

关于小股东权益保护的研究

安徽财经大学 翟胜宝

[摘要] 大股东经常利用其控制地位,侵害小股东的权益,这一问题在世界各国公司治理结构中普遍存在,在转型中的我国尤其严重。本文针对我国小股东权益保护的现状,对这一问题产生原因进行了探讨,以法理为基础,从公司治理、法律救济等角度,提出保护小股东合法权益的有益对策。

[关键词] 小股东权益,关联交易,独立董事

一、股东权益内涵的界定

股东权益(Shareholder's rights,亦称股东权)最初是一个法学术语,现在已经被广泛的应用于经济学分析中。股东权益一词,在法律上有广义和狭义两种含义。广义的股东权泛指股东可以向公司行使的各种权利,比如,如果股东同时又是公司的债权人,该股东对公司所享有的债权也包括在广义股东权之内;狭义的股东权,是指股东基于股东资格而享有的从公司获取经济利益并且参与公司经营管理的权利。由于狭义的股东权益突出了股东权的实质,这种定义在实际中应用较广,本文所使用的股东权益即为狭义股东权。

股东权益的分类有多种,本文介绍的是我国法律界公认的自益权与共益权的分类方法。自益权是指股东以从公司获得经济利益为目的而行使的权利,同时也是仅仅为自己的利益而行使的权利。一般的,自益权包括:股利分配请求权、剩余财产分配请求权、建设利息分配请求权、新股认购优先权、股份买取请求权、可转换债券股份转换请求权、股份转让权、股票交付请求权、股东名义更换请求权、无记名股票向记名股票转换的请求权等。从上述内容可以看出,股东的自益权虽然体现为经济利益的要求,但是并不仅仅局限于货币收益的形式。这种权益既包括用货币形式计量的权利形式如股利分配请求权、剩余财产分配请求权等,也包括用非货币形式表达的权益,如股份转让请求权、无记名股票向记名股票转换的请求权。

共益权,是指股东以参与公司的经营为目的的权利,或者说是股东在为自己谋求利益的同时兼为公司谋求利益而行使的权利。一般地,共益权包括:表决权、代表诉讼提起权、股东大会召集请求权和召集权、提案权、质询权、股东大会决议撤销诉权、股东大会决议无效确认诉权、累积投票权、新股发行停止请求权、新股发行无效诉权、公司设立无效诉权、公司合并无效诉权、会计文件查阅权、会计账簿查阅权、检查人选任请求权、董事监事和清算人解任请求权、董事会违法行为制止请求权、公司解散请求权和公司重组请求权等。由上可知,共益权不仅表现为股东对公司经营决策的参与,而且表现为对公司管理者的监督和纠正。

二、小股东权益保护的现状

股东平等原则是现代公司法的基本原则之一。根据这一原则,每一股东根据其持有公司股份的多少对公司享有权利和承担义务。由于每一股份的价值原则上相同的,因而在决定公司事务时,持有多数股份的股东(简称大股东)比持有少数股份的股东(简称小股东)拥有更多的发言权。在一般情况下,这并不会产生不公正的结果,然而,在某些时候,大股东却滥用这种优势地位,通过控制股东大会或董事会等途径,在处理企业事务时,直接或间接地为谋取私利,不顾甚至损害企业及小股东的利益。在那些由一个人或少数人控制多数股份的企业中,这种情况尤为突出。

当前股份制企业小股东权益受侵害的表现主要有:

1、大股东大权独揽,股东会形同虚设,小股东缺乏话语权和表意权。那些集大股东与经营者于一身的“当家人”,或由于机制原因和素质原因,或由于受传统思维方式和工作方式的影响,往往在股东会上滥用表决权,一人说了算。小股东举不举手一个样,作为出资者本应享有的天然权利被完全践踏。从而对公司的治理结构提出了新的挑战。

2、大股东利用经营控制权,肆意侵害公司利益。在由国有企业转制的股份合作制企业中,大股东往往是董事长兼总经理,个人集权、专断非常普遍。由于缺乏必要的制衡机制,一些人利用经营控制权,进行关联交易和利润转换等,侵吞公司资产。

3、经营者持大股,利大险小;小股东持小股,险大利小。在调查中发现,在企业改制中普遍存在这样一种现象:在前途暗淡、效益不佳的企业,职工、经营者入股相对均等。而在发展前景看好、效益稳定的企业,情况则截然不同了。经营者争着多持股、持大股,持股数一般都在职工的几十倍、几百倍,甚至上千倍,对职工持股则横加限制。

4、经营者通过强化按资分配和年薪制等手段,侵害小股东的经济利益。如在“量化股”的分配中存在重职务轻贡献现象。由于经营者持的是大股,同时采用的是 1:1 配股和送股,这样,通过配股,便把企业历年工资结余基金大部分分配到了大股东名下。

5、部分政府职能部门和国有企业借改制之机搞“金蝉脱壳”,向小股东转移债务,以实现所谓的“扭亏转

注(2) 华生 场外交易才是全流通问题的症结所在。〈N〉上海证券报。2003-12-29

注(3) 张卫星 中国股票市场非流通股的全流通解决方案。[J/OL] 新浪财经 2002-01-15

注(4) 刘晓兵、杨新英 修改契约消除流通权差异——解决股权分置新视角。[J/OL] 新浪财经 2003-12-16

注(5) 阳生 国有股减持与全流通方案全攻略。[J/OL] 新浪财经。2003-11-20

盈”。当人数众多的小股东面对大股东的侵害而得不到应有的法律保护时,必然影响到他们的投资积极性和信心,这对企业和整个社会而言,都是非常不利的。

三、小股东权益受侵害的主客观原因

1、客观原因——我国特有的股权模式所造成的信息不对称、力量不均衡。我国上市公司的由来有着比较特殊的背景,主要形成了两种主要的股权模式。第一种模式是国有控股模式,国家是第一大股东,但由国有资产管理部门授权有关单位代理行使股东的权利。第二种模式是非国有法人控股模式,民营企业等非国有企业作为第一大股东,他们或自己担任管理者的角色、或委派代表自己利益的亲信担任董事和监事等要职。这两种主要的股权模式的最大特点就是股权比较集中,再加上国有股权又不能流通的现状由此形成了我国“一股独大”和“股权分裂”的股权模式。

前一种股权模式最大的特点是层层代理,国有股所有者缺位、委托代理链条过长导致了内部管理者控制、管理者的道德风险时有发生,国有资产流失严重。国家作为大股东其利益受到严重侵害。后一种股权模式最大的特点是控股股东、管理者、监督者实际上成了一个利益共同体。表面上看,所有权和经营权集于一身可以有效地解决信息不对称的问题,减少委托代理的矛盾。事实上,这种股权模式只解决了控股股东与管理者的委托代理问题,小股东仍然是不折不扣的“局外人”。控股股东利用其控股地位占用上市公司资产、通过关联交易转移利润、侵犯和掠夺小股东利益的事情时有发生、屡见不鲜。所以,我国的上市公司或者表现为“国有股所有者缺位”而让内部管理者控制,小股东受损,或者直接表现为“小股东缺位”而让非国有控股股东控制,小股东受损。而且两种模式下所造成的委托代理矛盾和所有者内部矛盾同时并存。事实上,谁实际参与企业的经营管理、谁最了解企业真正的经营状况,谁才能保护自己的利益不受侵害,而小股东目前不能直接参与公司经营管理的现状决定了他终究是企业的“局外人”,信息不对称,力量不均衡,往往只能任由内部管理者或非国有控股股东的摆布。

2、主观原因——小股东参与公司治理的愿望、动力、能力不足。为什么大部分的小股东对这种受侵占和掠夺的现状仍然能够忍受呢?主要是因为我国小股东的股权比较分散,单个股东参与公司治理的愿望(参与治理的成本太高)、动力(注重短期利益)、能力(处于劣势)不足,致使公司治理机制不能有效运行,监控的弱化最终为控股股东或者内部管理者追求自身利益提供了机会。

四、小股东权益的保护

(一) 建立公司内部有效的权利制衡机制。公司中起关键作用的是董事、监事、经理和其他高级管理人员,公司法中关于股东会、董事会、经理阶层、监事会权利和地位的规定,形成一个决策权、经营权和监督权三权分立、相互制约的公司治理结构,在现实中,由于小股东权利的落空,三权分立变成了三权归一,即大股东的绝对权,从而损害小股东权益。要真正体现三权分立,保护小股东的权益,惟有建立公司内部有效的权利制衡机制。

1. 强化监事会的权利,并赋予监事会在特殊情况下为保护公司利益可以采取的应对措施。尽管监事会是有限公司的监督机构,行使法律和公司章程赋予的监督职权,但现实中,监事会并不能充分发挥自身的监督职能。这主要是因为:(1)《公司法》虽就监事的监督权做了规定,但这种监督权并无有力保障。(2)在很大程度上,监事会被视为董事会的附属机构,因而不能真正的独立行使监督职能。因此,首先,应当完善监事会制度,限制大股东在监事会中的代表人数,增加小股东在监事会中的代表人数。在公司机构之间形成制衡机制,如果大股东尤其是享有控股权的大股东在董事会中占有绝对优势,那么小股东在监事会中就应当具有支配地位。其次,《公司法》应赋予监事会有力的行使职权的手段和措施。(1)在董事、经理的行为侵犯公司利益时,要求董事、经理纠正而拒不纠正的,有权代表公司以自己的名义对董事、经理提起诉讼;(2)监事在检查公司财务时,有权以公司名义自行委托审计部门帮助审计财务;(3)必要时,赋予监事会自行召集股东会的权利。

2. 限制大股东的表决权。《公司法》规定,公司修改章程、增减注册资本、分立、合并、解散、或者变更公司形式,须经代表三分之二以上表决权的股东通过。因而对大股东的权利有所限制才能更好的维护小股东的权益。但传统公司法,都规定一股一权,股份越多,权利越大。但是,许多国家为了防止大股东操纵公司事务,都立法规定对超过一定比例股份的大股东的表决权予以限制,比利时和卢森堡的法律规定,掌握超过公司股份 40% 的股东在股东会进行表决时,其超过的股份丧失表决权。我国的《公司法》对大股东的表决权没有限制性规定,应酌情予以修改。例如:在大股东的权益与小股东的权益发生冲突时,大股东不得以其在表决权上所占的优势做出对自己单方有利的决议;当大股东行使表决权损害小股东权益时,小股东有权请求法院确认该决议无效等等。

3. 制约董事会的经营权。董事会除了执行董事会的决议以外,还负责公司的日常经营活动及人事任免,由于其权利过度膨胀,我国的有限公司尤其是中小有限公司基本形成了以董事会为中心、公司的一切权利都由董事会行使或者在它的许可下行使、公司的一切事务也在它的指导下进行,董事会只受法律和章程的约束的运行模式,由于缺乏外在的强大压力,董事会的地位不断加强,由于有限公司的董事长、总经理等人员基本由大股东派员担任,加上他们具有人事任免权,在经营管理中往往只考虑自身利益,任人唯亲,而做出损害小股东权益的决策。《公司法》第 61 条关于董事、经理不得自营、第 63 条董事、监事、经理因违法损害公司利益应进行赔偿是《公司法》仅有的对有限公司董事、经理执行职务时的制约条款。但这样的条款不但过于简单,而且操作性不强。例如:董事、经理自营,由谁去追究其自营的责任,是股东还是监事?怎么追究?如何确定

其已经获取了自营收入?上述规定均无法解决,而且董事、经理掌握着公司的经营大权,其如果自营,则必定具有相当的隐蔽性,小股东难以发现,现行的公司监督机制也难以对其进行制约。因此,《公司法》还应当进一步增加对董事、经理的制约条款。例如:大股东担任公司董事期间自营的,小股东可以在股东大会上更换该董事而不受大股东表决权的限制;董事因违法执行职务给公司造成损失的,除赔偿损失外,还可以规定其不得继续担任公司董事直到满一定期间,经理有上述行为的,规定董事会不得继续聘任。

(二)完善独立董事制度。独立董事,顾名思义就是强调董事的独立性。在美国等建立和运作独立董事制度较早较成熟的国家,视独立董事为“外来董事”即“独立的外来董事”。在当前我国上市公司侵害小股东权益现象较为普遍的时代背景下,合理借鉴美国等独立董事制度先行国家实际操作和立法上的成功做法颇有意义。在股东大会上享有重要独立投票权的独立董事与公司之间没有任何关联交易,致力于保护小股东利益,最终服务于企业利益的最大化。因此,为保证公司重大决策的客观性和公平性,在实际运作和立法支撑上,美国公司通常都要落实独立董事作为外部董事不代表出资人和公司管理层而客观独立发挥应有作用的措施。常见的比如规定独立董事每年独立评价 CEO 的业绩,对公司重大决策和人事任免有表达否定意见的特殊权力和独立投票权并受充分重视;明确规定董事会必须成立主要由独立董事和监事会成员组成的薪金委员会来对公司薪金作出合理分配;公司应保证独立董事获取信息的完整性和正确性,否则由此造成的独立董事判断错误公司要负全部责任;公司的经理人员乃至其家属不得出任独立董事,公司聘用的会计师、律师亦然;独立董事所持公司股份不得超过一定比例等等。在实际演进中,美国的独立董事人选也大都由相对独立的学术教育界和企业界的社会知名人士优化组成。这些作为独立董事的社会著名人士往往很自重自己的社会声誉,肯对损害他人利益的股东董事大胆说不。典型的像福特的独立董事就包括大学著名教授、银行集团董事长、大型公司总裁等各行各业的杰出人士。这类服务于企业利益最大化的独立董事立法支撑举措很大程度上化解了大小股东利益冲突、企业内部报酬分配、公司股票回购、关联交易等带来的诸多矛盾。此外,在有效维护中小投资者利益的同时独立董事制还完善了公司的法人治理结构。

(三)完善信息披露制度。完善的信息披露制度,可以使小股东在充分了解关联交易的真实内容的基础上再做投资,从而保护自身利益在关联交易中免受损害,也可使控股股东对从事可能损害小股东的关联交易有所顾虑。我国对上市公司关联交易信息披露的规定上,有不少需要完善之处。首先,应强调上市公司关联交易信息披露应遵循的基本要求,即信息披露的公开性、完整性、真实性、时效性。其次,进一步完善违反披露义务所应承担的法律责任。仅课以信息披露之义务而无配套的法律责任的规制,无异于纸上谈兵,法律的有效性在于对违法者的惩罚,法律如果不能对违法者予以惩处也就失去了存在的必要。加强上市公司信息披露的力度是规范上市公司关联交易重要途径。在我国,由于信息存在严重的不对称性,大量的小股东只能通过上市公司向社会披露的信息来进行决策。因此,完善信息披露制度对预防小股东在关联交易中免受损害有着重要的意义。

(四)规范关联交易。关联交易是指一公司或其附属公司与在该公司直接或间接拥有权益、存在利害关系的关联方之间所进行的交易。在国外,关联交易是在跨国公司、母子公司制及总分公司制得到广泛运用时出现的。在西方发达国家,关联交易常常用于节约交易成本和合理避税。在亚洲的一些家族企业中,关联交易则被用作在母公司与子公司之间转移利润或掩盖亏损。在我国,由于对关联交易的监管制度还不完善,上市公司中出现了许多不公平关联交易的情况,并借此恶意操纵利润,造成严重的后果。现有的法律法规对关联交易只重披露(事实上,这种披露也是不完整的),而对其交易的公允性不作评判,也不予干预,这使得滥用关联交易的情况不断发展,妨碍了证券市场和上市公司的健康发展,侵害了小股东的权益。

侵害小股东权益的不公平的关联交易时有发生。处于控股地位的大股东可以利用表决权优势,对上市公司的关联交易作出安排。如果他们追求的是控股股东的额外利益,这往往会以牺牲上市公司的整体利益为代价,当然也会侵害众多小股东的权益。上市公司利用转移价格将利润向关联方转移;通过关联交易让公司为采购品和劳务支付更多的资金。这些都会导致公司盈利能力下降,财务风险上升。

在现实中,关联交易特别多,但是正当的关联交易对公司是有利的。因此《公司法》的任务不是禁止关联交易,而是规范它,为它铺平法律的通道。国际上比较通行的做法是建立表决回避制度。当某一股东与股东大会或董事会拟表决事项存在特别利害关系时,该股东不得就该事项行使表决权。股东表决权回避制度有利于防止大股东滥用表决权,从而为小股东的权益提供保护。我国《上市公司股东大会规范意见》第 34 条规定:“股东大会就关联交易进行表决时,涉及关联交易的各股东应当回避表决。上述股东所持表决权不应计入出席股东大会有表决权的股份总数。”目前这一规定仅适用于上市公司,鉴于其它形式公司也同样存在关联交易,应把此规定作为规范一切公司关联交易的普通条款。

(五)对小股东的主要法律救济。英美法有一句格言:救济先于权利(Remedies Precede Rights)。这可以理解为通过一定诉讼程序给当事人以法律上的保护是该当事人实体权利得以行使的先决条件。所以为维护小股东的权益,对其权益受侵害时的救济程序进行完善是极其重要和必要的。公司法上将诉讼分为直接诉讼和派生诉讼。直接诉讼指股东因其自益权受损害寻求救济所提起的诉讼,如请求保护其取得的股利、查阅公司帐本或记录等诉讼。派生诉讼指公司的合法权益受到控股股东、董事和经理人员等的侵害,而公司怠于诉诸法律追究其责任或行使其他权利的,股东为维护公司利益,可以以自己的名义向侵害人提起的诉讼。

由于依据资本多数决定这一原则,公司的意志就是多数股东的意志,更多地表现为大股东(控股股东)的

基于最大 Lyapunov 指数的股市数据预测*

福州大学管理学院 向小东

[摘要] 股市数据的预测是预测领域的热点问题。给出了基于最大 Lyapunov 指数的股市数据短期预期方法。首先据混沌的特性计算得到时间序列的最大 Lyapunov 指数值,然后找到预测中心点的最近邻点,建立预测中心点与最近邻点的关系式,据此关系式计算出两个预测值,最后对两个值进行平均得最终预测值。实际应用结果表明效果良好,预测精度很高。

[关键词] 最大 Lyapunov 指数;股市数据;预测

一、引言

随着改革开放的不断深入,我国股票市场得到了迅速的发展。现在,股票投资已成为众多家庭及个人理财的一种重要方式。不言而喻,如果投资者能正确预测股票价格(或走势),选准买卖时机,无疑会给家庭及个人带来丰厚收益。目前常见的股市预测方法有技术分析(如 K 线图法、移动平均线法等)、神经网络方法、随机过程方法[1]等。这些方法基本上都属于根据历史数据建立的主观数学模型,然后根据模型进行预测,并据误差进行修正。但由于股市运作是一个巨大的非线性混沌系统,股价走势受政治、经济、心理等多种因素的影响,使得上述方法的适用性都存在不同程度的局限性。鉴于此,受文[2-3]的启发,本文提出基于最大 Lyapunov 指数的股市数据预测方法。但与文[2-3]不同的是,本文采用了计算更简单、更易于理解的方法计算最大 Lyapunov 指数,同时,基于组合预测思想,改进了预测模型,实际结果表明其效果好于以前的股市数据预测模型。

二、基于最大 Lyapunov 指数的预测方法

对于一组给定的时间序列 $x(t_i)$ ($i = 1, 2, \dots, M$), 如果嵌入维和时间延迟分别为 m 和 τ , 则据重构相空间技术[4], 相空间中点的个数 $L = M - (m - 1)\tau$, 构造出的相空间向量 Y_i ($i = 1, 2, \dots, L$) 为:

$$Y_1 = (x(t_1), x(t_1 + \tau), \dots, x(t_1 + (m - 1)\tau))$$

$$Y_2 = (x(t_2), x(t_2 + \tau), \dots, x(t_2 + (m - 1)\tau))$$

$$\dots\dots\dots$$

$$Y_L = (x(t_L), x(t_L + \tau), \dots, x(t_L + (m - 1)\tau))$$

重构相空间后,对于相空间中的每个点找到其最近邻域,即: $d_i(0) = \min_j \|Y_i - Y_j\|$

其中 $d_i(0)$ 是第 i 个点与其最近邻域的初始距离,而 $\|\cdot\|$ 表示欧几里德范数,要求 $|i - j| \geq w$ (w 可取平均轨道周期)。根据最大 Lyapunov 指数的定义,其值应为最近邻域发散速率的平均值,所以有: $d_i(k) = C_i e^{\lambda_1(k) \Delta t}$

式中 C_i 是初始距离, $d_i(k)$ 为第 i 点与其最近邻域经 k 个时间单位后的距离, λ_1 为最大 Lyapunov 指数。对上式两边取对数,可得到: $\ln d_i(k) = \ln C_i + \lambda_1(k) \Delta t$

上式代表一系列近似平行线,最大 Lyapunov 指数 λ_1 可通过对“平均线”的最小二乘拟合得到。

由于最大 Lyapunov 指数量化了初始轨道的指数发散程度,所以它是系统很好的预测参数。假设 Y_M 为预测的中心点,相空间中 Y_M 的最近的邻点为 Y_K (要求 $|M - K| \geq w$), 其距离为 $d_M(0)$, 最大 Lyapunov 指数为 λ_1 , 则: $d_M(0) = \min_j \|Y_M - Y_j\| = \|Y_M - Y_K\|$

$$\|Y_M - Y_{M+1}\| = \|Y_K - Y_{K+1}\| e^{\lambda_1 \Delta t} \quad (1)$$

式(1)中点 Y_{M+1} 只有最后一个分量 $x(t_{n+1})$ 未知,故 $x(t_{n+1})$ 是可预测的。但式(1)是一个二次方程,分量 $x(t_{n+1})$ 对应着两个值,采用流行的组合预测思想,本文取两个值的平均值作为最后的预测结果(因没有理由

意志,小股东自然不得以公司的名义对董事等经营管理者提起诉讼,控股股东亦可追认董事等的任何行为就是公司的行为。所以,从实质上讲,公司利益受损就是小股东利益受损。派生诉讼实际上就是支持小股东直接追究侵害其合法权益者的责任。我国公司法在第 111 条也专门定了股份有限公司股东的诉权:“股东会、董事会的决议违反法律、行政法规侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼。”该条法规是直接诉讼还是派生诉讼不甚明确,鉴于国际立法经验和我国有关小股东权益保护法律制度不完善的实际情况,应作适当的扩大解释,把派生诉讼包含进去,即哪怕仅持有一股股份的一个合法股东,如其合法权益遭到侵害,也有权依法提起诉讼,这是对小股东权益受到侵害的一项重要的补救措施。

[参考文献]

[1] 李海燕, 盖映红.《关于我国小股东权益的法律保护》当代法学, 2003, 10

[2] 何军香.《对上市公司构建独立董事制度的思考》.中国法学, 2003, 11

[3] (英) Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. Principles of Corporate Finance. China Machine Press, 2002

[4] Robert A. Jarrow. Finance Theory. Prentice - Hall, Inc., 1988

[5] Brian Coyle. Capital Structuring. Genlake Publishing Company, Ltd, 2000

* 基金项目:福州大学科技发展基金资助(2004—XQ(S)—05)