

我国证券市场投资者权益行为研究^{*}

香港中文大学课题组

摘要:本文对股东权益行使行为(特别是股东大会出席行为和表决行为)进行了大数据实证分析,指出所有权性质、股权集中度、盈利能力、企业规模等因素对投资者股东大会出席行为或表决行为具有显著影响。本文的案例研究进一步表明,表决权回避制度和外部长期投资者股东均有利于发挥投资者权益行使行为的作用。从权益救济行为的实现途径来看,投服中心是投资者权益行为制度创新的有益探索。一方面,投服中心以机构投资者身份积极参与上市公司治理。另一方面,中证中小投资者服务中心依据其独特的民事“私主体”的法律地位,消弭了民事诉讼制度对证券纠纷案件诉讼主体适格性的限制,降低了证券投资者维护其合法权益的成本,有效提升了我国证券监管的整体效能。

关键词:投资者保护 股东权利 中国证券市场 股东大会 股东诉讼 证券法

一、投资者权益行为的概念问题

2017年召开的全国金融工作会议指出,要形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。投资者是多层次资本市场体系的重要参与主体,其权益行为关系着整个资本市场体系的发展方向。在展开研究之前,有必要厘清“投资者权益行为”这一概念,以明确我们的研究对象、研究内容和研究范围。

^{*} 本课题承接方为香港中文大学,报告撰写者:习超,香港中文大学法律学院教授、副院长;韩斯睿,香港中文大学法律学院博士后研究员;曹宁,香港中文大学法律学院副研究员;龚浩川,《当代法学》编辑。

本文认为,投资者权益行为是指投资者旨在满足和实现投资权益而实施的行为。

(一)投资者权益行为的主体

本文采用较为狭义的证券市场投资者概念,即以股票投资者权益行为作为主要分析对象。股票投资者权益行为的主体是股东。股东是组成公司并在其中享有股东权利的人。

以成为股东的动机和目的为标准,可将股东分为两类:投资性股东和经营性股东。^① 投资性股东取得上市公司股份的主要目的在于获得股利和股票差价等收益。经营性股东获得和持有上市公司股份的主要目的是控制和经营企业的权利,当然并不排除其营利目的。本文以投资性股东的权益行为为主要研究对象。

上述分类关注以获取自身经济收益为动机的私益股东,却没有关注以保护和提升股东整体利益为行权目的的股东。例如,我国的中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心),就是通过持有上市公司的股票,以维护股东合法权益为目的,积极行使股东权利。^②

(二)投资者权益的概念界定

界定“股东权益”可以通过分析“股东权益”与其他相近概念的关系来实现,其中,最主要的是将其与“股东权利”和“股东利益”进行区分。

首先,股东利益应该为三者中外延最宽泛的概念。股东对于公司或者其他股东可能有各种不同的利益。“股东权益”是在“股东利益”外延之内的概念。

其次,股东权利是三个概念中外延最小的概念。对于“权利”的认识有很多学说,其中,耶林等法学家所提出的“利益说”主张把“权利”理解为法律所承认和保障的利益。^③ 因此,股东权利也将落于股东利益的外延之内,二者最明显的区别则在于股东权利必须是具有法律正当性的。至于股东权益与股东权利之间的区分,就需要借助权利的“法力说”。“法力说”认为权利是法律赋予权利主体的一种用以享有或维护特定利益的力量,或者一个人通过一定行为而改变法律关系的能力,^④强调权利背后法律的强制力保障。“股东权益”在受到法律保护的力度上明显弱于“法律权利”。

① 股东亦可采用三元分类法:投资股东、经营股东和投机股东。参见赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社2012年版,第283页。本研究不特别区分投资股东和投机股东。

② 中证中小投资者服务中心对“行权”业务的介绍为:公益性持有股票、基金、债券和期货等品种,以投资者身份,行使表决、提案、建议、质询等权利;推动各类市场主体参与持股行权和维权。

③ 参见张文显主编:《法理学》,高等教育出版社、北京大学出版社2011年版,第93页。

④ 同上。

因此,“股东权益”在外延上介于“股东权利”和“股东利益”之间,三者的关系如图1所示。股东权益也可理解为股东权利以及基于股东权利衍生的合理利益。

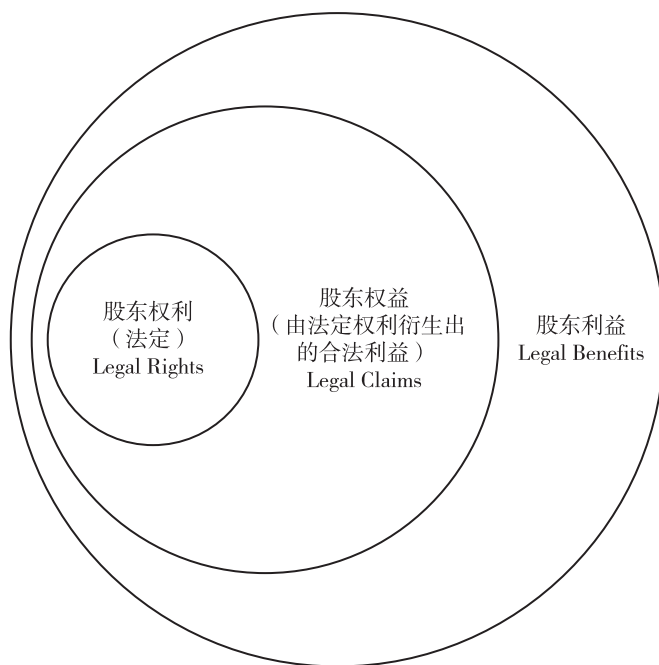


图1 “股东权利”、“股东权益”及“股东利益”三项概念的关系

(三)投资者权益行为的类型

1. 权益行使行为和权益救济行为

从权益行为发生诱因看,可以将投资者权益行为分为权益行使行为和权益救济行为。投资者权益行使行为是指投资者实现其依法享有益权内容的行为,如股东行使表决权、提案权。权益行使行为强调的是行为的主动性。

投资者权益救济行为是指投资者权益受到损害或者投资者权益行使行为受到不当阻碍时,投资者在法律允许的范围内通过私力、公力或者替代性救济手段维护自己权益的行为。如请求证券监管机关或者司法机关的介入提供救济。权益救济行为强调的是行为的被动性。

2. 积极权益行为和消极权益行为

从权益行为的主观积极性看,还可以将投资者权益行为分为积极权益行为和消极权益行为。投资者积极权益行为指的是,投资者通过积极行使投资者权利以实现和达致其权益的行为。投资者消极权益行为指的是,投资者消极的不为行使投资者

权利,放任损害其自身或全体投资者权益的情形发生,或者股东通过售出其持股消亡其在所投资公司的股东身份。

3. 正式权益行为和非正式权益行为

从权益行为的外观形式看,还可以将投资者权益行为分为正式权益行为和非正式权益行为。投资者正式权益行为指的是,投资者通过正式方式、途径或者机制实现权益的行为。非正式权益行为指的是,投资者通过非正式的方式、途径或者机制实现权益的行为。

4. 本人权益行为和委托第三人的权益行为

从是否由本人行使权益,投资者权益行为可以分为本人权益行为和委托第三人的权益行为。在我国,股东通过第三人行使表决权主要是通过表决权委托的方式,授权他人在股东大会上行使表决权。

二、投资者权益行使行为定量实证分析

本部分和第三部分重点研究投资者权益行使行为。本部分研究的权益行使行为,重点是积极权益行为。也就是,投资者通过积极行使投资者权利以实现其权益的行为。

行使共益权的行为类型和种类丰富,包括股东参与股东大会的行为、行使提案权的行为、行使表决权的行为、行使质询权的行为等,不一而足。究其根本,投资性股东权益行使行为最重要的场所和途径是股东大会。股东大会是股东获取上市公司信息,参与上市公司重大决策,参与上市公司董事、监事和高级管理人员任免的主要方式。因此,本章将以上市公司股东大会作为研究的立足点和着眼点,利用成熟的数据挖掘技术,使用跨学科的实证定量研究方法,基于对中国资本市场主板上市公司2018年股东大会大数据的深入剖析,对投资者的积极权益行使行为进行研究。

(一) 投资者出席股东大会行为分析

本文对股东大会的出席数据进行详细分析,以期全面立体展现当前我国投资者出席股东大会行为的情况。

在资本市场实践中,股东大会全体股东出席率的定义如下公式所示:

$$\text{全体股东出席率} = \frac{\text{出席股东大会的股东所持股份数总和}}{\text{上市公司总股本}}$$

全体股东出席率的定义,深刻地反映了股份有限公司资合的本质特征。出席率

的计算并非基于出席股东的人数,而是基于出席股东所持股份的占比,体现了出席股东对应的股东权益大小。

值得注意的是,只关注上市公司全体股东出席率不足以全面地呈现中小投资者权益行为,本文特别针对中小股东股东大会出席行为进行整理分析。中小股东出席率的定义如下:

$$\text{中小股东出席率} = \frac{\text{出席股东大会的中小股东所持股份数总和}}{\text{上市公司总股本}}$$

本文整理了 A 股主板上市公司一共 6235 次股东大会,涉及 A 股主板上市公司共 1894 家。

1. 全体股东出席率

图 2 是上市公司股东大会全体股东出席率分布散点图。^① 本文的数据显示,股东大会的平均出席率为 49.12%,中位数为 49.32%。就国际资本市场而言,我国上市公司的股东大会全体股东出席率偏低。根据西方学者的统计,欧洲市场 2014 年的上市公司股东大会全体股东出席率的平均值,英国为 71.1%,荷兰为 68.3%,法国为 66.3%,德国为 57.9%。^②

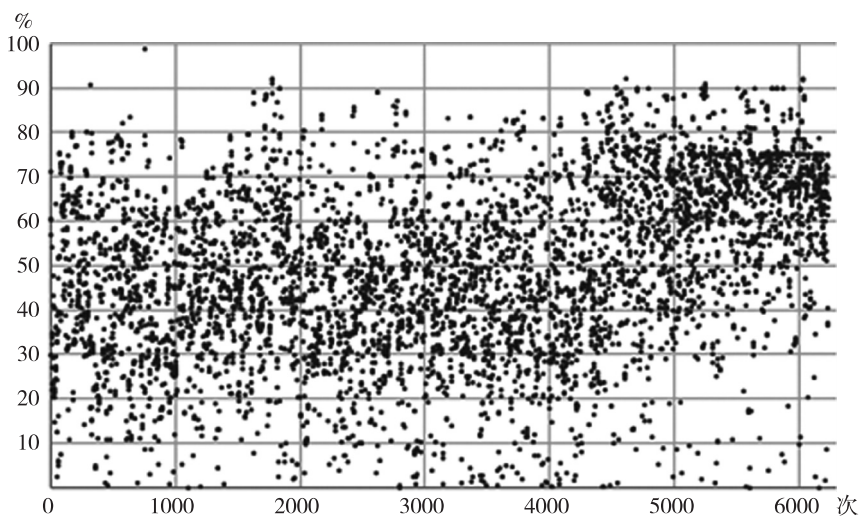


图 2 股东大会全体股东出席率分布

图 3 反映了各区间出席率占比的分布情况。可以清晰地看出,全体股东出席率落在(40%,50%)的占比最大,占全样本的 18.87%,其次为落在(50%,60%),占比

① 本章散点分布图均是按股票代码排序。

② See Anne Lafarre, *The AGM in Europe*, Emerald Publishing Limited, 2017, p. 109.

为 17.17%。出席率落在(0%,10%)的占比为 2.31%,落在(10%,20%)的占比为 4.22%,相对较低,这也表明我国投资者出席股东大会行为整体偏少的情况。

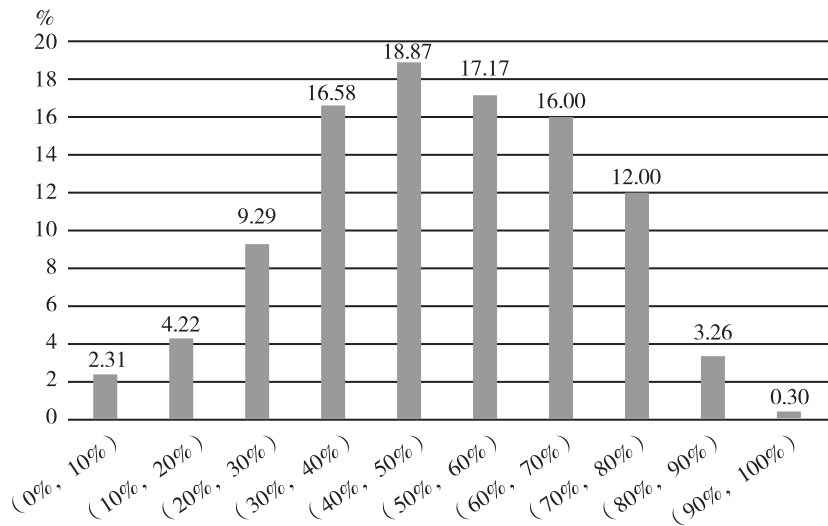


图 3 各区间出席率占比分布

2. 中小股东出席率

图 4 是中小股东出席率的散点图。数据统计显示,中小股东出席率的平均值为 4.14%,中位数为 2.30%。而国际资本市场 2014 年的数据显示,英国中小股东出席率为 63.7%,荷兰为 52.7%,法国为 52.3%,德国为 41.7%。^①

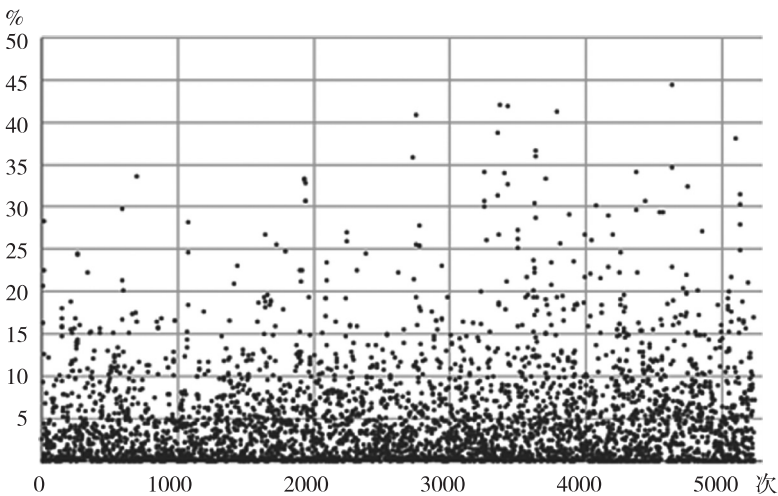


图 4 股东大会中小股东出席率分布

^① See Anne Laffarre, *The AGM in Europe*, Emerald Publishing Limited, 2017, p. 109.

图5反映了各区间中小股东出席率的分布情况。该图清晰显示,中小股东出席率低于5%的占比是最大的,占到了总样本的71.45%。其次是出席率落在(5%, 10%)的占比,为18.23%。中小股东出席率介于10%~20%的股东大会数量占比为9.33%。中小股东出席率超过20%的股东大会则为极少数。

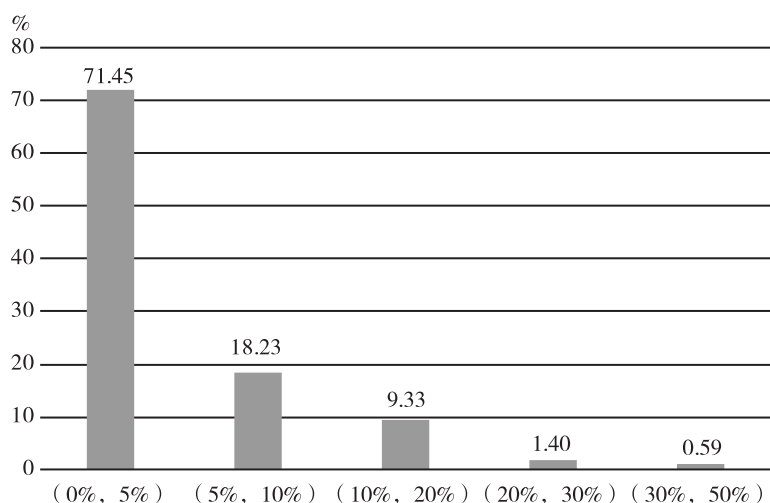


图5 各区间中小股东出席率分布

(二) 投资者出席股东大会行为建模分析

1. 回归模型

本文以多元线性回归模型为基础,以股东大会出席率为研究目标,关注究竟有哪些因素会影响股东大会的出席情况。模型和变量定义(见表1)分别如下所示。

$$(1) \text{turnout}_i = \alpha + \beta_1 \text{state_owned}_i + \beta_2 \text{control_right}_i + \beta_3 \text{revenue}_i + \beta_4 \text{roa}_i \\ + \beta_5 \text{independence}_i + \beta_6 \text{share_class}_i + \sum \theta_k \text{industry}_{ki} + \varepsilon_i$$

$$(2) \text{minority_turnout}_i = \beta_1 \text{state_owned}_i + \beta_2 \text{control_right}_i + \beta_3 \text{revenue}_i + \beta_4 \text{roa}_i \\ + \beta_5 \text{independence}_i + \beta_6 \text{share_class}_i + \sum \theta_k \text{industry}_{ki} + \varepsilon_i$$

表1 变量定义

变量名	定义
turnout	股东大会全体股东出席率
minority_turnout	股东大会中小股东出席率
state_owned	国有企业指示变量
central_owned	央企指示变量

续表

变量名	定义
local_owed	地方国企指示变量
control_right	控制权比例
revenue	总收入的自然对数
roa	资产回报率
independence	独立董事占比
share_class	包含其他类别股份(H股、B股)的指示变量
industry_A-industry_S	对应证监会《上市公司行业分类指引》(2012年修订)中的行业A~行业S

2. 实证结果

回归结果如表2和表3所示,可得到如下结论:(1)国有企业的全体股东出席率显著低于非国有企业。但中小股东出席率,国有企业与非国有企业无显著差异。(2)控股股东控制权比例越高,全体股东出席率越高,中小股东出席率越低。(3)上市公司盈利能力越好,全体股东出席率越高,中小股东出席率也越高。(4)规模越大,全体股东出席率越高,中小股东出席率也越高。(5)包含其他类别股份的上市公司全体股东出席率更高,但中小股东出席率无显著差异。(6)董事会独立性对于全体股东出席率和中小股东出席率均无显著影响。综上,以议案出席率为视角,投资者出席股东大会的积极权益行使行为受到较多因素的影响。

表2 全体股东出席率回归结果

项目	(1) 股东大会全体股东出席率	(2) 股东大会全体股东出席率
国有企业指示变量	-6.429 * * *	—
—	(-8.36)	—
央企指示变量	—	-5.250 * * *
—	—	(-5.51)
地方国企指示变量	—	-6.988 * * *
—	—	(-8.09)
控制权比例	0.704 * * *	0.702 * * *
—	(26.18)	(26.05)
总收入的自然对数	0.610 * * *	0.576 * *
—	(2.63)	(2.46)

续表

项目	(1) 股东大会全体股东出席率	(2) 股东大会全体股东出席率
资产回报率	15.316 * * *	15.389 * * *
—	(3.99)	(3.99)
独立董事占比	5.497	5.454
—	(1.06)	(1.05)
包含其他类别股份 (H股、B股的指示变量)	3.121 * *	3.095 * *
—	(2.15)	(2.12)
行业 A	1.147	0.973
—	(0.32)	(0.27)
行业 B	3.498	3.487
—	(1.17)	(1.16)
行业 C	3.236	3.123
—	(1.29)	(1.23)
行业 D	5.223 *	5.128 *
—	(1.69)	(1.65)
行业 E	0.568	0.378
—	(0.17)	(0.11)
行业 F	1.298	1.404
—	(0.48)	(0.51)
行业 G	7.158 * *	7.251 * *
—	(2.45)	(2.46)
行业 H	11.842 * * *	12.354 * * *
—	(3.37)	(3.47)
行业 I	3.419	3.220
—	(1.08)	(1.01)
行业 K	0.114	0.218
—	(0.04)	(0.08)
行业 L	3.102	3.206
—	(0.91)	(0.93)

续表

项目	(1) 股东大会全体股东出席率	(2) 股东大会全体股东出席率
行业 M	3.531	3.271
—	(0.66)	(0.62)
行业 N	4.929	5.013
—	(1.33)	(1.36)
行业 P	11.285	10.285
—	(1.13)	(1.04)
行业 Q	5.111	4.998
—	(0.67)	(0.65)
行业 R	9.744 * * *	9.906 * * *
—	(2.99)	(3.01)
常数项	6.004	6.929
—	(1.12)	(1.28)
样本量	1704	1704
调整 R ²	0.388	0.389

* * * 代表在 1% 的显著性水平下显著, * * 代表在 5% 的显著性水平下显著, * 代表在 10% 的显著性水平下显著。

表 3 中小股东出席率回归结果

项目	(1) 股东大会中小股东出席率	(2) 股东大会中小股东出席率
国有企业指示变量	-0.332	—
—	(-1.23)	—
央企指示变量	—	-0.279
—	—	(-0.81)
地方国企指示变量	—	-0.358
—	—	(-1.16)
控制权比例	-0.039 * * *	-0.039 * * *
—	(-4.78)	(-4.80)
总收入的自然对数	0.472 * * *	0.470 * * *
—	(4.62)	(4.62)

续表

项目	(1) 股东大会中小股东出席率	(2) 股东大会中小股东出席率
资产回报率	1.833 * *	1.834 * *
—	(2.13)	(2.13)
独立董事占比	-1.677	-1.677
—	(-1.13)	(-1.13)
包含其他类别股份 (H股、B股的指示变量)	0.263	0.261
—	(0.37)	(0.36)
行业 A	-2.653 *	-2.659 *
—	(-1.67)	(-1.68)
行业 B	-0.975	-0.975
—	(-0.61)	(-0.61)
行业 C	-1.124	-1.129
—	(-0.76)	(-0.76)
行业 D	-1.578	-1.583
—	(-1.02)	(-1.02)
行业 E	-1.550	-1.562
—	(-0.97)	(-0.98)
行业 F	-2.005	-2.000
—	(-1.32)	(-1.31)
行业 G	-1.623	-1.620
—	(-1.04)	(-1.03)
行业 H	0.934	0.957
—	(0.45)	(0.45)
行业 I	-0.177	-0.186
—	(-0.11)	(-0.11)
行业 K	-0.900	-0.896
—	(-0.57)	(-0.57)
行业 L	-0.394	-0.389
—	(-0.22)	(-0.22)

续表

项目	(1) 股东大会中小股东出席率	(2) 股东大会中小股东出席率
行业 M	0.380	0.365
—	(0.15)	(0.14)
行业 N	-0.225	-0.220
—	(-0.13)	(-0.13)
行业 P	-0.989	-1.031
—	(-0.49)	(-0.50)
行业 Q	-0.483	-0.488
—	(-0.18)	(-0.18)
行业 R	-0.569	-0.562
—	(-0.34)	(-0.34)
常数项	-3.100	-3.059
—	(-1.15)	(-1.14)
样本量	1437	1437
调整 R ²	0.031	0.031

*** 代表在 1% 的显著性水平下显著, ** 代表在 5% 的显著性水平下显著, * 代表在 10% 的显著性水平下显著。

三、投资者权益行使行为案例分析

为使研究更加全面立体,本章运用定性研究方法,以案例为基础,仍主要以股东大会为视角,研究投资者积极权益行使行为的效果和当前所面临的挑战及局限性。本章研究涉及投资者行使表决权、提案权、知情权和分红权的权益行为。

(一) 案例简介

1. “西藏发展案”

2018 年 6 月,西藏发展的公告中显示其涉嫌违规为控股股东“天易隆兴”提供担保且已进入诉讼程序,该事项导致公司经营困难,也引发了上市公司的控制权争夺。在 2018 年第二次临时股东大会上,自然人股东马某某提名的董事候选人当选,而“天易隆兴”提名的候选人则落选。控制权争夺愈演愈烈,导致 2018 年第三次临时股东大会上出现第三大股东因身份证明文件不足最终被剔除票数的“投票无效案”。

2. “博汇纸业案”

2017 年博汇纸业计划扩张产能,年底发布了向控股股东在内的 10 名特定投资者的定增预案。提交股东大会审议前,行业发生较大改变,股价下跌近 20%。在 2018 年 6 月上市公司召开的股东大会上该议案被否决。因为该定增预案涉及关联交易,控股股东回避表决。参与表决的股份数很少,仅占总股本的 0.97%,且投反对票的均为非现场参与股东。^①

3. “神马股份案”

神马股份在 2014 年承诺在未来两年内完成对河南神马尼龙化工有限责任公司的收购,但是上市公司却没有按时履行该承诺,这引发了中小股东的强烈不满。在 2016~2017 年的股东大会上日常关联交易事项屡遭中小股东否决,2018 年相关事项也仅低票通过。2019 年上市公司及控股股东终决定履行承诺。

4. “慧球科技案”

2017 年 1 月慧球科技向上海证券交易所报送了有 1001 项议案的股东大会会议通知并申请进行披露。上海证券交易所当天即下发《监管工作函》,未批准披露,但该公司仍在其他网站披露上述文件。慧球科技所披露信息存在内容超出法定范围、披露大量无事实可能性、无法律基础的虚假信息、发布大量矛盾信息、披露议案时存在重大遗漏等违法情形,导致股东难以对公司相关事项进行准确的判断,严重损害投资者知情权,也挑战了法律和监管的权威。

5. “浪莎股份案”

浪莎股份虽长期处于盈利状态,却以“母公司未分配利润为负”为由 10 余年未分红。面对此种情况,监管机构于 2017 年多次警示。2018 年 2 月上海证券交易所发出《监管工作函》,要求其说明原因并提出具备能力后相应的现金分红计划。2018 年 4 月浪莎股份终于披露了 2017 年年报,公司 2017 年实现营收为 3.43 亿元,以及公司拟每 10 股派发现金 0.6 元(含税)。

(二) 案例分析

投资者的权益行为仍面临着一些制度障碍,话语权小、参与股东大会意愿低等现象仍然普遍存在。本文通过对上述案例的剖析,发现目前我国投资者行权存在以下促进和制约因素。

^① 参见董鹏:《中小股东否决定增预案 博汇纸业产能扩张暂受阻》,载《21 世纪经济报道》2018 年 6 月 20 日,第 13 版。

1. 促进投资者权益行使行为的因素

(1) 表决权回避制度是权益行使行为的助推器和倍增器

当涉及上市公司与控股股东的关联交易时,特别是在非关联股东股权结构较为分散的情况下,表决权回避制度通过提升中小股东对于议案结果的影响力,实现了对中小股东权益行使行为的促进作用。

(2) 长期持股外部股东积极行使权益行为

西藏发展等案例体现了表决权和提案权使得外部股东、中小股东能够参与上市公司的治理,并对控股股东、管理层进行制衡,可以在一定程度上避免上市公司内部人控制问题。

2. 遏制投资者权益行使行为的因素

本文案例研究揭示了以下因素制约了中小股东行权的有效性。

(1) 股东大会决议的效力偏低

按照法律规定股东大会决议对公司董事会和管理层均具有约束力。但在实践过程中,股东大会决议没有被实质执行的现象却多有发生。例如,在“神马股份案”中,虽然日常关联交易议案屡被否决,但并没有影响上市公司对相关交易的执行。这体现出当前我国上市公司股东大会决议的执行无法得到有效保障,不利于中小股东权益的保护。

(2) 表决权行使流程未得到有效保障

在实践中,仍存在投资者表决权无法得到有效保障的情况,这主要来自现场投票的情形。例如,在“西藏发展案”中,第三大股东在行使表决权后其票数便遭到了删除,这体现了当前我国股东表决权仍无法得到足够的保障。

四、投资者权益救济行为理论分析

本部分重点研究投资者权益救济行为。从证券投资者权益的属性来看,投资性投资者通过诉讼程序维护其合法权益在理论上属于投资者权益救济行为、积极权益行为、本人权益行为以及正式权益行为类型,诉讼是投资者权益救济行为的代表形态。因此,研究股东权益救济行为,就必须以证券市场投资者诉讼维权作为研究的主要切入点进行理论分析。

(一) 证券投资者诉讼维权方式

从证券投资者权益救济制度的理论意义来看,完善的证券投资者权益救济制度

也体现了法律和政策对于私权所应给予的尊重,以及对于证券投资者合法权益的保障。^① 经典证券法学理论认为,投资者保护可分为公力救济和私力救济两种路径。前者以证券执法为核心,后者以证券民事诉讼为主要表现方式。^② 特别地,证券民事诉讼时常与市场监管机构执法一并成为投资者保护以及民事责任追责和求偿的重要机制。^③ 一方面,证券民事诉讼制度弥补了公力执法供求的不足;^④ 另一方面,证券集团诉讼和证券公益诉讼允许专业的诉讼支持机构积极参与民事诉讼和求偿程序。^⑤

1. 股东直接诉讼

证券投资者作为上市公司的直接利害关系人,可以以其自身名义提起股东直接诉讼。具体而言,股东直接诉讼框架下的股东原告诉权仅基于其自身利益维护、以公司股份所有人的名义提起诉讼时成立。换言之,我国证券投资者的权益救济行为目前仍局限于“股东权利”的救济。上文所提及的作为证券投资者所固有的,但尚未经法律确认的权益,尚不可以通过股东诉讼的方式进行救济。^⑥

2. 股东派生诉讼

虽然股东直接诉讼为内部人控制提供了外部的法律救济途径,却无法有效缓解公司内部管理僵局或从根本上制约内部人控制的情形。例如,在“张家港市涤纶长丝厂诉香港大兴工程有限公司案”中,由于港方处于控股股东地位,导致张家港市涤纶长丝厂无法通过内部程序对港方提议的关联交易提出反对。为保护其合法权益,张家港市涤纶长丝厂向法院提起诉讼,但我国当时的公司法律制度尚未对股东侵权之诉的公司内部程序及其救济方式进行规定。在该案中,江苏省高级人民法院依据最高人民法院的个案复函承认了张家港市涤纶长丝厂所具有的原告诉讼地位。^⑦ 此案直接催生了我国的股东派生诉讼。

3. 证券集团诉讼的制度障碍

为保护我国证券投资者的合法利益,不少学者提出应当在我国建立证券集团诉讼制度。但是,如果将上述制度移植到我国仍面临着民事诉讼主体适格性等问题。

① 参见沈贵明:《证券诉讼的证券法规范》,载《法学论坛》2013年第4期。

② 参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期。

③ 同上。

④ 汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制:比较法角度的初步考察》,载徐明等主编:《证券法苑》第4卷,法律出版社2011年版,第183页。

⑤ 章武生:《论群体性纠纷的解决机制——美国集团诉讼的分析和借鉴》,载《中国法学》2007年第3期。

⑥ 例如,前文“投资者权益的概念界定”中所讨论的“分红权”。

⑦ 《最高人民法院关于中外合资经营企业对外发生经济合同纠纷,控制合营企业的外方与卖方有利害关系,合营企业的中方应以谁的名义向人民法院起诉问题的复函》[法经(1994)269号]。

我国《民事诉讼法》规定,民事诉讼原告必须是与案件有直接利害关系的公民、法人和其他组织。^① 在证券侵权诉讼领域,我国尚未存在集团诉讼程序。我国《证券法》规定了股东对于公司治理、决议事项的起诉权。^② 因此,若非上市公司证券持有人、具备股东地位及满足《证券法》规定的起诉要件,我国的证券投资者保护机构尚不具备任意诉讼担当的法律地位。

但是,证券集团诉讼制度也非投资者保护的万全之策。首先,从美国和韩国的证券集团诉讼的实践来看,现行的证券集团诉讼制度尚未能有效遏制滥诉之隐忧。^③ 其次,证券集团诉讼制度往往以律师为主导,在我国贸然引入该制度恐有代理人利益冲突、二次侵害证券投资者利益之虞。^④ 与此同时,我国法律服务市场是否具备足够的专业力量亦是该制度在我国适用的掣肘之一。

(二) 证券集团诉讼的替代性机制

1. 证券侵权(示范指引性)裁决

从比较法的角度来看,我国可以参考德国的证券侵权裁决制度,提升证券稽查执法的整体效能。德国通过制度单行法律,选取证券侵权纠纷中的重大案件形成示范性判决;该判决不仅对诉讼的原被告双方具有约束力,还对被通知参加诉讼程序的所有相关主体直接生效。^⑤ 目前,我国最高人民法院已经建立了证券侵权纠纷案件的示范案例制度。^⑥ 但是,上述示范案例仅具有审判工作指引的作用,对未参加诉讼程序的相关当事人不具有当然的约束效力。

2. 证券争议仲裁与调解

在替代性纠纷解决方式的层面,我国可以建立证券争议的仲裁调解制度,促进证券侵权民事赔偿制度的效用。与民事诉讼制度不同,仲裁和调解制度作为替代化纠纷机制,可以帮助证券投资者以较低的成本快速就争议事项进行裁决或者达成和解。^⑦ 但是,由于证券仲裁和调解以当事人合意为前提,证券仲裁和调解制度在我国证券侵权纠纷中的应用很大程度上依赖于是否有现行的法律和机构对当事人之间的

① 《民事诉讼法》第119条。

② 例如,公司高管违规短线交易的起诉权。

③ See John C. Coffee Jr., *Class Wars: The Dilemma of the Mass Tort Class Action*, Columbia Law Review 95, 1995, p. 1343.

④ See Samuel Issacharoff, *Class Action Conflicts*, UC Davis Law Review 30, 1996, p. 805.

⑤ 参见沈冠伶:《示范诉讼契约之研究》,载《台大法学论丛》2003年第6期。

⑥ 参见最高人民法院:《证券期货纠纷多元化解十大典型案例》,载最高人民法院网站 2018 年 12 月 1 日, <http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-133471.html>。

⑦ 参见沈四宝等:《美国证券仲裁及其启示》,载《证券市场导报》2003年第1期。

争端纠纷解决模式的选择进行疏导。

3. 证券团体(公益)诉讼

此外,从诉讼支持以及代表人诉讼制度的角度来看,我国亦可改良现有的民事诉讼制度,通过修改任意诉讼担当的相关法律制度,建立非营利组织主导的证券诉讼支持制度。^①与此同时,由于金融风险传导机制日益繁复、投资者保护工作日益繁重,我国面临严峻的投保工作任务,并且我国证券侵权执法和民事诉讼等投资者救济方式均受制于资源和法律、制度方面的限制,未能够有效保护中小投资者的合法权益。而证券仲裁等其他新型替代性机制在我国尚未具备成熟的制度土壤。因此,以证券团体为核心的证券公益性诉讼制度在我国投资者保护的实践探索中目前具备最优的现实合理性。

五、投服中心的理论意义

投资者权益行为制度亟须理论和制度创新,以期在现有制度环境中,提升权益行使和救济行为的有效性,维护投资者权益,提振投资者投资信心,促进资本形成和聚集,为支持实体经济服务。投服中心是投资者权益行为制度创新的有益探索,为完善中国证券市场投资者权益行使和救济,提供了有益的、具有开创性的制度创新样本。有必要深入分析投服中心制度创新的实践,提炼投服中心制度创新的经验。

(一)投服中心权益行为的理论意义

1. 证券权益救济的路径创新

着眼于我国证券市场投资者保护的困境,以投服中心作为核心的证券投资者保护工作模式成为我国证券投资者保护制度改良以及革新的创新探索。^②具体而言,投服中心依据其独特的民事“私主体”的法律地位,在我国尚未引入证券公益诉讼以及证券集团诉讼之时,有效回避了民事诉讼法对于诉讼主体等的程序性限制,有效地降低了我国证券投资者通过诉讼程序维护其合法权益的成本。与此同时,以投服中心为代表的投资者保护机构履行投资者保护职能有助于改善上市公司治理质量、优化我国证券市场营销环境。投服中心作为上市公司股东积极参与公司治理的实践在中

^① 余凡:《论证券投资者保护机构的职能配置与治理角色——以台湾地区为样本》,载《浙江工业大学学报(社会科学版)》2019年第2期。

^② 郭雳:《作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析》,载《法学》2019年第8期。

国的证券市场法律制度框架内也具备其不可替代的优势。特别地,投服中心通过深入跟踪上市公司治理状况,在投资者教育、投资风险提示以及股东积极参与公司决议等实践中形成了股东积极主义在中国的特有实践。

2. 证券监管理念的变革:证券行政监管的社会参与

证券稽查执法以及证券诉讼困境是各国证券监管部门普遍面临的挑战。传统的证券监管以行政主导模式为核心,辅以司法审判以及市场监管的助力,形成了行政主导与社会监督在证券监管领域的有益互动、共同促进证券监管效能以及上市公司治理质量的提升。从经典证券监管理论来看,证券市场的监督权是行政监管权力的自然延伸,而行政权力也是证券监管的前提。^① 社会监督(social stewardship)作为证券监管的有益补充被纳入证券监管的图景,也催生着证券监管理念的变革。从投资者保护的角度,证券监管无疑应当鼓励公私部门的有效配合和通力合作。^② 以澳大利亚为例,代表中小证券投资者的机构正在积极参与到澳大利亚公司治理制度改革的历史进程中。^③ 虽然投资者保护机构代表证券投资者行使股东权益在各国仍将面临许多制度障碍,但不可否认的是,机构代表行权仍不失为一种有效的证券市场治理模式。^④

3. 投服中心权益行为的独特制度优势

首先,与传统证券监管机构相比,投服中心作为商业的股东代理服务机构不需要面对复杂的利益集团所产生的问题。投服中心作为持有所有A股上市公司小额股票的投资者,更能够代表中小投资者的行权和维权诉求,降低投资者服务机构的机构代理成本。赋予投服中心独特的“私主体”地位,而不将其纳入证券执法的行政机构,有助于保持其免受官僚主义的影响,保持其机构独立性,使其作为投资者保护机构为中小投资者行权提供高效的机构服务。因此,以投服中心为代表的投资者保护机构对于中小股东的权益进行积极发声和保护,能够较好地规避传统证券监管的投资者保护工作的机构障碍。与此同时,着眼于我国证券监管资源配置之困境,投服中心的成立和相关制度的发展将属于我国证券监管与社会监督有效交互的重要模式,将在我

① 参见高西庆:《论证券监管权——中国证券监管权的依法行使及其机制性制约》,载《中国法学》2002年第5期。

② 参见蔡昌宪:《从公司法第一条修正谈公司治理之内外机制——兼论企业社会责任的推动模式》,载《成大法学》2018年12月刊。

③ See Bernard Mees and Sherene A. Smith, *Corporate Governance Reform in Australia: A New Institutional Approach*, *British Journal of Management* 30, 2019, p. 75.

④ See Giovanni Strampelli, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, *Virginia Law & Business Review* 12, 2017, p. 187.

国证券监管整体效能提升的历史进程中扮演重要的角色。

(二) 投服中心权益行为的现有制度障碍

1. 证券侵权之诉中作为民事主体的诉讼地位

相对在证券支持诉讼和证券代表人诉讼制度的规定,2020年3月1日施行的《证券法》还在证券侵权之诉程序中对投服中心作为民事诉讼原告的适格性问题作出了进一步规定。此次修法虽尚未突破《民事诉讼法》的现有制度框架,但是,由于该条款修改了《公司法》对于股东起诉资格的限制,在实践层面已经消弭了投服中心通过小额购买上市公司股票而获得民事起诉资格的制度限制。若该条款最终获得全国人大审议通过,将极为有效地解决我国股东诉讼的集体行动困境,促进投服中心持股行权实践的进一步制度化。与此同时,在《证券法》实施过程中,对于投服中心作为民事主体的原告地位仍需要辅以实施层面的指引性规定。学术界也应继续对投服中心所具有的行政色彩及其作为证券集团诉讼替代性机制的动态进行持续的理论关切。

2. “持股行权”的内在制度张力和价值选择

持股行权是证券执法资源配置乏力的无奈之举,也是对于证券集团诉讼制度“市场失灵”导致的“滥诉”等法律风险的规避方式。^① 总体而言,持股行权是通过私法手段对投资者保护这一公共服务供求的“政府失灵”问题在中国语境下的有效解决方式。^②

就投服中心而言,其作为股东参与公司治理的权利、义务及作为投资者服务机构审查上市公司治理水平的职能限制之间存在制度张力。如何处理上述角色的内在张力,是我国证券投资者保护的政策问题。一方面,政策制定者要防范投服中心作为上市公司股东对于机构投资者保护职能的侵蚀,保证投资者保护机构具有足够的机构激励以使其专注于为投资者合法利益的保障进行持股行权;另一方面,投服中心也需要在商业价值和实现社会公共利益之间取得政策平衡,以保障投资者保护机构制度的长期稳健发展。

^① 参见郭雳:《作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析》,载《法学》2019年第8期。

^② 参见邓峰:《论投服中心的定位、职能与前景》,载郭文英、徐明主编:《投资者》第2辑,法律出版社2018年版,第89页。

六、立法和政策建议

(一)培养长期投资者和长期投资文化^①

理论研究表明,长期投资能显著促进经济发展以及稳定金融市场。培育长期投资者,推动价值投资理念的普及,有利于资本市场发挥支持供给侧改革、服务实体经济发展的作用。我们认为,当前我国培育长期投资者的工作可以围绕以下几个方面展开。

第一,改革公募基金等机构投资者的绩效评估机制。当前绩效考核过分看重短期收益,监管机构应将长期持股纳入机构投资者的考评机制,同时推广将基金经理人的薪酬与长期投资绩效挂钩的制度。

第二,改革税收框架。在税收设计中,可以通过减免对长期投资收益征税等手段,激励投资者采取更多的长期投资策略。

第三,鼓励投资者更积极地参与被投资公司的治理活动。应从制度层面鼓励中小投资者通过使用维权基金服务或代理投票公司的方式参与公司治理活动,从而降低行权成本,强化行权效果,推动强化长期投资理念。

第四,促进机构投资者之间发挥联动合作优势。小型机构投资者往往受制于其规模和能力难以形成长期投资策略,监管机构可鼓励其通过表决权征集、联合提案等方式联动合作,产生公司治理的规模效应。

第五,健全金融教育体系,培育长期投资理念。应健全当前投资者教育体系,帮助中小投资者和机构投资者作出符合其长期目标的投资决策。

第六,提升上市公司信息披露质量。应进一步加强制度建设,提升披露信息的质量和有效性,减少投资者长期持股的风险。

在当前全球经济出现下行风险、贸易摩擦风险加剧的背景下,我国应大力推进长期投资理念的普及,促进实体经济的可持续发展,为金融稳定奠定基石。

(二)完善证券纠纷解决机制

2015年启动的《证券法》修订将投服中心纳入我国投资者保护的制度体系,它将成为我国证券执法和诉讼的有效补充。然而,在《证券法》中,投服中心发挥职能仍存

^① 习超、曹宁:《六招齐出 培育长期投资理念》,载《中国证券报》2019年11月7日,A03版。

在一定制度障碍,应着力改进。

1. 启动证券公益诉讼制度的立法探索

投服中心在未突破民事诉讼法律制度的主体限制的前提下,通过持股行权保障投资者的合法利益。但是,上述机构职能的发挥将仅限于对于上市公司决策进行程序合规的软审查。^① 为了使投服中心能在投资者保护中产生硬性震慑力,通过放松《民事诉讼法》诉讼主体限制,允许投服中心为“公益性”以自己之名义提起损害赔偿之诉,值得探索。具体而言,我国立法机关可以通过修改《民事诉讼法》第 119 条和《证券法》第 94 条的相关条款,扩大民事诉讼主体范围,在我国建立证券公益诉讼制度。

2. 推动证券诉讼民事审判指引的出台

《证券法》虽然对投服中心投资者权益救济行为的开展提供了有益的制度设计,但在证券纠纷诉讼程序中,当事人的合法权益是否可以获得实质和充分救济,在很大程度上仍然依赖于具体类别的证券纠纷是否存在完善的民事审判指引制度。^② 除虚假陈述证券纠纷外,最高人民法院尚未对内幕交易等重大侵害投资者权益的行为制定统一的裁判指引。为了使投服中心更好地持股行权,应当尽早完善证券纠纷解决的底层法律制度。

3. 完善证券纠纷替代性解决方式

《证券法》虽确立了证券纠纷强制调解制度,但该制度仅适用于由中小股东发起的、相对人为证券公司的证券纠纷,不适用于上市公司与中小股东之间虚假陈述、内幕交易等证券纠纷,而后者恰恰是证券纠纷中的主体。另外,投服中心目前已开展证券仲裁工作,但《证券法》却对此着墨不多,相关工作更多的是理论上的支撑。^③ 因此,虽然证券调解制度依据《证券法》获得了发展,但我国证券纠纷多元化解机制的形成和完善仍然任重道远。

① 郭雳:《作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析》,载《法学》2019 年第 8 期。

② 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。

③ 汤欣:《论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察》,载徐明等主编:《证券法苑》第 4 卷,法律出版社 2011 年版,第 174 页。