

中国证券投资基金有限责任公司、上海证券交易所联合主办 ●“投资者保护”专题研究之十一

加快完善投资者关系的法律保护

□国浩律师集团事务所执行合伙人、深圳市律师协会会长 李淳

投资者关系首先是一种法律关系,它是上市公司作为一种权利主体和义务主体与投资者作为一种权利主体和义务主体就相关经济权利与相关经济义务关系交换或转换而形成的一种法定权利与法定义务关系。它一方面符合法律关系构成中主体、客体与内容的要求,另一方面也体现诚实信用、等价有偿的现代民法的本质要求。

说到底,投资者关系,是上市公司(亦应包括拟上市公司)与公司的股权、债权人之间的权利义务关系。当然这种关系有时还表现为上市公司与资本市场相关专业机构(诸如证券监管机构、交易所、保荐人、律师、核数师)的权利义务关系以及资本市场中相关专业机构与相关投资人之间的权利义务关系。投资者关系形式之法治化,投资者关系内涵之法律化,是市场经济、商品社会的基本和起码要求,是一个完善的资本市场的当然标志和内在要求。当前,将投资者关系提升至法律层面,强化其法律内涵,对中国资本市场发展相当重要。

投资者关系的六点法律思考

完善上市公司治理,倡导股东积极主义

虽然我国有关中小投资者保护的法律法规已初步形成,但仍有待于不断完善和强化之空间。对投资者关系及投资者关系管理尤其是对中小投资者权益的保护将随着证券市场的发展将成为每一家上市公司的重要课题,其根本意义和目的在于完善上市公司法人治理,倡导积极股东主义。只有这样才能真正使得证券市场发挥价值发现机制,使得证券市场恢复并保持融资功能,将证券市场做大做强。

完善股东大会的议事规则

股东大会的程序及规则应考虑所有股东都受到平等的待遇,股东大会决议应公平、透明,股东大会应当运用现代信息技术手段,扩大股东参与股东大会的比例,时间、地点的选择也应有利于让更多的股东参加。

完善股东投票制度

完善股东代理制度、投票权征集制度和累积投票权制度,尤其不细致化累积投票权制度,增加少数股东选择累积投票权的机会,通过这种方式加强少数股东在股东大会上的影响力,使得上市公司的决策更加科学、民主和公正、透明。

完善股东诉讼制度

上市公司应在公司章程等法律文件中载明股东有代位起诉公司董事、监事和经理的权利,明确起诉的前置条件、股东代表资格、诉讼费用承担等具体事项,以及诉讼期间公司对有关责任人职权限制。现行《公司法》已经在许多方面作了完善,使得股东诉讼变得便捷和经济,使得司法真正介入公司诉讼。

完善信息披露制度

要做到信息披露的及时性、准确

性、完整性,除在规定媒体上公开披露信息外,还需按照治理准则的要求落实接待来访、回答咨询、联系股东、向投资者提供公司公开披露的资料等信息披露服务,确实让公司依法公开、透明规范运作。

强化公共关系管理

建立投资者信息、资源的共享与分享制度,倡导投资者在一定阶段或基于特定事物和行为实施“同权”或“共权”策略,以维护自身权益。必要时,组建全国性的投资者关系协会。

目前,公司应参照沪深两市的《上市公司投资者关系管理指引》的规定,不断建立和完善公司与投资者之间的关系,通过各种方式的投资者关系活动,加强与投资者和潜在投资者之间的沟通,增进投资者对上市公司的了解。现在,有许多上市公司都与专门从事投资者关系管理业务的财经公关公司签署了投资者关系顾问专项服务协议,就是履行投资者关系管理的一个重要方面,当然,尚需进一步展开对投资者进行延深服务的各种活动。

眼睛容不得尘埃和沙子,证券与市场容不得虚假和欺诈。搬起石头砸自己的脚的事例在证券市场上屡见不鲜。善待他人,善待自己。投资者至上,应当成为我们今后相当长时间内的宗旨和使命。只有投资者利益得到保障的情况下,中国的证券市场才能得到稳定的发展,证券市场的对外开放才能得以顺利进行,而有效的公司治理机制才得以完善。

投资者关系及投资者关系管理为投资者自由选择提供了条件与环境。在自由选择条件下,投资者不仅能够以自己的约束条件来充分发挥自己的资源,而且能够对自己所选择的行为承担责任。这就是市场经济及证券市场的魅力所在,也是改革开放以来中国经济得以成功的根本所在。

投资者关系的法律属性

上市公司与投资者在投资者关系中最最重要的两个法律主体,两者同是证券市场不可分割的市场参与者。探究其关系,显而易见,上市公司是投资者的投资对象,上市公司股票是投资者的投资客体,一旦投资关系缔结,投资行为成立,上市公司与投资者间的关系则成为特殊的法律关系。对于上市公司而言,投资者是我的股东、我的老板;而对于投资者而言,上市公司则是我的载体、我的公司。

应当看到,在机构投资者尚不是十分成熟,机构投资者还尚未整体成为证券市场主导或主体力量时,要求所有的中小投资者都放弃“投机”理念,是难以做到和极不现实的。中小投资者既有“投资”心态,又有“投机”心态均属正常。正是由于投资者尤其是中小投资者固有的“投资”与“投机”的双重心态交融,亦使中国投资者关系与投资者关系管理的法律属性不能硬套一般意义上的法律理论乃至于法律理念。

投资者关系的法律属性主要体现和表现为投资者权利与权益的法律属性方面。投资者的权利与权益相对于国家的权利与权益而言,国家的权利与权益被视为“公益权”。在中国上市公司国家股权或国有法人股还占有相当比重的今天,上市公司的权利与权益有时直接体现和表现为“公益权”,有时亦会体现和表现为“准公益权”。对于“公益权”或“准公益权”而言,投资者关系中投资者的权益则是一种私权益。

惟这种私权益常常体现三个特点:一是这种私权益必须和应当受到公益权的保障和保护(有时这种保障和保护不当和异化,则变成了限制和钳制);二是这种私权益在理论上是一种统一的权利,而在实践上难以形成“同权”和“共权”,在更多的情形下仅仅表现为一种“个权”和“他权”;三是国家或上市公司公益权与投资者的私权益的时而统一,时而分离,时而对抗的情形,势必使得中国证券市场还无法从根本上摆脱波浪式、政策式、恩赐式等情形的不时出现和反复出现。

应当看到,或许由于公益

权的强大和时而膨胀,或许由于经济实力的过分悬殊,或许由于资讯不够通达,或许由于信息的不对称性,或许由于成本控制的方法与尺度不同,或许由于法律体系的不够完善,总之,在当今中国,投资者尤其是中小投资者(包括个人投资者和机构投资者)无论在证券市场中的政治地位、经济地位和文化地位乃至法律地位,还是处于弱者地位,属于“弱势群体”。

法律,尤其是民商法,以人为本,为此惟大。“法律是人文的、人文的,最终归依为人”,这句话很有道理。

本人认为,从现在开始,并在今后相当长的一段时间内,应抑制公益权、张扬私权益。要知道,倘若这种私权益是合法获得和合法持续的,就应当得到与公益权一样的保障。对于一个民主、文明、和谐的国家而言,对私权益与公益权的予以同样保护,这个国家才有希望,这个民族才能复兴。

投资者关系的法律干预与强制

投资者关系及投资者关系管理对于中国众多的上市公司以及众多的投资者而言,应当说是近年来的概念;对于证券监管机构和其他证券市场参与者亦还是在逐渐理解和认识的一种事物。

2003年以前,检索中国全部的民商法律体系及其法律、法规以及相关政府规章,还无法查阅到任何有关“投资者关系”与“投资者关系管理”的具体规范和规则。这真实体现和表现了中国证券市场处于初级水准的现实,亦真实体现和表现了中国民商法律滞后和滞后的现实。直到2003年10月以后,沪深两市根据证券市场面临的投资者不信任上市公司的窘迫情形以及证券市场业已存在的萧条危机,并为弥补信息披露法定要求的缺陷,相继发布了《上市公司投资者关系管理指引》,要求各上市公司予以实施。至此,中国的投资者关系及投资者关系管理才作为一种制度有了一个相对准确的界定,并为其具体实施提供了指导、指引。

本人认为,作为证券市场的两大基石法律《公司法》和

《证券法》已经对投资者与上市公司之间的权利与义务作出一系列明确规定。《公司法》非常明确,“投资者”就是指上市公司的股东。而《证券法》更是将保护“投资者”利益规定在该法第一条,突出了对投资者权益的特别保护,特别是对中小股东(在股权分置状态下的流通股股东)的特别保护。《公司法》突出地表现在通过公司治理保护投资者权益,寻求司法保护只是特例;而《证券法》着重通过强制性的信息披露保护投资者在证券市场中的权利,其法律责任加大且司法介入的力度也终得以有效体现。

现行法律、法规对投资者关系及投资者关系管理的规定以及对投资者尤其是对中小投资者的保护的的规定大致可分为四类:一是事前预防性的规定。如股东大会暨股东大会召集权、提案权、知情权等;二是事后救济性的规定。即中小投资者在其权益受到分割和侵害的情况下可以向法院提起诉讼,以及保障中小投资者行使上述救济手段;三是在《公司法》、《证券法》等相关法律中规定的特别制度安排。诸如股东表决权排除制度、独立董事制度、累积投票权制度等;四是彻底解决股权分置问题。目前正在进行的这一证券市场的重大举措,其根本目的在于真正实现“同股同权”,彻底根除上市公司或大股东利用利益输送损害中小股东的弊端,达到公司价值由市场决定的根本目的。

投资者关系的法律保护与保障

投资者作为上市公司股东应享有的权利在投资者关系中被界定为投资者的基本权利。这种权利应得到基本的尊重和保障。

我国《公司法》第四条规定:“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”《公司法》第九十八条规定:“股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告,对公司的经营提出建议或者质询。”。《公司法》第二十二条规定:“公司股东会或者股东大会、

董事会的决议内容违反法律、行政法规的无效。股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程,或者决议内容违反公司章程的,股东可以自决议作出之日起六十日内,请求人民法院撤销。股东依照前款规定提起诉讼的,人民法院可以应公司的请求,要求股东提供相应担保。公司根据股东会或者股东大会、董事会决议已办理变更登记的,人民法院宣告该决议无效或者撤销该决议后,公司应当向公司登记机关申请撤销变更登记。”由此可见,在投资者履行出资义务后,投资者就对自然享有及法定赋予其资产受益权、重大决策权、管理者选择权、知情权、建议权、质询权和股东派生诉讼权等权利。

公司投资者还通过投资人大会议暨股东大会行使法律和公司章程规定的权利(除派生诉讼权外)《公司法》第三十八条规定股东大会行使如下权利:决定公司的经营方针和投资计划;选举和更换由非职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项;审议批准董事会的报告;审议批准监事会或者监事的报告;审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案;审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案;对公司增加或者减少注册资本作出决议;对发行公司债券作出决议;对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算等事项作出决议;修改公司章程;公司章程规定的其他职权。

此外,在投资者与上市公司关系中对投资者相关权利的特别保护亦在一定程度上体现和表现了中国民商法的进步和国际惯例接轨的进程加快。这些权利一般包括:在年度股东大会上的提案权和召开临时股东大会的提议权、自行召开权、临时提案权(事前预防性权利);《上市公司股东大会规则》(证监发[2006]21号文)第九条、《公司法》第一百零一条(三)款、《公司法》第一百零三条第二款、《上市公司股东大会规则》第十四条;

提起停止侵权诉讼和股东派生诉讼的权利(事后救济性权利);《公司法》第一百五十二条、《公司法》第一百五十三条、

《上市公司治理准则》第四条;累积投票权制度(特别制度安排);《公司法》第一百零六条、《上市公司治理准则》第三十一条;

征集投票权(特别制度安排);《上市公司治理准则》第十条;独立董事制度(特别制度安排);《上市公司治理准则》第五十条;

独立董事提名制度(特别制度安排);《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第四条;

信息披露制度(特别制度安排);《上市公司治理准则》第九十条;

异议股东评价补偿权(特别制度安排);《公司法》第一百三十四条;

公司对外担保制度(特别制度安排);《公司法》第十六条;股东责任制度(特别制度安排);《公司法》第二十条;

增发新股制约制度(特别制度安排);《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第30号)第十一条、第三十九;对上市公司虚假陈述提起民事赔偿诉讼制度(事后救济性权利);最高人民法院已于二〇〇二年一月十五日发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,开始受理因上市公司、证券公司、中介服务机构等作出虚假陈述而使证券投资者遭受损失的民事侵权纠纷案件;

股东表决权排除制度(特别制度安排);《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》第十条;

股权分置改革制度(特别制度安排);《上市公司股权分置改革管理办法》第二条;

除此之外,我国《证券法》、《刑法》对投资者关系中所涉上市公司、证券公司、中介机构及相关责任人等涉及擅自发行股票、虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为均明确规定了责任方应承担民事赔偿责任、行政责任乃至刑事责任。

总之,中国现行法律、法规对投资者关系与投资者关系管理方面的规定虽不尽善尽美,但基本体系、基本架构、基本内容还是存在和基本健全的。

从产品设计看未来收益权的资产证券化

□长江证券固定收益总部 张小鹏

基础资产转让方式的确定

对于基础设施收费、公用事业收费等未来权益,其未来的现金流存在诸多不确定性,一般需要根据现金流的历史记录和未来预测来综合评估。那么,对于这类未来收益权,基础资产的规模该如何确定呢?

从已经发行的产品来看,对于未来权益类的基础资产,其规模的确定采取的都是“购买特定金额”的方式,即基础资产在特定期间产生的现金流中,计划所购买的是不超过受益凭证预期收益金额的收益权。这种处理方式的实质是以特定期间所有现金流为抵押的“从属参与”方式,担保专项计划优先获得既定的收益权,并不能做到基础资产的真实销售。因此,有专家提出了“全额购买”的处理方式,即计划所购买的应该是基础资产在特定期间产生的所有现金流,有利于实现真实销售和破产隔离。从表面来看,“全额购买”似乎更能保障专项计划的安全,然而在国内目前的法律框架下,除商标专用权、专利权、著作权中的财产权;公路桥梁、公路隧道或者公

路渡口等不动产收益权外,未来收益权的转让、出质并没有相关的法律支持,也没有完善的债权登记制度。即使全额购买特定期间的现金流,也不一定能够做到破产隔离,给专项计划带来更多的法律保障。此外,“全额购买”对基础资产的定价也有更高的要求,由于未来收益的不确定性,对计划购买的现金流给予一个较高的折扣可以提高受益凭证持有人的保障程度。但高折扣不仅会降低资产买卖的公允性,还会带来大量的资金沉淀,大幅增加资产证券化的融资成本。

剩余收益的处理

前文已经提到,“全额购买”方式下,收益权转让的折扣以及电价、发电量、水价、污水处理费、车辆通行费、车辆通行量等因素上涨都可能给专项计划带来大量的剩余收益。对于剩余收益的处理,直接关系到原始权益人的融资成本和资金使用效率,是产品设计的另一关键环节。有专家提出,原始权益人可以通过持有次级受益凭证来直接回收剩余收益,但这种方式并不能解决剩余收益期间的沉淀问题。而

自2005年8月“中国联通CDMA网络租赁费收益计划”推出以来,由中国证监会主导的、以券商专项资产管理计划为载体的企业资产证券化业务已经试点一年了。在这一年当中,7家创新试点券商成功发行了8个专项资产管理计划,共计26个资产支持受益凭证,累计募集资金248.43亿元。从具体产品设计角度来看,既有债权证券化的结构设计相对成熟,而未来收益权的证券化则有四个方面问题尚待思考。

且,次级受益凭证能否在优先级收益凭证的本息偿还之前分配剩余收益、分配的金额(或者说次级收益凭证的收益率)该如何确定等问题都还有待商榷。个人以为,次级受益凭证的设计是为了满足不同投资者的风险收益偏好,其收益率的确定也应该根据凭证的信用级别、所承担的风险和市场同类产品的收益率状况来确定。为解决剩余收益的分配问题,不妨将专项计划的受益凭证分为债权型受益凭证和股权型受益凭证两类。债权型受益凭证又可进一步划分优先级债券和次级债券,分配顺序在股权型受益凭证之前,股权型受益凭证专门用于剩余收益的回收。

信用增级方式的疑惑

当前专项资产管理计划都采用了外部增级和内部增级相结合的信用增级方式。除远东租赁是第三方企业提供担保外,其他产品都采取了大型商业银行担保的外部信用增级方式。然而在实际操作中,银行在对企业资产证券化产品提供担保时,都会要求原始权益人提供相应的反担保。如果原始权益人提供了反担保,即意味着不能将基础资产相关的风险完全转移给专项计划,真实销售也就无从实现。

内部信用增级的方式有两种:超额担保和优先、次级结构。“购买特定金额”本身就是担保融资方式,投资者在无次级受益凭证和有次级受益凭证条件下所获得的保障程度并没有太大差别,关键还是在于受益凭证履约保障倍数的高低。例如:(1)专项计划购买20亿现金流中不超过10亿收益金额,直接发行10亿受益凭证;(2)专项计划购买20亿现金流中不超过12亿收益金额,发行10亿优先级受益凭证,2亿次级受益凭证;情形(1)中受益凭证持有人和情形(2)中优先级受益凭证持有人的保障程度相同(履约保障倍数均为2),并不因次级受益凭证的引入而改变。只是次级受益凭证的发行,可以满足市场上具有不同风险收益偏好投资者的需求,有利于扩大融资的规模。

推广对象的选择

当前的企业资产证券化产品倾向对机构投资者推广,认购门槛也提高到了100万元。虽然资产支持受益凭证可以在沪、深交易所的大宗交易市场转让,具有一定的流动性,但由于市场容量小,其流动性不高是不争的事实。而一般机构投资者对流动性的要求高于对收益性的要求,较机构投资者对流动性要求较低,但目前尚不能购买;股市行情的好转,特别是新股申购的重新开闸削弱了财务公司的购买意愿;基金公司也要保持充分的流动性来应对新股申购时的赎回压力,企业资产证券化产品似乎正受到机构投资者的冷遇。

与此相对比的是,一般个人投资者确一直缺乏安全、有效的投资渠道,银行的人民币理财产品层出不穷,收益较高的信托产品屡遭哄抢。近几年,居民储蓄存款余额连续快速增长,2005年底就已突破了14万亿大关。在试点阶段,拥有银行担保,又具有一定制度的企业资产证券化产品,理应受到一般投资者的青睐,有利于此项业务的快速推广。在资产支持受益凭证赢得社会的广泛

信赖,产品规模达到一定程度后,流动性问题自然解决,机构投资者也就不请自来了。

综上所述,基础设施收费、公用事业收费等未来权益,在目前的法律框架下很难做到真实销售。即使可以做到,资产转移所涉及的税收、剩余收益等问题也会极大增加资产证券化的成本。资产证券化的核心是通过风险隔离和信用增强的结构设计,将企业某块具有稳定现金流的特定资产从企业的整体信用中分离出来,进而以此作为支持发行证券、募集资金。真实销售是实现风险隔离的一种方式,但并不是唯一途径。从属参与要求原始权益人以特定资产对专项计划的基础资产设置担保权益,在原始权益人破产时,同样可以达到风险隔离的法律效果,并规避真实销售过程中出现的税收、剩余收益等问题。在美国等成熟资本市场中,都存在大量以从属参与方式设立的资产证券化产品。在缺乏相关配套法规支持的环境下,从属参与方式的资产证券化可能更有利于交易结构的简化、有利于融资效率的提高、有利于整个业务的快速推广。