

证券投资者保护 优秀论文集

ZHENGQUAN TOUZIZHE BAOHU
YOUXIU LUNWENJI

陈共炎 主编



中国财政经济出版社

证券投资者保护优秀论文集

陈共炎 主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资者保护优秀论文集/陈共炎主编. —北京: 中国财政经济出版社,
2008. 4

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0524 - 3

I. 证… II. 陈… III. 证券交易 - 资本市场 - 监督管理 - 中国 - 文集
IV. F832. 51 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 025800 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 39 印张 606 000 字

2008 年 4 月第 1 版 2008 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 75.60 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0524 - 3/F · 0433

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

出版说明

证券投资者保护是各国资本市场发展的一个核心课题。当今世界，各国监管机关、立法和司法机关、自律组织等相关机构均高度重视投资者保护工作。对证券投资者保护相关理论和实务问题从多角度进行研究，对于建立健全证券投资者保护制度具有重要意义。

因此，2006年4月，中国证券投资者保护基金公司在证监系统内组织开展了“证券投资者保护”有奖征文活动，得到了系统内各单位的积极响应和大力支持。所征集论文从规范上市公司治理结构、完善现行收购政策、完善投资者维权法律救济途径等不同层面和角度对投资者保护中的一些热点和难点问题进行了有益的探讨，提出了一些系统的解决方法和观点，具有较强的理论意义和实践价值。

由王保树（清华大学教授、博士生导师、中国法学会商法学研究会会长）、吴利军（中国证监会人事教育部主任）、杨新英（中国证券业协会战略规划委主任）、邱东（中央财经大学党委书记、教授）、刘肃毅（中国证券投资者保护基金有限责任公司执行董事）组成的专家评审组对每篇论文进行了评审。有奖征文活动期间，共形成62篇获奖优秀论文。

为了进一步发挥有奖征文成果的作用，现将该批优秀论文编辑出版。在编辑过程中，我们保持了原文的系统性和完整性，以求最大程度方便读者阅读。

本书组稿、编排、审校工作由陈共炎、刘肃毅、盛峰同志承担。

编 者

2008年4月

目 录

特 等 奖

- 股权分置改革承诺的履行监管与流通股股东权益的保护
..... 蔡 奕 (2)
- 证券投资者保护的比较研究
..... 何元庆 (33)
- 证券投资者保护基金法律问题研究
..... 卢国聪 (54)
- 证券公司的市场退出与风险处置
..... 谢钦峰 (105)
- 加强现金分红监管 给投资者以稳定的回报
——浙江辖区上市公司现金分红情况分析 & 监管建议
..... 吴承根等 (125)

一 等 奖

- 论证券投资者法律保护现状与发展思路
..... 邵 婷 (136)
- 谈投资者保护基金公司对投资者教育体系完善所发挥的作用
..... 郭迎风 (152)
- 投资者保护制度的新举措：稽查提前介入
..... 李立红 陈汉英 (159)

后股权分置时期中小股东权益保护面临的挑战及对策

..... 李延振 左志刚 (167)

关于我国证券市场计划加转轨时期投资者保护问题的探讨

..... 刘文辉 (177)

从收购政策到证券投资者补偿制度

——“过渡”抑或“变革”?

..... 卢 勇 (187)

以信托制度规范我国证券投资者保护基金的运作

..... 马传刚 (195)

尊重和保护中小投资者合法权益需要重点关注的几个问题

..... 邵锡秋等 (205)

浅析证券投资者保护基金面临的难题与对策

..... 俞红珠 (220)

证券投资者保护的逆向激励效应分析

..... 赵小川 (226)

二 等 奖

目前法律法规框架下和现实中独立董事的定位与作用的分析

..... 陈刚泰 (232)

证券公司市场退出与投资者利益保护

..... 陈 颖 (241)

论投资者与证券公司之间的法律关系

..... 陈 瑜 (252)

增强信息披露的有效性

..... 韩文旦 (261)

关于证券投资者权益保护的思考

..... 靳莉莉 (265)

多维思考寻举措 切实保护投资者

..... 李青松 (272)

是谁动了投资者的奶酪

——上市公司“变脸”成因及对策

..... 刘婷婷 (290)

评新《公司法》中的股东代表诉讼制度与中小证券投资者保护

..... 王 琨 (301)

试论我国证券投资者保护基金有限责任公司的角色定位

..... 王 靓 (307)

《证券法》修订后对设立股票指数期货产品的一些思考

..... 王 勇 (311)

投资者保护与公司高管纳言

..... 徐叔衡 (316)

浅谈我国证券市场中的中小投资者利益保护

..... 于 露 (322)

股东大会运行机制研究

..... 朱春明 (328)

关于构建和谐社会与保护投资者利益的思考

..... 祝和国 (354)

关于建立保护中小股东权益长效机制的思考

..... 左志刚 (361)

三 等 奖

试论如何保障独立董事的独立性

..... 马继东 夏曙辉 (370)

投资者权益保护的多元思考与保护投资者权益的中国路径

..... 田西平 (379)

证券投资者保护的几点思考

..... 刘谷庭 (386)

证券市场投资者的责任

..... 董欣欣 (391)

论证券投资基金管理人在证券民事诉讼中的缺位及其规制

——以投资者权益保护为视角

..... 王怀章 (398)

试论证券投资者保护

..... 李东洪 卫文省 (406)

繁荣证券市场 保护投资者利益

..... 任宝香 (414)

标本兼治、多管齐下, 构筑“打非”工作的铜墙铁壁

——从非法证券经营活动的特征和成因探讨当前“打非”工作对策

..... 周 晓 (420)

从创维事件反思建立我国上市公司董事责任机制

..... 蒋潇华 周 芊 潘葳伟 (427)

我国上市公司股权分置改革提升投资者利益保护研究

..... 袁怀中 (431)

论证券投资者的社会法保护

——证券投资者保护基金评述

..... 高丛林 (440)

浅析上市公司中小投资者保护的现状和策略

..... 夏 兰 (447)

中国证券投资者保护的法律基础研究

..... 朴 华 高晓峰 吴 蓓 (453)

信息不对称与证券投资者保护

..... 张 超 (458)

股东之间的利益冲突与小股东利益保护机制

..... 张光荣 (462)

发挥道德在建立投资者保护长效机制中的作用

..... 焦冠峰 (470)

浅谈证券投资者保护

..... 杨 凡 张晓华 (474)

基于上市公司视角的中小投资者保护

..... 任承业 (478)

从修订后的《证券法》谈投资者利益保护

..... 陈 科 王尉斌 (482)

对证券公司违法违规案件的思考

..... 吴 钧 (486)

鼓 励 奖

证券公司风险处置中的投资者保护

..... 王 彬 (494)

加强资本市场的透明度建设

..... 顾海浪 (500)

构建有中国特色的证券投资者关系

——从公共关系管理看证券投资者保护

..... 姚明利 (503)

以科学的制度规范证券经纪人的业务行为

——对证券经纪人管理的几点思考与建议

..... 傅建民 张连锋 (508)

证券行业发展与我国证券公司发展模式比较

..... 黄 超 (515)

市场各方共同努力 切实保护好投资者利益

..... 王宏琴 (522)

浙江上市公司可持续发展对策研究

..... 王宝桐等 (526)

多数所有者直接控制的公司治理探索与思考

——关于新和成股份有限公司治理情况的调研

..... 蒋潇华 (534)

投资者权益的法律救济途径研究

..... 蔡 奕 (542)

建立投资者权益保护基金 完善证券投资者保护体系

..... 朴 华 高晓峰 吴 蓓 (607)

专门立法——证券投资者保护的最有效途径

..... 杨 凡 张晓华 (609)

“小非”遭遇的启示

..... 赵小川 (611)

特 等 奖

股权分置改革承诺的履行监管 与流通股股东权益的保护

蔡 奕

在股权分置改革（简称“股改”）中，非流通股股东为了促进股改方案的通过，除支付对价之外，还向流通股股东做出了大量的不同类型的承诺。这些承诺构成了流通股股东对股票价格和公司业绩的某种预期，承诺的履行与否和履行效果，与流通股股东的利益休戚相关。因此，加强对股改承诺的履行监管，惩戒和制裁违反股改承诺的行为，对保护后股改时期流通股股东的权益具有重要的意义。

一、股改承诺的法律界定

承诺（commitment）在布莱克法律辞典（Black's Law Dictionary）中有三种涵义：（1）在协议中许诺将来完成某事，尤其是承担金融上的义务；（2）将权利让渡或信托给某人；（3）表达道义上的支持或许诺，如国际金融实践中常见的承诺函（commitment letter）^①。

我国法律与实践中的承诺也有多种形式，既有具有法律效力的承诺如符合《中华人民共和国合同法》（简称《合同法》）^②规定的要约、承诺，也有不具有法律效力的承诺（如非法承诺和各种各样的意向承诺^③），还有效力

① 国际金融实践中的承诺函（又称安慰函），多为母公司对子公司或东道国政府对其法人的融资项目表示认可并表示对其债务的偿付承担道义责任的书面承诺文件。在实践中，各种各样的安慰函或承诺函等的措辞常常是模糊不清的。在判断其性质时应当对函件的措辞和行文进行仔细的分析，同时还要结合函件的名称以及交易习惯等进行分析。除非安慰函明确提出担保的意思表示，否则不具有法律上的执行力。

② 本书涉及的法规简称通用于每篇文章——编者注。

③ 例如银行贷款意向承诺，该承诺一般在项目立项阶段，贷款正式批准前向客户出具，表明银行有意贷款支持该项目建设，不约定贷款额和责任条款，没有法律约束力。

不确定的承诺（如超越承诺有效期的承诺、越权承诺等等）。那么，在各种各样的承诺中，股改承诺的法律性质究竟是什么？理论与实务界对此问题认识不一，概括起来，有以下几种代表性的观点。

一是要约说。这种观点认为，股改承诺非但没有“承诺”之实，而且没有“承诺”之名，充其量是非流通股股东向流通股股东发出的“要约”。一经相关股东会议通过该要约，即视为流通股股东已对此要约做了承诺，方具备法律效力。否则，股改承诺的法律效力就处于不确定状态^①。

二是法律文件说。这种观点认为，判定这些承诺是否具有法律效力，主要看其是否形成了有约束力的法律文件。在理论上，如果这些承诺形成了法律文件，比如是包含在股东大会通过的议案中，则应具有法律效力，必须得到遵守；如果违约，作为合约另一方的流通股股东可以启动一定的法律程序，包括起诉等。如果仅是大股东单方面的承诺，未经过股东大会决议或签署协议等具有法律效力的程序，则不具有法律约束力，亦即在未形成所谓的法律文件前，单方承诺不具有法律拘束力。这类观点还认为，由于股改文件对“锁一爬二”的爬行流通制度有强制性规定^②，这类承诺已形成了法律文件，具有刚性效力。

三是合同说。这种观点认为，承诺具有合同性质，上市公司以及非流通股股东对流通股股东实施补偿以及股份禁售、限售设定、维持股价稳定等承诺应当定性为具有法律效力的合同^③。

四是道义承诺说。这种观点认为，股改承诺本质上是一种自律承诺，非流通股股东是否信守承诺，本质上是诚信问题。虽然对于违背承诺，监管机构可能会给予制裁，但那主要是从维护市场秩序的角度考虑的，而非承诺本身衍生的法律责任^④。

五是单方法律行为说。这种观点认为，承诺实际上是非流通股股东对自

① 姬长进：“有了承诺就敢信？”，《股市动态分析》，2005年第32期。

② “锁一爬二”系指股改后非流通股上市流通的限制性规定。《上市公司股权分置改革管理办法》第二十七条规定，非流通股股份“自改革方案实施之日起，在12个月内不得上市交易或者转让；持有上市公司股份总数5%以上的原非流通股股东，在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%，在24个月内不得超过10%”。

③ 宣伟华：“股改承诺可定性为具有法律效力的合同”，《上海证券报》，2005年9月8日。

④ 周沪：“上市公司股改承诺是否有法律效力”，《中国证券报》，2005年7月8日。

己民事义务的一种设定,是为了获取流通权采取支付对价之外的一种单独的允诺,属于一种单方民事行为。非流通股股东做出正式承诺以后,未经流通股股东同意,不得擅自变更或者解除^①。

上述观点虽主张各异,从不同角度对股改承诺的法律性质进行了解读,但实际上可分为三类:一是效力待定论,如要约说和法律文件说均主张股改承诺需满足一定的条件(如受要约人做出承诺或具备法定形式)才产生法律效力;二是不具法律效力论,如道义承诺说认为承诺只有道德约束力,没有法律效力;三是合法有效说,如合同说与单方法律行为说均认为承诺合法有效,自做出之日就具有法律效力,不能随意变更或撤销。

将股改承诺界定为道义承诺,实际意味着股改承诺只是非流通股的自律范畴,可以随意撤销、更改乃至毁诺,将承诺的履行寄托于非流通股股东的诚信与自律是不现实的,因此道义承诺不符合股改的实际需要和承诺需要切实履行的特质要求。

效力待定论有一定的法理依据,从形式上看,股改承诺的确与对价安排一起构成股改方案的主要内容,股改方案一定要经过相关股东会议的通过才能生效。但这是否意味着,股改承诺在股东会议表决之前就不具备法律效力,可以随意更改和撤销呢?答案显然是否定的。其实,就股改承诺的事项而言,其本身就是对股改完成后股份出售、股价稳定、业绩增长等重要事项的承诺,其生效期自然是从股改完成之后开始,而股改的完成必然离不开相关股东会议的表决通过,以要约或法律文件的性质界定为股改承诺的生效附条件,无异于画蛇添足。非流通股股东的承诺本质上是其对自身权利的处分,不属于公司事项,无须以股东会决议等法律文件作为其生效的条件。此外,要约说还存在一个难以解答的问题,如果部分流通股股东拒绝接受股改承诺,则是否相当于合同法规定的受要约人拒绝要约,此时,非流通股股东是否要对异议股东发出新要约?如果是,岂不出现在一个股改方案里有两类不同内容承诺的荒诞情景?如果否,是否意味着股改承诺对异议流通股股东没有法律效力?

因此,我们认为,应该明确股改承诺的法律性质为单方民事法律行为,应该强调其单方性、有效性和无条件性,无论是要约说、合同说还是法律文件说都偏离了股改承诺的真实性质。确定股改承诺的法律性质为单方法律行

^① 喻永会:“违反股改承诺如何采取法律救济措施”,《中国证券报》,2005年9月19日。

为，主要有以下四个理由：

第一，股改承诺的做出属于非流通股股东的单方行为，这一点与合同说、要约说存在本质的区别。股改承诺是非流通股股东对自己民事权利的一种处分或者是对民事义务的一种设定，这种处分或者设定无论是做出还是执行，均无须流通股股东的同意。所谓单方法律行为，是基于一方的意思表示，无须他方同意或接受即可成立的法律行为，股改承诺的单方性和自助性符合单方法律行为的特征。

第二，股改承诺自做出之日起即发生法律效力，但由于其承诺的内容是股改后的事项，其具体执行要待股改完成之后，因此可以将股改承诺理解为附生效条件的法律行为。根据《中华人民共和国民法通则》（简称《民法通则》）第五十五条的规定，民事法律行为应具备三个条件：行为人具有相应的民事行为能力；意思表示真实；不违反法律或者社会公共利益。毫无疑问，股改承诺符合这三个法定条件，属于合法有效的民事法律行为。

第三，股改承诺不是非流通股股东整体统一的行为，而是其个体的行为。在同一个股改方案中，有些非流通股股东做出了股改承诺，有些非流通股股东未做出股改承诺，在做出承诺的非流通股股东中，其承诺也不尽相同。这都反映了股改承诺是股东对自身权利的一种个体处分，不具备统一性，是一种单方和自愿的法律行为，其目的是为了表示对维护股价稳定和改善公司运营环境的善意以及对股权分置改革的诚意。

第四，股改承诺做出后，不能随意变更和撤销。股改承诺多以公司公告形式对外公布，形成了社会公众尤其是流通股股东对该承诺的合理信赖，根据“禁止反言”（estoppel）原则^①，如果对该承诺任意地修改或不履行该承诺，会使流通股股东的预期落空。承诺不得任意变更或解除，这也符合单方民事法律行为的特征。根据《民法通则》第五十七条的规定，民事法律行为从成立时起具有法律约束力，行为人非依法律规定或者取得对方同意，不

^① 普通法中的“禁止反言”，也被称为“禁止否认”、“不得自食其言”等。根据美国法学会1933年第一次《合同法重述》第九十条对“允诺禁止反言”原则的解释，如果允诺人做出一项允诺，对该允诺所引致之作为或不作为为相对人所合理预见，且惟有履行其允诺始可避免不公平结果产生时，该允诺有拘束力。“禁止反言”原则应具备四个要件：（1）须有允诺；（2）须允诺人合理预期其允诺将导致相对人之作为或不作为，即相对人产生对该允诺的“合理信赖”；（3）相对人的信赖达到确定与确实的程度；（4）须强制履行允诺才能避免不公平情事的发生，所谓不公平的情事，一般指对相对人造成损害。

得擅自变更或者解除。

二、股改承诺的内容及主要类型

根据承诺的内容与性质的不同,股改承诺可有不同的分类。依其承诺的内容是否属于法律强制性规范,可分为法定承诺(最低承诺)和特别承诺(额外承诺)。法定承诺是指《上市公司股权分置改革管理办法》等文件规定的“锁一爬二”的非流通股锁定期限承诺;特别承诺是指除法定承诺之外非流通股股东做出的补充承诺。依承诺的履行是否需要履行担保,可以分为需担保承诺与无需担保承诺,前者如增持股份、回购股份、赋予认沽权、追送股份或现金等承诺;后者如延长禁售期、限定出售价格、提出分红提案等承诺。依承诺的标的不同,可分为股份类承诺、现金类承诺和其他类型承诺等;依承诺的目标不同,可分为股价稳定类承诺和公司业绩类承诺等。大多数承诺如增持股份、延长禁售期、限定出售价格等均属于前者;追送股份或现金、提出分红提案等属于后者。

(一) 预设最低持股比例

预设最低持股比例指非流通股股东承诺,在股改结束后任何情况下均保有某个最低的持股比例。最低持股比例可能在两种情况下设定:一是有关部门强制性要求非流通股股东保有某个最低持股比例,股改中常见的就是国有资产管理部门要求上市公司国有控股股东保持最低持股比例;二是非流通股股东自愿承诺持有最低比例的股票。

国有股最低持股比例是国有资产管理的强制性要求。目前,国有资产管理部门对股改中上市公司国有股权的管理主要体现在以下四个环节:一是国有控股上市公司的股权分置改革方案提交证券交易所前,上市公司国有控股股东须征得省级或省级以上国有资产监督管理机构原则同意;二是国有控股及参股上市公司的股权分置改革方案委托上市公司董事会召集A股市场相关股东会议前,上市公司所有国有股股东须取得省级或省级以上国有资产监督管理机构的书面意见;三是国有控股及参股上市公司董事会公告召集相关股东会议后,必须由持股数量最多的国有股股东统一将方案报省级或省级以上国有资产监督管理机构审核批准;四是国有资产监督管理机构应当在相关股东分类表决前,对上市公司股权分置改革中涉及的国有股权管理事项进行审核批复。2005年9月国务院国有资产监督管理委员会(简称“国资委”)

发布了《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，该通知第十条规定：“省级或省级以上国有资产监督管理机构在出具国有股股权分置改革的批复文件时，须明确上市公司股权分置改革完成后所有国有股股东名称、持股数量、占总股本比例及股权性质（国家股或国有法人股）。”批复中所明确的持股数量与占总股本比例，实际上就是国有资产管理部门给国有股股东确定的最低持股比例。

股东自愿做出最低持股比例承诺，可能出于多种动因：出于维持对公司控制权的考虑，不愿意过多地减持股票；锁定非流通股可流通后的抛压风险，避免流通股股东的担心；向流通股股东传达其长期持股的信心，促进股改方案的顺利通过。最低持股比例一般都是有时间限制的，例如天威保变非流通股股东承诺获得流通权之日起3年内，最低持股比例不低于51%；苏州高新非流通股股东承诺自获得流通权起36个月内，所持股份比例不低于35%；长江电力承诺在2015年以前，大股东持有的股份占总股本比例不低于55%；国电电力承诺，国家开发投资公司持有的股份在可流通起3年内占公司总股本不低于48%。

总体而言，最低持股比例对稳定股价、增强投资者信心是有益的，但最低持股比例的预设必须科学，过高的最低持股比例会导致可支付对价股份数的减少，过低的最低持股比例无法起到稳定股价的实际作用。因此，最低持股比例的承诺也应立足长远，考虑资源的动态配置和优化，尤其是最低持股比例不应成为不支付或少支付对价的理由。

（二）延长股份禁售期

股法定禁售期是自改革方案实施之日起12个月。由于非流通股股份数量较大，从稳定股价的角度来说，适当延长禁售期的时间，有助于控制市场上股票的供应量，增强投资者预期，稳定市价。因此，许多非流通股股东在法定承诺之外，做出了特别承诺，在法定禁售期之外延长了禁售非流通股的期间。例如，宁波东睦非流通股股东承诺其持有的宁波东睦非流通股股份自取得流通权之日起，在5年内不上市交易，在此禁售期满后，若当时政策仍不允许增持宁波东睦股票，则非流通股禁售期继续延长最多至10年；鑫富股份、山东威达等承诺5年内不减持。

尽管有些公司的非流通股股东采用“对价不足，承诺来补”的策略，将延长禁售期当作一种与流通股股东博弈的手段进行投机，但适当地延长禁