

## 多措并举,积极推进立体型 中小投资者保护机制\*

徐 明\*\*

尊敬的各位领导、各位来宾:

早上好!祝贺第六届“上证法治论坛”顺利召开!很高兴受邀参加上海证券交易所主办的第六届“上证法治论坛”。我发言的题目为“多措并举,积极推进立体型中小投资者保护机制”,主要谈三个方面内容,供参考,不妥之处请批评指正。

### 一、更多地保护中小投资者合法权益是 法律的责任、监管者的使命

大家知道,在资本市场上,资本是市场的主人,资本的有无、资本的多少决定着市场参与人在资本市场的地位。无论是在公司法层面还是证券法层面,资本都是法律规制的基础和内容。就公司法层面而言,上市公司的设立以资本为基础,作为公司

---

\* 本文系根据徐明总经理在2017年12月15日第六届“上证法治论坛”上的演讲整理而成,未经本人审定。

\*\* 中证中小投资者服务中心总经理。

法中典型性的资合性法人,股东的出资使公司得以成立。在公司中,股东所拥有的股份是其身份和地位的象征,公司法中的资本多数决制度也决定了公司命运。作为资本的大主人,大股东、控股股东、实际控制人在上市公司的经营决策和公司治理中具有天然的优势和更多的话语权、决定权。公司法中所谓的公平正义和股权平等就变成相对的,甚至是形式上的公平和平等了。无论是简单多数决还是重大议题的绝对多数决,在拥有更多股份获得更多表决权的情况下,资本的小主人——中小股东的表决权就显得微不足道甚至毫无意义,股东大会自然而然也就变成了大股东会。就证券法层面而言,无论是在一级市场购买股票的行为还是二级市场交易股票的行为,投资者的地位也是以资金多少来评判的。机构投资者和大额投资者在买卖过程中具有的优势也非常明显。在 IPO 阶段,机构投资者和大额投资者可以凭借资金优势获得更多的股份,在上市后的交易过程中也可以凭借资金优势获得更多优先的交易机会,利用资金优势影响交易价格甚至操纵股价。

《公司法》和《证券法》这两部法律,尽管规制的内容有所不同,涉及的主体也不一样,但出发点和目的是相同的。可以说,公司法和证券法所规定的内容是一个硬币的两面,公司法上的股东在某种程度上就是证券法上的投资者,只不过两部法律的侧重点有所不同罢了。公司法侧重的是上市公司的公司治理和规范运营,证券法强调的是市场的组织和交易秩序,但两者的目的都是促使公司治理良好、交易秩序正常、资本市场健康稳定发展、公司的股东和市场上投资者的合法权益得以保护。

“理想很丰满,现实很骨感。”公平地保护每一位市场参与者,平等地规制每一个股东和投资者,是法律和监管者的理想。但在现实中,资本的逐利性、人性的贪婪往往使这种理想很难实现。毫无疑问,与中小股东、中小投资者相比,大股东、控股股东、实际控制人以及机构投资者和大量投资者在上市公司和资本市场中的实际优势非常明显,他们往往会利用这种优势,滥用法律赋予的权利去侵害上市公司和中小股东、中小投资者的利益。如果法律和监管者所谓的公平保护、平等规制,所导致的结果是中小股东和中小投资者权利受限、利益受损。正因为如此,世界各国的公司法和证券法等法律更多从中小股东、中小投资者的角度去设置权利,给予中小股东、中小投资者更多的保护;在公司法中

规定了类别股东大会制度、累计投票制度、独立董事制度、关联股东回避制度、股东派生诉讼制度等一系列权利和制度性安排;在证券法中规定了大股东的强制性信息披露制度、短线交易制度、股票交易限制制度、关联交易制度、内幕交易制度、操纵市场制度等一系列制度性安排。这些权利设置或限制,出发点都是制约大股东大额投资者,更多地保护中小股东和中小投资者的合法权利。同理,监管者也是从更多地保护中小股东、中小投资者的角度去监督大股东、控股股东、实际控制人、管理层、大额投资者的行为,防止他们通过掏空上市公司、违规担保、忽悠式重组、虚假估值、利益输送、关联交易、违规减持、阻却收购、虚假陈述、内幕交易、操纵股价等一系列行为,损害公司和中小股东、中小投资者的合法权益。

## 二、中小投资者保护成绩巨大、任重道远

以上海证券交易所成立为标志,二十七年来,中国资本市场取得了巨大的成就,无论在市值、筹资额、交易量和上市公司数量,均居全球资本市场前列,业已成为全球最主要的资本市场。非但如此,我们在中小投资者合法权益的保护方面也取得了长足的进步,成绩斐然。长期以来,党中央、国务院十分重视资本市场投资者尤其是中小投资者保护,中国证监会更是将中小投资者保护作为其工作中的重中之重。尤其是近年来,证监会坚持依法、全面、从严监管,严厉打击证券违法违规行为,维护投资者合法权益,采取了一系列措施坚持不懈地保护中小投资者,制定相关部门规章、规则,创新推出了行政和解、诉调对接、先行赔付、公益机构证券支持诉讼等一系列制度,成绩斐然。12月7日,国际货币基金组织和世界银行公布的中国“金融部门评估规划”(FSAP)更新评估核心成果报告特别指出,“中国投资者保护工作成效显著”。

尽管如此,在中小投资者众多且高度分散的我国资本市场,中小投资者保护工作仍然十分艰巨。改变我国资本市场特殊投资者结构,改善广大中小投资者的弱势地位、能力和投资理念,进一步完善中小投资者保护法律法规,加大对损害中小投资者行为执法力度和惩罚力度,提

高中小投资者自我行权维权的意识和能力,加强中小投资者民事赔偿等法律救济制度的覆盖面、金额、执行效率等,仍然是我们面临的重要任务,中小投资者保护任重道远。

### 三、要多措并举,进一步完善立体型中小投资者保护机制

因为上述情况的存在,需要我们多措并举,更加全面、创新地保护中小投资的合法权益;要构筑起立法、司法、行政立体式的保护网络;要形成中小投资者的事先、事中和事后的全程式保护;要积极鼓励和创造条件中小投资者的自我保护,将中小投资者的“他为”保护和“自为”保护充分结合起来。

在立法层面,一是要进一步完善中小投资者保护的法律法规体系,更加集中细致地规定中小投资者保护的内容,形成法律、行政法规、部门规章及操作性的细则和指引。在《证券法》《公司法》中增加更多涉及投资者尤其是中小投资者保护的内容;在行政法规层面,应当制定《证券期货市场投资者保护条例》,系统地规定涉及投资者保护的各种问题;要尽快制定《持股行权管理办法》《证券期货市场纠纷处理实施办法》等涉及投资者保护的系列规章制度,将股东行权、纠纷调解、支持诉讼、先行赔偿等从操作层面规范化和细致化。二是要将民事赔偿优先制度落到实处。尽管我国法律规定民事损害赔偿优先于行政罚款,但在实际操作中,这一点往往很难做到。这是因为,目前我国法院还普遍以行政处罚作为受理资本市场虚假陈述民事赔偿诉讼的前置程序,即只有在行政处罚后,才可能形成民事诉讼,从而导致即使中小投资者民事赔偿胜诉,由于行政罚款已上缴国库,民事赔偿金很难落实,法律规定也无法落到实处。因此,应建立证券期货行政罚款的代缴收制度、行政罚款的拨回制度等,对于落实民事赔偿优先制度至关重要。

在司法层面,一是要积极推动示范判决制度、强化证券期货纠纷证据认证制度。二是要积极推动司法确认管辖规定的修改,积极探索推动人民法院建立证券期货调解前置程序,借鉴国际经验,将强制调解引入证券期货领域。明确要求,证券期货投资者申请调解的,上市公司、

市场经营机构不应拒绝。三是要支持人民法院开展无异议认可机制的试点,积极支持最高人民法院确认的证券期货纠纷调解机构的小额快裁效力。四是要积极制定相关实施细则,推动诉讼费用的杠杆作用发挥到实处,推动纠纷多元化解形成合力。

在监管层面,在进一步加大对侵害中小投资者合法权益违法违规者的打击和惩罚力度的同时,要进一步更新理念、创新机制,从而更加有效的保护中小投资者。一是在现有机制创新的基础上,进一步加大对中小投资者自我维权的力度,进一步支持国家设立的投资者保护机构作为中小投资者的一分子,主动行权和维权。我国资本市场中小投资者占绝对对多数的格局和中小投资者在诸多方面的弱势状况在短期很难改变,让其全部主动行权、维权既不客观也不现实。因此,监管部门支持的有公信力和专业能力的机构,能从中小投资者自身角度保护自己的合法权益,参与公司治理、关注信息披露、纠正违法行为并由此起到积极示范作用,形成标杆,唤醒中小投资者,凝聚中小投资者力量,形成中小投资者自我保护的重要力量。二是进一步加大以中小投资者为导向的信息披露制度力度,强化信息披露制度有效性。应进一步改进信息披露简明性不够、可读性不强、连续性不强、披露可比性不足;对投资者至关重要的如研发投入、人力资源、客户关系、商业模式等非财务信息的披露比较简略;信息披露中风险因素比较多,投资价值信息较少;定性信息披露过多,定量信息较少等问题。三是积极鼓励和支持建立中小投资者对上市公司等市场主体的评价体系,由国家设立的中小投资者服务机构从中小投资者的评价中,形成评价上市公司等市场经营机构的“红黑榜单”制度。解决目前相关机构评奖过多、利益冲突明显、公益性不足、权威性不够等问题。四是进一步完善独立董事制度,促进独立董事进一步的发挥自身独立公正的作用。从遴选程序、考核机制、利益安排等诸多方面独立于上市公司及上市公司的大股东、控股股东和实际控制人,使独立董事的作用真正落到实处。

预祝“上证法治论坛”越办越好!上交所和“华北人”的事业兴旺发达。

(编辑:丛怀挺、姜沅伯)