者和实践者。