

# 加强小股东权益保护的相关建议

广东外语外贸大学国际工商管理学院 左志刚(博士) 广东五邑大学管理学院 谢芳

**【摘要】** 一国小股东权益保护状况对其资本市场的发展有着根本性的影响。本文对普通法系和大陆法系国家小股东权益保护状况进行了比较,并在此基础上提出了我国开展小股东权益保护工作应采取的措施。

**【关键词】** 小股东 权益保护 LLSV指标

小股东是相对于对上市公司具有控制地位或重大影响的大股东而言的。小股东人数众多且分散,是证券市场融资的重要资金来源,然而大股东的各种“掠夺”行为对小股东的利益造成了侵害,因此,如何有效保护小股东的权益成为业界关注的焦点。本文将从国际视角探寻保护小股东权益的长效机制。

## 一、小股东权益保护LLSV指标的国际比较

小股东权益保护是指对小股东所享有的各种正当权益,如知情权、投票权、退出权、受压时的抗争和追诉权等进行保护,使其不受大股东或内部人的侵害。小股东权益保护程度的衡量指标有很多,较为成熟的有LLSV指标体系,其由La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny在1998年发展而

来。该指标体系包括两部分:一部分是股东行权效率指数。它站在小股东角度反映股东行使所有者权利的的制度支撑情况和现实便利性,主要包含7个方面:①是否每一股有一份投票权且不存在其他限制(如限制单一股东最大投票权、设置多投票权普通股或无投票权普通股等);②是否允许实行股东通讯投票制;③是否规定在股东大会召开前若干天内禁售股票;④是否允许实行累计投票或比例投票;⑤在小股东受大股东压制时是否有抗争和追诉机制作保障;⑥是否有新股优先认购权;⑦提议召开特别股东会议所必须达到的最低股份比例。另一部分是诉讼效率指数。它间接反映了某个国家(地区)的小股东的权益在受到侵害时诉诸法律获得支持的可能性,具体包括司法系统效率、法治传统、腐败程度、会计准则完善程度。

左下表列示了一些国家(地区)的小股东权益保护LLSV指标的对比情况(表中按各国法源不同分为四个组)。

在左表中,行权效率指数是其7个方面指标的合计(无记0,有记1,比例高于10%记0,比例不高于10%记1),诉讼效率指数是其4个方面指标的合计,外部资本价值是指前三名以外的股东所持股份的市场价值。

## 二、我国小股东权益保护工作的若干思考

**1. 小股东权益保护程度影响着资本市场的发展壮大。**从左表可以看出,小股东权益保护较好的国家,一般而言其外部资本价值/GNP的比率较高,每百万人的上市公司个数也较多,这说明小股东权益保护程度与资本市场发展规模有直接的正相关关系。具体来说,对某一上市公司而言,小股东权益保护程度会直接影响到公司价值。因为如果公司存在大股东的“掠夺”行为,那么其就得不到投资者的认可,最终在“用脚投票”机制下,其股价必然会走低,从而导致公司市场价值下跌。同时,大股东的“掠夺”行为也会使管理层

	一股一票且无限制	通讯投票权	股东会前禁售规定	累计或比例投票	提议召开特别股东会议所需股份比例(%)	优先认购权	受压股东抗诉机制	行权效率指数	司法系统效率	法治传统	腐败程度	会计准则完善程度	诉讼效率指数	外部资本价值/GNP	上市公司数/百万人
<b>普通法系</b>															
澳大利亚	否	有	无	无	5	无	有	4	10	10	8.52	75	104	0.49	63.55
加拿大	否	有	无	有	5	无	有	5	9.25	10	10	74	103	0.39	40.86
英国	否	有	无	无	10	有	有	5	10	8.57	9.1	78	106	1	35.68
美国	否	有	无	有	10	无	有	5	10	10	8.63	71	99.6	0.6	35.45
中国香港	否	有	无	无	10	有	有	5	10	8.22	8.52	69	95.7	1.18	88.16
<b>法国大陆法系</b>															
法国	否	有	有	无	10	有	无	3	8	8.98	9.05	69	95	0.23	8.05
比利时	否	无	有	无	20	无	无	0	9.5	10	8.82	61	89.3	0.17	15.5
意大利	否	无	有	无	20	有	无	1	6.75	8.33	6.13	62	83.2	0.08	3.91
<b>德国大陆法系</b>															
德国	否	无	有	无	5	无	无	1	9	9.23	8.93	62	89.2	0.13	5.14
日本	是	无	无	有	3	无	有	4	10	8.98	8.52	65	92.5	0.62	17.78
韩国	是	无	有	无	5	无	有	2	6	5.35	5.3	62	78.7	0.44	15.88
中国台湾	否	无	有	有	3	无	有	3	6.75	8.52	6.85	65	87.1	0.88	14.22
<b>斯堪底纳维亚大陆法系</b>															
芬兰	否	无	无	无	10	有	无	3	10	10	10	77	107	0.25	13
挪威	否	有	无	无	10	有	无	4	10	10	10	74	104	0.22	33
丹麦	否	无	无	无	10	无	无	2	10	10	10	62	92	0.21	50.4

的经营努力得不到反映和认可,他们将失去勤勉尽责以提高公司业绩的积极性,从而导致公司内在素质下降。Claessens的研究表明,控制权超过现金流权利的幅度越大,公司价值就越低,若差距扩大10%,公司价值将下降5%。

对整个证券市场而言,一方面如果大股东侵害小股东利益的现象非常普遍,就会使投资者对整个市场失去信心,从而导致投资者群体萎缩,同时还会引发“劣币驱逐良币”现象;另一方面在这种情形下,大股东“掠夺”行为越厉害的公司其融资收益越大,这样就会形成恶性循环,其最终结果是优良公司受到不良公司的排挤,市场上优良公司越来越少。这两个方面共同作用的结果是资本市场发展受到严重阻碍,甚至发生萎缩。另外,Simon Johnson等人在研究了1997~1998年亚洲金融危机时期25个国家的股市和汇市暴跌情况后,得出了投资者利益保护程度与金融稳定之间存在密切关系的结论。由此可见,小股东权益保护具有十分重要的战略意义,它是加快资本市场发展的根本保障,是维护金融稳定的重要措施。

2. 我国小股东权益保护工作必须借鉴普通法系国家(地区)的成功经验。前文表中的数据反映了这样一个事实,普通法系国家(地区)对小股东权益的保护程度普遍比其他法系国家(地区)要高,这说明普通法系国家(地区)为私人财产权利提供了更好的保护机制和手段。我国是大陆法系国家,与普通法系国家的整体法律架构不同,但我们仍然可以在既定架构下借鉴普通法系国家(地区)某些好的做法。

例如,美国证券市场中就有两个好的做法值得我们借鉴。一是证券诉讼中的“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。目前在华尔街活跃着一批专门代理投资者进行证券诉讼的“原告律师”,他们每天关注上市公司的信息披露情况和股票的市场表现,一旦发现上市公司信息披露文件存在疑点或股价出现异常波动,就会展开专业调查,号召投资者发起诉讼并予以代理。安然事件发生后,有十几家律师事务所发表声明,邀请所有在特定时段内购买过安然公司股票的个人和企业与他们联系,以便进行集体诉讼。这种风险代理机制提高了小股东起诉违法上市公司的积极性,使证券违法行为面临更强的诉讼约束。二是美国证券交易委员会(SEC)拥有相关的立法权和司法权,它以事后惩处的方式来降低事前监管的压力,在树立起监管权威性的同时还节省了监管成本。

例如,SEC有权针对市场变化对相关法律法规进行及时修正,从而减少法律时滞;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2/3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的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大的可能性被投资者追诉。上世纪60年代到90年代,有20%以上的美国上市公司被投资者起诉,这样就很好地保护了投资者利益,更为重要的是,法律和监管发挥了“达摩克利斯之剑”的作用,对所有上市公司控制者和管理层形成了较强的威慑力,在一定

程度上抑制了违法行为的发生。

3. 小股东权益保护必须引入“股东实质平等”原则,并通过行权保障和诉讼保障来实现。经济合作与发展组织于2004年4月通过了新的《OECD公司治理原则》。它在“股东的平等待遇”一节引入了“股东实质平等”原则,这是对原来的股份平等(又称形式平等)原则的重大改进。股东实质平等原则与股份平等原则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完整权益;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。这两者之间存在着较深的矛盾,因为资本多数决原则往往使小股东的表决权丧失意义,他们的意志为大股东的意志所掩盖,他们的诉求常被大股东忽视,大股东有时为了自己的利益,利用其资本优势操纵公司,侵害小股东和其他利益相关者的权益。我国许多上市公司之所以沦为“圈钱”工具,根本原因就在这里。国际上引入股东实质平等原则,是要在坚持资本多数决原则的同时对大股东的行为施加合理的限制,强调大股东对公司和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,以实现股东之间的利益平衡。

“股东实质平等”在国际上已被视为小股东权益保护的核心理念,它不仅明确了小股东权益保护工作的目标,也提供了小股东权益保护状况的判断标准。因此,我国在构建小股东权益保护体系的过程中,也必须引入股东实质平等原则,将其作为根本指导方针。

如何实现股东实质平等,LLSV指标体系给我们指明了两条基本途径,即保障小股东的行权便利性和保障小股东在利益受侵害时的诉讼便利性。

(1) 保障小股东的行权便利性是对小股东权益进行保护的事前机制,它使小股东能利用手中的投票权及其他权利对大股东可能侵害其利益的行为及时予以抵制,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,但实际上小股东行使权利的比例通常很低。澳大利亚的墨尔本大学研究表明,澳大利亚证券市场上股东实际参与股东大会并投票的比例仅为33%,我国在2001年的这一比例为18%,即使是在小股东总体持股比例很高的情况下,公司的股东大会也很容易被大股东操纵。其根本原因在于小股东行权面临诸多现实障碍。这些障碍可归结为两个方面,一方面是有关行权的制度规定带来较高的行权成本,例如一些国家不允许实行股东通讯投票制,导致小股东行使表决权的成本较高;另一个方面是信息障碍,即公司没有为小股东了解表决议案或候选董事提供足够的机会和时间,小股东对公司的真实运营状况更是缺乏了解,信息障碍使小股东失去了决策依据,妨碍其正确行权。

结合我国的实际情况,笔者认为可以从以下几个方面来保障小股东行权的便利性:①增强小股东联合的便利性,如提供便利的投票渠道;②增强小股东在董事提名、股东大会提案中的话语权,如降低提案最低股份比例要求;③充分利用计算机和网络技术手段,为小股东异地提案、投票提供便利;④延长公司召集股东大会时相关信息的公告时间,提高公告信息披露的内容和格式要求;⑤建立累计投票和比例投票机

## 2006年度《财会月刊》(理论)总目录

### □理论与探索

试论网络财务	宣宁宁	1·02
论所有者权益确认的独立性	邓孙棠	1·23
GRC的整合与《会计法》的实施 ——国外的经验及启示	张巧良 杨 蔚	1·25
管理层自愿披露信息的供需分析	杨德明 夏 敏	2·08
财务管理假设及财务管理原则推演	郭收库	2·10
对上市公司会计处理机会主义行为的思考	汪月祥 王友前	3·02
对虚拟企业财务管理的理论探讨	黄惠琴	3·05
会计理论价值认知	刘承智	3·07
论效益成本观	陆 勇 朱学义	4·02
对商誉会计理论的再思考	曾春华	4·04
产权优化与企业财务动态治理	曹 越	4·07
剩余索取权配置的理论研究	向宏桥 张新平	4·11
从代理理论的角度谈非营利组织治理	马迎贤	4·13
论财务会计与管理会计的融合	叶建木 费伦芬 黄 莺	5·02
会计信息商品化及对会计期望差的治理	王海兵	5·04
会计信用:一个新制度经济学的解释	万晓文 董宪光	5·06

谈环境会计研究中的约束条件	安劲健 黄 薇	5·08
现代财务管理中的“零理念”	殷俊明	6·02
股权分置改革下上市公司财务管理目标的实现	何丽梅等	6·04
论财权分割与财务主体二元性	蔡 刚 千胜道	6·06
企业自愿披露社会报告的风险与成本	龚明晓 宋献中	6·08
会计信息提供的无效率行为及其解决方法	朱浩云 姬淑芳	6·10
会计准则国际化与国家化的辩证分析	瞿云华 谭 靖	7·02
上市公司的关联方交易与利益输送	阮梓坪 韩玉启	7·05
对企业内部控制整体框架的思考	陈 彤	8·02
减值会计确认和计量问题浅探	韩 存	8·06
逻辑偏误、有效市场与价值发现	陆 勇	8·09
上市公司利润操纵的经济学分析	张卫平	8·12
能本会计:人本会计的新发展	王海兵	8·15
构建基于价值链的成本管理理论框架	黄大春等	8·17
所有者权益定义的重构	邓孙棠	9·04
现代财务理论与战略管理理论的冲突和发展	李红凯等	9·06
试论董事会财务治理	刘江峰 毛启程 王 虹	9·15
会计学 and 财务学视角下的股票期权研究	李永伟 马军生	10·03

制,便于小股东集中支持特定候选人或议案;⑥为股东考察候选人能力和品德创造条件;⑦完善相关股东表决回避制度,规定某些议案的通过必须获得遭受侵害的股东的同意,某些情况下小股东可以要求公司回购其股份;⑧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,同时加大外部审计机构的法律责任,保证信息质量;⑨建立有关中介机构如证券经纪公司与上市公司之间的利益“防火墙”,防止其与上市公司合谋阻碍小股东行权。

(2)保障小股东在利益受到侵害时的诉讼便利性是对小股东权益进行保护的事后机制。诉讼便利性是指小股东利益受到侵害后,其能以较低的成本、较高的效率、较大的把握通过民事诉讼对侵害人进行追偿,从而保护自己的利益。保障小股东在利益受侵害时的诉讼便利性需要从两个方面做出努力:一是在法律规定上给予小股东充分的支持,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。德国大陆法系国家(地区)多数在这方面做得较差,例如德国在2001年以前,禁止私人起诉上市公司,2001年第四部金融市场促进法颁布之后也只允许持股10%或100万欧元以上的股东提起诉讼。类似地,我国起诉上市公司必须以证监会行政处罚为前提条件的规定同样也限制了小股东的起诉权。因此,我们需要在法律规定上降低证券诉讼的门槛。二是降低

小股东诉讼的法律成本。通常单个小股东的支付能力有限,并且其胜诉收益也相对较少,因而在较高的法律成本面前很多小股东会放弃起诉的权利,即使是在胜诉的可能性很大的情况下也会如此,这种情况在日本、韩国、我国台湾地区都相当普遍。针对这一问题,日本、韩国等国家发展起了一些非营利组织代理小股东进行集体诉讼活动,如韩国的人民参与民主联合会(PSPD)。这些组织通过收取会员费和其他渠道积累资金,代理小股东发起集体诉讼,并代为支付诉讼费用。虽然这种做法与美国证券诉讼的“风险代理机制”不相同,但同样在一定程度上降低了小股东诉讼的法律成本,也值得我们借鉴。此外,设立投保基金以酌情垫付或代付诉讼费用,设立股东代表诉讼制度等都是可供借鉴的降低小股东诉讼法律成本的做法。

### 主要参考文献

- ①易仁涛,董菁菁.论中小股东利益的法律保护——以《OECD公司治理原则》之修订为例.特区经济,2005;2
- ②余玮.我国上市公司股东表决权问题研究.北京市财贸管理干部学院学报,2003;1
- ③张汉玉,杜丽虹.投资人保护的法律责任研究.证券市场导报,2006;5
- ④何金秋.从国际经验看股东权益保护与公司治理.现代经济探讨,2002;2