

摘 要

随着股权分置改革的顺利推进,我国资本市场发展的内外环境正发生重大变化,市场规范健康发展正面临难得的历史性机遇。在新的市场条件下,加强对上市公司股东权益的保护有利于促进上市公司规范运作,提高上市公司质量,夯实资本市场基础,对于我国资本市场的长期健康发展具有重大意义。

本课题以江苏辖区 89 家上市公司为样本,从上市公司、外部环境来研究上市公司股东权益保护的现状。研究从三个层面展开:一是在上市公司制度建设方面,主要考察上市公司治理结构是否完善,保护股东权益的相关制度是否建立健全,是否符合新《证券法》、《公司法》和中国证监会的规定;《公司章程》是否已经按照中国证监会颁布的《上市公司章程指引》进行了修改。二是在上市公司股东权益保护方面,主要考察公司董事会和监事会成员、经理等高管人员是否树立了股东本位意识,是否建立了维护股东权益的相关规定以及相关制度是否得到有效执行。三是在公司股东方面,主要调查研究不同类型的股东在行使股东权利、维护自身利益方面的实际情况,分析大股东与中小股东之间的利益关系问题,重点研究中小股东是否受到了平等的保护,是否存在大股东损害中小股东利益的情况。

研究表明,当前我国资本市场正处在重要转折时期,随着股权分置改革的顺利推进,上市公司股东的利益基础趋于一致,中小股东权益保护明显改善。但是,全流通市场形势下我国上市公司股东权益保护依然存在一些问题。针对这些问题,本研究提出四点建议:一是以完善独立董事制度为核心,健全上市公司法人治理结构;二是以健全民事赔偿诉讼制度为核心,畅通上市公司中小股东司法救济途径;三是以弘扬股权文化为核心,积极营造有利于上市公司股东权益保护的社会环境;四是以投资者教育为核心,提高我国证券市场投资者的整体素质。

目 录

导 论.....	1
第一章 江苏上市公司股东权益保护现状.....	3
一、上市公司法人治理结构不断完善.....	3
（一）建立了规范的制度保障体系.....	3
（二）股权比例结构不断优化.....	3
（三）“三会”运行基本正常.....	3
（四）独立董事制度基本健全.....	4
二、江苏上市公司股东决策权基本得到有效行使.....	5
（一）中小股东出席股东大会的行使股东权利的意识逐步增强.....	5
（二）股东参与上市公司经营管理决策的途径更为便捷.....	5
（三）股东参与公司决策的水平进一步提高.....	5
（四）股权分置改革极大促进了上市公司股东参与决策积极性.....	5
三、江苏上市公司股东知情权逐步得到有效保护.....	6
（一）投资者关系管理逐步规范化.....	6
（二）社会公众股东更加主动了解公司情况.....	6
（三）上市公司自愿披露信息的意识进一步增强.....	6
四、江苏上市公司股东的收益权能够得到实质体现.....	6
（一）上市公司派送现金红利逐年增长.....	6
（二）公司股东得到的现金红利较为丰厚.....	7
（三）部分公司股东获得优厚的股份回报.....	7
第二章 上市公司股东权益保护存在的薄弱环节及其原因分析.....	9
一、上市公司的董事会结构有待进一步完善.....	9
二、上市公司内部监督制约机制尚未有效发挥作用.....	9
（一）大部分独立董事缺乏公司管理经验.....	9
（二）独立董事投入公司运作管理的精力很少.....	10
（三）独立董事的独立性不够强.....	10
（四）独立董事的激励机制不健全.....	10
（五）公司监事会的监督作用相当薄弱.....	11
三、上市公司股东知情权的保护还不够充分.....	11
（一）信息披露不真实.....	11
（二）信息披露不充分.....	11
（三）信息披露不及时.....	11

(四) 在信息披露的方式上也存在一定问题	12
四、上市公司股东收益权保护还有待进一步加强	12
(一) 控股股东法治意识不强	12
(二) 公司决策机制不够科学	13
(三) 公司管理层的不当行为	14
(四) 中介机构的不当行为	14
(五) 公司股东自身的原因	15
第三章 加强上市公司股东权益保护的 policy 建议	16
一、以完善独立董事制度为核心，健全上市公司法人治理结构	17
(一) 进一步完善独立董事聘用机制	17
(二) 完善独立董事履职保障机制	18
(三) 强化独立董事责任机制	18
二、以健全民事赔偿诉讼制度为核心，畅通上市公司中小股东司法救济途径	19
三、以弘扬股权文化为核心，积极营造有利于上市公司股东权益保护的社会环境	20
四、以投资者教育为核心，提高我国证券市场投资者的整体素质	21
(一) 精心组织、循序渐进地开展投资者教育	21
(二) 督促证券经营机构肩负起应负的责任	22
(三) 上市公司应准确及时完整的披露信息	22
(四) 中介机构应严守诚信原则	22
结 论	23
参 考 文 献	24

导 论

一、研究思路

本课题研究成果共分三部分。第一部分是上市公司股东权益保护现状研究，第二部分是存在的薄弱环节及其原因研究，第三部分是针对存在的薄弱环节，特别是股权分置改革完成以后加强股东权益保护的政策建议。

第一部分：从上市公司内部、外部环境两个层面来调研上市公司股东权益保护的现状。在上市公司层面，主要研究上市公司保护股东权益的制度建设及其实际运作情况，通过分析近年来江苏上市公司股东公司参与决策情况、股东知情权保护情况以及股利分配情况等，得出江苏省上市公司股东权益保护总体情况。在外部环境层面，主要研究上市公司股东权益的外部保护机制，如相关诉讼制度的建立和运作情况；研究在经济社会中股权文化的培育情况。

第二部分：在全面归纳总结江苏辖区上市公司股东权益保护现状的基础上，深入分析存在的薄弱环节，并从内部和外部两个方面对此进行深入的原因的分析。

第三部分：提出进一步加强上市公司股东权益保护的监管措施和政策建议。

二、研究方法

本课题主要采用以下研究方法：

1、问卷调查。课题组对江苏辖区 89 家上市公司及其控股股东共发放调查问卷 178 份，对正在或曾在江苏 89 家上市公司担任独立董事的人士发放了调查问卷 50 份，共回收调查问卷 213 份，收率达到 95%。对上市公司发放调查问卷主要了解公司保护股东权益的制度建设情况，以及各项股东权利的具体行使情况。对公司股东发放的调查问卷主要了解股东的维权意识和能力、行使权利的障碍等，对独立董事发放调查问卷主要是为了解独立董事履行职责存在的问题及原因。

2、资料分析。课题组主要分析了 2003 年以来江苏辖区上市公司公布的各类信息披露文件 2100 余项，以及上市公司监管过程中掌握的相关资料。

3、会议研讨。课题组召集了 2 次专题研讨会，江苏上市公司高管、控股股东、投资者、专业人士、相关政府部门工作人员等 30 人参加会议，对上市公司股东权益的保护进行研讨。

4、实地走访。课题组走访了6家上市公司，了解了上市公司关于股东权益保护问题的相关情况，并与高管人员就进一步做好股东权益保护工作进行了探讨。

三、主要研究结论

1、江苏上市公司股东权益的保护总体较好，上市公司法人治理结构的制度建设基本完善，股东的决策权、知情权和收益权都得到较好保护。

2、上市公司股东权益保护还存在一些薄弱环节，其中有些问题还比较突出。一是上市公司的董事会结构有待进一步完善；二是上市公司内部制约机制有效性依然不强；三是信息披露上虽然总体质量较好，但是依然存在一些问题；四是有些公司连续多年不实施股利分配。

3、随着股权分置改革的顺利完成，我国证券市场将发生深刻的变化，针对全流通市场形势下可能出现的新情况以及我国上市公司股东权益保护存在的主要问题，本研究提出以下建议：一是以完善独立董事制度为核心，健全上市公司法人治理结构；二是以健全民事赔偿诉讼制度为核心，畅通上市公司中小股东司法救济途径；三是以弘扬股权文化为核心，积极营造有利于上市公司股东权益保护的社会环境；四是以投资者教育为核心，提高我国证券市场投资者的整体素质。

第一章 江苏上市公司股东权益保护现状

自 2003 年以来，在监管部门创建证券市场持续稳定健康发展先导区的奋斗目标引导下，辖区上市公司在股东权益保护方面做了大量的工作，取得了明显成效。

一、上市公司法人治理结构不断完善

江苏上市公司在自身的发展过程中，十分重视公司法人治理结构建设，特别是在董事会的建设方面，把建立符合现代企业制度和《公司法》要求的董事会作为公司持续健康发展的基础和保证。

（一）建立了规范的制度保障体系

江苏 89 家上市公司按照要求，根据中国证监会新颁布的《上市公司章程指引》对《公司章程》进行了修改，大部分上市公司还制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《信息披露制度》等股东权益保护制度。

（二）股权比例结构不断优化

截至 2006 年 6 月底，89 家上市公司的总股本 351.56 亿元，股东 272.15 万人，人均持有 12,917.80 股。第一大股东持股总数 153.26 亿股，平均持股比例 43.59%，57 家公司的第一大股东持股比例在 30% 以上，其中超过 50% 的有 25 家。总体来看，第一大股东的持股比例不断下降，公司股权结构“一股独大”现象逐步改善。

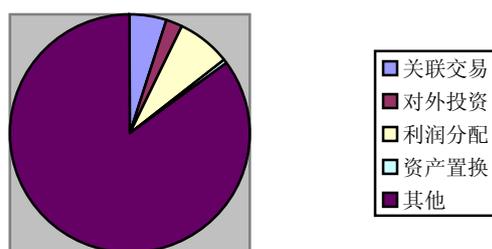
（三）“三会”运行基本正常

近几年江苏上市公司上市公司的股东大会、董事会、监事会基本运作机制已经建立，三会运作水平有明显提高，履行职责情况较好。公司关联交易、利润分配等法律法规规定的重大事项基本上都能按照章程规定由股东大会、董事会审议。

1. 2003 年以来江苏辖区上市公司召开股东大会 665 次，审议的议案 4401

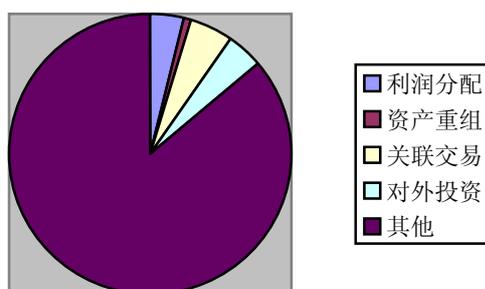
项，其中涉及关联交易的议案占 4.89%；对外投资的议案占 2.43%；利润分配的议案占 7.00%；资产置换等重组事项占 0.64%（见图 1）；经社会公众股东分类表决的议案占 4.82%；股东大会审议否决的议案占 0.39%。3 年来，共有 7 家公司存在议案被股东大会否决的情况。

图 1 2003—2005 年江苏上市公司股东大会审议议案比例图



2. 董事会审议的事项 8425 项，利润分配事项占 4.01%；资产重组事项占 0.69%；关联交易事项占 5.07%；对外投资事项占 4.09%，董事会规范运作意识明显增强（见图 2）。

图 2 2003—2005 年江苏上市公司董事会审议事项比例图



（四）独立董事制度基本健全

辖区公司均已按照国家的有关要求聘请了独立董事，独立董事人数 285 人，占董事总数的 34.84%，均达到了董事会成员三分之一的要求。2003 年以来，辖区公司没有因独立董事反对而被否决的事项。

二、江苏上市公司股东决策权基本得到有效行使

（一）中小股东出席股东大会的行使股东权利的意识逐步增强

自 2003 年以来召开的 665 次股东大会中，出席股东大会的社会公众股东总人数为 72,415 人，平均每次 109.22 人。出席股东大会的社会公众股东代表的股份总数 265.47 亿股。从出席人数和代表的股份数可以看到，中小股东通过出席股东大会积极主动的行使法律法规和公司章程赋予他们的权利，参与到公司的重大决策中去，维护自身的权益，“用手投票”的意识逐步增强。

（二）股东参与上市公司经营管理决策的途径更为便捷

辖区公司提供网络投票的股东大会 82 次，最多的栖霞建设 3 次，另 21 家上市公司尚未提供过。参加网络投票的股东代表的股份总数 26.52 亿股，参与网络投票的社会公众股股东代表的股份数占社会公众股份总数的比例超过 50% 的有 7 次，占 8.54%，平均每次投票比例 28.02%，最低的 3.07%。有 58 家公司采用了累计投票制度，占 65%，共选出董事 504 名、监事 119 名。

（三）股东参与公司决策的水平进一步提高

股东对董事会的合法运作有一定的监督和约束作用。2003 年以来，辖区上市公司的股东大会审议议案 4401 项，有 7 家公司存在议案被股东大会否决的情况，否决议案 17 项，占 0.39%。股东通过股东大会对董事会和管理层进行监督和约束的作用在不断加强，对大股东的“一言堂”决策有一定的制约。

（四）股权分置改革极大促进了上市公司股东参与决策积极性

2005 年以来，江苏共有 78 家公司参与股权分置改革，进行了社会公众股股东分类表决。社会公众股参与表决的积极性比较高，其中最高为苏宁电器 84.87%，最低为中核科技 12.3%，平均为 35.92%，在全部通过的表决中，流通股股东赞成率最低为双良股份 72%，最高为苏宁电器 99.7%，平均为 88.48%。

三、江苏上市公司股东知情权逐步得到有效保护

建立有效资本市场需要满足以下四个条件：信息公开的有效性；信息从公开到接受的有效性；信息接受者对获取的信息做出一致、合理和及时的判断；投资者能够根据其判断做出准确、及时的行动。在证券监管部门的大力推动和严格监管下，江苏省上市公司在加强信息披露、保护股东知情权方面做得较好，已建立较为完整的信息披露制度体系。绝大多数上市公司能按照规定完整、准确、及时进行信息披露。

（一）投资者关系管理逐步规范化

所有公司均设立了专门的投资者咨询电话，并能够保持电话畅通。公司也都建立了网站或网页，有 2/3 的公司网站已建立或正在建立投资者关系管理专栏。除此以外，公司还有业绩说明会、路演、与投资者面对面交流、股东大会、分析师会议等沟通渠道。

（二）社会公众股股东更加主动了解公司情况

2003 年以来绝大部分公司都曾接待社会公众股东来访，来访次数从 5 次至 260 次不等。社会公众股股东来访目的包括：了解公司现状和未来发展计划，公司生产、经营、管理及财务状况，公司未来发展目标及发展战略、重大投资项目、公司的潜在利润增长点等。

（三）上市公司自愿披露信息的意识进一步增强

江苏上市公司为了保护股东权益，积极主动地披露法律、行政法规、部门规章和交易所业务规则规定应披露信息以外的其它信息，如长电科技（获得 ISO 认证证书）、华东科技（组建合资公司、注销一担保公司）、江苏舜天（收到巨额出口退税）、江苏三友（调整关税税则对公司的影响）、黑牡丹（铁本事件与公司的关系、调整关税税则对公司的影响）。

四、江苏上市公司股东的收益权能够得到实质体现

（一）上市公司派送现金红利逐年增长

近三年来,江苏大部分上市公司在年度分配时能够向股东派发现金红利,且派现总额占当年净利润的比例逐年增长。2003年度,52家公司(占当年江苏上市公司总数的64%)2003年报推出了派送红利方案,现金红利合计22亿元,占当年净利润总额的32%。2004年度,59家公司(占当年江苏上市公司总数的66%)提出了派送红利的方案,派现总额37.1亿元,占净利润总额97.5亿元的38%。2005年度,54家公司(占当年江苏上市公司总数的60%)提出了派送红利的方案,派现总额29.21亿元,占净利润72.49亿元的40.30%。

(二) 公司股东得到的现金红利较为丰厚

近两年,部分上市公司的派现水平较高,公司股东得到了较好的回报。2004、2005年度派现超过净利润50%的公司分别有29家和35家,其中派现总额超过当年净利润的分别有3家和8家;年度现金回报率高于活期存款利率0.72%的公司分别有49家,其中现金回报率高于一年期定期存款利率2.25%的分别有24家和27家。近三年派现最高的公司分别是栖霞建设和黑牡丹,累计分红分别为每股1.35元和每股1元。另外,南京新百自1995年上市以来,连续11年坚持分红派现,累计派现每股1.62元;南京水运自1997年上市以来,8年分红派现累计每股1.98元。

表1: 2005年度现金回报率率前十名公司

名次	股票简称	2005年末收盘价[元]	2005年度普通股每10股派现金[元]	现金回报率
1	南京高科	4.13	3.00	7.26%
2	南钢股份	2.80	2.00	7.14%
3	南京港	7.02	5.00	7.12%
4	威孚高科	5.76	4.00	6.94%
5	维维股份	3.09	2.05	6.63%
6	黑牡丹	4.03	2.50	6.20%
7	栖霞建设	8.51	5.00	5.88%
8	大厦股份	6.06	3.50	5.78%
9	新城B股	3.47	1.80	5.18%
10	三房巷	5.74	2.80	4.88%

(三) 部分公司股东获得优厚的股份回报

32家公司在近三年中实施了送股或转增方案,占江苏上市公司总数的三分之一强。11家公司近三年的累计送转比例超过了原股本数。近年来江苏新上市

的公司中小盘民营公司居多，这些公司业绩优良、发展速度快，良好的经营态势和资产规模的快速膨胀为股本规模的扩张提供了原始推动力。近3年送转股排名中处于前列的苏宁电器、江苏申龙、大厦股份、黑牡丹、江苏康缘等公司大都处于这一类型。

表 2：近 3 年送转股排名

股票代码	股票简称	近 3 年每 10 股累计送转股[股]
002024	苏宁电器	26.0
600401	G 申龙	22.4
600327	大厦股份	20.0
600510	黑牡丹	20.0
600557	G 康缘	13.8
000816	江淮动力	10.0
000910	大亚科技	10.0
002015	霞客环保	10.0
600220	江苏阳光	10.0
600287	G 舜天	10.0
600300	维维股份	10.0

第二章 上市公司股东权益保护存在的薄弱环节

及其原因分析

研究表明,我国上市公司股东权益保护虽然进步不小,但是在上市公司治理结构的实际运作、信息披露、利润分配等方面存在着一些薄弱环节,其中有些问题还比较突出。

一、上市公司的董事会结构有待进一步完善

公司的治理结构是由公司的法律地位、产权结构以及多元利益主体结构所决定的,其中公司的产权结构起着决定性作用。所以,在目前上市公司董事会结构中不可避免地带有“一股独大”的痕迹。江苏辖区上市公司的818名董事中,在控股股东任职的董事人数186人,占22.74%;大股东提名的董事人数274人,占33.50%,有7家公司董事均由大股东提名;其他股东提名的董事人数93人,占11.37%。在2003年以来董事会审议的8425项议案中,仅1项被否决,而股东大会否决的议案有17项。从调查结果来看,董事会受大股东控制,大股东“一言堂”现象仍然存在,基本上凡是董事会审议的议案都能通过,其他董事的声音还不能得到有效的反映。

二、上市公司内部监督制约机制尚未有效发挥作用

从调查的情况看,目前上市公司内部承担监督职能的独立董事和监事会履行职责情况并不理想。分析表明,独立董事履行职责主要存在以下四方面问题:

(一) 大部分独立董事缺乏公司管理经验

被调查的213名独立董事中,来自于高校及科研机构的有105名,占49.3%;来自于证券公司、会计师事务所、律师事务所的有42名,占19.72%;来自于行业协会的共23名,占12.68%;来自于退休政府官员的有16名,占7.51%;来自于其他公司的经营管理人员有27名,占12.68%。从上述统计中可以看出,占87.32%的独立董事来源于非职业经理人员,职业经理人员较少。而职业经理人员

所具有的管理知识和经验恰恰是独立董事履行职责所必不可少的。虽然独立董事一般为某行业或领域的专家，但是许多独立董事对上市公司法律法规、经营管理知识和经验掌握不够，对上市公司业务流程、经营管理和发展战略不太熟悉，参与决策主要依赖上市公司提供的材料，对于公司的实际情况缺乏足够了解，履行独立董事职责的能力不强，在投资者利益方面的作用有限。

（二）独立董事投入公司运作管理的精力很少

213名独立董事中，兼任5家上市公司独立董事的有6名，占2.82%；兼任4家上市公司独立董事的有7名，占3.29%；兼任3家上市公司独立董事的有27名，占12.68%，平均每人兼任1.66家上市公司的独立董事。另外，独立董事投入上市公司的工作日在10日以下的有39名，占18.31%；11—15日的有49名，占23%；16—20日的有73名，占34.27%；21—30日的有38名，占17.84%；31—60日的有14名，占6.57%。平均每位董事在一家上市公司中的平均工作时间为19个工作日。从上述统计中可以看出，在江苏上市公司中独立董事兼任上市公司家数平均1—2家，而投入上市公司运作管理的精力也不多。独立公司缺席董事会会议的情况较为普遍，2003年以来有46家公司存在缺席的现象。其中缺席较多的公司有中材国际、综艺股份、仪征化纤等。董事会的平均次数为25次，独立董事平均缺席人次为5次。

（三）独立董事的独立性不够强

目前担任辖区上市公司独立董事的共有288名，其中252名独立董事是由董事会提名，占88%；36名独立董事是由大股东提名，占12%。由于我国上市公司普遍的“一股独大”股权结构，董事会通常由大股东所控制，因此实际按照大股东意志提名的独立董事占到了100%。由于大部分上市公司的大股东占有绝对控股地位，即使实现累积投票制，独立董事的选任仍然会受到大股东的控制，中小股东对独立董事的选任很难产生影响。因此独立董事的独立性倍受社会公众质疑。

（四）独立董事的激励机制不健全

对独立董事的激励主要有两个方面，一是报酬，二是声誉。目前，独立董事的报酬一般采用固定津贴的方式，对独立董事的激励作用有限。同时由于独立董事并非荣誉性职务，其承担的风险较大，当独立董事对此有所认识时，声誉的激

励作用就很微弱。一些独立董事的主动辞职就是例证。

（五）公司监事会的监督作用相当薄弱

辖区上市公司监事 342 人，平均 3.89 人。自 2003 年以来，辖区上市公司的监事会没有提议召开过股东大会，也没有否决过董事会的议案。即使 2003 年以来在发生重大风险个别公司中，监事会也没有对董事、高管进行有效的监督。由此可见，在三会运作中，监事会的作用还没有得到充分发挥，检查监督程序执行不力，流于形式，对公司利益和股东权益保护的制度运作效果大打折扣。

三、上市公司股东知情权的保护还不够充分

江苏上市公司在信息披露上虽然总体质量较好，但是依然存在一些当前我国证券市场的通病，如信息失真、不充分和缺乏及时性。2003 年以来有，有 10 家上市公司曾经因信息披露违规 12 次受到交易所的通报批评、公开谴责或受到中国证监会的行政处罚。

（一）信息披露不真实

信息的质量高低取决于信息的真实性和相关性，而目前我国上市公司披露的信息中，信息失真现象比较严重。有的公司上市前为了最大限度地募集资金，不惜过度包装，夸大经营业绩和盈利预测，以达到“圈钱”的目的；有的公司为了掩盖亏损而制造虚假的盈利。在江苏上市公司近年来受到惩处的 12 次违规信息披露中，有 2 次是因为信息失真而引起的。如 2004 年 8 月，某公司及相关负责人因虚构 2000 年合并报表利润 7762.40 万元、虚假披露增发募集资金使用情况及本公司未及时披露大额互保协议等事项被中国证监会行政处罚。

（二）信息披露不充分

法律规定，上市公司应该披露所有可能引起股票价格变动的全部信息资料，包括历史信息和前瞻性信息、财务信息和非财务信息等，不得隐瞒或遗漏任何重大信息。但目前我国上市公司所披露信息的充分性明显不足。江苏上市公司受到惩处的 12 次违规信息披露中，有 4 次是因为信息披露不充分。

（三）信息披露不及时

信息具有时效性，过时的信息将毫无使用价值。上市公司的信息应当以最快的速度传递给投资者，以利于投资者及时作出决策，减少信息延误带来的风险。尽

管我国大部分上市公司都能在规定的时间内披露年度报告和中期报告,但存在着披露时间偏晚的现象,有的公司直到规定披露时间的最后期限才公布企业的财务报告,尤其是经营业绩不佳的公司。在受惩处的 12 次违规信息披露中,披露不及时占 50%。

（四）在信息披露的方式上也存在一定问题

有的公司通过证券公司内部研究报告、调研或者其他方式,把公司重大信息提前透露给相关机构投资者;有的公司负责人或控股股东代表随意通过媒体、网络发布影响公司股价的信息,有的甚至利用个人博客发表对上市公司的言论,违反了信息披露的公开、公平、公正的原则要求。

四、上市公司股东收益权保护还有待进一步加强

一是有些公司连续多年不实施股利分配。2003 年度 29 家公司没有进行利润分配,占 2003 年底江苏上市公司总数的 36%;2004 年度 30 家公司未实施利润分配,占 2004 年底江苏上市公司总数的 34%;2005 年度 36 家公司没有实施利润分配,占 2005 年底江苏上市公司总数的 40%。有 3 家公司已经连续 5 年以上没有实施利润分配,其中南京熊猫从 1997 年至今一直没有实施利润分配,宁通信 B 从 1998 年至今一直没有实施利润分配,太极实业从 1999 年至今一直没有实施利润分配。此外,悦达投资、江苏索普、纵横国际等 3 家公司从 2001 至今连续 5 个年度不分配;小天鹅、远东股份、宏图高科、综艺股份等 4 家公司从 2002 至今连续 4 个年度不分配。

二是少数具备分红能力的上市公司连续数年不实施利润分配。截至 2005 年底,宏图高科、综艺股份可供分配的利润分别为 21052 万元、21848 万元,但却从 2002 至 2005 连续四个年度不分配。江苏阳光在 2005 年底的可供分配利润为 47653 万元,但该公司 2003、2004、2005 连续三年不分配。

分析以上存在的薄弱环节可以发现,对上市公司股东权益造成损害的主要原因有以下几个方面:

（一）控股股东法治意识不强

由于我国上市公司目前这种特殊的股权结构,控股股东对上市公司经营管理决策具有决定性的影响,并且受到的监督制约很少,同时相关的法律责任追究难

以及时到位。在这种相对畸形的股权结构中，控股股东很容易采用一些不当行为，侵害上市公司其他股东权益以谋取不当利益。常见的控股股东的行为主要包括以下几种：

1、挪用资金。控股股东往往关心的不是把上市公司经营好，而是把它当成一种纯粹的“筹资工具”，从股市上把钱圈到之后，就把这笔资金挪为其它用途，使上市公司失去发展后劲。有的控股股东利用上市公司作担保，为自己申请贷款提供方便。一旦出现还贷困难，就把风险推给上市公司，由它承担连带清偿责任。

2、关联交易。控股股东旗下往往有多家公司，在其操纵下，可以在这些公司之间进行关联交易，实现利益输送。关联交易有两种：索取型和付出型。索取型是控股股东通过关联交易，把上市公司的资源占为己有。付出型是指控股股东为了使上市公司的业绩在短期内呈现出虚假的提高，就把相关公司的利润向上市公司转移，一旦达到目的后，再把上市公司的资源转移出来，转给其它公司。

3、信息欺诈。由于控股股东实际上充当上市公司的“家长”，它控制着董事会、监事会、经理层，因此能够操纵公司的信息披露，公布虚假信息，或者有选择性地披露信息，特别是关于公司重大重组、业务转型等信息，达到操纵股价的目的，为利益相关人谋取利益。

（二）公司决策机制不够科学

一些上市公司虽然经历了改制、辅导等环节，但法人治理结构依然不完善，“三会”运作不规范，权力缺乏有效制约，独立董事形同虚设，大股东利用其控股地位，对公司的经营管理、人事任免等进行非法干预现象普遍，其中控股股东及关联方对上市公司资金非经营性占用问题尤为突出。虽然经过证券监管部门大力清理，但截止 2006 年 6 月底，全省 89 家上市公司中，有 11 家存在大股东及关联方非经营性占用上市公司资金情形，占上市公司总数的 12%，占用资金总额高达 9.38 亿元。大量资金被大股东以各种名义占用，不仅侵蚀着公司的资产质量，吞噬了公司利润，严重影响了上市公司的正常发展，而且损害了中小投资者的权益，有的甚至导致公司面临退市，对社会稳定造成极大的隐患。由于法人治理结构不完善，一些企业经营决策缺乏科学论证。有的上市公司利用募集资金进行委托理财，或者从事其他投资，结果导致投资本金都难以收回，给公司带来重大经济损失。

（三）公司管理层的不当行为

根据现代企业理论来看，只要企业存在所有权与经营权的分离，就不可避免地会出现“内部人控制”现象。在股权分置改革完成后，我国上市公司内部人控制问题可能会更加严重。上市公司董事、经理的不当行为，同样也会给上市公司股东造成权益的损害。

1、违反竞业禁止规定的行为。上市公司董事、经理违反规定，直接从事或间接从事与公司业务相关的业务，然后通过关联交易、不等价资产交换、大量借款、提供担保及股权质押以及利用上市公司商业信息等，直接或变相占有上市公司资金，损害上市公司以及股东权益。

2、信息披露违规。上市公司管理层违反相关规定，信息披露不真实、不完整、不及时都会对上市公司股东权益造成损害，特别是重大信息失真，如有意夸大公司业绩或缩小公司弊端，甚至虚增利润，以此来增加公司的投资价值，或者关联交易披露不充分、重大重组信息披露不及时等等，都会对公司股东投资决策产生误导。

3、过分在职消费和短期行为。上市公司管理层通过过度的在职消费，为自己谋取大量的“灰色收入”，或者为满足个人的其他利益，不按市场规律进行企业决策和运作，或者怠于行使甚至不行使诉权，从而使企业丧失发展的良机。对企业造成巨大损失的，都属于管理层的不当行为。

（四）中介机构的不当行为

证券公司、会计师事务所、律师事务所等中介机构在证券市场扮演着十分重要的角色，为投资者提供的专业服务质量，直接影响着投资者的决策行为。因此，中介机构的不当行为对上市公司股东权益有直接利害关系。中介机构的不当行为主要包括：

1、保荐机构失职。在证券发行过程中，对发行人未尽调查义务，对发行人的发行资料在公开披露之前未尽职核查，出现严重的大股东、董事或者经理层对上市公司的利益侵占等现象。

2、专业中介机构失职。会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等在从事证券业务时，对上市公司未尽核查义务，完成的有关发行公司的专家报告（比如审计报告、法律意见书、资产评估报告等）未能真实反映上市公司情况，致使

公司重大事项信息披露失真。

（五）公司股东自身的原因

我国法律法规对上市公司股东维护自身权益规定了相应的途径和救济手段，但是有些上市公司股东，特别是中小股东对维护自身合法权益缺乏积极主动性。

1、怠于行使决策权。中小股东近年来参加股东大会的意识虽有所增强，但是规模相比总体而言还比较小。2003 年以来，辖区出席股东大会的社会公众股东所代表的股份总数仅占出席股东大会的股东所代表股份总数的 15.25%，个别公司还没有社会公众股东出席股东大会，使得股东大会等同于大股东会。

表 3：江苏上市公司年度股东大会出席会议股东比例

	2003	2004	2005
年度股东大会出席会议股东持有或代表的股份总数占股权登记日股份总数的比例	66.39%	68.24%	63.63%
年度股东大会出席会议社会公众股东持有或代表的股份总数占股权登记日社会公众股份总数的比例	16.89%	23.70%	22.42%

2、怠于行使知情权。《公司法》规定，股东可以要求查阅公司会计账簿，如果公司没有证据证明小股东的查阅请求有不正当目的，就必须开放查阅。公司拒绝提供查阅的，股东可以到法院起诉，要求公司提供查阅。但调查结果显示，2003 年以来，江苏只有 1 家上市公司发生过一次流通股股东索取公司财务会计报告的情况。

3、怠于行使救济权。目前我国股东救济途径主要有协商解决、向主管机关投诉、向新闻媒体投诉、提起诉讼和仲裁等。但在权益受到损害时，大多数中小股东选择“用脚投票”。2003 年以来，江苏上市公司没有发生股东起诉公司董事、监事、高管人员的案例，公司股东对公司提起证券侵权民事赔偿诉讼也只有 2 件。

第三章 加强上市公司股东权益保护的政策建议

随着股权分置改革的顺利完成，我国证券市场将发生深刻的变化，全流通时代如何加强上市公司股东权益保护显得尤为重要。全流通的市场环境下，上市公司将会出现一些全新的变化：

一是上市公司的大股东或实际控制人有可能成为新的市场操纵主体，内幕交易、虚假陈述成为市场操纵的主要工具。因此股改完成后，大股东可能会利用资金和信息优势，操纵公司股价谋取非法利益，损害中小股东权益。

二是“内部人控制”现象将突出。股改结束后，上市公司股权结构会趋于分散。股权过于分散，就会可能导致责任股东缺位，从而出现“内部人控制”现象，损害上市公司所有股东权益。

三是上市公司并购重组将大大增加。上市公司并购重组活动中，有关参与者借并购重组之名，通过内幕交易、虚假陈述来操纵市场，行谋取非法利益之实；有的公司管理为保护自身的既得利益，滥用处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务等反收购策略，结果损害公司和股东利益。

四是大股东和高管人员虚假信息披露的动机可能更强烈。大股东过分关注股价，行为就会趋于短期化，特别是将股价作为考核大股东经营业绩重要指标时，大股东就会以好的经营业绩提升公司股价，通过资本利得和分红来实现利益最大化。

五是对于大股东行为的制度约束削弱。股权分置情形下，按照中国证监会的要求，上市公司建立了社会公众股股东对重大事项的分类表决制度，增发、重大资产重组等对于社会公众股股东利益有重大影响的相关事项，必须经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过，方可实施或提出申请。但是，作为一项过渡性措施，社会公众股分类表决制度在股权分置改革完成后将被取消，这就意味着对于大股东行为的制度约束将弱化。

针对我国上市公司股东权益保护存在的主要问题，以及全流通市场形势下可能出现的新情况，我们提出以下建议：

一、以完善独立董事制度为核心，健全上市公司法人治理结构

2001年中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，独立董事制度在我国上市公司中全面推行。新修订的《公司法》第123条从法律层面正式确立了独立董事制度。

从我国上市公司独立董事制度的实施情况来看，独立董事在保护中小投资者权益方面发挥了重要作用。独立董事进入董事会以后，参与公司的重大决策，对有关重大事项发表独立意见，对公司董事会的决策过程形成了监督，在一定程度上改变了董事长“一言堂”的现象，增强了董事会的内部制约力量。按照中国证监会的有关规定，独立董事占董事会成员的比例不少于三分之一，上市公司为了达到此项要求，对董事会的组成人员进行调整，降低了内部董事、关联董事的比例，使董事会的结构趋于合理。

但是，现行的独立董事制度距离中小股东合法权益代言人的要求还有差距，建议从以下方面对现行独立董事制度进行修改：

（一）进一步完善独立董事聘用机制

独立董事应具备财会、管理、法律等专业知识，且需要参与公司董事会运作。如果其具有实际的企业管理、运作经验，切实对公司的经营管理发表建设性意见，独立董事的作用将能得到更好的发挥。首先，明确独立董事任职条件。当前我国关于独立董事的任职条件还不够明确，上市公司聘任独立董事主要从知名度来考虑，并藉此来提高公司的形象，大都选择某一领域的学者或者专家，而把是否为公司经营和运作发挥实际作用放在次要地位，使得独立董事制度偏离了原来的制度设计目的。从国外成熟市场经验看，如果独立董事能为董事会的决策引入了外部独立的观点、具备相关的技能与经验、起到了公司方针制定与战略决策的作用，那么独立董事就能够对提高公司的绩效发挥一定的影响，并且企业管理人员和职业经理人由于其具备企业管理经验，有利于发现公司经营过程中存在的风险，从而使独立董事的监管功能名副其实。其次，改进独立董事提名制度。为确保独立董事真正成为公司股东特别是中小股东利益的代表，在独立董事的提名任命上应该

采用累积投票制，同时建立独立董事的扩大与循环机制，对已导入独立董事的公司通过以独立董事为主的提名委员会来选任独立董事。

（二）完善独立董事履职保障机制

首先，加强审计委员会的建设。中国证监会在《上市公司治理准则》规定了审计委员会的主要职责，包括审计师的选择、监督指导内部审计工作、审核财务信息及其披露等。可以看出，建立审计委员会的目的，就是要在董事会中增加一支财务治理力量，从而提高财务报表质量。从目前上市公司实施情况来看，专门委员会实施的效果较差。因此，建议提高上市公司专门委员会中独立董事的比例，这样独立董事能够通过专门委员会发挥更大的作用。其次，明确监事会和独立董事的职责划分，目前独立董事的职能与监事会的职能重叠，在我们的调查中发现，独立董事和监事会主要职能重叠是在财务检查和监督董事、经理行为方面。在监事会与独立董事制度并存的情况下，为避免职能重叠引起的制度浪费，独立董事制度与监事会制度可以进行有所侧重的分工。结合我国独立董事制度的实践，可以把对关联交易发表专门意见等关系到决策正确与否的事前和事中监督作为独立董事的核心职能，即监事会的监督应主要以是否违法违规等事后监督为主，以保障独立董事更好地发挥其应有的其他制度难以替代的重要作用。第三，建立独立董事激励机制，督促独立董事勤勉尽职。建立有效的激励机制，对于提高独立董事的工作质量和效率意义重大。独立董事的薪酬应多元化，除固定津贴外，可以考虑给予公司股份，以增强独立董事维护中小投资者权益的动力。

（三）强化独立董事责任机制

首先，建立独立董事行业自律组织，大力培育具有专业水平和敬业精神的独立董事阶层。独立董事的行业自律对于发挥独立董事的作用具有重要意义，建议成立独立董事协会或类似的行业自律性组织，加强独立董事的培训教育，增强独立董事履行职责的责任感，更好地发挥独立董事的效能。其次，加强独立董事履职情况评价机制。建立对独立董事进行的业绩评价机制具有重要的激励作用。具

体来说,我们可以利用独立董事协会这一自律组织来对独立董事进行评估。评估的内容可以包括制约控股股东、维护中小投资者利益,为公司战略提供决策咨询建议,激励和约束经理层行为等方面。最后,健全对独立董事履职情况的责任追究机制。对未尽诚信义务、未能对内部人进行有效监督,从而导致公司及股东利益受到损害的独立董事,应当追究其法律责任。同时在独立董事中引入市场禁入机制,对于那些不能独立、诚实地履行独立董事职责的人,规定在几年内不得担任独立董事或永久取消其担任独立董事的资格。

二、以健全民事赔偿诉讼制度为核心,畅通上市公司中小股东司法救济途径

追究证券违法行为人的民事赔偿责任,能够使受害的投资者直接得到利益补偿,也能使违法行为人受到惩罚。同时鼓励广大中小投资者关注证券民事责任,通过司法救济途径维护自身权益,对于市场主体具有威慑作用,对于证券监管工作具有协助作用。新《证券法》修改完善了对投资者损害赔偿的民事责任制度。该法第 69 条、76 条、77 条明确规定虚假陈述、内幕交易、操纵市场行为给投资者造成损失的,行为人应依法承担民事赔偿责任。但是新《证券法》对一些民事责任的内容规定得比较原则和笼统,如对内幕交易、操纵市场和欺诈客户民事赔偿的归责原则和计算方法未作规定。因此,应尽快通过司法解释使证券法规定的民事责任制度在实践中具有可操作性。

证券民事赔偿责任只有通过诉讼途径才能追究,即受害的投资者提起诉讼程序,人民法院审理裁决并执行。在 2002 年以前,我国人民法院不受理涉及虚假陈述、内幕交易和操纵市场等违法行为的民事损害赔偿案件,广大投资者无法通过民事诉讼途径来维护自身合法权益。2002 年 1 月 15 日,最高人民法院发布了《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》,这标志着我国证券民事诉讼之门为广大投资者打开。2003 年 1 月 9 日,最高人民法院公布了《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》,对于虚假陈述证券民事赔偿案件的受理与管辖、诉讼方式、虚假陈述的认定、归责与免责事由、共同侵权责任、损失认定等进行详细规定,对于充分保护广大中

小投资者的合法权益，促进我国证券市场的持续健康发展具有积极影响。但是，该《规定》仍有不足之处，具体表现在：一是以对虚假陈述行为人做出行政处罚或刑事裁判作为提起民事赔偿诉讼的前置程序，限制了受害的投资者提起民事诉讼的权利，而且容易导致投资者对监管部门提起行政诉讼，不利于投资者和监管部门同心协力追究证券违法行为人的责任。二是诉讼方式还存在缺陷。《规定》要求虚假陈述共同诉讼的原告人数必须在开庭审理前确定，没有考虑到证券民事赔偿案件受害者人数众多，遍布全国的特点。三是按照《规定》中的计算方法，投资者获得的赔偿与其实际损失可能产生较大误差，因此损失计算的方法有待改进。

为了更好保护广大投资者的利益，追究各种证券侵权行为的民事赔偿责任，应借鉴国外成熟市场经验，对现行证券民事诉讼制度进行改革。第一，借鉴美国证券集团诉讼的做法，取消权利登记程序，将在法院公告期内未申请的投资者视为参加诉讼，诉讼判决对其有效，这样可以简化诉讼程序，减少诉讼成本。第二，引进团体诉讼制度，由证券投资者保护基金等团体代表受害的投资者提起证券民事赔偿诉讼。第三，取消证券民事赔偿诉讼的前置程序，方便广大投资者行使提起诉讼的权利。第四，参照国外成熟市场做法，制定科学的损害赔偿计算方法。

三、以弘扬股权文化为核心，积极营造有利于上市公司股东权益保护的社会环境

弘扬股权文化就是在全社会鼓励股权投资和倡导投资者权益保护。股权文化在推动公司治理、促进资本市场发展方面具有极其重大的现实意义和深远影响。后股权分置时期，要在完善投资者保护制度与加强证券市场监管的同时，加快以投资者为本位的股权文化建设。一是要倡导积极股东主义，鼓励股东积极参与公司治理，维护自身权益。从实际情况看，投资者自我保护的意识不强，未能充分利用现行的制度规则来维权，如中小投资者出席股东大会的比率很低。在后股权分置时期，应通过投资者教育等多种途径，大力倡导积极股东主义，鼓励广大投资者在不干扰公司正常运作的前提下，对可能影响公司发展和侵犯股东权益的重大事项积极加以干预。同时继续实行股东大会网络投票，为中小投资者参与对上市公司重大事项的决策提供方便。二是加强全社会的诚信建设。在市场经济条件

下，个体趋利避害的无形之手引导整个经济按照自身规律向前发展，私人在追求自身利益的同时，只要具备社会要求的理性和道德，遵守法律，恪守诚信，社会的总体利益就会得到同步放大。证券市场作为经济高度发展的产物，对诚信的社会环境更为严格。首先，应重点加强对上市公司董事、监事、高管人员的诚信教育，督促他们牢固树立对全体投资者的诚信意识，改变“大股东利益至上”的观念，牢固树立“全体股东利益最大化”的经营理念，积极改善投资者关系管理。其次，要加强中介机构的诚信建设。证券市场诚信建设的第一载体是上市公司，而上市公司的诚信与否与中介机构的审计、评估、律师、保荐人报告的信息披露的完整性、真实性密切相关。上市公司的诚信与中介机构的把关密切相关，上市公司的造假和不诚信更是离不开中介机构的助纣为虐。一个诚信的社会、一个诚信的证券市场必须要有一个庞大的诚信的中介机构群体为前提。三是在全社会形成保护投资者利益的氛围，尤其是各政府部门、司法机关要充分体现对投资者权益的尊重与认同，强化对上市公司的外部约束机制，实现股东价值最大化和保护投资者利益；相关社会力量要发挥合力作用，共同促进上市公司股东权益保护工作。

四、以投资者教育为核心，提高我国证券市场投资者的整体素质

（一）精心组织、循序渐进地开展投资者教育

首先，要求证券经营机构、中介机构做好经常性的投资者教育活动，如：发放投资者教育手册，举办各类型的展览，开展每日投资讲座，开设普及性的股民学校、股市沙龙等。我们派专人定期或不定期地检查其教育的实效，并作为考核的重要指标。第二、邀请社会各界专家，针对投资者在投资过程中遇到的各类问题，开展有深度的系列专题讲座，如：“如何解读上市公司的财务报表”、“宏观经济分析与预测”、“投资者认识偏差及纠正措施”、“互联网应用及网上交易”、“投资技巧与实践”、“证券投资中的法律知识”等，从内容上提高投资者教育的深度，避免空洞的说教。第三、在形式上创新，通过报纸、电视、电台、网络等各宣传媒体及时披露我们的研究成果，把投资者教育向时空上扩展，尽力扩大教育层面，让更多的投资者受益。第四、注重教育效果，克服短期效应，建立一整套与投资者反馈沟通机制，保证此项活动持之以恒地开展下去。第五、经过一定

时期的努力，建立一批投资者教育和理性投资示范基地，用理性投资的成功范例教育带动更多的投资者树立成熟稳健的投资风格，塑造整体素质高、理论及实务水平强、讲求投资组合、投资回报率高的新型投资者形象。

（二）督促证券经营机构肩负起应负的责任

证券中介机构是投资者与资本市场的桥梁，是投资者教育活动的重要载体，券商应明确自身在投资者教育中的地位和作用，承担和强化其投资者教育职能。

（三）上市公司应准确及时完整的披露信息

上市公司的信息披露制度已经基本建立，但在实践中有相当一批上市公司并没有自觉遵守有关法律法规，出现了不少问题，引起了证券市场的波动。上市公司是证券市场的基石，上市公司准确及时完整的披露信息不仅是上市公司应尽的责任也是对广大投资者利益的维护，上市公司应按照中国证监会的有关规定做好信息披露工作，以切实保障广大投资者的合法权益。

（四）中介机构应严守诚信原则

中介机构是证券市场中十分重要的组成部分，目前有些中介机构置自己的信誉于不顾，出具虚假审计报告等违法违规行为屡有发生，严重侵害了投资者的合法权益。各中介机构一定要严守诚信原则，杜绝违法违规现象

此外，从投资者角度来谈，增强主动维权意识，加强与监管部门的沟通和交流反馈；从新闻媒体来谈，加强宣传，加大监督；从专家学者来谈，加强研究，出谋划策。总之，开展投资者教育，提高上市公司素质，防范和化解证券市场风险是一项长期艰巨的工作，需要社会各方的共同参与。

结 论

本课题通过对 89 家样本上市公司、公司股东调查问卷以及各上市公司公布的信息披露文件进行分析研究，召开专家和中小股东座谈会，并结合上市公司监管过程中掌握的资料，得出以下研究结论：

1、江苏上市公司股东权益的保护总体较好。江苏上市公司在自身的发展过程中，十分重视公司法人治理结构建设，特别是在董事会的建设方面，把建立符合现代企业制度和《公司法》要求的董事会作为公司持续健康发展的基础和保证；上市公司股东决策权基本得到有效行使，中小股东出席股东大会的行使股东权利的意识逐步增强，参与上市公司经营管理决策的途径更为便捷，决策水平进一步提高；上市公司已建立较为完整的信息披露制度体系，绝大多数上市公司能按照规定完整、准确、及时进行信息披露。上市公司派送现金红利逐年增长，中小股东的收益权得到较好保护。

2、上市公司股东权益保护还存在一些薄弱环节，其中有些问题还比较突出。一是上市公司董事会结构中不可避免地带有“一股独大”的痕迹。董事会受大股东控制，大股东“一言堂”现象仍然存在，上市公司的董事会结构有待进一步完善。二是上市公司内部制约机制有效性依然不强，上市公司内部承担监督职能的独立董事和监事会履行职责情况并不理想。三是信息披露上虽然总体质量较好，但上市公司股东知情权的保护还不够充分。四是有些公司连续多年不实施股利分配，上市公司股东收益权保护还有待进一步加强。

3、随着股权分置改革的顺利完成，我国证券市场将发生深刻的变化，针对全流通市场形势下可能出现的新情况以及我国上市公司股东权益保护存在的主要问题，本研究提出四条建议：一是以完善独立董事制度为核心，健全上市公司法人治理结构；二是以健全民事赔偿诉讼制度为核心，畅通上市公司中小股东司法救济途径；三是以弘扬股权文化为核心，积极营造有利于上市公司股东权益保护的社会环境；四是以投资者教育为核心，提高我国证券市场投资者的整体素质。

参 考 文 献

- [1] 约翰·斯蒂尔·戈登, 祁斌译, 《伟大的博弈: 华尔街金融帝国的崛起》, 中信出版社, 2005年1月。
- [2] 贺智华, 《海外证券市场》, 经济日报出版社, 2002年1月。
- [3] 中国证券监督管理委员会, 《中国证券期货统计年鉴(2002)》, 百家出版社, 2003年。
- [4] 李飞, 《中华人民共和国证券法(修订)释义》, 法律出版社, 2005年11月。
- [5] 周正庆, 《证券知识读本》, 中国金融出版社, 2006年3月。
- [6] 张育军, 《转轨时期证券市场前沿问题思考》, 经济管理出版社, 2005年2月。
- [7] 何卫东, 《上市公司自愿性信息披露研究》, 深圳证券交易所综合研究所, 2003年。
- [8] 刘纪鹏, 《创建股市新文化迫在眉睫》, 《中国证券报》, 2003年9月9日。
- [9] 卞耀武, 《关于中国证券市场投资者保护的法律体系》, 《证券法律评论》, 第3卷。