

第四章

投服研究

Rights of Investors and Interests

中国香港投资者赔偿基金制度^①

在我国证券民事诉讼执行难,民事赔偿责任优先原则落不到实处且投资者救济补偿机制不足的背景下,应综合考虑公共执法能力、资本市场发育程度、实体法规定与专业人士水准等证券法制度移植的综合考量因素,从执法理念、制度功用和机制协调等方面利用后发性立法优势,探索构建我国投资者赔偿基金制度的新模式。各法域对投资者赔偿制度所采用的立法模式主要分为以下几种类型:第一种是专门立法,如美国于1970年制定了《证券投资者保护法》;第二种是在综合性的证券监管立法中涵盖投资者赔偿制度,如我国香港特别行政区2003年修订的《证券及期货条例》中第571章第Ⅲ部第5分部专章规定了其投资者赔偿公司的设立与运作;第三种是证券投资者保护综合立法;第四种是以其他相关法律为依托。本部分主要介绍我国香港的投资者赔偿基金制度。

香港地区1974年颁布的《证券条例》中首次设立了赔偿基金。后来,随着资本市场的发展和投资者结构的变化,香港积极推动投资者赔偿基金制度的改革,设立了“投资者赔偿基金”(The Investor Compensation Fund, ICF)。如何根据资本市场发展状况、投资者结构、证券市场风险变化等因素来调整投资者保护制度的配置与安排,使其发挥最大的效用,香港的经验或许能为我们提供一些思路。根据《证券条例》的规定,在证券交易中,如果投资者因交易所会员经纪违规而受损,可向证券事务监察委员会管理的赔偿基金索赔。赔偿基金的资金来源主要是由两部分组成:一是证券交易所会员就其所持有的交易所席位的供款;二是由投资者支付、由联交所保留的交易征费的总额,超过联交所每个财政年度预算支出的2/3的部分,拨入赔偿基金。从赔偿程序上看,赔偿基金由证监会赔偿基金委员会代表证监会专门管理,联交所负责裁定投资者的申诉是否成立,证监会负责向申索人付款,并以所支付的款额为限,取得对失责主体的代位求偿权。

随着香港联交所买卖的股份市值急速上升和市场成交额的增长,市场上散户买卖活动显著增加。投资者结构的变化和亚洲金融危机的爆发,使香港特别行政区政府广泛修订有关法律条例,建立新的投资者赔偿安排,推动投资者赔偿基金制度的改

^① 本部分节选自投服中心2019年度课题《投资者赔偿基金制度研究》研究报告,由吉林大学承办,课题负责人:傅穹;内容有部分删改。

革。2003年《证券及期货条例》设立“投资者赔偿基金”,由投资者赔偿有限公司负责运作,任何国籍投资者在买卖香港交易所产品过程中因持牌中介人或财务机构而遭受损失时,可以要求赔偿基金予以赔偿。在运行机制上,投资者赔偿基金在向受损投资者支付赔偿金后,根据代位求偿权向违责经纪商追偿。在资金来源上,投资者赔偿基金向投资者收取的交易所产品的征费,征费比率是买卖双方各缴纳成交额的0.002%。此外,投资收益也是投资者赔偿基金的重要资金来源,例如,银行利息收入、出售股本证券的现实收益等。在赔付对象上,投资者赔偿基金主要为证券投资中的散户投资者提供保障,机构投资者没有索赔资格,每名投资者的赔偿上限是15万港元。

香港的投资者赔偿基金仍在不断探索与完善之中,但其根据市场发展和投资者结构变化及时调整投资者保护政策的做法,值得我们参考和借鉴。

重大资产重组中涉及的中小投资者权益^①

中小投资者权益是指中小投资者依照法律所应享有的权利及其所带来的收益。总体分为股东的权益和交易者的权益,通常包括知情权、收益权、参与决策权、剩余资产分配权、公平交易权等。中小投资者在上市公司重大资产重组中涉及的主要权益包括如下几个方面:

(一)知情权

知情权是投资者依法享有获取证券及其发行人的相关信息的权利,是正确进行投资决策的重要依据,是投资者行使其他权利的前提和基础。上市公司重大资产重组往往涉及资产、业务、业绩等重大调整,大多还会涉及重要估值和资产定价,中小投资者通常无法及时获取这些具体的重要信息,更无法参与估值与定价,控股股东往往利用其对上市公司的控制地位,较为容易获取相关信息并参与甚至主导估值和定价,一旦出现利益冲突,他们就有可能损害中小投资者的利益。

(二)参与权

中小投资者参与上市公司的经营决策,主要是通过参加股东大会行使表决权,参与公司重大事务的决策以及选举董事、监事等来行使的,具体又表现为以下权利:临时提案权、自行召集和主持股东会、出席股东会行使表决权、进行累积投票制以及违法决议撤销权等。重大资产重组是导致公司资产重新配置的重大资本运作行为,它直接涉及股东的权益,往往需要通过股东大会表决才能通过,按照“资本多数决定”原则,一般要取得(绝对)多数才能通过,我国上市公司股权比较集中,中小投资者比较分散,如果控股股东在股东大会上滥用“资本多数决定”原则操纵股东大会,中小投资者很难对不利于其利益的资产重组活动进行修订或者制止。

(三)收益权

收益权是投资者参与资本市场投资可以获取交易差价和股票分红派息收益的权利,但同时也要承担投资发生损失的风险。无论是短期投资还是长期投资,都是其投资收益权的体现。一些上市公司在重大资产重组中“追热点”“炒概念”“讲故事”等方式影响股价非理性运行,可能影响中小投资者收益权。同时,重大资产重组中的

^① 本部分节选自投服中心2019年度课题《重大资产重组中的中小投资者保护研究》研究报告,由中国证监会辽宁监管局、辽宁证券业协会承办,课题负责人:柳磊、张光荣等,内容有部分删改。

“高估值、高商誉、高业绩承诺”可能导致业绩承诺不能兑现,补偿不到位,以及高商誉可能会面临持续减值,侵蚀上市公司的资产质量和盈利能力,进而影响中小投资者收益权。

(四)公平交易权

公平交易权是指投资者作为证券交易的参与者,相互间应居于平等的法律地位,享有平等的交易机会与交易条件,公平地获取证券信息,平等地受到法律保护。上市公司重大资产重组过程中,由于控股股东、实际控制人及标的资产相关参与人与中小投资者所掌握的信息量不对等,容易引发内幕交易等现象,进而影响中小投资者公平交易权。

(五)剩余索取权

股东的剩余资产分配权是指股东对公司清算时的剩余资产有分配的权利。当公司破产或清算时,若公司的资产在偿还欠债后还有剩余,其剩余部分按先优先股股东、后普通股股东的顺序进行分配。在上市公司重大资产重组过程中发生的不公允关联交易导致上市公司的净资产减少、盈利能力下降等事项不仅影响中小投资者的收益权,也最终会影响中小投资者的剩余索取权。

(六)损害求偿权

求偿权是建立在发生权益受损前提下的一种权利,它是指因投资者合法投资时受到损害,享有依法获得赔偿的权利,是弥补投资者所受损害的必不可少的救济性权利。目前,我国中小投资者在上市公司重大资产重组违法违规案件中获得赔偿的比较少,少数获得赔偿主要集中在上市公司及相关方信息披露违法违规案件中,其他如不公允关联交易、内幕交易、操纵市场等侵害案件中赔偿救济机制基本上还是空白。