

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告Ⅵ·NO.1 (2015)

Report on Minority Investors Protection
Index of China's Listed Companies
(2015)

(2015)

中国上市公司

中小投资者权益保护指数报告

高明华 蔡卫星 赵旋 等/著

中小投资者权益保护文献综述·中小投资者权益保护指数评价范围及方法·中小投资者权益保护指数排名及比较·中小投资者权益保护分项指数排名及比较·中小投资者权益保护指数的所有制比较·中小投资者权益保护、产权性质与公司绩效·中小投资者权益保护、产权性质与资本结构·中小投资者权益保护、产权性质与代理成本·中小投资者权益保护、产权性质与股价崩盘风险·中小投资者权益保护与盈余管理·自愿性信息披露与中小投资者权益保护·提升中小投资者权益保护水平的政策建议·2014年中国上市公司中小投资者权益保护指数排名·2014年中国分行业上市公司中小投资者权益保护指数排名



经济科学出版社
Economic Science Press

“十二五”国家重点图书·中国公司
中国公司治理分类指数报告VI·NO.1 (2015)

Report on Minority Investors Protection
Index of China's Listed Companies
(2015)



(2015)

中国上市公司

中小投资者权益保护指数报告

高明华 蔡卫星 赵旋 等/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司中小投资者权益保护指数报告 (2015) /
高明华等著. —北京: 经济科学出版社, 2015. 11

(中国公司治理发展报告)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6248 - 6

I. ①中… II. ①高… III. ①上市公司 - 企业管理 -
研究报告 - 中国 - 2015②资本市场 - 监督管理 - 研究报告
- 中国 - 2015 IV. ①F279. 246②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 268485 号

责任编辑: 齐伟娜 金 梅

责任校对: 郑淑艳

责任印制: 李 鹏

中国上市公司中小投资者权益保护指数报告 (2015)

高明华 蔡卫星 赵 旋 等/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

787×1092 16 开 24 印张 540000 字

2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6248 - 6 定价: 68.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

作者简历

高明华：经济学博士、博士后，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任，经济与工商管理学院教授，博士生导师，国家社科基金重大项目首席专家。兼任教育部工商管理类专业教学指导委员会委员，新华社特约经济分析师，上海证券交易所第一届信息披露咨询委员会委员，中国出版集团顾问委员会委员，中国社会科学院、清华大学、南开大学、中央财经大学、首都经济贸易大学等单位学术机构的学术委员或研究员。先后就职于南开大学、北京大学和中国银行总行。



2001年初，高明华创立北师大公司治理与企业发展研究中心，这是最早的公司治理专门研究机构之一。早在20世纪90年代初期，作为最早研究中国公司治理问题的学者之一，高明华就提出了国有资产三级运营体系的设想，对国企公司治理进行了较深入的探索。其关于国有资产三级运营体系、国企分类改革和分类治理、国企负责人分类和分层等观点均为国家及有关政府机构所采纳。20多年来，作为中国公司治理理论的探索者和先行者，高明华及其研究团队取得了丰硕的成果，奠定了其在学术界的领先地位。2008年，在国内外率先提出“中国公司治理分类指数”概念，并创立“中国公司治理分类指数数据库”，推出“中国公司治理分类指数系列报告”，目前已出版6类14部指数报告，出版指数报告居国内首位，并建成了国内最大规模的公司治理分类指数专业性数据库。中国公司治理分类指数系列被国内外专家认为是“可以列入公司治理评级史册的重要研究成果”。2014年10月，发起成立“中国公司治理论坛”。

高明华主持及参与的国内外课题有四十余项，独立、合作出版著译作49部，发表论文和研究报告两百余篇。相关成果（包括合作）曾获第十届和第十一届孙冶方经济学奖等奖励，其代表性著述主要有：《关于建立国有资产运营体系的构想》（1994）、《权利配置与企业效率》（1999）、《公司治理：理论演进与实证分析》（2001）、《公司治理学》（2009）、《中国国有企业公司治理分类指引》（2015）、《政府规制与国有垄断企业公司治理》（2015）、“中国公司治理分类指数报告系列”（2009~2015）（包括高管薪酬、信息披露、财务治理、企业家能力、董事会治理和中小投资者权益保护等六类14部），主编《治理译丛》（4本）和《公司治理与国企改革丛书》（8本）。

研究方向：公司治理、企业理论、国资监管与国企改革、民营企业发展等。

国家社会科学基金重大项目（批准号 14ZDA025）阶段性成果
国家社会科学基金重点项目（批准号 12AZD059）阶段性成果
国家“985”支持项目

课 题 组 组 长：高明华

课 题 组 副 组 长：蔡卫星 赵旋

课 题 撰 稿 人：高明华 蔡卫星 赵 旋 张惠琳
曾 诚 杨一新 方 芳 苏 然
李国文

数 据 库 开 发：孙运传 夏 烨

数据收集、录入和核实：

曹沥方	吕嘉力	徐文文	曾雪寒
张志晴	牛 萍	杨 璇	杜小虎
周 玲	王 凯	姜欣彤	吴筱钰
贾晓敏	张 璇	赵元贞	翟向云
李世恒	陈明哲	吴秦朗	赵嘉玉
陆 珊	梁玲玲	周梦莹	杨梦丽
刘 言	苏 然	张祚禄	黄晓丰

数 据 核 实：赵 旋 张惠琳 刘敏佳 谭玥宁

课 题 组 秘 书：赵 旋

目 录

中国上市公司中小投资者权益保护指数报告(2015)

导 论	(1)
第1章 中小投资者权益保护文献综述	(13)
1.1 中小投资者权益保护的缘起、含义及其重要性	(13)
1.1.1 中小投资者权益保护的缘起	(14)
1.1.2 中小投资者权益保护的涵义	(15)
1.1.3 中小投资者权益保护的重要性	(16)
1.2 中小投资者权益保护的基础理论与分析框架	(16)
1.2.1 中小投资者权益保护的基础理论	(16)
1.2.2 中小投资者权益保护的分析框架	(19)
1.3 中小投资者权益保护评价体系	(21)
1.3.1 国家法律层面评价	(21)
1.3.2 国内法律层面评价	(22)
1.3.3 企业层面治理评价	(23)
1.4 中小投资者权益保护的经济后果	(25)
1.4.1 投资者权益保护与公司价值	(25)
1.4.2 投资者权益保护与投融资行为	(26)
1.4.3 投资者权益保护与资本市场发展	(27)
1.5 本章小结	(27)
第2章 中小投资者权益保护指数评价范围及方法	(29)
2.1 中小投资者权益保护指数评价范围	(29)

2.1.1	中小投资者权益保护指数评价内容	(29)
2.1.2	中小投资者权益保护指数评价样本	(30)
2.2	中小投资者权益保护指数指标体系和计分方法	(30)
2.2.1	中小投资者权益保护指数指标体系	(30)
2.2.2	中小投资者权益保护指数指标计分方法	(33)
2.3	中小投资者权益保护指数计算方法	(34)
2.4	若干概念	(35)
2.4.1	所有制	(35)
2.4.2	地区	(36)
2.4.3	行业	(36)
第3章	中小投资者权益保护总体指数排名及比较	(38)
3.1	中小投资者权益保护指数总体分布及排名	(38)
3.1.1	中小投资者权益保护指数总体分布	(38)
3.1.2	中小投资者权益保护指数前后 100 名	(40)
3.2	分地区中小投资者权益保护指数比较	(45)
3.2.1	区域间上市公司中小投资者权益保护指数比较	(46)
3.2.2	省份间上市公司中小投资者权益保护指数比较	(47)
3.3	分行业中小投资者权益保护指数比较	(49)
3.4	分证券板块中小投资者权益保护指数比较	(52)
3.5	ST 与非 ST 公司中小投资者权益保护指数比较	(53)
3.6	本章小结	(55)
第4章	中小投资者权益保护分项指数排名及比较	(56)
4.1	中小投资者权益保护分项指数总体情况	(56)
4.2	知情权分项指数排名及比较	(57)
4.2.1	知情权分项指数总体比较	(57)
4.2.2	分地区知情权分项指数比较	(58)
4.2.3	分行业知情权分项指数比较	(61)
4.2.4	分证券板块知情权分项指数比较	(63)
4.2.5	ST 与非 ST 公司知情权分项指数比较	(64)
4.3	决策与监督权分项指数排名及比较	(65)
4.3.1	决策与监督权分项指数总体比较	(65)
4.3.2	分地区决策与监督权分项指数比较	(66)
4.3.3	分行业决策与监督权分项指数比较	(69)
4.3.4	分证券板块决策与监督权分项指数比较	(71)

4.3.5	ST 与非 ST 公司决策与监督权分项指数比较	(72)
4.4	收益权分项指数排名及比较	(72)
4.4.1	收益权分项指数总体比较	(72)
4.4.2	分地区收益权分项指数比较	(73)
4.4.3	分行业收益权分项指数比较	(76)
4.4.4	分证券板块收益权分项指数比较	(78)
4.4.5	ST 与非 ST 公司收益权分项指数比较	(79)
4.5	维权环境分项指数排名及比较	(80)
4.5.1	维权环境分项指数总体比较	(80)
4.5.2	分地区维权环境分项指数比较	(81)
4.5.3	分行业维权环境分项指数比较	(84)
4.5.4	分证券板块维权环境分项指数比较	(86)
4.5.5	ST 与非 ST 公司维权环境分项指数比较	(87)
4.6	本章小结	(87)
第 5 章	中小投资者权益保护指数的所有制比较	(89)
5.1	总体比较	(89)
5.1.1	中小投资者权益保护指数总体比较	(89)
5.1.2	中小投资者权益保护分项指数总体比较	(91)
5.2	分地区比较	(95)
5.2.1	分地区中小投资者权益保护总体指数比较	(95)
5.2.2	分地区中小投资者权益保护分项指数比较	(98)
5.3	分行业比较	(102)
5.3.1	分行业中小投资者权益保护总体指数比较	(102)
5.3.2	分行业中小投资者权益保护分项指数比较	(103)
5.4	本章小结	(105)
第 6 章	中小投资者权益保护、产权性质与公司绩效	(107)
6.1	理论分析与研究假设	(107)
6.2	研究设计	(109)
6.2.1	变量定义	(109)
6.2.2	模型设定	(110)
6.2.3	研究样本和数据来源	(111)
6.3	实证检验	(111)
6.3.1	描述性统计	(111)
6.3.2	相关性分析	(112)

6.3.3	回归分析	(113)
6.3.4	稳健性检验	(116)
6.4	本章小结	(117)
第7章	中小投资者权益保护、产权性质与资本结构	(119)
7.1	文献综述、制度背景与研究假设	(119)
7.1.1	资本结构理论及影响因素	(119)
7.1.2	中国制度背景与资本结构	(120)
7.1.3	研究假设	(121)
7.2	研究设计	(122)
7.2.1	模型设定与变量定义	(122)
7.2.2	研究样本和数据来源	(123)
7.3	实证检验	(124)
7.3.1	描述性统计	(124)
7.3.2	相关性分析	(124)
7.3.3	多元回归结果分析	(125)
7.3.4	稳健性检验	(129)
7.4	本章小结	(131)
第8章	中小投资者权益保护、产权性质与代理成本	(132)
8.1	理论模型与研究假设	(132)
8.1.1	模型假设	(132)
8.1.2	模型分析	(134)
8.2	研究设计	(135)
8.2.1	模型设定与变量定义	(135)
8.2.2	研究样本和数据来源	(136)
8.3	实证检验	(136)
8.3.1	描述性统计	(136)
8.3.2	相关性分析	(136)
8.3.3	多元回归结果分析	(137)
8.4	本章小结	(142)
第9章	中小投资者权益保护、产权性质与股价崩盘风险	(143)
9.1	理论分析与研究假设	(143)
9.2	研究设计	(145)
9.2.1	样本选择与数据来源	(145)

9.2.2	变量定义	(146)
9.2.3	模型设定	(147)
9.3	实证结果	(148)
9.3.1	描述性统计与相关性分析	(148)
9.3.2	多元回归结果	(149)
9.4	本章小结	(155)
第10章	中小投资者权益保护与盈余管理	(156)
10.1	理论分析与研究假设	(156)
10.2	研究设计	(158)
10.2.1	主要变量的计量	(158)
10.2.2	回归模型	(160)
10.2.3	样本选择、数据来源与描述性统计	(161)
10.3	实证检验	(162)
10.3.1	中小投资者保护与应计盈余管理	(162)
10.3.2	中小投资者保护与真实盈余管理	(163)
10.3.3	中小投资者保护与应计盈余管理：分所有制分析	(164)
10.4	主要结论	(166)
第11章	自愿性信息披露与中小投资者权益保护	(167)
11.1	文献回顾与研究假设	(167)
11.2	研究设计	(170)
11.2.1	模型设定与变量定义	(170)
11.2.2	研究样本和数据来源	(171)
11.3	实证检验	(171)
11.3.1	描述性统计	(171)
11.3.2	相关性分析	(172)
11.3.3	回归分析	(172)
11.3.4	基于产权性质的进一步比较	(179)
11.4	本章小结	(181)
第12章	提升中小投资者权益保护水平的政策建议	(183)
12.1	平等行权是中小投资者权益保护的根本	(184)
12.2	保证中小投资者决策与监督权，实现股权制衡	(185)
12.2.1	推行累积投票，减少受侵害可能性	(185)
12.2.2	降低行权成本，落实决策和监督的参与权	(186)

12.2.3 尽可能相对控股，实现股权制衡 (186)

12.2.4 提高独董比例，实施董事会满意度调查制度 (187)

12.3 强化中小投资者知情权，优化维权环境 (188)

12.3.1 提高信息缺失成本，维护中小投资者知情权 (188)

12.3.2 加快股东集体诉讼和索赔立法，保证中小投资者救济权 (188)

12.3.3 推动内幕交易处罚立法，加大制度威慑力度 (190)

12.4 保障中小投资者收益权，防止股市过度波动 (191)

12.5 本章小结 (192)

附表 I 2014 年中国上市公司中小投资者权益保护指数排名 (193)

附表 II 2014 年中国分行业上市公司中小投资者权益保护指数排名 (277)

参考文献 (362)

后 记 (373)

导 论

《中国上市公司中小投资者权益保护指数报告（2015）》是“中国公司治理分类指数报告系列”的第Ⅵ类。迄今为止，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心公司治理研究团队已经正式研制和出版六类十四部公司治理分类指数报告，成为国内出版公司治理指数报告最多的单位，同时也构建了国内最大规模的公司治理分类指数专业性数据库。

研究投资者权益保护的著述可谓汗牛充栋，但在国内以指数形式研究和评价中小投资者权益保护水平的文献还很少见，以指数形式、拥有完整和客观的指标体系、评价标准全部公开且全样本（所有上市公司）研究中小投资者权益保护则更是空白，因此，本报告对中小投资者权益保护的研究是创新的尝试，也是富有挑战性和风险性的一项评价研究成果。当前，国有企业改革如火如荼，国有企业发展混合所有制必须吸引更多的中小投资者参与，而中小投资者参与国有企业混合所有制改革的最大担忧就是其权益如何得到切实保护，无疑本报告提供的大数据和实证分析结论指明了国有企业发展混合所有制中保护中小投资者权益的方向。

一、何谓中小投资者

“中小投资者”是一个难以界定范围的概念，但却是被广泛认同的概念。从字面上理解，中小投资者是相对于“大投资者（大股东）”而言的。但大投资者也是一个相对概念。在一个较小规模企业中的大投资者，置于一个规模很大的企业中，则可能就是中小投资者，甚至是微小投资者。因此，中小投资者是限定在一个企业内的相对概念，换言之，中小投资者是指某个企业内相对于大投资者的其他投资者。

在此，还需要进一步明晰两个问题——中小投资者概念应该限定在什么企业和与中小投资者相对的大投资者如何界定。

1. 中小投资者概念应该限定在什么企业？

无疑，应该是有多个投资者或投资主体多元化的企业，这样的企业大体有三类：合伙企业、有限公司和股份制公司（包括非上市的股份制公司和上市的股份公司）。

合伙制企业是指由两人或两人以上按照协议投资，共同经营、共负盈亏的企业。很显然，在合伙制企业里，由于信息共享，且共同经营，企业尽管有多个投资者，但不存在中小投资者保护的问题。尽管可能有部分投资者不参与经营，从而可能遭受一定的风险，但合伙制企业的出资人通常不会太多，而且具有参与经营的法定权利，因此在法律上这种风险是可以避免的。

有限责任公司由 50 个以下的股东出资设立，每个股东以其所认缴的出资额对公司承担有限责任。这类公司筹集规模小，一般适合于中小企业。这类企业不必发布年报，看似存在信息不对称，有些投资者因不参与决策和经营而可能遭受风险，但因投资者人数有限、出资额有限，且承担有限责任，故投资者参与决策和监督的成本低，因此，风险总体是可控的。从中小投资者权益保护角度，这类企业也难以纳入考虑范围。

股份制公司是指由 3 人或 3 人以上（至少 3 人）的利益主体，以集股经营的方式自愿结合的一种企业组织形式。其主要特征是：发行股票、股东众多、所有权分散、风险较大以及收益波动性大。尤其是其中的上市公司，由于投资者多而分散，参与决策和监督的成本较高，尽管要求依法公布公司信息，但信息不对称程度仍然很高，代理问题仍然严重，投资风险仍然较大。此时，中小投资者权益保护问题就变得相当突出。

综合三类企业的特点，基于中小投资者的权益保护角度，最应该关注的是股份制公司，尤其是其中的上市公司。

2. 与中小投资者相对的大投资者如何界定？

没有大投资者或大股东的界定，就谈不上中小投资者及其权益保护问题。那么，哪个或哪些投资者可以被界定为大投资者？是第一大股东，还是若干大股东，比如前五大股东，抑或前十大股东？实践中难有一定之规，要看投资者是否对企业具有实际控制力。在现实的股份制公司尤其是上市的股份制公司中，更尤其是在中国的上市公司中，普遍存在“一股独大”现象，这个“独大”的股东通常就是第一大股东，也就是一个公司中出资比例最大的投资者，对于这种公司，除了第一大股东，都可以列为中小投资者，他们的权益最容易受到侵害。但是，也存在“几股共大”的公司，即一个公司共存若干持股比例相近的大股东，这些出资者尽管也有大小之分，但彼此可以互相制衡，在公司中他们的利益基本上可以得到保证。而除若干大股东之外的其他投资者，就可以视为是其权益容易侵害的中小投资者。从这个角度看，中小投资者是指一个公司中除了拥有实际控制力的投资者之外的其他投资者。

总之，从权益保护角度，中小投资者可以界定为：股份制公司中，除对公司拥有实际控制力的大股东之外的其他投资者。

二、为什么要高度重视中小投资者权益保护

中小投资者权益保护是一个世界性话题，也是一个恒久话题。自 16 世纪 50 年代股份

制公司在英国诞生起，这个问题就存在，只不过当初并不严重，因为当时的投资者投资规模有限，且地域性很强，投资者彼此间熟悉度较高。18 世纪 70 年代，股票市场（股票交易所）逐渐形成，公司规模快速扩张，地域性变弱，投资者人数迅速上升，彼此间熟悉度下降。在股份公司中，投资者将投资资本的相当大的经营管理权委托给他们所选定的代理人，即职业经理（包括董事）。由于信息不对称，职业经理多半是无法控制的，于是便存在着一种风险，即代理人有可能出于私利而机会主义地行事，这就是所谓代理问题。1776 年，亚当·斯密（Adam Smith）在其《国民财富的性质和原因的研究》（又译作《国富论》）中指出：“在钱财的处理上，股份公司的董事（指经营者，引者注）为他人打算，而私人合伙公司的伙员，则纯是为自己打算。所以，要想股份公司董事们监视钱财用途，像私人合伙公司伙员那样用意周到，那是很难做到的”。“这样，疏忽和浪费，常为股份公司业务经营上多少难免的弊窦。”显然这已经触及了由经营者和投资者的利益不一致而引起的代理问题，从而也自然使人想到投资者权益保护的问题。

到了 20 世纪初，代理问题变得相当突出，出现了严重的管理层控制，即内部人控制。伯利和米恩斯（Berle, A. A. and G. C. Means）在 1932 年出版的《现代公司与私有财产》一书中指出：“在所有权已经充分细分的地方，经营者拥有的股权即使微不足道，仍能使其自身永存不灭。这种形态的控制，可正确地称之为‘经营者控制’（management control）。”据伯利和米恩斯提供的资料，1930 年，美国 200 家大公司中的 65% 和资产的 80% 由经营者支配，尽管经营者支配公司并非一定会给公司带来灾难性后果，但的确存在这种危险，而且有很多现实的例证。如 20 世纪 20 年代的美国通用汽车公司曾因缺乏所有者监督而造成经营管理不善，一度陷入困境，是作为公司主要股东的杜邦亲自运筹帷幄，才引导公司逐步走出困境，扭亏为盈。但这类奇迹并不经常发生，更常见的是，企业因偏离利润最大化目标而误入歧途，并在错误的道路上越走越远，最终导致破产。有些企业即使侥幸避开破产，但也从此一蹶不振。

自 20 世纪 60 年代以来，公司所有权和经营权的分离及经营者支配公司进一步加剧。在美国，20 世纪 60 年代初，经营者支配公司的资产占 200 家非金融企业总资产的 85%；在日本，1970 年 303 家最大非金融公司的 50%、29 家最大金融机构的 90% 被经营者支配；英国 1975 年最大的 250 家公司中有 43.75%、德国 1971 年最大的 150 家制造业和商业企业中有 52% 被经营者支配（云冠平等，1998）。在这些公司的董事会中，经理人员占了多数，不少公司的首席执行官（CEO）同时坐上董事长的宝座，受聘于公司所有者的经营管理者反过来最终控制公司，由此导致的因偏离企业利润最大化目标而造成的各种弊端也越来越引起人们的关注。

对于经营者控制的产生，伯利和米恩斯（1932）将原因归结为股权分散化，如 1929 年美国最大规模的铁路公司宾夕法尼亚铁路公司、最大规模的公用事业美国电话与电报公司和最大规模的产业美国钢铁公司的最大股东所持有的股票占已发行股票的比例分别是 0.34%、0.7% 和 0.9%；即使综合铁路公司前 20 位大股东 1929 年的全部股份数，也只占全体的 2.7%；电话电报公司的这一数据为 4.0%；钢铁公司的这一数据为 5.1%。随着股

份的分散化，股东拥有的公司权利（包括收益权和支配权，尤其是支配权）也随之弱化。在这种情况下，“毫无控制力的财富所有权，与毫无所有权的财富控制力，便成为股份公司发展的必然结果”（伯利和米恩斯，1932）。

可以看到，在英美等习惯法系国家，关于中小投资者的权益保护主要针对的不是大股东侵害，而是经营者侵害。因为英美国家的股份公司是很少存在大股东的。当然，一些公司也有控制性股东，但其控制力是很弱的。以美国为例，美国是具有反垄断传统的国家，美国公众向来反感财富因集中和垄断而压抑公平竞争的现象，政府顺应民意而制定了许多限制持股人持股比例的法案。如1933年美国颁布实施的《格拉斯—斯蒂格尔法》（Glass-Steagall Act，简称G-S法，即《银行法》）规定，投资银行和商业银行必须分开，商业银行只能经营短期贷款和政府债券，不能经营7年以上的长期贷款，也不得从事股票和证券业务。如果商业银行用自有资本购买公司的股票，不得超过自有资金和盈利总额的10%，购买的证券必须是信誉等级较高的证券，这就限制了银行成为企业大股东的可能性。但与此同时，为使这些立法不至于对公司融资产生不利影响，美国政府较早造就了相当成熟的证券市场，为公司筹集股权资本和公民购买股票创造了便利条件，也使美国公司股权呈现高度分散化的特征。

在日德等大陆法系国家，关于中小投资者的权益保护同样针对的主要不是大股东，而是经营者。日德有大股东，但日德的法人（大股东）之间交叉持股，淡化了大股东对公司决策和经营的参与，这便导致经营者控制。马克·罗伊（Mark Roe）一针见血地指出，法人间相互持股并不以经营者对股东更负责任为要旨，而是旨在加强公司与公司、银行与公司间的长期关系（转引自云冠平等，1998）。在这种情况下，经营者控制也就势所难免。

可见，在西方发达国家，尤其是英美国家，由于投资者权益保护针对的主要是经营者的侵害，而较少有大股东对中小投资者的侵害问题，因此投资者权益保护与中小投资者权益保护并没有什么实质性区别，即讨论的投资者权益保护基本上就是中小投资者权益保护。

由于股份分散容易造成严重的经营者控制，自20世纪60年代开始，美国拉开了有关公司治理立法的序幕，有关投资者权益保护的法律法规也陆续出台。如20世纪60年代民事诉讼法中的“集体诉讼”条款、70年代出台的《与腐败无关联法案》、80年代出台的《内幕交易处罚法》、21世纪初出台的《公众公司会计改革与投资者保护法案》（即萨班斯—奥克斯利法案）等，都是针对（中小）投资者权益保护的重要法律，这些法律大大提高了经营者侵害投资者权益的成本，极大地震慑经营者的违规行为。

中国上市公司的“一股独大”是奇异的“景观”，中小投资者由此可能遭遇双重侵害：一是大股东的侵害；二是经营者的侵害。其实，两种侵害本质上是一种侵害，即都是大股东侵害。对于国有控股公司，由于国有大股东并不是真正的出资人，而只是最终出资人的代理人，因此国有大股东很容易与经营者形成“合谋”；对于非国有控股公司，则通常是创始人或家族“一股独大”，经营者也是创始人或家族的“内部人员”，因此与国有控股公司一样，也会形成大股东和经营者的“合谋”。由于大股东和经营者不受约束，其

“合谋”对中小投资者的侵害更为严重，导致“圈钱”、“利益转移”、“资金占用”、“内幕交易”及不合规的“关联交易”大行其道——这是大股东和经营者“合谋”的必然结果。

20 世纪 90 年代后期，中国中小投资者开始觉醒，但仅仅是个别中小投资者提起诉讼的偶然事件。2001 年爆发的“银广夏案”被称为“中国证券民事赔偿第一案”，此案开“集体诉讼”之先河，在诉讼时效内参与诉讼的中小投资者共 847 人。然而，由于中国没有集体诉讼的法律制度，仅有最高人民法院临时出台的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，案件持续近 6 年才勉强结案。在此后的 15 年中，中小投资者的诉讼此起彼伏，但多数诉讼因缺少法律制度的支持而虎头蛇尾不了了之。

2004 年，莲花味精股份公司一名小投资者以大股东莲花集团占用上市公司巨额资金并构成对其本人及全体流通股股东的侵权行为为由，将莲花集团及莲花味精告上法庭，而被告却以大股东占款现象具有普遍性以及购买股票属股权投资行为等为由，称法院不应受理此案，并拒绝出庭，引起社会强烈反响。

2008 年，沪指从 5 000 点急速跌至 1 000 点；2015 年，沪指从 5 000 点跌至 1 800 点——两次“股灾”暴露出同一个问题，即中小投资者的投资信心已跌至谷底。为什么中小投资者投资信心不足，中小投资者权益保护不力是根本原因，具体来说：（1）不分红或分红很少导致中小投资者的投机行为；（2）过度吹捧市值管理，股价严重偏离企业绩效，进一步加重了中小投资者的投机心理；（3）对利用内幕信息操纵股市者处罚过轻，即违规成本太低，也加重了投机心理；（4）中国缺少中小投资者保护的法律制度，中小投资者被侵害无法申诉，使中小投资者缺乏长期投资信心。以上制度性问题不解决，股市动荡甚至股灾是永远不可能避免的。

2015 年 9 月 13 日出台的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》和 9 月 24 日发布的《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，标志着国有企业改革进入“深水”期。“深水”包含着中小投资者权益保护问题，国有企业发展混合所有制的主要障碍之一就是中小投资者权益得不到有效保护。如何有效保护、从哪些方面保护是摆在政府和国有企业面前的一项重要课题。

很显然，加强中小投资者权益保护，在中国具有更重要和更特殊的意义。

三、如何评价中小投资者权益保护水平

1. 现有中小投资者权益保护评价的缺陷

从根本上说，中小投资者权益保护评价是对中小投资者权益保护水平的评价。但在现有的中国上市公司中小投资者权益保护的评价中却存在严重的评价缺陷，导致中小投资者权益保护的真正水平难以反映出来。

第一，评价依据的标准偏低，不能反映中国与发达国家的差距。评价中小投资者权益

保护水平，需要有参照系或标杆，也就是指标设计的依据，而目前绝大部分评价所依据的标准偏低。这种依据基于两个方面：一是国际通行的规范，主要是具有成熟资本市场的国家的先进的法律规则，以及国际组织（如 OECD）的建议性准则（如《OECD 公司治理准则》）；二是国内既有法律规则和政府指导性意见。截至目前，中国学术界关于投资者权益保护评价的研究，基本上采用的第二种依据。采用国内既有的法律法规或指导性意见作为评价依据，评价结果无疑会高估，不能反映中小投资者权益保护的真正水平，因为中国关于中小投资者权益保护的立法缺失比较多。例如，没有强制性分红制度、没有强制性累积投票制度、没有内幕交易处罚法、没有集体诉讼制度等。当然，可能会有质疑，有些制度在西方发达国家也不是强制执行的，如累积投票，美国的累积投票正在从强制性向许可性转变。其实，这种转变是有条件的，即成熟的资本市场和经理人市场，在这种成熟的市场条件下，即使累积投票从强制性制度转变为许可性制度，作为代理人的董事和经理人也就不敢恣意妄为地侵害投资者权益。因此，应该采用第一种依据，即采用国际通行的规范。那么，采用国际通行的规范是否会低估中国中小投资者权益保护的真正水平呢？从前面的分析不难发现，中国的中小投资者权益被侵害的情形比西方发达国家要复杂，这种复杂性主要体现在控制性股东与经营者“合谋”共同侵害中小投资者。在这种情况下，即使采用西方发达国家比较苛刻的标准，也不一定低估中国的中小投资者权益水平。因此，本报告的评价依据是：中国法律法规有明确规定的，按中国法律法规，如临时股东大会提议权、提案权等；没有明确规定的，按国际先进规范，如累积投票、分红等；国际规范与中国法律都有规定的，因中国标准偏低的，应采用国际规范，如独立董事比例、内部控制缺陷披露等。如此评价，不仅能客观地反映中国中小投资者权益保护的真正水平，而且可以发现中国中小投资者权益保护与发达国家的差距，只有找到差距，才能弥补差距，从而才能尽快融入全球经济体系。

第二，评价指标不完整，不能完整反映中小投资者的权利以及保障中小投资者行权的制度环境。在已有的研究中，指标体系多则 20 个，少则一两个。评价指标并非越多越好，也并非越少越好。由于中小投资者权益保护是一个复杂的系统，一两个指标难以反映系统的优劣；即使多达 20 个指标，也难以反映中小投资者权益保护的全部。投资者法律地位平等以及平等行使权利是现代公司的基本原则，大股东并不具有超越中小股东的特殊权利。同股同权、同股同利是包括中国法律在内的各国法律所明确规定的。这意味着，中小股东与大股东一样，拥有公司重大事项的决策权、公司经营的监督权、公司利润的分配权，以及了解公司经营信息的知情权，为保证这些权利的落实，政府和公司必须为中小投资者营造宽松的行权环境。显然，缺少上述任何权利，缺少维权环境，中小投资者的权利都是不完整的，权利维护都是困难的。但既有研究基本上仅反映了其中的一个或几个权利，而不是完整的权利，尤其是反映维权环境的指标近乎缺失。

第三，指标权重的确定过于主观，使得评价结果有些随意。在指标权重确定上，常采用的方法主要有专家打分法、因子分析法和层次分析法等方法。专家打分法简单实用，但主观性太强；因子分析法较为客观，但随着时间的推移和数据的变化，指标权重将会发生