

## 摘 要

股东权益保护是证券市场历久弥新的重要研究命题，加强保护中小股东权益更是证券监管部门践行的目标和宗旨。股权分置改革改变了上市公司股东利益冲突的表现形式，在股权尚未全部流通的过渡期，上市公司类别股东的权益冲突呈现出新的格局，即限售股东和普通流通股股东之间的利益矛盾。而在限售股东内部，又有可能产生大股东和其他限售股东的利益争夺。

在这一背景下，股东权益保护蕴含了新的内容，需要面对新的问题，并应采取新的思路和措施。本报告正是在这样的背景下展开，并以摸清浙江上市公司股东权益保护状况为重点，着重从理论和实践两个层面对股东权益保护进行研究。

就理论层面而言，报告重点研究了股东权益的涵义、内容，创造性地将股东权益划分为知情权、决策参与权、收益权与救济权，并以此为框架设计调查问卷，对股东各类具体权益的保护状况进行深入而细致的把握。不仅如此，报告还从定量和定性两个方面设定指标，并以定性指标为主，辅之以定量指标，对股东权益保护状况作出综合评定。

就实践层面而言，报告认为浙江上市公司股东权益保护中存在的根本性问题在于：各类股东权益保护在行权意愿、行权能力、行权空间和行权效果等方面存在严重的“不公平”现象。这一根本性问题又表现为这样几个具体问题：部分其他限售股东、普通流通股股东行权意愿不高；大股东与其他股东仍然存在利益不一致的情况；内部人控制问题逐步显现；信息获取不对称；现有法律法规得不到有效的贯彻和落实；股权激励机制可能存在负面影响；市场操纵行为有了新变化。

作为政策建议，报告认为可以从基本原则和具体措施两个层面入手。就前者而言，应将股东实质公平原则作为全流通背景下保护股东权益的基本原则。就后者而言，应着力从提高股东行权意愿，拓展股东行权空间；将市值纳入考核体系，构筑利益共同体；加强对经理层的监督，防范内部人控制；规范信息披露，纠正信息获取的不对称；健全配套制度，增强现有法律法规的可操作性；完善股权激励机制，推动经理层规范经营；确立大股东的诚信义务，切实防范其对其他股东的利益损害等方面入手，实现对股东权益的全方位保护。

**关键词：全流通 股东权益保护 定性指标 定量指标**

## 目 录

一、研究背景.....	1
二、股东权益的涵义、内容与评价指标.....	2
(一) 股东权益的涵义.....	2
1. 法律法规对股东权益的界定.....	2
2. 公司财务学对股东权益的界定.....	3
(二) 上市公司股东权益的内容.....	3
1. 知情权.....	4
2. 决策参与权.....	4
3. 收益权.....	5
4. 救济权.....	5
(三) “全流通”过渡期上市公司类别股东权益分析.....	6
1. 限售流通股东权益分析.....	7
2. 普通流通股东权益分析.....	8
(四) 上市公司股东权益的评价指标.....	8
三、调研方法与问卷设计.....	10
(一) 调查目的与研究假设.....	10
(二) 样本选取与调查对象设定.....	10
(三) 调查方式.....	11
1. 问卷调查.....	11
2. 实地走访座谈.....	11
(四) 问卷回收情况.....	11
四、浙江上市公司股东权益保护现状：调查结果分析.....	13
(一) 股东基本情况.....	13
1. 股东持有股份的基本情况.....	13
2. 股东对持有股份的态度.....	13
(二) 股东权益保护概况.....	14
1. 上市公司投资者关系管理状况.....	14
2. 股东对其权益受保护程度的主观感受.....	14
3. 股东权益未能得到有效保护的原因.....	14
4. 改善股东权益保护状况的措施.....	15
(三) 股东知情权保护状况.....	15

1. 股东行使知情权的意愿 .....	15
2. 股东行使知情权的渠道 .....	17
3. 股东行使知情权的效果 .....	18
4. 股东对上市公司信息披露的认可程度 .....	18
5. 信息披露中的不足之处 .....	19
(四) 股东决策参与权保护状况 .....	19
1. 股东对决策参与权的认知程度 .....	19
2. 股东参与公司决策的深度 .....	20
3. 上市公司保障股东决策参与权的措施 .....	20
4. 股东行使决策参与权的障碍 .....	20
5. 股东行使决策参与权的效果 .....	21
(五) 股东收益权保护状况 .....	21
1. 上市公司利润分配情况 .....	21
2. 影响股东投资行为的因素 .....	22
3. 股东衡量其自身收益状况的标准 .....	22
4. 股东对上市公司利润分配方案的认可程度 .....	23
(六) 股东救济权保护状况 .....	23
1. 股东对救济权的认知程度 .....	23
2. 股东救济路径的选择 .....	24
3. 上市公司对救济效果的主观评价 .....	24
4. 股东行使救济权的障碍 .....	25
5. 保护股东权益的措施选择及相关建议 .....	25
(七) 股改对股东权益保护的影响 .....	26
(八) 股东权益现状的价值评价 .....	26
1. 评价指标设定 .....	27
2. 数据计算与结果分析 .....	27
<b>五、全流通背景下浙江上市公司股东权益保护中存在的问题 .....</b>	<b>29</b>
(一) 股东权益保护中存在问题的集中表现 .....	29
1. 行权意愿 .....	29
2. 行权能力 .....	29
3. 行权空间 .....	30
4. 行权效果 .....	30
(二) 股东权益保护问题的具体表现 .....	30
1. 部分其他限售股东、普通流通股股东行权意愿不高 .....	30
2. 大股东与其他股东仍然存在利益不一致的情况 .....	31
3. 内部人控制问题逐步显现 .....	31

4. 信息获取不对称 .....	32
5. 现有法律法规得不到有效的贯彻和落实 .....	32
6. 股权激励机制可能存在负面影响 .....	33
7. 市场操纵行为有了新变化 .....	33
<b>六、政策建议.....</b>	<b>34</b>
(一) 全流通背景下股东权益保护的基本原则.....	34
(二) 全流通背景下股东权益保护的具体措施.....	34
1. 提高股东行权意愿, 拓展股东行权空间 .....	34
2. 将市值纳入考核体系, 构筑利益共同体 .....	35
3. 加强对经理层的监督, 防范内部人控制 .....	35
4. 规范信息披露, 纠正信息获取的不对称 .....	36
5. 健全配套制度, 增强现有法律法规的可操作性 .....	36
6. 完善股权激励机制, 推动经理层规范经营 .....	36
7. 确立大股东诚信义务, 切实防范其对其他股东的利益损害 .....	37
<b>附录一.....</b>	<b>38</b>
<b>附录二.....</b>	<b>466</b>

## 一、研究背景

一直以来,股东权益保护问题都是公司财务学和公司治理理论的重要研究命题。股东权益的内容是什么,如何充分、有效地保护股东权益,不同类型股东之间的权益冲突是什么、如何解决等,都值得理论界和管理层进行系统深入的研究。与普通公司相比,上市公司股东权益的保护就更为重要,这不仅是因为上市公司股东人数众多、股权结构复杂,更重要的是,一个无法保障投资者合法权益的资本市场,必定会遭到投资者的离弃,是根本无法实现长期健康、持续发展的。

在复杂的股权结构下,不同类别的股东之间很可能产生权益冲突,因为资本多数的原则无法满足所有投资者的利益诉求。近年来,上市公司大股东利用自身对公司的强大控制力侵害中小股东权益的事实已成为全球资本市场上的突出矛盾之一,相应地,如何有效地保护中小股东的合法权益也成为学界和业界研究的重中之重。

在我国证券市场上,由于投资者构成和上市公司股权结构的特殊性,加强保护中小股东权益一直是证券监管部门践行的目标和宗旨。在股权分置改革之前,上市公司非流通股侵害流通股权益成为大股东与中小股东利益冲突的主要表现形式,进而引发了严重的市场风险和信任危机。划时代的股权分置改革彻底改变了非流通股和流通股同股不同权的状况,引领我国证券市场走向“全流通”时代。在这一崭新的市场环境下,特别是在股权尚未全部流通的过渡期,上市公司类别股东的权益冲突呈现出新的格局,即限售流通股和普通流通股之间的利益矛盾。而在限售流通股内部,又有可能产生大股东和其他限售流通股东的利益争夺。在这一背景下,股东权益保护是否会蕴含新的内容,应该坚持什么原则和思路,需要采取哪些新的措施等,都是新生的研究命题。

基于上述理论基础和市场现实,笔者希望通过本文的研究对上述问题作出解答。我们以 2006 年 5 月底之前通过股改投票表决的浙江上市公司为研究对象,就股东权益保护状况进行实证调研和分析,并以此为依据,针对“全流通”时代如何有效保护中小股东权益问题,提出了可操作的政策建议。

## 二、股东权益的涵义、内容与评价指标

### （一）股东权益的涵义

股东权益，是指公司股东因持有股份而享有的获知公司经营状况、参与公司经营决策、取得投资收益等权利和利益。相应的，上市公司股东权益，就是股东因持有上市公司股份而享有的权利和利益。股东权益遵循同股同权的原则，不因股东身份、性质的不同而不同，单位股份所享有的股东权益是相同的。

股东权益是权利和利益的统称，它具有两种表现形式，即权利表现形式和价值表现形式。在权利表现形式下，股东权益由法律法规赋予的一系列股东权利组成，股东享有权利越多，行使权利越便捷、有效，则股东权益越大。在价值表现形式下，股东权益由一系列体现公司价值、股权价值或股东收益价值的指标来衡量，价值指标越高，则股东权益越大。股东权益的权利和价值两种表现形式是相辅相成、相互统一的。

#### 1.法律法规对股东权益的界定

从法理上讲，只有权利和义务之分，而没有利益之别。法律法规对于股东权益的界定，都是从股东权利的角度出发，授予股东充分、必要的权利以保证其维护自身利益的能力和可行性。

新《公司法》对股东权利有着细致而严谨的界定。其中，第4条对股东权益进行了总括性的陈述，规定了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。除此之外，《公司法》还在其他章节的各个条款中从不同角度对股东权益进行了具体界定。2006年修订的《上市公司章程指引》在第32条对上市公司股东的权利进行了细致、完整的规定，具体包括：查阅股东大会记录、董事会和监事会决议、公司财务报表及相关资料；对公司经营进行监督、建议和质询；参加股东大会并有效行使表决权；按持股比例享受利益分配；在公司清算时享有剩余财产分配权等。上述法律法规除对股东权利的内容作出规定之外，还明确规定了股东如何便捷、有效地行权，股东权利受损时如何进行救济等，这些都属于股东权益的权利表现。

## 2.公司财务学对股东权益的界定

按照公司财务学的理论分析，股东权益也就是股权价值，是公司价值减去负债价值后的剩余索取权益。在公司运营过程中，虽然资本结构<sup>1</sup>会不断变化，但只要公司价值是增加的，则资本结构的任何变化都将对股东有利，能增加股东权益<sup>2</sup>。因此，财务学家将保护和增加股东权益的命题，转化为如何增加公司价值。所谓股东权益最大，就等价于公司价值最大。至于衡量公司价值的指标，虽然财务学家有各自不同的观点，但大多数学者都基本认同以下的论断：（1）上市公司的股票市价是衡量上市公司价值的良好指标之一；（2）除了股权价值指标外，股东实际收益状况是衡量股东权益的另一项重要标准。

在“全流通”的背景下，股票市价是反映股权价值的综合性指标，也是股东权益大小的直观表现。股东收益主要包含每股收益、股利收入和资本利得三部分。每股收益只是一个会计收益概念，并非股东真正获得的现金流入。股利收入是股东享受利润分配而获得的真实收益，其形式多样，包括现金股利、股票股利等。其中，现金股利与公司价值正相关，因而有助于增加股东权益，而股票股利并不影响公司价值，所以对股东权益没有直接影响。资本利得则是股东出售股票所获得的资本增值，它与股票市价正相关。这些反映股权价值和股权收益的指标都属于股东权益的价值表现，一个直观的判断是：这些价值指标越高，则股东权益越大；这些价值指标如果是递增的，则股东权益在增加。

### （二）上市公司股东权益的内容

按照《公司法》、《上市公司章程指引》等有关法律法规的规定，上市公司股东依法享有获知公司财务状况及经营管理情况、参与公司经营管理决策、获取投资收益等权利。具体而言，上市公司股东权益主要包括四部分内容，即股东的知情权、股东参与公司经营决策的权利、股东收益权和股东权利受损时的救济权。

<sup>1</sup> 所谓资本结构，通常是指债务融资和股权融资的比例关系。

<sup>2</sup> 债务融资比例过高且违约可能性非常大的特殊情况除外。

## 1. 知情权

所谓知情权，是指股东有权了解上市公司经营管理的基本情况，获知公司的财务状况及相关重要信息和资料。知情权要求及时、充分和完整，能保证股东在最短的时间内充分掌握上市公司的有关信息，并保证股东在行使权利时不受任何恶意的障碍和限制，具体包括查询权、质询权等。

依据《公司法》和《上市公司章程指引》的规定：（1）股东有权查阅和复制上市公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告等资料，这是对查询权的明确界定。（2）股东大会要求董事、监事、高级管理人员列席会议的，董事、监事和高级管理人员应当列席并接受股东的质询。这一规定明确了股东的质询权，从而更好地保障股东有效行使知情权，及时、充分地掌握公司的经营管理情况。

## 2. 决策参与权

所谓决策参与权，是指股东有权参与上市公司的经营管理，对公司的重大决策发表意见、提出建议，作出认同或反对的决定。决策参与权要求便捷、有效，能保证股东花费尽可能低的成本对公司经营管理提出自己的意见和建议，对董事会和股东大会的决议作出评判，具体包括股东大会召集请求权、特殊情形下的股东大会自行召集权、提案权、表决权等。

关于股东大会召集权，《公司法》和《上市公司章程指引》主要有如下的重要规定：（1）代表十分之一以上表决权的股东，三分之一以上的董事、监事会或者不设监事会的公司的监事提议召开临时会议的，应当召开临时会议。（2）董事会或者执行董事不能履行或者不履行召集股东大会职责的，由监事会或者不设监事会的公司的监事召集和主持；监事会或者监事不召集和主持的，代表十分之一以上表决权的股东可以自行召集和主持。这些条款明确赋予股东请求召集股东大会、在特殊情况下自行召集和主持股东大会的权利，以保障股东参与公司经营决策。

关于提案权和表决权，《公司法》和《上市公司章程指引》也作了明确的规定：（1）单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开

十日前提出临时提案并书面提交董事会。这一条款赋予股东，尤其是中小股东，在股东大会上充分发表意见的权利。(2) 公司转让、受让重大资产或者对外提供担保等事项按规定必须经股东大会作出决议的，董事会应当及时召集股东大会会议，由股东大会就上述事项进行表决。这一规定强调了股东对于公司重大事项的表决权。

### 3. 收益权

所谓收益权，是指股东享受上市公司利润分配的权利。依据《公司法》和《上市公司章程指引》的规定，股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东依法享有按照实缴的出资比例认缴出资的优先权。

股东获取收益，主要是通过上市公司发放股利的形式来实现。但是《公司法》等法律法规并不能强制规定上市公司必须定期发放股利，或必须发放多少股利。事实上，股利分配政策是上市公司股东大会的决策，理论上讲，是由全体股东共同来决定股利是否发放和如何发放。由于股权投资是无法撤回的，所以股利政策的好坏就直接决定了股东投资回报的多寡。一般认为，上市公司如果能做到定期发放股利，并保证适当的股利发放数量，则股东就能较好地享有收益权利。

除了股利收益之外，上市公司的股东，尤其是中小股东其获取收益的另一个重要途径是资本利得。如果上市公司经营稳健、不断成长，则公司股价会逐步攀升，从而长期投资者能获得丰厚的资本利得收益。不可否认，资本利得收益是中小流通股股东格外关注的收益内容。

### 4. 救济权

所谓救济权，是指股东在权利受损时所享有的依法诉讼或向监管部门申诉的权利。所谓“没有救济就没有权利”，股东救济权是股东权益不可或缺的组成部分，相应的，救济权也特别强调可行性和有效性。

依据《公司法》的规定，股东有权请求撤销带有瑕疵的公司决议；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，股东可以依法请求人民法院撤销。这不仅是对程序公正的肯定，更是赋予股东监督公司会议召开、维护自身权益的权利。

《公司法》还就股东的请求诉讼权和代位诉讼权作出了重要规定：(1) 公司董事、高级管理人员若违法法律规定、侵害公司利益，符合法律规定的股东可以书面请求监事会向人民法院提起诉讼。若监事会为诉讼对象，则股东可请求董事会向人民法院提起诉讼。(2) 监事会或董事会收到股东书面请求后拒绝提起诉讼，或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼，或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的，股东有权为公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。(3) 他人侵犯公司合法权益，给公司造成损失的，符合法律规定的股东同样可以为公司的利益以自己的名义向人民法院提起诉讼。这些条款明确授予了股东请求诉讼和特殊情况下直接代位诉讼的权利，对于维护股东权益具有相当重要的作用。

另外，《公司法》还赋予股东在特定情况下申请公司解散的权利：公司经营管理发生严重困难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的，持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东，可以请求人民法院解散公司。这一条款让股东，尤其是中小股东有权决定公司是否退出市场，在完善股东救济权的同时也增强了股东的决策权。

### (三) “全流通”过渡期上市公司类别股东权益分析

大股东凭借自己对公司的实质性支配权力侵害中小股东权益，并非我国证券市场的特例，而是全球范围内的公司治理难题。在资本多数决定原则的作用下，如果没有相应的制度加以保障，中小股东权益受损几乎是不可避免的。在股权分置时代，非流通股东和流通股东的利益冲突是最主要、最引人关注的类别股东矛盾，并被很多学者认为是引发我国证券市场诸多严重问题的症结所在。进而，作为大股东的非流通股左右上市公司决策侵害中小股东，也就是流通股东的权益的问题，也就变得格外严重和敏感。股权分置改革的创新实行，使得上市公司的所有股东都拥有了流通权，而只是在权利的行使上有所区别。从而，原有的类别股东划分被改变，上市公司的股东被重新区分为限售流通股东和普通流通股东两大类。笔者认为，在新的机制和环境下，特别是在股权尚未全部流通的过渡期，各类股东的利益总体上趋向一致，但又有具体的分别。

## 1. 限售流通股东权益分析

限售流通股东，是指上市公司原有的非流通股东<sup>1</sup>。他们在股权分置改革中通过向流通股东支付“对价”而获得股份的流通权，但其所持股份不能立即流通，而必须经历通常为 12 个月或更长时间的股份锁定期。在锁定期结束后，他们出售股份也必须遵循事先约定的限制条件。按照持股份额的多少，限售流通股东包括大股东和其他限售流通股东<sup>2</sup>。现今，上市公司的股权分置改革已经基本完成，整个市场已经进入“全流通”时代，原有非流通股东向限售流通股东的根本性转变，让我们预期到上市公司类别股东权益的状况和维护有可能进入新的局面，面临新的问题和挑战。

首先是大股东。作为持股比例最高的限售流通股东，大股东对上市公司所有权和经营管理的控制力是不容置疑的。但同时，大股东的权益有可能在以下方面受到挑战：（1）其他限售流通股东由于拥有了流通权，可能在自利的目标下作出一些违背大股东意愿的行为，比如大量出售股票以获取短期资本利得等。大股东与其他限售股东的联盟被打破的可能性大大增强。（2）监管部门始终以维护中小股东利益为主要工作原则和指导思想，类别股东表决制度或将再次推行，甚至有学者提出限制大股东有表决权的股份额度等建议，这些都很可能伤及大股东的既得利益。不过，总的来说，只要大股东的持股份额达到适当的比例，那么即使是在“全流通”时代，其控制力和强势地位也将不会改变。全球资本市场和上市公司的实践也告诉我们，大股东在类别股东权益冲突中，多是占据主动和有利的地位。

其次是其他限售流通股东。通过股权分置改革而获得的流通权，对上市公司的其他限售流通股东的决策有着重要的指导作用，并会直接导致其角色和利益趋向的转变。一方面，其他限售流通股东拥有了流通权，就可以摆脱完全依附于大股东的局面。当大股东的行为侵害其利益时，部分其他限售流通股东可能会采取更加积极主动的姿态，与大股东进行对抗，以保护自身的权益。甚至，他们可以选择与流通股东联合，为维护上市公司的利益和他们自身的权益而挑战大股东对公司的控制。另一方面，其他限售流通股东处于大股东和普通流通股东之间，有

<sup>1</sup> 这类限售流通股东是本文的主要研究对象。除此之外，还有一类限售流通股东为全流通条件下新上市公司的发起人股东，其限售期为 1—3 年。这类限售股东不作为本文的研究对象。

<sup>2</sup> 市场上又称之为“小非”股东。

可能面临遭受双面夹击的不利局面，其权益保护或将成为“全流通”时代，尤其是“全流通”过渡期一个新的命题。

## 2. 普通流通股股东权益分析

普通流通股股东，即原来“股权分置”时代的流通股股东。普通流通股股东主要由机构投资者和个人投资者组成。机构投资者通常资金实力强、持股比例高，对上市公司具有一定的影响力。在股权分置改革中，类别股东表决制度的实行给予机构投资者充分有力的话语权。在今后的全流通市场上，持股比例较高的机构投资者拥有对公司经营进行调研和参与公司决策的专业能力和资本实力，因而其股东权益维护不会存在太大的困难。个人投资者，也就是散户投资者，持股分散且持股比例低，虽然也是上市公司的所有者，但缺乏对公司经营管理的决策力和控制力，从而天然具有权益被侵害的可能性。因此，加强股东权益保护的主要对象，应该是这些中小普通流通股股东。在“全流通”时代，虽然表现形式上有所改变，但中小普通流通股股东的权益被大股东或其他股东或上市公司管理层侵害的可能性仍非常大。势单力孤的中小股东不仅遭遇到资本多数原则下的利益损害，更面临着权益受损时的救济无门。一言以蔽之，中小普通流通股股东的权益保护，在“全流通”背景下仍然是恒久的命题。

### （四）上市公司股东权益的评价指标

股东权益的评价应当对股东的权利和利益进行综合的评判，因此，其评价指标可以分为定性指标和定量指标两大类。定性指标着重于股东权利的性质评判，定量指标则着重于股东利益的价值评判。

定性指标又可以称为权利指标，它从股东权益的权利表现的角度出发，主要包括以下定性的评判：（1）股东是否享受应有的权利，股东对自身权利是否充分知晓和理解；（2）股东是否能便捷、有效地行使权利；（3）当行权受阻或受限而导致权益受损时，股东是否拥有便捷、有效的救济途径。相应的，定性指标的衡量尺度为存在性、便捷性、有效性和补偿性。

定量指标又可以称为价值指标，它从股东权益的价值表现的角度出发，主要包括以下定量的评判：（1）上市公司的价值；（2）股东所持股份的价值；（3）股

东收益的价值。具体而言，衡量上市公司价值的指标包括以总市值或总流通市值为代表的资产价值指标，以及以净资产收益率、总资产收益率或主营业务利润率为代表的盈利能力指标；股东因其性质不同而可能对衡量其所持股份价值的指标有不同的选择；衡量股东收益的指标包括会计收益指标、现金收益指标和资本利得指标等，比如每股收益、每股股利或现金分红，以及一定时期内每股股价的上涨幅度等。

在评价上市公司股东权益时，无论是权利指标还是价值指标，都带有一定的局限性。权利指标的度量和判断带有明显的主观性，部分权利指标容易使评判者对形式上的健全和实质上的有效发生混淆，以致作出错误的评价。价值指标的局限性主要体现为两点，一是不能很好地反映股东的救济权；二是存在账面权益和实际权益的混淆。另外，权利指标和价值指标之间也有可能出现相互矛盾的情况。总的来说，上市公司股东权益的评价指标应以定性指标为主，通过相关事实来评判股东权利是否存在、是否得以行使、是否行使有效、是否能够救济，从而对股东权益状况作出综合评定。与此同时，价值指标可以充分地作为权利指标的辅助，从价值和收益的角度对股东权益的状况作出评价。价值指标的定量特征，便于我们直观地判断和比较股东权益的好坏，其定量数值中也包含了综合的、丰富的权利指标信息。

### 三、调研方法与问卷设计

#### （一）调查目的与研究假设

我们通过适当的样本选择和问卷调查，希望了解和掌握最近两年、特别是股权分置改革前后浙江上市公司股东权益保护的状况，以从股东权益构成的角度摸清股东知情权、决策参与权、收益权和救济权的保护现状，以及存在的问题和障碍，重点剖析“全流通”时代加强中小股东权益保护的主要环节和重要突破口，并提出可操作的对策建议，供监管部门、证券交易所和上市公司等参考。

基于前文对“全流通”背景下上市公司类别股东权益的深入分析，我们在调查之初提出如下的四个假设，以待调查结果的验证：

（1）大股东对上市公司保持较强的控制力，在股东权益冲突中占据有利地位；

（2）其他限售流通股东有可能打破与大股东的原有利益联盟，与普通流通股股东一起保卫上市公司和自身的权益；

（3）其他限售流通股东处于大股东和普通流通股股东的夹缝中，其权益容易受到侵害；

（4）普通流通股股东尤其是中小流通股股东仍处于绝对弱势，其权益很容易受到侵害。

#### （二）样本选取与调查对象设定

截至 2006 年 5 月 31 日，浙江辖区 67 家应股改上市公司中共有 49 家公司的股改方案已获通过。我们以这 49 家上市公司为基础，剔除最近两年市盈率指标明显异常的 4 家公司<sup>1</sup>，最终得到 45 家公司作为研究样本。在调查对象的设定方面，我们对上市公司本身及其前五大股东进行问卷调查，并挑选部分上市公司及其股东代表进行座谈研讨。

<sup>1</sup> 被剔除的 4 家公司，其最近两年的半年末和年末市盈率指标或超过及显著超过 100，或连续为负。

### （三）调查方式

#### 1. 问卷调查

通过设计并发放调查问卷，并结合日常信访、热线电话等过程中所反映的问题，掌握和分析样本上市公司股东权益保护的状况。为紧密结合调查目的和研究假设，我们在具体问卷设计上做了如下的安排：

我们将调查问卷分为两个类别，即问卷 I 和问卷 II。

问卷 I 的调查对象为上市公司，其内容与结构设计是：基本情况题（21 题）、知情权相关（8 题）、决策参与权相关（8 题）、收益权相关（4 题）、救济权相关（8 题），调查问题的总数为 49 题。

问卷 II 的调查对象为上市公司前五大股东，并细致区分为大股东和其他限售流通股股东，其内容与结构设计为：基本情况题（16 题）、知情权相关（10 题）、决策参与权相关（9 题）、收益权相关（5 题）、救济权相关（8 题），调查问题的总数为 48 题。

#### 2. 实地走访座谈

通过到部分样本上市公司实地走访，召集上市公司管理层及其前五大股东代表进行座谈，掌握上市公司及各类别股东对“全流通”时代股东权益冲突与保护问题的认识和理解，就现存的主要问题与矛盾进行探讨和论证。

通过到辖区部分证券营业部实地走访，约请部分机构投资者和个人投资者进行座谈，就“全流通”时代普通流通股股东尤其是中小流通股股东的权益保护问题，倾听投资者的观点和看法，就主要困难和障碍以及值得尝试的措施和做法进行交流和讨论。

### （四）问卷回收情况

我们对 45 家样本上市公司发出共计 270 份问卷，回收有效问卷的总体情况如下：（1）回收上市公司问卷 41 份，有效回收率为 91.11%。其中，回收国有控股上市公司问卷 18 张，占同类发卷数的 90%；回收民营控股上市公司问卷 23

张，占同类发卷数的 92%。(2) 回收上市公司前五大股东问卷 209 份，有效回收率为 92.89%。

## 四、浙江上市公司股东权益保护现状：调查结果分析

围绕股东权益的内容，我们尝试以前面所述及的定性指标为主，辅之以定量指标，对浙江上市公司股东权益保护状况进行一个全景式的观察。

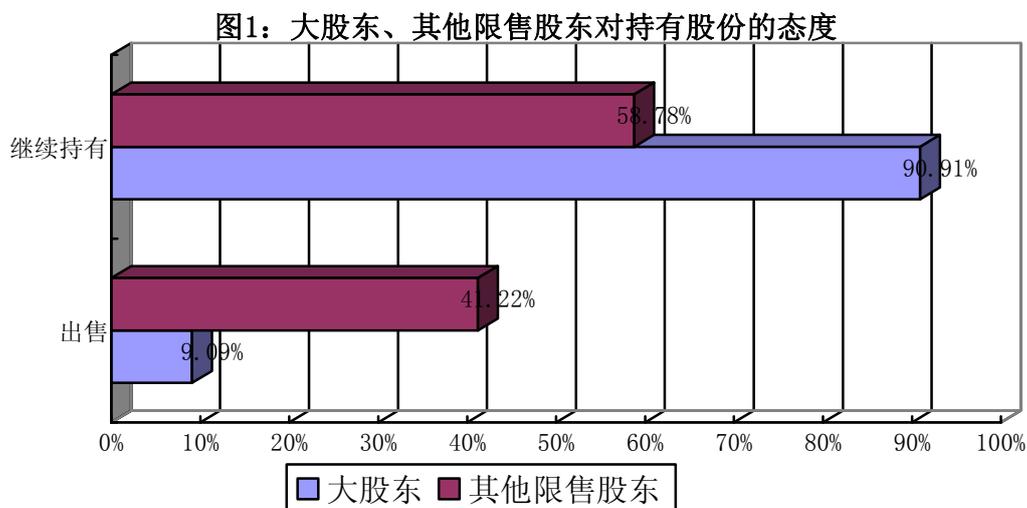
### （一）股东基本情况

#### 1. 股东持有股份的基本情况

根据调查，有 97.73% 的大股东持有超过上市公司总股本 5% 以上的股份，其他限售股东的这一比例为 33.33%。绝大多数股东所持有股份在股改后均有不同幅度的上涨，只有不到一成的股东所持有股份在股改后出现了亏损。

#### 2. 股东对持有股份的态度

根据调查，大股东和其他限售股东对上市公司的忠诚度存在较大差异。在接受本次调查的股东中，只有不到一成的大股东表示将在流通权解禁后出售上市公司股票，与之形成对比的是，有超过四成的其他限售股东选择将在流通权解禁后出售上市公司股票（图 1）。这反映了大股东和其他限售股东在投资理念上存在显著差异，大股东注重长远利益，期望从公司的长远发展中获取收益；而其他限售股东则关注短期利益，希望通过低买高卖，从中赚取资本利差。



## （二）股东权益保护概况

### 1. 上市公司投资者关系管理状况

根据调查，浙江上市公司对股东权益保护普遍较为重视，表 1 显示绝大多数被调查的上市公司已经采取相应措施改善投资者关系。此外，有 95.12% 的上市公司认为其与主要限售流通股东、中小流通股股东的关系比较和谐。根据上述结果可以作出浙江上市公司投资者关系良好的表面判断。<sup>1</sup>

表 1：被调查上市公司在保护股东权益方面的措施

选 项	选择数	样本数	比例 (%)
设立专门的投资者关系管理部门	39	41	95.12
制定较为完备的投资者关系管理的制度	40	41	97.56
对员工特别是高管进行股东权益保护相关知识培训	32	41	78.05
聘请专业中介机构对股东权益和投资者关系管理进行策划	9	41	21.95

### 2. 股东对其权益受保护程度的主观感受

调查结果显示，有 95% 的大股东和 76% 的其他限售股东未曾感觉到其合法权益受到侵害。由此，我们不难作出一个初步判断：大股东、其他限售股东合法权益受到侵害的比例要低于普通流通股股东。股东权益受到侵害的几率与股东所持有股份数量存在相关性，大股东、其他限售股东、普通流通股股东权益受损的几率依次递增，其根源在于，三者权益受到保护的力度及其维护自身权益的能力依次呈递减趋势。

### 3. 股东权益未能得到有效保护的原因

调查发现，无论是上市公司还是股东均认为，上市公司治理结构不完善、股东自我保护意识淡薄、缺乏切实有效的法律法规、对证券市场违法违规行为处罚力度过轻等是导致股东权益未能得到有效保护的主要原因（表 2）。值得指出的是，大股东选择上市公司治理结构不完善这一原因的比例高达 88.64%，不仅超出了其他股东，而且也远高于上市公司。这从一个侧面说明大股东作为上市公司

<sup>1</sup>之所以说是表面判断，一是因为问卷所涉及到的只是改善投资者关系的形式上的措施，至于实施效果从问卷本身，我们不得而知；二是此类问题的受众为上市公司，不排除其存有对结果进行“粉饰”的嫌疑。

治理的中坚力量，对公司治理结构及其对股东权益影响的理解和感受更为深刻。而上市公司、大股东和其他限售股东选择股东自我保护意识淡薄的比例分别为 63.41%、45.45%和 27.84%，产生如此大的差异一方面是源于不同类型股东在自我保护意识方面确实存在差距；另一方面是由被调查者的立足点不同所致。

**表 2：股东权益未能得到有效保护的原因**

选 项	选择比例 (%)		
	上市公司	大股东	其他限售股东
上市公司治理结构不完善	53.66	88.64	47.16
缺乏股东权益保护的切实有效的法律规范	65.85	75.00	55.12
股东自我保护意识淡薄，习惯搭便车	63.41	45.45	27.84
上市公司在信息披露方面存在漏洞，亟待完善	7.32	2.27	15.91
上市公司和中介机构缺乏诚信责任和意识	12.20	6.82	8.52
对各种证券市场违规行为的惩戒力度太小	48.78	38.64	32.39

#### 4. 改善股东权益保护状况的措施

调查发现，有近三分之二的股东认为上市公司是保护股东权益的责任主体，应负主要责任。具体到保护股东权益的措施选择上，完善上市公司治理结构、建立完善民事诉讼与赔偿机制、加大对侵害股东权益行为的惩罚力度、加强证券监管力度分别占据了前四位，这与前面所分析的股东权益保护的不足之处相契合。

### （三）股东知情权保护状况

#### 1. 股东行使知情权的意愿

调查结果显示，大股东和其他限售股东对公司经营情况、股价走势均较为关注，但二者在行权积极性和实际行权比例方面还存在明显差距。

一是大股东行使知情权的积极性高于其他限售股东。我们选择股东对上市公司经营情况及股价走势的关注程度作为判断股东行使知情权积极性的依据。根据图 2、图 3，大股东对公司经营情况和股价走势的关注程度高于其他限售股东，而股改在提高股东行权意愿方面的作用在其他限售股东身上体现的更为明显。

图2：股东对上市公司经营情况的关注程度

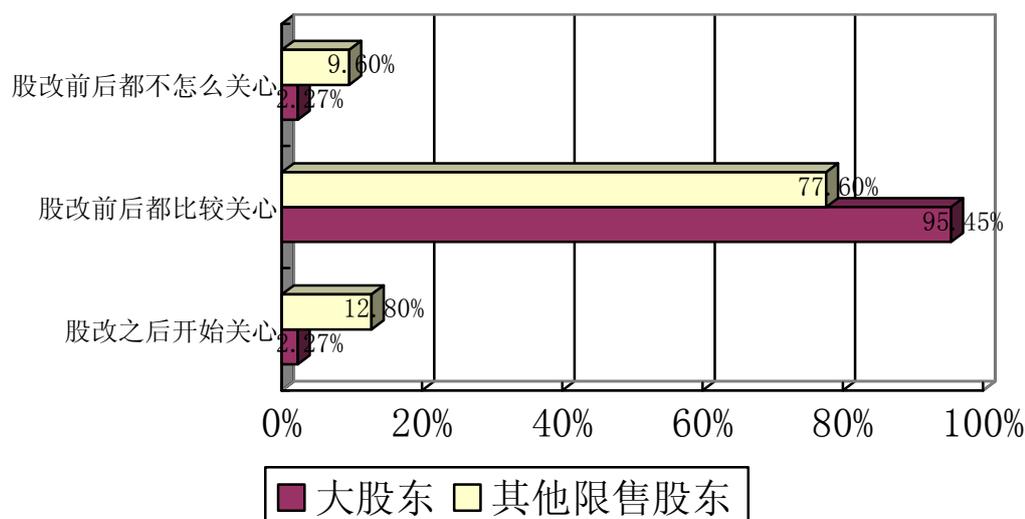
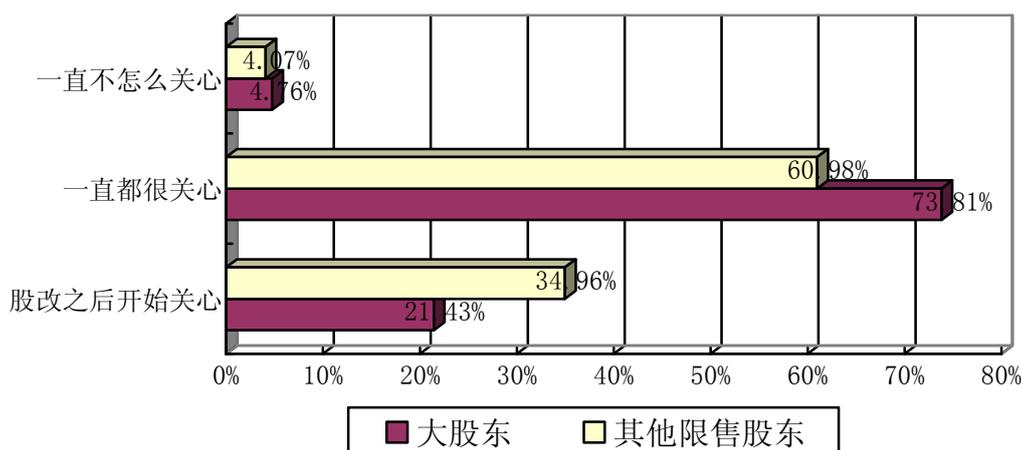
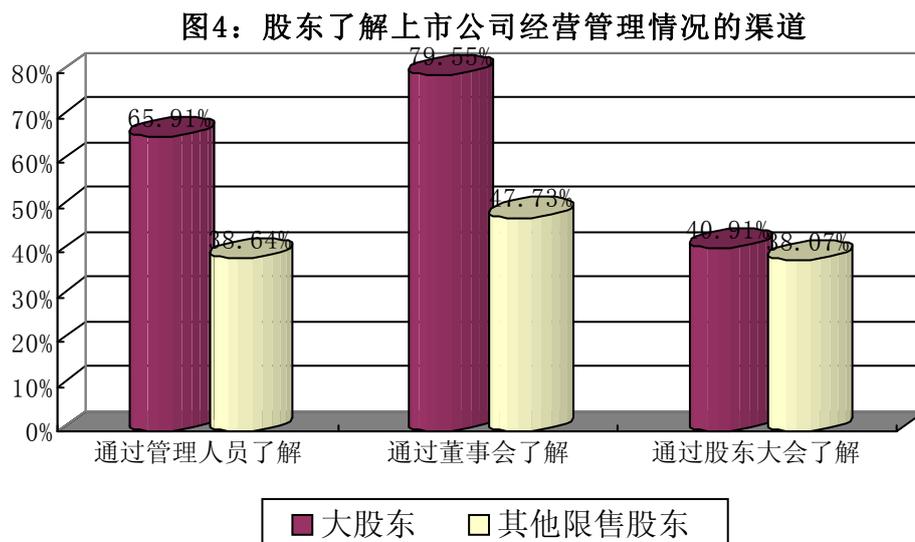


图3：股东对上市公司股价走势的关注程度



二是大股东实际行使知情权的比例要远远高于其他限售股东。调查结果显示，有86.36%的大股东除了参加董事会和股东会之外，还经常到公司了解有关生产经营情况，其他限售股东的这一比例仅为32.96%。而针对上市公司的调查显示，有56.10%的上市公司的大股东和主要限售股东查阅过公司财务会计报告，仅有12.20%上市公司的普通流通股东查阅过公司财务会计报告，另外有31.71%的上市公司从来没有股东行使过。由此可见，大股东、其他限售股东和普通流通股东实际行使知情权的比例呈现依次递减的趋势。



## 2. 股东行使知情权的渠道

调查结果显示，股东行使知情权渠道的多寡与股东自身地位存在密切联系（图 4）。可以想见的是，由于在董事会缺乏发言权，更不可能通过管理人员获取信息，普通流通股东几乎完全依赖于信息披露、股东大会等路径获取信息。各类股东在获取上市公司经营信息渠道方面的差异，足以说明不同种类股东在获取信息能力方面存在严重的不对称。

进一步探究其中的原因发现，除了大股东、其他限售股东和普通流通股东在持股比例、行权积极性等方面的差距之外，还在于现行制度的漏洞、上市公司的不规范操作为大股东、其他限售股东行使知情权提供了更多的便利。这一点在上市公司的相关问卷调查中得到了佐证（表 3、表 4）。

**表 3：上市公司董事会制订重大决策前征求意见的对象**

选 项	选择数	样本数	比例 (%)
征求大股东意见	27	41	65.85
征求其他持股比例较大的股东意见	21	41	51.22
征求持股比例较大的流通股东意见	4	41	9.76
无需征求股东意见	2	41	4.88

表 4：上市公司披露事项的通报对象

选 项	选择数	样本数	比例 (%)
向大股东进行通报	10	41	24.39
向其他持股比例较大的股东进行通报	9	41	21.95
向持股比例较大的流通股东进行通报	4	41	9.76
不专门向股东进行通报	26	41	63.41

### 3. 股东行使知情权的效果

由于受到行权积极性、获取上市公司信息渠道等主客观因素的影响，大股东和其他限售股东在行使知情权的效果方面也存在较大差异。调查结果显示，有 93.18% 的大股东认为能够及时知晓上市公司经营决策或投资方案的重大改变；相比之下，其他限售股东的这一比例远低于大股东，仅为 57.96%。对上市公司信息披露质量的认可程度方面，大股东选择“非常满意”和“比较满意”的比例合计为 100%，而其他限售股东的这一比例为 68.75%。股东行使知情权的效果受到其行权积极性的影响，但股东行使知情权的效果将反过来进一步提升或降低股东行权积极性，在这个循环过程中如果缺乏外来力量的干预，将会出现“强者越强，弱者越弱”的格局。

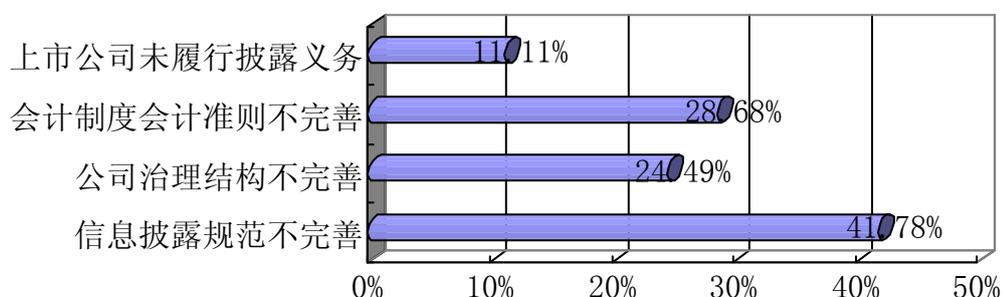
### 4. 股东对上市公司信息披露的认可程度

信息披露是股东尤其是普通流通股东了解公司经营状况的主要途径，其质量高低直接关系到股东权益的保护。在针对上市公司的问卷中，认为信息披露能够准确反映公司经营管理真实情况的比例为 70.73%，而认为能够基本反映的为 24.39%，二者合计达到了 95.12%。从其他限售股东对上市公司信息披露的认可程度来看，选择“非常满意”和“比较满意”两个选项的合计为 68.75%，综合股东及上市公司双方的评判，可以认为浙江上市公司信息披露达到了较高的质量，能够获得大多数股东的认可。

## 5. 信息披露中的不足之处

在信息披露的要求中，真实性是最基本的要求，其次是准确性。相比真实性和准确性而言，全面性和及时性则标志着更高水平的信息披露管理标准。调查结果显示，股东认为当前上市公司信息披露中存在的问题依次主要是不全面（66.29%）、不及时（16.57%）、不真实（14.29%）、不准确（3.24%）。进一步调查发现，信息披露存在问题的主要原因在于信息披露的规范不完善、会计制度会计准则不完善和公司治理结构不完善（图5）。

图5：股东对上市公司信息披露不满意的原因



### （四）股东决策参与权保护状况

#### 1. 股东对决策参与权的认知程度

在本次调查中，我们以股东对提案权的认知为例进行调查，借此衡量股东对整个决策参与权的认知程度。结果显示，有60%的股东表示对此项权利“非常了解”，“听说过但具体内容不太清楚”的占30%，二者合计达到了90%。可见，股东对此项权利具有较高的认知程度。但股东实际行使决策参与权的比例却相当低，这说明股东法定权利不能有效地向实有权利转化，原因可能有：一是法律赋予股东的决策参与权欠缺可操作性；二是股东行使决策参与权成本过高；三是股东“搭便车”心理比较普遍。

## 2. 股东参与公司决策的深度

从调查结果来看，股东决策参与权在形式上得到了有效保护：有 92.86% 的股东认为其能够独立履行投票权。但其他限售股东尤其是普通流通股东行使决策参与权的层次还有待深化：在所有参与调查的股东中，仅有 7.36% 的股东曾通过股东会透过反对票；另据调查，有 88.64% 的大股东在参加股东大会时能就有关议题进行研究讨论并发表自己的看法和观点，其他限售股东的这一比例为 68%，远低于大股东。鉴于普通流通股东很少参加股东大会这一现象，我们不难推断出，这类股东行使决策参与权的深度远不及其他限售股东<sup>1</sup>。

## 3. 上市公司保障股东决策参与权的措施

随着股改的进行，越来越多的上市公司意识到股东参与决策在公司治理中的重要意义，并相继采取了一系列措施，为股东行使投票和决策权创造便利条件（表 5）。这些措施在一定程度上降低了股东尤其是普通流通股东行使决策参与权的成本，但效果尚有待考证。

表 5：上市公司保障股东决策参与权的措施

选 项	选择数	样本数	比例 (%)
在股东大会召开时间和地点等方面给予充分考虑便于股东参加	34	41	82.93
在股东大会上管理层能直面股东质询，真实、准确地披露有关情况	33	41	80.49
实行累积投票制度	28	41	68.29
对审议事项允许进行征集投票	23	41	56.10
实施网上投票制度	20	41	48.78
利用互联网络对股东大会进行直播	1	41	2.44

## 4. 股东行使决策参与权的障碍

尽管上市公司在保护股东投票和决策权方面进行了诸多努力，但不可否认的是，决策参与权的行使依然存在障碍（表 6）。有鉴于此，应将降低股东行使决

<sup>1</sup>尽管我们不能将股东是否参与讨论、是否投反对票作为衡量股东参与决策层次的客观标准，但这至少从一个侧面反映了股东参与决策的深度。

策参与权的成本、提高股东行使决策参与权的兴趣、改善因股权分散给中小股东带来的行权效果不明显的状况作为保护股东决策参与权的应对措施。

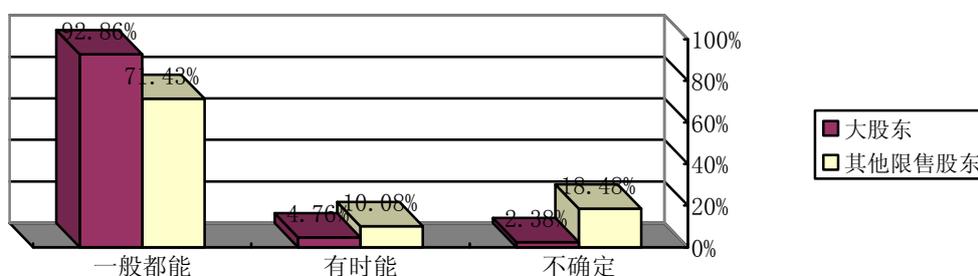
表 6：股东行使决策参与权的障碍

选 项	选择数	样本数	比例 (%)
参加股东大会需要负担交通费、住宿费等支出，成本较高	34	41	82.93
自己意见不能影响股东大会决议，参加股东大会意义不大	23	41	56.10
购买股票的主要目的是谋取差价，对公司经营管理没有兴趣	30	41	73.17
根本就不知道股东大会召开的时间、地点	1	41	2.44

## 5. 股东行使决策参与权的效果

股东行使决策参与权的最终目的在于使其自己的意思得以表达并被采纳。因此，我们可将股东意见被接受、采纳的程度作为衡量股东行使决策参与权效果的标准。调查发现，借助于股权比例优势，大股东行使决策参与权的效果要明显优于其他限售股东：有 92.86% 的大股东认为其合理要求能够在董事会议案中得到充分的体现，其他限售股东为 71.43%（图 6）。

图6：股东的要求在董事会决议中的体现情况



类似的情况出现在股东推荐独立董事的情况中，有过半数的大股东曾经推荐过独立董事，并能够当选，有三分之一的大股东表示从未考虑过这个问题。相比之下，其他限售股东推荐独立董事并成功的比例较低，并有近八成的表示从未考虑过这个问题。

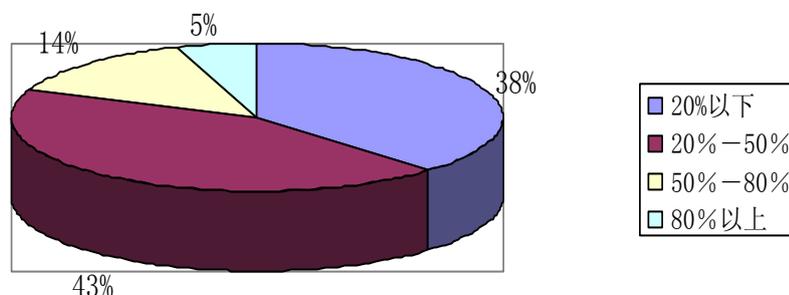
## （五）股东收益权保护状况

### 1. 上市公司利润分配情况

股东投资于上市公司的最为主要的目的就是从中取得利润。在本次调查中，

我们选择了已分配利润占募集资金的比例这个指标来衡量上市公司利润分配情况。结果显示，超过八成的上市公司已分配利润不足所募集资金的50%（图7）；绝大部分上市公司有赢利，并能将利润及时、公平地分配给股东。

图7：上市公司已分配利润占募集资金的比例



## 2. 影响股东投资行为的因素

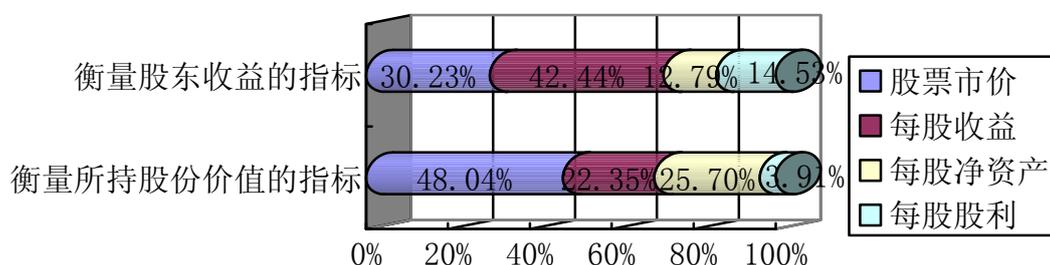
从对影响股东投资行为因素的分析中可以判断出股东的投资理念、投资倾向。调查结果显示，有近七成的股东将盈利能力作为衡量上市公司价值的指标，其次为收益能力（15.17%），而资产价值（12.36%）和偿债能力（2.81%）则较少受到关注。

另据调查，有58.76%的股东最为关注的指标是净资产收益率，有23.16%的股东选择了主营业务利润率，有10.17%的股东选择了市盈率。股东对盈利能力及净资产收益率指标的青睐，反映出股东的投资理念已相对成熟。

## 3. 股东衡量其自身收益状况的标准

调查结果显示，有42.44%的股东认为每股收益最能体现上市公司股东收益权，有30.23%的股东选择了股票市价，有14.53%的股东选择了每股股利，另有12.79%的股东选择了每股净资产。而在选择最能反映股东所持股份价值的指标时，有48.04%的股东选择了股票市价，有25.70%的股东选择了每股净资产，有22.35%的股东则选择了每股收益，另有3.91%的股东选择了每股股利（图8）。从股东衡量其自身收益和所持有股份价值标准的多样化来看，股东在这个方面尚未形成较为明确一致的认识，对股东收益权的理解缺乏深度。

图8：衡量股东收益和股东所持股份价值的指标



#### 4. 股东对上市公司利润分配方案的认可程度

调查发现，尽管大股东和其他限售股东之间存在较大分歧，但总体来讲股东对上市公司利润分配方案的认同程度较高。值得指出的是，没有一名大股东或其他限售股东认为上市公司利润分派方案主要反映了中小股东的利益要求。由此可见，上市公司利润分配方案倾向于重点维护大股东和其他限售股东的利益，而较少反映普通流通股东的利益。

#### （六）股东救济权保护状况

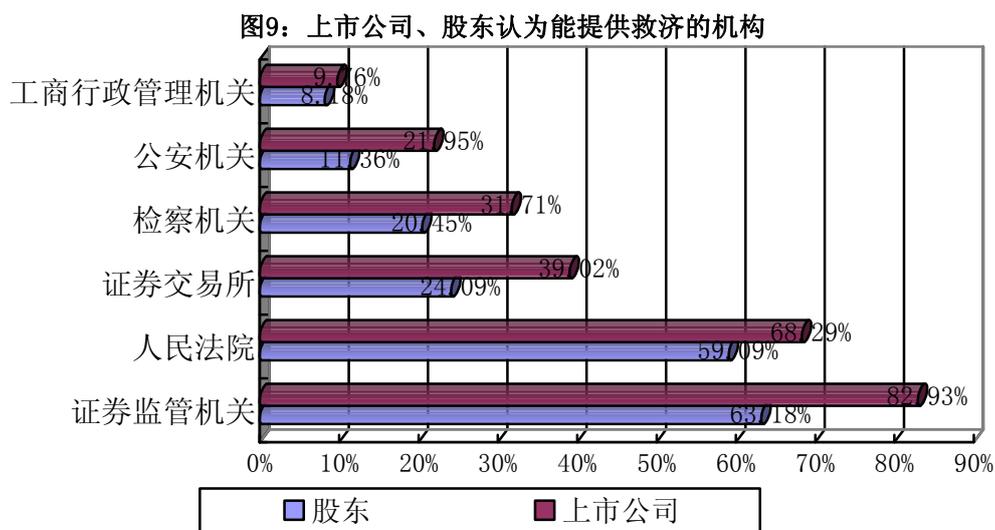
##### 1. 股东对救济权的认知程度

调查发现，股东和上市公司对救济权均有较高的认知程度，相比之下，大股东对股东救济权的把握要比其他限售股东好。根据统计结果，分别有 90.91% 的大股东和 64.20% 的其他限售股东知道针对违反法律法规、侵害股东合法权益的股东大会和董事会决议的行为，股东有权向法院提起停止侵害和损害赔偿的诉讼。作为上市公司，同样对救济权有着很高的认知程度。调查结果显示，有 90.24% 的上市公司知道当信息披露不真实、不准确时，公司董事、监事应为此承担责任并接受处罚；在涉及股东派生诉讼的问卷中，有 82.93% 的上市公司表示知道此项权利内容。

## 2. 股东救济路径的选择

调查结果显示，当合法权益受到大股东侵害时，其他限售股东拟采取的救济措施依次为找上市公司理论、向监管部门投诉、向法院起诉，比例分别为 37.36%、35.71%和 23.08%，另有 3.85%的其他限售股东认为无法采取有效措施，自认倒霉。需要指出的是，在深圳证券交易所作《中国股市个人投资者状况调查》中，对个人投资者设计了几乎相同的问卷，得到的调查结果却是：高达 44.90% 的被调查者选择了“没有办法”，这足以彰显其他限售股东和普通流通股股东在救济路径上的多寡之别。

在救济部门的选择上，股东选择的比例由高到低为证券监管机关(63.18%)、人民法院(59.09%)、证券交易所(24.09%)、监察机关(20.45%)、公安机关(11.36%)和工商行政管理部门(8.18%)。值得注意的是，在针对上市公司的问卷中，我们设计了同样的题目，上市公司选择的顺序完全相同(图9)。



## 3. 上市公司对救济效果的主观评价

调查结果显示，有 63.16% 的上市公司认为股东权益受到侵害后能够得到合理的弥补，有 28.95% 的上市公司认为不能，另有 7.89% 的上市公司认为大股东能，中小股东不能。从表面上看，有过六成的股东在其权益受到侵害后能够得到合理的弥补，但如果考虑到上市公司立足点给调查结果带来的影响，我们可以认为股东行使救济权的效果并不容乐观。

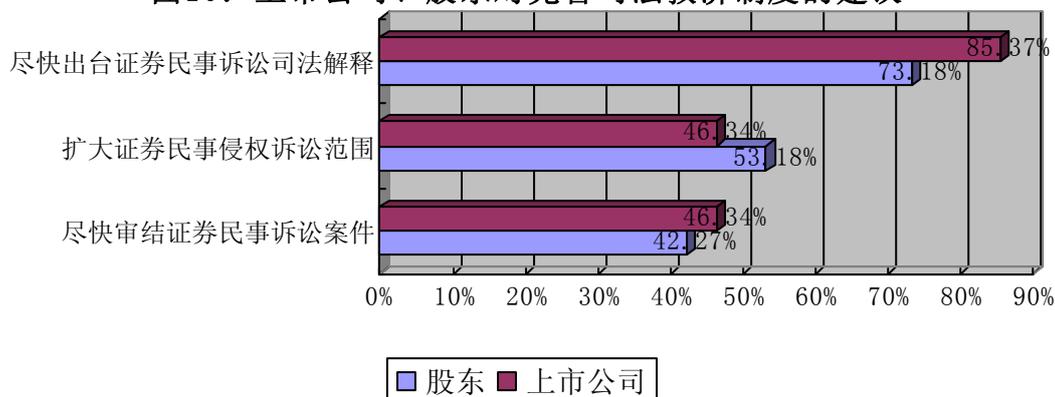
#### 4. 股东行使救济权的障碍

调查发现，救济成本过高和救济路径有限是导致股东行使救济权效果并不理想的主要原因，而案件审理时间长、诉讼成本高、诉讼机制不健全是导致司法救济这条主渠道被堵塞、废弃的主要原因。根据调查，在认为股东权益受到侵害后不能得到合理弥补的上市公司中，有 51.52% 的上市公司认为是股东获得救济的成本太高，得不偿失；有 36.36% 的上市公司认为是现在的救济路径有限；另有 12.12% 的上市公司认为是由于股东相对处于弱势地位，无力与公司相对抗。进一步考察司法救济路径存在的问题，我们发现 52.46% 的被调查的其他限售股东认为之所以不向法院起诉，是由于案件审理旷日持久，拖不起；有 27.87% 的认为是由于担心胳膊拗不过大腿，诉讼获胜几率很小；另有 19.67% 的认为是由于担心诉讼费用、律师费用太高。

#### 5. 保护股东权益的措施选择及相关建议

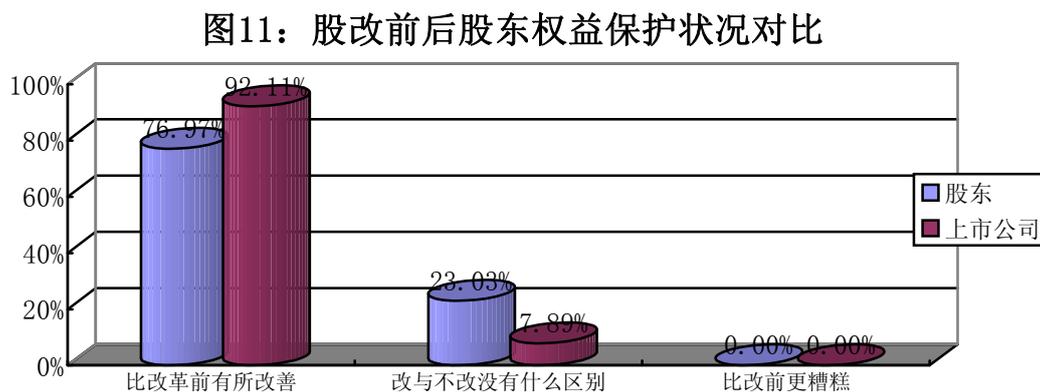
调查结果显示，在保护股东权益方面的措施选择上，有 73.17% 的上市公司选择了建立并完善民事诉讼与赔偿机制；有 14.63% 的上市公司选择了完善信息披露制度；有 12.20% 的上市公司选择了证监会加强监管力度。可见，完善司法救济制度已经成为保障股东救济权的当务之急。为了进一步探讨完善司法救济制度的措施，我们通过问卷分别对上市公司和股东做了调查，结果如图 10 所示。

图10：上市公司、股东对完善司法救济制度的建议



## （七）股改对股东权益保护的影响

从本次调查结果来看，股改在股东权益保护方面起到了积极作用，有 87.80% 的上市公司认为股改后，股东权益保护较之股改之前更重要；有 92.11% 的上市公司认为，股改后股东权益保护状况比改革之前有所改善。相比之下，股东虽大部分认同股改对股东权益保护的改善，但比例却明显低于上市公司，为 76.97%（图 11）。



上市公司和股东普遍认为股改有助于实现各类股东权益的一致性。但在具体比例上又有所区别，大股东为 93.18%、上市公司为 90.24%、其他股东平均仅为 56.52%；而认为股改使得上市公司股东权益均有所增加的，大股东为 40.91%、上市公司为 48.78%、其他股东平均仅为 19.75%。在进一步的走访调研中，上市公司负责人、大股东、其他限售股东代表均表示，股改后各类股东权益趋向一致，大股东较之股改之前更为关注股价，上市公司市值这一指标越来越得到重视。

另外，调查还发现，股改对股东权益保护的改进得益于这样几个方面的进步：公司治理结构的改善、类别股东关系的改善和信息披露方面的完善。通过对比股改前后股东权益的变化状况，我们可以得出这样的结论，股改从总体上增加了股东权益，有助于实现股东权益的一致性，有助于股东权益的保护。

## （八）股东权益现状的价值评价

在对样本上市公司股东权益保护状况进行定性分析的基础上，我们利用自行设定的价值指标进行定量分析，对前文所述的定性分析进行补充和佐证。

## 1. 评价指标设定

(1) 股价的上涨幅度。用最近三年公司股票的日收盘价数据计算平均年累积收益率，以评判股价上涨幅度，也就是公司流通市值的变动情况，从而反映流通股东权益的增减状况。

平均年累积收益率的计算公式是： $(R_{2003} + R_{2004} + R_{2005})/3$ 。其中， $R_i$ 表示第*i*年的年累积收益率，在数据计算上等于当年所有交易日的股价日收益率的累加值。股价日收益率的计算方法是： $r_j = \frac{P_{j+1} - P_j}{P_j}$ ，其中*P*表示股票收盘价，*j*表示某个交易日。

(2) 每股净资产的增长率。用最近三年的年末每股净资产数据计算该指标的平均年增长率，以评判限售流通股东权益的增减状况。若平均年增长率为正，则说明股东权益在增加，反之，则说明股东权益在减少。

(3) 净资产收益率的增长率。用最近三年的年度净资产收益率数据计算该指标的平均年增长率，以评判公司盈利能力进而股东权益的增减状况。若平均年增长率为正，则股东权益在增加，反之，则股东权益在减少。

(4) 每股收益的增长率。用最近三年的年末每股收益数据计算该指标的平均年增长率，以评判股东收益价值进而股东权益的增减状况。若平均年增长率为正，则股东权益在增加，反之，则股东权益在减少。

(5) 每股现金股利的增长率。用每股现金股利替代每股收益进行类似的计算，以其平均年增长率的正负来更准确地判断股东权益的增减变动。

## 2. 数据计算与结果分析

我们利用万得(Wind)证券分析系统获取样本上市公司最近三年的交易数据和财务数据，计算并整理上述价值评价指标如下：

表 7：股东权益的价值评价结果汇总

评价指标	数据计算指标	计算结果	符号	涵义
股价的上涨幅度	平均年累积收益率	-0.59%	负	股东权益减少
每股净资产的增长率	平均年增长率	9.2%	正	股东权益增加
净资产收益率的增长率	平均年增长率	1.14%	正	股东权益增加
每股收益的增长率	平均年增长率	0.17%	正	股东权益增加
每股现金股利的增长率	平均年增长率	-15.67%	负	股东权益减少

注：所有数据采集和计算的年度为 2003—2005 年；样本公司个数为 41 家；所有指标计算用 Excel 软件完成。

依据上表中的数据计算结果，可以发现，在 2003—2005 这三年中，浙江上市公司（样本公司）股东权益的总体状况如下：

（1）公司股票的平均年累计收益率为-0.59%，反映了以总流通市值为评价指标的流通股东权益在减少；每股净资产的平均年增长率为 9.2%，反映了以净资产为评价指标的限售流通股东权益在增加。不仅如此，若将两者联系起来分析，则发现在研究期间内，流通股东的权益有所减少，但减少的幅度并不大，而限售流通股东权益的增长幅度则相当大。

（2）公司净资产收益率的平均年增长率为 1.14%，显示出以公司盈利能力为评价指标的全体股东权益在增加，但增长的幅度并不是很大。

（3）公司每股收益的平均年增长率达到 0.17%，但每股现金股利的平均年增长率却为-15.67%，显示出虽然全体股东的会计收益有略微的增长，但以每股现金股利为评价指标的股东收益权是大幅减少的。另外，参考股价平均年累计收益率为-0.59%这一数据，可以发现以资本利得为评价指标的股东收益权状况也比较差。

## 五、全流通背景下浙江上市公司股东权益保护中存在的问题

从上一部分的调查结果分析众我们得知，浙江上市公司股东权益保护总体状况在股改后有了较大的改善，但结合现场走访和座谈会的讨论，我们更加清醒地认识到全流通背景下上市公司股东权益保护方面仍然存在诸多问题：有些是股改之前就存在并延续至今的老问题；有些是在股改过程中产生的新问题；还有一些问题则是股改之前就存在，但在股改过程中产生了新的变化。我们认为，全流通背景下股东权益保护领域内最为突出的特征是，大股东、其他限售股东和普通流通股股东权益保护的“不公平”，这一“不公平”在不同领域内又表现为不同地形式和问题。

### （一）股东权益保护中存在问题的集中表现

股改对我国证券市场影响至深，由股权分置所导致的市场扭曲现象将不复存在，股东权益保护状况总体趋向良好，但股改并不能解决我国证券市场中的所有问题，全流通背景下不同类型股东权益保护依然存在种种不足之处，突出地表现为各类股东权益保护存在严重的“不公平”现象，作为全国上市公司的一个区域群体，浙江上市公司股东权益保护也不存在例外，这种“不公平”充分地体现在行权意愿、行权能力、行权空间和行权效果等四个方面。

#### 1. 行权意愿

行权意愿是指股东是否以及在多大程度上希望行使其拥有的权利。调查发现，尽管股改在很大程度上提高了其他限售股东的行权意愿，但总体而言，其他限售股东行权意愿仍低于大股东，但又远高于普通流通股股东，这是导致不同类型股东权益保护状况产生巨大差异的重要原因之一。

#### 2. 行权能力

行权能力是指股东所掌握的能够将法律赋予的权利转化为实有权利的能力，主要包括股东的经济实力、股东在股东大会、董事会决策中的影响力等等。以股

东决策参与权的保护为例，不同类型股东对此项权利的认知程度基本相同，但大股东将此项权利付诸实践的比例要远高于其他限售股东，其中的原因除了二者在行权意愿的差别之外，二者行权能力的大小也起到了至为关键的作用。

### 3. 行权空间

行权空间是指现有制度安排赋予股东的权利及其维护自身权利的手段。考虑到大股东可以方便地将其意志转化为上市公司意志，从而有效地保护其自身利益，各国法律制度普遍赋予中小股东一些特殊的权利，以求实现对大股东的约束，保护中小股东的权益不受侵害。然而，从调查结果来看，目前的制度安排虽然为其他限售股东、普通流通股东提供了一些特殊权利，但由于缺乏可操作性等原因不能发挥其应有的作用，无法纠正不同类型股东力量失衡的现象。

### 4. 行权效果

从效果来看，股东权益保护状况与其所持有股份的多寡存在相关性。具体来讲，大股东股东权益保护总体状况要好于其他限售股东，而其他限售股东股东权益保护总体状况又好于普通流通股东。本次调查结果显示，浙江上市公司大股东股东权益受到侵害的比例要明显低于其他限售股东，而大股东对其股东权益保护状况的满意度又明显高于其他限售股东。对比此前针对普通流通股东所作调查的结果可以发现，普通流通股东权益受到侵害的比例在三个类型股东中最高，其所遭受的侵害主要来自大股东，而普通流通股东对其股东权益保护状况的满意度最低。由此可见，在股东权益保护的效果也存在严重的不公平现象。

#### （二）股东权益保护问题的具体表现

##### 1. 部分其他限售股东、普通流通股东行权意愿不高

调查结果显示，浙江上市公司大股东、其他限售股东与普通流通股东的行权意愿呈现依次递减的趋势。通过走访辖区上市公司及其股东所掌握的信息进一步印证了这一论断，大股东普遍对上市公司有着较为浓厚的感情，具有较高的行权

意愿和强烈的使命感，期望利用资本市场将产业做大做强；部分与上市公司关系良好、对上市公司经营情况较为了解的其他限售股东对上市公司有着较强的信心，行权意愿较高，而除此之外的其他限售股东的行权意愿和对上市公司的忠诚度、关注度则相对较低；尽管上市公司为普通流通股东行权创造了一定条件，但这类股东的行权意愿与其他股东相比依然是最低的。探究其中的原因，我们认为主要在于：一是股东对自身权利及其保护措施的认知度不够；二是全流通后，可流通股份的大量增加、分类表决机制的退出淡化了股东尤其是中小股东的行权效果，进而反过来又影响了其行权意愿；三是股东投资理念尚不成熟，对参与上市公司经营管理缺乏热情；四是部分现行制度设计缺乏可操作性，增加了股东行权的成本和难度，使股东产生了畏难情绪。这部分股东的消极行权，降低了对侵害股东权益的行为的制约力度，使得违法违规者更加肆无忌惮。

## 2. 大股东与其他股东仍然存在利益不一致的情况

走访调查发现，与那些通过资本运作而获得上市公司控制权的大股东相比，浙江民营上市公司的大股东多为公司的创始人，他们不仅是投资者，更是产业经营者，他们不仅要关注企业市值，更要对产业经营负责，他们对上市公司有着浓厚的情感，具有做好企业的强烈意愿。基于这一特殊性，上市公司大股东将主要精力放在产业经营上，较为看重上市公司发展的长远利益。与之相比，其他限售股东和普通流通股东则比较注重资本利得等短期利益。这一差别在前期研发投入较大的医药、化工行业的上市公司那里体现的尤为明显。有鉴于此，在全流通背景下保护股东权益，就不能简单地蜕化为保护中小股东权益，大股东的利益同样需要关注。

## 3. 内部人控制问题逐步显现

可以预见，随着限售流通股的解禁，上市公司股权结构将进一步分散，公司控制权将被进一步稀释。在此情况下，经理层在上市公司经营中的地位和影响力将逐渐凸现，经理层甚至掌控了公司运营的实际控制权，其为了实现自身利益，有可能对全体股东利益造成损害，而我国目前并不十分完善的公司治理结构，又难以对上市公司经理层滥用职权等行为进行有效规制，内部人控制将成为侵害股

东权益的重要问题。在走访调研过程中，浙江部分上市公司的股东对内部人控制问题表示了担忧。

#### 4. 信息获取不对称

尽管股改在提高上市公司信息披露质量方面有所作为，但调查结果显示，大股东、其他限售股东和普通流通股股东在上市公司信息获取方面仍然存在不对称现象。上市公司在做出重大决策之前，往往会征求大股东意见，而较少考虑到其他限售股东、普通流通股股东的意见，这无异于变相地向大股东进行个别信息披露。不仅如此，大股东还依靠其在公司管理层、董事会中所形成的优势地位获取上市公司的经营信息，而其他限售股东、普通流通股股东则不具备这方面的便利条件，只能借助信息披露了解上市公司经营状况，而上市公司信息披露在内容上往往具有选择性、甚至虚假性，在时间上往往具有滞后性。信息获取的不对称加剧了大股东、其他限售股东、普通流通股股东之间的力量悬殊，为大股东获取内幕信息提供了温床，损害了其他限售股东、普通流通股股东的利益。

#### 5. 现有法律法规得不到有效的贯彻和落实

我国立法部门已围绕股东权益保护出台了一系列法律法规及其配套制度。根据调查，浙江上市公司及其股东代表普遍认为，这些制度性规定虽赋予了股东众多权益，但这些法规制度仍得不到有效贯彻和落实，股东权益保护面临手段不足的窘境，这一点在股东救济权方面表现得尤其明显。我们认为，导致这一结果的原因在于：一是制度设计缺乏可操作性，使得部分法律法规成为“只能看，不能用”的摆设；二是对违法违规者的惩处力度不够，导致违法违规行为成本过低，纵容了侵害股东权益行为的发生；三是相关配套制度跟进不及时，使得股东权益保护存在制度上的漏洞和空白，使违法违规者有机可乘。这些因素的存在破坏了股东权益保护的制度环境，损害了法律的权威性，并在一定程度上为侵害股东权益行为提供了激励。

## 6. 股权激励机制可能存在负面影响

在股权激励机制的制度架构下，上市公司经理层的收益直接依赖于股价，这就为经理层运用现行会计准则的漏洞，以操纵利润的方式调节股价提供了动力。由于上市公司经理层与股东相比具有明显的信息优势，如果他们操控利润，选择最佳时机将股票高价卖出套现，获得高额的价差收益，在公司业绩回归现实，公司股票大幅下跌之后，受损害的只会是所有股东的利益。目前，浙江辖区已有中捷股份、苏泊尔、康恩贝、浙大网新等几家公司公告实施了股权激励计划，但激励效果还有待印证。股权激励机制的有效实施需要良好的市场环境和完备的法治环境作为土壤，当外部及公司内部条件并不成熟，或制度设计存有漏洞时，这一制度有可能成为经理层攫取私利的工具。

## 7. 市场操纵行为有了新变化

股改改变了上市公司大股东的效用函数，也改变了操纵市场的行为模式。股改之前的市场操纵行为多是由流通股股东的庄家和非流通股股东中的大股东或实际控制人通过内幕交易来实施。股改后，市值取代净资产成为大股东判断自身财富的衡量标准，大股东具备了人为提高股价的动机，其有可能通过与机构合谋，散步虚假信息、利用内幕信息交易，进行不实资产定向增发等方式操纵市场。在走访调研过程中还发现，浙江多数上市公司大股东有增持上市公司股份的意向，在巨大的利益面前，我们并不能寄希望于通过大股东的自我约束来避免操纵市场行为的发生，相反，必须通过制度设计以防患于未然。

此外，长期以来困扰证券市场发展的虚假信息披露、非公允的关联交易等问题仍然存在，鉴于此前针对这些问题所进行的专门研究成果较多，且这些问题在股改过程中并未产生大的变化，故不在此赘述。

## 六、政策建议

对于证券市场的参与者而言，股改意味着市场游戏规则的转变，在这个转变过程中，股东权益保护被置于前所未有的高度，这就要求所有的市场参与者不仅要从理论上重视股东权益保护，更要采取切实的行动，对症下药地解决全流通背景下困扰股东权益保护的诸多问题。我们认为，股东权益保护可以从基本原则和具体措施两个层面入手。

### （一）全流通背景下股东权益保护的基本原则

我国现行的公司制度安排强调的是股东形式公平，在股东对公司事务存在不同意见时，持有多数股份的股东的意见作为决议，这有助于提升大股东的行权意愿，提高公司的运作效率。但不可否认的是，这样的制度安排也存在一些不足之处：普通流通股东、甚至其他限售股东的意愿很难成为影响公司的决策和管理的重要因子，亦难以对大股东进行有效制衡，导致大股东滥用权利，侵害其他股东或公司利益的行为频频发生。

鉴于全流通背景下股东权益保护领域仍然存在严重的不公平现象，进一步完善股东权益保护机制就要以实现股东权益保护的公平性为导向，实现从股东形式公平到股东实质公平的转变，确立股东实质公平原则。股东虽有大小之分，股东权益却无主次之别，应公平地保护所有股东利益，在重点保护其他限售股东、普通流通股东利益的同时，但也要兼顾大股东利益，为其做强做大企业提供政策支持。依据股东实质公平原则，要在坚持资本多数决原则，维护大股东控制权的同时对其施加合理的限制，强调大股东对公司和中小股东的诚信义务，防止大股东滥用权利，以实现股东间的利益平衡。

### （二）全流通背景下股东权益保护的具体措施

#### 1. 提高股东行权意愿，拓展股东行权空间

鉴于其他限售股东和普通流通股东在经济实力、组织机制、信息获取等方面天然的弱势地位，以及普通流通股东在行权方面的普遍的“搭便车”现象，应着

力从这几个方面改善股东权益保护状况：一是加强投资者教育，提高股东对自身权利的理解和重视，提高其自我保护的意识和能力；二是规范表决权代理，拓宽投票征集渠道，增强其他限售股东、普通流通股东在上市公司决策中的话语权；三是充分利用网络、电话等工具创新股东行权方式，降低股东行权成本，增强股东行权便利；四是完善证券法律法规的配套制度，为股东行使权利提供可操作的制度保障。

## 2. 将市值纳入考核体系，构筑利益共同体

如前所述，上市公司大股东主要关注企业的经营发展，为了企业长远、可持续发展甚至会暂时牺牲短期利益，而其他限售股东和普通流通股东主要关注短期利益。化解这一矛盾的关键在于，建立起一套统一的评价考核体系，用同一指标把上市公司经理层经营业绩和大股东、其他限售股东、普通流通股东收益反映出来，从而实现各类主体的利益整合。随着股改的完成，市值这一指标越来越受到重视，以市值作为考核工具成为一个必然的趋势。可以说，市值考核是全流通时代必须的考核工具，原则上也应是唯一的考核工具。为此，应尽快建立市值考核机制，构筑经理层、大股东、其他限售股东和流通股东的利益共同体，促使上市公司经理层主动提升公司经营效率，推动大股东积极改善上市公司治理结构，把经理层和各类股东的目光转向股东利益最大化，同心协力地把股东利益这一蛋糕做大，并在这一过程中满足各自的利益需求。

## 3. 加强对经理层的监督，防范内部人控制

内部人控制问题产生的主要原因在于上市公司股东与经理层之间的信息不对称，前者难以对后者形成有效的制约和监督所致。与之相对应，防范内部人控制就要从内外两个方面着手。从内部来讲，要改善上市公司治理结构，充分发挥董事会、监事会对经理层的监督、制衡作用：平衡设置独立董事的权利与义务，增强独立董事的独立判断能力，最大限度地发挥独立董事的作用；尽量避免董事和经理层的相互兼任，力求实现相互制衡；提高监事会的监督意识和能力，强化监事会对经理层的监督作用。从外部来讲，主要是建立健全职业经理人制度，形成经理人良性竞争的市场环境，使经理层接受市场的监督，迫于市场竞争压力而

约束自身的行为。

#### **4. 规范信息披露，纠正信息获取的不对称**

针对大股东在获取上市公司信息的渠道、意愿和能力方面均高于其他限售股东、普通流通股东，以及由此导致的上市公司信息获取不对称的现象，应从这样几个方面着手：一是严格按照法律法规确定的信息披露的内容、方式、时间、途径等要求，对信息披露行为进行规范，确保及时完整地将信息传递给股东；二是对上市公司以大股东为对象的不适当信息披露行为进行惩处，以此限制大股东通过非正常渠道获取信息；三是引导其他限售股东、普通流通股东转变投资观念，加强对上市公司信息披露行为的监督；四是推动上市公司建立健全有关信息披露的内部控制制度，提高信息披露的透明度。

#### **5. 健全配套制度，增强现有法律法规的可操作性**

随着公司法、证券法的修订实施，我国股东权益保护机制已经基本建立，为股东权益保护提供了基本的制度保障。但也应该看到，现有的有关股东权益保护方面的法律法规还相对粗陋，可操作性不强。为此，应从这样几个方面加以改进：一是尽快出台保护股东知情权、决策参与权、收益权的相关配套制度，防止股东合法权益因缺乏配套制度而被虚化、搁置；二是重点围绕股东救济权，完善证券民事诉讼制度，引进集团诉讼等国外相对成熟的证券民事司法赔偿制度，为股东权益提供直接有效的保障；三是加大对侵害股东权益行为的惩处力度，纠正违法成本和违法受益失衡现象；四是对实践操作中出现的新的侵害股东权益行为进行规制，及时填补法律漏洞。

#### **6. 完善股权激励机制，推动经理层规范经营**

股权激励是一把双刃剑，如果运用得当，能够实现经理层与各类股东利益的一致性；如果运用不当，则可能沦落为经理层攫取私人利益的工具。为此，股权激励机制应伴以完善的评价和约束机制，才能在激发经理层积极性的同时，保证经理层将股东利益作为落脚点开展经营管理活动。一是严格按照《上市公司股权

激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，建立符合上市公司实际情况的股权激励机制，避免激励变异为奖励，以及由此引发的过度激励甚至腐败交易；二是保障股东对股权激励方案的参与决策权和监督权，防止股权激励计划成为经理层的一家之言；三是通过激励合约条款设计引导上市公司经理层专注于企业经营管理，为股东权益的维护提供最为根本的保障。

## **7. 确立大股东诚信义务，切实防范其对其他股东的利益损害**

上市公司股东权益保护离不开大股东行为的规范。本次调查结果亦显示，大股东行为的不规范已经成为侵害其他限售股东、普通流通股股东权益的重要原因之一。针对这种情况，可以从这样几个方面入手：一是确立大股东的诚信义务，并针对大股东的失信行为设定相应的法律责任，促使大股东树立诚信经营、善待其他股东的理念；二是完善监管法律法规，加大股东违法违规行为的惩处和震慑，树立法律和监管权威；三是对违法违规大股东的权利进行必要的限制，如在股东大会表决权、董事提名权等方面暂时“剥夺”其权利或限制其股票流通，直至其停止并补偿对上市公司和其他股东的侵害时为止。

## 附录一

### 问卷 I：上市公司

所属上市公司：

注：

1. 各上市公司请负责为本公司大股东及二至五大限售股东问卷的收交，均不必盖章，但需注明公司属于所投资的上市公司第几大限售流通股；

2. 本问卷涉及各种隐秘及利害关系的，监管部门负责保密；涉及上市公司相关问题的，监管部门不予追究；

3. 问卷请务必于 9 月 20 日前传真至浙江监管局：郭平，传真：0571—88473334，电子邮件 GUOPING@CSRC.GOV.CN；如有不明，上市一处联系人：胡媛赟 0571—88473302；上市二处联系人：赵旭强 0571—88473305。

**1. 请填写你公司前五大限售流通股东的持股比例：**

大股东\_\_\_\_\_

其他限售流通股东：

二股东\_\_\_\_\_

三股东\_\_\_\_\_

四股东\_\_\_\_\_

五股东\_\_\_\_\_

**2. 你公司股东收益权保护的整体状况如何？**

(1) 好 [ ]

(2) 一般 [ ]

(3) 差 [ ]

(4) 不清楚 [ ]

**3. 你公司在保护股东权益方面的制度建设包括：（多选）**

(1) 设立专门的投资者关系管理部门，并明确此项工作的第一责任人 [ ]

(2) 制定了较为完备的投资者关系管理的制度 [ ]

(3) 通过适当方式对公司全体员工特别是董事、监事及其他高级管理人员、部门负责人、控股子公司负责人进行了股东权益保护和投资者关系管理相关知识的培训 [ ]

(4) 聘请了专业中介机构对股东权益和投资者关系管理工作进行策划 [ ]

**4. 您认为，我国上市公司股东权益未能得到有效保护的主要原因是：（多选，不超过三项）**

(1) 上市公司治理机构不完善 [ ]

(2) 缺乏股东权益保护的切实有效的法律规范 [ ]

(3) 股东自我保护意识淡薄，习惯搭便车，未有效履行股东的权利和义务 [ ]

(4) 上市公司在信息披露方面存在漏洞，亟待完善 [ ]

(5) 上市公司和中介机构缺乏诚信责任和意识 [ ]

(6) 对各种证券市场违规行为的责任判定过轻、惩戒力度太小 [ ]

**5. 您认为，在保护股东权益方面应担负最主要责任的主体是：**

(1) 监管部门 [ ]

(2) 上市公司 [ ]

(3) 中介机构 [ ]

(4) 新闻媒体 [ ]

**6. 你公司大股东能控制其他限售股东抛售公司股票吗？**

(1) 能 [ ]

(2) 不能 [ ]

**7. 除大股东之外的其他限售股东抛售公司股票，通常取决于：**

(1) 大股东的意愿 [ ]

(2) 自己的意愿 [ ]

(3) 上市公司的持续发展能力 [ ]

(4) 流通股价的高低 [ ]

**8. 您认为，下列最能有效保护股东权益的措施是：（多选，不超过三项）**

(1) 建立民事诉讼与赔偿机制 [ ]

(2) 监管部门加强证券监管力度 [ ]

(3) 完善信息披露制度 [ ]

- (4) 完善上市公司治理结构 [ ]
- (5) 成立投资者保护基金和组织 [ ]
- (6) 出台股东权益保护的法律法规，加大对损害股东权益的惩戒力度 [ ]
- 9. 在股权分置改革完成以后，你公司在下列哪些方面有较大改进：（多选，不超过三项）**
- (1) 公司治理结构 [ ]
- (2) 信息披露 [ ]
- (3) 类别股东的关系 [ ]
- (4) 管理层激励 [ ]
- 10. 你公司目前与主要的限售流通股的关系如何？**
- (1) 比较和谐 [ ]
- (2) 比较紧张 [ ]
- 11. 你公司目前与中小流通股的关系如何？**
- (1) 比较和谐 [ ]
- (2) 比较紧张 [ ]
- 12. 你公司管理层对股东权益保护的看法是：**
- (1) 非常重要 [ ]
- (2) 比较重要 [ ]
- (3) 一般重要 [ ]
- (4) 不太重要 [ ]
- 13. 你公司独立董事在保护股东权益方面的努力、作用及履职情况：**
- (1) 很好 [ ]
- (2) 一般 [ ]
- 14. 您认为股权分置改革完成以后，股东权益保护的状况：**
- (1) 比改革之前有所改善 [ ]
- (2) 改与不改没有什么区别 [ ]
- (3) 比改革之前更糟糕 [ ]
- 15. 股权分置改革完成后，股东权益保护将面临许多新的问题，您认为对股东权益保护最为不利的是：**
- (1) 股权结构分散导致中小股东行权成本过高，行权效果不明显 [ ]
- (2) 控股股东操纵上市公司利润，进行套现 [ ]
- (3) 控股股东利用定向增发等新的融资方式谋利 [ ]
- (4) 股权结构分散可能诱发新的“一股独大”问题 [ ]
- 16. 您认为，股权分置改革对于上市公司股东权益的影响是：（多选）**
- (1) 非流通股股东牺牲了较大利益 [ ]
- (2) 流通股股东并未获得太多的补偿 [ ]
- (3) 有助于各类股东权益的一致性 [ ]
- (4) 非流通股东和流通股东的权益都有所增加 [ ]
- 17. 您认为上市公司的下列行为中，对股东权益损害较大的是：（多选，不超过三个）**
- (1) 信息披露不真实、不及时 [ ]
- (2) 随意改变募集资金投向 [ ]
- (3) 随意增发或配售新股 [ ]
- (4) 大股东侵占上市公司的资源或利益 [ ]
- (5) 长期不发放现金股利 [ ]

(6) 内部人控制严重 [ ]

18. 您认为我国上市公司治理结构中存在的最主要问题是:

- (1) 股权分置的现实造成非流通股和流通股股东权益的对立 [ ]
- (2) 股权过于集中, 大股东的控制力太强 [ ]
- (3) 董事会、监事会形同虚设, 内部人控制问题严重 [ ]
- (4) 监事会和独立董事未发挥应有的治理作用 [ ]

19. 你对当前监管部门和社会舆论提出重点保护中小股东利益的看法是: (多选)

- (1) 中小股东的权益受到较多的侵害, 确实需要重点保护 [ ]
- (2) 大股东的合法权益也需要保护 [ ]
- (3) 当上述两者矛盾时, 监管部门应选择保护中小股东权益 [ ]
- (4) 大股东占据有利地位, 其权益不需要监管部门和社会舆论来保护 [ ]

20. 您觉得股改后, 股东权益保护是否更重要了?

- (1) 是 [ ]
- (2) 不是 [ ]

21. 您认为, 上市公司大股东权益和中小股东权益的关系是:

- (1) 完全是对立的 [ ]
- (2) 完全是一致的 [ ]
- (3) 有时候具有一致性, 但多数情况下是对立的 [ ]
- (4) 总得来说是一致的, 但个别情况下是对立的 [ ]

## 二、知情权

22. 你公司在确保股东享有知情权方面的工作包括: (多选)

- (1) 在网站中是否设立了投资者关系管理专栏并及时进行更新 [ ]
- (2) 设立了由专人负责的电话、传真、电子邮箱并保证畅通, 股东来人来访接待良好; 变更电话号码、传真、电子邮箱等通讯方式能及时对外公布 [ ]
- (3) 在证监会指定的信息披露媒体上及时公布定期报告和临时报告, 并积极向股东提供备查资料 [ ]
- (4) 未违规进行自愿性信息披露 [ ]
- (5) 在计划实施再融资等重要事项时举行分析师会议、业绩说明会等投资者见面活动 [ ]

23. 公司董事会是否会组织限售股东学习证券市场相关法律、法规?

- (1) 从不组织 [ ]
- (2) 偶尔通过股东会, 请有关专家予以讲解 [ ]
- (3) 每次股东会上, 请有关专家予以讲解 [ ]

24. 你认为, 上市公司的下列情况中, 股东最为关注的是: (多选, 不超过三项)

- (1) 盈利能力 [ ]
- (2) 行业排名和成长性 [ ]
- (3) 资产状况 [ ]
- (4) 运营现状及持续经营能力 [ ]
- (5) 红利分配 [ ]
- (6) 管理团队及发展战略 [ ]

25. 新公司法规定, 股东有权查阅公司财务会计报告, 你公司有股东行使过这项权利吗?

- (1) 大股东和主要限售股东有行使过 [ ]

- (2) 投资基金等机构投资者有行使过 [ ]  
 (3) 中小流通股股东有行使过 [ ]  
 (4) 没有股东行使过 [ ]

**26. 你公司的信息披露能否反映公司经营管理的真实情况?**

- (1) 能够准确反映 [ ]  
 (2) 能够基本反映 [ ]  
 (3) 不能反映 [ ]  
 (4) 不能判断 [ ]

**27. 你公司董事会是否每年都讨论并制订公司的利润分配预案?**

- (1) 是 [ ]  
 (2) 不是 [ ]

**28. 你公司董事会制订重大决策之前, 通常会征求哪些股东的意见?**

- (1) 征求大股东意见 [ ]  
 (2) 征求其他持股比例较大的股东意见 [ ]  
 (3) 征求持股比例较大的流通股股东意见 [ ]  
 (4) 无需征求股东意见 [ ]

**29. 你公司发生应披露事项时, 除了公告以外, 是否还专门向股东进行通报?**

- (1) 向大股东进行通报 [ ]  
 (2) 向其他持股比例较大的股东进行通报 [ ]  
 (3) 向持股比例较大的流通股股东进行通报 [ ]  
 (4) 不专门向股东进行通报 [ ]

**三、决策参与权**

**30. 你上市管理层中, 除大股东之外的其他主要限售股东:**

**A. 有无担任公司董事长?**

- (1) 有 [ ]  
 (2) 无 [ ]

**B. 有无担任公司董事?**

- (1) 有 1 人 [ ]  
 (2) 有 2 人 [ ]  
 (3) 有 3 人及以上 [ ]  
 (4) 无 [ ]

**C. 有无担任公司经理或财务总监等职务?**

- (1) 有 1 人 [ ]  
 (2) 有 2 人 [ ]  
 (3) 有 3 人及以上 [ ]  
 (4) 无 [ ]

**D. 有无担任公司监事职务?**

- (1) 有 1 人 [ ]  
 (2) 有 2 人 [ ]  
 (3) 有 3 人及以上 [ ]  
 (4) 无 [ ]

**31. 你公司除大股东之外的主要限售股东关心公司的经营状况吗?**

- (1) 股改前不太关心, 股改后很关心 [ ]

- (2) 股改前后都较关心 [ ]
- (3) 股改前后都不太关心 [ ]
- (4) 不能判断 [ ]

**32. 你公司在确保股东投票和决策权方面的工作包括：(多选)**

- (1) 为股东特别是中小股东参加股东大会创造条件，在召开时间和地点等方面给予充分考虑便于股东参加 [ ]
- (2) 利用互联网络对股东大会进行直播 [ ]
- (3) 实施网上投票制度 [ ]
- (4) 在选举公司董事、监事等高管人员以及审议某些重大事项时实行累积投票制度 [ ]
- (5) 对审议事项允许进行征集投票 [ ]
- (6) 在股东大会上管理层能直面股东质询，真实、准确地披露有关情况 [ ]

**33. 您认为，部分中小流通股股东不参加公司股东大会的原因可能是：(多选)**

- (1) 参加股东大会需要负担交通费、住宿费等支出，成本较高 [ ]
- (2) 自己的意见不能影响股东大会的决议，参加股东大会意义不大 [ ]
- (3) 购买股票的主要目的是谋取差价，对公司经营管理没有兴趣 [ ]
- (4) 根本就不知道股东大会召开的时间、地点 [ ]

**34. 你公司董事会在就重要议题进行表决时，有利害关系的股东是否都进行了回避？**

- (1) 是 [ ]
- (2) 否 [ ]

**35. 你公司除大股东之外，单独或者合计持有公司 3%以上股份的股东是否提出过临时提案？**

- (1) 有提出过 [ ]
- (2) 从来没有提出过 [ ]

**36. 你公司除大股东之外，连续 90 日以上单独或者合计持有公司 10%以上股份的股东是否自行召集过股东会议？**

- (1) 有召集过 [ ]
- (2) 从来没有召集过 [ ]

**37. 你公司大股东是否会就一些重大议案征求其他主要限售股东的意见？**

- (1) 从不征求 [ ]
- (2) 事先与每一位限售股东充分沟通 [ ]
- (3) 只与部分限售股东沟通 [ ]

**四、收益权**

**38. 您认为下列最能体现上市公司价值的指标是：**

- (1) 盈利能力指标 [ ]
- (2) 收益能力指标 [ ]
- (3) 资产价值指标 [ ]
- (4) 偿债能力指标 [ ]

**39. 您认为下列最能体现上市公司股东收益权的指标是：**

- (1) 股票市价 [ ]
- (2) 每股收益 [ ]
- (3) 每股净资产 [ ]
- (4) 每股股利 [ ]

**40. 截至目前，你公司利润分配已达到募集资金的：**

- (1) 20%以下 [ ]
- (2) 20%—50% [ ]
- (3) 50%—80% [ ]
- (4) 80%以上 [ ]

**41. 你公司的利润分配方案主要反映了谁的利益要求？**

- (1) 仅反映了大股东的利益要求，其他股东没有太多发言权 [ ]
- (2) 反映了全体股东的利益要求 [ ]
- (3) 仅反映了公司管理层的利益要求 [ ]
- (4) 主要反映了中小股东的利益要求 [ ]

**五、救济权**

**42. 当上市公司披露的信息不真实、不准确时，公司董事、监事是否要为此承担责任，接受处罚？**

- (1) 不需要 [ ]
- (2) 需要 [ ]
- (3) 不太清楚 [ ]

**43. 如果发现大股东提交的议案明显损害了其他股东和上市公司的利益，你公司可能采取的措施是：**

- (1) 单独进行事前沟通，要求大股东予以纠正 [ ]
- (2) 联合其他股东一起，要求大股东予以纠正 [ ]
- (3) 服从董事会统一决定 [ ]
- (4) 会议表决时投反对票或弃权票 [ ]

**44. 公司的董事、监事和高管人员在执行职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失，而公司又怠于行使起诉权时，符合条件的股东是否可以以自己的名义向法院提起诉讼？**

- (1) 可以 [ ]
- (2) 不可以 [ ]
- (3) 不太清楚 [ ]

**45. 您认为股东权益受到侵害后能否得到合理的弥补？**

- (1) 能够 [ ]
- (2) 不能 [ ]
- (3) 大股东能够，中小股东不能 [ ]

**46. 如果您认为股东权益在受到侵害后不能得到合理的弥补，那么原因是什么？**

- (1) 股东相对处于弱势地位，无力与公司相对抗 [ ]
- (2) 现有的救济路径有限 [ ]
- (3) 股东获得救济的成本太高，得不偿失 [ ]

**47. 您认为，下列最能得到中小流通股股东支持的股东权益保护措施是：**

- (1) 证监会加强监管力度 [ ]
- (2) 完善信息披露制度 [ ]
- (3) 建立民事诉讼与赔偿机制 [ ]

**48. 您认为，下列哪些机构可以为股东提供救济？（多选）**

- (1) 证券监管机关 [ ]
- (2) 证券交易所 [ ]
- (3) 工商行政管理机关 [ ]

- (4) 公安机关 [ ]
- (5) 检察机关 [ ]
- (6) 人民法院 [ ]

**49. 对于司法介入中小流通股股东权益保护问题，您的期待是：（多选）**

- (1) 尽快审结虚假陈述诉讼案 [ ]
- (2) 扩大证券民事侵权诉讼范围 [ ]
- (3) 尽快出台证券民事诉讼司法解释 [ ]

## 附录二

### 问卷 II：大股东和其他限售股东

所属上市公司：

贵公司属于所投资的上市公司第 大限售流通股

注：

1. 请各位股东根据题意要求完成，如涉及第二至五大限售流通股股东的问题，大股东请不要回答，未指明身份的题目大股东和第二至五大限售流通股股东均需回答；

2. 各上市公司请负责为本公司大股东及二至五大限售股东问卷的收交，均不必盖章，但需注明公司属于所投资的上市公司第几大限售流通股；

3. 本问卷涉及各种隐秘及利害关系的，监管部门负责保密；涉及上市公司相关问题的，监管部门不予追究；

4. 问卷请务必于 9 月 20 日前传真至浙江监管局：郭平，传真：0571—88473334，电子邮件 GUOPING@CSRC.GOV.CN；如有不明，上市一处联系人：胡媛赟 0571—88473302；上市二处联系人：赵旭强 0571—88473305。

**一、基本情况、类别股东关系****1. 作为限售股东，您在流通股解禁后是否会出售上市公司股票？**

(1) 是 [ ]

(2) 否 [ ]

**2. 你持有上市公司暂时非流通股权的性质是**

(1) 上市公司 [ ]

(2) 地方国资委 [ ]

(3) 实业公司 [ ]

(4) 自然人 [ ]

(5) 企业年金\基金福利会等 [ ]

(6) 外资公司 [ ]

(7) 国有企业 [ ]

**3. 你持有者持有股份额占上市公司总股本的**

(1) [ ]

(2) [ ]

**4. 你所持有股份的上市公司在股改后的涨幅**

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(4) [ ]

(5) [ ]

**5. 你的持股成本**

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

**6. 您是否出售上市公司股票，主要取决于：**

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

**7. 您与上市公司或大股东的关系是：（大股东不填）**

(1) [ ]

(2) 为上市公司或大股东的供销商 [ ]

(3) [ ]

**8. 您认为，我国上市公司股东权益未能得到有效保护的主要原因是：（多选，不超过三项）**

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(4) [ ]

(5) [ ]

(6) [ ]

**9. 您认为，在保护股东权益方面应担负最主要责任的主体是：**

(1) 监管部门 [ ]

(2) 上市公司 [ ]

(3) 中介机构 [ ]

(4) 新闻媒体 [ ]

10. 您认为，下列最能有效保护股东权益的措施是：（多选，不超过三项）

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(4) [ ]

(5) [ ]

(6) [ ]

11. 您认为股权分置改革完成以后，股东权益保护的状况：

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

12. 您所投资的上市公司，其利润分配状况如何？

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(5) [ ]

(6) [ ]

(7) [ ]

(8) [ ]

14. 您认为，股权分置改革对于上市公司股东权益的影响是：（多选）

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(4) [ ]

15. 您是否上市公司股权分置改革的积极推动者？

(1) [ ]

(2) [ ]

16. 如果上市公司增发新股，您是否会行使优先认股权？（大股东不填）

(1) 是 [ ]

(2) 否 [ ]

## 二、知情权

17. 您如何了解上市公司的经营管理情况？（多选）

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

18. 您关心公司经营情况吗？

(1) 股改前不大关心，股改后比较关心 [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

19. 您是否能够及时知晓上市公司经营决策或投资方案的重大改变？

(1) 能够 [ ]

(2) 不能够 [ ]

20. 您是否查阅过上市公司的公司章程、董事会记录、股东大会记录和财务会计报告？

(1) 是 [ ]

(2) 否 [ ]

21. 当您要求查阅上市公司的上述文件资料和财务数据时，是否曾被拒绝过？

(1) [ ]

(2) [ ]

22. 您对上市公司信息披露质量的满意程度是：

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

23. 如果不满意，最主要原因是：

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(4) 注册会计师未尽职责 [ ]

(5) [ ]

24. 您认为，目前我国上市公司信息披露存在的首要问题是：

(1) 不真实 [ ]

(2) 不全面 [ ]

(3) 不准确 [ ]

(4) 不及时 [ ]

25. 您是否关注公司股票价格的走势？

(1) 不怎么关心 [ ]

(2) 股改之后开始关心 [ ]

(3) 一直都很关心 [ ]

26. 除了参加董事会和股东大会之外，您平时会经常到公司了解有关生产经营情况吗？

(1) [ ]

(2) [ ]

### 三、决策参与权

27. 您是否每次都参加上市公司的董事会议，并对有关议题进行研究讨论，发表自己的看法和观点？

(1) [ ]

(2) [ ]

28. 您是否了解，新公司法规定任何股东都有向股东大会提出议案的权利？

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

29. 上市公司董事会制订重大决策之前，通常会征求哪些股东的意见？

(1) [ ]

(2) [ ]

(3) [ ]

(4) [ ]

**30. 您是否对董事会议案投过反对票？**

- (1) 是 [ ]  
(2) 否 [ ]

**31. 导致您对董事会议案投反对票的主要原因是：**

- (1) 大股东不尊重其他股东的意见 [ ]  
(2) 公司董事会未对议案进行充分的论证或考虑 [ ]  
(3) 事先没有征求主要股东的意见 [ ]

**32. 您是否能独立履行投票权？**

- (1) 是 [ ]  
(2) 否 [ ]

**33. 上市公司大股东是否会就一些重大议案事先征求您的意见？**

- (1) 从不征求 [ ]  
(2) 事先与每一位限售股东充分沟通 [ ]  
(3) 只与部分限售股东沟通 [ ]

**34. 您推荐过独立董事吗？您推荐的独立董事是否能当选？**

- (1) 推荐过，能当选 [ ]  
(2) 推荐过，不能当选 [ ]  
(3) 没有推荐过，因为当选的可能性很小 [ ]  
(4) 没考虑过这个问题 [ ]

**35. 您的合理要求是否能在董事会议案中得到充分的体现？**

- (1) 一般都能 [ ]  
(2) 从来都不能 [ ]  
(3) 有时能 [ ]  
(4) 不确定 [ ]

**四、收益权****36. 您认为，下列最能体现上市公司价值的指标是：**

- (1) 盈利能力指标 [ ]  
(2) 收益能力指标 [ ]  
(3) 资产价值指标 [ ]  
(4) 偿债能力指标 [ ]

**37. 您认为，下列最能体现您所持股份价值的是：**

- (1) 股票市价 [ ]  
(2) 每股收益 [ ]  
(3) 每股净资产 [ ]  
(4) 每股股利 [ ]

**38. 作为投资者，在下列指标中，您最为关注的是：**

- (1) 市盈率 [ ]  
(2) 主营业务利润率 [ ]  
(3) 净资产收益率 [ ]  
(4) 股利分配率 [ ]

**39. 您认为，下列最能体现上市公司股东收益权的指标是：**

- (1) 股票市价 [ ]  
(2) 每股收益 [ ]

(3) 每股净资产 [ ]

(4) 每股股利 [ ]

**40. 您觉得，上市公司的利润分配方案主要反映了谁的利益要求？**

(1) 仅反映了大股东的利益要求，其他股东没有太多发言权 [ ]

(2) 反映了全体股东的利益要求 [ ]

(3) 仅反映了公司管理层的利益要求 [ ]

(4) 主要反映了中小股东的利益要求 [ ]

## 五、救济权

**41. 作为上市公司的股东，您是否曾感觉到自身的合法权益受到侵害？**

(1) 是 [ ]

(2) 否 [ ]

(3) 不确定 [ ]

**42. 作为其他限售股东，若你的合法权益确曾受到侵害，其原因可能是：（多选，大股东不填）**

(1) 大股东侵权 [ ]

(2) 股票价格受到某些庄家的操纵 [ ]

(3) 监管部门的职能缺失 [ ]

(4) 缺乏有效的申诉和救济手段 [ ]

**43. 如果您的股东权益受到大股东侵害，您最有可能采取的措施是：（大股东不填）**

(1) 找上市公司理论，与大股东谈判协商 [ ]

(2) 向监管部门投诉 [ ]

(3) 向法院起诉 [ ]

(4) 无法采取有效措施，只能自认倒霉 [ ]

**44. 如果您的权益受到侵害，但又不愿意向法院起诉，原因可能是什么？（大股东不填）**

(1) 诉讼费用、律师费用太高 [ ]

(2) 担心胳膊拗不过大腿，诉讼获胜的几率很小 [ ]

(3) 案件审理旷日持久，拖不起 [ ]

**45. 如果发现大股东提交的议案明显损害了其他股东和上市公司的利益，你公司可能采取的措施是：（多选，大股东不填）**

(1) 单独进行事前沟通，要求大股东予以纠正 [ ]

(2) 联合其他股东一起，要求大股东予以纠正 [ ]

(3) 服从董事会的统一决定 [ ]

(4) 会议表决时投反对票或弃权票 [ ]

**46. 您是否知道，我国公司法规定，对违反法律法规、侵害股东合法权益的股东大会和董事会决议，股东有权向法院提起停止侵害和损害赔偿诉讼的权利？**

(1) 知道 [ ]

(2) 不知道 [ ]

**47. 您认为，下列哪些机构可以为股东提供救济？（多选）**

(1) 证券监管机关 [ ]

(2) 证券交易所 [ ]

(3) 工商行政管理机关 [ ]

(4) 公安机关 [ ]

(5) 检察机关 [ ]

(6) 人民法院 [ ]

**48. 对于司法介入中小流通股股东权益保护问题，您的期待是：（多选）**

(1) 尽快审结虚假陈述诉讼案 [ ]

(2) 扩大证券民事侵权诉讼范围 [ ]

(3) 尽快出台证券民事诉讼司法解释 [ ]