

四川省上市公司投资者权益 保护状况调查

课题总策划人：陈共炎

课题总协调人：刘肃毅

课题研究组成员：杨勇平（组 长）

李 可（副组长）

王战平（协调人）

林国诚 周 晓

李铁军 邱 敏

目 录

一、序 言.....	1
二、股东权益保护涵义、内容及相关理论概述.....	3
(一) 股东权益保护概念.....	3
1、投资者和股东.....	3
2、股东权和股东权益.....	3
(二) 公司治理理论同投资者权益保护.....	6
1、国外研究现状.....	6
2、国内学者的研究.....	7
(三) 信息披露同投资者权益保护.....	8
1、信息不对称.....	8
2、信息不对称对证券市场功能发挥的阻碍.....	9
(四) 证券市场监管同股东权益保护.....	10
(1) 信息不对称.....	11
(2) 证券市场中的操纵.....	11
(3) 市场本身的风险.....	11
三、调研方式.....	13
(一) 调查目的与研究假设.....	13
1、调查目的:	13
2、研究假设:	13
(二) 调查方式、调查对象及样本选取.....	14
1、问卷调查.....	14
2、实地走访.....	14
3、调查方案实施情况.....	14
4、数据收集情况.....	15
四、股东权益调查结果分析.....	16
(一) 接受调查公司股东基本情况.....	16
1、股东人数变化情况.....	16
2、影响股东持有上市公司股份的原因.....	17
3、股东持有股份市值变化情况.....	17
(二) 四川上市公司股东权益保护状况.....	18
1、股东参与公司重大事项决策和表决情况.....	20
2、股东自我保护情况.....	26
3、上市公司投资者关系管理状况.....	32
五、“全流通”背景下上市公司治理与中小投资者权益保护原则和措施.....	40
(一) “全流通”后中小投资者权益保护的新的内涵与内容.....	40
(二) 分类表决制等保护性规则失效对如何保障中小股东的知情权、话语权及参与公司事务管理权等构成挑战.....	40
(三) 控股股东自利模式转变对如何保障中小股东的公平交易权构成挑战.....	41

(四) 股权激励机制实施在增强管理层积极性和归属感的同时, 也对如何防范其通过盈余管理、选择性信息披露、内幕交易等手段, 强化内部人控制、侵占上市公司和中小股东利益提出了挑战.....	41
(五) 上市公司并购日趋活跃对如何防范虚假、恶意收购行为对中小股东权益造成损害提出了挑战.....	42
六、保护原则和具体措施.....	43
(一) 树立“股东实质平等”的保护原则.....	43
(二) 增强信息披露的公平性, 推进投资者关系管理.....	43
1、普及投资者关系管理理念, 重视与投资者的沟通.....	43
2、结合诚信建设, 推动投资者关系管理的发展.....	44
3、进一步强化信息披露, 增强公司透明度.....	44
4、拓宽投资者关系管理渠道.....	44
5、培养投资者关系管理的专门人才, 建立健全投资者关系管理机构....	44
(三) 增强中小股东的行权便利性.....	45
(四) 加强法制和诚信等外部环境建设.....	45
(1) 加强法制建设, 保障中小股东受侵害时的诉讼便利性.....	46
(2) 加强诚信建设, 增强上市公司公信力.....	47

一、序 言

四川资本市场起步较早，经历了起步时期摸着石头过河到逐步规范的过程。1993年，四川第一家上市公司“川盐化”的上市，拉开了四川本地国有企业上市的序幕，四川上市公司数量曾一直在全国排名靠前。截至2006年底，四川上市公司累计从资本市场融资379.1亿元，为四川的经济发展做出了巨大的贡献。但由于四川资本市场发展之初一度肩负了为国有企业“脱贫解困”的功能，加之股权分置的制度缺陷，因此市场本身是在先天不足的情况下逐步规范发展起来的，与全国其他地区类似在起步阶段忽视了对中小投资者权益的保护。

随着我国市场经济快速发展，社会对资本市场的认识也逐渐深入，并形成共识：中小投资者是证券市场存在和发展的源泉，投资者的参与和信心是证券市场发展的首要推动力，也是市场希望所在。1999年7月以后，国家调整了证券监管体系，加大了对证券市场的整顿和规范，强化了对社会公众股股东权益的保护。随着《公司法》、《证券法》的修订完善，上市公司监管力度的加强及投资者教育的深入开展，四川上市公司治理结构初具雏形，逐步树立起现代企业意识，规范程度有了较大的提高。2005年10月，《国务院批转<证监会关于提高上市公司质量意见>的通知》（国发[2005]34号），进一步将保护投资者权益，尤其是中小投资者权益作为国家大力发展资本市场的一项重要工作。同时为贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发〔2004〕3号），2005年5月—2006年期间，国务院成立领导小组启动股权分置改革工作，一直束缚我国资本市场健康发展的制度性问题得到了根本解决，市场制度进一步完善，投资者构成有了较大的变换。四川辖区的“清欠”和股改工作在统一领导下也顺利完成，使得困扰四川上市公司多年的历史遗留问题得以基本解决，辖区内上市公司质量明显提高。

股权分置改革引领资本市场进入到全流通的时代，为全体股东塑造了共同的利益平台，但由于市场主体利益实现的方式仍然存在差异，受利益驱动，导致上市公司、控股股东、机构投资者、中小投资者的关系也因此而发生变化，两类股东(限售流通股与普通流通股)之间、股东与机构投资者之间的利益冲突也有了新的表现。这种背景下，四川上市公司股东权益保护现状如何，后股权分置时代上市公司行为及对中小股东的影响如何，以及外部监管需做怎样的调整以更好地服

务于证券市场的发展，都是亟待研究和认识的命题。因此，本文拟结合四川省上市公司股东权益保护状况进行调研，期望能对上述问题作出一定的解答，并针对“全流通”时代股东权益的保护提出建议。

本报告分为四个部分：第一部分主要阐述了股东权益的基本理论，第二部分是关于本次调查方案设计和实施情况，第三部分根据获取的调查资料深入分析了四川上市公司股东权益保护的现状，第四部分是针对目前存在普遍问题，提出加强保护股东权益的政策建议。

二、股东权益保护涵义、内容及相关理论概述

股东权益保护，首先要搞清楚经济社会要保护的这种对象和内容问题，即保护的主体是谁？要保护的内容是什么？由谁来保护？怎样保护？另外，国内外有关这方面的文献资料普遍把公司治理、透明度和外部环境同股东保护的问题联系起来研究。这是因为股东权益保护的状况不但同公司治理、透明度、外部环境息息相关，而且在很大程度上也关系到资本市场的规范和长远发展问题。因此，对股东权益保护的状况调查并据以发现问题、解决问题，以至最终能提高市场各方对股东权益保护的工作水平，必须理清公司治理同股东权益保护的关系、透明度同股东权益保护、外部环境同股东权益保护的关系，并对上述理论有准确的理解。对投资者保护相关理论的理解必将有助于股权文化的重塑，有助于树立对股东利益的保护意识。

（一）股东权益保护概念

1、投资者和股东

1.1 投资者，一般指企业的借贷人（债券人）和公司的股东，投资者狭义上也可以定义为公司的持股股东。

1.2 股东，持有公司股份的法人或自然人。

本文调查的对象限定于股票在上海、深圳证券交易所挂牌交易的注册地为四川省境内的 A 股上市公司。为对比股权分置改革前后的股东权益保护状况，本次调查排除了上市后又退市和未完成股改的公司。因此，本文所研究的股东是指注册地为四川省境内的 A 股上市公司的持股股东。

2、股东权和股东权益

股份制企业是随现代化大生产的发展而发展起来的，股份制企业的出现代表了社会化大生产的发展程度和社会经济的发达程度，其中所有权和经营权的分离即是社会化大生产的经济体所最典型的现象，导致了企业所有权人和经营权人的博弈。另外随着股份制企业股本规模扩大，股票流动性的增强，股东构成就越来越

越复杂，股东人数也越来越多，产生了控股股东同中小股东利益的冲突和权力制约问题。这种情况下，法律必须对权力和义务做出界定，以维护经济社会的正常秩序，因而产生了股东权（股东权益）的法律规定，也即股东权益的法律形式。

2.1 所谓股东权((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。股份是股东权的客体，股东权与已发行的股份共存，取得股份者，享有股东权;丧失股份者，即无股东权。所谓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。股东权和股东权益都是指股东依法享有的待遇。利益是权利的中核，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。

2.2 法律法规对股东权益的规定

我国《公司法》中对股东权的规定构成了股东权益保护的基本内容。

股东权益的内容可从广义和狭义两个方面来解释：

在广义上，它包括公司法所规定的权利和公司章程、股东大会决议所约定的其他权利。

在狭义上，它是指股东基于股东资格而享有的从公司获得经济利益并参与公司经营管理的权利。这种权利是公司法所规定的、公司不得以公司章程、股东会决议、董事会决议等方式限制、剥夺的股东所享有的权利。这种权利与股东的身份不可分离，不因章程是否记载而存在。

我国的《公司法》中关于股东权的有关规定是分散于第四条、第二十条、第二十一条等不同的条款中。

《公司法》第四条规定，公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。第 98 条规定，股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会记录、董事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。第 102 条、103 条、104 条至 106 条规定了股东享有股东大会召集请求权，享有出席股东大会并就董事会议案进行表决的权利。

《上市公司治理准则》（证监发[2002]1 号）第 3 条规定，股东对公司重大事项，享有知情权和参与权。第 4 条规定，股东有权通过民事诉讼或其他法律手段保护其合法权力。

《上市公司章程指引（2006 年修订）》第 32 条集中概括列举了股东的权利，其规定如下：

公司股东享有下列权利：

- (1) 依照其所持有的股份份额获得股利和其他形式的利益分配；
- (2) 依法请求、召集、主持、参加或者委派股东代理人参加股东大会，并行使相应的表决权；
- (3) 对公司的经营进行监督，提出建议或者质询；
- (4) 依照法律、行政法规及本章程的规定转让、赠与或质押其所持有的股份；
- (5) 查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告；
- (6) 公司终止或者清算时，按其所持有的股份份额参加公司剩余财产的分配；
- (7) 对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议的股东，要求公司收购其股份；
- (8) 法律、行政法规、部门规章或本章程规定的其他权利。

综上，法律法规对股东权力的规定可以概括为：表决权、知情权、收益权、股份处置权、公司资产剩余索取权、救济权。

以上列举了股东权的基本类型，但具备这些权力，不等于权力的实现。股东，尤其是中小股东的上述权力是否得到保障和实现，在实际中体现为公司是否具备较完善的治理结构，公司经营管理者是否忠实履行受托义务和信息披露义务，实现良好的业绩回报股东等方面。

2.3 法律法规对中小股东权益保护的特别规定

权力总是与义务相对的。本质上，每一股份所代变的权力和义务相同，即通常所说的同股同权。股东不因持股的多少而享有不同的权力，但又因股东持股比例的差异，导致股东话语权大小的区别（股份多数决原则），公司重大决策主要体现了多数股股东的意志。这样一来，资本多数决原则就使得原本股东平等关系出现了异化，多数股股东实际支配了少数股东，进而导致所有投资者利益面临被多数股股东侵犯的局面。立法的宗旨为兼顾公平，保护弱者，法律在赋予股东享有的权力和义务的同时，也为中小股东提供了相应的保护，即对控股股东的行为给予了限制。正式基于上述考虑，法律规章和众多的文献在提及股东保护的问题时，多数是强调对中小股东权益的保护。

《公司法》在第 20 条、21 条、22 条中，对公司股东和受股东控制的董事会、管理层的行为做出了约束，规定股东、控股股东和董事会不得滥用股东权力和公司独立法人地位的等损害债权人和其他股东的利益，并对违法行为做出无效和要求承担赔偿责任的规定。

（二）公司治理理论同投资者权益保护

国内外文献在涉及投资者权益论著中，通常从公司治理、透明度和外部环境考察对投资者的保护。一直以来，各国证券监督管理机构非常重视上市公司治理问题，把良好的公司治理做为其上市的衡量标准。

1、国外研究现状

完善的公司治理是股东权益实现的保障。公司治理结构与投资者保护之间的关系是公司理论的重要组成部分，随着实践的发展，经济学家研究两者关系过程中分别从公司治理的作用、治理的基本问题、制度安排、治理形式、管理层激励等不同的视角进行了阐释，经历了一个逐步演进的过程。如奥利弗·哈特(Oliver Hart)从公司治理作用出发提出了公司治理理论的分析框架。柯林·梅耶(Collin Mayer) 公司治理定义为“公司赖以代表和服务于他的投资者的一种组织安排。科克伦(Cochran)和沃特克(Wartick)指出：“公司治理问题是由包括股东、董事会、公司高级管理层和公司其他利益相关者的相互作用中产生的。构成公司治理问题的核心是：(1)谁从公司决策(高级管理层)的行动中受益；(2)谁应该从公司决策(高级管理层)的行动中受益。”钱颖一教授在《中国的公司治理结构改革和融资改革》一文中指出：“公司治理结构是一套制度安排，用以支配若干在企业中有重大利害关系的团体——投资者(股东和贷款人)、经理人员、职工之间的关系，并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括：如何配置和行使控制权；如何监督和评价董事会、经理人员和职工；如何设计和实施激励机制。”斯雷佛(Andrei Sheifer)和维斯尼(Robert W.Vishny)在《公司治理评述》一文中指出：“公司治理要处理的是公司资金供给者确保自己可以获得投资回报的途径问题。基于代理成本问题的分析，Jensen and Meekling 的开创性工作引发了对公司治理中管理层激励的规范性思考。LaPorta 等从保护外部投资人的角度理

解公司治理制度，他们认为，公司治理在很大程度上就是指的外部投资者用以防止内部人侵蚀的一系列机制。

2、国内学者的研究

李维安教授在《公司治理》中所提出的观点：公司治理不能够只局限于股东对经营管理者的制衡，而是涉及更广泛的利益相关者。公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益关系。张维迎(1995)强调所有权在公司治理中的作用。他认为，企业所有权安排和公司治理结构是同一个意思，公司治理结构是企业所有权安排的具体化。公司治理的目的是解决两个基本问题。一是激励问题，二是经营者选择问题。吴敬琏教授认为，“所谓公司治理，是指由所有者、董事会和高管三者组成的一种组织结构，在这种结构中，上述三者之间形成一定的制衡关系。”

对公司治理概念理解的差异反映了不同学者处于特定的经济环境对公司中各利益主体关系所强调的重点不同这一事实，但是，有一点是基本一致的，即认为公司治理实际是一种制度安排，是公司服从股东利益和其他的投资者利益的制度保障，包括公司股东大会、董事会、董事到经理人员行为规则、约束、计划和人员激励并构成所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制的诸多东西。公司治理问题根源在于所有权和经营权的分离，产生于公司各利益主体利益取向的不相融。公司治理的目标在于协调利益关系，促进利益不相融程度和企业运作成本的降低。

另，狭义的公司治理强调解决两权分离情况下股东和经理之间的代理问题，而广义的公司治理强调公司利益相关者之间的关系问题。但是，对于股东之间的关系在公司治理中的重要性却常常被忽视。施雷弗和维施尼认为，在多数国家的大公司中，最基本的代理问题并不是外部投资者和管理者之间的关系问题，而是外部股东和控制性的大股东之间的利益冲突问题，因为控制性股东几乎能够全部控制管理者。

所以，公司治理还需要解决在股权分散的条件下，如何协调所有者之间关系

的问题，特别是保护中小投资者不被大股东侵犯的问题。

（三）信息披露同投资者权益保护

公司信息披露质量是衡量股东知情权保护程度的重要标准，即公司必须忠实履行信息披露义务，公平地对待每一个投资者，应予披露的信息要及时、准确。证券市场之所以强调信息披露，根源于所有权和经营权的分开。这时因为股东和经营者的委托和受托关系的存在，股东需要一套机制去监督和控制经营者的行为，以实现自身的利益的最大化，因此除建立良好的公司治理结构，公司还必须具备较高的透明度以利于股东获取公司信息、评价公司经营业绩。对于上市公司，大多数中小股东赖以投资的依据更是集中在公司持续的信息披露上，若获取信息的渠道不畅，信息遗漏、虚假，将会对投资者人造成严重的后果，并将影响证券市场的持续健康发展。因此，除需要以法律的形式赋予股东知情权外，公司也必须担负及时、准确披露公司的信息的业务。对信息不对称的研究和探讨，也产生了政府监管组织是否应该实行强制性信息披露的争论。各国法律法规对公众公司信息披露的规定或多或少都体现了强制性信息披露的趋势，其建立和完善的过程也是法律界、经济界对其合理性、公平性进行不断辩论、探索和求证的过程。各国和经济学家研究对信息问题的研究主要集中在信息不对称所带来的市场失灵的问题上。

1、信息不对称

与产品市场不同，信息问题是证券市场的核心问题，信息不对称是证券市场失灵最主要的表现。证券市场功能发挥所面临的绝大多数障碍或多或少均与信息失灵有直接或者间接的关系。证券市场的基本功能在于为企业提供提供直接融资，为社会资本提供投资渠道。而影响这一基本功能的作用正常发挥的关键因素首先是市场价格是否能根据有关信息而变动，充分反映股票价值，使每一个投资者作出理性地决策。然而事实上，一方面，作为分散经济，证券市场上信息也是分散的，从而信息在投资者与筹资者之间的分布以及投资者与投资者之间的分布，由于种种原因总是不完全且是不对称的，或是由于市场的信息媒介的不发达，使得信息的传导衰减或失灵，投资者不能完全获得信息，或是由于筹资者在经营

过程中基于商业机密的考虑，并不将全部信息提供给投资者，造成投资者的信息不均匀，从而使其处于比投资者优势的信息地位，造成投资者与筹资者之间的信息不对称。由此种种，信息不对称使得证券价格对市场信息反映不及时、不准确，不能正确地引导资金的流向，导致证券市场效率的丧失。

2、信息不对称对证券市场功能发挥的阻碍

信息不对称问题对证券市场功能发挥的阻碍在于信息不对称的市场并不能发现合理的价格，信息不对称的结果是资本配置功能的严重扭曲：资本可能流入缺乏成长性的产业和业绩差的企业。主要体现在以下方面：

逆向选择。由于控股股东和部分投资者拥有某种特殊的信息来源渠道，相对于其他中小投资者具有信息优势，造成了股东之间信息不对称。这一不对称，使得信息优先获得者能够通过之后市场对该信息的反应产生的超额利润，从而违背公平原则，损害了其他股东利益。其二，有资金优势的人通过操纵股票价格，扭曲个股的价值，误导了资金选择，结果导致了证券流通过程中的逆向选择效应，即本应是资本流出的证券，由于信息的不对称，价格反倒上升；而另一些资本应该流入的优质企业，价格却没有上升，甚至有时反而下降。

道德风险。证券市场的一般投资者与上市公司经理和掌握实权的大股东之间存在的信息不对称和后者所处的信息优势地位，使得一般投资者难以掌握企业内部充分而真实的消息或者无力支付了解这些信息所需的成本而难以实现有效的监督，从而导致大股东、大股东控制的经营层为自身利益损害投资者利益的行为，即所谓的败德行为的发生。败德行为的存在，会产生“劣币驱逐良币”效应，使得投资者不敢轻易地涉足证券市场，缺乏信心，导致证券市场交易量萎缩。

鉴于市场存在的问题，世界各国相关立法均已确认了股东知情权。但权利的确权只是权利保障的第一步，权利的实现才是权利保障的关键。股东只有积极主动地主张权利才能实现自身利益。反之如果股东怠于或放弃主张权利，那么利益也就难以实现甚至无法实现。所以股东知情权的有效实现首先需要股东自我保护意识的增强，即自主地查阅公司财务会计报告和账簿及进行询问。同时由于股东对公司仅仅是间接控制，其信息资料主要来源于公司所提供的文件，因而还需要公司切实履行信息披露义务以及董事履行协助义务。这三个方面就是股东实现知

情权的途径、方法。

（四）证券市场监管同股东权益保护

现代社会股权交易已经从过去的单一交易方式发展到现在以上市公司为基石，证券交易所为纽带、各类证券服务机构为润滑剂的一套复杂的影响面广的系统，汇集了众多优质资源、人才和先进的管理、技术，涉及经济发展、社会稳定、公民利益等各个方面。“股市是一国经济的晴雨表”的描述并不为过，其重要性不言而喻。和其他市场一样，证券市场也会存在导致资源配置低效率的市场失灵问题，从而使整个市场功能不能得以充分的发挥。美国的安然、意大利的帕马拉特事件以及我国的亿安科技、蓝天股份、银广厦、南方证券所给证券市场和投资者带来的损害一再提醒市场这个道理。换一个角度说，理论上用模型和理想构筑起来的市场会被“市场失灵”而扭曲，这使得市场自身无法克服这一局限性而实现“帕累托最优”。现代信息经济学研究的成果为解决这一问题提供了依据，从而为政府介入证券市场提供了理论依据。

2001年诺贝尔经济学奖获奖三位经济学家（乔治·阿克洛夫（George Akerlof）、迈可尔·斯彭斯（Michael Spence）和约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz））研究确认，当市场的一方无法观察到另一方的行为，或无法获知另一方行动的完全信息时，就会出现信息不对称。这种情况在各个领域包括证券市场普遍存在。根据研究成果，他们认为政府必须在市场系统方面扮演强有力的角色，以避免不对称的信息对获取信息存在困难的一方造成伤害。斯蒂格利茨还与桑德福·格罗斯曼（Sanford Grossman）共同对金融市场效率假说进行了论证。他们有影响的结论被称之为“格罗斯曼—斯蒂格利茨反论”：如果市场在信息上是有效的，即所有信息均可在市场价格上得到反映，经济主体不会有兴趣去获得蕴藏在价格之中的信息。如果市场的一部分比另一部分知道的多，则信息有效均衡不会存在。这一研究对金融经济学影响颇大。80年代以来，许多西方学者将其引入金融市场领域，研究不完全信息对资本市场的制约，从而为监管者实施相应监管提供更为直观的理论依据，指出更为具体的监督目标。

影响证券市场资源配置作用发挥的因素主要有信息不对称、二级市场操纵和系统性风险的存在。

(1) 信息不对称

如前，这里不在赘述。

(2) 证券市场上的操纵

与产品市场上垄断厂商决定市场价格相类似，证券市场上的垄断者可以利用资金优势操纵证券价格，尤其是在亚洲国家，因法律体系的不完善和诚信缺失，更加导致了这种现象的存在。操纵者利用证券市场上众多投机散户的趋利性，人为造市牟取暴利，一方面给中小投资者造成不公正的损害，另一方面又扭曲了价格信号，阻碍资本根据市场信号向优质企业流动。

(3) 市场本身的风险

一般而言，证券领域存在如下三种风险：(1) 由实体经济部门传递过来的派生风险。例如发行债券的企业由于资金使用不当会导致证券市场中的债务偿还危机；上市公司发行股票所筹集到的资金使用不当，就会出现大量的不良资产，当这种情形非常普遍时，大量公司的业绩不佳会导致股市的严重下挫，造成社会金融资产的大量减少以及大量股权投资者亏损严重，甚至破产，从而引发广泛的社会经济问题。(2) 证券市场中证券经营机构及其它相关金融机构的风险。处于竞争状态的金融企业在竞争中破产倒闭使投资者的资产难以保全。不仅如此，这种竞争失败往往引起连锁反应，从而导致整个金融市场的不稳定和投资的减少。特定金融机构的经营成败所具有的外部性使得对证券、金融等信息不对称的竞争性行业实行经济性规制成为必要。证券市场上这种市场失败的普遍性决定了自由放任的政策不适合于证券市场。(3) 在证券中存在着“系统性风险”。当交易、价格脱离实体经济部门的实际而过度膨胀时会形成“泡沫”。在“泡沫”成份过高时，以有价证券为主体的虚拟资本的供求关系和价格状况呈现出一种相互背离的趋势，直至引发整个证券市场的剧烈振荡或崩溃。泡沫的破灭可能导致投资下降，市场信心动摇，经济形象受损，甚至引发金融危机，对于金融体系和金融秩序的稳定乃至整个国民经济的运行具有显著的负效应。

市场经济本身无法避免经济波动带来的损害。因此，政府在维持经济体系的

稳定，防范金融泡沫的滋生，维护和培育资本市场方面具有重要的作用。也就是说，政府在对证券市场监管时必然要考虑到它与整个社会经济的各个方面和国民经济发展大局的关系，并以此衡量自己的监管决策。

综上所述，对“证券市场失灵”问题的上述理论分析，构成了政府对广泛的证券市场活动及其经济主体行为进行干预和监管的理论基础。第一，如果没有监管，市场自身不可能克服这些失灵现象；第二，证券市场失灵的后果是严重的：将导致证券市场功能失效，损害证券市场效率和公平的直接原因所在。因此，证券市场监管的必要性和合理性就在于依靠监管来尽可能改善和解决证券市场机制的失灵问题，保证证券市场的功能和效率的增进。正是由于上述各类证券市场失灵现象的存在，和由此引发出来的证券市场功能的扭曲，才使得政府必须设计并实施适当的管制制度，约束并规范证券市场主体的行为，维护市场秩序，从而更好的发挥市场功能，维护并促进证券市场乃至整个国民经济的良性发展。

以上论述了政府监管的必要性，但这种监管也必须适应市场发展的需要，必须研究市场当下的运行规律，特别是在市场迎来全流通时期的现在。股权分置改革的顺利完成为证券市场的持续健康发展奠定了坚实的基础，也为市场各主体创造了前所未有的发展机遇。迎来机遇的同时，也将面临新的挑战，遇到新的问题和新的变化。监管部门必须时刻保持清醒头脑，深刻认识中国资本市场本身仍然存在的诸多深层次矛盾和结构性问题，并加以研究，不断完善资本市场的功能，才能切实保障市场主体合法权益，尤其是中小投资者权益。对于新环境下出现的内幕交易多样化、虚假信息传播网络化、市场操纵短线化等具体的违法违规行为，更要加大监管力度，坚决严肃惩处，切实收到警示和震慑效果。正如尚福林主席所说，中国资本市场仍然处于“新兴加转轨”阶段，需要进一步加强监管工作，积极推进资本市场的改革发展和创新，推动资本市场健康发展。

三、调研方式

(一) 调查目的与研究假设

1、调查目的:

了解四川辖区上市公司投资者权益保护现状,辖区内投资者行使相应权利的意愿及行使过程中的困难。从股东权益构成的角度摸清知情权、决策参与权、收益权、救济权的现状,剖析权益保护在“全流通”环境中出现的问题,对症下药地提出合理的、具有可操作性的对策建议,以求更好地保护股东权益。

2、研究假设:

(1) 大股东、控股股东能够利用其持股优势,获取更多的关于公司生产、经营、财务等信息;

(2) 广大中小股东由于信息不对称、持股分散,在获取信息上处于劣势地位;

(3) 股权分置改革后,投资者利益趋于一致,但仍存在相互背离的地方;

(4) 上市公司治理仍然形似而神不至;

(5) 大部分基金、机构投资者还没有参与到公司治理、决策等重大事项中,仍然存在搭便车的心理;

(6) 中小股东受制主客观原因缺乏参与公司决策的积极性;

(7) 中小股东在自我保护上较多依赖于监管部门,较少利用公司法赋予的权力自救或求助于司法部门;我国立法在保护和方便中小股东方面的工作还有待加强;

(8) 通过制度安排、投资者教育,可以在一定程度上保护广大投资者利益。

（二）调查方式、调查对象及样本选取

1、问卷调查。

为全面理清辖区上市公司股东权益保护现状，课题组将调查问卷分为 I、II、III 三卷。

卷数	调查对象	涵盖内容	调查题目总量
卷 I	上市公司	基本情况 20 题、董事会、监事会、经理层运作情况 42 题，内部制度情况 20 题，独立性情况 14 题，控股股东依法行使控制权情况 5 题，保护投资者利益情况 26 题，信息披露情况 12 题，薪酬情况 9 题，综合评价 2 题；	150 题
卷 II	上市公司前五大股东	区分类别股东关系，基本情况题、知情权 7 题、决策参与权 9 题、收益权 5 题、救济权 6 题、股改前后股东权益保护状况 6 题，股东权益保护概况 5 题。	38 题
卷 III	中小投资者	知情权 11 题、决策参与权 6 题、收益权 7 题、救济权 6 题、总体评价 3 题。	33 题

2、实地走访。

通过组织课题组成员到辖区部分上市公司实地走访、召开现场会等形式对辖区上市公司股东权益保护状况进行深入而广泛的了解。

3、调查方案实施情况

分别向上市公司、前五大股东、中小投资者发放调查问卷：

- a.上市公司：选择辖区内全部上市公司为样本。
- b.前五大股东：向辖区内所有上市公司发放前五大股东问卷，请其协助调查。
- c.中小投资者：向辖区 60 余家证券营业部发放问卷，每家 9 份，按大户、中户、三户分类标准各 3 份。

4、数据收集情况

选取辖区全部 64 家上市公司中，回收上市公司问卷 46 份，回收率为 71.88 %；回收上市公司前五大股东问卷共计 137 份，回收率为 42.81%；回收中小投资者问卷 560 份，回收率 100%。

四、股东权益调查结果分析

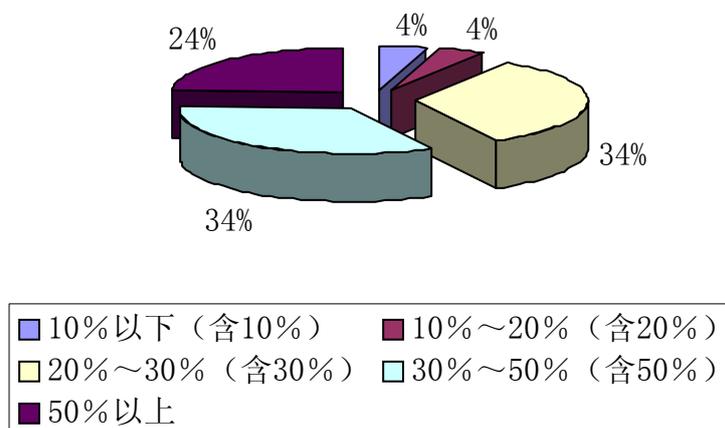
根据调查问卷设计和统计结果，课题组分四个部分对四川上市公司股东权益保护状况进行调查。第一部分，接受调查的公司和股东的基本情况；第二部分，四川上市公司股东权益保护状况，具体描述上市公司治理、股东权益保护、投资者关系管理状况，并加以分析；第三部分，股东权益保护的外部环境；第四部分，股权分置改革对四川上市公司股东权益保护的影响。

（一）接受调查公司股东基本情况

股东持股情况

所调查公司中，国有控股上市公司占 59%，民营和外资控股占 41%。92% 的公司第一大股东持股比例在 20% 以上，绝对控股的占 24%，绝大多数公司大股东持股比例集中在 20~50% 之间。与 2005 年底股东持股情况比较，上市公司第一大股东的持股比例均有不同程度的下降。

第一大股东持股比例情况



1、股东人数变化情况

股东数量的变化一定程度上显示了各“级别”股东持有意愿和持有动机。课题组分别股改前后、2006 年年底、2007 年 1 季度末三个时点对各公司股东数量变化进行了统计。统计情况显示，股权分置改革后，各公司持股人数呈下降趋势，

特别是无限售条件股份有进一步集中的趋势。2006 年底有 47 家公司的股东人数比 2005 年末的股东人数下降，其中 15 家公司持股人数下降幅度超过 30%；到 2007 年一季度，股东人数下降的公司中又有 33 家的持股户数进一步减少。

2、影响股东持有上市公司股份的原因

(1) 普通投资者

在走访过程中，虽然部分投资者对指数走高表现出担心，但预期所持有公司股票价格会上涨仍是绝大部分普通股投资者持有的首选理由，选择长期投资价值 and 保值增值的比例远小于对预期股价会上涨的比例。另外有部分投资者回答是听别人介绍而买卖股票，或是受身边亲友、同事在股市上的赚钱效应影响而买卖股票。

我们认为，近期市场所表现的个人投资者交易和新开户数的增加，除了经济持续增长、投资渠道有限等宏观原因和部分公司盈利能力得到较大改善外，投机心理驱动也是其中一个重要的原因。即，通过我们走访，个人投资者投机心理驱动进入股市套利是一个主要原因。从问卷投资者关注的权益程度也可以看出来，自然人股东对股票的收益权并不是放在第一位。

(2) 持股比例较高的股东（非第一大股东）

通过各公司信息披露和本次调查，一部分非第一大限售股东在解禁后，选择减持或全部出售公司股票。这部分股东基本都是在公司上市之前就持有公司股票，我们分析，择机套现是这部分公司减持的主要动机，市场的好转和巨大的价格幅度是主要的诱发因素。另有机构投资者选择买入或增持，一是看好公司长远发展，二是希望通过资本市场减持获得股本溢价收入。

3、股东持有股份市值变化情况

如下图所示，2005 至 2007 年半年度，辖区上市公司总市值成倍增长，增幅巨大。个股方面，2006 年末与 2005 年年末比较，四川 63 家上市公司中，58 家公司股票总市值出现增长，占比 92.1%，涨幅在 50% 以上的个股就有 31 只，涨幅超过 100% 的股票有 15 只。



(二) 四川上市公司股东权益保护状况

上市公司内部治理和履行受托责任情况

如前所述，良好的公司治理是公司董事会、监事会和管理层履行受托责任，维护股东权益的重要制度保障。因此，我们着重对上市公司治理状况进行了调查和梳理。

2002年5月，中国证监会和原国家经贸委共同开展了以公司治理为重点上市公司建立现代企业制度检查。检查发现，上市公司在制度建设上取得较大的进步，同时也存在一些突出的问题，主要是：

- (1) “一股独大”的情况仍然突出，对完善公司治理带来负面影响；
- (2) 部分存续企业的不良状况影响着上市公司的健康发展；
- (3) 大股东法人治理结构不完善；
- (4) 政企不分和行政干预现象仍然存在；
- (5) 上市公司有关人员、财务、资产的独立性仍面临严重挑战；
- (6) 关联交易问题频繁，成为部分股东操纵上市公司的手段；
- (7) 资金占用问题严重；
- (8) 股东大会的实效有待提高；
- (9) 董事会建设和董事义务责任应进一步加强；

(10) 监事会职责应得到提高;

(11) 诉讼机制不健全, 中小股东缺乏维护自身权益的手段。

根据近年对上市公司监管掌握的情况和上市公司治理专项活动, 2002 年现代企业制度检查中的“一股独大”、政企不分和行政干预、关联交易频繁、资金占用问题严重等几个问题都有较大的改善或减轻。

其一, 大股东持股比例有一定程度的降低。截止 2002 年 6 月 30 日, 四川上市公司 (60 家) 第一大股东持股比例达 50.96%, 仅持股比例超过 50% 的上市公司就有 29 家, “一股独大”现象十分突出。而到 2007 年 3 月 31 日, 四川上市公司第一大股东平均持股比例 42.22%, 比下降了 8.74 个百分点, 持股比例超过 50% 的上市公司家数下降为 15 家。机构投资者比例从 2002 年的 4.07% 上升为 6.53%。第一大股东持股比例的下降, 主要是因股权转让和在股权分置改革中以送股或减少股本作为股改方案导致。从统计上看, 第一大股东持股比例降低, 机构投资者数量和占比的上升减轻了“一股独大”的现象, 削弱了第一大股东的的话语权。机构投资者持股数量和比例的增长有利于提高参与公司决策和治理的意识。

其二, 资金占用问题得到基本解决, 四川目前仅有两家公司存在大股东及其关联方占用上市公司资金现象。

其三, 《公司法》、《证券法》及《上市公司章程指引》、《上市公司独立董事制度》等的出台、宣传、培训和执行力度的加强, 上市公司独立性得到增强, 董事、监事及高管人员的规范运作意识有所提高。《刑法修正案 (六)》对证券违法惩处力度的加大, 也对市场各方主体起到震慑的作用。

其四、借助股权分置改革和“清欠”, 多数上市公司解决了困扰公司发展的历史遗留问题, 资产质量有了实质性提高, 公司业绩和股东权益大幅提升。2006 年, 四川上市公司

其五、二级市场股票走势与上市公司大股东利益紧密相连, 一定程度上促使上市公司股东有动力按照市场规则发展, 利用机遇和市场功能做好做大。

其六, 独立董事制度自 2002 年在上市公司实施以来, 对上市公司的科学决策、规范运作起到一定的作用。在新《公司法》中第 123 条规定: “上市公司设立独立董事, 具体办法由国务院规定。”第一次以法律的形式明确了独立董事在上市公司中的法律地位。

从形式上看, 四川上市公司股东大会、董事会、监事会议事机构设置、人员

配备和议事程序基本《公司法》、《证券法》规定，并按照中国证监会的要求建立了包括三会议事规则、信息披露事务管理、关联交易、募集资金使用、投资者关系管理等一系列公司内部管理制度，明确了董事、监事及高管人员的责任。

从公司质量和盈利水平看，公司业绩普遍得到提高，实现了保值增值。四川辖区 63 家公司 2006 年共实现主营收入 1206.3 亿元，较上年增长 24.2%；实现净利润 40.9 亿元，同比增长 61.4%；每股收益达到 0.17 元，较上年增长 43%。从这个意义上来说，较好地实现了经营受托责任。

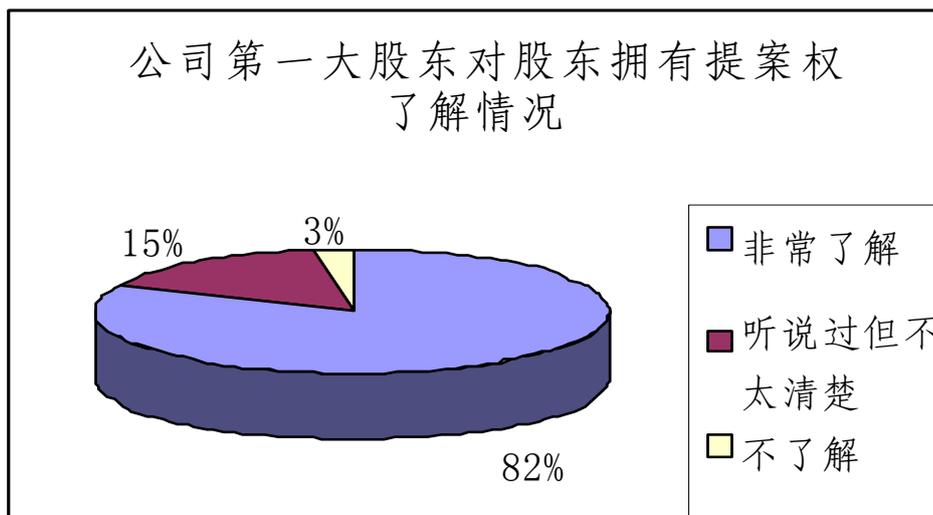
1、股东参与公司重大事项决策和表决情况

为更好了解不同类型股东参与公司决策的情况，我们分第一大股东、持股比例在 2—4 位的大股东（以下简称其他大股东）和中小股东三个层面，围绕对提案权的认知、行使提案权情况、参与决策情况三个方面进行调查。

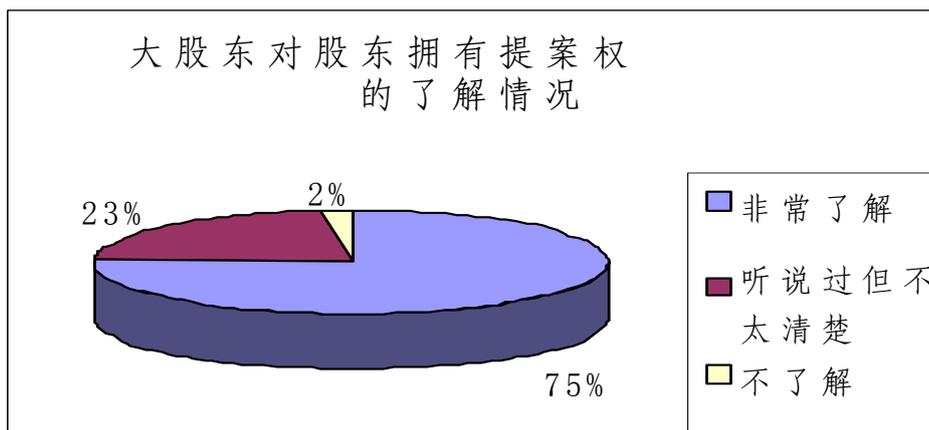
（1）对提案权的认知程度

提案权是新《证券法》赋予股东的一项权力，是股东参与上市公司决策的重要途径。调查显示，不同类别股东对提案权的认知度差异很大。公司其他大股东对提案权的认知大于普通投资者，第一大股东又大于其他大股东。

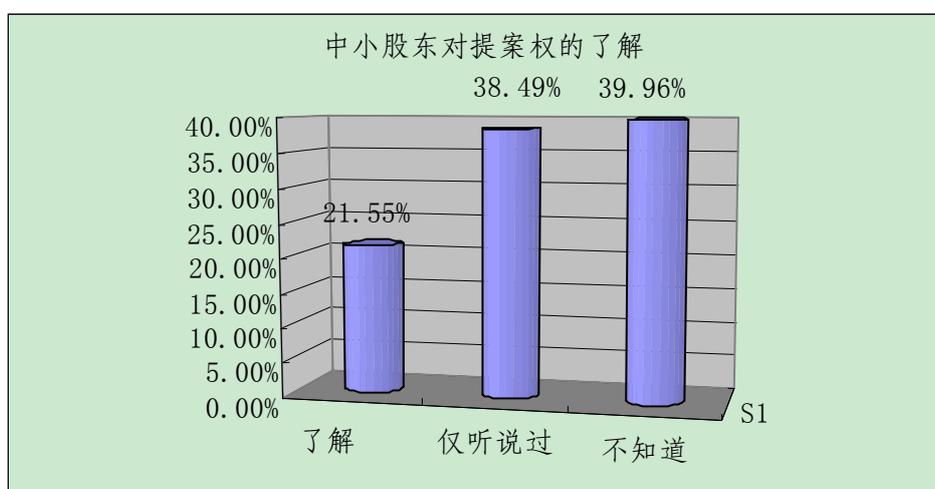
第一大股东对提案权认知度很高，非常了解的占 82%，有所了解的占 15%，两者合计高达 97%，不了解的仅占 3%。



公司其他大股东对提案权非常了解的有 75%，有一些了解的占 23%，不了解的仅占 2%。



而中小投资者对提案权的了解的仅 21.55%，完全不知道的竟占了 39.96%。

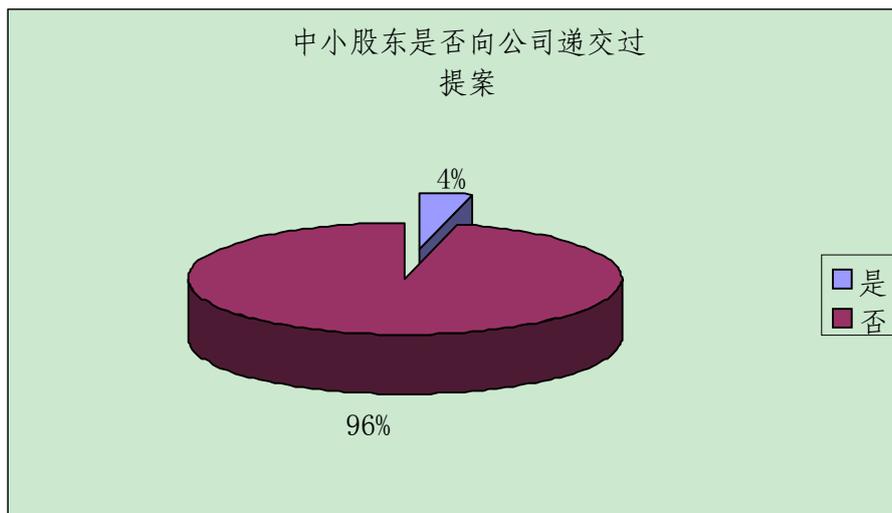


对提案权的了解是行使上市公司重大事项决策权的前提。由上图可以看出，中小投资者对提案权了解还远远不够，严重制约了他们对这项权利的使用。

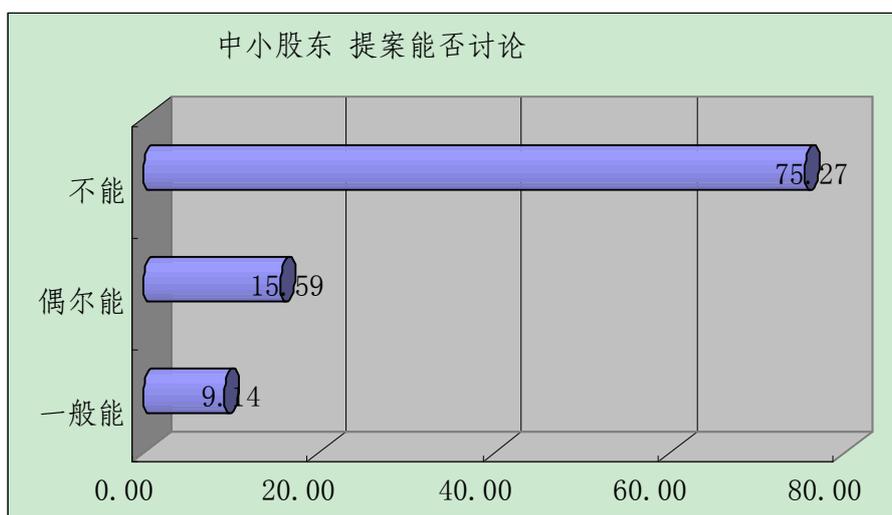
(2) 行使提案权的情况

大股东可以通过自己派出的董事向董事会或股东会提出议案的方式行使提案权。因此，在调查中我们主要将关注中小股东行使提案权的情况。

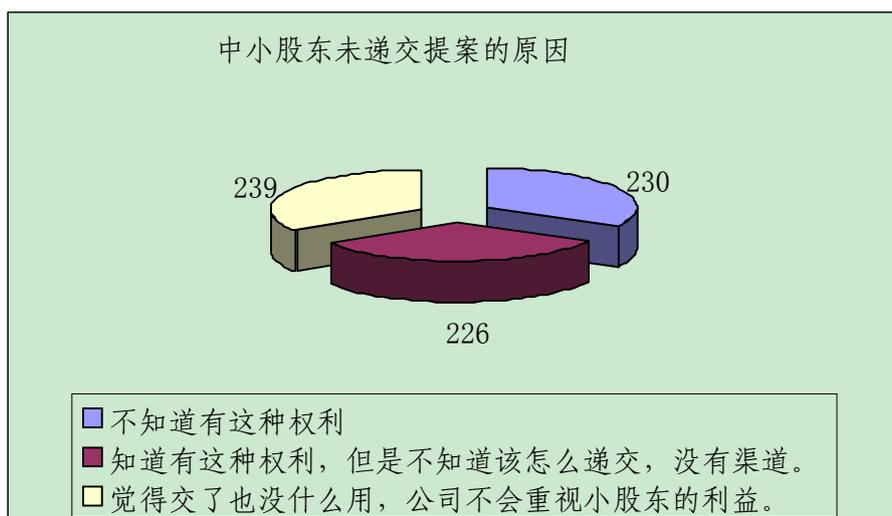
下图显示，在中小股东中，曾行使过提案权，向股东大会提出议案的仅 4%。且提案内容范围较窄，主要局限在股改方面。



在提出过议案的中小股东中，议案不能被股东会受理并讨论的占 75.27%。从某种程度上讲，提案权成了大股东专享的权利。

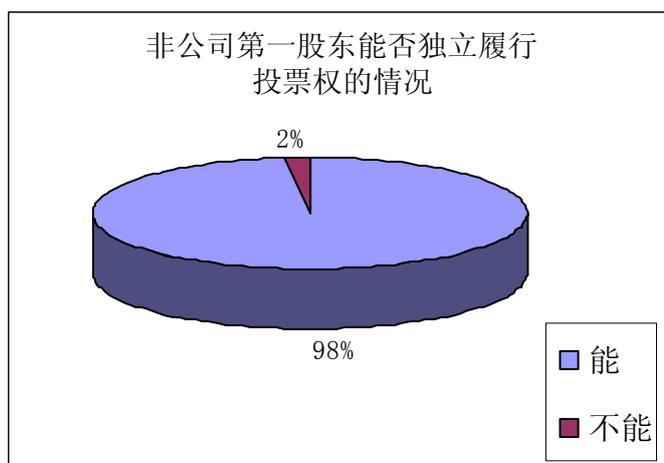
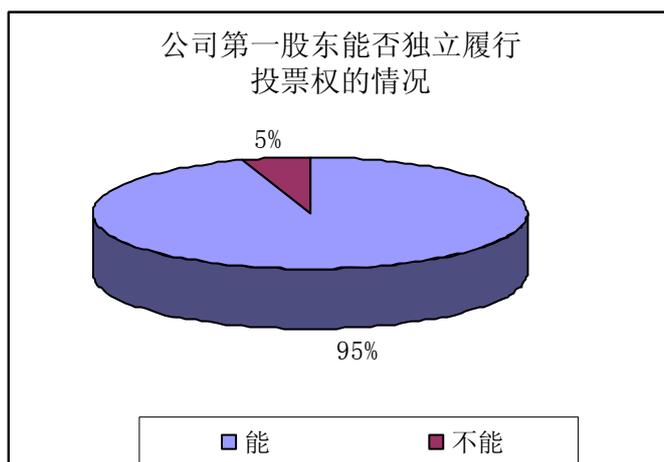


对未提交议案的原因进行分析，可以从图中看出，不知道有这种权利、知道提案权但不知道怎么提交和认为上市公司不会重视中小股东提案分别是未提交议案的原因，且三者的比例相近，各占 1/3。

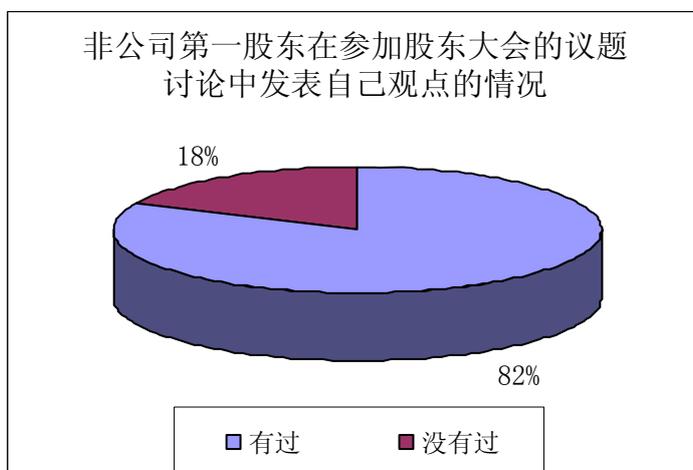
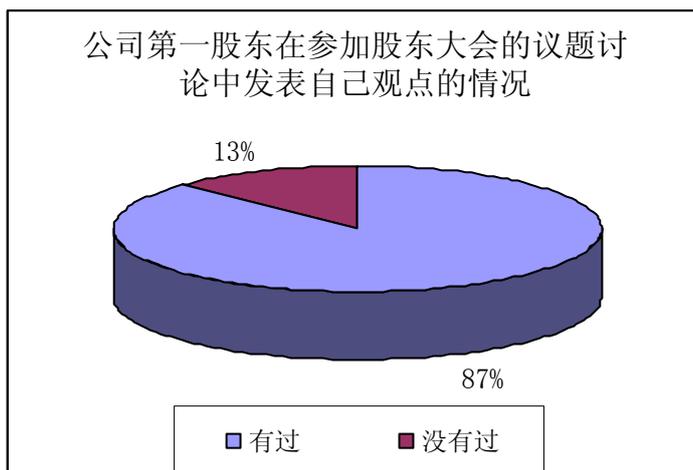


(3) 参与表决情况

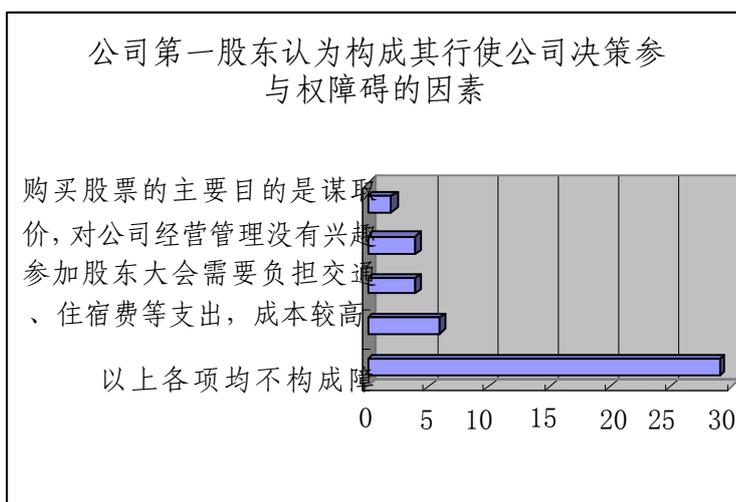
投票表决是股东决策权的核心内容。调查表明，第一大股东、其他大股东基本都能独立履行投票权，其中第一大股东占比为 95%，其他大股东为 98%。

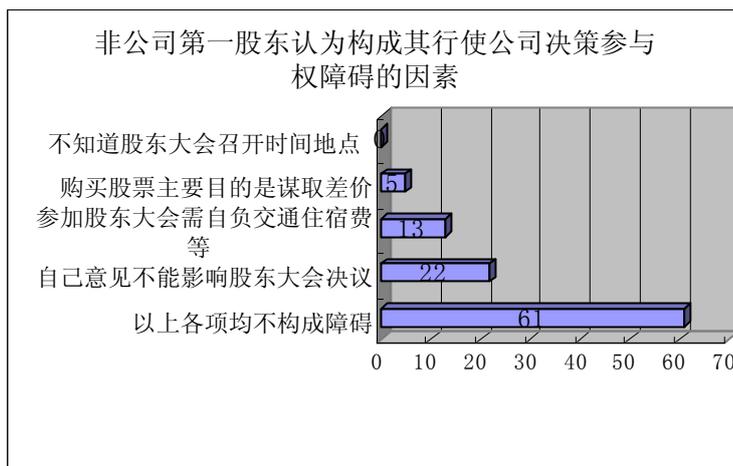


第一大股东和其他大股东认为在能在参加股东大会的议题讨论中发表自己观点的分别占 87%和 82%。

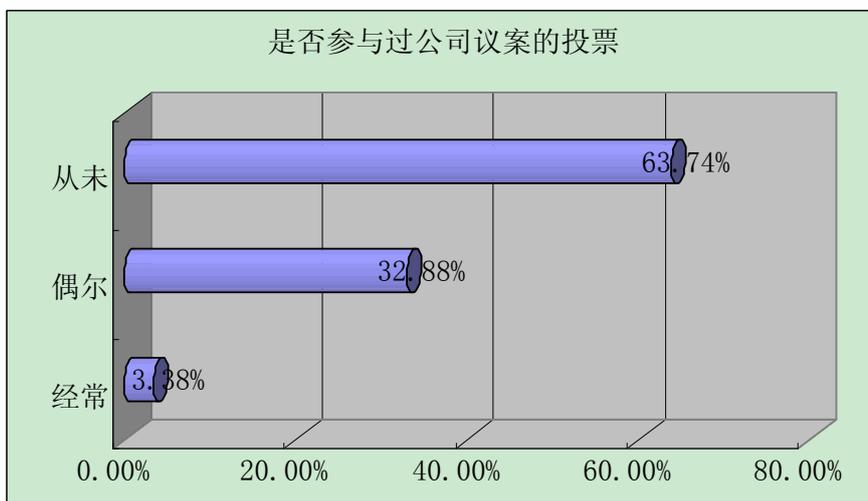


绝大部分第一大股东和其他大股东都认为其行使决策参与权没有任何障碍。

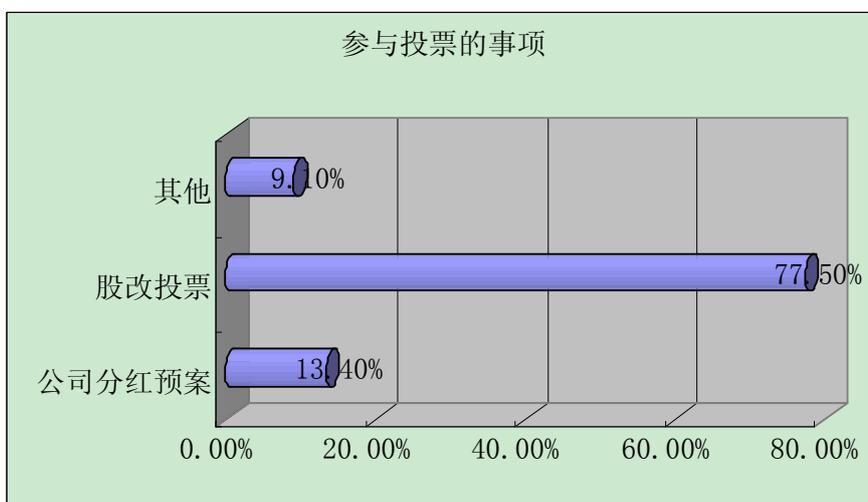




而对中小股东的调查结果却不容乐观。63.74%的投资者从未参加过投票，32.88%的投资者偶尔参加，仅有 3.38 的投资者经常参加。



中小投资者参加投票表决的，有 77.5%属于股改投票，13.4%属于分红预案，其他方面仅有 9.1%。



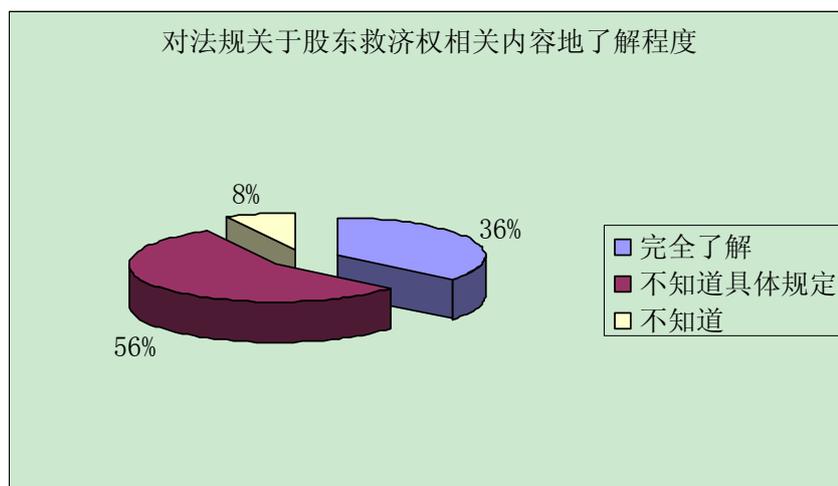
上述参与表决情况的调查结果,揭示了现阶段我国上市公司的第一大股东和其他大股东拥有充分的表决权和话语权,而为数众多的中小投资者参与决策比例很低,且参与内容主要局限在股改、分红等有限的方面,中小股东作为上市公司所有者的应有作用海远远未发挥出来。

2、股东自我保护情况。

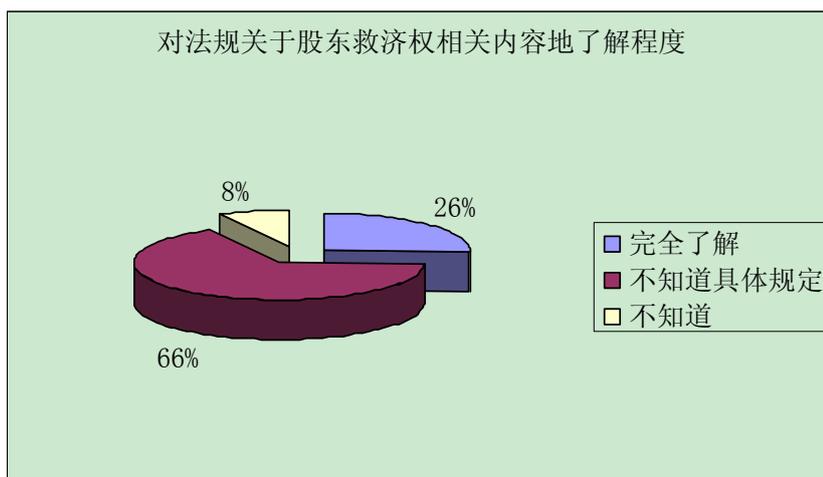
救济权是保护投资者保护自身权益,免受上市公司及控股股东侵害的主要手段。课题小组主要从对救济权的认知、行使救济权的对象、对救济效果的评价、救济机构在股东心目中的权威性和目前存在的救济障碍等五个方面对股东自我保护情况进行了调查。

(1) 对救济权的认知。

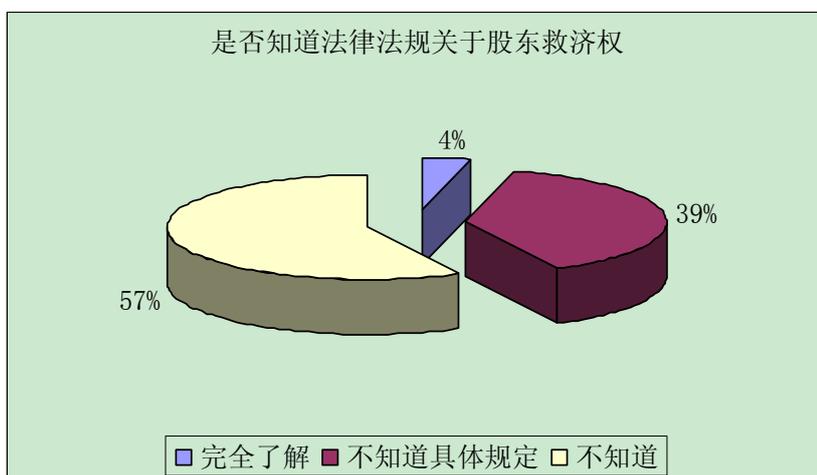
根据调查结果,第一大股东对法律有关救济权内容完全了解的占 36%,了解但不知道具体规定的占 56%,不知道的占 8%。



其他大股东对救济权完全了解、不知道具体规定和完全不知道的比例分别占 26%、66%和 8%。



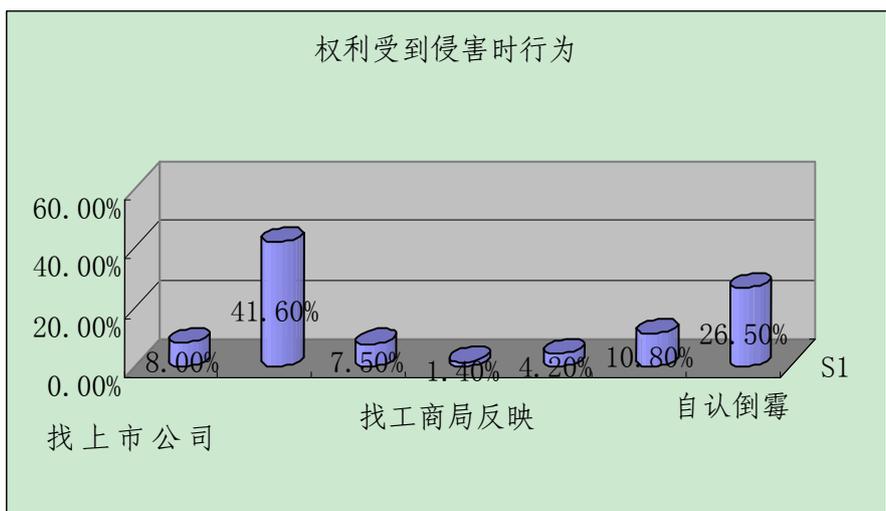
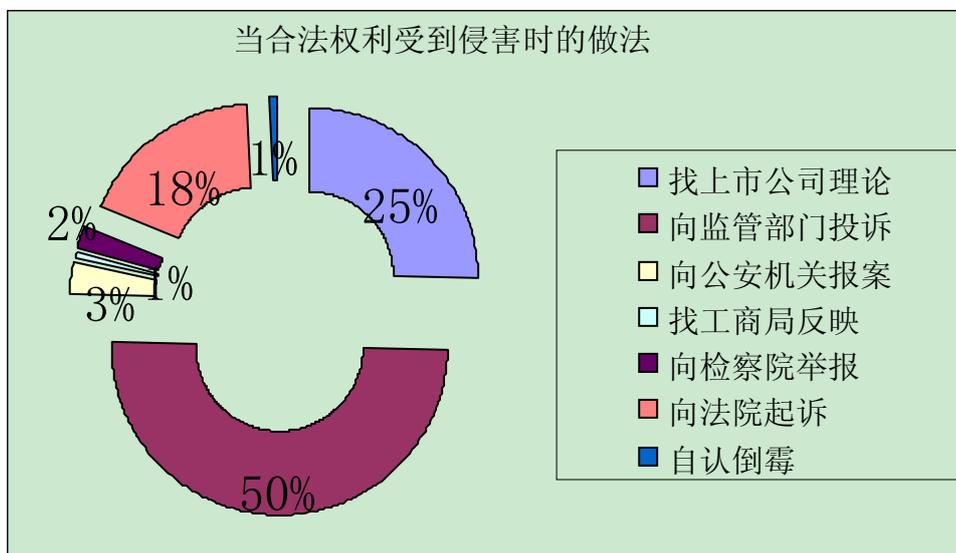
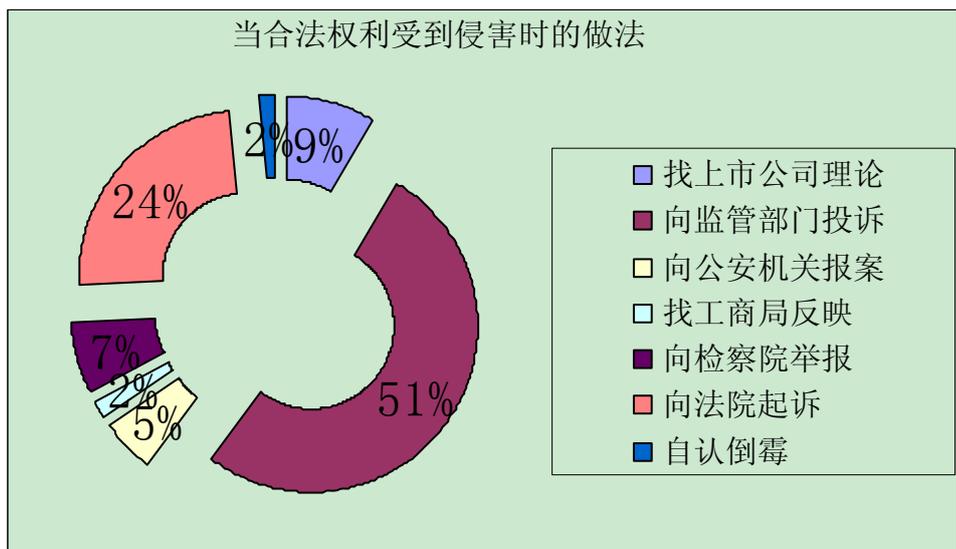
中小股东对救济权规定完全了解的进展 4%，不知道具体规定的占 39%，而完全不知道的占了 57%



由此可见，上市公司的大股东对救济权的认知程度远远高于中小股东。但即使在大股东内部，也有大部分对救济权的认识并不到位。

(2) 救济的方式。

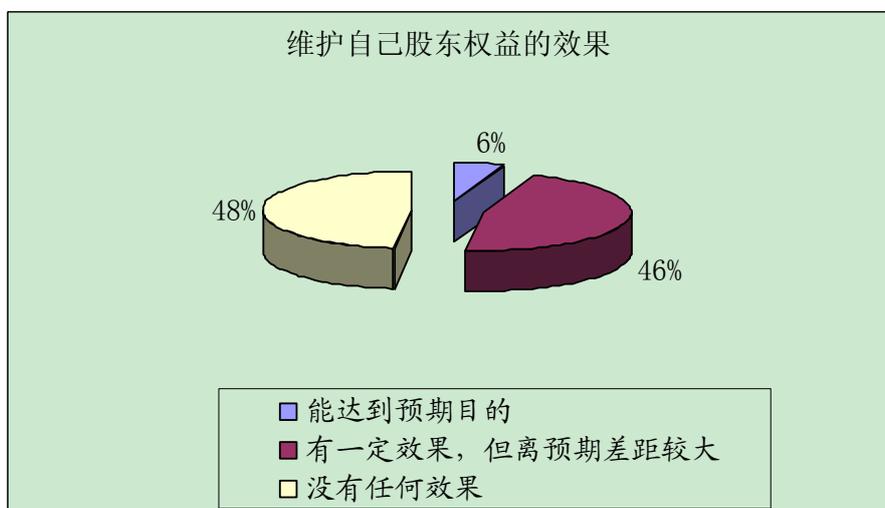
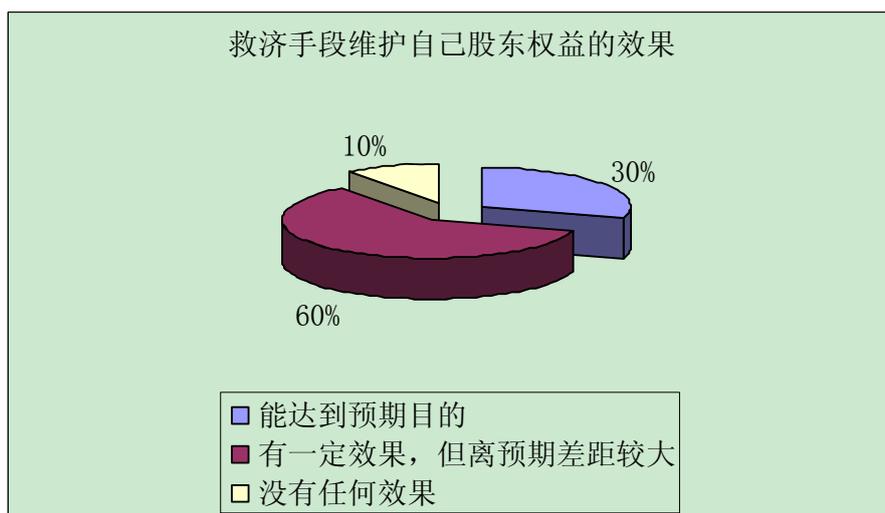
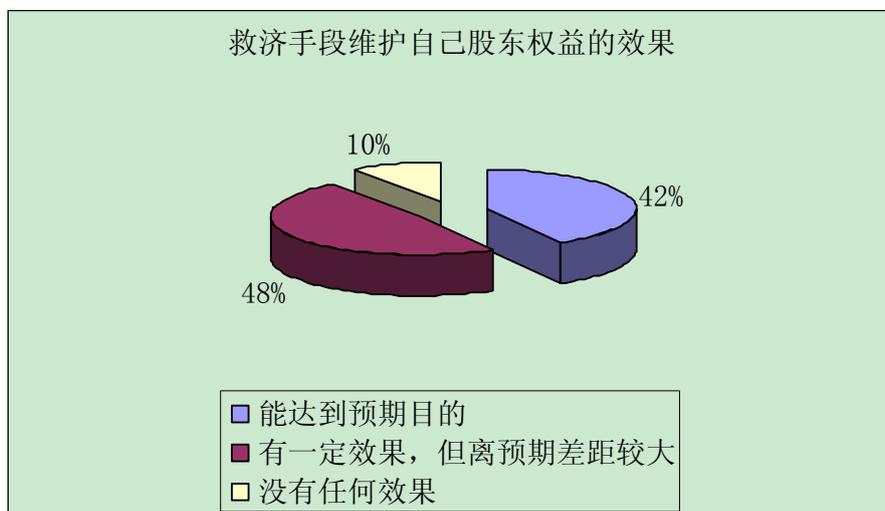
从下面三图可以看出，当权益受到侵害时，所有股东最趋向的方式是向监管部门投诉。除此之外，第一大股东愿意向法院起诉占 24%，找上市公司理论占 9%，向检察院举报 7%；其他大股东愿意找上市公司理论占 25%，向法院起诉占 18%，向公安机关报案占 3%；中小股东自认倒霉占 26.5%，找法院起诉的占 10.8%，找上市公司理论的占 8%。依靠监管部门的行政执法成了股东维权的首选方式，而主要通过法律途径讨回公道的意识在不同类型股东中，尤其是在中小股东中还远远没有建立。



(3) 对救济效果的评价

调查表明，认为通过救济手段维权能达到预期的第一大股东占 42%，其他

大股东占 30%，中小股东仅 6%，认为有效果但达不到与其目的的第一大股东占 48%，其他大股东占 60%。中小股东仅 46%，认为没有任何效果的第一大股东和其他大股东均占 10%，中小股东占 48%。



(4) 救济机构的权威性。

下表显示，政权监管机关的股东心目中的权威性最高，其次是人民法院表：

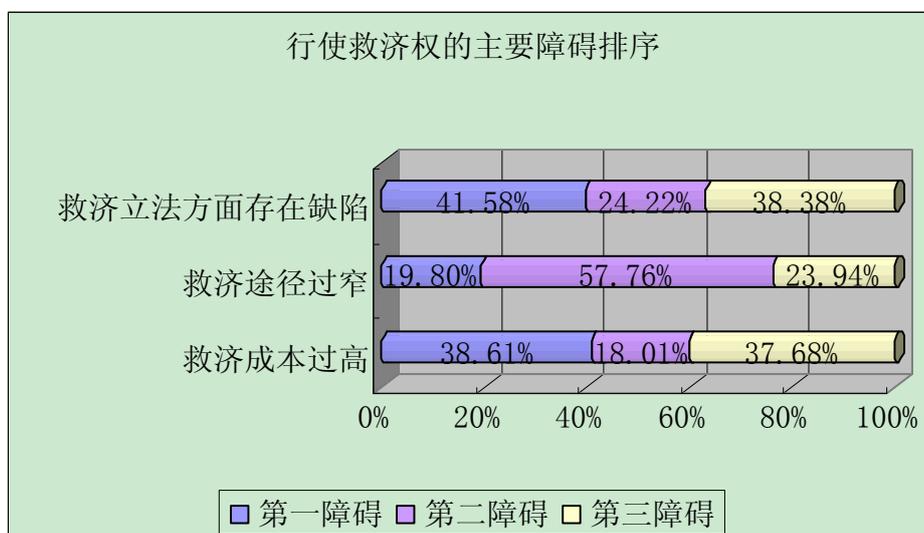
	第一机构	第二机构	第三机构	第四机构	第五机构	第六机构
工商行政管理机关	0.00%	2.78%	20.00%	10.34%	22.22%	46.15%
公安机关	2.70%	22.22%	16.67%	20.69%	18.52%	23.08%
检察机关	0.00%	8.33%	16.67%	37.93%	33.33%	7.69%
证券交易所	8.11%	30.56%	13.33%	6.90%	14.81%	15.38%
人民法院	29.46%	8.33%	30.00%	17.24%	11.11%	7.69%
证券监管机关	59.46%	27.78%	3.33%	6.90%	0.00%	0.00%

表：

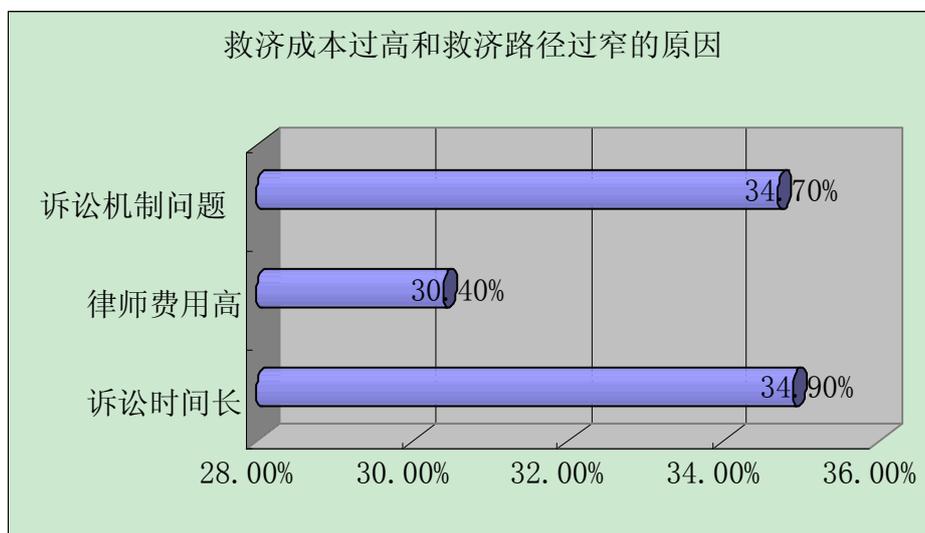
	第一机构	第二机构	第三机构	第四机构	第五机构	第六机构
工商行政管理机关	1.11%	1.30%	18.75%	14.29%	14.81%	50.90%
公安机关	0.00%	16.88%	18.75%	23.21%	33.33%	11.75%
检察机关	1.11%	9.09%	17.19%	26.79%	24.07%	19.61%
证券交易所	4.44%	37.66%	14.06%	7.14%	14.81%	11.76%
人民法院	28.89%	12.99%	28.13%	21.43%	7.41%	3.92%
证券监管机关	64.44%	22.08%	3.13%	7.14%	5.56%	1.96%

(5) 行使救济权的障碍。

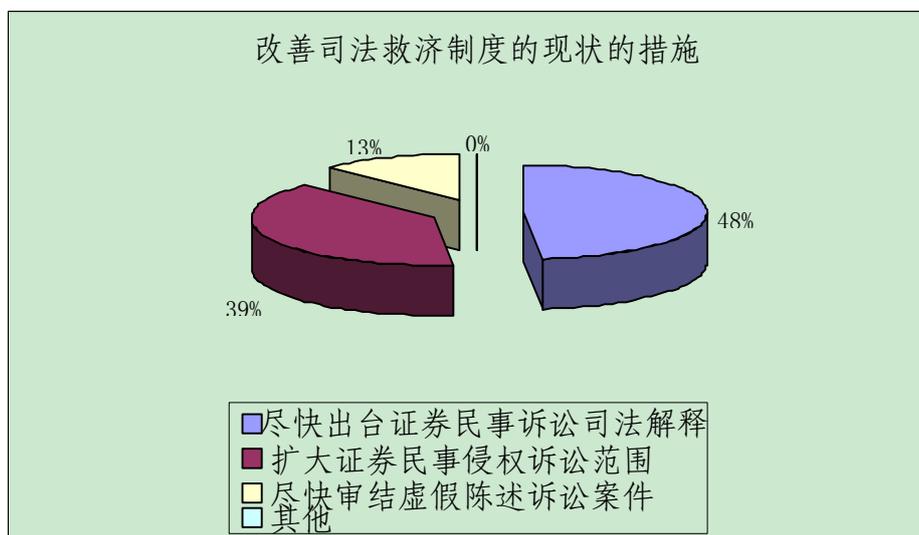
我们选取了现实生活中影响救济权的三个主要因素作为选项进行调查。调查结果表明，认为最主要障碍是救济立法方面存在缺陷的占 41.58%，救济成本过高占 38.61%，救济途径过窄占 19.8%。完善救济权方面的法律法规应该是推动救济权保护的重要工作。

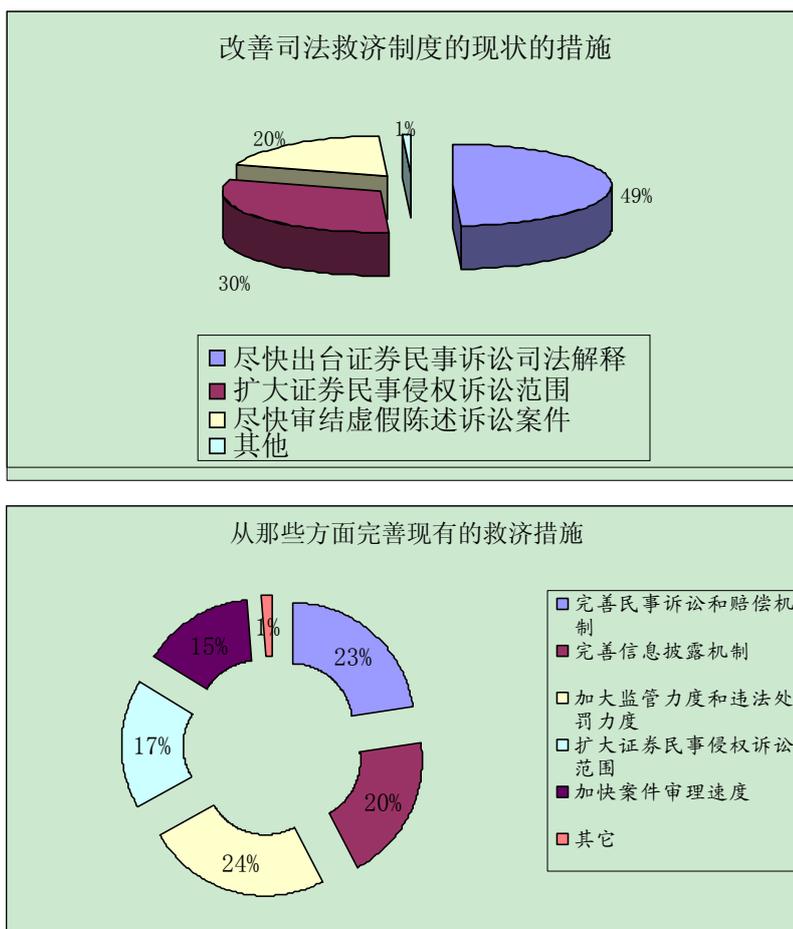


同时，我们还就股东普遍反映的救济成本过高和救济路径过窄的原因向中小股东做了调查，以便了解影响这部分股东行使救济权的根本原因。调查表明，三个选项中诉讼机制问题、律师费过高、诉讼时间过长分别占 34.7%、30.40%和 34.90%



改善司法救济制度的措施方面，我们提供了四个选项（如下图）第一大股东、其他大股东和中小股东表现出了一致性，认为首要的是尽快出台证券民事诉讼司法解释，其次应扩大民事侵权诉讼范围，第三应该加快案件审结速度。



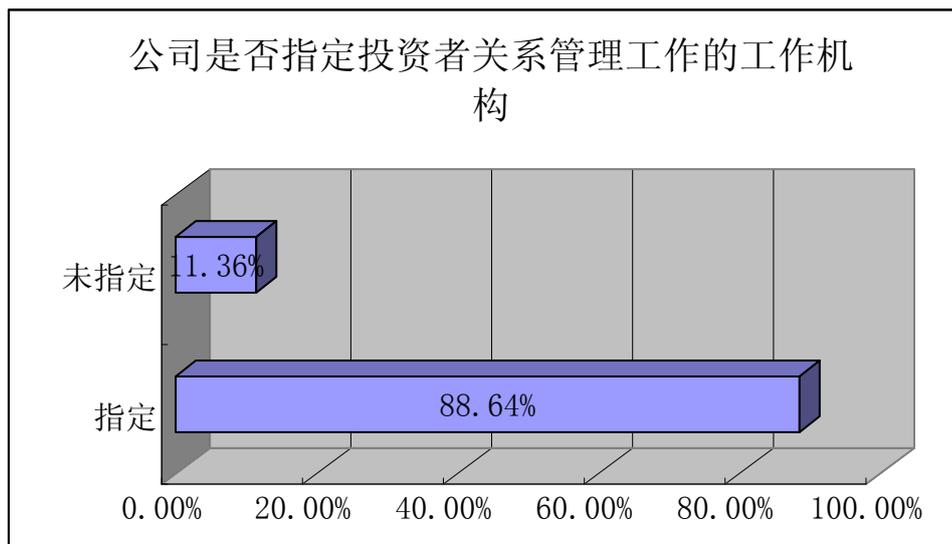


3、上市公司投资者关系管理状况

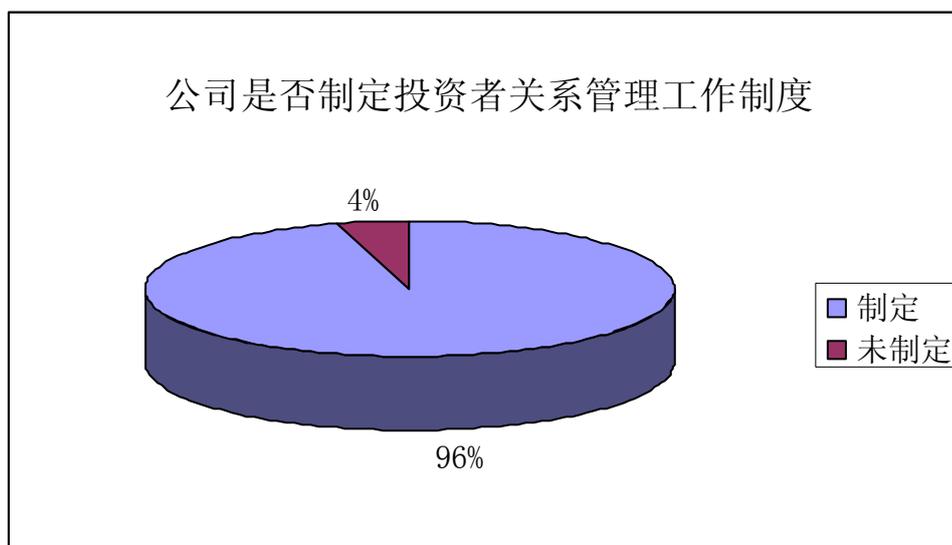
我们通过对四川辖区内 41 家已完成股改的上市公司的投资者关系管理情况进行了调查，便于掌握全流通环境下，上市公司在投资者关系管理中需要改进的问题。由于中小股东是证券市场中的弱势群体，也是证券监管部门着力保护的對象，我们主要从公司本身和中小投资者两个层面进行了调查。

(1) 上市公司的投资者关系管理现状

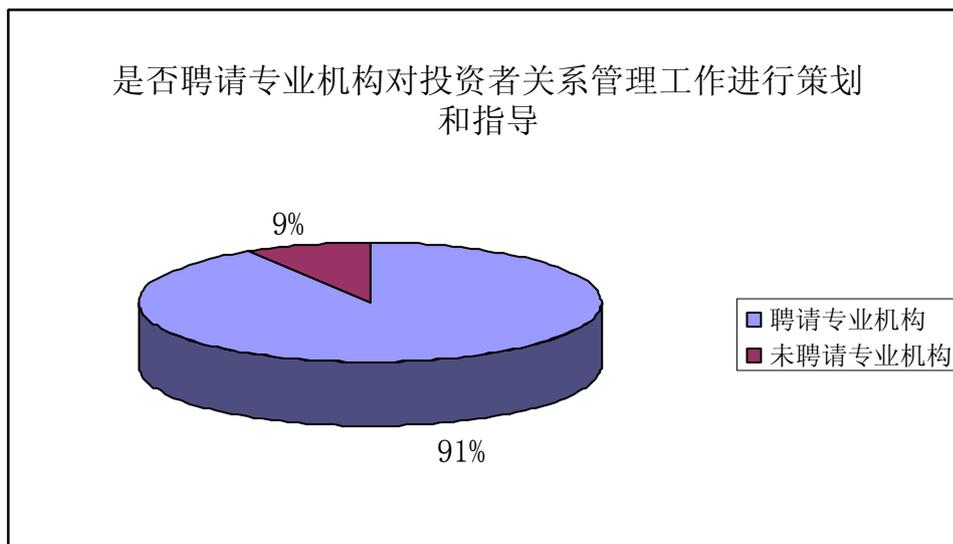
从开展投资者关系管理的外在形式看，88.64%的上市公司都指定了专门的机构负责该项工作，一般由董事办或证券部负责。仅有 11.36%的公司指定。



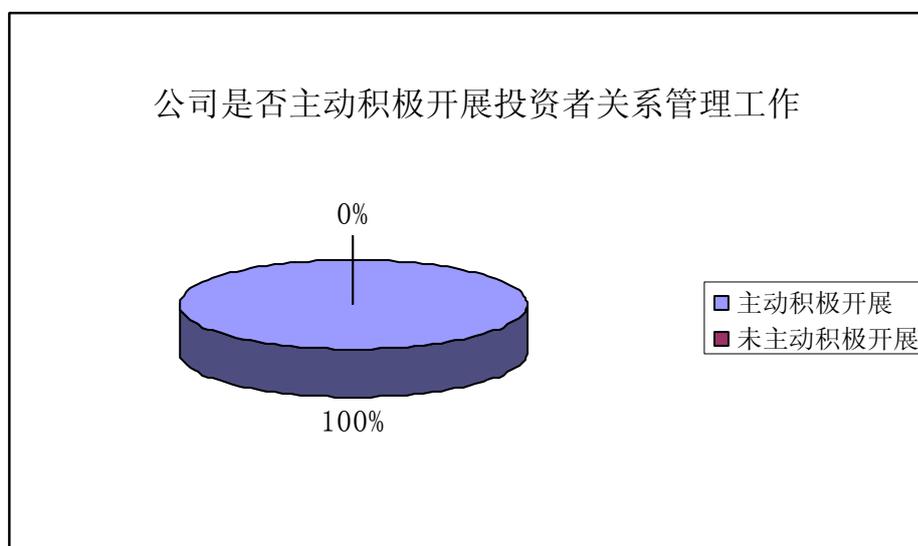
96%的上市公司已经制定了投资者关系管理的工作制度，只有4%的公司还没有制定。



有91%的上市公司聘请了专业机构对投资者关系管理工作进行策划和指导。据了解，如此多的上市公司聘请专业机构，根本目的还在于为了顺利通过股改投票。



100%的上市公司在调查中都认为公司主动积极开展投资者关系管理工作。



从与投资者沟通的方式看，目前上市公司主要依靠电话（29.01%）、邮件和信函（18.32%）、公司网站（13.74%）和接待来访（12.98%）等形式与投资者交流，是一种典型的点对点的被动沟通方式。而现场交流会、媒体报道等点对面的高效率的主动沟通方式使用得很少。

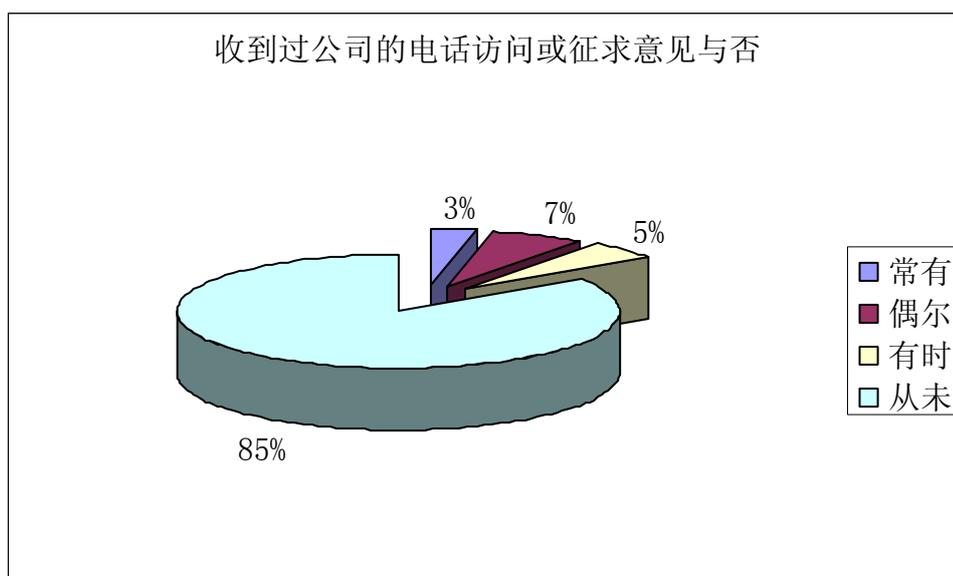
表：归纳与投资者沟通和交流的方式

方式	数量	比例
电话	38	29.01%
网络, 公司网站	18	13.74%
电子邮箱及信函	24	18.32%
走访投资者	9	6.87%
接待来访	17	12.98%
公告\媒体报道	5	3.82%

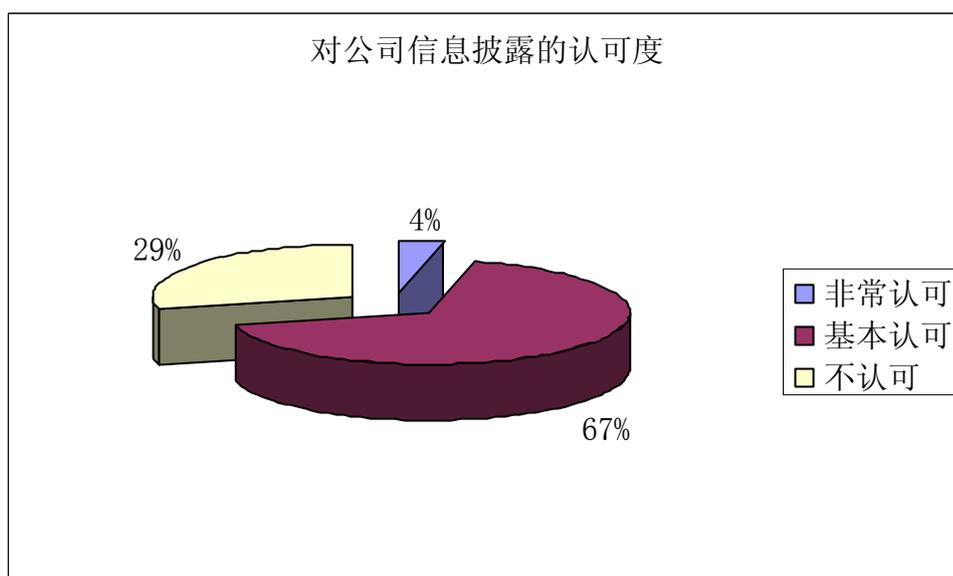
传真	11	8.40%
现场交流会	4	3.05%
股东大会	5	3.82%

(2) 中小股东对上市公司投资者关系管理的满意程度。

从调查问卷统计结果看出，85%的中小股东从没有被公司主动联系过，仅有3%的称经常收到公司的电话访问或征求意见。



在对公司信息披露的认可程度方面，仅有4%的中小股东非常满意，67%基本认可，还有29%不认可。我们可以得知，虽然中小投资者目前对上市公司的信息披露基本认可，但上市公司在对中小投资者关系管理上，还可以有更多的作为，还可以继续探索和创新与中小股东的有效沟通方式。



(3) 投资者搭便车现象严重，基金和机构投资者参与公司治理和重大事项决策的意识不强

调查显示，投资者搭便车现象较突出，参与公司治理和重大决策意愿不强，套利动机明显。如投票权行使：样本中，63.74%的中小股东从未参加过投票；参与过投票表决的，有77.5%属于股改投票，13.4%属于分红预案，其他方面仅有9.1%。

在经济学上，出于成本考虑，理性经济人选择搭便车方式。然而，针对投资者搭便车行为，导致其选择搭便车的原因主要有以下几方面：(1) 缺乏对法律法规的了解，对自身享有的权利认识不够；(2) 行权意愿不强，习惯搭便车；(3) 行权障碍太大，行权成本较高；(4) 行权效果预期较低。

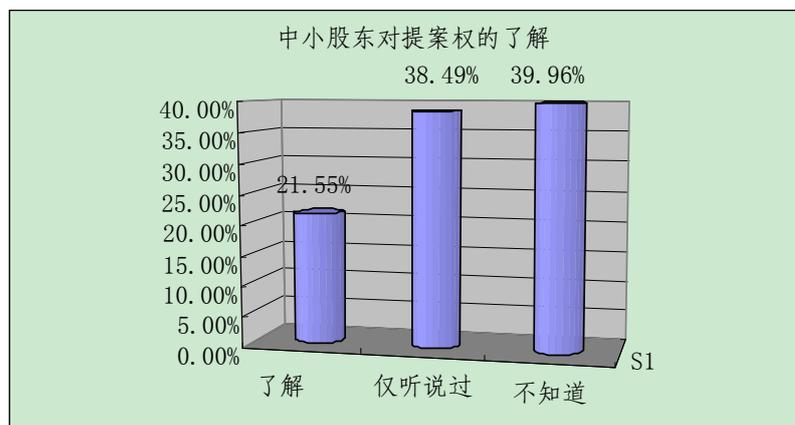
另外，基金公司初成规模，但在新旧体制交替的环境下，基金公司管理的基金往往是只投不管，归结原因，一是其投资组合股票众多，难以顾及；其次，目前市场指数和投资组合稳定增长，现阶段无须参与公司具体决策也能保障自身获取较高的收益。

这样就造成了大股东对董事会、股东大会的控制，使得中小股东的权利无法得以正常实现。

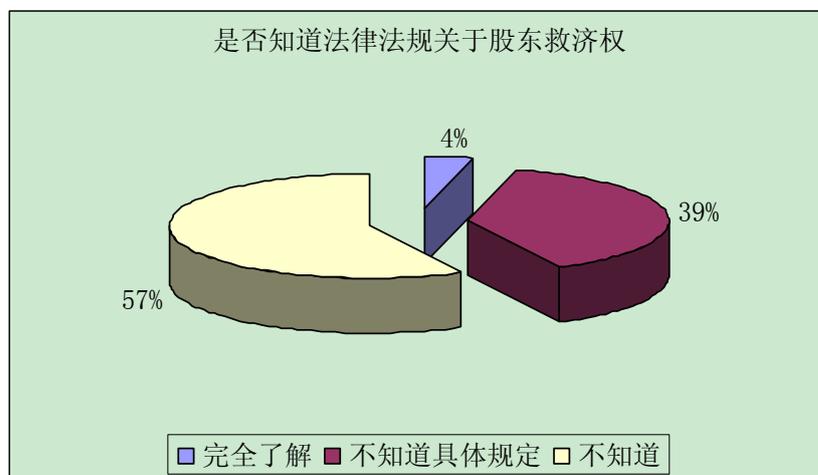
(4) 普通公众投资者缺乏正确的行权方式，维权意识不足

调查发现，普通投资者缺乏证券法律法规知识，对于自身享有的权利义务并不明确。同时，当自身权益受到侵犯时，也不知道如何寻求法律的保护。

例如，提案权是新《证券法》赋予股东的一项权力，是股东参与上市公司决策的重要途径。调查显示，不同类别股东对提案权的认知度差异很大。公司其他大股东对提案权的认知大于普通投资者，第一大股东又大于其他大股东。而中小投资者对提案权的了解的仅21.55%，完全不知道的竟占了39.96%。



救济权是保护投资者保护自身权益，免受上市公司及控股股东侵害的主要手段。然而调查发现，中小股东对救济权规定完全了解的仅占4%，不知道具体规定的占39%，而完全不知道的高达57%。



正是由于广大普通投资者对证券法律法规知识缺乏了解、认识，导致其无法正常行使其权利，同时当自身权利受到侵害时，也不知道如何获得法律保护。

(5) 上市公司治理“形似而神不至”

上市公司治理没有彻底改变“形似而神不至”的状况，没有真正建立起对大股东权利有效制衡的机制，防范大股东和内部控制人侵犯上市公司中小股东权益的内部机制原则化。

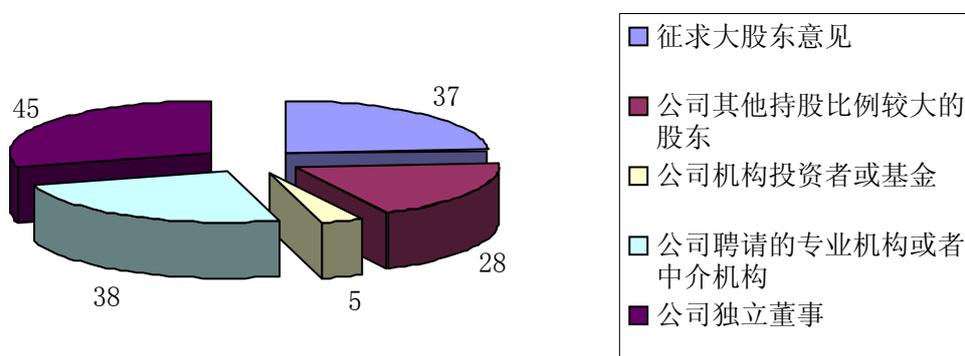
5.1 大股东地位仍然强大，缺乏有力制衡

四川上市公司第一大股东持股比例较以前年度有所下降，但资本多数决的原则导致股东大会在修改公司章程、选举和罢免董事、监事、处分公司权益时，基本都体现为大股东意志。机构投资者比例虽然有所上升，但由于机构投资者市场的短期操作，缺乏参与上市公司治理和决策的积极性，难以形成对大股东行为的制约。

5.2 董事会意志难以与大股东意志彻底分开

如图所示，问卷调查董事会在制定重大决策前多数需要征求大股东意见，但另一方面也可以理解为大股东授意董事会制定重大决策。

董事会制定重大决策征求意见的对象



5.3 监事会形式化

目前，上市公司监事会多由股东代表和职工共同组成，主要职能是检查公司财务和对董事、经理违反法律、法规的行为进行监督，在公司治理结构中处于和董事会并行的地位，直接向股东大会负责。然而，职工监事由于利益关系，实质上受制于大股东、董事或经理层，而股东代表更多是拥护大股东决议，因而上市公司监事会在对董事会的决策、经理层勤勉尽责方面的监督缺失，没有担负起《公司法》赋予的职责。

5.4 独立董事独立性和监督作用有待进一步加强

为了弥补监事会监督职能的缺位，加强对中小股东利益的保护，我国引入了独立董事制度，但在实际执行过程中，我们发现：（1）独立董事的选聘“不独立”，往往是由大股东提名聘任，有人情董事之嫌；（2）具备行业背景的独立董事与股东和上市公司有着千丝万缕的联系，其独立性较若，监督职能较差；（3）独立董事往往是兼职，缺乏足够的时间了解公司；（4）对独立董事的监督和制约机制还未成形；（5）独立董事的报酬与其承担的责任不配比。因此，独立董事独立性和监督作用实际是打了折扣。

5.5 缺乏高管人员激励计划和约束机制，导致行为与股东利益最大化目标不一致

四川上市公司普遍还没有实施对高管人员的股票激励计划，约束机制过于原则。从长远看，尤其是在国有控股上市公司，不利于经理层按照股东权益最大化的原则努力工作，为股东创造最大的财富。

5.6 缺乏对大股东和经理层侵占上市公司利益进行追究的长效机制

四川公司中，无论是章程还是三会议事制度，对股东侵占上市公司利益的防范和责任追究均过于原则，没有操作性，因此难以起到规范和惩处的作用。

(6) 市值考核、二级市场套现的动机有可能导致公司股东、管理层操纵股价

从大股东监管看，全流通条件下上市公司大股东将作为新的投资者群体进入二级市场，大股东利益将更多地与股价拴在一起，由此可能引发公司大股东非法集中持股和出售股份套现等违规行为。尤其是国有大股东的监管更是面临复杂局面。国有大股东在我国证券市场是一个具有特殊地位的主体，其在资本市场特别是上市公司股东中具有主导地位，国资股权流动具有复杂的程序，同时国资管理者具有部门和自身利益，相关的监管工作难度更大。从管理层激励监管看，全流通条件下将会有越来越多的公司实施管理层激励计划。股权激励能够增进公司价值，同时也容易导致管理层谋取不正当利益，从而损害公司或其他股东的利益。安然、世通、施乐事件等，无不与高管的股票和期权激励存在联系。因此，如何在股权激励与约束间寻求适当的平衡，也是监管的新挑战。

五、“全流通”背景下上市公司治理与中小投资者权益保护

原则和措施

（一）“全流通”后中小投资者权益保护的新的内涵与内容

中小股东权益保护程度是资本市场成熟程度的主要标志。股权分置改革的基本完成，标志着中国资本市场进入“全流通”的时代，股改前所存在的非流通股股东与流通股股东之间的利益分置将逐步消除，大股东通过资金占用、违规担保等方式直接侵占中小股东利益的行为将得到有效遏制。但是，在“全流通”背景下，大股东对中小股东的强势地位仍没有改变，两类股东之间的利益冲突依然存在，只不过侵占的方式会发生变化，冲突的焦点会发生转移。全流通时代，随着市场机制的强化和市场运行规则的改变，上市公司原有制衡机制将面临调整，股东之间的主要矛盾将由股权流动性冲突转变为股份优势、资金优势和信息优势上的冲突，这些变化必然给中小股东权益保护带来新的挑战。

（二）分类表决制等保护性规则失效对如何保障中小股东的知情权、话语权及参与公司事务管理权等构成挑战

在股权分置时期，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。因此，全流通时代，需要根据市场出现的新情况，探讨如何在股东大会的告知机制、投票机制、表决机制等方面保障中小股东的知情权、话语权及参与公司事务管理权等。

（三）控股股东自利模式转变对如何保障中小股东的公平交易权构成挑战

在股权分置时期，上市公司控股股东的利益关注点在于资产净值的增减，其自利途径主要是无节制的“圈钱”、资金占用、违规担保、非公允关联交易等方式，而不太关心二级市场的股价波动。全流通后，控股股东的效用函数发生了变化：一方面其恶意“圈钱”和直接占用等自利行为会受到一定抑制；另一方面它除了可能从与公司关联交易中转移收益外，还增加了利用其控制权从二级市场获取资本利得的通道，并谋求二者的平衡。这样，上市公司的大股东可能与上市公司高管和机构投资者相勾结，利用其资金优势和信息优势，以及控制权便利，从事内幕交易和市场操纵行为，并采取各种形式的“掏空行为”，导致中小投资者权益遭受损害。

（四）股权激励机制实施在增强管理层积极性和归属感的同时，也对如何防范其通过盈余管理、选择性信息披露、内幕交易等手段，强化内部人控制、侵占上市公司和中小股东利益提出了挑战

截至 2007 年 7 月底，已有 191 家上市公司在股权分置改革中推出了股权激励方案或作出了股改后要积极推进股权激励探索工作的承诺。这些激励计划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，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，股权激励机制是一把“双刃剑”，它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、内幕交易等来规避监管、谋取不当利益。美国安然事件就是高管人员通过进行盈余管理，促使公司股价持续上涨，谋求巨额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，就不仅不能降低代理成本，反而有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。

（五）上市公司并购日趋活跃对如何防范虚假、恶意收购行为对中小股东权益造成损害提出了挑战

股权分置改革消除了非流通股和流通股两个市场的分割，强化了资本市场的定价功能和控制权配置效率，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，收购成本将不断降低，收购效率将大为提高，我国证券市场即将迎来新一轮收购兼并高潮，这给中小投资者权益保护带来了新的课题。例如一些上市公司收购中，可能发生收购人无实力、不诚信，以及掏空上市公司后金蝉脱壳等问题，从而对上市公司和中小股东权益造成损害。又如，一些上市公司可能与外部收购人相勾结，通过选择性信息披露或者利用并购信息进行故意炒作，引起股价的大幅波动，实施内幕交易、市场操纵等违法违规活动。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，中小投资者往往是雾里看花，真假难辨，最终成为受害者。

六、保护原则和具体措施

（一）树立“股东实质平等”的保护原则

在“全流通”背景下，应树立股东实质平等原则，这是对原来的股份平等原则的重大改进。实质平等与股份平等的差异在于出发点完全不同，前者是从主体角度出发，体现的是股东不论大小，都是平等的经济行为主体，在履行了出资等义务后都享有由出资带来的完整的权益；而后者是从资产角度出发，它所引申出来的是资本多数决原则。国际上引入了股东实质平等原则，其目标就是要在坚持资本多数决原则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实信用义务，防止大股东对资本多数决原则的滥用，以实现股东间的利益平衡。在我国构建中小股东权益保护体系的过程中，树立“股东实质平等”的核心理念，用这一原则作为根本指导方针，有着十分重要的意义，它既符合国际趋势，又可能给我国中小股东权益保护的制度建设和实际操作带来新的局面。

（二）增强信息披露的公平性，推进投资者关系管理

全流通时代，上市公司信息披露范围应从旧有的年报、半年报、季报以及重大事件，扩大到上市公司控股股东和最终实际控制人，以及机构投资者交易信息披露。除此之外，披露不仅注重真实性，更要注重公平性。针对选择性信息披露问题，监管部门必须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，坚决打击各种形式的市场操纵行为，逐步形成对上市公司、机构投资者违规行为的有效约束和威慑。

投资者关系管理是指公司通过信息披露与交流，促进上市公司与投资者之间的良性关系，倡导理性投资，并在广大投资公众中建立公司的诚信度，实现公司价值最大化和股东利益最大化。其具体措施包括如下几个方面：

1、普及投资者关系管理理念，重视与投资者的沟通

上市公司真正意识到投资者关系管理的重要性是开展此项工作的关键。当公

司成为上市公司的公众公司后，要向持股的广大投资者负责，股东的积极参与对公司的持续发展就显得至关重要。

2、结合诚信建设，推动投资者关系管理的发展

投资者关系管理的核心是公司董事及高级管理人员履行自己的诚信义务。引入投资者关系管理概念，将有助于加快我国上市公司内部治理的进程，推动证券市场各参与主体营造诚信互利的氛围。

3、进一步强化信息披露，增强公司透明度

随着国内证券市场日益规范，上市公司只有加强信息披露，重视与投资者的沟通，才能获得投资者的了解和认同。但投资者关系管理不仅仅是一般意义上的强制信息披露，而是更高层次上的信息披露。强制信息披露更多地体现为被动的信息披露，而投资者关系管理则强调公司在信息披露中的主动性；投资者关系管理披露的信息量也远远超过强制信息披露，其披露的领域不仅包括经营和财务信息，还包括企业战略、企业文化等各方面的真实信息；同时，投资者关系管理披露的方式更为灵活，除法规规定必须在指定渠道披露的信息外，公司会利用报纸、网站、电视、会议等多种形式披露信息，使投资者获取的信息更加真实、及时、便利。

4、拓宽投资者关系管理渠道

目前上市公司投资者关系管理的工作主要集中在信息披露、路演等方面还有很广阔的发展空间。一般而言，投资者关系管理至少包括分析研究、信息沟通、危机处理、公关、参与制定公司的发展战略等等。上市公司与投资者沟通的渠道可以包括公告、股东大会、网站、一对一沟通、广告、媒体报道、邮寄资料、电话咨询、现场参观等多种形式，扩大投资者对公司的知情权，增强其认同感。

5、培养投资者关系管理的专门人才，建立健全投资者关系管理机构

投资者关系管理是一项长期而系统的工作，涉及金融、市场营销、公共关系

等多方面的专业知识。目前上市公司的投资者关系管理工作都大部分是由董秘办公室或者证券办公室进行，既缺乏专业人才，也缺乏专门机构，难以系统实施此项工作。我国专业的投资者关系管理咨询机构起步较晚，良莠不齐，专业的投资者关系管理人才也非常缺乏，因此，培养投资者关系管理的专门人才是推动此项工作的重要前提。

（三）增强中小股东的行权便利性

保障行权便利性是对中小股东权益进行保护的事前机制，它帮助中小股东群体利用手中的投票权等权力对公司可能侵害他们利益的行为及时给予反应，形成制约。虽然多数国家的法律都明确规定了股东享有选举权等所有者权利，但实践中中小股东行使权利的比例通常都很低。这使得公司的最高权力机构——股东大会很容易被大股东操纵，即使在中小股东总体持股比例很高的情况下，此种情况也难以避免。

应考虑从以下方面来保障中小股东行权的便利性：一是增强中小股东联合的便利性，如提供便利的投票权征集渠道；二是提高中小股东在董事提名、提案中的话语权，如降低提案最低股份比例要求；三是充分利用计算机和网络技术手段，为中小股东异地提案、投票提供便利；四是延长公司召集股东大会相关信息公告时间，提高公告信息披露的内容和格式要求；五是建立累积投票和比例投票制，便于中小股东集中支持特定候选人或议案；六是创造股东实际考察候选人能力和品德的条件；七是完善相关股东表决回避制度，规定某些议案的通过须获得遭受侵害的股东的同意，某些情况下中小股东可以要求公司回购其股份；八是提高定期和重大事项信息披露的要求，扩大信息披露范围，如董事和高级管理层的薪酬及支付依据，同时，加大外部审计的法律责任，保证信息质量；九是建立有关中介如证券经纪与上市公司之间的利益“防火墙”，防止其与上市公司合谋妨碍中小股东行权。

（四）加强法制和诚信等外部环境建设

随着新《公司法》和新《证券法》的出台并实施，对我国目前投资者权益保护一些主要方面进行了规范，特别是证券市场虚假陈述民事赔偿制度架构的基本

完成，我国中小投资者权益保护体系进一步健全。然而，进入“全流通”时代后，投资者权益保护模式也正在发生重大改变，比如非流通股东的承诺违约和证券欺诈行为等都将有可能成为“全流通”时代中的投资者权益保护问题的重点，我国法制与诚信等外部环境建设还需不断完善。

（1）加强法制建设，保障中小股东受侵害时的诉讼便利性

诉讼便利性是对中小股东权益进行保护的事后机制。保障诉讼便利性需要从两个方面努力：第一个方面是在法律规定上要给予中小股东充分的法律支持，赋予其足够的起诉权力，并明确规定证券侵权行为的民事责任。

保障诉讼便利性的第二个方面是降低中小股东诉讼的法律成本。通常，单个中小股东的支付能力有限，且其胜讼收益也相对较少，因而在较高的法律成本面前很多中小股东会放弃起诉的权力，即使在胜诉可能性很大的情况下也会如此。

在国外，股东为保护自身权益而提起的诉讼可有多种形式。按照原告主体不同可以分为两大类，即以投资者个人为原告主体的投资者个人直接诉讼、股东代表诉讼。在中国，有关投资者诉讼制度的安排方面，目前的证券民事诉讼仅仅是股东直接提出民事诉讼，在国外被认为是行之有效的股东代表诉讼制度、集体诉讼制度在我国均未建立起来。由于诉讼机制不完善，赔偿机制也就难以真正落实。

在美国，证券市场建立起的两种机制较好地解决了这一问题：一是证券类案件中的“风险代理机制”，即由原告律师垫付诉讼费用，并承担败诉风险。二是美国证监会（SEC）拥有较多的立法和司法权力，以严厉的事后惩处降低事前监管的压力，在树立起监管威慑力的同时还节省了监管成本。SEC有权针对市场变化对相关法律法规进行及时的修正，从而减少了法律时滞；SEC可以自行对上市公司及其相关责任人进行调查和起诉，而不必借助公检机构，从而大大简化了诉讼程序；SEC还有自己的行政诉讼法官，每年约三分之二的证券违法案件由行政诉讼法官判决后通过行政执法的方式处理；不仅如此，SEC还经常采用庭外和解方式要求上市公司支付高额罚款或赔偿金，从而降低执法成本。在这些机制下，上市公司的违法行为有较高的概率被投资者追诉，上世纪60年代到90年代的30年间，有20%以上的美国上市公司被投资人起诉。而更为重要的是，法律和监管发挥了“达摩克利斯之剑”的良好作用，对所有上市公司控制者和管理层形

成了强大的威慑，一定程度上抑制了违法行为的发生。

日、韩及我国台湾地区通过发展起一些非盈利性组织来代理中小股东进行集体诉讼，如韩国的 People's Solidarity for Participatory Democracy、日本的 Shareholder Ombudsman，这些组织通过会员费和其他渠道积累资金，代理中小股东发起集体诉讼，并代为支付诉讼费用。这种做法与美国证券诉讼的“风险代理机制”虽然很不相同，但同样在一定程度上降低了中小股东诉讼的法律成本，也值得我们借鉴。

（2）加强诚信建设，增强上市公司公信力

一直以来，我国证券市场的信用状况远远不能适应现代市场经济的要求，上市公司的信用缺失表现在以下几个方面：财务数据虚假；信息披露不真实、不及时、不完整；重大决策未能保护中小股东的利益；内控制度不健全；随意变更募集资金投向及利用募集资金委托理财；重大承诺不兑现；法人治理结构不健全等。这些现象的存在极大地损害了广大中小投资者的利益，阻碍了中国证券市场的发展和规范。

诚信是我国自古以来的优良传统。从诚信理念产生之初，就不仅仅是一种约束和调整思想的道德标准和规范要素，更是一种调整商业交易的规则，还是一种基础的法律规范和原则。作为一种高端市场的证券市场，相对于其他市场而言更依赖诚信这种社会资源。从某种意义上说，诚信是上市公司信息披露制度和证券市场健全机制的开端和归宿。要减少信息披露中的欺诈行为，切实保护广大中小投资者的利益，就要从市场诚信观的建立做起。一方面，通过建立全国性信用制度体系、加强企业内部信用管理等方法，督促证券市场主体自我约束意识的形成；另一方面，通过加快诚信法制化进程、加大行政执法力度、加强证券监管机构的监管职能等措施，为实现市场诚信创造一个良好的制度环境。在市场诚信法制化方面，新《证券法》标志着一个新的里程碑。它进一步完善了包括信息披露在内的各项制度，解除了旧《证券法》中存在的种种桎梏，为证券市场留出足够的发展空间；与此同时，加强了对投资者的保护，在打击证券违规方面突出“严”字，为证券市场的运行打造了一个更加良好的空间，使市场诚信建设在法制的保障下可以更快地向前推进，同时也为市场信息披露建设创造了一个诚信的法制环境。