

中小投资者保护工作效果评估和制度完善研究

——以投服中心为例

浙江大学课题组*

摘要:投服中心是证券法确立的“投资者保护机构”。通过对投服中心中小投资者保护工作效果的评估和理论探讨,投服中心在行权服务、维权服务、纠纷调解和投资者教育等职能上取得的成绩和实际效果得到了社会各界的充分肯定,卓有成效地推动了我国证券市场中小投资者权益保护水平的提高。针对评估和研究中发现的问题,需要多措并举推动投服中心工作制度的完善:第一,在国家层面要加强投服中心中小投资者保护工作的制度供给与支持力度,出台如投资者保护机构业务管理办法等制度;第二,构建持股行权信息交流平台,推动资本市场多方共治机制,充分行使股东征集权、独立董事推举权、联合小股东持股行权以及小股东集体行动等;第三,探讨维权激励机制,明确证券特别代表人诉讼中的权限、公益律师职能定位,发挥“支持诉讼+示范判决”机制作用,构建公平与透明的维权案件选择机制;第四,强化证券纠纷多元化解机制建设,选任专业调解员,提升纠纷调解工作质量,完善仲裁支持调解工作的对接保障机制,发挥先行赔付和行政和解制度对接;第五,创新投资者教育的内容、形式和方法,以“教”促“保”,提升投资者防范证券市场投资风险能力。

关键词:投服中心 中小投资者 持股行权 特别代表人诉讼 先行赔付 投资者教育

* 本课题承接方为浙江大学。课题负责人:李有星;课题组成员:潘政、刘佳玮、侯凌霄、钱颖瑜、汤方实、康琼梅、邵瑜璐、方朦朦、潘枝峰、张展志、应越、郑嘉淇、程红。

引言

2020年3月1日,修订的《证券法》正式生效,对打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场以及优化市场生态具有重要意义。^①《证券法》增设“投资者保护”专章,在法律层面首次规定了以中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)为代表的“投资者保护机构”的法律地位。实际上,作为《证券法》确立的“投资者保护机构”,投服中心积极践行中小投资者保护和提高上市公司治理质量的职能,已经成为中国证券资本市场规范发展的重要内容。因此,以中小投资者保护工作效果为核心内容,对投服中心多年来的工作实践效果进行总结,可以及时发现当前中小投资者保护工作中存在的问题,采取相应的制度完善和改进措施,这将有助于推进我国投资者保护水平的提升,并服务于我国资本市场改革发展的相关决策。

一、投服中心中小投资者保护工作现状评估

评估是制度完善的前提依据,为了更加科学地评估投服中心在中小投资者保护工作中取得的实际效果,本课题组针对投服中心行权服务、维权服务、纠纷调解、投资者教育四大职能的开展情况,采用问卷与实地调研走访相结合的方式,进行符合投服中心工作实际效果评估研究。综合评估的情况看,投服中心中小投资者保护工作成效显著,已经真正成为我国资本市场中小投资者权益保护的中坚力量。

(一) 行权服务

持股行权是证监会运用市场化、法治化方式,加强中小投资者保护的重大制度安排。^②2018年证监会修订《上市公司治理准则》,首次在正式规则层面明确了中小投资者保护机构持股行权的地位。^③2019年新修订的《证券法》第90条专门规定了投资者保护机构可以作为征集人,自行或者委托证券公司、证券服务机构,公开请求上

① 郭雳:《证券投资者保护:创新发展与制度协调》,载郭文英主编:《投资者》第10辑,法律出版社2020年版,第7页。

② 黄勇:《投服中心行权效果良好 助力提升上市公司质量》,载郭文英主编:《投资者》第10辑,法律出版社2020年版,第67页。

③ 郭雳:《作为积极股东的投资者保护机构》,载《法学》2019年第8期。

上市公司股东委托其代为出席股东大会,并代为行使提案权、表决权等股东权利。^①虽然该条并未完全涵盖投服中心持股行权的全部实践,但“征集投票权”作为持股行权的重要手段,该条对于投服中心持股行权的开展无疑具有重大意义,是法律上首次明确肯定投服中心持股行权的合法地位,在全球范围内由法律直接赋予投资者保护机构法定征集人的规定亦属先例。^②2019年5月,投服中心出台《中证中小投资者服务中心持股行权工作规则(试行)》,弥补了《证券法》条文比较原则性的不足,持股行权工作有了详尽细致的可操作性规定。根据评估情况来看,中小投资者对投服中心持股行权工作更是反响强烈,约有60.99%的受访投资者认为投服中心持股行权工作很好地保护了投资者权益,并认为投服中心应当继续在上市公司公司治理的规则性、程序性问题、上市公司的经营管理问题、上市公司重大人事任免问题、上市公司侵犯股东权益问题等领域继续深化持股行权工作。从上市公司的角度看,77.5%的受访上市公司认为投服中心持股行权工作起到了良好效果,普遍认为投服中心能够从合法合规的角度、专业客观地提出意见,有助于提升公司的治理水平;对于投服中心提出的建议,约有93%的受访上市公司表示,将“积极配合,采纳建议”。总之,根据评估和实践情况,作为中小投资者的“领头羊”,投服中心开展持股行权工作以来,实实在在地保护了中小投资者的合法权益,持股行权各项措施均得到有效实施,证券市场和社会反应强烈,达到了预期的效果。^③

(二) 维权服务

自2016年起,投服中心提起“匹凸匹”案和康达新材案证券支持诉讼以来,投服中心陆续提起了多例证券支持诉讼案件和一例股东诉讼案件。2020年10月21日,投服中心支持投资者对深圳美丽生态股份有限公司提起的虚假陈述侵权诉讼案开庭,这是司法审判机关首次将投服机构支持诉讼案作为示范案件,迈出了“支持诉讼+示范案件”新机制实践的第一步。而2019年《证券法》新增证券特别代表人诉讼,也将成为投服中心未来维权服务工作的重点。投服中心开拓了为投资者维权的新渠道,完善了证券民事赔偿诉讼方式,堪称金融消费者权益保护机制的重要试验性创新。投服中心开展的维权服务,主要包括证券支持诉讼、股东诉讼和证券特别代表人诉讼。截至2020年4月底,投服中心提起证券支持诉讼案件25起(其中已受案21

① 郭文英:《不忘投资者保护初心 积极践行投服公益使命》,载郭文英主编:《投资者》第9辑,法律出版社2020年版,第3页。

② 郭锋等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注(上)》,中国法制出版社2020年版,第514页。

③ 陈甦、陈洁:《持股行权:理论创新与制度集成》,载《上海证券报》2017年1月4日,第7版。

起,提交申请材料等待立案4起),股东诉讼1起,拟诉案件18起。支持诉讼请求总金额约1.19亿元,获赔总人数583人,获赔总金额约5545.01万元,其中判决获赔人数407人,获赔金额5064.95万元;和解获赔人数176人,获赔金额480.06万元。截至2020年4月底,投服中心以股东身份提起诉讼1起,法院最终支持了投服中心关于确认公司相关决议无效的诉讼请求。^①

(三) 纠纷调解

投服中心初步建立了申请便捷、程序简化、专业权威、效力保证的新型纠纷调解机制。其中中证中小投资者服务中心调解工作站(以下简称工作站)是投服中心与证监局、证券期货行业自律组织或调解组织(合作单位)在各辖区合作共建,为投资者提供证券期货纠纷调解服务的工作网点。^②在工作站的大力支持下,截至2020年8月底,登记证券期货纠纷案件16,022件,正式受理11,261件,调解成功8047件,投资者获赔金额达26.47亿元。^③此外,2017年1月投服中心与杭州市中级人民法院建立证券期货纠纷诉讼与调解衔接机制,投服中心作为特邀调解组织开展诉前、诉中调解工作,杭州市中级人民法院为调解协议的效力确认工作提供必要支持。这也是投服中心会同各地证监局、人民法院落实中国证监会、最高人民法院《关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》的重要举措和实践安排。^④从制度层面来看,《证券法》第93条规定了先行赔付制度、《证券法》第94条规定了证券纠纷调解制度、《证券法》第171条规定了关于证券监督管理机构行政执法和解制度的规定,包括中止调查、终止调查、恢复调查的具体措施。《证券法》第171条规定的证券行政和解制度,对行政和解的适用条件进行了“突破性”的变革。该条规定无疑对违法责任主体主动出资先行赔付投资者具有极大的激励作用。^⑤从实际评估效果上来看,投服中心多年来在纠纷调解方面的工作已经取得了很好的效果。首先,有40.9%的中小投资者了解投服中心开展的纠纷调解服务,60.61%的上市公司相关人员了解投服中心的纠纷调解服务。其次,从对投资者的问卷调查结果来看,73.02%

① 参见中证中小投资者服务中心:《维权服务》,载中证中小投资者服务中心网站,<http://www.isc.com.cn/html/wqfw/>。

② 郭文英:《不忘投资者保护初心 积极践行投服公益使命》,载郭文英主编:《投资者》第9辑,法律出版社2020年版,第3页。

③ 数据源于中证中小投资者服务中心有限责任公司副总经理黄勇于2020年9月4日在第三届中小投资者服务论坛上关于“适时启动特别代表人诉讼 探索股东代位诉讼”的发言。

④ 新华社:《杭州中院引入投服中心开展纠纷调解工作》,载新华网,http://www.xinhuanet.com/finance/2017-01/04/c_129431498.htm。

⑤ 郭锋等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注(上)》,中国法制出版社2020年版,第515页。

的中小投资者表示愿意寻求投服中心提供的纠纷调解帮助,这说明投资者维权积极性很高,寻求投服中心纠纷调解帮助的意愿强烈。再次,超过60%以上的人认为投服中心调解服务相较其他维权机制,具有有效解决“入门难”、“调成难”、“生效难”、“履行难”、调解效力有保障的优势。而80.4%的上市公司相关人员愿意将与投资者的纠纷提交投服中心调解,并认为投服中心能够真正保障投资者权益。最后,绝大多数上市公司相关人员表示愿意积极主动履行调解协议(89.95%),并在特定条件下与投资者保护机构合作开展先行赔付(83.42%),这说明投资者保护机构在处理赔付纠纷方面具有的中立公正、便捷高效的优势受到上市公司的认可,先行赔付制度的实施与推广前景可期。

(四)投资者教育

投服中心的职责之一,就是负责向中小投资者开展“知权、行权、维权”宣传教育,普及证券期货基础知识,引导理性投资。经过2014~2020年的探索实践,投服中心通过事前持股介入公司治理、事中提供纠纷解决服务、事后证券支持诉讼等机制创新,为投资者权益教育提供了专业帮助。^①通过开展“股东来了”投资者权益知识竞赛活动、举办投资者大讲堂全国巡讲系列活动、运营维护“中国投资者网”及配套微信公众平台以及教育产品的开发等对投资者进行教育。就目前投服中心的投资者教育实践而言,投服中心采取的教育工作主要有以下方式:一是“股东来了”投资者权益知识竞赛活动;二是举办“投资者大讲堂全国巡讲”系列活动;三是“股东权益知多少”系列活动;四是“投教动态”系列活动。^②从评估情况看,有84.72%的调查对象认为,投服中心的各类投资者教育活动成效显著;有76.89%的调查对象对“投资者大讲堂全国巡讲”系列活动给予好评;67.33%的调查对象认为“股东来了”投资者权益知识竞赛活动起到了良好的效果;64.91%的调查对象认为“在中国投资者网及网站配套微信公众平台发布投资者教育信息”有助于提高投资者教育水平;63.48%的调查对象认为“在《上海证券报》上开设专栏,以简单易懂、轻松活泼的语言撰写投资者教育文章”是投资者教育的好举措。调查结果表明,投服中心开展的多项投资者教育活动均在投资者群体中获得了较高度度的认可与欢迎。

^① 姜皓、孟德宾:《投服中心投资者权益投教模式浅议》,载郭文英、徐明主编:《投资者》第1辑,法律出版社2018年版,第132页。

^② 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1辑,法律出版社2018年版,第77页。

二、投服中心中小投资者保护工作成绩与不足

投服中心坚持为广大中小投资者提供优质服务的初心,通过多种方式持续深化中小投资者保护工作,投资者保护工作效果不断提升,取得了良好的社会效果,但也不可否认,投服中心的工作仍有许多不足之处亟待完善。投服中心取得的成绩与工作中的不足,引发了学界对投服中心中小投资者保护工作的研究热潮,投服中心中小投资者保护工作无疑已经成为社会关注的热点,具有巨大的理论和实践价值。

(一)投服中心中小投资者保护工作取得的成绩

就行权服务工作而言,投服中心持股行权对投资者权益保护的突出贡献主要体现在以下方面:(1)示范作用。投服中心作为中小投资者利益团体的代表人积极参与上市公司治理,促进上市公司规范运作,示范引领广大中小投资者积极行权、理性维权、依法维权。(2)警示作用。投服中心现场行权、参加上市公司说明会和公开发声,都是针对市场关注的焦点问题进行提问,具有专业犀利的特征。(3)提升作用。投服中心通过开展行权工作来提升投资者教育水平:一是提升广大投资者的行权水平和维权能力,由此构成证券市场机制的一个重要组成部分;二是提升投资者理性程度,由此构成证券市场成熟程度的一个重要标准;三是提升投资者的维权信心,由此构成提升证券市场整体信心的一个重要方面。^①

就维权服务工作而言,投服中心维权服务参与到诉讼中,发挥了四个方面的作用:第一,弥补投资者作为原告的弱势地位,提高投资者维权积极性。第二,追究直接负责的主管人员责任,由上市公司承担连带责任。第三,发挥填补损失和震慑违法行为的功能。第四,投服中心在实践中积极研究探索“支持诉讼+示范案件”模式,法院选取一个或若干个案件作为示范案件,先行充分审理,先行裁判,促进平行案件或类似纠纷通过委派调解、委托调解或者法院调解等方式妥善化解。此外,投服中心的工作是对《证券法》的有益补充,很好地贯彻落实了证券法保护投资者的基本理念。

就调解服务工作而言,投服中心取得成绩主要体现在三个方面:一是创建小额速裁机制,以提升调节能力为重心,创新设立小额速裁机制,大力开展纠纷调解工作,积极推进全国调解中心建设,工作取得积极进展。2017年,投服中心与北京市长安公证

^① 陈甦、陈洁:《持股行权:理论创新与制度集成》,载《上海证券报》2017年1月4日,第7版。

处、上海东方公证处签署合作协议,更好地维护投资者的合法权益。二是成立全国性证券期货纠纷专业调解组织。2020年5月15日,投服中心全资子公司、全国性证券期货纠纷专业调解组织——中证资本市场法律服务中心正式揭牌,开启了我国资本市场纠纷调解的新篇章。三是推广“示范判决+纠纷调解”机制,这一机制对于解决资本市场证券虚假陈述纠纷具有重要意义。2020年10月21日,投服中心支持投资者对深圳美丽生态股份有限公司提起的虚假陈述侵权诉讼案作为示范案件在深圳市中级人民法院公开开庭审理并进行网上直播,这是《证券法》修订后司法机关首次将投保机构支持诉讼案作为示范案件,该案最终也以调解方式结案。

就投资者教育工作而言,投服中心成立以来,对于中小投资者教育发挥了重要作用,创建了“知权、行权、维权”的权益投教品牌,搭建了“五位一体”的权益投教平台,建立了投教资源协同共享机制。投服中心在提供权益宣讲服务上进行探索实践,逐渐形成投服模式特色:以权益教育为中心,采用线上线下相结合的方式,联合市场各方力量,注重与投资者面对面互动交流,打造“五位一体”投教平台,唤醒了股民的股东意识、权利意识,增强了投资者保护自身权益的能力。^①

(二) 投服中心中小投资者保护工作存在的不足

投服中心在行权服务工作中存在的问题主要体现在三个方面:一是投服中心持股行权工作角色定位尚待明确。《证券法》只规定了投服中心作为投资者保护机构可以从事的活动,但并未对其法律定位、性质、具体职责等作出明确规定,只是在具体的征集投票权、代表人诉讼、调解等条款中赋予投资者保护机构一定的职权,但仍然是不系统、不充分的,缺乏整体性的制度安排。二是投服中心持股行权需要更为充分的法律授权。《证券法》虽然豁免了投资者保护机构征集股东权的持股比例限制,不受《公司法》“百分之一有表决权股份”的限制,但是投服中心的持股行权基本上就是在《公司法》框架下行使普通的中小股东权利,如质询权、表决权等,至于有持股时间及数量限制的股东权利,都未能充分开展。三是投服中心持股行权“看门人”作用有待提升。投服中心应当以自身的股东定位,以市场化的方式行使各项股东权利,做像机构投资者那样的“看门人”,做到“不治已病而治未病”,防微杜渐。^②然而,投服中心持股行权本身却未能充分实现发现上市公司治理漏洞、违法违规事实的功能,投服中

^① 新华社:《“零距离”投教唤醒投资者权益保护意识》,载新华网,http://www.xinhuanet.com/2018-03/21/c_1122570937.htm。

^② 郭雳:《好人举手难舞,基金业应对WTO》,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(2001年第12期,总第50期),中国金融出版社2001年版,第67页。

心市场“看门人”的角色尚待加强。

对于维权服务工作,投服中心作为诉讼代表人参与民事诉讼的模式主要涉及内在激励、诉讼权限范围、案件选择权三大问题。第一,投服中心参与诉讼存在内在激励不足的问题。由于投服中心作为非营利组织的定位,其在所有权、控制权、运营权、收益权方面相互分离,参与各方目标并不可能完全一致,面临组织激励困境。第二,投服中心在证券诉讼中的权限范围尚不够明确。投服中心是作为诉讼代表人参加诉讼的,然而,我国现有关于代表人诉讼的规定在一定程度上限制了诉讼代表人的处分权。第三,投服中心案件选择权不明确。特别代表人诉讼的启动与否在很大程度上取决于投服中心的选择。^① 投服中心是否可以选择案件,以及如何选择,在学界引发讨论。

投服中心在纠纷调解工作方面的不足主要体现在四个方面:第一,调解组织缺乏权威性,尚未形成一支高效专业的调解员队伍。调解组织往往被当事人视为非正式从而在某种意义上也是“非正规”的争议解决机构,缺乏法院和仲裁机构拥有的“权力”光环。我国也尚未形成一支具备相应的专业知识和职业技能的调解员队伍,不同调解组织对调解员任职资格的规定也存在较大差异。第二,与法院判决和仲裁裁决不同,调解达成的协议是一份民事合同,不具有强制执行效力。这使当事人对选择调解心存顾虑,而实践中确实也存在当事人借调解之名行拖延之实,最后还是不得不进行诉讼或仲裁的情形。第三,当前我国人民调解的相关立法不能满足现阶段调解需求的发展。相对诉讼和仲裁,调解是基于当事人意思自治,具有准入门槛相对较低、成本较低、程序便捷高效、保密性高、和谐解决纠纷等优势,是一种高效和便捷的争议解决方式。但我国调解实践在发挥自身优势方面做得不够,也未能充分体现其自身的专业性特征。而各调解中心的调解规则也都相对简单,缺乏对调解员的系统化的方法指引。第四,投服中心在先行赔付制度中仍未发挥其应有的作用。我国虽然已经有三个先行赔付的案例(万福生科案、海联讯案、欣泰电气案),但目前具体制度设计还未完善,先行赔付制度仍没有得到广泛适用。投服中心与投保基金公司机构职能划分不清,投服中心未发挥其应有的作用。此外,先行赔付制度缺乏激励机制,先行赔付主体缺乏足够的动力,在先行赔付后,其追偿权问题也没得到落实。

对于投资者教育工作,虽然投服中心权益宣教模式已初步成型,且各项业务正在

^① 伍坚:《证券集团诉讼的模式创新与制度设计》,载谢庚、徐明主编:《多层次资本市场研究》(2020年第4辑,总第6辑),中国金融出版社2020年版,第162页。

积极推进中,但依然充满挑战。第一,投入上仍需提升,持续性有限。投教活动大多以官方的形式出现,投入有限,持续性不强,大部分信息需要通过官网来获取,由于缺乏引导,造成很多投资者不能及时获取信息。第二,专业性不够,教育偏重于形式化。许多教育和介绍也是着重讲述概念,内容枯燥,针对性不强,偏重介绍投资标的和投资技能,忽视帮助投资者进行自我认知及对其进行个性化分析,缺乏对投资理念的正确引导。第三,形式不完善,没有形成统一的标准。投资者教育的网站和公众号等媒体不成体系,受众面窄,投资者接受信息也较为被动。当前的投教工作在开展过程中也缺乏统一规划,活动的内容和形式主要为满足监管要求,未能有效地整合内部服务资源,投资者教育与投资者服务尚未有效衔接。评估结果也表明,投资者对于投服中心投教活动的好评度基本停留在中等水平,平均在60%左右,还有很大的提升空间。

三、境外中小投资者保护工作

中小投资者权益保护是资本市场的普遍需求,不同国家和地区因各自不同体制等差异选择了不同的形式,采取了不同的措施。现对其他国家和地区的投资者权益保护机制进行梳理,以期从中发现成功的经验,为解决我国当前投服中心中小投资者保护制度存在的问题提供参考借鉴。

(一)境外持股行权工作

由于英美国家具有较为成熟的资本市场结构,其公司治理主要是通过公司外部的控制权市场来调整所有权与控制权分离下公司经营者与股东之间的利益冲突,缺乏由专门的投资者保护机构保护中小投资者的土壤。相较而言,日本和韩国作为股权结构相对集中、机构投资者逐步兴起的后起国家,同中国资本市场结构及投资者保护情况具有相通之处。日本和韩国在投资者保护的探索中逐渐形成了民间组织模式,保护投资者权益的民间组织往往由中小投资者为保护自身权益的需要而自发成立。日本在1996年8月成立了第一个保护投资者权益的民间组织——日本股东监护人组织(Kabunushi Ombudsman, KO)^①。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,或者要求公司或其董事会从公司透明度、

^① 赵金龙、董向伟:《中小投资者保护机构立法相关问题》,载《金融服务法评论》2018年第3期。

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。^①韩国的民主参与人民团结组织(PSPD)下设的经济民主委员会在保护投资者权益、促进公司规范经营方面发挥着重要作用。经济民主委员会主要通过积极参与和保护投资者权益的相关立法活动、在股东权益或公司权益受到侵害时行使股东诉讼的权利、在公司股东大会召开时积极参会行使投票、质询权利等一系列方式来维护中小投资者合法权益。^②

(二)境外维权服务工作

投服中心开展维权服务,特别是代表人诉讼,可以参考借鉴美国的集团诉讼制度、德国的示范确认之诉、日本的选定当事人制度等。美国集团诉讼制度的顺利运作和与其配套的律师风险代理胜诉酬金制、惩罚性赔偿等制度的支撑密不可分,其有优势亦有弊端,如诉讼耗时长、耗资巨大,律师操纵诉讼导致滥诉和恶意诉讼,集体内部利益分配等都是集团诉讼制度面临的难题。^③德国的示范确认之诉是一项旨在澄清共同法律问题与事实问题的团体诉讼。受到损害的个体可以在该诉讼程序中进行登记,从而可以产生请求权诉讼时效中断的法律效果并且可以从该判决的拘束力中获益。但是,受到损害的个体并不能够直接根据示范确认之诉的判决获得赔偿。示范确认之诉的优点在于,可以确认个体消费者请求权的责任基础,而并不需要相关团体针对个体请求权提起具体的诉讼请求。^④日本的选定当事人制度是受英国法信托理论影响而创设的,被规定在日本新《民事诉讼法》第30条“当因与某一事件有牵连而具有共同利益的当事人为多数且不属于本法第二十九条规定的非法人团体时,该全体成员可以从中选定一人或数人作为当事人实施诉讼”中。^⑤

(三)境外纠纷调解工作

境外各国和各地区对于证券纠纷调解都有相应的立法。有一些国家和地区专门出台了调解立法,如美国、英国、澳大利亚;有一些国家和地区则是体现在相关的金融立法中,如德国主要依靠银行、证券、保险等行业的自律性组织和规章。在具体制度上,可供参考的是英国的金融申诉专员制度、澳大利亚的公司型金融申诉专员制度。

① 邓峰:《论投服中心的定位、职能与前景》,载郭文英主编:《投资者》第2辑,法律出版社2018年版,第89页。

② 吴风云、赵静梅:《证券市场投资者保护的韩国经验及启示》,载《改革》2005年第7期。

③ 张明继:《论我国群体诉讼解决机制的完善路径》,载《黑龙江省政法管理干部学院学报》2020年第1期。

④ 张怀岭:《德国群体诉讼机制的实践困境与立法变革》,载《德国研究》2020年第3期。

⑤ 张明继:《论我国群体诉讼解决机制的完善路径》,载《黑龙江省政法管理干部学院学报》2020年第1期。

英国金融申诉专员制度(Financial Ombudsman Service, FOS)对金融机构的管辖既包括强制管辖也包括自愿管辖,若该企业从事的业务属于英国财政部发布的“管制业务”,则必须由FOS强制管辖;从事其他业务的企业也可以在自愿基础上接受FOS的管辖,目的是迅速、高效、公平地处理金融纠纷,维护金融消费者合法权益。澳大利亚的公司型金融申诉专员机构是一个有限责任公司,常设决策机构为董事会,由来自不同金融机构的9名董事组成。澳大利亚金融申诉专员机构管辖的案件范围不像英国,其没有规定强制管辖,只有自愿管辖。德国虽然没有申诉专员制度,却依托银行业监管与自律配合调解制度的实施,行业协会设立的申诉处理专员,形式上属于民间机构,但处在行政监管机构指导下,具有行政授权特点。这些程序受到法律保护,作为法定前置调解程序,处理期间诉讼时效中断。^①金融监管机构的行政性申诉救济机制拥有较大权限和资源,有权进行调查和行政处罚,主要处理重大、复杂、集团性及涉及违法行为、规则、政策的案件,而普通申诉案件则往往委托行业协会机制处理。^②

此外,美国公平基金制度对于投服中心先行赔付工作的开展具有很强的借鉴参考价值。美国公平基金的资金来源主要有两大块:一是违法所得,二是民事罚金。为有效地运作基金,2006年美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)专门制定了《公平基金与吐赃计划规范和实践规则》,并在2016年9月加以修订。2008年年初,SEC设立一个新的办事机构,专门负责公平基金的收取和分配,并开发一套基金分配记录和追踪系统以保障投资者更快速有效地补偿投资者。^③此后,《多德-弗兰克法案》将公平基金的适用范围进一步扩大,即SEC可以将任何处罚的民事罚款都归入公平基金。2020年12月17日,瑞幸咖啡已经与SEC达成和解,支付1.8亿美元换取后者对其放弃会计方面的欺诈指控。依据《萨班斯法案》,瑞幸咖啡支付的1.8亿美元须上缴行政和解金管理机构实行专户管理,也称为“公平基金”,由其负责补偿受害的投资者。在使用行政和解金对投资者作出正式补偿之前,行政和解金管理机构需辅助制定和解金补偿的投资者范围、具体分配方案以及进行资格审查等内容。

① 董新义、王馨梓:《新〈证券法〉证券纠纷调解的保障机制建设——以域外经验为借鉴》,载《银行家》2020年第2期。

② 范愉:《申诉机制的救济功能与信访制度改革》,载《中国法学》2014年第4期。

③ 汤欣、谢日曦:《美国证券执法中的公平基金:问题与出路》,载郭锋、周友苏主编:《国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设》,法律出版社2013年版,第489页。

(四)境外投资者教育工作

境外许多国家和地区都有投资者教育的专门机构和项目,国际上在投资者教育方面比较突出的主要有英国、新加坡和中国香港特别行政区。比如,新加坡于2003年发起旨在促进国民财经素养提升的国家项目——Money SENSE,运用易于接受的方式寓教于乐,通过巡回展示中的小游戏以及电视节目进行宣传,在新加坡理工院校内成立了财经素养学院,向公众免费提供财经教育项目。一系列活动都旨在让新加坡大众理解金钱、理解自己的权利和责任,使民众懂得财务规划以及选择合适的金融产品。新加坡虽然没有设立专门的投资者教育机构,但通过半娱乐的方式提升民众的财经素养,同样可供我国参考。我国香港特别行政区于2009年发布《建议加强投资者保障措施的咨询文件》,2012年11月成立了投资者教育中心,隶属于香港证监会,旨在提升公众的金融理财知识,引导他们作出适当的财务决定。^① 这些投资者教育实践都可供投服中心参考借鉴。

四、投服中心中小投资者保护工作制度完善

事实证明,投服中心各项中小投资者保护工作都取得了令人瞩目的成绩,有力地推动了中国投资者保护水平,同时在学术上具有很高的理论和实践价值,向全世界提出了中小投资者保护的中国理念和中国方案。但我国投服中心因创立不久,故在实际运行过程中仍存在诸多不足之处。因此,要在仔细分析投服中心中小投资者保护工作的实践情况下,发现问题,并参考境外经验,创新解决方案,力求构建更加完善的投资者保护制度。

(一)加强投服中心中小投资者保护工作的制度供给与支持力度

加快制定投资者保护机构业务管理办法,为投服中心各项工作提供基本的法律依据,并在时机成熟时,修订完善《证券法》《公司法》有关内容。将投服中心作为国家设立的投资者保护机构纳入立法,使其在保护中小投资者的过程中能够有法可依,有据可凭。《证券法》与《公司法》要做好统一和互补,使在中小投资者私权利保护中,无论中小投资者是以投资者身份还是以股东身份行权和维权都有充分的法律依

^① 井漫:《投资者适当性制度构建:国际经验与本土选择》,载《西南金融》2020年第4期。

据。^① 在条件允许的情况下,尽快出台专门的投资者保护机构业务管理办法,对现有市场上发展的中小投资者保护机构的实践作出规范,对于国家设立的投资者保护机构的示范性行权、维权标准和流程都作出集中的专门规定,并整合市场上现有的证券群体性民事纠纷解决机制、群体性诉讼、赔偿基金制度等,使包括投服中心在内的各类投保机构工作内容都有明确依据。^②

在制度供给上,要明确以投服中心为代表的投资者保护机构的权利与功能,要确定投资者保护的公益机构的性质、地位和职能等,充分赋权,避免投服中心等投保机构因制度供给不足、法治化保障不充分,而成为监管执法能力不足的辅助性角色。^③《证券法》已经规定了投资者保护机构的部分职责,但相关规定仍然缺乏系统性,没有对包括投服中心在内的投资者保护机构的性质、地位与详细职责进行规定。未来需要加强对投服中心中小投资者保护工作的制度供给与支持力度,在投资者保护机构业务管理办法中详细规定保护机构的权利、义务、责任,特别是组织构架、运作机制、经费来源和使用、业务规则与流程、监督以及相关单位的协助等,便于其长效运行和真正发挥作用。^④

(二)投服中心行权服务工作制度完善建议

提升投服中心持股行权效果的根本之策,是针对投资者权益保护进行专门立法,直接授权投服中心依法开展持股行权工作,但是一部法律的制定并非朝夕之功。因此,现阶段持股行权法律制度的构建只能在现有法律体系之下展开,以构建持股行权信息交流平台推动资本市场多方共治为核心,以明确投服中心持股行权相关规则为要务,以发挥投服中心在独立董事选任中的作用为抓手,充分发挥投服中心市场“看门人”角色,构建法治化的持股行权制度。

第一,构建持股行权信息交流平台推动资本市场多方共治。投服中心在持股行权方面要侧重对信息工具的使用,通过新信息机制这一金融市场重要约束力量推进投资者保护。构建持股行权信息交流平台有两个方面的功效:一方面,可以通过声誉机制来约束上市公司的行为,比如,公开赞扬在公司治理和中小股东权益维护方面做

① 陈冲:《中国证券市场中小投资者私权利保护研究——以投服中心为研究视角》,华东政法大学2019年博士学位论文,第18页。

② 徐明:《应尽快制定投保条例,保障赔偿落实到位》,载“第一财经”2018年9月26日,<https://www.yicai.com/news/100032234.html>。

③ 邓峰:《论投服中心的定位、职能与前景》,载郭文英主编:《投资者》第2辑,法律出版社2018年版,第89页。

④ 徐明:《应尽快制定投保条例,保障赔偿落实到位》,载“第一财经”2018年9月26日,<https://www.yicai.com/news/100032234.html>。

得好的公司,对于做得差的公司则应坚决予以公开谴责,以此激励或者警示上市公司为了公司名誉和荣誉而更加注重公司的规范治理和中小股东权益的维护;另一方面,持股行权信息交流平台也将成为监管部门、投资者、投服中心相互交流沟通的渠道,投资者、投服中心、监管部门和企业可在持股行权信息平台上对相关信息内容进行公开共享与互动交流,形成多元化的市场信息供给。

第二,明确投保机构持股行权的议题与方式。投服中心应当明确自身行权的议题与方式,知道自身该干什么,不该干什么。在持股行权议题选择上,建议投服中心应当采取积极防御姿态行使自身权利。所谓“防御”,意味着投服中心必须坚持现有的“三不原则”,对于涉及商业判断、可能导致经济利益流入或流出的特定交易不行权或提案,对于人事任免问题也应采取防御姿态,避免介入上市公司正常的经营活动。所谓“积极”,意味着投服中心并非消极不作为,也要对特定的事项行使自身权利,比如,在上市公司人事任免上,虽然投保机构应避免事先介入人事任免,但可以积极地行使事后监督的权利,监督上市公司管理人员是否认真履行自身法定义务,是否侵害投资者权益。

第三,制定投服中心征集股东权的业务规则。股东权征集权是《证券法》从法律层面正式赋予投服中心的一项特殊权利。而投服中心能够充分利用这一法律“利器”,切实在改善上市公司治理方面发挥作用,一方面,取决于其是否能解决人才和征集系统建设等自身能力限制问题;另一方面,取决于是否有明确的征集股东权的业务规则,并作出合理的制度安排。投服中心征集股东权的业务规则对于制度设计中的关键问题,如股东权征集的启动程序、议案选择标准、内部决策程序与后续跟踪执行等,应当综合考虑自身能力范围、公共资源的分配与平衡等因素后作出合理可行的制度设计。^①

第四,充分发挥投服中心在独立董事选任中的作用。投服中心市场“看门人”角色的发挥,不仅要靠外部监督,也需要借助于上市公司的内部力量。独立董事制度创设的初衷,在于加强对上市公司大股东和管理层的内部监督以保护公司中小股东的利益,这与投服中心的目的天然契合。为了加强独立董事的独立性,选任合格的独立董事成为首要且最关键的一环。投服中心可以通过规定一系列措施来加强独立董事的独立性和监督职能,具体包括:其一,充分发挥持股行权的监督作用,完善上市公司

^① 郭峰等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》,中国法制出版社2020年版,第505页。

选任合格独立董事的原则与标准、具体规则,以选任合格、负责任的独立董事;其二,加强对上市公司独立董事的监督,在持股行权议题和手段上加强对独立董事实际的工作表现的考察,以提高其工作效率;其三,要求上市公司在股东大会的参考文件中披露独立董事的详细信息。^①

(三)投服中心维权服务工作制度完善建议

第一,要积极寻找激励机制。首先,为了避免投资者滥用维权,投服中心可以向要求维权的投资者主体收取一定的服务费用。其次,投服中心作为一家公益性组织,可以接受社会的捐赠,利用基金等形式为投资者保护目的的实现建立完备的资金池,并必须将其过程公开化、透明化,接受投资者和整个社会的监督。最后,在委托律师上,应当改变过去纯粹公益的属性,可以有所创新,尝试以市场价来聘任律师,提升维权激励性,其他维权过程中所聘请的组织亦当如此。另外,如果建立强制性的公益制度来维持维权公益律师制度的存在,更会使律师的积极性和勤勉尽责大打折扣,并不可取。

第二,明确投服中心在证券诉讼中的权限范围。应当扩大投服中心的代表权限,即在一般情况下,投服中心所有的证券诉讼相关事务全权代表其他的诉讼原告,可以为了投资者的利益变更诉讼请求等。为了进一步维护投资者的利益,必须设立便捷的反馈机制和再次维权机制。反馈机制,是指在面对无法抉择何种诉讼手段更有利于投资者时,应当听取投资者的意见,以多数决或者绝对多数决的形式来确定最终的诉讼选择。再次维权机制是针对认为此次诉讼损害了自身权利,要求投服中心承担责任,或者在提出合法合理的理由后,经过法定程序撤销诉讼情形适用于自身。

第三,推动“示范判决+调解+简化审理”机制的实践。示范案件是指群体性证券侵权民事纠纷案件中选取的具有代表性的案件。根据深圳市中级人民法院《关于依法化解群体性证券侵权民事纠纷的程序指引(试行)》第12条规定,“示范判决+调解+简化审理”机制,是指处理群体性证券侵权民事纠纷时,法院可以选取一个或若干个案件作为示范案件,先行充分审理,先行裁判,促进平行案件或相同纠纷通过委派调解、委托调解或者法院调解等方式妥善化解。投服中心在支持诉讼案件中发挥机构的主动性,对损害投资者利益的行为,主动依法支持投资者向人民法院提起诉讼。法院优先审理并优先确定为示范案例,示范案件的送达、审前准备、证据调查、排

^① 陈美颖:《机构投资者监督上市公司治理的日本经验——以表决权行使的激励与规制为视角》,载《金融经济学研究》2015年第30期。

期开庭、合议、裁判文书审批签发、上诉案件移送等应加快进度,在同等条件下优先进行,以缩短审理周期,确保裁判文书尽快生效,推动平行案件的审理进度。

第四,明确投服中心律师在诉讼中的角色和定位。为了形成有效的激励机制,应当允许非公益律师参与其中,或者允许由投服中心聘请专业证券律师来进行诉讼。将证券诉讼进行委托,由专业证券律师进行代理,将有利于投服中心工作的职业化和专业化。

第五,投服中心应当搭建公平与透明的选择机制。选择机制必须以良好的工作机制作为运行前提。在案件筛选中,应当秉持公益的价值观,应当反映自己的价值观,应当体现公平、透明、专业的特点,应当独立判断,尽量避免误解,降低冲突,发挥效能,服务于证券市场法律秩序。^① 在此前提下,必须权衡斟酌,作出合理的选择,提高代表人诉讼运行的有效性。^②

(四)投服中心纠纷调解工作制度完善建议

第一,完善纠纷调解相关法律制度,强化证券纠纷多元化解机制建设。首先,投服中心要完善纠纷调解相应法律法规。可依据《证券法》、最高人民法院与中国证监会联合印发的《关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》,参照《人民调解法》,并结合实际,出台中证中小投资者服务中心证券纠纷调解工作管理办法,及时妥善化解证券市场纠纷,保障投资者合法权益。^③

第二,选任专业调解员,提升纠纷调解工作质量。一是要规范调解员的选拔标准和选任程序。二是要强化调解员的培训,提升调解员的专业能力以及处事应变能力,构建一支具有权威性的调解组织队伍。三是建立各辖区调解组织沟通协调机制。定期交流调解经验,并做好异地、跨区域纠纷调解工作。

第三,以投服中心为中心,推动证券调解组织走向统一。当下各调解组织存在数量繁多、结构散乱等问题,资源分散导致实践应用中的极大浪费。因此,有必要整合现有资源,推动调解组织实行统一管理。^④ 可以将投服中心作为主要承担证券调解职能的组织,将上海定为总部办公地点,对于其他调解组织以及调解站等,在适当时可

① 周芬棉:《投服中心不能“包打一切”须筛选案件》,载《法治日报》2020年9月11日,第7版。

② 刘琪:《专家:投保机构必须建立案件选择制》,载《证券日报》2020年9月7日,A04版。

③ 陈冲:《中国证券市场中小投资者私权利保护研究——以投服中心为研究视角》,华东政法大学2019年博士学位论文,第15页。

④ 董新义、王馨梓:《新〈证券法〉证券纠纷调解的保障机制建设——以域外经验为借鉴》,载《银行家》2020年第2期。

转化为投服中心分支机构;同时,制定统一的调解服务标准,统一管理各地专职调解员,明确案件管辖范围,合理分配调解工作。^①

第四,完善先行赔付制度,充分发挥投服中心作用。我国的先行赔付制度应当与投保基金制度完善相配合,由投服中心主持调解,投保基金公司负责基金的管理。具体而言:一是在立法模式上可以选择依托综合性的证券或者金融立法,坚持原则性规定与具体规定相结合。二是先行赔付制度需要有稳定和持续的资金来源。可以将违法所得和民事罚金作为重要的资金来源。三是在具体的赔付机制构建上,赔付对象应当为所有符合条件的适格投资者,赔付范围应处理好投资者保护与“风险自担”原则之间的关系,赔付额度应有赔付限额和赔付比例标准。四是建立系统、具体的激励机制。可以考虑在《行政处罚法》的框架下,进一步制定配套细则时明确先行赔付可适用从轻、减轻处罚规则。五是完善先行赔付制度的代位求偿权。《证券法》第93条规定了发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司在先行赔付后获得追偿的权利。相关责任主体对投资者进行先行赔付后,如果无法有效实现追偿,则将影响该项制度的功能发挥。^②

第五,建立并完善仲裁支持调解工作的对接保障机制。调解与仲裁有很强的兼容性,如果调解与仲裁由同一个机构管理,既能统筹调解的公益性和仲裁的商业性,又容易实现不同纠纷解决方式之间的顺利衔接,因此资本市场发达的国家和地区大多在金融领域设立了仲调一体的第三方专业机构。我国可以考虑由调解机构统合调解和仲裁职能。一方当事人提交纠纷调解申请后,应先进入强制性的前置调解程序,调解不成的,可转入仲裁程序。这样的制度设计不仅简化了纠纷解决的程序,也节省了制度对接的成本,提高了纠纷解决的效率。为了体现对投资者的倾斜保护,裁决是否生效由投资者决定。如投资者接受裁决,则证券公司等机构必须接受;如投资者不接受,可寻求其他救济途径。

(五)投服中心投资者教育工作制度完善建议

第一,要创新投资者教育的内容、形式和方法。投服中心应当结合行为经济学的方法,分析投资者行为偏好的影响因素,将投资者教育的内容重点放在投资知识和理解、金融技巧与能力上,采取互动性强的教育方式。这就要求在投教资源体系下的投

^① 沈伟、沈平生:《我国证券纠纷调解机制的完善和金融申诉专员制度合理要素的借鉴》,载《西南金融》2020年第5期。

^② 虞琦楠:《证券市场先行赔付制度的法律逻辑和制度完善——以投资者保护为视角》,载《海南金融》2018年第7期。

教产品不仅要保障系统性、全面性、完整性等基础要求,还须兼顾生动性与实用性,只有围绕监管要求和市场热点,契合不同年龄段、不同社会群体的需求点和兴趣点,设计制作与之相适应的投教产品,才能让投资者主动接受,有效发挥投教工作的效果。^①

第二,要设立“投教基地”及“投教联络人”。投服中心要积极与金融机构合作,在全国范围内布网建设运营投资者教育基地。以“共享投教资源、服务为投资者需求、提升投资者权益保护能力、促进投资者理性投资意识形成”为宗旨,努力把投教基地打造成为投资者保护的坚实阵地和优质投资者教育资源的交流平台,以“实体+互联网+科技”为建设理念,将现代科技与投资者教育相结合,打造投资者教育互动体验新模式。^②

第三,要继续推进与金融机构建立投资者服务联络机制。投服中心已与多家券商达成战略合作协议,共同探索多样化投资者服务创新模式。通过设置投教基地、投服中心投资者联络点、组建投资者联络员队伍,来推进投服中心与金融机构的投资者服务联络机制,从广大中小投资者的需求出发,以投资者教育为基础,通过持股行权,纠纷调解,维权诉讼,切实维护广大投资者的合法权益。

第四,要以“教”促“保”,帮助投资者防范各类投资风险。一是围绕《证券法》的要求继续以信息披露为核心,提高上市公司透明度,切实保证中小投资者的股东权利不被损害。二是做好宣传教育等基础性投资者保护工作,通过宣传引导建立有效的投资者教育效果评估机制,逐步构建理性投资、长期投资、价值投资的市场氛围。三是充分发挥金融机构在投资者保护中的主力军作用,对开展投资者教育工作的对象类型进行细分,提高投资者教育工作的针对性,持续加强对防范非法证券活动风险的宣传教育力度。四是着力培养锻炼一批专业化投资者教育队伍,提升整个证券行业投资者教育工作者的业务能力。

结 论

通过对投服中心中小投资者保护工作效果的评估和理论研究可以看出,投服中心在中小投资者保护工作上取得的成绩和实际效果无疑值得肯定。投服中心通过行

^① 薛云清:《证券公司期权投资者教育的思考》,载《时代金融》2020年第27期。

^② 国泰君安证券股份有限公司投教基地运营团队:《投资者教育与保护工作》,载郭文英主编:《投资者》第10辑,法律出版社2020年版,第124页。

权服务、维权服务、纠纷调解和投资者教育四大职能的履行,积极探索中小投资者保护工作的新模式、新途径,各项工作均取得积极进展,有力地维护了中小投资者合法权益。但在看到投服中心中小投资者保护工作取得斐然成绩的同时,也必须清醒地看到,投服中心中小投资者保护各项工作仍然存在诸多不足和亟待解决的问题。当前,完善投服中心中小投资者保护工作,必须发挥长处、补齐“短板”,使投服中心行权服务、维权服务、纠纷调解和投资者教育四大职能的相关制度更加完善,并且加强投服中心与证券监管部门、证券交易所、人民法院和其他投资者保护机构间的密切配合,真正将中小投资者保护工作落到实处。