

## 摘 要

股东权益的保护涉及到公司权力的分配与行使,源于 1843 年英国福斯诉哈博特一案的资本多数决原则,因其便于公司迅速决策而在较长时间内采用。但是,该原则作为资本集中股东意志的必然选择,在提高了公司决策效率,全面保护大股东的合法权益并鼓励他们投资积极性的同时,也可能发生“异化”,为大股东寻求私利滥用控制权、蚕食和侵吞中小股东财产利益提供了制度上的可能和空间。因此,股东权益保护的核心应当是保护处于弱势地位的中小股东权益,这也正是本文的研究重点。

对于年轻的中国证券市场而言,尽管设立了保护上市公司投资者权益的机构——中国证监会、出台了《公司法》、《证券法》等一系列有利于保护股东权益的法律法规,但在股权分置时代,上市公司中小股东因其在公司治理结构中所处的弱势地位,不仅要负担经理层机会主义行为带来的代理成本,还可能受到处于控制地位的大股东的侵害,实际上面对着大股东和经理层的双重损害。而经济转轨和市场转型中的法制体系也不能为中小股东提供有效的保护机制。上述因素的综合作用,也就导致了我国上市公司中小股东权益保护相当薄弱的现状。

随着股权分置改革的推进,后股权分置时代的证券场所表现出的“股份顺畅流转”和“经济证券化”的特征,将引致上市公司股东权益出现以下一些变化:(1)不同股东的利益平衡机制逐渐建立;(2)统一的股东权益价值衡量体系逐渐形成;(3)控股股东的角色多重化、行为方式复杂化;(4)中小股东权益受到侵犯的来源有所不同。随着股东权益价值衡量体系的逐渐统一,各类市场利益主体的利益基础趋于一致,市场机制的强化和市场运行规则的改变也在进一步发展,上市公司原有的制衡机制将面临调整,中小股东权益受到侵害的来源表现也有所不同,这些变化必然将给中小股东权益的保护带来新的挑战。

为了对当前中小股东权益保护的现状有着更客观、更深入的了解,本着实事求是、增强课题务实性和可操作性的原则,我们在本课题的进行过程中,主要采用了问卷调查的方式,在河南全省选取 12 个地市、25 家证券营业部,共发放调查问卷 1000 份。根据调查问卷中发现问题以及后股权分置时代股东权益保护面临的挑战,结合国外市场维护股东权益的主要措施与发展趋势,本文

最后提出了后股权分置时代加强股东权益保护的政策建议。本文认为，上市公司股东权益保护体系的建立、完善是一个系统工程，需要全社会包括政府、监管机构、上市公司、中介机构和全体股东等方方面面的重视和参与，需要通过制度创新和提高制度的实施效率来实现。从政府的角度，一方面强化证监会的功能和加强证监会的执法力度，另一方面要针对证券市场出现的问题健全保护股东权益的法律法规；从公司的角度，要从完善公司治理结构着手使保障中小股东的权益落到实处；从股东自身的角度，需要强化股东意识，提高股东的维权意识和参与意识。

## 目 录

引 言.....	1
1、调查背景.....	4
1.1 股东权益保护的理论基础.....	4
1.1.1 股东权益及相关概念的界定.....	4
1.1.2 股东权益保护的依据.....	5
1.1.3 股东权益保护的核心.....	7
1.2 保护股东权益的必要性.....	8
1.2.1 保护股东权益是市场经济的立法宗旨之一.....	8
1.2.2 保护股东权益是公司存在和发展的基础.....	8
1.2.3 保护股东权益是证券市场繁荣和发展的前提条件.....	8
1.3 股权分置时代，我国上市公司股东权益保护的概况.....	9
1.4 后股权分置时代，股东权益的新特点.....	10
1.4.1 不同股东的利益平衡机制逐渐建立.....	10
1.4.2 统一的股东权益价值衡量体系逐渐形成.....	11
1.4.3 控股股东的角色多重化、行为方式复杂化.....	12
1.4.4 中小股东权益受到侵犯的来源有所不同.....	12
2、国外市场维护股东权益的主要措施与发展趋势.....	14
2.1 主要措施.....	14
2.1.1 完善中小股东股权的权能配置.....	14
2.1.2 完善中小股东对大股东的权力制衡.....	16
2.1.3 完善中小股东司法救济权利.....	18
2.2 发展趋势.....	21
2.2.1 强化对个别股东权的保护.....	21
2.2.2 强调良好的公司治理在维护股东权益中的重要作用.....	21
2.2.3 强调公司经营发展的重要性.....	22
2.2.4 股东权益的保护更加依赖多个法律部门的相互配合.....	22
2.2.5 股东权益的保护渐趋国际化.....	22
3、中小股东权益保护现状的调查设计.....	23
4、调查结果分析及启示.....	24
4.1 河南省投资者的特点.....	24
4.2 河南省中小股东权益保护的现状.....	26

4.2.1 河南投资者对股东权益的认识极其有限 .....	26
4.2.2 河南投资者的股东行权意识不强 .....	26
4.2.3 河南投资者的股东参与意识较为薄弱 .....	27
4.2.4 当前的股东权益保护现状不容乐观 .....	27
4.3 调查问卷的启示 .....	27
4.3.1 如何提高投资者的股东参与意识和维权意识是加强股东权益保护的 首要问题 .....	27
4.3.2 加强证券监管、规范市场仍是多数投资者的呼声 .....	28
4.3.3 提高上市公司质量是保护股东权益的基础和永恒主题 .....	28
<b>5、政策建议 .....</b>	<b>29</b>
5.1 后股权分置时代，中小股东权益保护面临新的挑战 .....	29
5.1.1 控股股东侵占中小股东权益更有动力也更有条件 .....	29
5.1.2 管理层利益与上市公司利益的捆绑将加剧内部人控制的风险 .....	29
5.1.3 日趋活跃的上市公司并购将增加虚假信息披露、市场操纵等行为 ..	30
5.1.4 分类表决制等中小股东权益的保护性规则失效 .....	31
5.1.5 投资者权益保护的行政执法与司法救济的冲突将加剧 .....	31
5.2 加强股东权益维护的目标解释 .....	31
5.3 加强股东权益维护的具体设想 .....	32
5.3.1 强化证监会的监管功能，加大证监会执法力度 .....	33
5.3.2 强化司法保护力度，进一步完善证券市场法律环境 .....	35
5.3.3 完善上市公司治理结构 .....	36
5.3.4 加强中小股东维护自身合法权益的意识 .....	37
<b>参 考 文 献 .....</b>	<b>39</b>
<b>附 录 .....</b>	<b>41</b>

## 引 言

上市公司和投资者都是证券市场的重要参与者之一，上市公司质量是证券市场稳定发展的基石，对投资者权益的保护则是证券市场持续繁荣和稳定发展的前提条件。一国证券市场如果缺乏对投资者尤其是中小股东权益的有效保护，证券市场最终将沦为零和博弈甚至是负和博弈游戏，投资者陆续撤资，市场出现日益萎缩的局面；如果上市公司群体的整体质量不高，投资者权益尤其是中小股东权益的保护将无从谈起，证券市场也将逐渐萎缩，甚至消亡。国外学者对英、美、德、日等 27 个国家数千家样本公司的数据进行回归分析研究的结果也表明，一国证券市场的总体规模、上市公司的平均市值与该国的投资者权益保护机制完善程度成正比。

2001 年 6 月，以“国有股减持”为导火索，国内证券市场开始了持续四年一路阴跌的走势，众多的投资者被深深套牢于其中，股息分红权受到藐视、资本利得无从谈起；另一方面，上市公司业绩却逐年下滑、大股东联手“庄家”以谋取私利一度盛行、中小股东合法权益频频遭到侵犯却无从求得公道，在此背景下，曾有人提出了“证券市场边缘化”“证券市场要推倒重来”的观点。这些现象表明，如何真正落实股东权益，尤其是中小股东权益的维护，当是中国证券市场进一步发展面临的最现实问题，其重要性不亚于提升上市公司的质量。河南省虽然是经济大省，但不是经济强省，资本市场发展程度整体较低，我省投资者以中小散户为主，整体素质较低，在资本市场中处于绝对弱势地位。作为地方证券监管部门，维护辖区市场秩序、推动辖区证券市场的繁荣发展是我们责无旁贷的使命，而日常监管工作中所遇见的现实情况又总是常常困扰我们。因此，为更翔实的了解辖区上市公司股东权益保护现状，增强日常监管保护投资者合法权益措施的针对性，结合保护基金公司的要求，我们决定就“河南省上市公司股东权益保护现状”做一次深入全面的调查分析，这也是本次课题研究的起源及初衷。

从第一只股票到第一只共同基金，从柜台交易到国债期货的疯狂交易，从 1997 年沪深两地市场的博弈到庄家盛行，从 5.19 的恢复性上涨到 2001 年市场高点的战略性国有股减持，从“以堵为主”的“法制、监管、自律、规范”的八字方针到“堵梳结合”的“市场化、规范化、国际化”监管理念的转变，在这一系列的事件中，从无到有的中国证券市场也经历着美国成熟市场二百余年来所经历

的“伟大博弈”。伴随着 2003 年价值投资理念的开始扎根、2004 年初国九条的出台、2005 年中期股权分置改革的铺开、证券投资者保护基金的设立，年轻的中国证券市场正在发生深刻的变化，在从计划向市场转轨的进程中，一步步向国际接轨。如何在中国股市发生制度性变革的时期，以国际化的战略眼光去审视并改善国内上市公司股东权益屡遭侵犯的现实情况，更需要我们去深思，这也是本课题的研究目的。

关于上市公司股东权益的保护，国内外均有不少的研究文献涉及。国外学者主要立足于较为成熟的市场经济体系，从立法的角度就市场化国家立法、司法和执法等不同层面来探讨维护股东的权益维护；国内学者则是在股权分置的大背景下试图借鉴成熟市场国家的经验，从完善公司治理的角度提出了加强本国上市公司股东权益维护的一些措施，如何金秋的《从国际经验看股东权益保护与公司治理》（2002）、裴武威的《股东保护、公司治理与资本市场发展》、齐斌的《股份有限公司小股东权益保障研究》（1999）等等。中国证券市场“计划+转轨”的特色决定了其发展历程将与发达国家证券市场有着根本上的不同，因此，成熟市场国家的经验难以在国内复制，国内学者此前提出的相关措施也难以在国内证券市场得以推行。随着 2004 年初国九条的出台、2005 年中期股权分置改革的铺开，中国证券市场开始了具有历史转折意义的变革，呈现出鲜明的“后股权分置”时代特色，与国际接轨的路线也愈发清晰。与此同时，关于后股权分置时代的上市公司股东权益保护的研究文献就显得相对匮乏，对这一问题的系统分析更是不多。

为了对本课题进行更加系统、更加深入的研究，本文基本框架中设计了五部分。第一部分，介绍了本课题的背景及理论基础，主要是根据股东权益及相关概念的界定，讨论了股东权益保护的依据和核心；同时，结合国内的现实情况，分析了国内上市公司股东权益保护存在的问题，以及后股权分置时代股东权益的新特点。第二部分，对国外市场维护股东权益的主要措施和发展趋势进行较为细致的分析，本部分主要是从各国证券市场的发展历程中归纳出大陆法系、英美法系两大成熟市场国家维护股东权益的共同经验。第三部分，较为详细地介绍了本次课题中所涉及的调查问卷的具体设计。第四部分，对问卷调查结果进行整理、归纳和分析，本部分主要对河南辖区内上市公司股东权益保护的现状及存在的问题进行了进一步分析。第五部分，结合本次问卷调查中所发现的问题以及后股权分置时代的特点，同时借鉴国外维护股东权益的经验，提出了加强国内上市公司股

东权益保护的具体措施。

本课题研究过程中主要采用了理论分析和实证分析相结合的研究方法, 试图以经济学、管理学、法学等理论为指导, 在借鉴国外成熟市场国家的经验、同时结合国内市场正处于制度变革转折时期的特色的基础上, 提出了: 强化证监会的监管功能、加大证监会执法力度; 强化司法保护力度; 进一步完善证券市场法律环境; 完善上市公司治理结构等政策建议。本文的最后建议及其中的具体措施, 对于改善目前国内上市公司股东权益保护薄弱的现状, 以及构建维护国内上市公司股东权益的长效机制, 有着一定的现实意义。但是, 由于所涉猎的文献以及研究人员学识和能力的限制, 再加之, 问卷调查仅涉及河南省, 因此, 本课题研究的深入性和系统性还存在不足之处, 所提出的政策建议还可能存在值得商榷之处。

## 1、调查背景

### 1.1 股东权益保护的理论基础

#### 1.1.1 股东权益及相关概念的界定

股东(Shareholder)是指向公司投入资本,按照其持有股份或出资比例依法在公司享有权利、承担义务的人。根据出资额或所持股份的多寡,股东通常又被称为大股东、小股东或多数股东、少数股东(Majority stockholders、Minority stockholders)。大股东(多数股东)因其股份或出资额占有的多数而实质上对公司拥有更多的控制权,成为控股股东(Controlling stockholders)。

股权(Stock ownership)是由对股份的所有权转化而来,财产所有者将其财产投资于股份公司后,所有权即转化为股权。

股东权(Shareholder's rights)是指股东由于持有股份公司的股份而拥有的权力和承担的义务。股东权的大小体现了股东保护的水平,股东权有很多衡量标准,比较成熟的是 LaPortal, Lopez 一 de -Silanes, Shleifer 和 Vishny(以下简称 LLSV)发展起来的一套指标—股东权指数和执法效率指数(称为 LLSV 指标)。LLSV 指标的股东权指数主要包括 8 个指标:投票权、通信投票权、无阻碍出售权、累计投票权或比例投票权、受压少数股东机制、优先权、召开特别股东大会的权利、对抗董事权,上述 2-7 项权利又可归结为对抗董事权,是衡量少数股东对管理层和控股股东有多大反抗权利的指标。LLSV 指标的执法效率指数主要包括司法体系的效率、法律规则的完善程度、腐败水平和会计准则的完善程度等四个指标。

股东权益即股东由于持有股份公司的股份而拥有的权力和应受到保护的合法利益。以权利行使的目的为标准,股东权可分为共益权和自益权,前者是指股东为个人利益兼为公司利益行使的权利,后者则指股东为自身利益而行使的权利。一般认为,股东权主要包括受益权、表决权、知情权、救济权(参见表 1)。

表 1：股东权益的主要内容

权利	主要内容
受益权	这里的“受益权”统括了与股东地位有关的财产权利，包括股利分配权、股份转让权，剩余财产的分配权等，受益权是股东自益权中最重要的权利，也是股东参与投资的重要原因。
表决权	指股东基于其股东地位而享有的、就股东大会的议案做出一定意思表示的权利，这是股东参加公司管理的重要手段。
知情权	股东通常不直接参加公司的经营管理，为保证股东对公司管理进行监督，各国公司法都有关于股东知情权的规定，知情权一般包括财务会计报告查阅权、账簿查阅权和检查人选任请求权。
救济权	指股东合法权益受到侵犯或有受到侵犯的现实危险时，享有的请求法院判决某种行为无效或索取赔偿的权利，它是保护股东权益的最后防线。

股东权和股东权益都是指股东依法享有的待遇。利益是权利的核心，权利是利益的外壳，因此，在本文中，股东利益的保护也就是股东权的保护。我国《公司法》中对股东权的规定即是股东权益保护的基本内容。

与股东权益相关的概念还包括投资者权益和利益相关者权益。投资者权益包括股东权益和债权人权益，其中股东权益是指股东享有企业公司的收益权、决策参与权、知情权、救济权；债权人权益是指债权人享有公司的固定收益权，以及企业破产清算时的优先请求权。利益相关者(stakeholder beneficiary)，指企业内部和外部会影响组织或被组织影响的个人和团体，如股东、银行及其它债权人、公司雇员、消费者、供应商、社区等。对股份公司而言，与公司利益最为密切的首推股东，其次才是公司雇员、债权人和其他利益主体。有效的股东权益保护应促进股东和其他利益相关者的利益相协调、相一致。

### 1.1.2 股东权益保护的依据

公司作为法人，它的行为通过公司治理实现，因此股东权益的实现和保护又必然涉及股东与治理结构的各组成部分如股东大会、董事会和董事、监事会和监事及经理层的关系。同时，股东是公司存续、经营和发展的利益主体，但他不是唯一的利益主体，公司的利益相关者还包括债权人、供应商、消费者、雇员、所在社区及环保组织等利益主体。因此，股东权益的保护应当涉及股东和公司其他利益相关者之间关系的调整，但是，本文主要是以股东和公司的关系为研究对象。

根据性质的不同，股东权益的保护依据可以归纳为两类：一是法定性依据，

即公司法以及与股东保护有关的其它法律法规；二是自治性依据，即在法律法规的框架下，公司根据自身情况而制定的为保证以股东为主体的利益相关者的利益，而规范自身在公司经营活动中的行为的一整套制度，包括公司章程、公司治理准则等。

## 1、股东权益保护的法定性依据

### (1) 股东平等原则

即股东在基于股东资格而发生的法律关系中，原则上应按其持有的股份数额享受平等的待遇，这一原则包含两层含义：一是指形式的平等，即一股一权、同股同权、同股同利；二是指股东间实质的平等，即公司按照股东所持有的股份的性质和数量实行平等对待。股东平等的原则是股东保护的一项基本原则，渗透于公司法的全部领域，在股东权益的保护中发挥着重要作用<sup>①</sup>。需要说明的是，股东平等原则并不排除股权具体内容的不同。

### (2) 股东有限责任原则

即股东以其出资额承担风险和获取收益，这一原则使得公司的出资人股东的投资风险控制在出资额以内，使得股东不会因为股份公司的经营不善而承担无限风险，这将有利于降低股东因投资行为而承担的监督成本，同时也为股份公司所有权和经营权的分离创造制度条件。

## 2、股东权益保护的自治性依据

### (1) 股东财富最大化原则

股东是股份制公司存在和发展的利益主体，公司的经营目标应是股东财富的最大化，为此必须制定一套以股东保护为基础的公司章程、公司治理准则等公司制度。

### (2) 公司持续、健康发展的要求

通过制定公司章程、公司治理准则等公司制度，在保障以股东为主体的各利益相关者在公司的利益的同时，也推动了公司治理结构的完善，这将有助于增强公司的持续竞争力，从而使得公司能够持续、健康的发展。

---

<sup>①</sup>我国股东平等原则体现在同股同权和同股同利、同股同价(((公司法)第 127 条)、一股一表决权(((公司法)第 104 条第 1 款))。

### 1.1.3 股东权益保护的核心

股东权益的保护涉及到公司权力的分配与行使,综观公司制度的发展历史,公司的权力分配与行使经历了“一致同意原则”和“资本多数决原则”两个阶段,前者体现了绝对的股东平等理念,在二战以前公司普遍呈现规模小、业务和组织结构相对简单的时期;后者则体现了资本面前人人平等、拥有等质同量的资本就拥有相同的权利和利益以及“有限民主”的思想,这有利于规模较大、业务和组织结构相对复杂的公司迅速决策以便快速应对市场变化。

“资本多数决原则”所体现的股东拥有的表决权数与其所持资本份额成正比的关系,其实质就是将控股股东利益上升拟制为公司的利益。因此,“资本多数决原则”既是统一股东意愿的有效手段,又有力地巩固了公司大股东的法律地位,但同时也导致了大股东与中小股东之间事实上的不平等。一方面,基于资本多数决原则的运作,小股东行使表决权所体现的意志往往为大股东所压制或吞没,而大股东则通过表决权的优势控制股东大会,进而控制董事会,使公司的经营决策服从自己的意志,追求和实现“超额”和“优越”的财产利益。另一方面,基于资本多数决原则的运作,拥有控制权的大股东还有可能以法律所预想不到的方式不正当地行使法律以正当目的赋给他们的权力,通过投资、资产置换、效益分配、股权转让等环节将公司的利益转移至自己手中,使公司成为违背公平与正义、满足一己私利的工具。

可见,资本多数决原则是一把双刃剑,它在提高了公司决策效率,全面保护大股东的合法权益并鼓励他们投资积极性的同时,也可能发生“异化”<sup>②</sup>,为大股东寻求私利滥用控制权、蚕食和侵吞中小股东财产利益提供了制度上的可能和空间。从这个意义上讲,股东权益保护的核心应当是保护处于弱势地位的中小股东权益,这也正是本文的研究重点。

<sup>②</sup>现实中的资本多数决异化主要表现为:违反法律或公司章程故意拖延或拒发股息,侵害股东受益权;不合理地向董事及高级管理人员支付高额报酬或提高他们的福利待遇;用公司的财产为多数股东提供贷款担保,或接受他们高价向公司转让的劣质资产;任意罢免或无理阻挠少数股东担任公司高级管理职务;恶意增加公司资本或强行配售股,迫使少数股东因无力认购新股而使其持股比例进一步降低,稀释少数股东股份;操纵公司股票价格,迫使少数股东低价出售所持股票;在董事或管理人员非法经营、违反职责而损害公司利益时,无理拒绝以公司名义对他们进行追究;违反法律或公司章程的规定,为少数股东参加股东大会附加不合理条件;无理拒绝向少数股东提供或故意隐瞒公司的经营状况、资产情况以及其他必要的信息与资料;利用“恶意兼并”或“短期合并”等手段,将少数股东排挤出去,然后再恢复公司原状;利用其因职务而获得的内部信息篡夺公司机会或进行内幕交易,为自己谋取私利;明知受让人属恶意收购公司或受让人无良好资信,恶意转让控制权以求获得额外的溢价收入;与公司进行购买、销售、租赁、代理等关联交易,获取非法利润,或通过资产租赁,资产托管、承包经营等手段,套取公司资金等。

## 1.2 保护股东权益的必要性

### 1.2.1 保护股东权益是市场经济的立法宗旨之一

在现代股份制公司中，所有权和经营权的分离使得股东直接控制自己的财产成为不可能，由于大股东的存在，中小股东在对公司的控制和监督上处于弱者地位，因此，保护股东权益，特别是加强中小股东权益的保护是法律保护的必然要求，这也是整体市场经济立法的宗旨之一。

### 1.2.2 保护股东权益是公司存在和发展的基础

市场价值是衡量公司价值的最有效指标之一，对于上市公司而言，其市场价值通过公司股票价格来反映。在中小股东被“掠夺”的情况下，投资者就不愿意持有公司股票，或对公司股票只愿意付出较低价格，这必然会导致公司的市场价值下跌。另一方面，在存在大股东“掠夺”的公司，职业经理人经营管理的积极性也会受到影响。上述两个因素都会对公司业绩和价值产生负面影响。股东作为公司的投资者，也是股份制公司存续、经营和发展的利益主体，因此，公司的经营管理目标应当是股东财富最大化，保护股东权益也是公司得以存在和发展的基础和前提。

### 1.2.3 保护股东权益是证券市场繁荣和发展的前提条件

LISV (1997)指出，对股东权益的有力保护是证券市场繁荣和发展的前提条件。国外学者对英、美、德、日等 27 个国家数千家样本公司的数据进行回归分析的结果也表明，一国证券市场的总体规模、上市公司的平均市值与该国的投资者权益保护机制完善程度成正比。一个对中小股东提供有效保护的证券市场会吸引大量投资者进入，为上市公司提供源源不断的资金，资本市场也会获得较快发展。而在一个股东权益保护较差的证券市场，投资者对证券市场信心不足，其系统风险就较高，也容易因此引发资本市场的动荡或萎缩。因此，只有投资者权利（尤其是中小股东权益）得到切实的保护，一国证券市场才能得到持续的发展，否则证券市场最终沦为零和博弈甚至是负和博弈游戏，投资者陆续撤资，出现市

场日益萎缩的局面。

### 1.3 股权分置时代，我国上市公司股东权益保护的概况

对于年轻的中国证券市场而言，尽管设立了保护上市公司投资者权益的机构——中国证监会、出台了《公司法》、《证券法》等一系列有利于保护股东权益的法律法规，但如果按照 LLSV 股东权指数来看，中国的股东权益保护程度低于平均水平(其值为 3)，执法效率虽缺乏具体指标，但从经验判断亦远远低于平均水平。从已有案例来看，大到使整个市场受到打击的“亿安科技”、“银广夏”等恶性操作事件，小到让人难以觉察的内幕交易、隐瞒利润等行为，大股东操纵上市公司侵害中小股东权益的现象屡见不鲜。

具体而言，中小股东的合法权益主要受到如下来自“控股股东或上市公司的不当行为”的严重侵犯：控股股东直接或间接占用上市公司资金、利用关联交易转移上市公司利润；控股股东或上市公司高管人员利用信息优势进行内幕交易牟取私利；上市公司违反信息披露制度或披露虚假信息实现非法利益或转移风险；控股股东与流通股中的“庄家”联合操纵市场，使得中小股东的信息不对称劣势加剧。尤为严重的是，当中小股东的权益受到严重侵犯、经济蒙受巨大损失时，却无法付诸法律获得民事赔偿。红光公司编造巨额利润包装上市、银广夏公司虚构巨额利润 7.45 亿元等案例中，无数投资者多年的积蓄毁于一旦，至今无一获得赔偿。

国内众多学者的研究表明，股权分置时代，我国上市公司股权结构的二元性是证券市场优胜劣汰、优化资源配置的功能受到抑制，从而导致中小股东不能用手投票或用脚投票来维护自身利益的根本原因之一。再加之，我国的上市公司大多数是国有企业改制而成，带有明显的产权主体缺位下国有股“一股独大”的特色，使得经理层控制权机制表现为“控制权行政配置”与“内部人控制”相结合，这不仅严重影响了股东保护的立法和执法的独立性、公正性和透明度，也阻碍了在上市公司内部真正建立一个能有效维护股东权益、并能有效约束或监督经营者的现代公司治理机制<sup>⑥</sup>。

<sup>⑥</sup>国际上，LISV (1998)在其 49 个国家的样本研究中论述了所有权集中的问题，与此同时，拉波塔、德西拉内斯和施莱弗(1999)考察了 27 个富裕经济国家的最大公司的控制权集中情况，这些实证研究结果表明一国股权的集中程度与其股东保护的强弱负相关。

可见，我国上市公司中小股东因其在公司治理结构中所处的弱势地位，不仅要负担经理层机会主义行为带来的代理成本，还可能受到处于控制地位的大股东的侵害，实际上面对着大股东和经理层的双重损害。而经济转轨和市场转型中的法制体系也不能为中小股东提供有效的保护机制。上述因素的综合作用，也就导致了我国上市公司中小股东权益保护相当薄弱的现状。

## 1.4 后股权分置时代，股东权益的新特点

所谓后股权分置时代又可以分为广义和狭义两种情况，广义的后股权分置时代是指完成股改的上市公司总市值占证券市场总市值的绝大多数比重；狭义的后股权分置则是指绝大部分上市公司完成股改（家数或市值的95%），并且已完成股改的上市公司在其锁定股票承诺期到期后，即使一部分股东出售股票套现，但市场仍然在整体上保持平稳运行的态势。我们认为，后股权分置时代的证券市场所表现出的“股份顺畅流转”和“经济证券化”的特征，将引致上市公司股东权益的一些新特点。

### 1.4.1 不同股东的利益平衡机制逐渐建立

股权分置时代的股权结构二元性特色，既分裂了股权的流动性，也从根本上割裂了非流通股股东与流通股股东价值增长机制的一致性，导致了上市公司股东之间的利益不一致。由于股权流动性的分裂，流通股股东价值的增长仅与公司股票二级市场价格有关，而作为控股股东的非流通股股东的价值提升主要在于资产净值的增减，显然，两类股东的效用函数完全不同，其利益基础也难以达成一致。

而在后股权分置时代，随着非流通股的上市流通，控股股东由原来的利益相关者转变成了资本市场的实际参与者，其不仅可以从公司内部转移收益，还可以从外部的资本市场获取资本利得收益，因此，控股股东的效用函数将发生变化，其最大化自身利益的行为模式也必将随之而发生改变，也将更有动力采取各种方式<sup>④</sup>提升上市公司质量。可见，在后股权分置时代，所有股东的资产价值提升与否都与企业的业绩、质地、成长性及二级市场走势有关，这些因素的充分关联，

<sup>④</sup> 股权分置改革后，控股股东将更关注公司战略的发展，更注重通过整体上市、增持股份或定向增发等资本运营方式来改善上市公司的经营状况（参见表2）。

就使全体股东的利益趋于一致，这主要体现在：控股股东更有动力将公司价值更好地体现在股票的价格走势上，而公司的中小股东也会因为公司股票的上漲带来自身财富的增加，也会更多地关注企业的经营与成长，从而在不同股东之间建立良好的利益平衡机制。

表 2：股权分置改革后部分控股股东的行为——整体上市

证券简称	公告日期	方式
上港集团	2006 年 10 月 24 日	上港集团以换股吸收合并的方式合并上市公司上港集箱，合并完成后上港集箱终止上市并注销，上港集团申请在上交所上市。
太钢不锈	2006 年 6 月 14 日	上市公司太钢不锈向太钢集团发行 13.69 亿股新股，购买太钢集团的钢铁主业资产。
鞍钢股份	2006 年 1 月 25 日	鞍钢新轧钢股份有限公司新增股份 29.7 亿流通 A 股，用于收购鞍山钢铁集团公司持有的鞍钢集团新钢铁有限责任公司 100% 股权。

### 1.4.2 统一的股东权益价值衡量体系逐渐形成

在股权分置状况下，上市公司全体股东缺乏共同的利益基础，也难于形成统一的股东权益衡量标准，这主要表现在：广大流通股股东更多地关注每股收益，而非流通股股东则是利用上市公司的配股和增发等特权募集更多资金以提高每股净资产。

股权分置的解决，使得流通股与非流通股有了统一定价的市场基础，流通股股东和非流通股股东价值的衡量中枢都将转移到由公司内在价值决定的股票价格上，这就为形成统一的股东权益价值衡量体系奠定基础，同时也将使得证券市场真正成为评估和确定公司价值的平台。

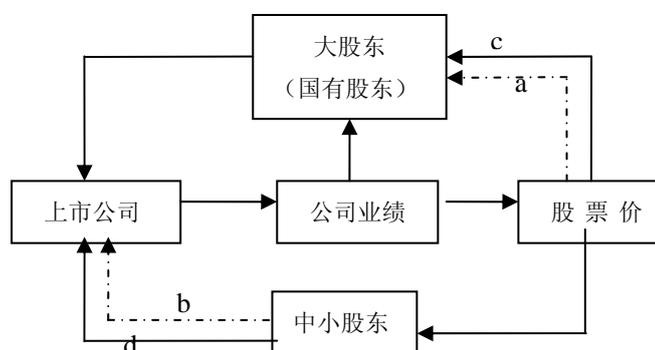


图 1：上市公司与股东之间的关系

注：图 1 中的虚线 a 表示在股权分置情况下，股票价格的高低不表现为大股东

东权益的增减；虚线 b 表示股权分置下，由于国有股一股独大，中小股东在股东大会上无话语权，难以监督和约束经营者。股权分置时代，虚线 a、b 的存在使得股东与经营者的关系链“股东——经营者——公司业绩——股票价格——股东”产生断裂。而在后股权分置时代，虚线 a、b 被实线 c、d 所代替，股票价格将逐渐成为各类股东的权益衡量标准。

### 1.4.3 控股股东的角色多重化、行为方式复杂化

股权分置的解决，使得股东具有了共同的利益趋向，控股股东的行为会受到二级市场上中小股东的制约，削弱了控股股东利用转移上市公司资产等“隧道挖掘”<sup>⑤</sup>手段对中小投资者的利益侵蚀。但是，在后股权分置时代，控股股东既是公司经营决策的控制者，又是资本市场的参与者，其投资收益既可通过持续的经营收益来获得，也可通过直接获取资本利得而实现。作为公司经营决策的控制者，控股股东可以在第一时间知晓公司所有重要信息；作为资本市场的投资者，控股股东具有其他机构难以比拟的持股优势；作为市场中的重要标志，其交易行为对股价变化具有重要的导向性，既影响着投资者对公司基本面和股票价格的预期，也影响着股价的稳定。因此，后股权分置时代，控股股东的角色更加多重化，这也就决定决定了他们交易目的和交易行为的复杂化：他们可能在公司股价低估时增持股票以扩大在经营收益分配中的比例、可能在公司股价高估时减持股份在股市中实现更高的收益、可能为发行新股或争夺公司控制权而操纵股价、也可能利用信息优势通过内幕交易获利。

### 1.4.4 中小股东权益受到侵犯的来源有所不同

后股权分置时代，股权割裂的制度平台不复存在，上市公司控股股东角色的多重化使其从资本市场后台步入前台、上市公司高管人员因股权激励与上市公司利益捆绑在一起、上市公司并购战将因争夺公司控制权而日趋活跃、机构投资者的发展壮大也使其地位和影响举足轻重，这些变化将可能使得侵犯中小股东权益

<sup>⑤</sup> Johnson 等（2000）将控股股东利用金字塔式股权结构，通过各种合法和非法手段将企业资产和利润转移到自己手中从而侵占中小股东利益的行为称为“隧道挖掘（tunneling）”。隧道挖掘通过两种方式进行：一是自我交易，包括直接的偷窃或欺诈、关联交易、资产转移、利用转移定价进行内部交易、担保和侵占公司投资机会等；二是通过额外的股份发行来稀释中小股东权益，最终达到完全占有公司的目的。

的来源有着不同的表现：不平等的关联交易将逐渐减少，但是将出现更加普遍更加严重的虚假信息披露，这主要体现在虚假披露手法更加隐蔽、与内幕交易和操纵市场结合更加紧密、更加重视选择性的信息披露；非流通股的上市流通将导致股权趋于分散，上市公司的治理结构将更加复杂，内部人控制将会更加严重，在基金等机构投资者参与公司治理意识薄弱的情况下，内部人控制所带来的危害可能远高于此前的非流通股一股独大的危害；非流通股的上市交易将使得控股股东操纵市场更加方便，控股股东、高管人员、机构投资者更有可能结成联盟，未来的操纵市场行为将更加复杂，内幕交易仍将在一定程度上存在。

## 2、国外市场维护股东权益的主要措施与发展趋势

源于 1843 年英国福斯诉哈博特一案的资本多数决原则因其便于公司迅速决策而在较长时间内采用，但该原则作为资本集中股东意志的必然选择，其实质上是坚持对控股大股东权益全面、彻底的保护，这就隐含着控股股东滥用控制权、获取超额利润的“道德危险”。也即，“资本多数决原则”仅仅体现了股东地位的形式平等，无法全面有效地调整公司控股股东与中小股东之间的权力和利益分配与行使关系，因而，难以防范现实中日益增多的中小股东权益遭受侵害的现象。

自 19 世纪后期以来，随着资本主义由自由竞争时期向垄断时期过渡，权利社会化思潮兴起，立法与司法理念开始由追求形式正义转向追求实质正义，契约自由开始受到一定限制，弱者权利保护不断强化。上述变化反映到公司法律制度中，促使英、美、德等国逐步通过司法判例或立法修订确立了股东派生诉讼、董事和控股股东诚信义务等制度，通过确立累积投票权、知情权等丰富股东权的权利配置，提高股权的可诉性等手段，来矫正过去因绝对奉行资本多数决原则所引起的对少数股东保护不力的状况。大陆法系国家在中小股东权益保护问题上起步稍晚，受英美法影响较多。归纳起来，两大法系关于中小股东权益保护的主要措施以及股东权益保护的发展趋势有如下特点。

### 2.1 主要措施

#### 2.1.1 完善中小股东股权的权能配置

##### 1、赋予少数股东股东大会召集请求权和召集权

一般情况下，股东大会的召集权属于公司董事会，但为保护少数股东的权益，各国公司法规定在特定情况下，少数股东可以召集股东大会。如德国《股份公司法》第 122 条规定，股东大会可根据少数股东的要求而召集。当股东所持有的股份总计已经达到基本资本的 5% 时，可以以书面形式向董事会提出要求，并且说明目的和理由，在这种情况下公司董事会应当召集临时股东大会。当其请求在法定时间内不能满足，且所持股份满足法律规定的持有比例和持续持有时间的条件，上述股东可自行召集或根据法院同意而召集临时股东大会。又如英国《公司

法》第 104 条规定，若董事会拒绝或怠于召开，则少数股东的股东大会召集权即随着 2 个月的等待期间之届满而发生。

## 2、赋予少数股东提案权

指依照法律规定持续一定时间持有有一定比例股份的股东，可以书面形式向董事会提出议题或议案并有权要求记载于股东大会通知书上。英国、美国、德国、法国、日本等国家均确立了股东提案权<sup>⑥</sup>。股东提案制度的设立是为了克服资本多数决原则的弊端，使小股东的参与权及其利益能在股东大会上得到适当反映，因而是保障中小股东权益的重要制度之一。

## 3、赋予了股东质询权

质询权又称质询权，指法律赋予的股东就股东大会决议中的事项向董事、监事、经理提出质询的权利，它源于股东的股东大会参与权。对于股东提出的质询，董事、监事、经理有说明的义务，但股东请求说明的内容应是与会股东大会案相关的事项。如美国《特拉华州公司法》规定：在股东会之前，股东有权接受公司会计表册和有关报告，复制或摘录存放于公司注册住所的资料，在股东大会上在一定范围内，每一股东均有权提出质询。

股东质询权的有效行使可以充分表达股东参加公司重大决策的意愿，同时也可以纠正董事、经理经营失误、侵害部分股东合法权益以及他们违反忠实义务侵害中小股东利益的行为，因而是公司良好运营所必要的。但需说明的是，股东质询权只是一项辅助股东行使其他权利的基础，其最终目的在于保证股东有效、合理地行使表决权，从而保障其因持有股份而应得的利益。

## 4、赋予异议股东股份回购请求权

又称为异议股东的估价补偿权，指在股东大会就公司合并、营业让与或修改章程等事项做出决议时，持反对意见的股东有权要求公司或大股东按照独立中介机构做出的评估价格购买其持有的股份。如美国《示范公司法》第十三章关于异议者权利规定：公司必须在承认合并大会前 20 天，通知拥有买回请求权的各位股东该权利的存在；行使该权利的股东，必须在合并承认大会前书面向公司提出买回请求，并在承认大会上对合并投反对票；异议股东可以在合并生效之日起 20 日

---

<sup>⑥</sup>日本《商法典》第 232 条第 2 项规定：连续 6 个月以上持有已发行股份总数 1% 的股份或 300 股以上的股东，可以在开会六周之前，以书面形式向董事会请求将一定的事项作为股东大会的会议目的，但是该事项应是由股东大会决议的对象。

内，向法院请求决定股票价格，由法院对股票价格做出公正裁决。

异议股东回购请求权的法理是，基于公平的考虑，法律不能强迫少数异议股东继续留在结构及权利较其加入时已作重大改变的公司实体中。因为公司法仅要求获得全部已发行股份过半数或三分之二以上的表决通过，公司即可实行涉及公司的重大决策，如与他公司合并、出售全部或大部分财产、变更章程等。法律赋予反对上述决议的少数股东估价补偿权，使得不愿接受公司重大变化的反对股东，能够在取得合理的金钱补偿后退出公司，这既有效保护了中小股东利益，也能较好协调各方利益。

## 2.1.2 完善中小股东对大股东的权力制衡

### 1、建立累积投票制

股东选举董事会或监事会成员的方法有两种。一是直接投票，指股东将自己的选票平均投给自己提名的候选人。二是累积投票，指股东将手中的选票集中到一起，投给自己提名的候选人。如果采取直接投票的方法，具有简单多数的股东便能保证对董事会人员组成的绝对控制。而如果采用累积投票制，则可以保证中小股东在董事会中赢得一个或多个席位，确保中小股东在董事会上得到发言权，这既有利于公司内部弘扬民主精神，又能有效地平衡中小股东与大股东之间的利益关系，实现在直接投票制下无法达到的效果。

累积投票制的制定源于美国伊利诺斯州 1870 年制定的《宪法》，该法第 3 章第 8 条规定：任何股东在法人公司选举董事或经理人的任何场合，均得亲自或通过代理人行使累积投票一权，而且此类董事或经理人不得以任何其他方式选举。此后，美国各州纷纷效仿，都规定了股东的累积投票权。受此影响，日本《商法典》、台湾地区《公司法》也建立了累积投票制。但在立法态度上各国却有不同的做法：一是强制性累积投票制<sup>⑦</sup>。如我国台湾地区《公司法》。二是许可性累积投票制。如现在美国绝大多数州和日本都转向把累积投票制作为任意性规范看待，具体又分为选择得权法和选择弃权法两种模式。前者是指除非公司章程规定了累积投票，否则股东不享有累积投票权。后者是指除非公司章程或附

<sup>⑦</sup>强制的累积投票制在现实中也会给敌意者逐渐控制公司、完成收购兼并打开了方便之门，所以对累积投票制价值的争论至今尚未停息。

属章程作出相反规定，否则就应实行累积投票。

## 2、建立代理投票与信托投票制度

代理投票是指已登记的股票所有人授权他人代表自己在股东大会上进行投票。信托投票即表决权信托指股东向信托人转移股票，并在公司记录该转让事项、登记信托人为股票持有人，由信托人依据信托协议在股东大会上行使股东法定的表决权。代理投票制度各国和地区公司法都有规定，而表决权信托仅是英美法上的制度，大陆法系目前没有相关规定。虽然形式上有差异，但两者在尊重股东权的自由行使和保护弱小股东权益方面的价值是相通的。即“为小股东聚集足以与大股东相匹敌的表决权票数，推选自己的利益代言人，以制约大股东的控制权提供了可能。

## 3、建立了股东表决权排除制度

股东表决权排除制度是指当某一股东与股东大会讨论的决议事项有特别的利害关系时，该股东及其代理人不得就该事项行使表决权的制度。在股东与股东大会表决事项有特定的利害关系时，股东很难超越自我利益而为公司利益投票。此时如果允许利害关系股东、尤其是有利害关系的大股东参与表决，将会给公司利益和其他股东利益带来巨大的潜在威胁，也违背表决权为共益权的本质。股东表决权排除制度为避免此种情况出现，明定利害关系股东不能参与投票，从而能保证股东大会相关决议的公正性。虽然为避免不公正决议的产生，还有决议的无效和撤销制度，但决议的无效和撤销必须以诉讼进行，既耗费股东财力又属事后救济，更不利于社会交易秩序的稳定(因为决议一旦作出就可能影响到第三人的利益)，因而股东表决权排除作为事前限制、预防不公正决议出现的制度，具有很大的优越性，也为大多数英美和大陆法系国家所承认<sup>⑥</sup>。

## 4、建立了对控股股东表决权的限制制度

这一制度是对持有公司一定比例以上，能有效地影响甚至控制公司决策的股东所持有股份的表决权进行限制的制度。这一制度的理论基础有大陆法上的公序良俗违反理论、权利滥用理论和英美法上的权力诈欺理论以及控股股东的忠实义务理论。从有关国家和地区的立法实践来看，对控股股东表决权限制的方式有两种：一种是间接限制，即通过公司法规定不同议案通过所需的最低出席人数和最

<sup>⑥</sup>如欧盟《关于公司法的第5号指令》(草案)第34条规定，在股东大会决议事项涉及公司与股东间的利益冲突时，股东及其代理人均不得行使表决权。

低表决权数，增加大股东滥用表决权的难度，从而间接达到限制效果<sup>⑨</sup>。二是直接限制，即以立法明文规定持股一定比例以上的股东，其超过法定比例部分股份的表决权弱于一般股份，即该部分股份不再是一股一表决权，而是一股以上一个表决权<sup>⑩</sup>。

### 5、建立强制收购要约制度

即当收购者收购目标公司股权达到一定比例时(往往为法定控股的比例)，法律将强制收购者向目标公司全体股东发出全面收购要约，以保证中小股东都有以相同于大股东的高价出售股份的机会。因为在收购实践中，收购人可以利用“两级收购”的技术，以较低的成本完成公司收购。即收购方开始以优惠的价格，收购目标公司部分股票，取得对目标公司的控制权后，利用其管理权排斥非控股股东对公司事务的参与，再提出一个较低的价格，收购公司发行在外的剩余股份。在这个收购过程中，目标公司的大股东因在股权交易中获取信息的能力强，能以较高的价格出售股份，获得高于平均水平的收益。而消息闭塞、经验缺乏的中小股东则大多是被迫接受不公平的交易价格而蒙受损失，这是违背“同股同权”原则的。所以有必要建立相应法律机制保证所有的股东获得公平的待遇，避免出现歧视中小股东的情况。

## 2.1.3 完善中小股东司法救济权利

### 1、赋予少数股东强制解散公司诉权

这是英美法系中最传统的解决股东之间争议的方式。如美国《标准公司法》第 97 条规定，只要股东能够证明以下四个条件中的一个，法院就有权解散公司：董事僵局；股东僵局；董事或控制该公司的人们的行为是违法的、带压迫性的或具有欺骗性的；公司资产正被滥用或被糟蹋。英国《破产法》亦规定：如果法庭认为本着正义和公平的原则，应该解散一家公司，那么这家公司就应该被宣布解散。

---

<sup>⑨</sup>如我国台湾地区《公司法》规定，普通决议由代表已发行股份总数过半数的股东出席，出席股东表决权过半数同意即作成决议；轻度特别决议，由代表已发行股份总数 2/3 以上股东出席，出席股东表决权过半数同意即作成决议；重度特别决议由代表已发行股份总数 3/4 以上股东出席，出席股东表决权过半数同意作成决议。

<sup>⑩</sup>如 1882 年《意大利商法典》第 157 条规定，股东在 100 股的持股限度内每 5 股有一个表决权，超过该限度的部分，每 20 股有一个表决权。又如我国台湾地区《公司法》第 179 条规定，一股东持有已发行股份总数 30%以上者，应以章程限制其表决权。

强制解散公司是以结束公司自身的存在而从根本上解决以大欺小的问题，这一结果对大股东、中小股东双方都不利。所以尽管法官对强制解散公司的事由有较大的自由裁量权，但在实践中一般是按以下四个标准来判定解散公司是“正义且公平”的：公司经营超越经营范围导致其宗旨无法实现；公司实际上已成为大股东、董事或经理人员实现个人利益的工具；公司被人利用进行诈骗或其他非法活动；公司内部严重欺诈以及公司管理人员滥用权力浪费公司财力或人力资源。

## 2、赋予股东停止侵害诉权

即当公司以不公正的有害方式对公司实施管理行为而危及到其他股东成员甚至其他所有成员利益时，单一的股东可以请求法院给予司法救济，纠正“不正当的侵害行为”。如英国1986年《公司法》第459-461条规定：任何股东在他认为公司的经营不正当地侵害了部分股东(包括他本人)的权益时，均有权请求法院对这种行为进行干预。该诉权的行使侧重于大股东、董事或管理人员的行为对公司造成了客观的不利后果，一般不考虑其主观状态，由法官根据“合理人”的标准自由裁量，即以一个正直、合理的普通人在同等或类似的情况下是否应当做出这种行为为标准来判断，由法官在追求公司经济效益与保护中小股东权益之间进行选择。一旦法官判定构成了“不正当的侵害”，则有权下令对公司的经营活动加以管制，或下令禁止公司某些特定行为，或授权特定人按照法院规定的条件以公司的名义对有关侵害人提起民事诉讼，或命令大股东以适当的价格收购中小股东所持有的股份。

## 3、赋予股东以股东大会决议无效或撤销诉权

即如果股东大会的决议在内容或程序上违反法律或者章程的规定，任何股东均有权请求法院宣告该决议无效或予以撤销。股东大会决议的无效是指股东大会的决议因内容上违反法律或章程的规定导致其在法律上不生效力；股东大会决议的可撤销，是指因股东大会决议在程序、形式等方面与法律或章程的规定不符，导致法院可以宣告予以撤销，被撤销的决议也属自始无效。股东的此项诉权属股东共益权的一种，既可单独行使，也可集体行使。其目的在于调整多个利害关系人之间的利益冲突，纠正资本多数决产生的弊病，并避免因随意主张股东大会决议瑕疵所产生的混乱，因而属积极保护少数股东权益的有效措施。在立法例上，美、日、法、德和我国的台湾地区等皆有股东大会决议无效或撤销之诉的规定。如我国台湾地区《公司法》规定，若股东会的召集程序或决议方式违反了法律或

章程的规定时，股东自决议之日 1 个月内可请求法院将决议撤销。

#### 4、赋予少数股东请求法院任命调查人或审计人制度

即中小股东在法律规定情况下，有权请求法院指定专门的人员对公司的经营状况进行调查或审计，并提出书面的调查或审计报告。如德国 1965 年《股份公司法》第 142 条、第 143 条规定，持有公司股份 10% 以上的股东，有权在其认为必一要时要求股东大会任命特别审计人；如果股东大会拒绝，股东则有权请求法院指定。

该项制度是少数股东借助司法公共权力对公司内部事务的干预，有利于更好地监督公司业务，实现股东的知情权，因而是救济中小股东权益的有效手段之一。考量国外立法例，法院通常会根据下列情况指定特别调查人或审计人；一是公司或董事、经理人员有欺诈或其他严重违反法律或章程的行为；二是公司帐目或董事会报告与事实严重不符。另外，由法院指定的特别调查人和审计人权力极大，不仅有权调查公司及其任何关联公司的业务活动和银行帐户，而且还有权要求公司及其有关人员提供必要的文件或资料。

#### 5、建立股东派生诉讼制度

股东派生诉讼是指当公司的正当权益受到他人侵害，特别是受到控股股东、母公司、董事和高级管理人员的侵害时，股东可以自己的名义为公司的利益对侵害人提出起诉，追究侵害人的法律责任。由于在英美法理论上，只有公司才是唯一拥有合法诉权的当事人，因此，股东所提起的诉讼实质上是代替公司行使诉权。这一诉权由公司诉权派生出来，故被称为“派生诉讼”或“第二级诉讼”。在大陆法系国家，通常把这种特殊的诉讼制度称为“代表诉讼”，股东是作为公司“临时”和“特别”的代表人对侵害人起诉。虽然称谓不同，但实质上都是通过程序法的形式来达到实体法目的。公司利益与股东利益在某种程度上具有一致性，公司利益受损就等于损害了中小股东的利益，所以此种诉讼的结果虽归属于公司，但实质上是在保护中小股东的利益，是法律赋予中小股东对付公司中那些滥权、浪费和盗窃行为的一道防线。但股东派生诉讼制度是一种异态的法律规则，为防止中小股东滥用此项诉权，各国公司法都对股东提起衍生诉讼进行了条件限制<sup>11</sup>。

<sup>11</sup>具体的限制条件包括：（1）错误行为在股东大会上已由通常的方式得到合法化而对公司及全体股东产生约束力；（2）只有在诉讼无法以公司名义起诉时才能提起派生诉讼，即通过公司向董事、大股东起诉的道路被堵塞；（3）作为原告的股东应具有合适的资格，具体是从持股时间和持股数量两方面对提起派生诉讼的股东资格加以限制；（4）公司应作为诉讼参与者参加诉讼（英美法国家公司在股东派生诉讼是以共同被告的

在以上两大法系国家所设计的一整套中小股东权益保障的法律机制中,从行使权利方式的角度进行划分,前两种机制旨在鼓励中小股东积极参与、主动制衡,从而减少大股东可能造成的损害,属事前的积极的预防措施。后一种机制旨在为中小股东权益遭受侵害时提供救济措施,属事后的消极的保障设施。

## 2.2 发展趋势

### 2.2.1 强化对个别股东权的保护

考虑到如果不强化中小股东的权利,则股东的投资热情必会因经营者之专横而受到压抑,而公司的经济社会职能亦将遭到削弱。因此,不少国家通过公司立法强化股东地位,废除公司章程对表决权所加之限制,承认累积投票权,赋予异议股东股份买取请求权,规定股东账簿查阅权、代表诉讼提起权等。

### 2.2.2 强调良好的公司治理在维护股东权益中的重要作用

良好的公司治理核心就在于确保公司经营者的诚实性、透明性,维护股权价值和投资者信心。为此,各国立法者纷纷修改本国公司法,民间组织和股份公司也出台自律性的公司治理守则,在赋予董事会及高管人员更多经营权的同时,注重强化董事、监事和经理对公司所负的诚信义务和勤勉义务。美国针对安然、世通案中公司巨头会计舞弊、管理者缺乏诚信的问题,于2002年颁布《萨班斯—奥克斯利法》(the Sarbanes\_ Oxley Act),规范经营管理者行为,扩大公司信息披露,以加强股东权保护。德国于2003年2月提出了《联邦政府改善公司治理的措施目录》,此后又颁布了《德国公司治理准则》,强化股东以个人或少数股东身份监督经营者的措施,包括完善股东代表诉讼制度、股东集体诉讼制度等。

---

身份出现的,是必要的诉讼当事人;而在大陆法国家,公司在股东代表诉讼中被视为与原告股东利益一致的无独立请求权的第三人,不是必要的诉讼当事人);(5) 胜诉利益归结于公司,败诉结果由股东个人承担,并须对公司和被告承担赔偿责任;(6) 法院对派生诉讼作出的判决对公司及其他所有股东均具有约束力,以避免公司或原告以外的其他股东再重复提起相同诉讼;(7) 原告股东除胜诉后可请求公司补偿因诉讼所支出的合理费用外,不能直接从诉讼中获得利益;(8) 为防止股东恶意提起派生诉讼,规定原告在起诉时须为被告可能付出的律师费提供必要的担保。

### 2.2.3 强调公司经营发展的重要性

在维护股东利益时，不再将公司利益与股东利益机械等同起来，同时也强调公司经营发展的重要性。例如，为满足公司资金筹措的需要，不少国家在公司法采取授权资本制时，不再将股东的新股认购优先权视为固有权。又如，为预防个别股东干扰公司的正常运营，对股东行使某些共益权规定了前置条件，甚至干脆明确为少数股东权，而非单独股东权。

### 2.2.4 股东权益的保护更加依赖多个法律部门的相互配合

随着证券市场的发展，上市公司和股东数量的增多，对股东权的保护不仅仅依赖公司法一个部门法，而是依赖公司法与证券法等多个法律部门的互相配合。其中，证券法乃至证券交易所的自律规章对广大股东的保护日益加强，特别是在信息公开制度、内部人交易、虚假陈述与操纵市场的禁止与制裁制度，表决权委托书收购制度等方面表现得极为明显。如英国证券立法以自律原则闻名于世，1958年至1989年制定了四部主要的证券立法，还出台了自律性的规定，就信息公开、不得有欺骗隐瞒等行为作出规定。1989年我国台湾地区颁布实施《台湾证券交易法》，规定证券中介机构的权利义务，证券交易的行为准则，防止证券交易的投机行为。

### 2.2.5 股东权益的保护渐趋国际化

伴随电子商务手段的日趋发达和经济全球化的日益加深，各国资本、商品、服务、信息和劳动力在国际市场上的自由流转渐成趋势，股东权益的保护也将在国际层面展开，各国也制定了相应的规章制度。原以德国法为蓝本的《日本商法典》于1993年按照日美两国达成的《结构问题协议》强化对少数股东权的保护。欧盟为协调各成员国对股东权的保护，在1968年向成员国下达的第1号公司法指令已成为各成员国修改公司法的指南。经合组织(OECD)于1999年5月发布了《OECD公司治理原则》，其中的第一部分对股东最基本权利的陈述，实际上在所有的OECD国家已得到了法律的承认，这对于世界范围内加大股东权保护力度具有重要的影响。

### 3、中小股东权益保护现状的调查设计

为了对当前中小股东权益保护的现状有着更客观、更深入的了解，本着实事求是、增强课题务实性和可操作性的原则，我们在本课题的进行过程中，主要采用了问卷调查的方式，在河南全省选取 12 个地市、25 家证券营业部，共发放调查问卷 1000 份。本次问卷调查的对象主要是在各家证券营业部开户的投资者，从投资者的资金状况、投资特点和持股情况来看，他们无疑是标准的上市公司中小股东，其权益的保护也是本课题的重点研究对象。

根据本次课题的需要，我们主要依据合理性、一般性、明确性、非诱导性等四大原则来设计调查问卷。合理性是指问卷设计与本次调查主题——股东权益保护紧密相关；一般性是指问卷调查在河南省内具有普遍意义；明确性是指问题明晰，被调查者能够做出明确的回答与选择；非诱导性是指问卷问题未参与提示或主观臆断，完全将被访问者的独立性与客观性摆在问卷操作的限制条件的位置上。简言之，问卷的设计尽可能做到可以客观、全面地了解河南省中小股东权益的保护状况，从而，一方面在为监管层出台相关政策提供参考的同时，另一方面也有助于推动河南证券监管工作的完善，使其日后的工作更明确、更有针对性。

当然，本次问卷调查也存在一些不足之处，这主要体现在：（1）样本空间仅涵盖河南省内的投资者，样本空间具有一定的地域局限性，不具严格意义上的普遍性；（2）样本空间不够充分广泛，由于时间及人力的关系，样本空间选择偏小；（3）问卷设计可能未能完全涵盖有关股东权益保护的内容；（4）由于个别调查对象对股东权益的不完全了解，可能会导致调查结果出现一定程度的误差。

本次问卷调查的具体设计详见附件。

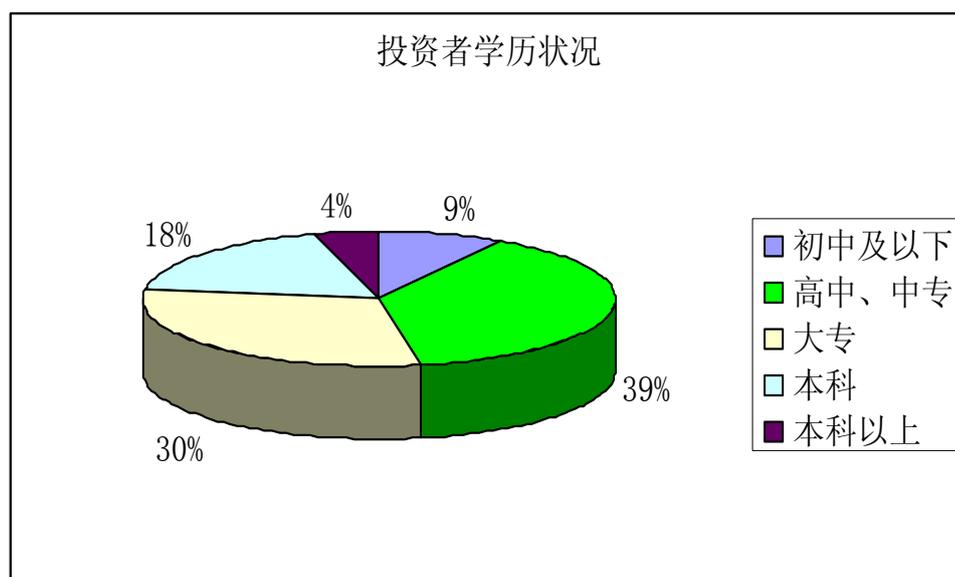
## 4、调查结果分析及启示

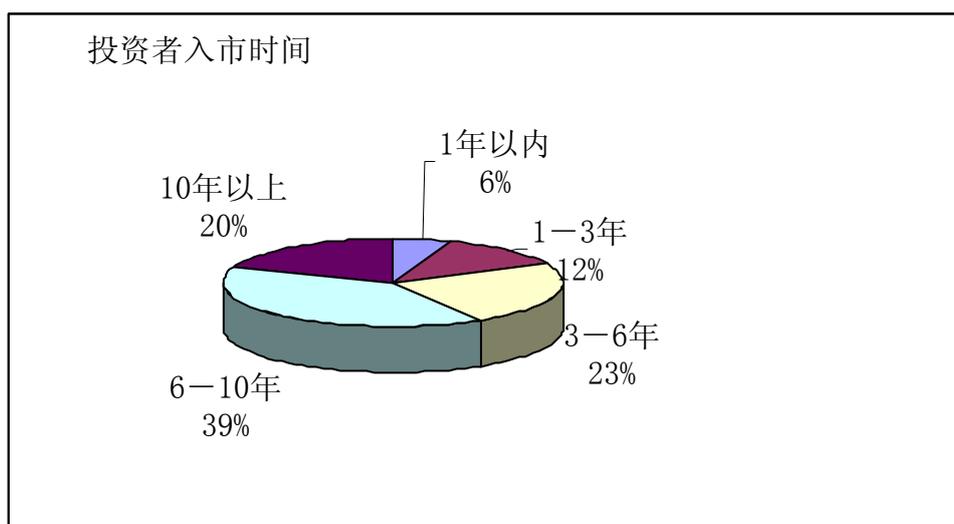
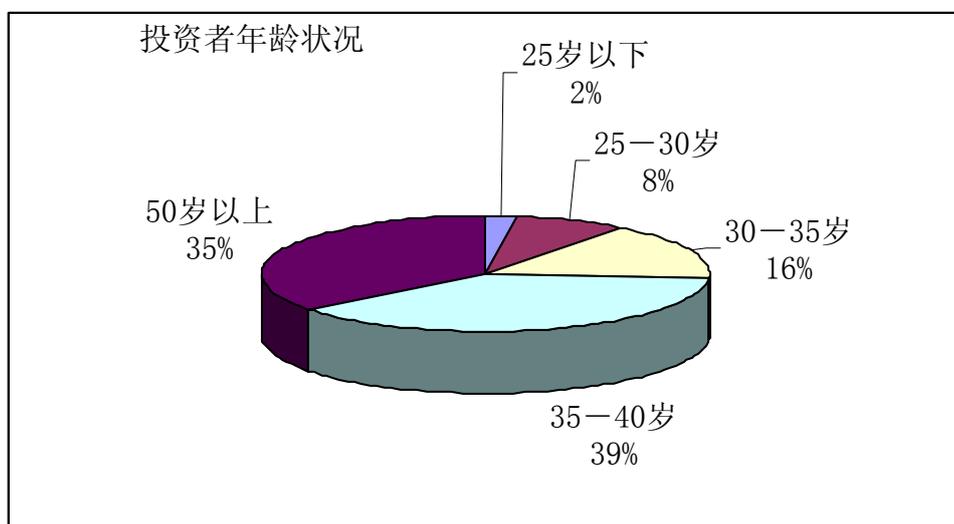
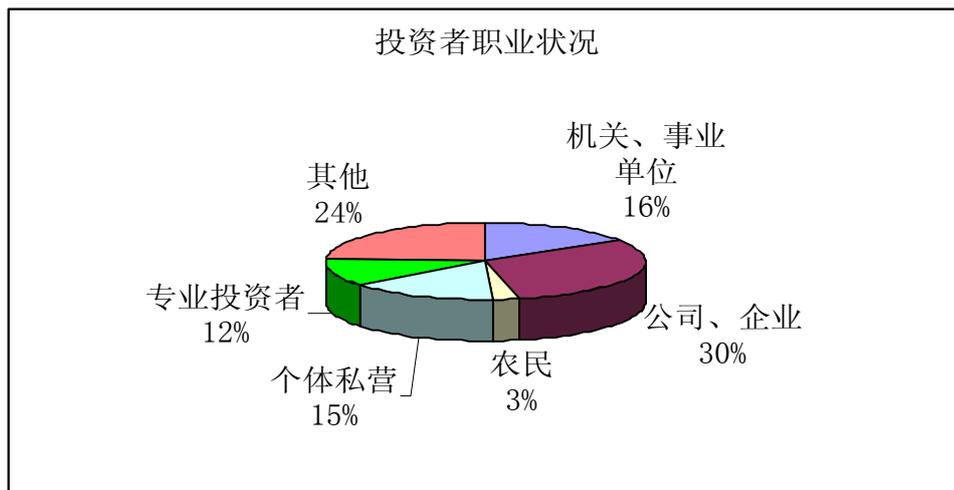
### 4.1 河南省投资者的特点

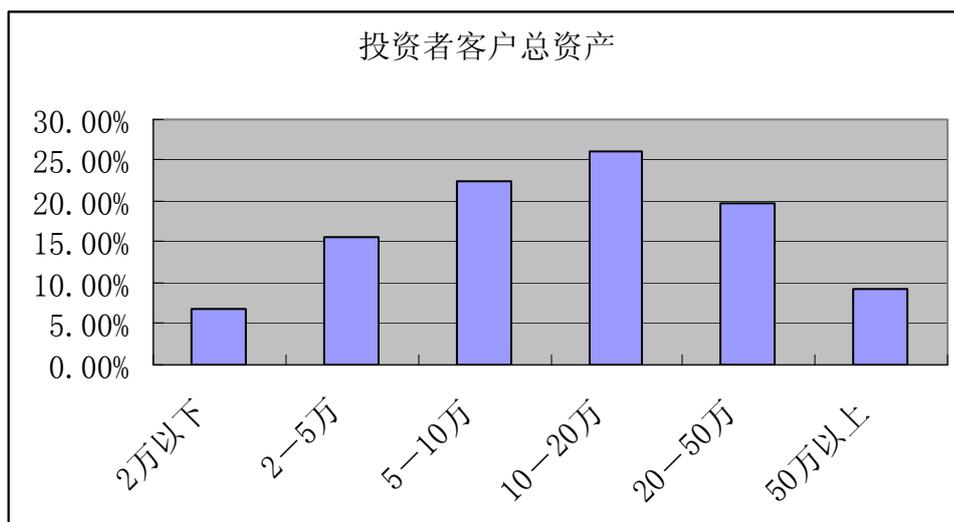
在河南省内相关 25 家证券营业部的协助下，本次调查问卷的回收率基本上是 100%，发出的 1000 份调查问卷基本如数收回。

问卷调查显示：河南省内的多数投资者文化程度一般，本科及以上学历占 22%；职业稳定情况一般，机关企事业单位合计占比例 46%，专业投资者占到了 12%；从其入市时间、年龄分布情况看，35 岁以上的投资者构成河南省证券市场的主要投资主体，占比例高达 74%，入市时间 6 年以上的也占到了 59%。从另一方面看，河南省投资者的年龄结构不理想，50 岁以上的投资者比重高达 35.5%，他们承受风险的能力较弱，新入市者较少，1 年内入市的占 6%，3 年内入市的也仅占 18%。从客户总资产情况看，10 万元以上和 10 万元以下的比例为 55: 45，总资产超过 50 万元的不足 10 成。从调查结果看，河南省大部分投资者属于标准的上市公司中小股东；时间和精力决定了他们不太可能有太多的时间去深入分析证券市场的相关政策以及上市公司的基本面。

图 2：河南省地区投资者基本概况







## 4.2 河南省中小股东权益保护的现状

### 4.2.1 河南投资者对股东权益的认识极其有限

近 40%的投资者很少考虑或是从来没有考虑过股东权益的问题，能完整知道股东可以行使受益权、决策参与权（及表决权）、知情权、救济权等四大权益的投资者仅占总人数的 20.05%，多数投资者尚不知道股东可以行使决策参与权和救济权，尤其是对救济权仅有 4.18%的投资者了解；78.38%的投资者不了解知情权被合理限制的内容；至于对股权分置改革时期证监会推出的社会公众股东分类表决权制度和累积投票制度，以及“现场开会为基础，非现场为补充”的股东大会规则，过半数的投资者均表示不了解或是不知情。正是对自身权益的认识有限，也就导致了 39.10%的投资者不能确定自身权益是否受到过侵犯。

### 4.2.2 河南投资者的股东行权意识不强

77.51%的投资者在证券市场投资获利的主要途径是通过股票买卖价差获利，因此，有 65.66%的投资者也就不曾关注或是没有行使过股东的新股优先认购权；42.84%的投资者从来没有查阅过公司上市章程、股东大会会议记录、监事会决议等资料以便行使知情权，还有 8.12%的投资者表示今后不会再查阅；84.73%的投资者表示在自身权益受到侵害时不会行使救济权或是不能确定；在确定自己的合法权益受到过侵犯的投资者中，73%的投资者没有主张维护自身权益。

### 4.2.3 河南投资者的股东参与意识较为薄弱

42.38%的投资者不愿意或是行使股东决策参与权；77.19%的投资者从没有参加过上市公司的股东大会；41.98%的投资者不知道如何对公司经营提出建议或是质询，还有34.23%的投资者认为行使这一权利没有意义或是不愿费心去行使；在了解“现场开会为基础，非现场为补充”的股东大会规则中的投资者中，三分之二的投资者表示不会参与股东大会；过半数的投资者没有参与过上市公司股改中小股东网络投票。

### 4.2.4 当前的股东权益保护现状不容乐观

58.51%的河南投资者对目前中小股东权益的保护现状表示不满意，还有28.81%的投资者表示说不清楚；48.40%的河南投资者而对目前河南中小股东权益保护的现状表示不满意，34.36%的投资者表示说不清楚；50.06%的投资者对中国证监会为保护中小股东权益所采取的措施表示不满意；58.85%的投资者不满意当前的股东知情权保护状况和上市公司信息披露；55.36%的投资者表示在自身权益受到侵犯时没有办法；40.44%的投资者对全流通后上市公司股东权益保护的现状表示变化不会太大。

## 4.3 调查问卷的启示

### 4.3.1 如何提高投资者的股东参与意识和维权意识是加强股东权益保护的首要问题

本次问卷调查的结果显示，尽管河南投资者的整体受教育程度在中等以上，但多数河南投资者缺乏对股东权益以及相关保护措施的基本认识，也无股东参与公司管理和充分行使股东权益的积极性，这必然导致其不能充分享有股东权益，也使得管理层难以对相关保护措施的实施效果进行正确的评估，从而进一步加强中小股东的权益保护。因此，提高投资者的股东参与意识和维权意识对于改变当前中小股东权益保护较为薄弱的现状具有重大现实意义，也是加强中小股东权益保护的首要问题。

### 4.3.2 加强证券监管、规范市场仍是多数投资者的呼声

从问卷调查中，不难看出，多数投资者将“市场不规范”和“监管不力”视为我国股市的主要风险和投资者保护中存在的问题。在被问及“最支持的两项投资者权益保护措施”是，证监会加强监管力度和完善信息披露制度、打击证券市场违法违规行等涉及规范市场的措施被多数投资者看好。

### 4.3.3 提高上市公司质量是保护股东权益的基础和永恒主题

相比较而言，河南投资者对本省上市公司相对更加了解，65.52%的投资者认为河南上市公司的质量一般，上市公司信息披露的质量也是一般，也就仅有28%的投资者目前持有河南上市公司股票。对于上市公司中设立独立董事能否有助于中小股东权益的保护，68.26%的投资者认为这只是形式或是没有作用。上市公司质量不高、公司治理结构不完善、持续发展能力差等弊端也被多数投资者视为影响中国股市发展的关键问题之一和中国股市的主要风险之一。上市公司质量是证券市场的基石，因此，提高上市公司质量应当是促进股市发展壮大、保护股东权益的基础和永恒主题。

本次问卷调查所涉及的投资者主要是河南投资者，其中所暴露出的问题具有普遍性，尤其是对河南更具有针对性。尽管河南证监局近几年来在处理郑百文、春都股份、莲花味精等上市公司风险，股权分置改革及上市公司清欠，以及洛阳证券、富友证券、河南证券等中介机构风险处置，都体现了良好的监管能力和监管效率，也获得了本省投资者的认可。但是，如何在后股权分置时代，进一步加强辖区内的证券监管工作、规范辖区内市场、提升辖区内上市公司质量、保护辖区内投资者尤其是中小股东权益，从而推动河南资本市场的发展壮大，仍是河南证券监管部门需要深入思考的问题。

## 5、政策建议

### 5.1 后股权分置时代，中小股东权益保护面临新的挑战

后股权分置时期，随着股东权益价值衡量体系的逐渐统一，各类市场利益主体的利益基础趋于一致，市场机制的强化和市场运行规则的改变也在进一步发展，上市公司原有的制衡机制将面临调整，中小股东权益受到侵害的来源表现也有所不同，上述的这些变化必然给中小股东权益保护带来新的挑战。

#### 5.1.1 控股股东侵占中小股东权益更有动力也更有条件

后股权分置时代，控股股东角色的多重化将使其可能由原来对上市公司的控制变成对公司和二级市场的双重控制，由于其利益与股价有着直接的联系，他们更有动机操纵股价，而非流通股上市流通形成的持股优势又使得他们更有能力去操纵市场。因此，尽管各类股东有着股价这一共同的利益基础，但在缺乏有效的制度约束的情况下，控股股东仍有可能为自身利益最大化而侵占上市公司资产或中小股东权益。

但在新的环境下，控股股东侵占中小股东权益的方式将会发生变化：控股股东、各类机构投资者以及拥有专业策划能力的咨询机构可能结成利益联盟成为操纵市场的行为主体；控股股东以最大化融资收益为目的的操纵行为将会减少，而通过“隧道挖掘”、盈余管理、注入资产、选择性信息、频繁采用增持或减持股票的方法来影响股价、操纵股价等行为将会明显增加。

#### 5.1.2 管理层利益与上市公司利益的捆绑将加剧内部人控制的风险

股权分置时代，管理层激励的问题始终不能从根本上得以解决，这在客观上就存在上市公司管理层利用其优势地位牟取不正当利益的动机和可能。股权分置改革解决了制约实施股权激励的制度缺陷，同时，通过建立市值考评体系，股东更容易对管理层的业绩进行考评。因此，不少上市公司结合股改推出了股权激励

计划<sup>12</sup>。股权激励机制通过建立管理层持股制度和与市值挂钩的绩效考核体系将管理层与上市公司的利益捆绑在一起，弥补了传统激励办法的不足，对于解决所有者与经营者之间的委托代理问题，降低代理成本将会发挥积极作用。

从国际经验看，股权激励机制在增强管理层积极性和归属感的同时，也可能刺激上市公司管理当局利用盈余管理、选择性信息披露、内幕交易等手段来规避监管、谋取不当利益<sup>13</sup>。美国安然事件就是高管人员操纵财务信息，实施盈余管理，促使公司股价持续上涨，从中获得巨额股票期权行权收益的典型案列。我国上市公司实施股权激励刚刚开始，如果相应的激励方案不够合理或健全、监管措施不够到位和有效，就很难降低代理成本，反而还可能会成为高管强化内部人控制、侵占上市公司和中小股东利益的一种新手段。

### 5.1.3 日趋活跃的上市公司并购将增加虚假信息披露、市场操纵等行 为

股权分置改革消除了非流通股和流通股两个市场的分割，资本市场的定价功能和控制权配置效率得到强化，从而为上市公司实施并购重组、加快优胜劣汰与行业整合创造了条件。随着新修订的《上市公司收购管理办法》颁布实施，上市公司收购方式将更加灵活，收购效率将大为提高，证券市场新一轮的收购兼并高潮也即将展开。但是，上市公司并购在改善资源配置效率的同时，也会引发滥用信息披露、加大市场系统风险、损害市场公平竞争效率等一系列问题，如：上市公司可能通过选择性信息披露等手段，提高公司股价或干扰目标公司股价，从而达到降低收购成本的目的；上市公司利用并购信息进行故意炒作与操纵，从而获得暴利；上市公司可能通过杠杆收购等方式实现恶意收购增加市场的系统风险；某些企业通过并购实现过度垄断，从而损害市场的公平竞争效率。从国际经验看，兼并收购题材是最容易引发个股暴涨暴跌的因素之一，对于我国投机性较强的证券市场来说更是如此。在沸沸扬扬的炒作和重组传闻中，中小投资者往往是真假

<sup>12</sup> 截止2006年11月22日，A股市场先后近200家上市公司表示将推出股权激励计划，38家提出了股权激励具体方案，其中18家方案已经通过了股东大会，万科、苏泊尔等9家已经进入实施阶段。

<sup>13</sup> 正如美国著名会计学家 K. Fred Skousen 所言：“由于管理当局处在‘内部’的位置，因此他们能够获取缺席的所有者不能获取的有关公司的财务状况和总体经营信息。这种信息不对称与贪婪和个人动机相结合，可能会导致管理当局为了个人利益而不恰当地利用投入的资源或者截留或者不准确地报告信息”。

难辩，最终成为受害者。

#### 5.1.4 分类表决制等中小股东权益的保护性规则失效

为了形成抑制滥用上市公司控制权的制约机制，把保护流通股股东的合法权益落到实处，2004年12月7日，中国证监会推出了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等措施，要求上市公司在再融资、重大资产重组、以股抵债、境外分拆上市等涉及社会公众股股东切身利益的重大事项上，除应经全体股东大会通过外，还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。在股权分置改革完成后，由于所有股份实现了全流通，上述分类表决机制的实施条件已不复存在，这就使得中小股东的知情权、话语权及参与公司事务管理权等合法权益如何在后股权分置得到真正保护成为一个现实而紧迫的任务。

#### 5.1.5 投资者权益保护的行政执法与司法救济的冲突将加剧

此前银广夏、亿安科技等证券市场重大案件的处置，主要依赖行政处罚。尽管行政处罚相对较为快捷，对证券犯罪也有较大的震慑作用，但罚款难以落实为对中小股东的救济，这就显现了行政执法在保护中小股东权益方面的局限性。后股权分置时代，控股股东、高管人员、基金和 QFII 等机构投资者将成为拥有持股优势、资金优势、信息优势的新主体，这就使得我国证券市场的信息不对称更加突出，中小股东的生存环境变得更为严峻，这无疑将加剧行政执法与司法救济的冲突。

### 5.2 加强股东权益维护的目标解释

2006年6月8日，在香港召开的国际证监会组织第31届年会上，中国证监会主席尚福林表示，中国证监会正在按照 IOSCO 的《证券监管的目标和原则》来完善内地资本市场的证券监管制度。根据国际证监会组织（IOSCO）2003年修订的《证券监管的目标和原则》，证券监管的三大目标分别是：保护投资者；确保市场公平、有效和透明；减少系统风险。其中，后两大目标的实现也是加强

投资者权益保护的有力措施。后股权分置时代的基本主题是大力发展资本市场，其具体表现形式为减少差异、缩小差距（张育军，2006）。差异和差距指明了作为一个新兴加转轨市场需要的努力方向，而股权分置改革的顺利进行是我国资本市场减少差异的一项重大举措。基于这一认识，本文认为，后股权分置时代加强股东权益尤其是中小股东权益维护的目标也应当与证券监管中保护投资者的目标相一致，具体解释如下：

第一，中小股东作为投资者，应受到保护，免受因误导、操纵或欺诈（包括内幕交易、非正当挪用客户资产等）造成的损失。

第二，要维护中小股东的权益，最重要的是需要上市公司完全披露影响投资者投资决策的重要信息。

第三，只有正式获得执照或得到授权的人员才准许公开提供投资服务，对这些人应要求他们起始和持续资本达到其交易对手的需要；

第四，要通过市场参与者设立最低标准来监督市场中介机构，以保护中小股东权益；

第五，由于证券交易和欺诈行为的复杂特性，需要坚决地执行证券法，当出现违反法律的行为时，要严格执法来保护中小股东。

第六，中小股东应有权与中立机构取得联系或对其遭受不当行为的损害要求补救和赔偿。

第七，有效的监督和执法有赖于国内和国际层次的监管机构之间的密切合作。

### 5.3 加强股东权益维护的具体设想

上市公司股东权益保护体系的建立、完善是一个系统工程，需要全社会包括政府、监管机构、上市公司、中介机构和全体股东等方方面面的重视和参与，需要通过制度创新和提高制度的实施效率来实现。从政府的角度，一方面强化证监会的功能和加强证监会的执法力度，另一方面要针对证券市场出现的问题健全保护股东权益的法律法规；从公司的角度，要从完善公司治理结构着手使保障中小股东的权益落到实处；从股东自身的角度，需要强化股东意识，提高股东的维权意识和参与意识。

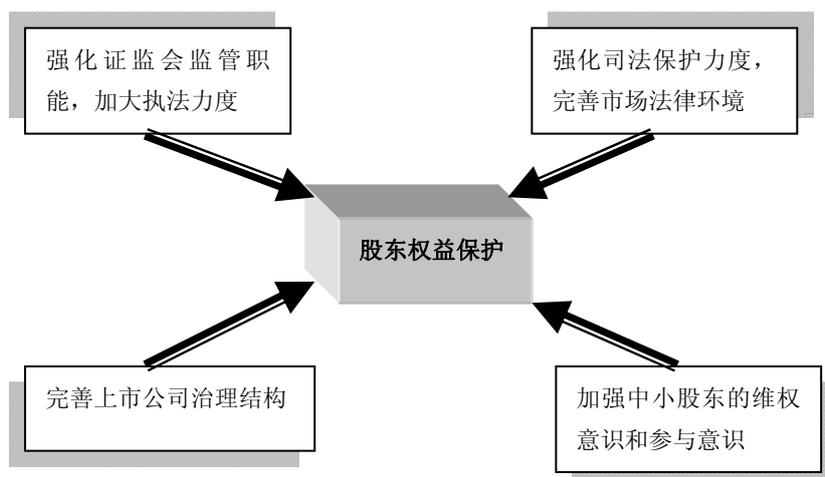


图 3：上市公司股东权益保护体系架构图

### 5.3.1 强化证监会的监管功能，加大证监会执法力度

国内的相关研究表明，证监会以内部批评为主的行政处罚方式对违规公司进行处罚，执法力度明显不够，难能起到增加违规成本、防止再犯的效果，最终导致上市公司违规的数量和比例不断上升。与中国有一定相似性的波兰和捷克的证券市场的不同发展结果也表明<sup>14</sup>，功能强大的证监会对中国的证券市场是极有现实意义的，加大证监会执法力度是中国证券市场走向治理和规范的必由之路。

#### 1、坚持市场化改革取向，树立正确的监管理念

后股权分置时代市场化的趋向，为我国证券市场依据《行政许可法》办事，致力于投资者权益的保护提供了有利的市场环境和氛围。这就要求在监管理念方面，必须坚持市场化的方向，逐步放松行政管制。同时，要重视发挥自律组织的功能与作用，并完善与落实持续监管、实时监控、司法监管、自我监管等方面的内容，提高证券监管工作的科学性与有效性。

#### 2、建立多层次监管体系，完善执法体系和执法机制

后股权分置时代的市场环境较之此前更加复杂，更需要在执法体系、监管体

<sup>14</sup> 波兰和捷克都处于从社会主义的计划经济向市场经济的转轨经济中，属于新兴市场的证券市场立法不完善，因此司法的执行受到限制。但是，波兰政府引进了严格的证券法，将注意力放在股东保护身上，同时该法律还建立了一个功能强大的波兰证监会，因此波兰的股票市场得到了显著的发展。与之相反，捷克政府在发展证券市场时，既没有选择颁布严厉的证券法，又没有建立一个强有力的市场监督机构。由于不注重股东保护，捷克的上市市场公司资产严重流失，其证券市场从 1997 年的 1716 家上市公司到 1999 年初只剩 301 家，上千家上市公司被迫退市，整个股票市场出现停滞和严重萎缩。

制和执法机制等方面多下功夫。首先，要强化证监会与人民银行、银监会、保监会等金融管理机构的协作机制，共同建设金融安全网，以应对金融业多元化经营的趋势。其次，借鉴美国的《内幕交易禁止法案》（1984年）和《内幕交易和证券欺诈执法法案》（1988年），制订相关法律法规，强化证券监管当局与公安部门、最高法院等方便快捷的执法协作机制，提高执法效率。再次，建立和完善包括执法司法、和解制度、仲裁制度、听证制度和民事诉讼制度在内的一整套机制，实现资本市场的法治。最后，建立包括监管机构、自律监管、中介机构、社会监督在内的多层次监管体系。

### 3、适当扩大信息披露主体的范围与披露程度

信息披露是证券市场的基础和灵魂，后股权分置时代市场的复杂化更需要加强信息的透明、及时、准确。股权分置时代，信息披露监管主要仅限于上市公司年报、半年报、季报以及重大事件。后股权分置时代，可以考虑将信息披露的范围扩大到上市公司控股股东、最终实际控制人以及机构投资者交易的信息披露；立足于动态监管和过程与结果控制，将披露方式以形式审核为主逐渐向合理怀疑和质疑式审查的监管方式转变，探索由证监局、交易所等联合对合理怀疑对象进行“会诊”的机制。同时，还需要强化对股价异常波动与信息披露联动关系的调查与处罚，强化股票停牌、严格公司和个人问责等市场监察措施，逐步形成对上市公司违规行为的有效约束和威慑。

### 4、加强对上市公司控股股东、高管人员及关联方的联动监控

后股权分置时代，上市公司控股股东、高管人员有着更多的共同利益，有必要对其实施联动监管。具体措施如下：1）建立上市公司大股东、高管人员及关联方的数据库，设计科学合理的禁售、限买监控机制，实行交易、持股事前预告和事后披露制度；2）强化上市公司控股股东合最终实际控制人的披露义务，制定规范控股股东、高管人员及关联方的合规交易指引，重点防范合打击利用信息披露、关联交易、并购重组等信息控制优势合持股优势，进行虚假披露、利益输送、内幕交易和市场操纵等违法违规行为；3）进一步完善控股股东股改对价承诺的专项监控，健全相关提醒、敦促、曝光等提示和处罚机制；4）严格规范和控制上市公司信息披露、对外担保、关联交易、委托理财、改变募集资金的行为。

### 5、加强对一、二级市场的联动监管

过去的监管侧重于二级市场，在后股权分置时代，由于定向增发、资产转移、

关联交易、整体上市、并购等相互联系，因此，必须重视一、二级市场的联动，加强对这两个市场的联动监管。证券监管部门和交易所应对上市公司股价波动情况进行密切关注，发现上市公司股价异常波动，要及时对其控股股东及关联方、高管人员持股变动情况进行核查，明确有无内部交易、操纵市场行为发生，并对上市公司配合控股股东操纵市场披露虚假信息的问题进行查处。

### 5.3.2 强化司法保护力度，进一步完善证券市场法律环境

股东权益的法律保护是股东权益保护的重要组成和基础，保护股东权益的法律体系即保护股东的相关法律及其执行是保护股东权的关键所在。从法律法规的完善程度来看，借鉴成熟市场的经验，通过颁布实施新《公司法》、《证券法》及相关的配套制度，我国目前已经在中小股东的权能配置和权利制衡等方面有了较为明显的进步，累积投票制度、股东表决权排除制度、控股股东表决权限制制度、异议股东股份回购请求权、强制收购要约制度等国外维护股东权益的制度也在新《公司法》、《证券法》以及相关配套制度中作了明确规定，但是，股东权益保护的司法救济还显得较为薄弱。因此，当前还需要加强投资者（中小股东）的司法保护，进一步完善证券市场法律环境。近来，无论是业界还是学术界的专家们都表示，取消证券欺诈诉讼中的行政“前置程序”时机已经成熟，这是强化投资者（尤其是中小股东）“诉权”、降低其通过法律诉讼保护自身合法权利的重要措施，也是进一步完善对中小股东权益的法律保护的有利时机。

1、在条件进一步成熟后，明确审判机关应最终无条件受理证券市场发生的各种民事纠纷案件，使得中小股东在合法权益受到侵害时按自由意志行使诉权；

2、扩大证券民事赔偿诉讼的范围，从虚假陈述扩展到内幕交易、市场操纵、控股股东占用资金、中介机构违法等各种使中小股东利益受到损害的情况；

3、在证券民事诉讼领域引入英美法系国家的集团诉讼制度，使没有起诉的中小股东也能按照法院判决获得同等赔偿，从而增加侵权人的违法成本和对他的威慑力；

4、进一步完善证券投资者保护基金的运作，使一些受到违法行为损害的中小股东能够及时有效获得补偿。

### 5.3.3 完善上市公司治理结构

公司治理结构是指所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制的一整套制度的安排,在很大程度上也是外部投资者籍以防止权利被内部人剥夺的一套机制。相关实证研究表明,投资者保护与有效的公司治理结构是联系在一起的。从股东保护的角度看上市公司的公司治理结构是否有效,取决于股东大会、董事会、监事会和高层经营者之间的制衡关系和公司科学决策能否保证股东权益最大化。结合国内上市公司的现实情况,本文认为,完善上市公司治理结构还需要从完善上市公司股东大会制度、强化董事会职责和提高董事会效率、加强监事会的监督功能、完善上市公司经理层激励约束机制等几方面着手。

#### 1、完善上市公司股东大会制度的建议

充分应用信息技术,通过公司网站及时发布相关股东大会的信息,通过虚拟股东大会、网络会议、可视电话、电子投票等多种方式召开虚拟股东大会,积极创造条件提高股东大会的参与率。同时,考虑在股东大会中设一股东事务委员会,该委员会职责如下:负责及时、准确地传递即将召开的股东大会的有关信息;负责中小股东提名的董事及监事候选人资料的收集和整理和传递;公开征集代理中小股东的投票权;处理中小股东的集体诉讼请求。

#### 2、强化董事会职责、提高董事会效率

这一方面需要提高上市公司中独立董事在董事会中的比例,同时改革独立董事的产生机制。对此,可以考虑由中国证监会负责组织成立独立董事协会,以便建立有效的独立董事职业人力资源市场,从而提高独立董事的独立性及董事会决策的专业化程度,并增加董事会决策的透明度和公平、公正性。另一方面,从国际发展趋势来看,董事会的内部结构越来越细化<sup>15</sup>,为了更加明确我国上市公司董事的具体责任,建议在我国上市公司中推行董事会分工负责制,在董事会内部下设具有独立性的报酬委员会、审计委员会、提名委员会等专业委员会。

#### 3、充分发挥监事会的独立监督职能

首先,要加强监事会的独立性、公正性,除职工代表外,监事会的成员建议由外部监事构成,其中包括一名中小股东代表;其次,建立科学的监事会成员选

<sup>15</sup> 在美国的标准普尔 500 家中,美国投资者责任研究中心研究了 1997 年的 420 个样本,得到的结果是 100% 的公司设有审计委员会, 99.3% 设有报酬委员会, 86.4% 设有提名委员会, 62.80% 设有行政委员会, 14.90% 设有公司治理委员会。

拔标准和透明、合理的选拔程序，切实提高监事会的运做效率；第三，强化监事会的职能，给予监事会以重大决策否决提议权，及对严重损害股东权益的董事和经理人员的罢免提议权；同时赋予监事会享有事先监察的权力，比如：监事会会有权直接调查公司的业务及财产状况、董事会和经理定期向监事会汇报业务执行情况、监事会享有代表公司提起诉讼的权利；第四，设定监事严重失察和失职的民事责任，提高监事责任心，并且规定股东有权就监事的失察和失职行为给公司或股东造成的损害要求赔偿。

#### 4、完善上市公司经理层的激励约束机制

参考国内外有益经验，通过实行年薪制、股权激励等方式将经理层的报酬与公司业绩挂钩；同时，明确高管人员行为规则和法定义务，引入高管人员不适当人选制度，完善对高管人员的约束机制。另外，后股权分置时代推行股权激励的同时，还需加强相关的规范和监管。最后，从公司治理的角度来说，“内部人控制问题”在于对公司董事会和监事会对经理层的监督职能弱化甚至消失。因此，在完善经理层激励约束机制的同时，提高董事会、监事会的独立性是形成有效的内部控制机制，解决“内部人控制问题”的有效途径。

### 5.3.4 加强中小股东维护自身合法权益的意识

实践表明，证券市场要保持长期稳定的发展，必须有一支成熟的投资者(社会公众投资者)队伍，投资者(尤其是中小股东)成熟的程度是证券市场是否成熟的重要标志。我们的调查问卷表明，多数投资者（尤其是中小股东）缺乏相关的证券知识和法律法规知识准备，对自己作为股东的合法权益认识不足，尤其是对新推出的累积投票表决等新制度等基本不了解，这也就无从谈起维护自身权益。因此，如果说保护投资者(尤其是中小股东)的合法权益，是证券监管工作的重中之重，那么加强投资者(尤其是中小股东)教育、强化股东权益的自身维护意识，则是这“重中之重”的重要的一环。

#### 1、提高股东参与意识

一方面有赖于股东加强对股东权益的有关法律法规的学习，既明确了解自身的权益，又明确了解自身的义务和责任。股东应该意识到通过参与股东大会参与公司治理既是维护其自身权益的有效途径，又是作为股东所应当承担的义务和责

任。另一方面有赖于上市公司能否创造条件降低股东参与股东大会的成本，保证股东更便捷，更有效地在股东大会上行使自己的权利。

## 2、提高股东维权意识

股东维权意识，尤其是中小股东维权意识的提高，需要政府的积极推动。途径之一，通过完善立法和执法来促进中小股东提高维权意识；途径之二，制定《股东权益保护法》以节省中小股东从众多的法律法规中寻找股东保护条款的时间，并且有利于股东对自身权利的了解和掌握；途径之三，可以在证监会设立专门的小股东权益的保护机构，由专人负责处理股东的投诉和意见，并将结果通过媒体、布告或网站；途径之四，可以借鉴德国等国的经验，由交易所牵头在适当时候设立社会公众投资者保护协会。该协会的主要职责是设立表决权信托，接受社会公众投资者的表决权委托；接受社会公众投资者的委托，代理行使对公司或其董事、非流通股东的诉权；代表社会公众投资者与非流通股东或公司就再融资问题进行协调，在保证公司可持续发展的前提下，保障社会公众投资者在二级市场的投资利益；敦促上市公司重视投资者关系管理，主动与二级市场投资者沟通，听取社会公众投资者的意见；等等。该协会的成立，还能引导广大社会公众投资者树立正确的投资理念，以股东的心态来关心上市公司经营、约束企业的不法行为，为股东创造最大的财富。

## 参 考 文 献

- [1] 广东证监局课题组:《后股权分置时代上市公司监管对策研究》,载《证券市场导报》2006年11期;
- [2] 刘成彦、陈炜:《后股权分置时代上市公司大股东交易行为研究》,载《证券市场导报》2006年第10期;
- [3] 张育军:《后股权分置时代监管、创新与发展》,载《证券市场导报》2006年第7期;
- [4] 中国证监会国际合作部:《证券监管的目标和原则》,载《证券市场导报》2006年第7期;
- [5] 刘纪鹏:《解读中国资本市场的后股权分置时代》,载《经济导刊》2005年第11期;
- [6] 刘铁军、何旭强:《后股权分置时代大股东行为、市场影响及监管策略》,载《深圳证券交易所第八届会员单位与基金公司研究成果评选获奖研究报告》(2005);
- [7] 胡滨、曹顺明合著:《股东派生诉讼的合理性基础与制度设计》,载《法学研究》2004年第4期;
- [8] 宋慈蕴著:《资本多数决原则与控制股东的诚信义务》,载《法学研究》2004年第4期;
- [9] 熊彬、邓兵:《论关联交易条件下对中小股东利益保护策略的构建》,载《北方经贸》,2004年第2期;
- [10] 郑知著:《民主是什么?》,载《学习时报》2003年第82期;
- [11] 何金秋:《从国际经验看股东权益保护与公司治理》,载《现代经济探讨》2002年第2期;
- [12] 裴武威:《股东保护、公司治理与资本市场发展》,载《证券市场导报》2001年第1期;
- [13] 齐斌著:《股份有限公司小股东权益保障研究》,载《商事法论集》第3卷,法律出版社,1999年版。
- [14] 杨辉著:《资本多数决与少数股东之保护》,载《安徽大学学报(哲社版)》1998年第1期
- [15] (美)K.弗莱德.斯考森等:《公司治理与证券交易委员会【M】》,东北财经大学出版社2006年版;
- [16] 钱卫清著:《公司司法救济方式新论》,人民法院出版社,2004年版;
- [17] 梁能主编,《公司治理结构:中国的实践与美国的经验》,中国人民大学出版社,2000版;
- [18] 玛格丽特·M·布莱尔著,张荣刚译:《所有权与控制:面向21世纪的公司治理探索》,中国社会科学出版社,1999年版;
- [19] 张民安著:《公司少数股东的法律保护》,载梁慧星主编《民商法论丛》第9卷,法律出

- 版社，1998 年版；
- [20] 郑梦龙：《各国股票市场比较研究》，中国发展出版社，1996 版
- [21] 刘俊海著：《股东权法律保护概论》，人民法院出版社，1995 年版；
- [22] 青木昌彦、钱颖一，《转轨经济中的公司治理结构》，中国经济出版社，1995 版；
- [23] 甘鸣华、罗锐韧编著：《世界主要国家和地区公司法》，中国经济出版社，1989 年版；
- [24] Johnson.S, R.La Porta, F.Lopez-de-Silanes and A.Shleifer, 2000, “Tunneling”, American Economic Review 90;
- [25] “The development of corporate governance in China”, Tam .Onkit, Ma Edward Elgar, 1999;
- [26] “Corporate governance of public enterprises in transitional economies”, Pannier ◆Dominique, World Bank working paper, 1996;
- [27] “SEC regulation of public companies”, Afterman .Allan, Englewood Cliffs, N.J.Prentice Hall, 1995。

## 附 录

### 河南省上市公司股东权益保护现状调查问卷

尊敬的投资者：

感谢您参与中国证监会河南监管局发起的河南省上市公司股东权益保护现状调查。本调查由辖区证券经营机构提供支持!您的回答将成为评估我省证券投资者保护现状的基础数据，在此基础上形成的“河南省上市公司股东权益保护现状调查”将反映给中国证券投资者保护基金责任公司，为政策制订者提供重要的参考依据。请根据您的真实情况和想法回答问卷。

感谢您的大力支持!

问卷填写说明：

- 1、请您在下面的问题中选出您认为的选项，用“√”标出；
- 2、如果你的股东权益受到过侵害，或者你有好的建议，欢迎你留下联系方式或者与我们联系。

电话：0371-65611253 65611230

联系人：王勳 李小强

二〇〇六年十一月六日

你的姓名：                      你的联系方式：

**一、投资者基本情况 5 题（单项选择题）**

1、你的学历状况是：

- A、初中及以下              B、高中、中专  
C、大专                      D、本科                      E、本科以上

2、你目前的职业是：

- A、行政机关、事业单位、社会团体              B、公司、企业  
C、农民    D、个体工商户、私营业主  
E、专业投资者    F、其他

3、你的年龄为：

- A、25 岁以下                      B、25—30 岁                      C、30 岁—35 岁  
D、35—50 岁                      E、50 岁以上

4、你的入市时间为：

- A、1 年以内                      B、1—3 年  
C、3-6 年                              D、6-10 年                      E、10 年以上

5、你的证券投资总资产（含资金和证券市值）规模是：

- A、2 万元以下                      B、2—5 万元                      C、5—10 万元  
D、10—20 万元                      E、20-50 万元                      F、50 万元以上

**二、投资者权益与保护 35 题（除 33-35 外，均为单项选择题）**

1、你是否考虑过股东权益问题：

- A、从来没有                      B、很少考虑                      C、一般会考虑

2、你认为中小股东应该行使以下哪些权益：

- A、收益权                      B、决策参与权                      C、知情权  
D、救济权                      E、A—D 项权利

3、你认为法律赋予中小股东的权益：

- A、不够                      B、难以落到实处                      C、基本上没有意义  
D、我对中小股东权益的认识很有限，无法回答

4、你的股东权益是否受到过侵害：

- A、受到过侵犯，但没有主张维护过

- B、受到过侵犯，曾主张维护过 C、不能确定是否受到过侵犯  
D、没有受到过侵犯
- 5、你对目前证券市场中小股东权益保护现状的评价是：  
A、不满意 B、比较满意  
C、很满意 D、说不清楚
- 6、你对目前河南市场中小股东权益保护现状的评价是：  
A、不满意 B、比较满意  
C、很满意 D、说不清楚
- 7、你对中国证监会为保护中小股东权益采取的措施的评价是：  
A、不满意 B、较满意 C、满意  
D、努力了、对他们的工作表示支持，但客观上保护好很难做得到
- 8、你在自身权益受侵犯时，你的反应是：  
A、没有办法  
B、向其他人介绍自己的遭遇、劝其他人不要买这支股票或者不到这家证券营业部  
C、向监管部门投诉 D、向法院起诉
- 9、你证券市场投资期望获利的最主要途径是：  
A、通过股票买卖价差获利 B、现金红利  
C、高比例送红股、转赠股本差价 D、其他途径
- 10、你是否行使过股东新股优先认购权：  
A、行使过 B、没有行使过  
C、不清楚 D、未关注
- 11、作为中小股东，你对自己新股优先认购权的看法是：  
A、很重视 B、一般关注  
C、不重视 D、无所谓，自己又不能决定
- 12、作为中小股东，你是否会行使股东决策参与权：  
A、愿意行使 B、不愿意行使 C、无所谓
- 13、你是否参加过上市公司的股东大会：  
A、从没参加过 B、参加过、没意义 C、参加过、有一定意义  
D、自己的投票权份额过小，参与投票的成本高，自己不想参加，但愿意委托自己的投票权
- 14、《公司法》规定股东有权对公司的经营提出建议或者质询，你认为：

- A、行使质询和建议权没有意义      B、不知道如何行使  
C、不愿费心费力去行使      D、有意义，适当机会会行使
- 15、你是否参与过上市公司股改中小股东网络投票：  
A、意义不大，没有参与过      B、参与过 投反对票  
C、参与过 投赞成票      D、参与过两次或两次以上
- 16、你是否了解社会公众股东分类表决制度：  
A、了解并参与过      B、了解但未参与      C、不了解  
D、认为该制度对真正保护中小投资者权益意义不大
- 17、你是否了解累积投票制度：  
A、了解并参与过      B、了解但未参与      C、不了解  
D、该制度只是形式，意义不大
- 18、为防止股东大会“走过场”，同时增加股东的参与度，《上市公司股东大会规则》确定“现场开会为基础，非现场为补充”的召开原则，你是否知情：  
A、不知情      B、知情、但不会参与      C、知情 会参与
- 19、你对股东知情权保护状况和上市公司信息披露的评价为：  
A、满意      B、较满意      C、不满意      D、无所谓
- 20、你认为上市公司信息披露存在的主要问题是：  
A、不全面      B、不准确      C、不真实  
D、不及时      E、小股东在信息方面处于劣势、不公平
- 21、《公司法》规定股东有权查阅公司章程、财务会计报告等，《上市公司治理准则》规定投资者对上市公司有知情权，你是否知道为维护全体股东及上市公司本身的利益，投资者的知情权被合理限制的内容。  
A、知道      B、不知道
- 22、你是否查阅过公司上市章程、股东大会会议记录、监事会会议决议等可以查阅的资料：  
A、从来没有查阅过      B、查阅过  
C、查阅过，但今后不会再查阅      D、关注，会再继续查阅
- 23、你对股东救济权了解程度是：  
A、较了解      B、一般了解      C、不了解
- 24、你对股东救济权效果的评价是：  
A、无效果      B、有一定效果      C、不知道

25、你认为行使救济权：

- A、难度大、成本高                      B、比较方便  
C、专业知识缺乏                         D、不清楚

26、作为中小股东，如果你的股东权益受到侵害，你是否会行使救济权：

- A、会行使                      B、不会行使                      C、说不清楚

27、你是否持有河南上市公司股票：

- A、是                              B、否  
C、曾经持有                      D、以前没有，以后会持有

28、你对河南上市公司质量的整体评价是：

- A、优良                              B、一般  
C、个别较差                         D、不关注

29、你对河南上市公司信息披露的评价是：

- A、满意                              B、一般  
C、不满意                              D、无所谓

30、你对上市公司设立独立董事以保护中小股东权益的评价是：

- A、有积极作用                         B、只是形式  
C、没有作用                              D、无所谓

31、你是否认为会计师事务所等中介机构的尽职尽责有助于中小投资者权益的维护：

- A、有助于，但是目前的中介机构还难以做到尽职尽责  
B、没有作用                      C、无所谓

32、你认为“全流通”后上市公司股东权益保护状况会：

- A、明显改善                      B、不会有太大变化                      C、说不清楚

33、你最支持的两项投资者权益保护措施分别是：

- A、证监会加强监管力度                      B、完善信息披露制度  
C、建立民事诉讼与赔偿机制                      D、打击证券市场违法违规行为  
E、提高上市公司质量和法人治理水平

34、你认为影响中国股市发展的关键三项问题是：

- A、证券市场发展不规范                      B、缺乏保护个人投资者的机制  
C、上市公司质量不高、公司治理结构不完善  
D、机构投资者不壮大、不成熟                      E、个人投资者缺乏自我保护意识

