

中小投资者保护的中国实践：制度创新、成效与企盼（附录 1）

我国中小股东参与公司治理的机制汇总

治理机制	依据	不足/优点
一股一票	1994 年《公司法》规定，“股东出席股东大会，所持每一股份有一表决权”。	现实中金字塔结构和交叉持股导致两权分离，加之我国股权结构高度集中，主要体现在大股东意志
委托投票权、征集投票权	1994 年《公司法》规定，“股东可以委托代理人出席股东大会”。2002 年《上市公司治理准则》规定，“上市公司董事会、独立董事和符合有关条件的股东可向上市公司股东征集其在股东大会上的投票权”。	没有改变表决权的分配格局，且可能沦为不同利益集团争夺控制权的工具
临时股东大会召集权和提案权	1994 年《公司法》规定持股 10%以上的股东可以提议召开临时股东大会。2005 年修订的《公司法》规定，“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会”。	没有改变表决权的分配格局，且对中小股东有较高持股比例要求
累积投票制	2002 年证监会《上市公司治理准则》提出“控股股东控股比例在 30%以上的上市公司，应当采用累积投票制”，2005 年修订的《公司法》进一步对累积投票制做出了强制规定。	有助于增加中小股东行权的分量，减少外部性
重大事项分类表决制度	2004 年证监会《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》提出试行公司重大事项社会公众股股东表决制度。	有助于阻止损害中小股东利益的提案通过
网络投票制度	2004 年证监会《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》提出实行网络投票制度。	有助于提高中小股东的积极性
投资者网络交流平台	2010 年 1 月深交所上线的互动易、2013 年 7 月上交所上线的上证 e 互动、公司网上业绩说明会、股吧等	扩大了中小股东发声的影响力
中证中小投资者服务中心	2013 年《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中提出了“完善组织体系，探索建立中小投资者自律组织和公益性维权组织”的要求。2014 年 12 月投服中心正式成立。	通过与监管部门的深入合作、与司法体系的协同互补，与上市公司博弈中拥有更大的话语权

中小投资者保护的中国实践：制度创新、成效与企盼（附录 2）

康美药业案的简要介绍

投服中心在康美药业案的判决中起到了关键作用，该案为中国特别代表人诉讼第一案，具有标志性意义。2018 年 10 月 15 日，公众号“初善投资”发布《康美药业究竟有没有谎言》一文，提出康美药业存在存贷双高、净现比过低、应收账款和存货过高等问题，对其财务状况提出质疑。该文章随后在各大财经网站转载，引起投资者的注意，康美药业的股价也于 2018 年 10 月 16 日开始大幅下跌，后续随着调查深入，股价一路暴跌。从媒体质疑康美药业造假开始，到证监会做出处罚决定的这一年多时间里，康美药业股价下跌超过 80%，投资者蒙受了巨大的损失。在确定康美药业违法事实及处罚措施后，对其如何进行民事索赔成为了关注的重点。该案起初为普通代表人诉讼，在投服中心加入后申请转换为特别代表人诉讼，其诉讼效率得到较大提升，取得了较好的诉讼效果。作为首单特别代表人诉讼案，康美药业证券虚假陈述纠纷案最终于 2021 年 11 月 12 日获广东省广州市中级人民法院（以下简称广州中院）一审判决，该案以投资者原告胜诉而落槌，广州中院采用了投保基金的损失测算结果，投服中心代表的 52 037 名康美药业证券投资者共获赔 24.59 亿元。此次特别代表人诉讼程序的成功实行，既提高了广大中小投资者索赔的效率，有效地保护了投资者利益，也标志着我国资本市场法治建设的进一步成熟与完善，对蔑视资本市场规则、侵害投资者利益的违法活动起到了一定的震慑作用（钟腾 等，2023）。

中小投资者保护的中国实践：制度创新、成效与企盼¹（附录3）

外审评议与作者回复

第一份意见

审稿意见

该综述论文梳理和回顾中小投资者服务中心作为中小投资者保护的制度创新，研究话题很有意义，以下意见供参考。

1、题目可以修改为，中小投资者保护制度的中国创新实践、理论分析与文献梳理。就聚焦于投服中心这种制度创新。

2、文章的框架建议如下，资本市场的特征以及中小投资者在资本市场中面临的主要障碍，投服中心作为制度创新是如何解决上述障碍的，投服中心保护中小投资者利益的主要机制和渠道是什么（事前、事中、事后；还是其他分类），相应的文献研究发现和案例实践，研究展望和政策建议。

3、目前比较单薄，缺少一个比较有力有机的理论框架，还有众多的相关文献没有涉及。建议作者阅读一下，何慧华等，2022，如何让中小股东有力量——中国实践与文献梳理，《当代会计评论》（2）

作者回复

由衷感谢审稿专家的宝贵意见，所提意见颇具建设性，受此启发本人进行了如下修改。

1、对文章标题和章节标题进行了调整，并对章节内容进行了修改和完善，使得逻辑更加流畅。第一章增加了对证券违规处罚案件总数及处罚类型的数据统计，凸显中小投资者保护的重要性。第二章吸收何慧华等（2022）的研究，补充了中国投资者保护制度发展回顾的相关分析，以引出投服中心这一制度创新。在第三章内容中进一步突出投服中心的独特之处，压缩关于投服中心职能的一般性介绍。第四章分“事前、事中”和“事后”两方面探讨投服中心保护中小投资者利益的主要机制，并对内容进行了扩充。第五章对展望进行了稍许补充。

2、补充了一些相关文献，考虑到本文初衷并非准备做成文献综述，未对所有相关文献做全面回顾。

3、补充了3张表格，以辅助文字阐述。

4、对全文措辞和格式做了进一步打磨。

所有修改之处均以修订格式标出。

¹ 基金项目：国家自然科学基金面上项目“注册制下资本市场法律监管制度建设的效果评估及优化策略研究”（72373021）；对外经济贸易大学优秀青年学者资助项目“制度环境、公司治理与企业创新”（21YQ13）。

第二份意见

审稿意见

文章回顾了中外投资者保护制度实践，着重分析了我国投服中心的制度优势及其核心职能，并结合股东积极主义及相关学术研究探讨了投服中心行权成效。总体来看，文章研究主题重要，结构完整，论述切实。作者可能还需要解决以下一些问题：

1、投资者保护制度中外对比

其一，“相对于国外普遍采用的独立投资者服务机构……”，建议文中具体说明国外的独立投资者服务机构本质和特点是什么，以及其他地区类似的投资者保护机构（如日本股东权益监督组织、马来西亚少数股东观察组织、台湾投资人服务与保护中心等）与我国监管型投服中心（何慧华和方军雄，2021）在定位和功能上有何联系和区别，这样可以便于读者理解本文重点关注的投服中心相较于国外的特色制度优势。

其二，证券投资者保护公司一节中，仅列举美国证券投资者保护公司，建议补充中国证券投资者保护基金公司的成立背景和发展历程，这是我国另一重要投保机构，此处未予提及。

其三，文中仅列举中西方各有什么样的投资者保护制度设计，建议作者增加国外普遍存在的这些投资者保护制度为什么在我国“水土不服”的评述，例如我国机构参与不足、中小投资者诉讼困境、赔付机制薄弱等（辛宇等，2020），以便后续更好地切合后续投服中心-制度创新的讨论主题。

2、投服中心：中国特色中小投资者保护机构

文章在“康美药业”的案例引入中着重描写康美药业暴雷过程，对投服中心在“首例特别代表人诉讼案”中起到的开创性作用描写稍有不足。例如，康美药业案起初为普通代表人诉讼，此案在投服中心加入后申请转换为特别代表人诉讼，其诉讼效率、诉讼效果与此前有何区别。

3、投服中心作为监管型小股东行权的有效性

文章立足于股东积极主义理论，探讨投服中心的监管有效性。建议作者进一步补充我国中小投资者股东积极主义行为不足的成因讨论，例如行权成本-收益冲突、股权比例低等，由此引入投服中心作为小股东实践股东积极主义的讨论。

其次，对于投服中心“半公共-半私人”实施机制的理论论述略显零散。投服中心的特点一是监管机构批准设立和直接管理的非盈利公益组织²、二是具备专业能力的普通小股东。这种双重属性赋予其行政力量 and 市场化手段有机结合的治理优势，也是投服中心相较于其他中小投资者能够有效发挥股东积极主义的关键。建议作者围绕投服中心的独特组织性质，补充这种制度创新如何在中国特定的公司治理、法治水平以及公司发展阶段下填补现有的中小投资者保护制度。

4、其他

文中投服中心核心职能描述中“截至2023年2月底，投服中心共计持有5075家上市公司股票，累计行权3488场，累计行使股东权利4413次，包括建议权、质询权、投票权、临时股东大会召集权等”，建议补充数据来源，并从更多维度（诸如时间趋势、行业分布或者地区分布等）提供一些更详细的图表信息，帮助读者理解投服中心的职能履行情况。

5、参考文献

辛宇,黄欣怡,纪蓓蓓. 投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服

² [中证中小投资者服务中心持股行权工作规则（试行）](#) | [行权政策](#) | [中国投资者网 \(investor.org.cn\)](#)

证券支持诉讼的多案例研究[J]. 管理世界, 2020, 36(01): 69-87+235.

何慧华, 方军雄. 监管型小股东的治理效应: 基于财务重述的证据[J]. 管理世界, 2021, 37(12): 176-195.

作者回复

由衷感谢审稿专家的宝贵意见, 非常具有建设性和启发性, 本人受益匪浅。

1. 第二章第(一)节“投资者保护制度的中外对比”, 补充关于日本、韩国、马来西亚投资者保护公益组织的内容。补充关于中国证券投资者保护基金公司的内容。增加国外普遍存在的这些投资者保护制度为什么在我国“水土不服”的评述。补充美国的证券集团诉讼制度有关内容。对本节内容段落顺序进行了微调。

2. 第三章“投服中心: 我国中小投资者保护的制度创新”, 在康美药业的案例引入中突出投服中心作用。

3. 第四章第(一)节“作为监管型小股东积极行权改善公司治理”, 补充我国中小投资者股东积极主义行为不足的成因。补充投服中心行政力量 and 市场化手段有机结合的治理优势的论述。

4. 新增了 2 条相关文献。

5. 对文字和格式细节进行了校对。