

浅析上市公司中小投资者保护的

现状和策略

夏兰

投资者是证券市场的基石，对投资者保护的好坏程度体现一国资本市场运作水平的高低。凡是投资者保护程度高的国家，其资本市场发达，经济发展可持续性強；反之，投资者保护弱的国家则产生企业越需要资本，资本市场越不发达，越缺乏资本供给的恶性循环。

在我国证券交易中，由于中小投资者的资金实力和信息不对称，属于弱势群体，处于弱势地位。有数据统计，2005 年全年广东证监局通过各种信访渠道接受投资者投诉共计 1520 件，其中 1—6 月接受投诉 654 件；而 2006 年仅上半年就接受投诉 1084 件，比去年同期增长 1.66 倍，占去年全年投诉数量的 71.3%，投诉者绝大多数属于中小投资者。由此可见，目前我国中小投资者利益受到侵害的现象仍然大量存在，如何更好的保护中小投资者利益是保护投资者利益工作的重中之重。

一、目前我国中小投资者权益的现状

我国长期以来过分强调资本市场为国有企业改革服务，过分强调资本市场的筹资功能，而对投资者的保护不够完善。投资者以获得投资回报为目的把自己的资金拿出来交给上市公司使用，但部分公司上市后其“圈钱”的目的表露无遗，有些上市公司即便获得利润也不分红，或者分红极少，中小投资者在股东权利上不平等，既没有要求分红的权利，获得不到真实回报，也没有“反董事会”的权利，只能任由上市公司通过多种手段对中小股东进行盘剥。简要分析中小股东权益收到上市公司侵害的成因，主要有：

（一）上市公司大股东掠夺中小股东。大量事实表明：公司股权高度集中，必然诱发种种弊端，妨碍科学的公司治理结构的建立，不利于证券市场的健康发展。由于一股独大，或者第一大股东与第二大股东合谋，在我国资本市场上，大股东非法掠夺中小投资者利益的现象非常普遍。尤其是国有股“一股独大”，对

公司治理绩效损害很大，中小股东权益受损更为明显。在我国上市公司，国有股基本上是第一大股东，由于国有股的行使主体——政府部门具有特殊的地位，往往导致政府与企业角色错位，国家作为“大股东”对企业的监督和控制，演变成行政干预。而且第一大股东的持股份额远远高于其他股东的持股份额，使国有股一般处于绝对控股的地位。据统计，2003年全国上市公司中，第一大股东持股份额占公司总股本超过50%的占上市公司总数的80%，第一大股东为国家持股的公司占全部上市公司的65%。国有股“一股独大”的股权结构，直接诱发大股东操纵和大股东“掠夺”。大股东掌握了公司控制权，实际上便操纵和控制了上市公司，使上市公司成为自己的“金库”，通过关联交易，大量侵占上市公司资源，这便是大股东“掠夺”。如股票发行时虚假或者误导性称述、同业竞争、以不公平价格与上市公司进行关联交易、挤占挪用上市公司资金，有时甚至通过合法的程序掠夺中小投资者，比如管理层随意决策、以低于市场价的价格与关联企业进行资产替换、在企业管理职位上任人唯亲、过高地向管理层支付报酬等。

（二）上市公司信息披露透明度低。我国上市公司披露存在许多问题。部分上市公司对披露信息持应付了事态度，对披露方式、内容和时间的选择存在很大的随意性，部分上市公司披露虚假信息，甚至在披露过程中操纵信息，诱导投资者。此外，我国上市公司会计准则与国际标准还有较大的差距：公司内部对信息披露的监督机制不健全，监事会未充分发挥作用；部分注册会计师行为不规范，审计报告质量不高，不能充分保证信息的可靠性，造成审计独立性的缺失；证券市场的中小投资者与上市公司经营控制人和掌握实权的大股东之间存在的信息不对称和前者所处的信息劣势地位，中小股东也无法全面了解公司资金投向、企业偿债能力、关联交易、会计政策及其变动对公司的影响、公司董事、监事及高级管理人员持股变动情况等方面信息，因为不知情而任人宰割。由于信息披露的不规范和不透明，不仅严重损害了中小投资者的利益，而且影响了中小投资者参与股票市场的积极性。

（三）上市公司“三会”制度不完善，形同虚设。上市公司在形式上具有完备的内部治理结构，均设有董事会、股东会、监事会分别实行经营决策权、最终控制权和监督权。但由于种种原因，“三会”形同虚设，不能正常发挥应有的制衡作用。主要表现在，由于股权过度集中，中小股东过于分散，董事会基本由大

股东操纵,董事会成员在运行机制上不能处于独立地位,不能享有充分的发言权,使得公司的独立意志和利益很难保证。独立董事受雇于大股东,独立性丧失殆尽,独立董事的运作也是流于形式。虽然存在监事会,但是监事会成员的身份大多隶属于公司职工,无法与强大的股东对抗,在公司中没有地位,有时监事也缺少行权的自觉性,造成了监事会职权的空泛化和形式化,在实践中远没有起到应有的监督作用。股东大会是中小股东维护自身权益的重要机制。在上市公司股东大会已经成为大股东操纵公司的合法工具。根据 2003 年股东参与股东大会的统计,与会股东支持有公司总股份的 61.87%,持有股东大会有效表决权的 2/3 以上,即只要股东持股比例达 41.25%,就能控制股东大会,使股东大会按照控股人的意志运作。即便是特别决议事项,也能保证结果有利于自己。一年一次的股东大会已经不能成为中小股东行使全力、参与公司治理的场所

(四) 激励机制落后。我国上市公司缺乏有效的激励机制。首先,没有将公司的经营控制人的收入与公司业绩联系起来,个人利益与上市公司价值的保值和增值、公司的发展和经济效益很有建立起紧密的联系,没有实现经营控制人与公司利益和激励的相容与一致性。正是缺乏有效的激励机制,不能合理估计经营控制人的贡献,引发了消极怠工,高级人才的流失或者是孳生腐败、产生浪费性职位消费,明显损害了中小股东权益。

(五) 对中小股东利益的法律保障不足。虽然新的证券法规定了“股东不但对于公司董事、监事以及高管违法违规、损害股东利益的行为有权提起诉讼,而且对于上述人员给公司造成损失的行为,股东也有权以公司名义要求其承担赔偿责任。”但是在实践中,操作的困难很多。首先,中小股东若要提起民事诉讼程序,应当以该违法违规行为被处于行政处罚为前提,给中小股东索赔设置了极大的障碍;其次,提起了民事诉讼,起诉成本也很高,一般中小投资者不愿也不能承担诉讼费用,最后,新证券法中对行政责任和刑事责任规定很多,但对民事责任规定很少,并不利于保护投资者权益。

我国证券市场脱胎于公有制和计划经济,带有很多计划行政和国有企业的特征。大股东权属国有,又有政府背景,在全面推行股权分置改革之前,国有股份是不流通的,大股东的利益与股票市场脱节,形成了大股东和中小股东的利益

不同，有时甚至严重对立。因此，在上市公司作出重大决策和政府制定政策的时候，更多考虑的是大股东单方面利益，很少考虑中小股东的合法权益。与此同时，我国证券市场信用缺失，从诚信意识、诚信文化到诚信环境都存在许多问题。上市公司虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法违规等失信行为时常发生，对中小投资者造成了极大的损害，严重打击了投资者对证券市场的信心。

要树立投资者对证券市场的信心，根本上要依靠证券期货公司、上市公司以及中介机构自身重树信用，要调动和提高诚实守信、依法经营和规范行为的自觉性，加大监管力度，提高对中小投资者的保护，形成健康发展的合力。

二、提高对投资者权益保护的策略

（一）降低股权集中度。股权集中度和投资者保护密切相关。一个国家或地区对中小投资者利益保护的越好，则该国或者地区上市公司的股权就越分散。当中小股东越愿意投资，上市公司大股东股票融资的意愿也就越强，最终实现股权多元化。因此，要减持国有股，建立以市场为基础的公有股权运作机制。可以考虑引进机构投资者，形成多名股东拥有较高股权的格局，相互制约，防止出现大股东侵害中小股东的行为。

（二）完善信息披露制度。信息披露的完整、真实、及时是保障中小投资者证券投资决策的基本前提。我国证券市场是新兴市场，很多制度仍不完善，为了维护投资者权益，我们应继续完善信息披露制度。要完善披露信息的内容和形式，规定披露包括财务状况、业绩、关联交易等与公司有实质关联的事项；要推进会计准则的修改，与国际会计准则接轨；引入证券承销商、独立审计机构和证券评估机构，消除信息不对称；要对上市公司披露实施有效监管，严厉制裁欺诈、误导、虚假陈述的行为。通过一系列措施提高对公司运作和经营透明度的要求，减少经营者和所有者之间的信息不对称，不仅要保障中小投资者公平获取信息的权利，还要保证获取信息的机会公平、均等。

（三）强化公司内部结构。完善“三会”结构，强化董事会、监事会的独立性。董事会和监事会应当充分扮演好决策机构和监督机构的角色，独立运作，各司其职。应完善独立董事、监事的选任机制；加强独立董事的制度建设；在董事会中增加与公司没有关联关系的独立董事的比重；在审计、提名与业绩考核等部

门中由独立董事担任负责人；细化董事的诚信勤勉义务和责任追究制度。

（四）建立内部激励机制。建立激励机制是妥善处理公司高级管理人员与公司全体股东利益管理的重要环节。通过市场化、长期的激励机制和相适应的薪酬制度，以及其他一些利益激励措施来使经营控制人的利益和中小股东的利益更加趋于一致，与公司长期发展一致，从而激励经营控制人努力工作，为公司股东创造更多利润的同时也为自己创造价值，比较典型的激励机制有高级管理人员的激励性股权期权，员工持股计划等。

（五）完善保护中小投资者法律机制。保护中小投资者需要社会全方面的努力，“无救济即无权利”，完善保护中小投资者法律制度是保护中小投资者权益的基石。今年新修订的两法无疑是我国证券立法的重大进步，彰显了立法者对中小投资者权益保护的决心，但是，我们仍要看到维护中小投资者仍有很多路要走。如建立投资者权益保护机构，虽然已经成立了投资者保护基金有限公司，但是还没有正式的证券投资者权益保护协会等专门以保护中小投资者为主的机构。完善诉讼制度，降低诉讼门槛，适时取消行政处罚的民事诉讼前置程序，提高中小投资者权益保护的效率。可以借鉴外国对证券中小投资者权益保护的做法，建立股东代表诉讼制度。或者效仿日本、韩国等国家做法，由民间自发或由官方牵头成立非盈利性集体诉讼机构，代表众多中小投资者进行诉讼，摊薄诉讼成本，有效地推动投资者保护方面的法律制度建设。同时，也要加强对投资者进行普法教育，唤起中小投资者自我保护的维权意识。

（六）依法监管，多层次监督。监管部门应当立足国内，学习国际金融市场的监管经验，针对现代上市公司的要求建立灵活的监管框架，结合信息通信技术，设计新型监管模式，提高监管效率，及早发现上市公司违法违规的动向或行为，维护全体股东的合法权益；做实做细包括信访工作在内的各项日常监管工作，以维护证券期货市场的良好秩序和稳定为目标，自觉把保护投资者合法权益摆在首位，将保护投资者合法权益工作和打击非法证券期货活动的有机结合，合理、充分使用法律赋予的准司法权，更好的保护中小投资者权益。在政府实施监管的同时，也要有效地利用媒体、公众的力量，形成多层次，多渠道的大众监督模式。

- ① 国企公司治理：困境与出路 崔如波 企业文明
- ② 西部地区国有企业产权多元化问题研究 中国工业经济
- ③ 证券法修订与投资者保护
- ④ 证券市场投资者利益的法律保护 刘静
- ⑤ 上市公司中小股东权益保护的有效途径 蒋铁柱 陈强
- ⑥ 投资人保护的法律环境研究 张汉玉 杜丽红 证券市场报道