



投服中心系列丛书

China Securities Investor Services Center

投服研究

第2辑·2018年

郭文英 徐 明◎主编

持股行权理论与中国实践研究
中国公开征集投票权规范性研究

ISC Research



法律出版社

LAW PRESS · CHINA



投服中心系列丛书

China Securities Investor Services Center

投服研究

第2辑·2018年

郭文英 徐 明◎主编

ISC
Research



法律出版社

LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

投服研究. 第2辑. 2018年 / 郭文英, 徐明主编. --
北京: 法律出版社, 2018
ISBN 978-7-5197-2640-9

I. ①投… II. ①郭… ②徐… III. ①证券市场—投
资者—法律保护—研究—中国 IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 204534 号

投服研究(第2辑·2018年)
TOUFU YANJIU(DI 2 JI · 2018 NIAN)

郭文英 徐 明 主编

策划编辑 陈 妮
责任编辑 陈 妮
装帧设计 李 瞻

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 固安华明印业有限公司
责任校对 王晓萍
责任印制 吕亚莉

编辑统筹 财经法治出版分社
开本 787毫米×1092毫米 1/16
印张 11.75
字数 200千
版本 2018年9月第1版
印次 2018年9月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-2640-9

定价:63.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

编辑委员会

主 编：郭文英 徐 明

副 主 编：黄 勇 马继东

执行主编：李国俊

本辑主编：陈 洁 张钦昱

撰 稿 人：（按姓氏笔画排序）

王 茜 牛 童 叶依梦

刘 冰 李 亚 李吉鹏

李建立 杨文尧天 肖 丹

吴燕妮 谷嘉诚 张 彬

张进秋 张钦昱 张鹏飞

陈 洁 陈 航 陈 甦

陈平巧 陈雨萌 周钰莹

郑海黎 赵智慧 钟 维

贾东明 夏小雄 顾安杰

黄丽娇 黄嘉华 扈芳琼

董子衿

本辑编辑：汤 沸

投服研究

ISC
Research

总序

2018年金秋,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)主编的“投服中心系列丛书”终于与大家见面了。投服中心是中国证监会直属的证券金融类公益机构,成立3年来,不忘初心,始终坚守保护中小投资者合法权益的使命,积极探索投资者保护新路径,努力引导投资者理性投资、全面知权、积极行权、依法维权。“投服中心系列丛书”的出版是对“知权、行权、维权”工作的一个总结,希望借此契机能凝聚一批法学学者、市场实务人士等专家对资本市场的热点难点问题进行长期的探讨研究。

自2014年成立以来,投服中心在中国证监会党委的领导和部署下,在证监会投资者保护局的指导和相关部门、各派出机构的支持下,在证监会系统兄弟单位和社会各界的大力支持下,从中小投资者权益保护和救济诉讼的实际需求出发,创新了一套适合我国资本市场中小投资者保护的机制和实现路径——以投资者教育工作为基础,通过事前持股行权、事中纠纷调解、事后支持诉讼来切实维护广大中小投资者的合法权益。投资者是资本市场发展的重要基石,培育良好的投资者群体,保护好广大中小投资者合法权益,是促进资本市场健康发展的重要一环,直接关系到社会的公平正义,直接关乎亿万人民群众的切身利益。但中国资本市场的中小投资者既是数量上的多数,又是专业知识、投资理念、维权能力等方面的“弱势少数”,因此,中小投资者合法权益时常受到漠视甚至侵害。长期以来,中小投资者权益保护问题既是资本市场的一个宏观问题,又是要落实到每位投资者身上的微观问题。如何从立法层面更细致地规定中小投资者保护的内容,形成法律、行政法规、部门规章及操作性指引;如何从司法层面推动示范判决制度、探索强制调解机制等制度的建设;如何从监管层面创新机制,加大对侵害中小投资者合法权益的违

法违规行为的打击和惩罚力度,更多地保护中小投资者的合法权益;如何帮助中小投资者树立权利意识,建立长期投资、价值投资理念,强化风险意识,提高维权能力。这些问题的解决都不是一蹴而就的,我们需要扎根于中国资本市场的土壤,需要政策、法律的研究,需要投保机制的创新,需要与广大中小投资者面对面的交流。为此,投服中心出版系列丛书,以投服中心工作为蓝本,研究了一些热点问题,探索了一条“投服模式”的投资者保护道路,积累了一些经验分享给读者。

“投服中心系列丛书”由《投资者权益知识读本》《重大资产重组行权案例评析》《纠纷调解案例评析》《支持诉讼维权案例评析》《投服研究》等书组成。其中《投资者权益知识读本》登载的“权益360”系列文章,根据我国资本市场和广大投资者的实际情况,接地气、聚人气,本着知识性、实用性、趣味性的宗旨,为投资者普及权益知识。《重大资产重组行权案例评析》《纠纷调解案例评析》《支持诉讼维权案例评析》汇集了投服中心持股行权、纠纷调解及支持诉讼工作中具有代表性的实际案例,旨在进一步发挥投服中心示范引领作用,唤醒广大中小投资者的股东意识,督促上市公司提高依法运营水平;以及进一步探讨在全国范围内的建立调解合作、小额速调、诉调对接、证券支持诉讼示范判决等机制。《投服研究》选取了投服中心课题中较突出的研究报告,包含投资者交易行为研究、上市公司章程反收购条款效力研究、证券市场投资者保护条例等一系列资本市场热点、难点问题的研究。“投服中心系列丛书”综合了普及性、专业性及学术性的特点,面向广大投资者、上市公司及专家学者等群体,期望与其一道共同推动中小投资者权益保护工作。

我们希望,“投服中心系列丛书”是一涓细流,能不断汇集中国资本市场土壤上的经验与创新机制,不断丰富学术理论,不断普及权益知识。我们相信,中国中小投资者保护事业能在资本市场各方的努力下,共同谱写新的篇章。

2018年8月

目 录

第一篇 持股行权理论与中国实践研究	
前 言	003
引 言	004
第一章 持股行权的基本理论	007
一、持股行权的内涵及其建构意义	007
二、持股行权应遵循的基本原则	012
三、持股行权主体的定位与功能	014
四、持股行权主体股东权的配置	019
第二章 域外股东维权组织相关经验的梳理和借鉴	029
一、域外非营利股东维权组织的考察比较	029
二、我国台湾地区“投保中心”组织运营方面的经验借鉴	035
三、我国台湾地区“投保中心”持股行权的经验借鉴	039
第三章 我国持股行权实践的效果考察与问题分析	043
一、投服中心持股行权实践的基本概况及其效果考察	043
二、投服中心持股行权工作存在的问题	047
第四章 提升投服中心持股行权工作的发展建议	050
一、证券法应明确投服中心的定位功能	050
二、优化投服中心持股行权的系统功能	051
三、强化投服中心持股行权的能力建设	051
四、加大对投服中心持股行权的保障力度	052
结 语	054
参考文献	055

第二篇 中国公开征集投票权规范性研究	
前 言	061
绪 论	063
一、公开征集投票权的含义	064
二、公开征集投票权的价值	065
第一章 我国公开征集投票权的现状及缺陷	067
一、我国公开征集投票权的法规及缺陷	067
二、我国公开征集投票权的实践及问题	069
第二章 公开征集投票权的理论基础	081
一、公开征集投票权规范的属性	081
二、公开征集投票权的性质	082
三、规范公开征集投票权的基本原则:利益平衡原则	083
第三章 公开征集投票权的适格征集主体及授权方式	086
一、直接利害关系人	086
二、非直接利害关系人	092
三、公开征集投票权的授权方式	111
第四章 公开征集投票权的具体规范内容	115
一、公开征集投票权的事前规范	115
二、公开征集投票权的事中规范	124
三、公开征集投票权的事后规范	129
第五章 我国公开征集投票权规范的完善建议	134
一、规范我国公开征集投票权的总体思路	134
二、规范我国公开征集投票权的具体进路	138
结 论 公开征集投票权行为条例	156
参考文献	160
案例索引	170
附 录 美国委托书规则	171

《1934 年证券交易法》(节选)	171
《联邦法规》第 240 节第 14A 条:委托书征集(节选)	172
《有关委托代理资料互联网可用性的公告》(节选)	180

第一篇

持股行权理论 与中国实践研究*

ISC
Research

* 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。