

ISC
Research

持股行权理论
与中国实践研究*

* 本课题联合承接方为中国社科院法学所和华英证券有限责任公司。课题负责人：陈洁；课题组成员：陈甦、李建立、夏小雄、钟维、张彬、杨文尧天、张鹏飞。

前 言

持股行权是我国资本市场的新生事物。它特指中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)通过购买并持续持有上市公司、挂牌公司股份的方式(数量上通常为一手)来获得证券投资者身份,然后再以此身份在证券市场运行的各个环节行使投资者权益,从而实现积极保护投资者权益的市场态势,确保证券法宗旨的有效实现。与其他投资者保护机制相较,持股行权的特殊性主要体现在持股行权主体的唯一性、持股行权方式的特定性、持股行权目的的公益性上。就持股行权主体而言,投服中心作为中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)批准设立并直接管理的证券金融类公益机构,其主要职责就是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。就持股行权方式而言,投服中心作为中小投资者利益组织化的有效载体,其以公益股东的身份介入证券市场和上市公司,并通过监督公司活动、实施股东权利、发动股东派生诉讼等多种方式保护中小股东利益。投服中心两年来的持股行权实践表明,作为以私法手段实现公法目的设计的一种创新机制,持股行权是我国证券市场运行机制的重大制度创新,是完善证券市场监管体系的有效措施,在实现我国中小投资者权益保护方面发挥了积极的示范作用、维权作用、警示作用和提升作用。但是,投服中心自身法律地位不够清晰、持股行权工作制度保障不够充分、投服中心能力建设急需进一步加强、行权后续配套机制不健全等问题也相当突出。尤其是投服中心作为公益股东的特殊股东权利配置以及相应的法律制度建构问题亟待破解。对此,本课题从持股行权的运作机制、现实样态以及域外经验探究持股行权理论的内在机理出发,提出有助于提升满足我国持股行权实践需求的制度建构水平思路。本课题建议未来证券法的修订应明确投服中心的定位功能,同时,也要优化投服中心持股行权的系统功能,强化投服中心持股行权的能力建设,加大对投服中心持股行权的保障力度。

引言

改革开放以来,尤其是社会主义市场经济体制建立以来,我国证券市场获得了前所未有的发展,并取得了举世瞩目的成就。我国证券法确立了保护投资者合法权益的立法宗旨和基本原则,并得到了切实有力的实施。但是,就总体效果而言,与证券市场现实水平与发展前景相比,与证券法为投资者权益保障所提供的制度空间与实现可能相比,当前的证券投资者尤其是公众投资者权益的保护机制与保护水平还远远不能适应,投资者的市场信心并未因证券法律的实施与市场监管力量的付出而获得相应的提高与巩固。固然有多种原因致使形成这种局面,但证券市场投资者培育机制不完备也是最为重要的原因之一。

尽管目前我国证券市场上有超过 3000 家的上市公司,投资者人数突破 1 亿,但其中可称为“成熟投资者”的比例却又极低。因投资者知识、经验、精力、资金、信息和偏好等诸方面的限制,在证券市场所蕴含、证券法所确认的投资者权益中,那些需要由投资者积极行使的权利很难有效实现。

从我国投资者群体的总态势来看,投资者在行权意愿和维权能力上存在以下不足:(1)投资者缺乏参与性。在证券法、公司法等确认和保障投资者权利的法律中,许多权利需要投资者的自身参与才能实现,如参加上市公司股东大会、选举或罢免公司高管人员等。但实际上,中小股东通过参与上市公司股东会而行使权利的比例极低。(2)投资者缺乏专业性。证券法、公司法虽然规定了投资者的质询权、查询权,但是对上市公司经营方案的质询、对公司财务资料的查询等,又需要以一定的专业知识为基础。对于上市公司信息披露的分析判断,也需要相当的知识与经验。中小投资者通常缺乏相应的专业知识,而委托他人代为行使这些权利又需要为此支付成本。因此,中小投资者行使这些权利时,通常缺乏相应的专业保

障,导致行权效果较低。(3)投资者缺乏主动性。法律规定的证券民事责任制度已经相当完备,但是通过民事责任制度来保护投资者权益,必须以投资者主动行使请求权为前提。有数据表明,我国证券民事赔偿诉讼提起率远低于预期。具体从1996年“刘中民诉渤海集团案”开始,大约有1万名投资者做了证券民事赔偿案的原告,其中仅有约1000名原告通过和解或判决获得了全部或部分赔偿。主动提起诉讼的投资者没有超过权利受到损失并符合起诉条件的投资者总人数的10%,起诉总标的没有超过投资者可计算损失总额的5%。究其原因,一是证券民事赔偿诉讼具有“小额多数”的特点,对绝大多数的个体受害投资者而言,其诉讼成本可能远大于收益。基于“搭车心理”和“集体行动”的困境,个体投资者即便权益受到侵害也往往不愿诉诸法律来维护自己的权益。二是投资者在权利救济过程中需要“过关斩将”,包括立案关、审理关、判决关和执行关等,而司法实践中经常出现证券民事赔偿案件起诉不收案、收案不立案、立案不审理、审理不判决、判决难执行、对共同诉讼设置种种障碍等情况,严重影响了投资者提起诉讼的积极性。

在以投资者群体为市场主体参照的意义上,投资者权利保护系统可以分为他为机制和自为机制两种。前者如证券监管机构、市场非营利组织保护投资者权益的措施与实施,后者如投资者自己或委托他人行使或维护权利的措施及行为。两者相较,当前投资者权利保护的自为机制显然处于残缺软弱的态势。可以说,这一局面是造成我国投资者维权情势严峻的结构性原因和机制性障碍。探索建立中小投资者自律组织和公益性维权组织就是弥补这种缺陷的有效措施:一是在结构上,可以弥补成熟投资者的数量不足,从而强化投资者权益保护自为机制的组织基础;二是在功能上,可以投资者身份行使民事权利,从而启动证券民事权利的实现机制,优化配置证券市场上的民事权利资源。

2013年12月27日,国务院办公厅发布的《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》指出,“要探索建立中小投资者自律组织和公益性维权组织,向中小投资者提供救济援助,完善投资者保护组织体系”。2014年12月投服中心作为证监会批准设立并直接管理的证券金融类公益机构应势而生,其主要职责就是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。目前,随着持股行权、纠纷调解、诉讼及支持诉讼等各项工作的陆续展开,投服中心为保护中小投资者权益而组织开展的维权活动在资本市场获得了良好的反响和积极的评价。

其中制度创新最为明显、实施效果最为显著的措施,就是投服中心的“持股行权”。然而,与实践中持股行权工作的“红红火火”相反,有关持股行权制度的理论研究与立法回应的滞后也是有目共睹的。为将持股行权工作进一步推向全面深入,切实增强我国投资者权益保护的有效性,根据投服中心的设立目的、规划措施和工作实际,本课题立足我国证券市场的发展现状以及持股行权运行机制的实现路径,对持股行权工作的性质、内容、方式、效果、社会效应等方面进行了全方位的理论探讨与实践总结,以期为投服中心持股行权的合法性、正当性和适度性提供判断依据,也为进一步完善持股行权机制、推进我国资本市场投资者权益保护提供建议参考。

第一章 持股行权的基本理论

一、持股行权的内涵及其建构意义

(一) 持股行权的内涵界定

持股行权是我国资本市场的新生事物。它特指投服中心作为证监会批准设立并直接管理的证券金融类公益机构,按照证监会的要求,“公益性持有证券等品种,以股东身份行权维权”(持股行权)。具体而言,就是投服中心通过购买并持续持有上市公司、挂牌公司股份的方式(数量上通常为一手)来获得证券投资者身份,然后再以此身份在证券市场运行的各个环节行使投资者权益,从而实现积极保护投资者权益的市场态势,确保证券法宗旨的有效实现。与证券市场其他投资者保护机制相较,持股行权的特殊性主要体现在以下四个方面。

1. 持股行权主体的唯一性

证监会在2013年专门批准成立了投服中心,规定由其“持有上市公司股票,建立投资者权利代理机制,以股东身份参与上市公司治理”,并“通过调解、和解、仲裁、补偿、诉讼等方式对上市公司违法违规等损害投资者利益行为进行约束,行使股东权利”。^①因此,在我国,持股行权特指由投服中心为保护投资者权益而公益性持有股票并行使股东权利,它并不包含证券市场上持有股票的普通投资者或机构投资者在自己的权利受到侵害时为维护自己的权益而行使股东权利的情形。即便是作为中国证监会内设机构的投资者保护局,其为维护投资者权益所开展的投资者保护工作的组织指导、监督检查之类,虽可能与持股行权机制有相似之处,但也

^① 中国证券监督管理委员会:《证监会投资者保护局对投资者关注问题的答复》,载中国证券监督管理委员会官网:http://www.csrc.gov.cn/wcm/websearch/zjh_simp_list.jsp,最后访问日期:2018年1月26日。

不是持股行权主体,其所开展的相关活动也不能称为持股行权。简言之,投服中心是证监会批准设立并直接管理的专门负责组织和实施持股行权的证券金融类公益机构,未经证监会批准,任何单位和个人不得从事持股行权业务。所以,在我国,持股行权主体具有特定性和唯一性。

2. 持股行权方式的特殊性

持股行权实际上由“持股”和“行权”两个方面内容构成。在“持股”方面,投服中心是通过购买并持续持有我国证券市场全部上市公司、挂牌公司每家股份100股的方式来获得个上市公司股东身份;“行权”则是指投服中心在持有上市公司的股票后,以股东身份或接受其他股东的委托,行使查阅权、建议权、质询权、表决权、短线交易归入请求权、诉讼权、独立董事提名权、提案权、召集及主持股东大会权等股东权利。此外,“行权”还包括投服中心对涉及中小投资者权益的典型性和代表性的事件,以代理或者其他方式支持中小投资者行使股东权利,即提供行权支持。归结起来,持股行权方式就是投服中心以股东身份行使或帮助支持中小投资者行使我国公司法、证券法赋予股东的各项权利,从而帮助中小投资者切实维护自身的合法权益,促进上市公司的规范运作。

3. 持股行权目的的公益性

投服中心是证监会批准设立并直接管理的证券金融类公益机构,它是以为证券市场中小投资者提供保护为要旨,为了社会公益的目的为资本市场提供公共产品。投服中心与其他企业组织的根本区别就在于其不以为单位或单独个人牟利为目的,不进行利润分配,不以参与者的利益最大化为目标。同时,投服中心为投资者提供的维权服务不收取任何费用,并为参与证券支持诉讼的投资者承担公益律师代理费用,原告投资者仅需自行承担人民法院依据相关规定向原告收取的诉讼费用。此外,投服中心与证监会行政监管的区别在于证监会各机构是行使国家行政职权,负责对资本市场各项行政事务进行组织、管理、监督。而投服中心尽管由中国证监会批准设立并直接管理,但其属于公益组织,不属于行政机构范畴,不是行使行政监管权。可以说,公益性是投服中心持股行权区别于其他维权机制的核心特征。投服中心行使的一切权利,包括股东权利都不以营利为目的,行权工作是紧紧围绕中小投资者权益保护而展开。

4. 持股行权是由政府发起,但又主要依靠市场力量运作的创新性维权举措

对于投资者权益保护,我国证券市场长期是采取两大途径来实施的:一是中国证监会及其派出机构等从行政监管的角度采取措施,二是证券交易所、上市公司协会等自律监管机构从自律管理的角度去保护投资者。持股行权虽由证监会发起,依靠公权力的力量推行,但是它又不是一种普通的行政化手段,在其具体运行中,主要运行原理还是通过利用并壮大市场力量来保护中小投资者。因此,“持股行权”的本质逻辑是由政府成立的专门机构,通过公益性持有股票并行使股东权利,充分发挥市场自律作用,向市场释放信号,形成威慑,进而示范动员其他广大投资者共同参与到维权过程中,提高投资者维权意识和能力,将市场力量集中化、组织化。这种机制是为了弥补投资者保护体系中自为机制的不足,是我国中小投资者保护的重大制度创新,它与行政监管、自律管理共同构成我国保护中小投资者合法权益的“三驾马车”,是我国资本市场监管部门为更深入、更全面保护投资者,尤其是相对弱势的中小投资者的合法权益而设计的一种具有中国特色的中小投资者保护的创新机制。

(二) 持股行权机制的建构意义^①

1. 进一步实现资本市场上政府与市场关系的合理可行

长期以来,监管机构在我国证券市场中处于核心地位。在投资者保护方面,证券市场建构者长期秉持“倚重政府而非市场导向”的思路,致使投资者成熟度低、依赖性强、主动性弱,以致体现以市场机制配置资源的民事法律制度不能有效实施。由于“依赖政府—上访诉求”形成于同一投资者心理和证券市场结构,迫使证券监管机构过度干预证券市场运行机制,在投资者权益保护方面甚至导致维权变维稳的尴尬局面。投服中心作为公益性的市场维权组织,是以利益代表者和利益维护者的身份成为中小投资者利益组织化的有效载体,其持股行权工作有效融合了角色二重性。其在投资者权利运行机制上的本质特征在于,其可以通过自身的特殊投资者身份独立行使权利,也可接受个体投资者权利的让渡,并以其专业的知识组织的力量来实现保障投资者个体权利的宗旨。在投服中心的持股行权过程中,其持有上市公司股份的事实与行为体现了投服中心的

^① 参见陈甦、陈洁:《持股行权:理念创新与制度集成》,载《证券日报》2016年12月31日,A03版。

市场角色的一面,要按照市场主体的行为规范行使权利,更多体现市场配置资源的微观基础和主体选择;其维护证券市场秩序、投资者权益以及非营利的目的,则体现了投资中心行使政府职能的一面,要更好地发挥政府监管证券市场的行政目标。

投服中心开展持股行权为证券执法体系的合理化建构,以及在其中为政府与市场确立有效的功能定位及运行机制,提供了新的制度创新思路和现实可能性。投服中心在政府与市场关系上采取了科学合理的有机联系方式,是在证券市场上和投资者权益保护体系中市场与政府关系最为集中而合理的制度体现。

2. 通过私法手段实现公法目的的重要尝试

由于政府职能的扩大以及监管不力的存在,使引入市场机制以帮助政府实现公共产品的有效供给成为必需,也是当前政府职能转变的重要路径。体现在公法与私法的关系上,就是传统的私法调整方式被部分地或间接地引入了公法领域,形成私法关系向公法领域延伸与公法关系向私法领域扩展的双向互动。

投服中心持股行权的目的不是营利,而是为了保护证券市场上不特定投资者的权益,促使上市公司等忠实、审慎、勤勉经营,维持证券市场信心和证券市场秩序,这是投服中心的公益性目的。投服中心的公益性特征使其具有提供公共服务的天然优势,它们提供的公共服务能够满足公共需求的多样性与异质性,是政府有力的公私合作伙伴。投服中心具有民事主体的资格,是以私法手段来进行公务活动的,他们在法律上都受私法规范的调整,与私法的一般主体具有平等的资格,这是公法私法化的另外一个表现。

相较政府机构,投服中心在运营上比较灵活,对公众的需求有更强的回应性等。投服中心作为股东持股行权,这种方式对公司运作有更充分的了解,能够及时发现、及时改善公司治理。如果由证券监管机构直接介入上市公司内部行使监管,既有法律上的障碍,亦使监管成本高昂。基于对“市场失灵”和监管不力的理性反思与因应对策,在我国证券市场监管转型的市场阶段与法治环境中,政府的监管方式从过去的“集权管理”转型为现代化的“多元治理”“硬性管理”,再转型为“弹性治理”,是投服中心持股行权的理念基础。这种证券市场治理结构,内含着权力与权利之间的相互协调与沟通合作。

3. 充分利用证券法提供的投资者权益保护机制

在证券法领域,政府发挥规制功能是通过行政管理,如行业管理或功能管理;市场发挥规制功能则是通过市场自治,如市场主体的个体守法、团体自律、司法救济。在证券法律责任制度范畴,政府发挥规制功能是通过行政法律责任制度的设置与执行而实现的,市场发挥规制功能则是通过民事法律责任制度的设置与适用而实现的。

在证券法建构的投资者权益保护机制中,行政监管是有力且有效的,但仍有其限制。例如,行政责任只能是过错责任,而不能是连带责任;证监会不能以投资者身份提起民事诉讼。这样,公法性质的法律在维持市场秩序方面虽然有效,但对投资者保护而言则未必有效。投服中心能够以股东身份介入证券市场和上市公司,通过监督公司活动、实施股东权利、发动股东派生诉讼等多种方式促进公司信息披露,保护中小股东利益。因此,投服中心持股行权的制度连接点与角色平衡点都把握得很好,有利于多方利用制度资源,确保证券法提供的各种措施目标可以实现,从而可以充分发挥证券市场机制的系统效益,提高证券市场的自治能力,增强各种社会组织在规范证券市场秩序方面的角色功能。

4. 证券市场体系具有重大效益性的顶层设计

通过投服中心来发动对于证券违法行为的诉讼,同学界极力主张的由律师主导的集团诉讼相比具有突出的优势。首先,投服中心倾向于协助投资者提起有益市场健康发展的诉讼,其公益性足以有效避免集团诉讼普遍存在的滥诉问题。其次,投服中心可以更好地协调其与其他执法资源之间的关系,尤其有利于和政府监管、市场约束等执法机制的协同发展,既能弥补现有的执法机制之不足,也能避免执法资源的浪费。投服中心持股行权具有低成本、高效益的特征:一是在财政初期投入后,投服中心持股行权可通过公司治理结构与运行机制展开。二是持股行权的示范作用、警示作用等,可以较低成本获得较高的约束效益。三是通过持股行权提起或参与诉讼仲裁时,其胜诉赔偿可用来支撑持股行权成本。四是投服中心按照公司治理结构设置内部组织结构,配置内部监管。参与持股行权,可提高管理效益。

总之,投服中心的构建及其持股行权机制的建立,不仅是一种因应强烈而现实的市场运行和社会发展需求的重要措施,也是我国证券市场迈向法治化、成熟化进

程的重要标志。在我国证券市场转轨时期,建立由证监会统筹监管,与准行政性的投资者保护基金公司并存的投资者保护组织体系,是我国完善中小投资者保护体系的必然方向和重要措施。

二、持股行权应遵循的基本原则

要科学构建一个系统高效的持股行权实施机制,对开展持股行权过程中应遵守的一些基本原则进行总结提炼无疑是非常必要的。持股行权工作应遵循的基本原则是指持股行权工作所特有的,反映证券市场投资者保护的发展规律,广泛适用于持股行权各项活动及整个过程的基本行为准则。作为持股行权的基本原则应当体现三个标准:首先,它是反映持股行权基本价值与功能取向的最一般的规则,是持股行权基本价值的体现。其次,它是投服中心整个行权活动,包括持股、行权、支持行权等各个环节都必须遵循的基本行为准则,贯穿于持股行权立法、执法和司法活动过程的始终,对持股行权各项工作具有概括性调整作用。最后,它应当是持股行权这个系统机制所特有的,根据持股行权的本质特征并结合证券市场客观发展规律加以高度概括而成的基本准则,不应混同于证券市场的一般监管或自律规则。根据开展持股行权工作的初衷以及相关上位法规定,持股行权实施过程中应遵循以下基本原则:(1)股东定位原则;(2)公益性原则;(3)公开透明原则;(4)示范引领原则。

(一)股东定位原则。股东定位原则是整个持股行权机制的出发点。它是指投服中心持股行权应坚持股东定位,运用市场化手段,以股东身份按照法定程序行使各项股东权利,并且不以参与公司经营管理和营利为目的,不行使监管或自律职责,不代表证券监管机构的立场。不过,如何界定投服中心的股东身份及其权利配置是股东定位原则的核心难题。本研究认为,投服中心作为公益股东,本质上属于普通股股东,但它又是特殊的普通股股东。投服中心特殊的组织性质与功能定位,表明它不可能等同于上市公司普通的持有100股股票的小股东。投服中心的股东权配置应当与其保护股东权益的制度预设目标相契合。该问题将在本章第四部分加以详细探讨。

(二)公益性原则。公益性原则是整个持股行权机制的基本价值取向。首

先,投服中心是在政府主导下组建形成的公益性组织,整个持股行权工作的具体开展就是由投服中心这个专门的公益机构负责的。其次,投服中心在整个持股行权过程中,不以营利为目的,不干预上市公司日常经营管理。投服中心持股行权的目的是为保护中小投资者合法权益,促进上市公司完善治理,维护证券市场秩序。因此,公益性不仅是投服中心区别于其他市场营利组织的重要特征,也是投服中心区别于其他普通股股东的核心特征,更是投服中心持股行权本质的展示。

(三)信息公开原则。信息公开是整个证券市场有效运行的制度基石,也是持股行权机制健康运行的制度基础。从法理上来说,非营利组织可能存在滥权与志愿失灵的问题,这就要求政府和公众投资者拥有足够的监督能力,这进一步仰赖于非营利组织的充分信息披露,这是解决非营利组织自身弊病的重要工具,以此防止部分主体利用信息优势侵害其他主体的合法权益。^①从域外成熟市场的经验来看,各国(地区)对非营利性维权组织进行监督的一个重要手段就是所谓的“公开原则”(disclosure rule),非营利性维权组织应定期披露财务、运行情况,并及时公布其起诉与和解的细节等,以此减少监管机构的监督成本。对于那些公益性非营利组织来说,信息披露的要求甚至不亚于上市公司。^②具体到我国持股行权工作中,投服中心应遵循公开、透明的原则,主动接受证监会及投资者监督。除了主管机关的临时检查外,投服中心应根据中小投资者的特点,建立便于投资者了解保护组织运作情况的相关机制,诸如强化信息公布,构建工作动态通报机制。在不影响保密规定和行权效果的情况下,投服中心应向市场公开行权工作规则、实施细则等工作制度,披露持股情况、行权进度、行权结果等信息。

(四)示范引领原则。示范引领是整个持股行权工作的核心目标。由专门的投资者保护机构开展持股行权工作的最终目的并不是只单纯依靠这一公益机构通过持股来行使股东权利进而保护自己作为投资者的权益,更重要的是想通过由专门机构开展这一工作,组织利用市场力量,通过示范引导,唤醒投资者股权意识,

另外,还要动员广大中小投资者共同参与到维权活动中来。实践中,投服中心

^① 参见李维安主编:《非营利组织管理学》,高等教育出版社2013年版,第114页。

^② 参见汤欣:《证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第188页。

持股行权就是坚持以问题为导向,以维护中小投资者合法权益为宗旨,以投资者权益维护中的难点、热点问题为重点,对法律法规及监管规定有明确要求,但上市公司未落实或落实不到位,从而涉嫌侵害中小股东知情权、参与权、收益权和救济权等权益的事项,主动行使或以委托代理或联合行权等方式组织其他投资者共同行权,示范行使法律赋予股东的各项权利,从而利用有限力量形成最大的社会示范效果。

三、持股行权主体的定位与功能^①

证券法以保护投资者权益为宗旨,这是由证券市场的运行特点和投资者在证券市场中的地位所决定的。作为加强对中小投资者保护的一项重大举措,证监会2014年8月批复成立了中证中小投资者服务中心有限责任公司(投服中心),投服中心于2014年12月5日完成了相应的工商注册登记。按照证监会批复,其主要职责就是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。其中,“公益性持有证券等品种,以股东身份行权维权”是证监会批复的投服中心的六项职责之一。鉴于此,在我国,实施开展“持股行权制度”的相关工作只能由投服中心具体负责。投服中心也就成为“持股行权”的法定唯一主体。尽管投服中心成立3年余,但总体而言,投服中心的公益性维权活动尚处于起步阶段,市场各方对公益性维权组织的属性职责、功能定位等还未形成统一认识。为进一步推进我国资本市场投资者保护组织体系建设,从法理及立法上对中小投资者维权组织的法律地位、职能范围等基本问题予以明确,这不仅是保障强化维权组织功效发挥的法制基础,也是促进维权组织同证券市场上其他组织机构相互协调配合,大力践行投资者保护宗旨的重要举措。

(一)投服中心的设立背景与制度基础

1. 中小投资者在资本市场的相对弱势是投服中心存在与发展的客观基础

从整体层面来看,证券市场赖以建立与运行的资金基础,主要由投资者的投资形成。由此,投资者在证券市场上处于决定地位,没有投资者便没有证券市场。但

^① 参见陈洁:《〈证券法〉应明确投服中心的功能定位》,载《中国证券报》2016年12月13日,A12版。

是,投资者群体也是证券市场风险的主要承担者。从个体层面来看,证券投资者的大多数是公众投资者,因其知识、经验、精力、资金和信息等诸方面的原因,公众投资者在市场信息的判断能力和风险承受能力等方面处于相对弱者的地位。我国资本市场实践中,公众投资者与上市公司、中介机构、大投资者、公司高管的实力明显失衡,以致公众投资者已经成为上市公司治理水平落后和市场违法行为猖獗的主要受害者。与此同时,由于证券民事赔偿诉讼具有“小额多数”的特点,以及绝大多数的个体受害投资者受困于“搭车心理”和“集体行动”的困境,个体投资者即便权益受到侵害也往往不愿诉诸法律来维护自己的权益。这样,在“不告不理”的民事诉讼原则下,司法保护对于证券市场的违法行为也就无能为力。即便某些颇具“情怀”的个人或组织可能提起基于公益的诉讼,但囿于经费和其他种种限制,此类诉讼势必难以为继。鉴于中小投资者分散的多元利益和天然的弱势地位,寻求公益性维权组织作为中小投资者的利益代言人无疑是迅速提升中小投资者维权能力的现实路径。

2. 现有的制度设计未能充分实现投资者基于“股东身份”的特殊保护

虽然我国证券法确立了保护投资者合法权益的立法宗旨和基本原则,但是总体而言,立法者对如何实现投资者保护的机理思路尚未厘清,规范制度也失之片面。一方面,我国证券领域的法律制度整体上是围绕证券发行者及相关服务提供者为原点制定的,其本意是通过直接规范证券及服务提供者的市场行为来间接达到保护证券投资者的合法权利。然而,这样缺少以投资者保护为直接原点的制度设计,既未能从服务接受者的角度考虑问题和制定规则,其实施效果难免有所偏差。另一方面,在证券市场上,投资者具有双重身份:投资者既是上市公司的股东,享有股东权利;同时投资者又是证券交易者,直接面对证券市场的巨大风险。尽管股东身份是相对于被投资公司而言的,法理上基于股东利益的保护显然应由公司法来安排,但公司法所调整的公司与其股东之间的关系,在证券法上则作为证券发行主体与投资者之间的关系来调整。公司法所保护的股东的权益,主要是对特定股东的利益的保护,而证券法所保护的投资者权益则是对不特定投资者利益的保护。现实中,由于上市公司规模的巨大以及经营者实际控制力的提高,以致上市公司的中小股东事实上由公司的“主人”转变为公司的“外部人”,并在一定程度上与公司形成利益对立。这就需要证券法对包括现有股东和潜在股东的投资者给予超

越公司法意义上的股东身份的特殊保护。然而,现行的证券法注意到了投资者作为交易者身份的特殊保护,例如,现行《证券法》第134条规定国家设立证券投资者保护基金,以应对被处置证券公司及公募基金管理人破产风险给投资者造成的损失,但对投资者股东身份的特殊保护机制却明显缺漏。突出表现为有关投资者损害救济制度不完善、专门投资者保护机构缺位、民事救济途径不足、缺乏必要的配套规定确保其可行性等。

3. 中小投资者的维权实践表明发展公益性维权组织的紧迫性

保障因证券违法行为而遭受损害的投资者的民事赔偿权利是践行投资者保护宗旨的基础性制度。由于中小投资者处于信息、资金等弱势地位,单个投资者行权维权面临专业知识储备不足、耗时久、成本高等重重阻碍。如前所述,有学者对我国证券民事赔偿制度实行后10余年间的相关案件从数量和质量两个方面进行系统性的实证研究。研究表明,证券民事赔偿诉讼提起率远低于预期。可以说,我国投资者维权实践的严峻现实决定了现阶段发展维权组织的紧迫性。我国资本市场迫切需要专门的投资者保护机构帮助投资者依法及时有效地行权维权。

除上述外,通过维权组织来发动对于证券违法行为的诉讼,同学界极力主张的由律师主导的集团诉讼相比具有突出的优势。首先,维权组织倾向于协助投资者提起有益市场健康发展的诉讼,其公益性足以有效避免集团诉讼普遍存在的滥诉问题。其次,维权组织可以更好地协调其与其他执法资源之间的关系,尤其有利于和政府监管、市场约束等执法机制的协同发展,既能弥补现有的执法机制之不足,也能避免执法资源的浪费。

(二) 投服中心的角色定位

投服中心作为公益性中小投资者维权组织,从现实情形分析,其既扮演了“各上市公司股东的身份”,同时,为了扩大开展维权工作,又接受市场中其他投资者的委托,帮助中小投资者行使权利,其又扮演了“中小股东受托人”的身份。因此,投服中心是拥有“上市公司股东”和“中小股东受托人”双重身份的主体。

它是以利益代表者和利益维护者的身份成为中小投资者利益组织化的有效载体。投服中心的本质特征在于其可以通过自身的特殊投资者身份独立行使权利,也可接受个体投资者权利的让渡,并以其专业的知识组织的力量来实现保障投资者个体权利的宗旨。基于此本质特征,投服中心之角色定位必须包含四个要素,即

组织性、独立性、非营利性、专业性。

1. 组织性。作为介于市场和政府之间的一种社团法人,维权组织必须具备法定的组织形式和制度规范,以保证其身份的稳定性和持续性。具体运行中,建立类似现代企业制度的董事会治理结构以及公开、透明的运营管理制度是维权组织加强自律、增强透明度、实现组织公益性的重要保证。值得强调的是,维权组织作为证券投资者保护组织体系中的一个子系统,在系统内部应发挥不同于其他组织的功能并具备利于其功能发挥的组织结构,这就要求维权组织的运行机制要注重与证券市场上其他组织机构的有机衔接,从而保证整体效能的发挥。

2. 独立性。作为独立的法人组织,维权组织应当具备财产上的独立性和行为上的独立性,即具备能够独立支配的财产,并能以自己的名义独立行使权利和承担义务。从域外经验来看,维权组织作为代表特定群体利益的一类社会团体,既可以完全基于民间力量自助发起,也可以在政府的主导下组建形成。传统上认为,维权组织在设立、组织、经费和运作方面应独立于政府。这也是非营利组织制度设计的一大重要特质。但实践表明,没有政府的支持,也可能使该类组织的维权行动举步维艰。考虑到我国资本市场发展基础尚为薄弱,民间组织的一些固有缺陷在我国可能尤为凸显。因此,目前的投服中心在由证监会主导,其他社会组织力量积极配合的模式下依法组建。严格来说,该维权组织并不是一个完全独立的非营利组织,而是证券监管机构支持下成立的半官方组织。此种身份可能使其独立性受到质疑,但同时也方便了它的设立,并使其具有较为充沛的经费来源。这种制度设计是充分考虑我国证券市场的结构特征以及证券监管机制的运行环境所做出的选择,也是对我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”模式成功经验的借鉴。

3. 非营利性。非营利性是指维权组织具有公益性,不以追逐利益为目的。这是维持其独立性的重要前提,也是区别于企业等市场营利组织的重要特征。不过,维权组织在服务过程中也可能存在着收费现象,只是该收入用于组织发展,而不能在成员之间进行利润分配,也不能用于任何其他形式的个人受惠。可以说,公益性是维权组织本质的展示。

4. 专业性。维权组织必须具备能够胜任维权工作的专业技术和经验,以此弥补个体投资者在资源、信息、经验等方面的欠缺。相较公众投资者而言,投服中心具有专业性和敏感性,能够广泛搜集、专业分析证券市场上的各种信息,同时可以

将投资者分散的利益诉求在组织内部进行筛选加工,以形成集中和简约的利益表达,随时为协助中小投资者行权维权提供及时有效的帮助。

(三)投服中心的主要职能

中小投资者维权组织对投资者权利的保护主要体现在协助其行使权利并给予权利救济两个方面。综观国内外中小投资者维权组织的运行情况,其主要职能包括以下几点:(1)向中小投资者提供信息和相关咨询服务;(2)受理中小投资者的投诉,并进行调查、调解;(3)代表或协助中小投资者行权维权;(4)开展投资者教育工作;(5)推动证券投资者保护立法。目前实践中,我国投服中心的职责设定就是积极回应投资者行权、维权过程中遭遇的普遍性、突出性的问题,着重履行持股行权、提起或支持诉讼、证券纠纷调解等国务院证券监督管理机构规定的职责。^①

1. 持股行权。持股行权是指维权组织依法持有上市公司、挂牌公司股份,以股东身份行权和维权。维权组织通常在每一家上市公司中持有1个交易单位的股票,以使其可以作为每一公司的股东来行使共益权。具体而言,维权组织可以普通股东身份参与公司治理,如通过参加股东会议,通过投票以及提起股东建议方式有效促进上市公司规范运作,督促其积极落实中小投资者权益保护相关政策,提升上市公司整体投资者保护水平。

2. 提起公益诉讼或支持诉讼。提起公益诉讼是指投服中心以投资者保护组织名义,代表证券市场中特定或不特定的受侵害投资者整体利益提起的诉讼。支持诉讼则是以受损投资者为原告,投服中心发挥专业和优势,为投资者提供诉讼支持。其目的就是让中小投资者与被告在诉讼地位和能力上实现实质对等,降低诉讼维权门槛,促进证券市场公平正义。

3. 调解纠纷。为避免诉讼机制的高成本,投服中心可以发挥调解机制的作用,即投服中心作为居中独立的第三方机构,接受投资者等当事人申请,通过专业、高效和便捷的调解服务,妥善化解证券纠纷。

4. 接受申诉并提供咨询职能。维权组织要建立投资者服务热线。当投资者与

^① 投服中心自2014年在上海市虹口区市场监督管理局注册成立以来,已经陆续开展了多项投资者保护工作。其经营范围则包括“面向中小投资者开展公益性宣传和教育;为中小投资者自主维权提供法律、信息、技术服务;公益性持有证券等品种,以股东身份行权和维权;受中小投资者委托,提供调解等纠纷解决服务;代表中小投资者,向政府机构、监管部门反映诉求;中国证监会委托的其他业务”。“中证中小投资者服务中心有限责任公司,注册号/统一社会信用代码:310109000691186。”上述信息通过全国企业信用信息公示系统(上海)查询所得。

证券市场各方主体因为证券的发行、交易及其他相关事宜发生争议或者受到不公平对待时,投资者可以通过该热线进行申诉,或者直接向维权组织提起书面申诉。与此同时,维权组织在个体投资者行使权利面临障碍或权利需要救济时,可以对其进行指导并及时提供相关咨询服务。

5. 投资者教育。为促进投资者理性行权维权以及宣传投资者保护措施,维权组织需要建立专门网站,并定期出版投资者保护刊物等来增强对投资者的教育。

6. 影响立法进程。为从制度根源上保障有关投资者权益的规定公平、公开,确实反映投资者意愿,维权组织应积极参与有关投资者权益的立法进程或修法进程。

概言之,立足我国证券市场的发展现状以及证券法律运行机制的实现路径,探索完善具有中国特色的投资者保护组织体系是促进我国资本市场持续健康发展的重要保障。在我国中小投资者保护措施亟待加强的背景下,鉴于将投资者保护单独立法颇费时日,因而利用证券法修改之契机,在证券法中设置专章规范投资者保护,同时对中小投资者维权组织的设立目的、管理主体、法定职责以及纠纷解决机制等进行原则性规定,无疑是专门立法缺位下的适宜之举。^①

四、持股行权主体股东权的配置^②

(一) 投服中心的持股特色及其作为公益股东的基本定位

1. 投服中心的持股特点

投服中心能够以股东身份介入证券市场和上市公司,并通过监督公司活动、实施股东权利、发动股东派生诉讼等多种方式保护中小股东利益,其前提就是要购买上市公司的股票成为其股东,进而通过行使公司法、证券法等赋予股东的一系列权利参与上市公司治理,维护投资者权益。与普通投资者相较,投服中心的持股样态具有以下特点:

(1) 持股主体的特殊性。投服中心是经证监会批准设立并直接管理的专门为了保护投资者权益而持有股票并行使股东权利的公益机构。其主要职责就是为中小

^① 参见陈洁:《〈证券法〉应明确投服中心的功能定位》,载《中国证券报》2016年12月13日,A12版。

^② 参见陈洁:《投服中心公益股东权的配置及制度建构》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第78页。

投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。作为介于市场和政府之间的一种社团法人,这个专门的投资者保护机构具有组织性、独立性、非营利性、专业性等特点,不同于资本市场上的任何一个为私益而持股的自然人或法人、非法人组织的普通投资者。

(2)持股数量固定。投服中心普遍性持有沪深交易所每家上市公司一手股票。这是因为证券交易所规定投资者最低持股数为100股(一手),且根据公司法规定,不管持股数量多少,只需持有公司股票即可成为公司股东,行使公司法规定的股东权利。从节约持股成本角度出发,投服中心持有一手股票无疑是最符合经济原则的。当然,根据公司法规定,也有部分股东权利的行使需要达到一定的持股数量及持股期限要求,对此,投服中心需联合其他中小投资者,依靠征集投票权或受托代理行使权利等方式以满足特定的股东资格的限制性要求,或直接申请法律的豁免性的特殊待遇。

(3)持股范围的普遍性。投服中心是普遍性地持有在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的所有股票。时至今日,投服中心共持有3314家上市公司股票,成了沪深交易所所有上市公司的股东。投服中心普遍非差异性持股主要是出于对整个资本市场中小投资者进行全面性保护的,同时也要防止选择性持股而造成的个别公司股价异动的风险。具体而言,上市公司侵害中小投资者的事件具有不可预测性,如果不能普遍性持有所有上市公司股票而是选择性的持股,就很可能顾此失彼,挂一漏万。此外,被选择性持股的公司也很有可能被市场视作“问题公司”而导致该公司股价异动风险。

(4)持股期限的永久性。关于持股的期限,投服中心一旦持有每家上市公司一手股票后,原则上不再进行交易。这是因为投服中心持股是为了行使股东权利而非用于交易获利,即持股只是为达到行使股东权利目的而实施的一种手段。此外,持股的稳定性也是考虑到要维护资本市场的稳定,避免因投服中心买卖股票而引发市场股价异动。

2. 投服中心作为公益股东的基本定位

投服中心通过购买并持续持有上市公司100股股份来获得上市公司股东身份。投服中心这个股东的角色定位应该是什么呢?

(1)投服中心是普通股股东,不是优先股股东。普通股与优先股的本质区别在

于普通股所代表的是完整的股东权利,而优先股往往是以参与性权利的限制或取消为对价而获得经济性权利的优先或增强。目前,我国公司法架构下的股东权利配置实质上还是属于典型的法定一元化模式,相应的股份类型也仅表现为单一的普通股,^①因此,毋庸置疑,投服中心是普通股股东。在股东权利一元化配置模式下,每一股份所对应的权利是相等的。作为公司的出资者,投服中心虽然仅持有一手股票,但它与控股股东在法律上的地位是一致的,他们都是公司的股东,都享有公司法和公司章程规定的内容相同的股东权,包括自益权和共益权。

(2)投服中心是特殊的普通股股东。投服中心特殊的组织性质与功能定位,表明它不可能等同于上市公司普通的持有100股股票的小股东。投服中心是以股东利益代表者和利益维护者的身份成为中小投资者利益组织化的有效载体,其本质特征在于其既可以通过自身的特殊投资者身份独立行使权利,也可接受个体投资者权利的让渡,并以其专业的知识、组织的力量来实现保障投资者个体权利的宗旨。因此,投服中心的股东权配置应当与其保护股东权益的制度预设目标相契合。由于立法滞后,我国相关法律尚未对投服中心的特殊权利配置予以规范,但从制度目标实现机制以及域外经验考察,公益性投资者维权组织的股东权利应该有别于普通的小股东权利。这种特殊的权利配置不是一种简单地以分红权和剩余财产分配权为代表的经济性权利或以表决权为代表的参与性权利的优先与增强,而是要针对投资者维权组织的功能定位与目标设计,大致围绕着两个基本维度展开的:第一个基本维度是赋予维权组织某些特殊的股东权利不受持股数量与时间限制的权能;第二个基本维度是赋予维权组织能够较为便利地代表其他中小股东寻求诉讼救济的股权的处分权能。该问题将在本文第二部分加以详细探讨。

这里值得强调的是,尽管投服中心是在政府主导下组建形成的公益性组织,但其所持股份与域外专门针对政府持股而设计的所谓黄金股份(以下简称金股)并不相同。尽管二者都具有权利行使的公益性特征,但金股一般仅限国有资本持有,且大多数国家(地区)仅在可能影响国计民生的特殊重要企业中设立金股。金股的特殊性在于赋予政府或者其控制的机构对私有化后的公司享有某种不为一般持股者

^① 尽管我国《公司法》第131条规定:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。”但除证监会的《优先股试点管理办法》外,国务院至今尚未正式制定颁布股份公司发行类别股份的具体规则。

所享有的特别权利,比如对特定事项享有最终决定权或者否决权,其目的是使政府能够阻止收购、限制投票权或者否决管理层的决策。^①此外,在制度设计上,金股往往通过限制或者消除经营性权利(私法意义上的权利)而保留或者扩张公益性权利(公法意义上的权利),其目的在于既可以避免国有资本对于公司日常经营事务的过度干预,又可以使国有资本在必要的时候能够发挥维护社会公益的作用。至于投服中心的设计理念,实际上是通过私法手段实现公法目的的一个尝试,因此,制度设计上应该加强其私法意义上的权利以实现其公法意义上的功能。

鉴于公益性是维权组织本质的展示,公益性不仅是维权组织区别于其他市场营利组织的重要特征,也是投服中心区别于其他普通股股东的核心特征,因此,将投服中心特殊普通股股东的身份定位为“公益股东”并赋予其与其功能定位相适应的特殊权利配置实属情理之中。

(二)投服中心公益股东权利配置的基本构造及内在机理

1. 投服中心公益股东权利配置的基本构造

依据《公司法》的规定,股东享有的权利可以分为以下三类:一是基本股东权利,如分红权、剩余财产分配权、投票权、处分权等;二是附随性股东权利,如知情权、查阅权等;三是救济性股东权利,如代表诉讼权等。这些权利中,以是否对股东持股数量及时间有特殊要求为标准,又可以分为以下两类:一类是具有股东资格即可普遍拥有的权利,如质询权、建议权、表决权、决议撤销诉讼权等;另一类则是具有持股比例及时间的特殊要求的权利,诸如股东代表诉讼权、^②临时提案权、^③股东会议召集权、主持权^④等。

就目前投服中心的持股行权实践来看,投服中心采取的行权方式主要有发送

^① 参见汪青松:《股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构》,载《比较法研究》2015年第1期。

^② 《公司法》第151条第1款规定:“董事、高级管理人员有本法第一百四十九条规定的情形的,有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼;监事有本法第一百四十九条规定的情形的,前述股东可以书面请求董事会或者不设董事会的有限责任公司的执行董事向人民法院提起诉讼。”

^③ 《公司法》第102条第2款规定:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会;董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议。临时提案的内容应当属于股东大会职权范围,并有明确议题和具体决议事项。”

^④ 《公司法》第101条第2款规定:“董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,监事会应当及时召集和主持;监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。”

股东建议函、参加股东大会、股东大会之外期间现场行权、参加上市公司说明会、公开发声等。总结上述投服中心的持股行权现状,可以发现,投服中心目前的持股行权基本上就是在公司法框架下行使普通的小股东权利,诸如质询权、表决权等,至于有持股时间及数量限制的股东权利则都未开展。简言之,投服中心的持股行权本质上没有突破小股东的权利范畴。这样的持股行权存在两个突出的问题:其一,投服中心没有发挥自身的特殊功能与制度优势。作为一个国家专门设立的投资者保护机构,仅仅通过持股而获得并行行使普通股小股东的权利角色是远远不够的,也是与其制度预设初衷相背离的。这样的持股行权现状,与当前投服中心法律地位不够清晰、持股行权机制法律保障不够充分直接相关。其二,投服中心市场化的维权的特色无法体现。由于立法滞后,投服中心的公益性维权活动尚处于起步阶段,市场各方对公益性维权组织的属性职责、功能定位等还未形成统一认识。就目前实践来看,尽管投服中心持股行权效果明显,但资本市场各界的意识形态里,一定意义上还是将投服中心视为证监会的派出机构,因此,投服中心的维权行权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。

2. 公益股东特殊权利配置的内在机理

尽管各个国家和地区对股东权利配置的基本理念与制度设计不尽相同,但其中所蕴含的基本法理与内在机制并无二致。除立法强制性规定外,不同类别股东的特定权利构造本质上都是某些权利或利益之间交换取舍的结果。在此基础上,立足投资者维权组织的功能定位来分析其特殊股东权利配置得以生成的内在机理,笔者认为,公益组织理论以及传统的经济学理论乃至公司法理都能够为公益股东特殊的权利配置提供相应的逻辑基础。

(1) 公益性是公益股东获取特殊股东权配置的核心和基础

投服中心公益股东权利应予特殊配置的核心是公益性。公益组织的相关理论为投服中心公益股东权利配置层面的拓展创新提供了有力的理论支撑。首先,公益组织与非公益组织是基于不同的内在逻辑运作的。公益组织是以“社会公共利益的最大化”作为自己的行动追求。而且这种行动追求,其目标直接就是公共利益的最大化,而不似某些非公益组织,是通过追求私益而客观地令社会公益最大化。其次,公益性组织提供的公益服务是绝对不营利的,其机构工作人员及

志愿者活动经费均来自公益资金筹措,而非服务对象交费。当然,公益组织在服务过程中可能存在收费现象,但此收入可用于组织发展,而绝不能在成员之间进行利润分配,除用于支付工资和合理福利外,不能用于任何其他形式的个人受惠。^①这是公益组织区别于企业等市场营利组织的重要特征。

投服中心持股行权的目的是不是营利,而是保护证券市场上不特定投资者的权益,促使上市公司等忠实审慎勤勉经营,维持证券市场信心和证券市场秩序,这是投服中心的公益性目的。投服中心的公益性特征使其具有提供公共服务的天然优势,它们提供的公共服务能够满足公共需求的多样性与异质性,是政府有力的公私合作伙伴。在投服中心的持股行权过程中,其持有上市公司股份的事实与行为,体现了投服中心的市场角色的一面,要按照市场主体的行为规范行使权利,更多体现市场配置资源的微观基础和主体选择;其维护证券市场秩序、投资者权益以及非营利的目的,体现了投资中心行使政府职能的一面,要更好地发挥政府监管证券市场的行政目标。可以说,投服中心开展持股行权为我国证券执法体系的合理化建构,以及在其中为政府与市场确立有效的功能定位及运行机制提供了新的制度创新思路和现实可能性。因此,在投服中心公益股东权利配置上,应当尽量从加强其私法意义上的权利以实现其公法意义上的功能,尽量消弭目前我国由政府和市场提供的投资者保护之类的公共产品数量与社会实际需求存在巨大差距之矛盾,这对我国资本市场发展具有强烈的现实意义。

(2) 目标正当性是公益股东获取特殊股东权配置的前提条件

在我国资本市场上,尽管投资者人数众多,但其中可称为“成熟投资者”的比例极低。而在证券场所蕴含、证券法所确认的投资者权益中,那些需要由投资者积极行使的权利很难有效实现。鉴于我国当前投资者权利保护的自为机制显然处于软弱的态势,并造成我国投资者维权情势严峻的结构性原因和机制性障碍,^②投服中心持股行权的功能设计就是弥补这种缺陷的有效措施。概括而言,投服中心持股行权对我国资本市场的正效益性主要表现在这样几个方面:一是提升广大投资

^① 参见庞承伟:《公益性民间组织理论界定初探》,载《青岛日报》2006年8月5日,第6版。

^② 参见陈甦、陈洁:《投服中心持股行权:理念创新与制度集成》,载《证券日报》2016年12月31日,A03版。

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构成;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,由此构成证券市场信心的一个重要方面。可以说,正是这样的目标正当性才是投服中心作为公益股东获取特殊股东权配置的前提条件。

(3) 效益性是公益股东获取特殊股东权配置的客观要求

从公司法理出发,股东权利多元化配置的创新也需要符合效益优先的构造理论。就投服中心而言,投服中心作为中小投资者利益团体的代表人积极参与到上市公司治理中,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,它要以有限资源实现最优行权效果,就必须获得相关法律制度的支持,建立科学的持股行权决策机制,优化行权目标和行权措施选择能力,强化持股行权资源的配置能力,提升行权项目的管理执行能力。事实上,投服中心持股行权以来一直追求低成本、高效益的特性:一是在财政初期投入后,投服中心持股行权可通过公司治理结构与运行机制展开。二是持股行权的示范作用、警示作用等,可以较低成本获得较高的约束效益。三是通过持股行权提起或参与诉讼仲裁时,其胜诉赔偿可用来支撑持股行权成本。四是投服中心按照公司治理结构设置内部组织结构、配置内部监管。参与持股行权,可提高管理效益。

尽管如此,目前由于立法滞后,投服中心仅仅在公司法框架下以普通股小股东的身份行权维权势必导致其维权效率低下。例如,依据《公司法》第151条的规定,投服中心要行使股东代表诉讼权时,即便其有足够的资金针对问题公司进行增持股票到1%(事实上投服中心不可能去增持股票,而只能以委托代理或联合行权等方式联合其他投资者共同行权),但同时还要满足连续180天的时间要求。这样的行权时间周期和资金成本对投服中心而言都难以实现。而从我国资本市场实践来看,上市公司董事、高管通过关联交易、侵占资产、违规担保等方式侵犯上市公司的事件屡禁不止,而上市公司的董事会、监事会极少主动提起诉讼维护公司利益,因此,由中小投资者维权组织提起股东代表诉讼是维护中小投资者利益的有效途径,但现行公司法的规定无疑将严重阻碍投服中心持股行权工作的开展和落实。考虑到投服中心只是一个金融公益机构,其本身并没有实质的行政权和足够的人力、物力,因此,如何从法律建构上赋予其必要的手段和措施,使其能凭借持有每家上市

公司一手股票的特殊身份充分行使持股行权的职责,就显得尤为重要且必不可少。

(4)权利配置和预设目标的匹适度是公益股东获取特殊股东权配置的理性要求

作为证券市场的新生事物,投服中心持股行权尚处于起步试点阶段。但就目前情形而言,已经显现出资源配置不足的情形,影响了投服中心持股行权预设目标的实现,因此,必须加大对投服中心持股行权的保障力度,在资源配置上给予投服中心更多的倾斜。其中关键之一,就是要在职权资源配置上更多地向投服中心倾斜,并赋予其适当的自主性,以提高投服中心持股行权的主动性、选择性和适当性。

就权利配置而言,一方面,如前所述,从投服中心的功能定位出发,针对类似提起股东代表诉讼的维权方式,公司法应当给予必要的股东资格特殊限制的豁免,以满足投服中心的持股行权需求。另一方面,权利配置和预设目标的匹适度也是公益股东获取特殊股东权配置的理性要求。具体而言,鉴于投服中心的职能设定是积极回应投资者行权、维权过程中遭遇的普遍性、突出性的问题,着重履行持股行权、提起或支持诉讼、证券纠纷调解等国务院证券监督管理机构规定的职责,因此,尽管其也是通过股东身份来促进公司治理,但其并不具体介入日常公司经营活动,而是要充分运用市场利益维护者身份,通过积极提起股东代表诉讼、参与立法活动等措施,来保护公众投资者的合法权益。从这个职能定位出发,对于其他可能影响公司日常经营的股东权利的持股限制,如行使临时提案权、股东大会召集权等,就不建议对投服中心公益股东予以直接豁免。

总之,为将持股行权工作进一步推向全面深入,切实增强我国投资者权益保护的有效性,立法上必须根据投服中心的设立目的,充分考虑投服中心的公益性和职能行使的特殊性,从投服中心持股行权的制度连接点与角色平衡点出发,有效使用制度资源,尽快通过在法律层面对投服中心公益股东权的配置做相应的修改或完善,有针对性地豁免投服中心在行使救济类股东权利时相应的持股比例限制,才能增强公益组织在规范证券市场秩序方面的角色功能,提高我国证券市场的自治能力,确保证券法提供的各种措施目标能够实现。

(三) 投服中心公益股东权特殊配置的制度保障

强制性规范适用的逻辑基础是其所调整对象涉及第三方利益(包括社会公共利益),而投服中心公益股东权利的配置涉及资本市场多方利益主体,并进而影响社会公共利益,因此,投服中心公益股东权利配置的实现必须依赖于强制性的立法规范。鉴于投服中心公益股东权利特殊配置具体实现的内容相当庞杂,因此,投服中心公益股东权利配置的制度保障有赖于不同层次立法的强制性安排。具体制度建构的重点不仅包括公益股东定位的基本原则、公益股东的权利构造、权利行使、权利处分和权利保护等相关制度,还涉及其作为公益股东与市场其他主体、组织之间的权利的衔接配合。因此,不仅相关法律层面要为投服中心创制特殊股权配置提供制度支持,相应的行政法规、部门规章等层面的配套衔接制度也要出台。本篇仅从整体角度提出一些可资借鉴的建构思路。

1. 公司法、证券法以及诉讼法层面的制度建构重点

(1) 公司法层面

可以借鉴国外经验,在公益股东权利特殊配置的制度体系中,公司法的制度设计可以有两种思路。第一种思路就是在对公益股东的概念以及公益股东权利维度、程序规范以及限制性规定前提下,还要对公司法中与公益股东权利特殊配置不兼容的条文进行修正。例如,要对我国现行《公司法》第151条关于提起股东代表诉讼的限制条件规定例外条款。第二种思路是若投服中心的公益诉讼主体地位能够在诉讼法中得到明确,那么公司法可以规定投服中心在涉及众多投资者利益的诉讼中,有资格以自己的名义向法院提起诉讼,从而更便利投服中心行使权利,保护投资者合法权益。

(2) 证券法层面

在证券法层面,应当明确将投服中心持股行权作为一项创新型的投资者权益保护措施,纳入证券法规定的投资者权益保护体系。主要立法设计是对投服中心的法律地位、职能范围等基本问题予以明确;对其持股行权的措施、方式、效力和保障条件等予以系统规定。

(3) 诉讼法层面

2013年修订的《民事诉讼法》第55条第1款规定:“对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向人民

法院提起诉讼。”依此规定,投服中心是否属于“法律规定的机关和有关组织”,从而以投资者保护组织名义,代表证券市场中特定的或不特定的受侵害投资者整体利益提起公益诉讼还有待明确。笔者建议,诉讼法层面应尽快明确赋予投服中心公益诉讼的主体地位,同时规定投服中心公益诉讼可以享受减免相关诉讼费用等优惠政策。

2. 行政法规或部门规章层面的制度建构重点

作为介于市场和政府之间的一种社团法人,投服中心必须具备法定的组织形式和制度规范,以保证其身份角色、市场地位和工作机制的稳定性和持续性。同时,投服中心的运行机制也要注重与证券市场上其他组织机构的有机衔接,从而保证整体效能的发挥。具体制度建构上,要按照公司法、证券法的授权,可以考虑采取条例、规定或者办法等形式来充实投服中心持股行权的具体规则及相关配套机制。主要内容包括以下几点。

(1)投服中心持股行权规则。主要对包括对行权决策的流程、行权决议的具体实施、对行权效果的实时记录与动态评估、工作人员的任职条件、回避制度、保密制度和资料保存制度等予以科学规范。

(2)投服中心管理规则。应当对投服中心的组织形式、单位名称、内部管理、经费来源等予以进一步的充实完善,以健全投服中心的内部关系,不断提升投服中心的内部管理水平。

(3)相关配套规则。包括投服中心应与证监会相关部门和单位建立涉嫌侵害中小投资者合法权益的线索共享机制、信息及证据共享机制。实践中,投服中心尤其要重视跟证监会投资者保护局、跟证券业协会和投资者保护基金公司的互动配合,以形成有机的投资者保护组织体系。

3. 上市交易规则层面的制度建构重点

交易所层面的具体规则建构主要注意两个方面:一是上市交易规则与持股行权规则的特殊需求的协调。二是强化信息披露规则。对投服中心持股行权涉及上市公司的重要情形要进行真实、全面、及时的公开披露。

第二章 域外股东维权组织相关经验的 梳理和借鉴

由于证券市场上的投资者兼具上市公司股东和证券交易者的双重身份,因此,总体而言,各国(地区)对投资者的保护路径也可以由此两个身份展开。为保护投资者作为证券交易者的权益,资本市场较为成熟的国家和地区大都专门设立证券投资者保护基金,作为防范和处置证券公司风险中保护证券投资者利益的专项资金。至于投资者股东身份权益的保护,由于世界各国(地区)资本市场发展水平、监管理念以及法律传统差异,各国(地区)对于投资者作为股东是否应该给予组织保护,以及组织保护程度、方式应当如何存在较大差异。在给予组织保护的国家或地区中,绝大多数的股东维权主要通过纯民间组织来实现,这些组织被称为“非政府组织”(Non-Government Organization, NGO),或“非营利组织”“公益组织”“民间非营利组织”等,而只有我国及我国台湾地区设立专门的官方非营利组织来保护投资者的股东权益。鉴于我国及我国台湾地区投资者维权组织的职能定位、运行机制比较相近,故本课题主要比较借鉴我国台湾地区的模式经验,并着重从维权组织持股行权的角度展开考察研究。

一、域外非营利股东维权组织的考察比较

(一) 营利股东维权组织的主要模式介绍

尽管以非营利组织方式存在的中小投资者保护组织形式多样,发挥的作用也不尽相同,但基于各国(地区)不同的法制背景、投资者保护制度的路径传统以及股东维权组织的影响状况,域外股东维权组织的主要模式有三种。

1. 美国模式

美国是以机构投资者为主的资本市场。机构投资者主导的“股东积极行动主义”与律师主导的“集团诉讼”的并行不悖构成了美国投资者保护的基本框架。在美国,由于机构投资者具有较强的行权需求和维权能力,同时建立在发达的律师制度基础之上的集团诉讼制度以及配套的司法机制比较完善,投资者自力救济容易实现,因此,专门为投资者的股东权益提供保护的组织并不特别引人关注。比较著名的是早在1940年就成立的全国投资公司协会(National Association of Investors Corporation, NAIC)。该协会是一个自律性质的非营利组织,其宗旨是使投资基金交易公正进行,保护投资者的利益,促进投资基金业的健康发展。其分支机构投资俱乐部因不仅提供信息和专业支持服务,还设有互助的集合理财投资产品反而更具社会知名度。此产品不同于委托理财式的共同基金,它是由参与投资者以投票的方式共同做出投资决策,实现信息共享和风险共担,并降低投资成本。1961年全国投资公司协会更名为投资公司机构(Investment Company Institute, ICI),但其性质依旧是非营利的公益组织,它的任务主要是倡导投资公司(包括共同基金、封闭式基金以及个人投资信托)的利益和股东利益,并帮助公众理解投资机构,鼓励投资管理更高的道德水准。^①其具体的职责主要包括参与并监督有关投资公司的立法;收集投资基金业的业务数据;负责公开信息和辅导材料的制作和发放,及时向协会会员、证券经纪商和传播媒介报告协会的重要活动和投资基金业发展的重要事项;向公众传播投资基金知识,介绍投资于投资基金的办法,宣传投资基金的好处;通过组织和宣传手段,严格执行法规,以保持和提高投资基金业务的良好发展。^②

除全国投资公司协会外,有学者提到中证投服中心的定位与功能,十分类似于美国股东权益代理服务机构“机构股东服务公司”(Institutional Shareholder Services Inc., ISS)。^③的确,从20世纪80年代开始,英美市场自发形成了商业化的投资者

^① 参见民族证券申团营:《基金业发展关键:培养良好的价值投资观》,载《上海证券报》2008年7月21日, B15版。

^② 载百度百科网:<https://baike.baidu.com/item/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E6%8A%95%E8%B5%84%E5%85%AC%E5%8F%B8%E5%8D%8F%E4%BC%9A/12751970?fr=aladdin>,最后访问日期:2018年1月26日。

^③ 参见董登新:《证券投资者保护的突破口》,载《中国金融》2016年第16期。

服务公司,提供公司监测、议案分析、投票代理、求偿索赔等服务,为投资者创造了巨大价值。仅从功能角度出发,美国 ISS 作为世界最知名、最有影响力的一家股东权益代理机构,专门为金融市场参与者代理咨询与公司治理解决方案。ISS 提供的服务及产品系列,与投服中心有很多相似之处,包括目标公司治理研究及建议,代理投票及分配解决方案,证券诉讼索赔管理等。但二者最核心的差异在于投服中心属于官办公益性机构,以“持股行权”为主要任务,而 ISS 则属于民办营利性机构,它主要是为机构投资者提供咨询服务和代理服务。

2. 日韩模式

20 世纪 90 年代以来,由于亚洲金融危机、国内和地区内公司丑闻、股市衰退和投资需求多样化等因素的影响,日本、韩国、我国台湾地区等国家和地区对投资者保护的需 求日益增长。非营利性投资者保护组织不断兴起,并在投资者股东权益保护方面发挥了相当积极的作用。

(1) 日本 KO 组织

日本最有名的股东维权组织当属“股东权益巡视员”(Kabunushi Ombudsman, KO)。该组织 1996 年 1 月 8 日在大阪成立,其基本宗旨是改革日本企业的经营实践,使之尽量考虑到普通股东和公民的利益。该组织性质是由律师、会计师、学者、散户投资者和其他公民组成的非营利组织,而且是有史以来第一个对日本的企业进行监督的民间组织。^① 由于日本国内对设立非营利组织有严格的限制,因此,日本 KO 组织表面上采取有限责任公司的组织形态,但通过章程的特殊规定,使 KO 组织实质上与非营利组织相同。首先,KO 组织在章程中明确了自身以提供公共产品为目标,即以行使股东法律权利、促进公司信息披露以及反映股东主张为目标。其次,章程中规定 KO 组织不向成员分配利润。实践中,该组织的活动实际上由会员和社会的捐款来维持,并主要通过以下活动实现组织目标:①监督企业经营,批评不利于社会的企业行为;②行使普通股东的权利,必要时通过诉讼迫使企业做出相应的信息公开;③就企业经营透明化、民主化、公平化,实现社会正义和环境保护提出股东提案;④赞扬并宣扬那些提高工作环境、从事慈善事业、保护环境、

^① 参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007 年第 3 期。

雇佣残疾人士、推动性别平等、对公司运作进行充分披露的公司。^① 具体从持股行权视角考察,除发动代表诉讼以外,KO作为上市公司股东发挥作用的路径,主要是向若干大公司提出股东大会临时提案,要求修改章程细则,就董事的薪酬和退休津贴进行公开说明等。这些维权措施都获得了比较好的社会效果。

(2) 韩国的“参与民主人民联盟”(People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD)

“参与民主人民联盟”(People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD)成立于1994年9月10日,是韩国最为著名的非营利性投资者组织。该组织刚成立时困难重重,东南亚金融危机使PSPD的维权活动得到了社会各界的关注,同时也给了PSPD一个摆脱困境的机会。到1998年年中,PSPD的会员由最初的200个突破到1000个,截至2016年1月,PSPD已经有15,000名会员。会员缴纳的会费不仅可以完全满足PSPD的维权需要,而且还有节余。PSPD利用这些节余购买了每一家上市公司最低限量的股票,理所当然地成为每一家上市公司的股东。^②

PSPD实际上是一个拥有多个行动团体的非营利集团组织,它包括司法监督中心、议会活动中心、促进社会透明中心、小权利运动部、参与经济委员会、科学技术民主部、社会福利特别委员会7个部门,还包括5个附属机构。其中的“参与经济委员会”(Participatory Economy committee, PEC)从1997年开始即致力于维护少数股东权益的运动,这一运动的目标是通过联合小股东力量对控股股东形成制衡,以保护小股东权利并促进公司经营的透明化。PEC由高丽大学教授张夏成(Hasung Jang)创立,会员包括律师、会计师和学者。PEC的设立宗旨如下:“通过推动公司实现经营的透明化和负责任的经营方式来改善韩国经济结构。委员会积极开展活动的深层次理念是,如果不对韩国国内以过度多角化经营、高负债率、内幕交易、出于自利的捐赠和企业产权继承为特征的财阀体系进行改革,则韩国经济的转型和未来发展都将成为泡影。”该组织通过参与股东大会、行使股东权;纠正管理层不当行为、对公司管理层进行持续性监督;追究管理人员责任,挽回投资者损失;参与立法活动等方式实现其宗旨,并使自己成为韩国股东积极主义(shareholder activism)

^① See “About Kabunushi (Shareholders) Ombudsman: Its Goals and Activities”, Accessed January 26, 2018, http://www.zephyr.dti.ne.jp/~kmorioka/about%20KO_e.html.

^② 参见吴风云、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。

的先锋。^① 具体来看,PSPD 以民间非营利组织的名义提起公益诉讼、发起少数股东权益保护运动,并通过咄咄逼人的媒体攻势来监督财阀的经营政策,^②迫使公司提高治理水平。PSPD 发起的“公司监督行动”(corporate watchdog activity),引起韩国社会对一些妨碍建立公平市场的现象的重视,如工业资本控制金融资本、扭曲的公司所有和控制结构等。在上述的运动中,PSPD 使用了各种手段,主要包括提出股东提案、利用投票权进行对抗、独立提名公司外部董事人选、就公司管理层和大股东的不当行为提起民事及刑事诉讼、就不当捐赠和继承事宜提起控诉、积极参加公司的年度股东大会、对公司的信息披露进行持续跟踪并积极参加立法游说等,获得了社会广泛的认可,影响巨大。

毋庸置疑,在过去的 20 多年中,PSPD 已经成为韩国证券市场一个重要势力,甚至被人们看作韩国的“第二金融监管局”,有着与政府类似的权威。然而,PSPD 是一家纯粹的民间组织,没有任何特权和强制权力,它自成立以来的上百次行动绝大多数以失败告终,少数成功者也来得困难、赢得艰辛。由于没有强制权力,PSPD 提起的各项请求能否获得上市公司的配合,全靠上市公司的“责任感和职业精神”。^③ 此外,PSPD 的行动甚至很少得到监管部门的支持,起诉到法院的案件也很少胜诉,甚至还受到学界的质疑。究其原因,由 PSPD 也宣称以改善公司治理结构、保护投资者权益为宗旨,因此,在韩国金融监管局眼中,PSPD 是对金融监管局权威的一种挑战,PSPD 的胜利意味着金融监管局的监管失职。在这种情况下,PSPD 要与监管部门建立协调的关系是非常困难的。此外,PSPD 的诉讼请求要获得法院的支持,不仅依赖于 PSPD 能够提供充分的证据、详尽的信息,而且需要法官对证券事务有足够的经验、对投资者保护有足够开明的理解和倾向性。事实上,上述条件现实中非常难以达成。因为该组织的行动很少受到监管机构的帮助。在上市公司重大丑闻爆发并受到监管机构的调查以后,PSPD 索取政府调查报告的努力几乎从未成功,这为该组织向法院提起针对丑闻公司的诉讼平添了许多麻烦。PSPD 打官司取得胜利看起来几乎是偶然事件。^④ 据统计,PSPD 的胜诉率不超过 30%。

① See Jooyoung Kim and Joongi Kim, “A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance”, *Journal of Korean Law*, Vol. 1, No. 1 (2001), p. 51.

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 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。

④ 参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007 年第 3 期。

3. 我国台湾地区模式

我国台湾地区早期对投资者的双重身份采取不同的保护机制,即既有利于赔偿机制的证券投资人保护基金,又单设保护投资者其他权益的“证券及期货市场发展基金会”(Securities and Future Institute, SFI)。SFI并不是一个完全独立的非营利组织,而是在我国台湾地区证券监管机构的支持下成立的半官方组织。SFI的主要目标是配合经济成长,不断筹划推动各项工作,拟定各项研究与服务计划,以证券及期货业者与投资大众为服务对象,期以引导投资活动,推动证券及期货市场之学术与实务研究,加强投资人权益之维护,提供完整之资讯,以促进市场整体的健全发展。SFI主要通过两个方面的活动促进投资者保护:一方面,它支持相关研究工作、协助解决证券活动纠纷、提供法律咨向以及从事促进投资者教育的活动;另一方面,由于SFI拥有台湾地区每个上市公司1000股股份,它也以股东身份维护股东权益,包括参加股东会议、行使归入请求权、作为股东代理人参加诉讼等活动。

20世纪末,我国台湾地区经济陷入低谷,公司治理的许多缺陷因此曝光。为了维持投资者信心,促进资本市场发展,我国台湾地区在总结证券投资人保护基金和SFI运作经验基础上,2002年颁布了“证券投资人及期货交易人保护法”,把中小投资者组织保护推到更高的层次。该规范决定设立法定的投资者保护机构——“财团法人证券投资人及期货交易人保护中心”(Securities and Futures Investors Protection Center, SFIPC,以下简称“投保中心”)。2003年年初,“投保中心”正式成立。“投保中心”的主要职能是为投资者提供咨询、接收投诉、进行证券纠纷调解、代表投资者进行团体诉讼、行使归入请求权,并在证券商或期货商因财务困难无法给付款券或保证金时,动用保护基金偿付善意投资人。因此,“投保中心”实际上是以法律形式将证券投资者保护基金和SFI的大部分功能融合起来。此外,“投保中心”进一步细化了配套规定,克服了证券投资者保护基金资金来源问题,并明确团体诉讼规定,加强投资者诉讼权利保护。

(二)三种模式的比较分析

1. 从三种模式下股东维权组织的发展及受重视程度来看,它们与各国及地区

投资者保护法律制度供给,尤其是股东诉讼救济制度的供给呈反比:^①在美国,集团诉讼制度非常发达,投资者自力救济机制比较完善,因此,相应地,非营利维权组织在帮助提供诉讼机制方面就非常弱化;反之,在投资者保护相对落后,尤其投资者维权机制成本较高的国家或地区,非营利股东维权组织的受重视程度较高,发挥的作用也比较积极。可见,股东维权组织的发展模式及其实现程度与各国及地区中小投资者保护法律制度供给、需求差距呈正相关关系是有其内在的制度基础与实现逻辑的。

2. 同样在非营利组织架构下,具有政府背景的维权组织的运行机制以及维权效果更具优越性。以上述韩国维权组织为例,民间团体模式的投资者服务机构是很难长期、有效地保护投资者的,尤其没有专门法律规范作为行权支撑的纯粹民间投资者服务机构,其行权范围、效果必将受到限制,同时由于其缺少政府背景,也会因得不到监管部门的认可而事倍功半。究其原因,就在于民间维权组织与监管机构之间存在的角色冲突。就韩国经验来看,随着1997年金融危机爆发以后公司丑闻陆续曝光,社会对于韩国监管当局的怨言日益增加,而PSPD的身份决定了它不仅是“揭盖者”和“麻烦制造者”,而且本身就对金融监管当局颇多微词。在韩国监管当局眼中,PSPD是对监管者权威的挑战,PSPD的成功即意味着监管当局的失职。在这种情况下,PSPD要和监管机构建立互助、协调的关系已然十分困难。^②

二、我国台湾地区“投保中心”组织运营方面的经验借鉴

尽管各国(地区)中小投资者保护组织发展的土壤不同,各自规模、形式、发挥的作用也不尽相同,但归纳它们的基本架构与运营模式,中小投资者保护组织运营机制中最核心的问题主要有三点:由谁出资、由谁管理、如何使用。

我国台湾地区“投保中心”是我国台湾地区“法定”的从事投资者权益保护与服务机构,成立至今的10余年间,建立了较成熟的投资者保护机制,积累了较丰富的投资者服务经验。同时,立足现有的考察,其职能与我们刚刚成立的投服中心相

^① 参见陈逸敏:《中小投资者保护组织的法律制度探索》,暨南大学法学院经济法系2005年硕士学位论文,第12页。

^② 参见吴风云、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。

似。鉴于我国台湾地区所处的社会经济环境以及面临的公司治理问题与大陆有诸多相似点,尤其是我国台湾地区上市公司的股权结构相当近似,都是以散户投资人为主,法人机构投资者比重偏低,同时大股东与董事、监事等结合程度很高。^①此外,我国台湾地区的法治环境相近,两者皆隶属于大陆法系传统,成文法律强制性规定较多,但提供给个体自力救济的司法措施却比较少,同时又保持着较高的司法门槛,不利于个体实现司法救济。笔者认为,基于我国投服中心建立的背景和运营机制与我国台湾地区“投保中心”的具有共通性,对我国台湾地区“投保中心”组织运营的经验进行梳理并可以适当借鉴。

(一)我国台湾地区“投保中心”组织运营方面的基本情况

我国台湾地区现行投资者保护机构是融合证券投资人保护基金与保护投资者股东权益的机制于一体的。我国台湾地区早期做法是既有用于赔偿机制的证券投资者保护基金,也存在保护投资者股东权益的 SFI。但由于证券投资者保护基金和 SFI 之间缺乏确保彼此有效运作的配套措施,因此,二者并存的效益不太明显。2002 年台湾当局颁布“证券投资人及期货交易人保护法”,确立了新的证券期货投资者保护模式。在此新模式下,我国台湾地区于 2003 年 1 月设立了法定的投资者保护机构——台湾地区“投保中心”。该中心具体职能包括:(1)以股东身份参与上市公司治理,维护投资人合法权益;(2)为投资人提起团体诉讼或仲裁;(3)提供投资人咨询及申诉服务;(4)证券民事争议调解;(5)管理证券保护基金,针对证券商或期货商出现财务困难无法赔偿时,办理赔偿善意投资人的业务。可见,我国台湾地区“投保中心”是以“法律”形式将证券投资者保护基金和 SFI 的大部分功能融合起来。

关于我国台湾地区“投保中心”的资金来源。我国台湾地区“投保中心”作为由我国台湾地区金融监督管理委员会主管、证券期货交易所、同业公会捐资设立的财团法人,其设立时的保护基金为新台币 10 亿余元,由证券及期货市场相关机构捐助。另外,也有相关规定,除依前述捐助财产外,证券商、期货商、证券交易所、期货交易所以及柜台买卖中心等机构应每月拨付一定比例的款项给“投保中心”,作为后

^① 参见陈逸敏:《中小投资者保护组织的法律制度探索》,暨南大学法学院经济法系 2005 年硕士学位论文,第 20 页。

续保护基金的来源。截至 2013 年,保护基金规模已达新台币 69 亿余元,“投保中心”利用该基金的收益运作。^①可见,除了从捐助中获得资金外,还有法定的资金来源。这样的资金来源无疑保证了我国台湾地区“投保中心”有足够的资金支持从事投资者权益保护。^②

关于我国台湾地区“投保中心”的管理问题。按照“证券投资人及期货交易人保护法”的规定,我国台湾地区“投保机构”受台湾地区“证券及期货管理委员会”监管。“保护机构业务之指导、监督、财务之审核、办理变更登记相关事项,与其董事、监察人、经理人及受雇人之资格条件及其他应遵行事项之管理规则,由主管机关定之。”为保护证券投资人及期货交易人,必要时“证券及期货管理委员会”可以命令保护机构变更其章程、业务规则、决议,或提出财务或业务之报告资料,或检查其业务、财产、账簿、书类或其他有关对象。

关于我国台湾地区“投保中心”的资金运营。“投保中心”的董事会具体承担对保护基金进行管理和运用。董事会决议事项往往包括了有关基金运作章程的修改和订立,保护基金的动用,基金保管运用方式的变更,对外借款,以及基金章程或监管部门决定应由董事会决议的事项。此外,依据台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第 11 条的要求,“投保中心”的董事按两种方式遴选:一是由台湾地区“证券及期货管理委员会”从捐助人推选的代表中遴选;二是由台湾地区“证券及期货管理委员会”从独立于捐助人的学者、专家和公正人士中指派,这部分董事人数不得少于董事总额的 2/3。此外,应设置监察人 1 人至 3 人。监察人的遴选方式与董事相同。监察人得随时调查保护机构之业务及财务状况,查核簿册文件,并得请

^① 依据“证券投资人及期货交易人保护法”的规定,所称保护基金,指依本规定捐助、捐赠及提拨,而由保护机构保管运用之资产及其收益。关于其资金来源,其第 18 条规定:保护机构为利业务之推动,应设置保护基金;保护基金除第 7 条第 2 项之捐助财产外,其来源如下:第一,各证券商应于每月 10 日前按其前月份受托买卖有价证券成交金额之 0.0285% 提拨之款项。第二,各期货商应于每月 10 日前按其前月份受托买卖成交契约数各提拨新台币 1.88 元之款项。第三,证券交易所、期货交易所及柜台买卖中心应于每月 10 日前按其前月份经手费收入之 5% 提拨之款项。第四,保护基金之孳息及运用收益。第五,台湾地区境内外公司机关(构)、团体或个人捐赠之财产。前项第 1 款至第 3 款之提拨比率或金额,主管机关得视市场状况或个别证券商或期货商之财务业务状况及风险控制绩效调整之。但增加之比率或金额以 50% 为上限。保护基金净额超过新台币 50 亿元时,主管机关得命令暂时停止提拨已提拨超过 10 年之证券商、期货商第 1 项第 1 款及第 2 款之款项。保护基金不足以支应第 20 条第 1 项规定之用途时,保护机构得经主管机关核准后,向金融机构借款。未依第 1 项前 3 款规定缴纳提拨款者,保护机构得报请主管机关命其限期缴纳;届期仍未缴纳者,主管机关并得依法移送强制执行。

^② 参见缪文娜:《中国大陆资本市场中“持股行权”的法律制度需求与构建》,上海交通大学法学院 2015 年硕士学位论文,第 25 页。

求董事会提出报告。监察人各得单独行使监察权,发现董事会执行职务有违反“法令”、捐助章程或业务规则之行为时,应即通知董事会停止其行为。

(二)我国台湾地区“投保中心”组织运营的做法评析

1. 我国台湾地区“投保中心”的优势。与纯民间非营利股东维权组织相较,我国台湾地区“投保中心”的突出优势主要体现在三个方面。一是半官方的出资结构,方便了它的设立,使它可能具有较充沛的经费来源,可以雇用人数较多且较有专业水准的雇员,并具有持续发展的资金支持和后续保障,不像前述纯民间非营利股东维权组织,它们的资金多来源于捐助,因此收入很不稳定,也容易影响投资者权益保护活动的开展。二是其所发挥的功能与台湾当局的需求具有一致性。“投保中心”是按照监管部门预设的功能开展业务并接受监管部门的管理,所以其角色扮演与监管部门的监管职能非但不具有冲突性,反而容易得到监管部门及相关机构的支持。三是我国台湾地区“投保中心”通过立法对其运行机制进行详细规定,使其定位功能具有法定性,其组织行为有章可循,也便于社会公众对组织活动进行监督,有利于对其组织活动形成必要激励和约束。

2. 我国台湾地区“投保中心”面临的问题。我国台湾地区“投保中心”的特殊组建模式,也使其面临一定的困境。其一,是独立性问题。“投保中心”并不是一个完全独立的非营利组织,而是在我国台湾地区证券监管机构的支持下成立的半官方组织。此种身份必然使该投保中心的独立性受到质疑。实践中,“投保中心”的工作也时常进退维谷,既需要顾及公权力不得滥用,又要防止不作为问题,还要审慎地平衡资金来源背后的利益分歧。其二,是激励不足问题。我国台湾地区“投保中心”的实质性权力时刻处在当局的直接控制下,机构自我激励面临很大的挑战。事实上,我国台湾地区“投保中心”形式上是财团法人性质的非营利组织,但其实际上兼有辅助达成行政目的的官方色彩浓厚的组织性质,因而监管失灵不可避免。此外,考虑到作为资金来源的市场机构的利益需求,“投保中心”也缺乏足够的激励发现追究证券违法行为。^①其三,是能力不足问题。截至2017年4月,我国台湾地区共有上市公司1636家,证券市场市值总额占台湾地区生产总值的146.83%,市场规模已经不小。根据我国台湾地区“投保中心”2016年年度报告,中心除董事长、总经

^① 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11期。

理、副总经理外,专职员工仅有34人,其中配置法律服务处25人,管理处9人,员工中具有硕士学位者16人、大学学位者16人及其他2人。^①除了证券民事团体诉讼外,其还负责证券期货市场“法令”的咨询、申诉、调处纠纷、证券偿付、归入权、代表诉讼及解任诉讼、股东权益保护等。^②如此有限的人力资源面对越发庞大的市场,只能是捉襟见肘,难以满足市场的需求。

就我国投服中心而言,其实同样面临着上述问题。我国投服中心的5个股东分别为上海证券交易所、上海期货交易所、中国证券登记结算有限责任公司、深圳证券交易所和中国金融期货交易所股份有限公司。

但对于激励不足与能力不足的问题,我国投服中心的困境与台湾地区“投保中心”的问题并无二致。

总之,与日本、韩国等NPO相较,我国台湾地区“投保中心”的运营组织模式已经表现出了对以往投资者权益保护方式的突破与发展。我国投服中心可以在借鉴台湾地区经验的基础上,充分地发挥制度建设的后发优势,扬长避短,创新发展。

三、我国台湾地区“投保中心”持股行权的经验借鉴

(一)我国台湾地区“投保中心”持股行权的基本情况

我国台湾地区“投保中心”依台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第19条第1项第2款及“证券投资人及期货交易人保护机构管理规则”第9条等规定,持有台湾地区上市(柜)公司之股票,为落实公司治理之理念以维护投资人权益,主动以少数股东身份积极实践股东行动主义,包括以下几点。

(1)针对发行公司重大议案,如私募、减资、合并、董监酬金异常、股利政策失衡、重大转投资及转投资亏损、大额背书保证或资金贷与等,因攸关股东权益,均依

^① 台湾地区“投保中心”设董事会,董事长、总经理、副总经理、监察人各1名,下设法律服务处(负责咨询申诉、调解、团体诉讼或团体仲裁、督促公司治理、偿付、归入权诉讼)和管理处(负责人事、文书、财务和保护基金管理及运用)。

^② 参见台湾地区“投保中心”2016年年报,载台湾地区“财团法人证券投资人及期货交易保护中心”网:<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=cETUAHMWj7bwkiS59QXNww> = ,最后访问日期:2018年1月26日。

个案评估,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,以促使发行公司在进行重大决策时注重股东权益之维护。有研究表明,我国台湾地区“投保中心”自2006年开始每年参加数10家上市公司股东会。例如,台湾地区“投保中心”2011年参加了23家上市公司股东大会,推动22家公司修改章程,督促某公司在并购中规范运作,督促某公司延期更换的监事、董事顺利改选,向31家上市公司发函询问董事、监事薪酬超过监管部门参考规范的情况,其中29家予以改善或做出说明。^①

(2)至于出席股东会后并持续追踪的处理情形,主要是在发现上市公司有重大违反规定情事时,以股东身份依公司法等相关规定提起撤销股东会决议之诉。有资料统计表明,截至2013年,提起撤销股东会决议诉讼总计7件;其中3件胜诉,3件与发行公司协商保障股东权益方案后撤回,以实际行动提醒公司对股东权益的重视。^②

(二)我国台湾地区“投保中心”持股行权的经验借鉴

除上述与我国投服中心相同的质询上市公司、每年参加股东大会或发函行使投资者普通权利外,台湾地区“投保中心”持股行权的特色主要在于以下几个方面。

(1)提起代表诉讼及解任诉讼不受公司法有关代表诉讼的股东资格限制。依台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第10条之1规定,^③如上市柜公司的董事或监察人执行业务时有重大损害公司的行为,或有违反“法令”或章程的重大事项时,除公司董事会或监察人得主动对从事不法行为的董事或监察人提起诉讼外,如董事会或监察人经“投保中心”请求,于一定期间内仍不提起诉讼时,台湾地

^① 参见缪文娜:《中国大陆资本市场中“持股行权”的法律制度需求与构建》,上海交通大学法学院2015年硕士学位论文,第27页。

^② 同上书,第28页。

^③ 台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第10条之1(上市或上柜公司董事或监察人执行业务有损害公司或违“法”事项之处理)规定:保护机构办理前条第1项业务,发现上市或上柜公司之董事或监察人执行业务,有重大损害公司之行为或违反“法令”或章程之重大事项,得依下列规定办理:(1)请求公司之监察人为公司对董事提起诉讼,或请求公司之董事会为公司对监察人提起诉讼。监察人或董事会自保护机构请求之日起30日内不提起诉讼时,保护机构得为公司提起诉讼,不受“公司法”第214条及第227条准用第214条之限制。保护机构之请求,应以书面为之。(2)诉请法院裁判解任公司之董事或监察人,不受“公司法”第200条及第227条准用第200条之限制。台湾地区“公司法”第214条(少数股东请求对董事诉讼)规定:“继续一年以上,持有已发行股份总数3%以上之股东,得以书面请求监察人为公司对董事提起诉讼。监察人自有前项之请求日起,三十日内不提起诉讼时,前项之股东,得为公司提起诉讼;股东提起诉讼时,法院因被告之申请,得命起诉之股东,提供相当之担保;如因败诉,致公司受有损害,起诉之股东,对于公司负赔偿之责。”

区“投保中心”将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“公司法”有关代表诉讼股东持股须达一定比例的限制,且纵使公司嗣后因故终止上市或上柜者,亦同,以借此督促公司管理阶层善尽忠实义务,最终达到保护证券投资人及期货交易人权益,及促进证券期货市场健全发展之目的。^①

(2) 提起团体诉讼及仲裁的特殊规定。按我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第 28 条规定,^②保护机构为保护公益,于本规定及其捐助章程所定目的范围内,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。另外,“为有效发挥团体诉讼之功能,投资人保护法亦针对团体诉讼案件明定法院得裁定保护机构免供担保声请假扣押或假处分;如提起诉讼或上诉时,对于诉讼标的金额或价额超过新台币 3000 万元之部分,得暂免缴裁判费,关于强制执行程序所需逾一定金额以上之执行费亦得暂免缴;且如保护机构释明在判决确定前不为执行,投资人恐受难以抵偿或难以计算之损害时,法院应依其声请宣告准予免供担保之假执行;同时,为提起诉讼或仲裁,保护机构得请求相关单位协助或提出文件、资料,以减轻证据搜集之困难;凡此规定,目的皆在于使投资人获得更周延之保障”。^③

(3) 针对短线交易不上缴公司等行为行使股东派生诉讼权。我国台湾地区“投保中心”成立后依主管机关函释,就台湾证券交易所及柜台买卖中心提供之每半年

^① 参见台湾地区“财团法人证券投资人及期货交易人保护中心”网:<http://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=O9KKB22eKfWZvq0+GD2pKg> = ,最后访问日期:2018年1月26日。

^② 台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第 28 条(起诉或提付仲裁)规定:保护机构为保护公益,于本规定及其捐助章程所定目的范围内,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授予仲裁或诉讼实施权后,以自己之名义,提付仲裁或起诉。证券投资人或期货交易人得于言词辩论终结前或询问终结前,撤回仲裁或诉讼实施权之授予,并通知仲裁庭或法院。保护机构依前项规定提付仲裁或起诉后,得由其他因同一原因所引起之证券或期货事件受损害之证券投资人或期货交易人授予仲裁或诉讼实施权,于第一审言词辩论终结前或询问终结前,扩张应受仲裁或判决事项之声明。前两项仲裁或诉讼实施权之授予,包含因同一原因所引起之证券或期货事件而为强制执行、假扣押、假处分、参与重整或破产程序及其他为实现权利所必要之权限。第 1 项及第 2 项仲裁或诉讼实施权之授予,应以书面为之。“仲裁法”第 4 条及“证券交易法”第 167 条之规定,于保护机构依第 1 项或第 2 项规定起诉或扩张应受判决事项之声明时,不适用之。

^③ 参见台湾地区“投保中心”网:<http://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=fD0fF/YR5eNG2r7p+fC8aQ> = ,最后访问日期:2018年1月26日。

短线交易汇总数据,以上市(柜)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予公司。^①此外,台湾地区“投保中心”也通过行使质询权、建议权等方式,积极推动累积投票制、电子投票等制度的实施。^②

归结起来,我国台湾地区明确规定了“投保中心”在拥有普通股东权利之外,针对极易损害中小投资者权利的公司高管背信及未勤勉尽责事件,台湾地区“投保中心”在对给公司造成损失的董事高管行使诉讼权时,可以不受“公司法”持股比例及时间之限制。同时,台湾地区明确对团体诉讼,只要20人以上证券投资人或期货交易人授予仲裁或诉讼实施权后,“投保中心”就可以以自己名义,提付仲裁或起诉。探究这样规定之缘由,就是真正助力中小投资者维权组织在协助投资者行使权利并给予权利救济两个方面充分实现其维护投资者权益的制度目的。

借他山之石,笔者以为,我国投服中心可以借鉴我国台湾地区“投保中心”的有益经验,在通过股东身份持股行权维护投资者权益时,一是要充分行使证券法、公司法确认的投资者相关权利,尤其是要充分行使针对不尽责公司高管提起的股东代表诉讼权;二是在投资者权利受损害时能有效便捷地代表投资者积极采取救济措施,包括向证券监管机构投诉,向人民法院提起股东直接诉讼或代表诉讼。因此,从这两个方面对投服中心股东权予以特殊配置,这也是未来立法构造公益股东权的应然思路。

^① 参见台湾地区“投保中心”网:<http://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=14jrzxJvMr/Bs0m5o6dhg>,最后访问日期:2018年1月26日。

^② 参见台湾地区“投保中心”网:<http://www.sfipc.org.tw/>,最后访问日期:2018年1月26日。

第三章 我国持股行权实践的效果考察与问题分析

一、投服中心持股行权实践的基本概况及其效果考察

(一) 基本概况

2016年1月27日,投服中心《持股行权试点方案》获证监会正式批复;同年2月19日,证监会召开新闻发布会宣布开展持股行权试点,试点工作率先在上海、广东(不含深圳)和湖南正式启动;2017年4月持股行权试点工作扩大至全国。截至2017年12月28日,投服中心共持有沪深两市3439家上市公司A股股票,成为沪深交易所所有上市公司的股东,累计持股行权1920次,其中现场行权135次,包括参加上市公司的股东大会58次,现场查阅41次,参加重大资产重组媒体说明会及投资者说明会36次;非现场行权266次,其中向上市公司发送股东建议函1516件、公开发声13次;共计行使质询权185次,建议权1628次,表决权58次,查阅权41次,诉讼权8次。投服中心在持股行权方面,主要采取了以下保护投资者权益的措施,并取得了积极的效果。

1. 发送股东建议函。对于公司重大经营决策、上市公司收购方案等,投服中心以股东名义发送建议函。相关公司在收到建议函时,大都认真对待并给予回应。以建议完善公司章程为例,投服中心集中向上市公司发送股东函,一是督促其落实《国务院办公厅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》的规定,优化投资回报机制、健全中小投资者投票机制;二是建议其取消不当限制股东权利的条款。据不完全统计,截至2017年年底,已完成全部辖区3000多家公司章程的搜索分析,向上海、湖南、广州、山西、重庆、河北、天津、黑龙江、广西、厦门、

江西、浙江、宁夏、贵州、内蒙古等31个省、市、自治区发送了1516份股东建议函,提出3000余条建议。九成上市公司表示采纳建议,并表态将于下次股东大会修订完善公司章程。

2. 参加股东大会。在上市公司召开股东大会时,投服中心委派工作人员或律师等专业人员,以股东代表的身份参加股东大会,并行使质询权、表决权,促进公司规范治理。具体来看,2016年投服中心专项参加柘中股份、恒立实业和*ST慧球的股东大会,2017年上市公司年度股东大会召开期间,投服中心集中参加了城投控股、塔牌集团、中安消、海利生物、现代投资等55家上市公司股东大会,并于会后及时向上市公司发送股东建议质询函。股东大会现场,重点针对高送转配套股东减持、现金分红、公司治理规范性等投资者关注的问题和事项向上市公司提出了建议和质询。其中,柘中股份已修改公司章程,恒立实业终止重组,天海防务等7家公司降低送转股比例、增加现金分红及取消股东配套减持,绝大部分上市公司表示,将进一步按照有关政策法规,修改完善不足之处,给股东一个满意的答复。

3. 股东大会之外期间现场行权。在上市公司不召开股东大会期间,投服中心以股东身份到上市公司经营场合进行现场行权,如查阅公司财务资料等,上市公司基本予以配合。据统计,截至2017年年底,投服中心以股东身份对上海、安徽、重庆、江苏等12个辖区共计41家上市公司行使查阅权,现场查阅了公司章程、股东名册、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告等资料。通过查阅,针对发现的上市公司董监高缺席股东大会、会议记录不完整、计票监票不合规等情况,投服中心现场提出了建议。上市公司基本都主动配合查阅,并表示会采纳建议,规范“三会”运作。

4. 参加上市公司说明会。在上市公司举行发行新股、发行公司债、收购合并等说明会时,投服中心派员参加,督促上市公司认真履行信息披露义务。其中,投服中心参加重组媒体说明会,防范问题重组成效显著。截至2017年年底,投服中心参加上市公司重大资产重组媒体说明会的范围已全部涵盖上海证券交易所、深圳证券交易所,共参加了狮头股份、四通股份、宁波富邦、恒力股份、中安消、卧龙地产、通达动力、东方市场、江南嘉捷、中葡股份等34场媒体说明会,参加梅雁吉祥、*ST华菱投资者说明会。在说明会上,投服中心站在中小投资者的立场,从维护“自己”利益的角度出发,对重组不确定性、估值合理性、业绩承诺可实现性、中介机构是否

勤勉尽责等方面提出问题,促使上市公司完善重组预案、强化信息披露,切实保护了广大中小投资者的合法权益。36场说明会共涉及金额2387亿元、140.64万户投资者的合法权益。目前,已有12家上市公司终止重组,1家未获证监会审核通过,15家修改重组方案。

5. 公开发声。针对市场、媒体和投资者关注的热点、焦点问题,尤其是上市公司忽视甚至侵害中小股东利益而实施不当行为时,投服中心以股东身份并代表中小投资者公开发声,利用媒体阐明立场,充分发挥舆论的影响力和约束力,抑制上市公司忽视甚至侵害中小股东利益的不正当行为。投服中心每次公开发声,中央及主流财经媒体、地方媒体、各大门户网站均做报道,反响积极,取得了较好的效果。例如,投服中心分别针对“万宝之争”、一汽轿车违反承诺、雅化集团公司章程修订、ST慧球“1001议案”、雅百特财务造假行为、山东金泰漠视中小投资者权利、ST生化要约收购等公开撰文13次,督促上市公司强化投资者保护。其中,雅化集团取消股东大会不再对违法提案表决、格力电器终止收购、ST慧球已选任新的董事、监事及高级管理人员、山东金泰在媒体上公开道歉,多家公司修改章程取消了反收购条款。

(二) 投服中心持股行权工作的效果分析

持股行权工作开展近两年来,投服中心始终以维护投资者权益为中心,以促进证券市场有序运行为重点,以配合监管机构工作为策略,其各种持股行权措施均得到了有效实施,证券市场和社会反应强烈,达到了预期的目的。一是广大中小投资者热烈拥护,认为在其群体中有了投服中心这样的“领头人”。二是上市公司普遍欢迎,认为投服中心是理性投资者,有利于上市公司提升智力水平并改善其与投资者的关系。三是社会舆论普遍赞扬,认为这是保护投资者权益的有效途径,是证券市场运行机制的重大制度创新。四是得到了证券监管机构的充分肯定,认为其是完善证券市场监管体系的有效措施。

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到上市公司治理中,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。投服中心每次行权活动,证券类主要媒体及主要财经门户网站都进行相关报道,广大中小投资者通过评论、跟帖等方式予以回应,每次活动网站点击量多达十几万次

少则数万次,评论数千条。可以说,投服中心持股行权发挥了重大的示范效应,为广大投资者如何成为理性投资者树立了榜样,从而提升了投资者水平,促进了证券市场成熟。

2. 维权作用

投服中心以投资者身份维护自身权利,是其通过持股行权维护投资者权益的主要方式。一是充分行使证券法与公司法确认的投资者权利;二是在其权利受损害时积极采取救济措施,包括向证券监管机构投诉,向人民法院提起股东直接诉讼或代表诉讼。虽然投服中心持有上市公司的股份较少,但其维护行为及其维权结果,可以诱发和引领权益受损害的投资者积极维权。

3. 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,都会针对市场关注的焦点问题进行提问,具有专业犀利的特征。投服中心通过呼吁广大中小投资者积极维护自己的合法权益,可以引发市场各方参与者的积极讨论和持续关注,形成强大舆论和投服中心身份的双重压力,可以促使上市公司谨慎经营、认真对待投资者权益。另外,投服中心持股时,即使作为证券市场的沉默在场者,亦能形成明显的压力效应。例如,投服中心人员参加上市公司股东大会时,即使没有行使质询权,其在场效应仍能发挥监督和约束作用,促使上市公司忠实行事、勤勉尽责。

4. 提升作用

投服中心致力于通过开展全面的投资者教育来提升投资者的维权能力。为促进投资者积极行权、理性维权,投服中心积极宣传投资者保护措施,2017年在派出机构、上市公司协会的邀请下,在吉林、山西、天津、河北、辽宁大连、浙江宁波共6个省市开展“上市公司合规治理专题培训”,辖区内上市公司的董事长、董秘、财务总监、证券代表等近千人接受了培训。培训内容主要是上市公司在公司治理和投资者保护中存在的问题,如公司章程不合法、现金分红不合规、股东大会程序不规范、信息披露不准确等,并对相关问题给出了合理建议。专题培训效果良好,开展培训辖区的上市公司对投服中心的职责定位更为了解,在行权过程中也更为配合。概括而言,投服中心持股行权的提升作用表现在这样几个方面: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构成;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,由此构成证券市场信心的一个重要方面。

二、投服中心持股行权工作存在的问题

(一)投服中心自身法律地位不够清晰

目前的投服中心在由中国证监会主导,其他社会组织力量积极配合的模式下依法组建,其市场角色的合法性毋庸置疑。但严格来说,投服中心的法律地位仍有不够清晰之处。诸如,投服中心并不是一个完全独立的非营利组织,而是证券监管机构支持下成立的半官方组织,既有形式上的私法独立性,又有实质上的行政依赖性;投服中心采行公司形式,应当具有营利性外壳,但其又定位于不以营利为目的的市场公益组织。投服中心此种身份具有双重性,导致其持股行权工作效果判断上的双重性。一方面,在行政主导下方便其设立与运行,并使其具有较为充沛的经费来源和市场威信;另一方面,市场与社会上也必然会对投服中心持股行权的独立性、公开性和适当性产生某种程度的质疑。目前突出的问题是,投服中心通常在每一家上市公司中持有1个交易单位的股票,以使其可以作为每一公司的股东来行使共益权,但股东身份势必使投服中心在调解纠纷时产生利益冲突问题。这一问题不解决,将限制投服中心的发展,并影响其持股行权的效果。

(二)持股行权工作制度保障不充分

尽管投服中心持股行权是在现行法律框架下实施,其所采取的各种投资者权益保护措施并无违法之处,但是,持股行权作为我国资本市场的新生事物,目前仅依靠证监会批准的《扩大持股行权试点方案》以及《持股行权工作指引》作为工作依据,使得投服中心社会地位及影响力较为有限,持股行权制度保障不够充分,对于持股行权的体制机制等,仍需要有明确的法律确认和支持。(1)从宏观层面来看,投服中心持股行权作为一项创新型的投资者权益保护措施,应当明确纳入证券法规定的投资者权益保护体系;投服中心持股行权由中国证监会主导,是以私法方式实现其市场监管的公法目的,涉及行政权限的配置及行使,其权责应当有明确的法源;投服中心作为以公益目的而设立的私法主体,是否应如一般私法主体那样接受市场监管;投服中心持股行权工作,应否有目的、手段、方式、程度上的法律限制等。(2)具体制度层面来看,尽管持股行权工作开展以来,投服中心不断完善持股行权

业务制度体系,积极制定投服中心内部工作制度,目前已经颁布《行权工作规则》《持股管理办法》《持股行权实施细则》《支持行权实施细则》《参加股东大会工作指引》《发送股东函件工作指引》等9项内部工作规则和指引,且有5项工作指引在积极起草并已初步成型,但相关规则粗糙简略,对于行权范围的设置及决策,行权标准、行权程序等规则的制定还有待进一步的完善。上述问题不解决,将不利于打消对持股行权工作的市场疑虑,不利于持股行权工作目的的有效实现。

(三)投服中心能力建设需进一步加强

投服中心面对整个证券市场进行持股行权,其工作任务量极为繁重。但是,就投服中心目前的工作状况来判断,尽管其全体人员的工作目标明确、工作态度积极、工作信心充实,但受制于资源相对匮乏,其持股行权仍然处于选择性运用、典型示范阶段,进一步拓展铺开的动力源不足。诸如,持股行权是投服中心的一项重点工作,由行权事务部负责实施,但其行权事务部人手严重短缺,人员数量及结构安排不足以满足业务推进的需求。^①再如,在行权对象与措施选择方面,外部专家团队和系统内咨询机制尚未组建完成前,目前主要是依靠投服中心掌握的行权线索信息进行分析和决策,在持股行权措施实施方面缺乏系统控制。在简单行权取得一定的市场示范和惊奇效果后,持股行权业务的逐步拓展和不断深入的机制保障不足。

(四)行权后续配套机制不健全

一是投服中心在法律层面尚无明确的法律地位和法定职责,其持股行权缺乏应有的市场威信,部分行权事项在一定时间内难以开展。在具体行使建议权的过程中,绝大多数上市公司表示感谢发函提醒并积极采纳建议,但也有部分公司明确表示,投服中心作为小股东没有权利提出股东建议干预公司治理方面的问题,其不认可、不接受投服中心的建议,甚至明确指出其持股行权是在“做无用功”。针对目前还未持股的上市公司通过媒体公开质疑,有市场人士认为投服中心公开质询和建议的依据不足,也有涉事上市公司的股东认为投服中心持股行权是“多管闲事”。因此,持股行权工作的法律地位及权威性有待提高。二是在证监会的工作系统内尚无明确配套机制,无法保证投服中心持股行权的实施效果,例如,在投服中心持

^① 此系我们2017年年初赴投服中心调研时获得的数据。后续情况可能有所变化。

股行权遇到不当阻碍时,证监会可否以行政手段予以排除;投服中心持股行权中采取相关措施取得的判断结果和行权效果,可否直接作为行政监管执法的依据等。在现有投资者保护体系尚未建成有机、统一、高效配合的情形下,漠视中小投资者合法权益的上市公司,持股行权缺乏有效的后续制约手段。

实践中,与证监会系统内相关单位和部门尚未形成有效合力的主要问题包括以下几点:一是证监会系统内相关单位和部门主动、及时向投服中心提供的行权线索较少;二是投服中心行权时掌握的上市公司及相关人员信息不够全面;三是在实际工作中信息共享、线索平移、行权措施保障等合作机制仍较为模糊,尚未形成具体的工作流程及操作细则。这些将对行权的及时性、准确性和权威性产生影响,因此,建立、健全投服中心与证监会系统内相关单位和部门的内部合作机制显得十分必要。

第四章 提升投服中心持股行权 工作的发展建议

鉴于投服中心持股行权试点工作是投资者权益保护机制的重大创新,已产生突出成效并获得市场和社会的积极反响。无论是从持股行权的制度建构价值,还是从持股行权的市场反应和社会效果,充分肯定、持续支持和大力推广投服中心持股行权,应是必然的政策选择与制度安排。

一、证券法应明确投服中心的定位功能

投服中心的公益性维权活动尚处于起步阶段,市场各方对公益性维权组织的属性职责、功能定位等还未形成统一认识。为进一步推进我国资本市场投资者保护组织体系建设,应当借证券法修订之机,从立法上对投服中心的法律地位、职能范围等基本问题予以明确;对其持股行权的措施、方式、效力和保障条件等予以系统规定。这不仅是依法肯定和保障投服中心持股行权这一具体的投资者权益保障措施,也是依法引领和规范证券市场改革创新的重要表现,是运用法律肯定和强化证券监管体制机制顶层设计重大成果的重要表现。

在证券法规定投服中心相关条款时,应当具备的主要条款内容包括:(1)在证券投资者权益保护体系中,应当明确投服中心的建构宗旨和组织形式。(2)在規定证监会的权限及其行使方式时,应当明确规定其对投服中心持股行权的授权、支持、保障和监管。(3)在证券投资者权益保护措施中,应当明确规定持股行权的方式及效力。(4)在規定投资者行使其权利的条件时,应当考虑投服中心持股行权的情形,如行使特定权利的持股数量门槛不宜太高,以免将投服中心排除在外。

(5) 在规定投资者权益保护的保障条件时,应当明确对投服中心这类组织的资源倾斜配置。

二、优化投服中心持股行权的系统功能

投服中心作为证券投资者保护组织体系中的一个子系统,在系统内部应发挥不同于其他组织的功能并具备利于其功能发挥的组织结构,这就要求投服中心的运行机制要注重与证券市场上其他组织机构的有机衔接,从而保证整体效能的发挥。

一是以投服中心为核心性组织,联系其他类型的投资者权益保护组织,建构辐射全国、涵盖市场的投资者权益保护网络。可以在各省、自治区、直辖市内各设一个地方性的投资者维权组织派出机构,由投服中心统一管理,派出机构之间横向协作,在全国范围内形成投资者维权组织的联动效应。

二是扩大持股行权范围,投服中心持股对象应当尽快扩及全国中小企业股份转让系统(“新三板”)所有的上市公司,甚至中国存托凭证(Chinese Depository Receipt, CDR)所涉及上市公司,由此可以扩大持股行权的覆盖面,提高持股行权的机动性和选择性,优化持股行权的监管效益和市场效应。

三是优化持股行权的系统结构,扩大持股行权在投资者权益保护体系中的系统效应。包括在监管体系上,持股行权与行政监管、社会监管、一般投资者监督的协调配合;在制度体系上,持股行权与行政监管权力、投资者权利、民事责任制度、相关诉讼制度等之间的协调配合;在实施策略上,投服中心维权与一般投资者维权的协调配合。实践中,投服中心尤其要重视跟证监会投资者保护局、跟证券业协会和投资者保护基金公司的互动配合,以形成有机的投资者保护组织体系。此外,与政府、律协等建立良好的合作伙伴关系也是维权组织开展活动最重要的经验。

三、强化投服中心持股行权的能力建设

应当对投服中心的组织形式、单位名称、内部管理、经费来源等予以进一步的充实完善,以健全投服中心的内部关系。在持股行权的目标、措施和方式上,尽快

形成透明适度、合法有效的工作机制,以提升投服中心持股行权的工作能力。

一是进一步明确机构定位。作为介于市场和政府之间的一种社团法人,投服中心必须具备法定的组织形式和制度规范,以保证其身份角色、市场地位和工作机制的稳定性和持续性。具体运行中,建立类似现代企业制度的董事会治理结构以及公开、透明的运营管理制度是投服中心加强自律、增强透明度、实现组织公益性的重要保证。但是,投服中心的治理结构还应有别于一般法人,尽管不像营利组织那样进行利益分配,但是其生存与发展也需要像企业那样地“经营”自己的组织、活动、品牌等。

二是进一步强化职能任务。从投服中心职能设定出发,积极回应投资者行权维权过程中遭遇的普遍性、突出性的问题,着重履行持股行权、提起或支持诉讼、证券纠纷调解等国务院证券监督管理机构规定的职责。既通过股东身份来促进公司治理,同时也要充分运用市场利益维护者身份。通过积极提起股东代表诉讼、参与立法活动等措施来保护公众投资者的合法权益。要以理性成熟投资者的行为示范,提高证券市场的成熟程度,维护证券市场秩序。

三是进一步完善内部制度。投服中心应当根据其设立宗旨、主要任务等,进一步完备其内部各项规章制度,据此不断完善组织内部治理结构,建立内部制衡制度,规范人事制度和财务制度,不断提升投服中心的内部管理水平。

四是进一步优化决策机制。投服中心持股行权的任务目标是面对整个市场、涵盖所有上市公司,其持股行权任务复杂繁重。在持股行权过程中,既要避免全面出击,也要避免挂一漏万。要以有限资源实现最优行权效果,必须建立科学的持股行权决策机制,优化行权目标和行权措施选择能力,强化持股行权资源的配置能力,提升行权项目的管理执行能力。

四、加大对投服中心持股行权的保障力度

作为证券市场的新生事物,投服中心持股行权尚处于起步试点阶段。但就目前情形而言,已经显现出资源配置不足的情形,影响了投服中心持股行权预设目标的实现,因此,必须加大对投服中心持股行权的保障力度,在资源配置上给予投服中心更多的倾斜。

一是在职权资源配置上更多地向投服中心倾斜,并赋予其适当的自主性,以提高投服中心持股行权的主动性、选择性和适当性。因为证券市场情势变化巨大,故因应措施必须具有针对性和时效性,投服中心持股行权时,只有在拥有较大自主权的前提下,才能应对证券市场瞬息变化的挑战。

二是在人力、物力、财力资源配置上更多地向投服中心倾斜,并辅以严格的管理配套措施。投服中心持股行权任务量巨大、工作内容复杂,急需一支与其机构目标和工作内容相适应的专业队伍。而且在持股行权过程中,与此相适应的经费支持是必不可少的。因此,应当根据投服中心的当前及今后一个时期的业务发展,制定相应的资源支持规划,使其具备与任务目标和工作内容相适应的人才队伍和经费保障。

三是在投服中心的经费来源和合作机制上,赋予投服中心更多的渠道和更大的权限。投服中心毕竟是以市场主体身份参与证券市场秩序建设,要以市场手段解决市场问题,就必须以市场资源丰富和强化市场手段。在此方面要加快理念更新和改善方案设计,使投服中心持股行权工作在制度创新保障下不断获得发展。

结 语

2017年12月7日,国际货币基金组织和世界银行公布了中国“金融部门评估规划”(Financial Sector Assessment Programme,FSAP)更新评估核心成果报告,包括《中国金融体系稳定评估报告》《中国金融部门评估报告》《关于中国遵守〈证券监管目标与原则〉详细评估报告》。中国FSAP更新评估顺利完成。报告认为:“中国证监会基于中国证券市场中小投资者众多的实际情况,采取了诸多具有独创性的措施,设立中证中小投资者服务中心有限责任公司,开展支持诉讼和持股行权工作,建立证券期货纠纷多元化解机制,强化经营机构的适当性义务并统一监管要求,投资者保护工作成效显著。”^①

毋庸置疑,在我国资本市场发展进程中,投服中心的构建及其持股行权机制的建立,不仅是因应一种强烈而现实的市场运行和社会发展需求的重要措施,而且是我国证券市场迈向法治化、成熟化进程的重要标志。鉴于投服中心持股行权工作是投资者权益保护机制的重大创新,已产生突出成效并获得市场和社会乃至国际社会的积极反响,无论是从持股行权的制度建构价值,还是从持股行权的市场反应和社会效果来看,充分肯定、持续支持和大力推广投服中心持股行权,尤其要从法律建构层面明确投服中心的定位功能并给予投服中心公益股东相关权利配置的倾斜支持应是必然的政策选择与制度安排。

^① 《国际货币基金组织、世界银行公布中国“金融部门评估规划”更新评估成果报告》,载中国证监会网:www.csrc.gov.cn,最后访问日期:2018年4月7日。

参考文献

一、著作类

1. 赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社 2006 年版。
2. 陈洁编著:《证券法》,社科文献出版社 2006 年版。
3. 曹富国:《少数股东保护与公司治理》,社会科学文献出版社 2006 年版。
4. 张育军:《投资者保护法律制度研究》,人民法院出版社 2006 年版。
5. 前田庸:《公司法入门》,王作全译,北京大学出版社 2012 年版。
6. 赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社 2006 年版。
7. 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版。
8. [美]莱斯特·萨拉蒙主编:《政府工具新治理指南》,肖娜等译,北京大学出版社 2016 年版。

二、论文类

1. 陶立早:《台湾投保中心之股东代表诉讼制度镜鉴》,载《西安电子科技大学学报》(社会科学版)2014 年第 4 期。
2. 王文士:《论少数股东申请许可自行召集股东会》,载《会计师季刊》2007 年第 233 期。
3. 王志诚:《股东之一般提案权、特别提案权及临时动议权》,载《月旦法学杂志》2010 年第 185 期。

4. 王志诚:《股东之股东名簿查阅权》,载《月旦法学教室》2013年第128期。
5. 王志诚:《股东之股东会召集请求权》,载《月旦法学教室》2008年第68期。
6. 王志诚:《股东之股东会自行召集权》,载《月旦法学教室》2008年第72期。
7. 王志诚:《股东召集股东会之权限及保障》,载《华冈法粹》2013年第55期。
8. 王彦明、贾翱:《论股东的临时股东大会召集请求权》,载《社会科学战线》2010年第5期。
9. 何曜琛:《少数股东召集股东临时会与董监改选——经营权争夺战》,载《台湾法学杂志》2012年第214期。
10. 姚志明:《少数股东之股东会召集权之研究》,载《中原财经法学》2013年第30期。
11. 郭锋:《少数股东权在股东大会的行使与保护》,载《证券法律评论》2001年第6期。
12. 曾宛如:《股东会与公司治理》,载《台大法学论丛》2010年第3期。
13. 李声炜:《法律制度的需求层次、博弈及路径分析》,载《河北法学》2010年第5期。
14. 罗培新:《论股东平等及对少数股股东之保护》,载《宁夏大学学报》(人文社会科学版)2000年第22期。
15. 梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005年第2期。
16. 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2期。
17. 曾宛如:《股东会与公司治理》,载《台大法学论丛》2010年第3期。
18. 朱羿锜、陈逸敏:《股东派生诉权保护:东亚经验及其启示》,载《学术交流》2004年第12期。
19. 汪青松:《股份公司股东权利多元化配置的域外借鉴与制度建构》,载《比较法研究》2015年第1期。
20. 汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期。
21. 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。

22. 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11期。
23. 董登新:《证券投资者保护的突破口》,载《中国金融》2016年第16期。
24. 陈洁:《〈证券法〉应明确公益性中小投资者维权组织的功能定位》,载《中国证券报》2016年12月13日,A12版。
25. 陈甦、陈洁:《投服中心持股行权:理念创新与制度集成》,载《证券日报》2016年12月31日,第3版。
26. 刘春彦:《持股行权应纳入〈证券法〉调整范围》,载《证券时报》2017年4月27日,第3版。
27. 赵青:《持股行权全面试点》,载《法人》2017年第5期。
28. 朱宝琛:《投服中心总经理徐明:将从三方面完善持股行权工作》,载《证券日报》2017年7月18日,第2版。
29. 王一鸣:《投服中心近一年来累计持股行权541次》,载《证券时报》2017年7月24日,第8版。
30. 宋一欣:《为投服中心的持股行权叫好》,载《第一财经日报》2016年12月22日,第11版。
31. 皮海洲:《持股行权如何承担起保护投资者权益的重任》,载《证券时报》2016年2月25日,第3版。

三、网上文献及其他类

1. 中国台湾地区“财团法人证券投资人及期货交易人保护中心”网:<http://www.sfipc.org.tw/>。
2. 刘彬:《台湾证券市场发展经验》,载资本市场研究网——北京期货研究院:<http://www.bisf.cn/zbscyjw/yjbg/201402/f8e26a18d41b431e88857c4f44b98689.shtml>。
3. 《关于持股行权工作试点的研究报告》,中证中小投资者服务中心有限责任公司2014年。
4. 《中证中小投资者服务中心有限责任公司持股行权试点工作规则(草案)》,

中证中小投资服务中心有限责任公司,2014年。

5.《台湾“投保中心”参与治理及维权业务分析报告》,中证中小投资服务中心有限责任公司,2014年。

6. Lawrence S. Liu, “A Perspective on Corporate Governance in Taiwan”, 31 *Asia Bus. L. Rev.* 29, 35 (2001).

7. *About Kabunushi (Shareholders) Ombudsman: Its Goals and Activities*, http://www.zephyr.dti.ne.jp/~kmorioka/about%20KO_e.html.