

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

陈洁*

摘要:投服中心是经中国证监会批准设立的,专门为了保护投资者权益而普遍性持有上市公司股票并行使股东权利的公益机构。本文在阐述投服中心的持股特色及其公益股东角色定位的基础上,从投服中心持股行权的运作机制、现实样态以及域外经验探究公益股东权利配置的基本构造及内在机理,并提出有助于满足投服中心特殊股权配置需求的制度建构思路,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。

关键词:投服中心 公益股东 权利配置 持股行权

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有限责任公司(以下简称投服中心)作为中国证监会批准设立并直接管理的证券金融类公益机构,按照中国证监会的要求,“公益性持有证券等品种,以股东身份行权维权”(以下简称持股行权)。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

* 中国社会科学院法学研究所商法研究室主任,研究员,博士研究生导师。

投资者权益的市场态势,确保证券法宗旨的有效实现。目前在实践中,投服中心为保护中小投资者所组织开展的持股行权维权活动在资本市场获得了良好的反响和积极的评价。然而,与实践中的红红火火相反,有关持股行权制度的理论研究与立法回应的滞后却是有目共睹。其中,作为整个持股行权工作起点的投服中心的股东角色定位问题,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。笔者从持股行权的运作机制、现实样态以及域外经验探究投资者维权组织作为公益股东的权利配置及其内在机理,并提出有助于满足投服中心特殊股权配置需求的制度建构思路,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。

一、投服中心的持股特色及其作为公益股东的基本定位

(一)投服中心的特殊持股样态

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,其前提是购买上市公司的股票成为其股东,进而通过行使《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)、《中华人民共和国证券法》(以下简称《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。投服中心是经中国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。其主要职责是为中小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,其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两大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。同时,投服中心仅持有一手股票也直接表明其代表并维护资本市场广大中小投资者的立场。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,投服中心须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以及未来将在这两个交易所上市的所有上市公司的股票。时至今日,投服中心共持有 3314 家上市公司股票,成了沪深两大交易所所有已上市公司的股东。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目,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地持股,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,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。

(二) 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。我国目前《公司法》架构下的股东权利配置实质上还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,但它与控制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,也可以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的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,其大致围绕着两个基本维度展开: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

^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。”但除中国证监会的《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。

持有,且大多数国家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公司日常经营事务的过度干预,又可以使国有资本在必要时发挥维护社会公益的作用。至于投服中心的设计理念,是基于对“市场失灵”和“政府失灵”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,将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”转型为“弹性治理”,即投服中心的成立是通过私法手段实现公法目的一次尝试。因此,制度设计上应该加强投服中心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,因此应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。

二、投服中心公益股东权利配置的基本构造及内在机理

(一)投服中心公益股东权利配置的基本构造

1. 投服中心股东权的实然状态及其内在缺陷

依据我国《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,依据是否对股东持股数量及时间有特殊要求为标准,又可以分为两类:一类是具有股东

^① 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。

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、^①临时提案权、^②股东会议召集权、主持权^③等。

就目前投服中心的持股行权实践而言,投服中心采取的行权方式主要有:(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事项,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,一般会认真对待并给予回应。(2)参加股东大会。在投服中心持有股份的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。(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。上市公司基本也会予以配合。(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。(5)公开发声。在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。

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,都未开展。简言之,投服中心的持股行权在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:

① 《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。”

② 《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。”

③ 《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。”

(1) 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悖的。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。(2) 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。从目前实践来看,尽管投服中心持股行权效果明显,但在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中国证监会的派出机构。因此,投服中心的维权行权在很大程度上是依靠行政的力量发挥作用,投服中心的市场化角色没有充分树立起来。

2. 公益性维权组织股东权配置的域外经验及其应然构造

由于世界各国和地区资本市场发展水平、监管理念以及法律传统差异,各国和各地区对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。例如,在日本和韩国,股东维权主要通过纯民间组织来实现;而我国台湾地区的投资者维权机制与我国大陆的比较相近,故本文主要借鉴我国台湾地区的模式经验。我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护中心”(以下简称我国台湾地区“投保中心”)是依据我国台湾地区2002年“证券投资人及期货交易人保护法”、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。我国台湾地区“投保中心”也是通过拥有我国台湾地区每个上市(柜)公司1000股股份,从而以股东身份维护股东权益。其持股行权方式与投服中心相同的主要是,针对发行公司重大议案,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。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,以股东身份依台湾地区“公司法”等相关规定提起撤销股东会决议之诉。除上述与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,我国台湾地区“投保中心”持股行权的特色主要在于:

(1)提起代表诉讼及解任诉讼不受台湾地区“公司法”有关代表诉讼的股东资格限制。依我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第10条之一规定,^①“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我国台湾地区“投保中心”请求,于一定期间内仍不提起诉讼时,我国台湾地区“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,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。”^②

(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,^③保护机构为保护公益,于该“法”及其捐助章程所

^① 我国台湾地区“证券投资人及期货交易人保护法”第10条之一(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,不受台湾地区“公司法”第200条及第227条准用第200条之限制。我国台湾地区“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百分之三以上之股东,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。”

^② 《代表诉讼及解任诉讼》,载台湾地区“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:2017年10月15日。

^③ 我国台湾地区“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“法”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与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与,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与仲裁或诉讼实施权,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与,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与,应以书面为之。台湾地区“仲裁法”第四条及台湾地区“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。

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与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,台湾地区“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申请假扣押或假处分;如提起诉讼或上诉时,对于诉讼标的金额或价额超过 3000 万元新台币之部分,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,以减轻证据收集之困难;凡此规定,目的皆在于使投资人获得更周延之保障。^①

(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,就我国台湾地区证券交易所及柜台买卖中心提供之每半年短线交易汇总数据,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。”^②此外,我国台湾地区“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。^③

归结起来,我国台湾地区明确规定了台湾地区“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,我国台湾地区“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,我国台湾地区明确对团体诉讼,只要 20

^① 《团体诉讼及仲裁简介》,载台湾地区“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=fD0fF/YR5eNG2r7p+fC8aQ> = =,最后访问日期:2017年10月15日。

^② 《归入权简介》,载台湾地区“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=14jrjzxJvMr/Bs0m5o6dhg> = =,最后访问日期:2017年10月15日。

^③ 参见我国台湾地区“证券交易人及期货交易人保护中心”网:<http://www.sfipc.org.tw/>,最后访问日期:2017年10月15日。

人以上证券投资人或期货交易人授与仲裁或诉讼实施权后,我国台湾地区“投保中心”就可以自己名义,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,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。

(二)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在本质上都是由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,笔者以为,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基于不同的内在逻辑运作。公益组织以“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,而非由服务对象交费。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另一面,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,要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,同时要尽量消弥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重要的现实意义。

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,目前有超过 3000 家的上市公司,投资者人数突破 1 亿户,但其中可称为“成熟投资者”的比例极低。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。

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。二者相较,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

^① 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。

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。^①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:一是在结构上,投服中心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,投服中心可以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。

概言之,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推陈创新也需要符合效益优先的构造理论。就投服中心而言,投服中心是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。投服中心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、警示等作用,可以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,同时参与持股行权,提高管理效益。除上述优势外,若从整个资本市场视域考察,通过投服中心代表广大投资者来发动对于证券违法行为的诉讼,既可以有效避免域外集团诉讼普遍

^① 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,第A03版。

存在的滥诉问题,大大降低投资者的维权成本,减轻法院讼累,还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,弥补现有的执法机制之不足,避免执法资源的浪费。

尽管如此,目前由于立法相对滞后,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,制度优势无从发挥。例如,依据《公司法》第 151 条规定,投服中心要行使股东代表诉讼权,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 日的时间要求。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。但是,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,已经显现出的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。但另一方面,权利配置和预设目标的匹配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、股东大会召集权等权利,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,只有有效使用制度资源,尽快通过在法律层面上对投服中心公益股东权的配置做相应的修改或完善,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,以此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可以实现。

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。本文仅从整体角度提出一些可资借鉴的建构思路。

(一) 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

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的前提下,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,要在现行《公司法》第 151 条关于提起股东代表诉讼的限制条件中规定例外条款。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,有资格以自身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

在证券法层面上,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,将其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。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)在规定中国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)在规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具体情形及其与《公司法》相关条款的衔接。(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。

3. 诉讼法层面

我国 2013 年修订的《民事诉讼法》第 55 条规定:“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,在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。

(二) 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。在具体制度建构上,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。主要包括:

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,包括投服中心应与中国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。在实践中,投服中心尤其要重视跟中国证监会投保局、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、律师协会等建立良好的合作伙伴关系也是维权组织开展活动重要的经验。

(三) 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。

四、结 语

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,也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, 尤其要从法律建构层面上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。