

进一步弘扬股权文化,塑造投资者友好型的《证券法》*

刘俊海**

摘要: 证券投资者合法权益的周全保护是资本市场得以健康永续发展的前提。投资者合法权益的保护既依赖于抽象的保护理念和保护意识,更依赖于具体得力的保护制度。因而,首先要在社会各界大力弘扬股权文化,树立投资者合法权益保护的理念和氛围。其次要通过完善《证券法》和相关法律制度,促进政府监管水平的提高,完善投资者保护的司法救济途径,推进投资者协会的建立,提高公司治理水平,从而确立投资者友好型的证券法律体系。

关键词: 股权文化 投资者保护 行政监管
公司治理

* 该文为教育部2009年人文社会科学重点研究基地重大项目《金融危机背景下的我国公司法现代化研究》和2008年教育部新世纪优秀人才支持计划《弘扬股权文化,完善证券投资者权益保护制度》的中期研究成果。

** 中国人民大学法学院教授、中国人民大学商法研究所所长。

一、新《证券法》弘扬股权文化的法理依据

资本市场的产生和发展是中国社会主义市场经济体制改革成功的重要标志。截至2011年7月,中国境内上市公司数(A、B股)2249家,境内上市外资股(B股)108家,境外上市公司数(H股)168家,股票有效账户数为13,689.69万户。^①党的十七大报告中提出“创造条件让更多群众拥有财产性收入”。其中的“财产性收入”主要是与劳动性收入(如劳动报酬)相对而言的。广大投资者购买的证券产品尤其是股票作为财产性收入当然需要得到《物权法》、《公司法》和《证券法》等法律的承认和保护。

好制度比好运气更重要。笔者认为,为了进一步推动我国资本市场又好又快地永续健康发展,新《证券法》必须弘扬健康向上的和谐股权文化,构建投资者友好型法治环境。和谐股权文化是一个内涵丰富、外延广阔的概念,主要指尊重和保护股东权利、体现股权平等、股权民主、关怀弱势股东、股东诚实守信、股东与非股东利益相关者和谐相处的主流价值观。其核心内容有六:(1)股东主权思想;(2)股东平等;(3)向弱势股东适度倾斜;(4)股东民主;(5)股东诚信;(6)股东与利益相关者和谐相处。

首先,弘扬股权文化是改善投资者关系、提升公司治理水平、强化公司竞争力的关键。公司良治的重要标志就是弘扬股权文化,尊重股东价值。凡是贬损股东价值、侵害股东合法权益的上市公司,都不可能成为具有投资价值的公司。有些公司标榜自己重视投资者关系,并在网站上虚情假意地开设投资者关系栏目,但未受到投资者的认同。有些公司虽然资本规模和经营规模庞大,但由于偏离了股权文化而被投资者抛弃,进而丧失了竞争力。弘扬股权文化有助于匡正迷失航线的公司控制股东和经营者的错误思维方式,有助于凝聚一大批认同和追

^① 资料来源:中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscyb/201108/P020110829573409372410.xls>,2011年10月18日最后访问。

求股东价值投资的投资者和管理精英,建立投资者与经营者共舞的利益共同体,有助于在公司内部和资本市场树立上下和谐、内安外顺的和谐局面。为提升公司竞争力,必须在完善公司治理的过程中大力弘扬以股东主权思想为主流价值观的和谐股权文化。

其次,弘扬股权文化是推动资本市场和谐永续健康发展、拉动经济增长的发动机、火车头和助推器。广大投资者是整个资本市场的基石,投资者的出资是资本市场的物质基础,投资者的利益是上市公司及其高管的行为指南,投资者的意志是影响资本市场繁华衰败的决定力量。在和谐的投资环境下,广大投资者普遍拥有公平感、安全感和幸福感。保护股东权益是打造和谐资本市场生态环境关键。在股权文化匮乏的国家和地区,投资者在开展投资活动时必然战战兢兢、如履薄冰。因此,弘扬股权文化,就是保护股东合法权益,就是保护投资信心,保护投资兴业活动,保护国民经济又好又快地永续增长。

最后,弘扬股权文化是资本市场法治肩负的首要任务,也是资本市场法治化程度的重要标杆。股东权益的保护状况是检验一个资本市场是否成熟、公正的试金石,是衡量一个资本市场文明程度与法治化程度的标志。股权保护程度与资本市场的成熟程度成正比。衡量一个国家或地区的市场经济体制是否完善,可以从投资者权益保护状况、消费者权益保护状况和劳动者权益保护状况等三大指标得到基本验证。在这个意义上说,资本市场法治的历史就是一部为投资者权利保护而奋斗的历史,资本市场法的实质就是投资者保护法。公司法如此,证券法如此,证券投资基金法也莫不如是。弘扬健康向上的和谐股权文化、切实保护好投资者权利是我国新《证券法》的重要立法宗旨,并贯穿于整个资本市场法治建设的全过程。

总之,弘扬股权文化、尊重股东价值是修改《证券法》的主旋律,是完善公司治理的指路明灯,是推动资本市场法治建设的重要切入点,是确保资本市场又好又快和谐永续发展的战略举措,是贯穿我国资本市场发展、改革、监管与稳定的主旋律。弘扬股权文化不仅是法治系统工程,也是规模宏大的发展工程、民心工程、和谐工程。

二、我国现行证券投资者保护制度仍有设计性缺陷

我国当前资本市场投资者权利保护工作仍显脆弱,投资信心经常遭遇沉重打击,中小股东权益经常受到损害。即使在股权分置改革之后,上市公司投资者依然深受虚假陈述、内幕交易和操纵市场等“三座大山”的压迫。资本市场中的虚假信息此起彼伏,令广大投资者防不胜防。一些上市公司公然隐瞒事实真相、伪造虚假文件骗取上市资格;一些公司在评估文件中虚增资产;一些公司在年报中虚构损益、隐瞒重大事项;一些上市公司胆大妄为挪用募股资金,坐庄炒股;一些母公司堂而皇之挪用上市公司巨额资产。个别无良的股评家(证券分析师)、注册会计师、资产评估师和律师更为资本市场违法违规行推波助澜,助纣为虐,引发了广大投资者的深恶痛绝。以吕梁为代表的恶庄曾使出浑身解数,通过开设上百个股东账户、发动数十个证券营业部、集结跨省市的巨额资金,人为操纵股价,害得广大中小投资者血本无归。

但在2003年1月最高人民法院出台有关虚假陈述行为的民事损害赔偿的司法解释之后、2005年新《证券法》出台之前,受害投资者仅可对虚假陈述行为人提起民事诉讼,但不能对内幕交易和操纵市场的行为人提起民事诉讼。即使2005年《证券法》第76条确认了内幕交易行为人对受害投资者的民事责任制度,至今也没有一名投资者获得赔偿。据统计,在2005年《证券法》颁行后,仅有3起内幕交易行为民事赔偿案件,但都以原告败诉或撤诉而告终。国内首例内幕交易民事索赔案发生在2008年9月,投资者陈宁丰诉天山股份原副总经理陈建良证券内幕交易纠纷案,以原告撤诉而告终。第二件是在2009年,投资者起诉大唐电信公司董事潘海深内幕交易民事赔偿案,以原告方败诉告终。第三件是投资者李岩诉黄光裕内幕交易民事索赔案,该案于2011年9月6日在北京市第二中级人民法院正式开庭。但9月16日,

李岩撤诉,其代理律师张远忠称,撤诉是诉讼策略。^②

投资者利益权益受损的另外一个例证是分红利益的严重受损。据统计,1990年至2011年9月,国内A股累计融资4.3万亿元。但Wind的数据显示,1990年末到2010年年末,A股累计完成现金分红总额约1.8万亿元。由于普通投资者在上市公司的持股比例不超过30%,其所分享的红利最高不过0.54万亿元。这意味着,近21年来,A股市场给予普通投资者的现金分红总额占融资总额的比率不足13%。而如果按照现在3.5%的一年期存款利率,以复利计算,21年下来的储蓄回报高达105.9%。^③

可喜的是,我国的股权文化意识包括投资者的法律意识和维权意识日渐觉醒。近年来,遭受虚假陈述的投资者纷纷向虚假陈述公司及其高管和中介机构提起民事损害赔偿诉讼,中国证监会加大对资本市场当事人的行政处罚力度,司法机关加大对侵害投资者权益的犯罪主体的刑事追诉力度,“带头大哥案”、“杭萧钢构案”、“广发证券借壳案”、“汪建中操纵市场案”的迅速查处便是其中的重要脚注。此外,投资者教育工作开始起步。当然,股东的维权艺术和维权手段尚需进一步磨砺,尤其是在选择投资对象、行使表决权、团结其他股东方面的法律智慧以及行使诉权的举证能力方面依然任重道远。

三、构建以证券法为龙头的投资者友好型法律体系

弘扬股权文化,保护投资者权利作为法律的灵魂,应当贯穿于整部证券法。不仅资本市场的基本法律(物权法、公司法、证券法、信托法、证券投资基金法)要弘扬股权文化,与资本市场基本法律相配套的其他法律(包括侵权法、民事诉讼法、行政诉讼法、行政程序法、仲裁法、税法等法律)也要体现投资者友好型的价值取向。鉴于我国目前的立

^② 参见侯隽:“内幕交易散户索赔首案撤诉,索赔金额没法算”,载《中国经济周刊》2011年9月20日。

^③ 参见蔡颖、吴黎华:“中国上市公司21年融资4万亿:股东分红0.54万亿”,载《经济参考报》2011年9月18日。

法文件在结构上以法律为干、以行政法规和部门规章为支,不仅法律要弘扬股权文化,法律阶位之下的行政法规和部门规章也要弘扬股权文化。

投资者友好型的法律体系要具有竞争力。一是与其他国家和地区的法律相比,我国的资本市场法律要具有竞争力;二是与国内消费市场法律相比也要具有竞争力。资往高处走,水往低处流。在资本市场的国际化、全球化趋势面前,资本已无国籍可言。为了打造我国资本市场的国际竞争力,必须打造我国资本市场法律的国际竞争力。而国际竞争力的关键则是弘扬股权文化,善待各类投资者尤其是个人投资者,并进一步增强法律的公正性、统一性、开放性、前瞻性、可操作性、可诉性。

要鼓励广大投资者参与资本市场法律体系的构建过程。法乃公器。在一定意义上,立法文件是立法者向纳税人提供的公共产品。立法者的智慧是有限的。而市场的智慧(包括积极智慧与消极智慧)是无限的。为了更好地倾听广大投资者和市场各界的立法呼声,提高立法质量,预防和化解制度供给与制度需求之间的矛盾与冲突,更好地构建和谐的资本市场法律秩序,必须大力弘扬民主立法、科学立法、开门立法、透明立法的理念。

资本市场立法越透明,公众参与度越有保障,制度设计就越公平、越有效率、越有预期度,投资者的投资信心就越有保证。立法机关、国务院、证券监管机构和其他行政机关出台涉及投资者切身利益的立法文件和规范性文件时,应当继续坚持公募民意的先进立法惯例,认真梳理社会各界的立法建议,并对具有典型性与代表性的立法建议的处理结果予以公开说明。对于不予采纳的意见和建议,应当说明立法理由。

遗憾的是,目前广大投资者参与立法进程的主动性与积极性仍有待进一步鼓励和引导。例如,在国务院法制办曾于2007年将《上市公司监管条例草案》公开上网征求广大投资者、资本市场各方利益相关者以及社会公众意见后,踊跃发表建议和意见的则为数寥寥。即使公众投资者对于立法活动参与度不高,但将立法草案公之于众的行为本身也有助于增强未来立法的可预期性,进而释放和化解不透明立法带来的投资风险。因此,不宜以社会公众提交的立法建议不多而否定立法草案公开的价值。

为加大对投资者的保护力度,有必要制定一部与《消费者权益保护法》或《妇女权益保障法》相类似的《投资者权益保护法》。该法可重点规定以下内容:调整范围,基本原则,投资者的权利(如分红权、表决权、知情权、选择权、公平交易权、隐私权等),公司和经营者的义务,国家对投资者权利的保护,投资者权益保护组织,争议的解决与法律责任等。除制定《投资者权益保护法》作为股权保护的龙头法,还要注意提高股权保护法律体系的系统性、和谐性,避免庞大的法律体系内部出现法律规范之间、立法文件之间在股权保护方面的法律冲突。美国诸州如宾夕法尼亚、北卡罗林纳、新泽西、得克萨斯的《股东保护法》(Shareholder Protection Act)的立法例值得借鉴。美国国会还于1970年颁布了《证券投资者保护法》(SIPA),该法设立了非营利公司证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation),强制要求所有根据《证券交易法》第15条设立的证券经纪公司成为该公司股东。该公司董事会由7名董事构成,一名由财政部长任命,一名由联邦储备委员会,5名由总统任命。这些经验值得认真借鉴。退而求其次,即使立法机关不出台《投资者权益保护法》,也应在新《证券法》中设专章规定投资者权利。

四、打造投资者友好型的行政监管体系

投资者友好型的政府是和谐资本市场的重要特征。要打造在全球范围内具有竞争力的中国资本市场,必须按照党的十七大报告精神,倾力打造在全球范围内具有竞争力的服务型政府。弘扬股权文化,资本市场监管者责无旁贷,更要以身作则。监管者要带头树立尊重投资者、敬畏投资者的服务型政府意识和法治政府意识。

2007年5月29日深夜,财政部紧急宣布从5月30日起,证券交易印花税由1%调整为3%。这种突然袭击直接导致了第二天股市的大跌,几百只股票应声连续出现5个跌停,至今仍有相当数量的股票未能恢复“5·30”之前的股价水平。虽然印花税上调的主观愿望是良好的,是为了增强我国资本市场的理性色彩,同时对投资者进行一次刻骨

铭心的风险教育和挫折教育活动,但是也存在一定的负面影响。这种负面影响不仅表现为股价的阴晴变化,而且引发了公众投资者对政府公信力和决策透明度的怀疑,对政府部门依法行政能力和诚意的怀疑。当然,如同公众热议的“华南虎照片事件”一样,印花税事件必然对于提高资本市场监管部门的依法行政水平,打造服务型政府、法治政府、诚信政府和透明政府发挥着里程碑式的促进作用。

服务型政府中的“服务”是一个广义的概念,囊括了尊重型服务、保护型服务、宏观调控型服务、引导型服务、促成型服务与给付型服务。监管机构根据依法行政的法治精神,在充分尊重资本市场依法自主创新的前提下,充分发挥市场准入、行政保护、行政指导和行政处罚的行政职能,尤其是及时运用法定的行政核准权限、行政指导权限、行政监督权限、行政调查权限、行政处罚权限(不是豆腐政府)、行政调解权限,维护公平、公正、公开的资本市场秩序,制止和打击损害投资者权益的不法行为。打击资本市场中的违法犯罪行为就是维护投资者合法权益。可见,监管与服务是辩证统一的。

针对当前资本市场打击违法犯罪过程中的新问题,建议在监管机构与司法机关之间建立信息共享、快捷高效的联动执法司法合作机制,实现行政执法机制和刑事司法机制之间的无缝对接。政府要运用行政手段积极引导资本市场主体建立诚信体系,降低投资者的投资风险。

要打造服务型政府,必须树立法治行政、诚信行政、勤勉行政、透明行政的根本理念,进一步增强政府行政措施的透明度。我国资本市场中的数次股价暴跌事件与政府有关部门在公众投资者没有任何心理准备的情况下突然出台相关的宏观调控措施与国有股权处分措施具有因果关系。

在传统计划经济体制、官本位和封建文化积淀和影响较深的历史背景下,尤其应当加大对投资者权益的行政保护力度。为加大投资者权益保护力度,协调政府相关部门的投资者保护步伐,有必要借鉴国家工商行政管理总局成立消费者权益保护局的先进经验,在中国证监会下设投资者权益保护局。从长远看,建议成立国务院投资者权益保护委员会,以统一协调上市公司投资者、未上市公司投资者和其他特殊类型证券的持有人利益的行政保护工作。

五、建立健全投资者友好型的上市公司治理和证券机构治理制度

公司治理的关键在于妥善处理股东与经营者、控制股东与非控制股东、公司内部人(包括股东与经营者)与公司外部人(非股东利益相关者)之间的利益关系。上市公司经营者要牢固树立敬畏股权的股东主权意识,要全面尊重广大股东尤其是中小股东的各项权利,尤其是知情权、决策参与权、分红权、监督权与转股权等。经营者要对投资者心存感恩心态。无论是借助信托关系或者委托代理关系说明股东与经营者之间的法律关系,有一点是明确的:面对广大股东而言,经营者承人之信,受人之托,纳人之财,必须诚实守信,勤勉尽责。经营者要经常面壁思过,三省其身:吾为股东谋而不忠乎?经营者不仅要忠诚于公司和股东,而且要勤勉谨慎。既不能以牺牲股东利益为代价牟取一己之私,也不能以牺牲股东利益为代价牟取第三人利益;不但不能消极地贬损股东利益,而且要积极地增进股东利益。只忠诚、不勤勉,只勤勉、不忠诚,既不忠诚也不勤勉,都不符合经营者作为股东受托人的基本要求。

经营者要时刻对投资者心存感恩心态,并诚实守信,勤勉尽责。对于控制股东与非控制股东,经营层一视同仁,一碗水端平,并在投资者关系方面主动关心处于相对弱势地位的非控制股东。经营层可以为谋求公司和全体股东的长远利益和根本利益而适度限制股东的近期利益,但不允许经营层以增进非股东利益相关者利益为名谋求一己之私。

上市公司要把投资者关系管理工作做实做好。上市公司要主动加强与投资者特别是社会公众投资者的沟通和交流,设立专门的投资者咨询电话,在公司网站开设投资者关系专栏,定期举行与投资者见面活动,及时答复公众投资者关心的问题,增进投资者对公司的了解和认同。为确保两个条款落到实处,建议《证券法》规定上市公司没有正当理由逾期不予答复的法律后果(包括行政处罚)。

经营者固然为商人,对待经营者定价固然要采取市场定价的思路,但要预防经营者对股东财富的不当掠夺现象。凡是符合股东根本利益

与长远利益的经营者的年薪计划与股权激励计划都具有合法性,也会获得广大投资者的自觉认同和大力支持;反之,行之不远。尊重股权,不仅是尊重他人的财产权利,而且是珍惜经营者自己为股东服务的机会。如果经营者不珍惜,投资者完全可以改聘德才兼备的其他经营者。

实践中,有些控制股东和管理层为躲避股东行使质询权而恶意临时改变会议地点、恶意找“托儿”在股东会上提出无关痛痒的问题以拖延时间、挤压公众股东质询时间。此种行为严重背离了股东主权思想,颠倒了主仆关系。建议《证券法》增设上市公司监管一章,禁止此种行为,并明确此种失信行为的法律后果。

建议《证券法》要求证券公司与基金管理公司等中介机构要树立投资者本位的理念。证券公司与基金管理公司等中介机构在向投资者提供服务时,对自己的金融客户和消费者也要树立投资者本位的经营理念,并加强细节管理,完善内控措施。证券公司和基金销售机构对在本公司开户的投资者要从细节入手,主动向客户揭示投资风险,主动说服风险承受能力较弱的投资者远离风险较高的投资产品和资本市场。不能诱导或者坐视缺乏风险识别和负担能力的公众人士尤其是离退休人员、失业人员和其他低收入人群进入股市,不宜片面宣传某农民工倾尽1万元的所有个人资产购买某只股票最终成为百万富翁的个别传奇故事。

任何证券投资皆有风险,股权投资尤甚。证券公司要鼓励更多的投资者进入资本市场,必须从培养自己对投资者的忠诚度开始。据《中国证券报》调查,2007年有盈利的股民占总人数的48.65%,不赔不赚的为13.7%,有不同程度亏损的为37.65%。就基金投资者而言,虽然在2007年35.68%的基民盈利在0~10%,24.95%的基民盈利在10%~30%,14.31%的基民盈利在30%~70%,5.71%的基民盈利在70%以上,但依然有总人数的19.35%遭受了亏损。^④问题在于,证券的发行者和销售者包括证券公司、基金管理公司和代销银行很少具体提示这些风险。

^④ 参见王军:“八成基民取得正收益”,载《中国证券报》2007年12月24日。

六、打造投资者友好型的司法救济体系

在三大法律责任之中,民事责任立于基础性地位。股权文化应当成为法官和仲裁员裁判投资者权益争讼的重要裁判思维。法院和仲裁机构也要在涉及投资者权益的商事争讼中大力弘扬股权文化。人民法院应对投资者权益争讼案件采取开门立案、凡诉必立的积极态度,在立案、审理、判决和执行诸环节充分体现公正、快捷的原则,重点解决立案难、执行难的问题。要开门立案,全面受理和审理资本市场中涌现出来的各类投资者权益争讼。鉴于投资者权益争讼案件量大面广、专业性强,建议在法院内部设立专门合议庭审理投资者权益争讼案件,加强对法官的资本市场法律业务培训,培养一大批德才兼备的资本市场法官队伍。法官在裁判活动中应当慎思明辨,求索规则;析案以理,胜败皆明;平等保护,关怀弱者。

鉴于民事责任是法律责任中最能调动投资者维权积极性的救济措施,新《证券法》在强化行政责任与刑事责任的同时,扩大了民事赔偿责任的适用范围,殊值嘉许。根据《证券法》第76条第2款之规定,内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任;根据该法第77条第2款之规定,操纵资本市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。因此,投资者倘若遭遇内幕交易与操纵市场行为之苦,有权对行为人提起民事损害赔偿之诉。再如,根据第171条之规定,黑嘴股评家(证券分析师)利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息,给投资者造成损失的,依法承担赔偿责任。

由于最高人民法院的司法解释迟迟没有出台,不少地方法院依然对内幕交易与操纵市场导致的民事损害赔偿案件采取消极态度甚至不予立案的态度。其实,一旦《证券法》明确了内幕交易与操纵市场行为的民事责任,人民法院就应积极受理此类民事案件,即使最高人民法院没有出台司法解释也是如此。

为了统一裁判规则,建议最高人民法院针对投资者权益争讼案件

的特殊性以及传统实体规范与程序规范在审理投资者权益争讼案件中遇到的法律障碍,尽快推出配套司法解释,包括但不限于《公司法司法解释(二)》、《内幕交易行为导致的损害赔偿案件的司法解释》、《操纵市场行为导致的损害赔偿案件的司法解释》、《投资咨询机构及其从业人员提供、传播虚假或误导投资者的信息导致的损害赔偿案件的司法解释》,进一步健全投资者权益争讼的裁判规则。鉴于内幕交易与操纵市场的行为与虚假陈述行为相比更加诡秘,投资者举证更难,司法解释应当更多地采取举证责任倒置的原则,适度减轻原告投资者的举证责任负担。为避免同一案件在不同法院出现不同裁判结果的尴尬局面,建议借鉴2003年最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》有关专属管辖的司法经验,适当上收管辖权限,将虚假陈述证券民事赔偿案件确定由省、直辖市、自治区人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院管辖。

要鼓励中小股东为了捍卫公司利益而提起股东代表诉讼,为了维护自身利益而提起直接诉讼。建议进一步修改《民事诉讼法》,引入集团诉讼制度,鼓励遭受欺诈之苦的投资者借助律师服务提起集团诉讼。公司争讼的解决需要一系列配套机制的支撑。例如,为应对投资者无力聘请律师的问题,应当建立健全投资者法律援助制度,设立小额诉讼基金,等等。

七、建议建立股东(投资者)协会制度,尽快组建中国投资者协会

团结就是力量。在规模巨大的上市公司中,股东人数众多,且散居各地,不少股东由于时间、知识、经验或财力的原因,无法积极行使股东权特别是表决权等共益权。又由于股东大会奉行资本多数决原则,“大鱼吃小鱼、小鱼吃虾米”的霸权逻辑得以借尸还魂。股东大会制度和表决权制度有可能沦为控制股东或公司内部人排挤、压榨小股东的法律工具。一旦权利受到侵害,许多中小股东因持股比例小、损害不大、维权成本过高而怠于寻求救济。有些中小股东希望其他股站出来打抱不平,伸张正义,自己则趁机“搭便车”。广大中小股东的软弱

与一盘散沙状态在无形中怂恿、纵容了公司经营者及其他当事人侵害股东权的行为。

在国外,保护股东权益的非政府组织在股东维权工作中发挥了积极作用。1932年英格兰成立股东保护协会,但只持续了7年。1949年,英国有人宣布成立“投资者协会”;还有人试图成立“小股东理事会”;以威尔士会计师朱利安·豪奇(Julian Hodge)为代表的一些人亦自封为小股东的代表者,但这些设想均未实现。1960年,印度共有12个股东协会。其中的孟买股东协会和马德拉股东协会影响最大。^⑤

在我国香港地区,亦有热心人士主张以法定征费形式支持成立香港小股东协会(Hongkong Association of Minority Shareholders, HAMS)。^⑥但该建议被有关政府部门拒绝。香港政府发言人2002年4月26日指出,该建议本质上并不可行。因为,“HAMS的核心建议是通过向所有股票交易征费,以公帑支付其运作,这项建议完全缺乏管治与权责安排”。该建议曾提交正全面检讨香港企业管治机制的公司法改革常务委员会(常务委员会)讨论。常务委员会认为这项建议引起最大的难题是一个以公帑成立的组织如何向公众问责。发言人解释:“HAMS构思中的架构由公帑支付经费,但却由其会员选出董事会。这即是说,HAMS将会是一个以公帑支付的私人组织,这安排本身已是一个矛盾。虽然征费以百分比计算并不高,但HAMS须筹得的金额将会十分可观(二亿港元)。然而,建议中并没有任何有效的监察及制衡安排。”发言人也承认,HAMS只是加强保障股东权益的众多建议之一,澄清和加强公司董事的责任以及确保公司适时披露有质量的资料等也同样重要。^⑦

韩国的股东权益保护组织(People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD)在保护股东权利方面十分活跃。该组织成立于1994年。保护小股东的权利是该组织的重要宗旨之一。该组织保护小股东

^⑤ Surendra Naht, *Shareholders' Right and Protection Under Company Law*, pp. 426 - 432.

^⑥ 参见 <http://www.webb-site.com/articles/hams.htm>。

^⑦ “‘香港小股东权益协会’建议欠缺管制与权责安排”,载香港政府一站通,<http://www.info.gov.hk/gia/general/200204/26/0426246.htm>,2011年10月18日最后访问。

的主要措施包括:监督与披露公司活动;与公司经营者举行建设性对话;参加股东大会;行使股东权利;向控制股东和公司经营者提起民事诉讼并吁请司法机关开展刑事调查;提出立法建议;为小股东提供公司治理信息服务。^⑧

为使我国股东维权工作推向前进,加强股东维权工作,我国应早日建立股东协会制度,充分发挥非营利组织或非政府组织在股东维权方面的积极作用。受我国消费者协会制度启迪,借鉴印度、德国及荷兰等国股东协会在股东权自我保护方面所发挥的积极作用,笔者力主我国建立股东协会制度,从而将处于弱势地位的投资者团结起来,结成一定的组织,对股东维权工作进行社会监督,保护投资者合法权益。股东协会是由股东自愿组成、旨在对股东权实行自我保护的自治性社会团体。韩国的股东权保护组织(PSPD)的股东维权经验值得认真研究和借鉴。

也许有人认为,有了投资者协会,投资者便会对上市公司、公司经营者、中介机构,甚至监管部门出难题,甚至扰乱资本市场秩序。这种观点既忽视了投资者协会在投资教育、指导和自律方面的重要作用,又担心投资者协会代表广大投资者(尤其是中小投资者)利益对上市公司、公司经营者、中介机构和监管部门展开合法、合理的有效监督。殊不知,投资者协会既有利于保护投资者权利,强化上市公司、公司经营者、中介机构和监管部门的责任感,也有利于从根本上营造保护投资者的法律环境和社会环境,促进投资的持续繁荣,从而造福所有资本市场参与者。如果投资者对于投资活动的游戏规则失望至极,对于投资活动望而却步,那才是资本市场最大的悲哀。

股东协会应当发挥以下职能:(1)就投资指导而言,股东协会应当进一步规范 and 加强投资调查、投资警示等投资指导工作,为投资者用钞票投票,提供决策依据。股东协会还应组织有关行业协会制定科学的指标评价体系,建立股份公司和中介机构的社会信用评级制度,帮助投资者行使知情权和投资选择权。(2)就投诉工作而言,股东协会要进一步提高调解的成功率,争取早立案、早调解、快结案,减少调而未解、

^⑧ http://www.pspd.org/pspd/activities/history_1.html; <http://www.pspd.org/pspd/activities/activism.html>.

久调不解的情况。(3)根据股东授权,直接行使股东权利,包括实体权利与程序权利(如集团诉讼提起权等)。例如,在征得若干小股东书面同意后,股东协会可以代表结合在一起具备法定持股要件的股东行使少数股东权,敦促公司董事会停止或纠正侵害股东权的行为,调查公司财产和业务状况,要求公司召集临时股东大会,在具备法定条件时还可直接召集股东大会。(4)与行业协会(包括证券业协会)开展对等谈判,争取在立法和司法条件尚不成熟的情况下,早日确定特定行业的执业规范、伦理规范和纠纷解决机制,从而推动投资者维权活动的健康发展。(5)向立法机关和行政机关提出完善股东权保护的立法与执法建议,努力克服投资者介入立法进程的有限性问题。简言之,投资者协会的主要职能是:监督各类资本市场主体的行为;维护投资者权利。这两项职能相互统一。监督职能旨在投资者维权,而投资者维权也离不开监督职能。

为确保股东协会能够真正代表和维护广大股东尤其是中小股东的利益,股东协会的工作人员不能由大股东和公司高管人员充任。为预防股东协会偏离保护股东权的宗旨,立法应禁止股东协会从事商事活动和营利性服务,以及以牟利为目的向投资者推荐投资对象或者投资方式。

八、进一步完善证券投资者保护基金治理制度

针对近年来一些证券公司非法侵害投资者权益、然后濒临破产进而导致投资者严重损失的情况,新《证券法》借鉴美国的立法经验,于第134条明确规定:“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成……”这就筑起了一道投资者权益保护的安全阀。2005年6月30日,中国证监会、财政部、中国人民银行发布《证券投资者保护基金管理办法》,自2005年7月1日起施行。2005年8月30日,中国证券投资者保护基金有限责任公司注册成立。2005年9月29日,中国证券投资者保护基金有限责任公司正式开业。

《证券投资者保护基金管理办法》第7条将基金公司的职责界定为:(1)筹集、管理和运作基金;(2)监测证券公司风险,参与证券公司风险处置工作;(3)证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付;(4)组织、参与被撤销、关闭或破产证券公司的清算工作;(5)管理和处分受偿资产,维护基金权益;(6)发现证券公司经营管理中出现可能危及投资者利益和资本市场安全的重大风险时,向证监会提出监管、处置建议,对证券公司运营中存在的风险隐患会同有关部门建立纠正机制;(7)国务院批准的其他职责。

基金的来源主要包括:(1)上海、深圳证券交易所风险基金分别达到规定的上限后,交易经手费的20%纳入基金。(2)所有在中国境内注册的证券公司,按其营业收入的0.5%~5%缴纳基金;经营管理、运作水平较差、风险较高的证券公司,应当按较高比例缴纳基金。各证券公司的具体缴纳比例由基金公司根据证券公司风险状况确定后,报证监会批准,并按年进行调整。证券公司缴纳的基金在其营业成本中列支。(3)发行股票、可转债等证券时,申购冻结资金的利息收入。(4)依法向有关责任方追偿所得和从证券公司破产清算中受偿收入。(5)国内外机构、组织及个人的捐赠。(6)其他合法收入。

中国证券投资者保护基金公司成立后开展了大量有益于投资者保护的工作。例如,该公司收购了相关问题证券公司80%以上的客户交易结算资金和个人债权,剩余债权的收购工作正在加紧进行。与此同时,保护基金市场筹集机制基本确立,保护基金公司债权申报与受偿工作也已全面展开。^⑨ 该公司还受中国证监会委托,组织对广东证券进行托管清算工作;受中国证监会委托对中科证券、中关村证券实施托管和行政清理,并分别派员参与现场工作组工作;运用自有资金5000万元对中科证券进行紧急救助,用于弥补中科证券客户证券交易结算资金缺口;发放了第一笔个人债权收购资金,用于收购广东证券挪用国债

^⑨ 参见商文:“证券投资者保护基金收购债权逾八成”,载《上海证券报》2007年12月27日。

形成的个人债权,金额为1.13亿元。^⑩

从长远看,该公司的职能有待进一步拓展。除了继续盯紧证券公司,继续参与证券公司风险处置和清算工作之外,还应紧盯证券公司之外的有可能损害投资者利益的其他当事人包括上市公司和其他资本市场中介机构。为方便低收入的投资人及时提起民事诉讼,建议该公司设立投资者诉讼支持金。为了取得必要的诉权,该公司可以以自己的名义直接购买上市公司发行的证券。在中小投资者对共(公)益诉讼态度迟疑的时候,基金公司可以以自己的名义挺身而出,捍卫广大投资者的合法权益。

该公司的治理结构有待进一步完善。从该公司网站提供的信息得知,该公司设立董事会,由9名董事组成,董事会为公司的决策机构,全面负责公司的运营和管理。^⑪虽然该公司是国务院批准设立的国有独资金融机构,性质为非营利性企业法人,但即使国有独资公司也要设立监事会,负责公司经营管理活动的监督事宜。鉴于该公司的设立宗旨是保护资本市场投资者合法权益,该公司的经营状况和财务状况应当及时予以公开,自觉接受广大投资者的社会监督。

九、弘扬和谐的股权文化是投资者教育中的重要内容

资本市场是信心市场。如同加大消费者教育对于刺激消费信心具有重大作用一样,加大投资者教育的力度对于刺激投资信心具有重大的现实意义。而投资者教育的核心内容应当是弘扬股权文化。

要进一步拓宽投资者教育的客体范围。接受教育的主体既包括广大投资者,也包括上市公司、控制股东、公司董事、监事、高级管理人员,还包括证券服务机构,更包括市场监管机构和自律机构的工作人

^⑩ “中国证券投资者保护基金公司大事记”,载中国证券投资者保护网,<http://www.sipf.com.cn/bin/FrontPage?m=s&channelFlag=GREATEVENT&articleId=AB6BF2A09C9911DCB8F4DFC06FD9CD92>,2011年10月18日最后访问。

^⑪ 参见中国证券投资者保护网,<http://www.sipf.com.cn/bin/FrontPage?m=s&channelFlag=ORGANI>,2011年10月18日最后访问。

员。不能望文生义地把“投资者教育”理解为“教育投资者”,而应当理解为“有关投资者权利与利益的教育”,更不能把最容易侵害投资者权益的当事人(包括民事主体与公法主体)排斥在投资者教育活动之外,尤其不能忽视对针对这些当事人开展的专项教育活动。

要进一步丰富投资者教育的内容。出于唯利是图的目的而功利地进行投资者教育,是非常荒谬的。投资者教育的目的应当在于帮助广大投资者成为成熟理性的投资者,投资者教育的内容也不仅仅止于如何买股票,更在于如何防范风险、识别欺诈、维护权益。既要教育投资者学会如何行使与维护自身的股权,尤其是学会如何睿智投资、依法识别风险和化解风险的专业知识,也要教育投资者之外的各方主体也要树立尊重股权、敬畏股权、服务股权的主流价值观。当然,投资者自身也应成为理性、文明的投资者,既大胆行使权利、维护权利,也要善用权利。投资者要树立正确科学的投资观、风险观与权利观。要加强培育投资者法律思维,尤其是合规的思维,严谨的思维,风险的思维。个别投资者过分迷信市场内幕信息,结果要么参与了内幕交易的行为,要么无法用审慎的头脑识别虚假陈述和市场虚假信息。一些投资者对于不法分子在资本市场里通过博客、QQ、BBS、手机短信或者打电话的方式传播的某些信息信以为真,结果上当受骗。培养投资者的法律风险防范的思维,有助于遏制资本市场的不规范行为。