

# 从优化营商环境的视角分析 中小投资者权益保护制度的完善

刘 洋\*

**摘 要:**2019年10月23日,世界银行发布了《2020年营商环境报告》,我国营商环境的总体排名居第31位,特别是在“中小投资者权益保护水平”这一指标中,我国取得了第28位的历史最好成绩。在取得成绩的同时,我们依然要清醒地看到,我们仍有一些不足之处。本文总结了世界银行报告发布一年来我国在优化营商环境方面作出的努力和获得的成果,并探求完善我国中小投资者权益保护制度的方向。

**关键词:**营商环境 中小投资者 权益保护制度

## 一、《2020年营商环境报告》关于资本市场 中小投资者权益保护方面的考量指标

2019年10月23日,世界银行发布《2020年营商环境报告》(以下简称报告)。报告的评价对象涉及全世界190个城市、地区和主要经济组织,中国的北京和上海两座城市入选。报告的评价指标主要包括:开办企业难易程度、税负水平、获得贷款难易程度和中小投资者权益保护水平等11项指标。我国的营商环境总体指标排名较上年上升了15位,排在第31位,超过了法国、瑞士和意大利等欧洲发达国家,这也是自该报告首期发布以来中国取得的最好名次。<sup>①</sup>

针对“中小投资者权益保护水平”这一指标,世界银行以一起非公允关联交易

---

\* 中证中小投资者服务中心有限责任公司资深经理,中级经济师。

① See *Doing Business 2020 (Economy Profile China)*, World Bank Group, p. 4.

导致的诉讼案件为背景,从多个角度设计问题对该案进行分析,并对假设该案发生于不同国家时各国对相同问题的不同处理方式进行评价打分。世界银行仅选取北京和上海作为样本从“对利益冲突进行监管的健全程度”和“上市公司股东治理方面的完善程度”两个维度对我国的中小投资者权益保护水平进行评价分析,两个维度又具体细化为六个评价方面,包括:信息披露指数、董事责任指数、股东诉讼便利指数、股东权利保护指数、所有权和控制权保护指数、公司透明度指数。<sup>①</sup> 六个评价方面又被进一步细化,针对每个方面设计一个或几个对应的问题,共计 38 个问题,问题对应的满分为 1 分、2 分或 3 分,总分共计 50 分,我国获得 36 分(相当于百分制的 72 分),排在第 28 位,以 0.4 分的优势超过了排在第 36 位的世界经济第一大国美国,这说明了我国近年来在中小投资者保护方面取得了显著的成绩和可喜的进步。与此同时,我们也应该清醒地看到,我国的投资者保护工作还有可以进步的空间。

## 二、《2020 年营商环境报告》揭示我国在中小投资者权益保护方面的主要“短板”及其原因

在上述 38 个问题中,我国有 9 个问题得分为 0 分,对应前述六个方面来看,主要集中于“董事责任指数”和“股东诉讼便利指数”两个方面,分别有 4 个和 2 个问题得到 0 分;其次是“股东权利保护指数”、“所有权和控制权的限度”和“公司透明度指数”三个方面,各有 1 个问题得到 0 分;我国在“信息披露指数”方面做得比较优秀,5 个问题均获得了满分。

从法理的角度看,存在问题比较集中的“董事责任指数”和“股东诉讼便利指数”两个方面恰好分属于制度设计过程中的实体性规则和程序性规则,这也从一个侧面揭示我国中小投资者保护的实体性规则和程序性规则均有比较大的提升空间。

在“董事责任指数”方面:第一个须完善的问题是“股东能否要求其他董事对交易给买方造成的损害负责?”关于该问题,在我国现行制度下股东并不能直接提出此类要求,只有当其他董事对此关联交易存在腐败、欺诈或重大过失时才能提

---

<sup>①</sup> 参见李彤彤、朱雅文、封寒冰:《〈2020 营商环境报告〉数据详解:中国为什么进步这么快》,载解放日报社旗下上观新闻网 2019 年 10 月 24 日, <https://www.jfdaily.com/statics/res/html/web/newsDetail.html?id=184125>。

出。从价值取向来看,世界银行对中小股东给予更多的保护。因公司及中小股东是关联交易的受害者且并无过错,故世界银行更偏向于保护公司及中小股东的权益,只要其权益因关联交易受损,则所有董事都因其未在董事会决议时否决此交易提案而应对该损失负责。而我国则从过错归责的角度看待此类问题,其他董事对关联交易并不知情,对关联交易给买方造成的损害并无过错,因此不应承担相应的责任。第二个须完善的问题是“如果股东提出索赔并胜诉,詹姆斯先生必须偿还交易利润吗?”世界银行从关联交易造成的实际损害结果出发,追本溯源,要求从事关联交易者赔偿中小股东的利益损失;而我国则从处罚角度出发,监管部门对于非公允关联交易的处理手段主要为责令其转让股权、责令公司调整董事、高级管理人员、进行纪律处分和罚款等监管措施,构成犯罪的,依法追究刑事责任等。对于关联交易本身所造成的盈利和损失,属于民事领域意思自治的范畴,但虽然价格不公允,仍为有效的交易。第三个须完善的问题是“詹姆斯先生是否因股东的成功索赔而被取消董事资格?”世界银行对从事关联交易者惩罚更严格,败诉的同时也意味着董事资格的取消;而如上文论述,我国则从处罚角度出发,监管部门对于非公允关联交易可以责令公司调整董事、高级管理人员,败诉并不意味着董事资格自动被取消。第四个须完善的问题是“如果股东获得胜诉,法院是否可以判决交易无效?”世界银行对关联交易的处理亦更严格,法院可以判决非公允的关联交易无效;而我国则从民事法律行为效力的角度出发,只有当存在欺诈、胁迫等违背交易双方真实意思的情况下,受欺诈方才能请求法院撤销关联交易的效力。

在“股东诉讼便利指数”方面:第一个尚待优化的问题是“原告能否在庭审中向被告和证人索取相关文件”?世界银行给予中小股东充分的取证权,可向被告及证人当庭索取相关文件;而我国则只在庭审前进行证据交换,双方当事人法官的主持下交流案件的事实和证据方面的信息,在庭审中并无此类制度设计。第二个尚待优化的问题是“原告可以要求被告提供不同种类的文件,而不必指明具体的文件种类吗”?世界银行对关联交易的举证要求也比较高,被告人要全面充分地举证以证明该笔关联交易公允有效;而我国则无此种特殊规定,被告仅针对原告诉称观点逐一进行举证答辩。

其余 3 个得分为 0 分的问题分别是,在“股东权利保护指数”项下,“每次买方(公司)发行新股时,股东会自动获得优先购买权吗”?在世界银行理想的规则下,

赋予中小投资者在持股企业发行新股时自动获得优先购买权,以防止其对公司享有的利益被稀释,防止公司内部既有的治理格局发生重大变化;<sup>①</sup>而在我国,原股东的新股优先认购权并不总是得到充分保护,甚至在某些情况下,还会受到侵害。<sup>②</sup>对原股东新股优先认购权的侵害一般表现为公司发行新股时作出的股东大会决议损害了原股东依法或按照公司章程所应当享有的优先认购部分新发行股份的权利,其实是公司的某一或某一部分股东出于各种目的,通过利用资本多数决原则,操纵股东大会损害其他股东的权益。<sup>③</sup>此外,由于公开发行人新股对公司的利润分配、融资规模和发行频率等财务指标有比较严格的要求,故上市公司新发股票再融资一般选取向符合条件的少数特定投资者(一般为大型机构投资者)非公开发行,即“定向增发”的形式。在“所有权和控制权保护指数”项下,“是否禁止任命同一个人担任首席执行官和董事会主席”?世界银行的标准较高,为防止公司治理权力过度集中,要求首席执行官和董事会主席不可互相兼任;而我国目前并未出台相关规定。<sup>④</sup>在“公司透明度指数”项下,“股东大会的详细通知必须在会议前21天发出吗”?世界银行的理想通知时间为会议前21天;而我国的通知时间稍晚,为会议前20天。<sup>⑤</sup>

### 三、《2020年营商环境报告》发布后我国中小投资者 权益保护工作取得的最新成绩

在《2020年营商环境报告》发布后的一年中,我国就“中小投资者权益保护水平”项下上述得分较差的方面进行了有针对性的制度设计优化,并在多地出台了优化营商环境的地方性法规。具体体现为以下方面。

#### (一)在“股东诉讼便利指数”方面

2020年3月,修订后的《证券法》正式生效,其中设立投资者保护专章,对普通投

① 参见赵莹:《新股认购优先权及其实现途径研究》,长春工业大学2010年硕士学位论文,第1页。

② 参见顾肖荣、陈历幸:《股东如何维护新股优先认购权不受侵害》,载《上海证券报》2005年4月26日。

③ 参见钱卫清:《股东新股优先认购权及其司法救济》,载找法网2019年3月13日,http://china.findlaw.cn/gongsifalv/gongsifalunwen/25496.html。

④ 《公司法》第114条规定:“公司董事会可以决定由董事会成员兼任经理。”

⑤ 《公司法》第102条第1款规定:“召开股东大会会议,应当将会议召开的时间、地点和审议的事项于会议召开二十日前通知各股东;临时股东大会应当于会议召开十五日前通知各股东;发行无记名股票的,应当于会议召开三十日前公告会议召开的时间、地点和审议事项。”

投资者的倾斜性保护、协议先行赔付、投资者保护机构代表人诉讼等制度设计都体现了我国对中小投资者的保护力度不断增强,彰显了我国的中小投资者权益保护工作体系日臻完善。特别是投资者保护机构代表人诉讼制度,是新修订的《证券法》在投资者权益救济方面最具亮点的制度安排。《证券法》第95条的规定<sup>①</sup>及最高人民法院、中国证监会和中证中小投资者服务中心配套出台的相关规定和业务规则明确了“默示加入,明示退出”的投保机构代表人诉讼制度体系。

上述制度安排,一方面,简化了中小投资者自己去立案诉讼的烦琐流程,有效降低了中小投资者提起诉讼的时间和经济成本。具体体现为,代表人可请求败诉的被告人赔偿合理的公告、通知、律师费等费用;<sup>②</sup>特别代表人诉讼案件不预交案件受理费,人民法院应当依照《诉讼费用交纳办法》的规定决定是否准许败诉原告减交或者免交败诉诉讼费;<sup>③</sup>人民法院可以不要求提供财产保全担保<sup>④</sup>等。另一方面,也提高了人民法院和投资者保护机构中小投资者权益救济的效率。具体体现为,人民法院和投资者保护机构依托信息化技术手段开展立案登记、诉讼文书送达、公告和通知、权利登记、执行款项发放等工作;<sup>⑤</sup>探索代表人诉讼与支持投资者提起诉讼、股东派生诉讼等非代表人诉讼机制的衔接等。

此外,从特别代表人诉讼的启动方式上看,也让投资者获得了更大的便利。根据最高人民法院的有关规定,人民法院已经根据相关法律规定发布权利登记公告的,投资者保护机构在公告期间受50名以上权利人的特别授权,可以作为代表人参加诉讼。先受理的人民法院不具有特别代表人诉讼管辖权的,应当将案件及时移送。不同意加入特别代表人诉讼的权利人可声明退出,且退出不影响原诉讼

---

① 《证券法》第95条第3款规定:“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”

② 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第25条规定:“代表人请求败诉的被告赔偿合理的公告费、通知费、律师费等费用的,人民法院应当予以支持。”

③ 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第39条规定:“特别代表人诉讼案件不预交案件受理费。败诉或者部分败诉的原告申请减交或者免交诉讼费的,人民法院应当依照《诉讼费用交纳办法》的规定,视原告的经济状况和案件的审理情况决定是否准许。”

④ 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第40条规定:“投资者保护机构作为代表人在诉讼中申请财产保全的,人民法院可以不要求提供担保。”

⑤ 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第4条规定:“人民法院审理证券纠纷代表人诉讼案件,应当依托信息化技术手段开展立案登记、诉讼文书送达、公告和通知、权利登记、执行款项发放等工作,便利当事人行使诉讼权利、履行诉讼义务,提高审判执行的公正性、高效性和透明度。”

进行。<sup>①</sup>此种先普通代表人诉讼后特别代表人诉讼的“递进式”制度安排,能够同时给予投资者两种代表人诉讼的制度保护,穷尽两类保护措施。另外,在投资者“明示退出”后,原诉讼继续进行,在给予投资者两种代表人诉讼制度保护的同时,又不影响诉讼的应有秩序,从而大大降低了股东提起诉讼的难度,提升了诉讼推进的效率。

最后,从特别代表人诉讼上诉的方式上看,也让投资者获得了便捷。根据最高人民法院的有关规定,一审判决后,代表人若放弃上诉,应在上诉期限届满前通知全体原告。原、被告在一定期间内未上诉的,一审判决在全体原、被告间生效。原告在一定期间内上诉的,人民法院对上诉的原告按上诉处理。被告在上诉期间内未上诉的,一审判决在未上诉的原告与被告之间生效,二审裁判的效力不及于未上诉的原告。<sup>②</sup>这种既考虑投资者上诉的便捷性,又尊重投资者自己提起诉讼的权利的制度设计,是一种两全其美的制度亮点。

## (二)在“董事责任指数”方面

以信息披露方面为例,修订后的《证券法》在董事须承担相应的责任以外,进一步将责任主体扩大至公司的控股股东、实际控制人,更好地解决了公司控股股东、实际控制人利用不在公司任职董监高而免于进行信息披露的难题。一是明确了控股股东、实际控制人的定义,使侵权行为的责任承担主体更加明确。二是增加了应当披露的重大事件事项范围,包括第80条规定:“……公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化。”将同业竞争纳入信息披露的范围改变了过去对同业竞争的关注主要停留在公司首次公开募股(Initial Public Offering, IPO)阶段的状况,显示出对同业竞争信息披露的重视。增加“公司的控股股东、实际控制人涉嫌犯罪被依法采取强制措施”的披露。控股股东、实际控制人涉嫌犯罪对于上市公司尤其是民营企业影响颇大,因此,增加关于控股股东、实际控制人对于涉嫌犯罪的信息披露事项对证券市场及广大中小投资

---

<sup>①</sup> 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第32条规定:“人民法院已经根据民事诉讼法第五十四条第一款、证券法第九十五条第二款的规定发布权利登记公告的,投资者保护机构在公告期间受五十名以上权利人的特别授权,可以作为代表人参加诉讼。先受理的人民法院不具有特别代表人诉讼管辖权的,应当将案件及时移送有管辖权的人民法院。不同意加入特别代表人诉讼的权利人可以提交退出声明,原诉讼继续进行。”

<sup>②</sup> 《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第28条规定:“一审判决送达后,代表人决定上诉的,应当在上诉期间届满前通知全体原告。原告自收到通知之日起十五日内决定放弃上诉的,应当通知一审法院。被告在上诉期间内未上诉的,一审判决在放弃上诉的原告与被告之间生效,二审裁判的效力不及于放弃上诉的原告。”



者有重要意义。增加“公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的,应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司,并配合公司履行信息披露义务”。这一规定明确了控股股东、实际控制人的信息披露义务,强化了其信息披露责任,有助于信息披露制度得到切实执行。三是规定控股股东、实际控制人承担过错推定的连带赔偿责任,将原《证券法》控股股东、实际控制人的责任形式由过错责任修改为过错推定责任。<sup>①</sup> 此项修改显著降低了受损投资者向控股股东、实际控制人请求民事赔偿的举证难度,进一步压实了上市公司董事及实控人的责任。未来,中证中小投资者服务中心提起证券代表人诉讼或证券支持诉讼时,依据“追首恶”原则追究控股股东、实际控制人的民事赔偿责任时,亦能够依据过错推定的原则追究控股股东、实际控制人的法律责任,大大降低了原告方的举证难度,能够从源头上实现对实际侵权者的追责。四是大幅提高对控股股东、实际控制人的处罚力度。《证券法》不仅整体加大了对控股股东、实际控制人信息披露违法违规的处罚力度,而且还针对不同形式的信息披露违法行为区分了处罚位阶,着重打击信息披露中存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的违法行为,形成了对控股股东、实际控制人的有效威慑。五是新设控股股东、实际控制人公开承诺的信息披露义务。《证券法》为控股股东、实际控制人作出公开承诺的行为增设了信息披露义务及相应的赔偿责任。<sup>②</sup> 该条规定加强了对控股股东、实际控制人的约束,要求相关人员真正做到有诺必践,违诺必究。若后续出现上述人员不履行公开承诺并给投资者造成损失的,投资者可依据该条依法追究其民事责任,有力保障了投资者的信赖利益。

### (三)在“股东权利保护指数”方面

2020年2月14日,证监会发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》、《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》、《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》(以下简称《再融资规则》)。其中的一处修改内容为,将主板(中小板)、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过10

---

<sup>①</sup> 《证券法》第85条规定:“信息披露义务人未按照规定披露信息,或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任;发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”

<sup>②</sup> 《证券法》第84条第2款规定:“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的,应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”

名和5名,统一调整为不超过35名,并将锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月,且不适用减持规则的相关限制。这一修订拓宽了非公开发行股票发行对象的范围,缩短了限售锁定期,免去了减持规则的限制,是优化营商环境的一项具体体现。

#### (四)在“公司透明度指数”方面

为提升上市公司与投资者的关系,促进公司治理信息更加透明,上海证券交易所发布了《上市公司重大资产重组信息披露业务指引》等业务规则文件,深圳证券交易所也修订了《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年修订)》《创业板上市公司规范运作指引(2020年修订)》等制度文件。笔者梳理了现行的投资者说明会等各类会议的召开要求,便于对比参考(见表1)。

表1 上市公司各类说明会的召开要求汇总

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
业绩说明类事项								
深主板、中小板	自愿	年度报告说明会	上市公司年报披露	深圳证券交易所鼓励公司在披露年报后15个工作日内举行年度报告说明会	公司拟召开年报说明会的,应当至少提前2个交易日发布召开通知	由公司董事长(或总经理)、财务负责人、独立董事、董事会秘书、保荐代表人出席	对公司所处行业状况、发展战略、生产经营、财务状况风险与困难等投资者关心的内容进行说明	《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》



续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
深主板	强制	业绩说明会	纳入“沪深 300 指数”的上市公司 2019 年年报披露	为充分发挥业绩说明会的作用,请纳入“沪深 300 指数”的主板上公司在 2019 年年报披露后 15 个工作日内举行业绩说明会	公司应至少提前 2 个交易日发布业绩公告	公司应至少提前 2 个交易日发布业绩公告 出席人员包括公司董事长(或总经理)、财务负责人、独立董事(至少 1 名)、董事会秘书、董事长亲自出席	1. 公司所处行业的状况、发展前景、存在的风险。 2. 公司发展战略、生产经营、募集资金使用、新产品和新技术开发进展。 3. 公司财务状况和经营业绩及其变化趋势。 4. 公司在业务、市场营销、技术、财务、募集资金用途及发展前景等方面存在的困难、障碍,或有损失。 5. 投资者关心的其他内容	《关于纳入“沪深 300 指数”的上市公司召开年度业绩说明会的通知》
中小板	强制	年度报告说明会	上市公司年报披露	在年度报告披露后 10 个工作日内通过互联网举办年度报告说明会	有关通知应当至少提前 2 个交易日以报告发布的形式发出	上市公司董事长(或者总经理)、财务负责人、独立董事(至少 1 名)和保荐代表人(至少 1 名)应当出席会议	对公司所处行业状况、发展战略、生产经营、财务状况等风险与困难等内容进行说明	《中小企业板信息披露业务备忘录第 2 号——定期报告披露相关事项》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
创业板	自愿	年度报告说明会	上市公司年报披露	深圳证券交易所鼓励上市公司在年度报告披露后15日内举行说明会	应当至少提前2个交易日发布通知	公司董事长(或总经理)、财务总监、独立董事、董事会秘书、保荐代表人出席	对公司所处行业状况、发展战略、生产经营、新产品开发、财务状况、新技术开发、投资风险因素等进行说明	《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引(2020年修订)》《深圳证券交易所创业板上市公司股票上市规则(2020年修订)》
现金分红类事项								
沪主板、科创板	强制	业绩说明会或者现金分红说明会	上市公司当年现金分红水平触及《上海证券交易所上市公司现金分红指引》第8条、第10条和第11条的规定	应当在年度股东大会召开前说明	应当在拟召开股东大会前说明	至少应当包括公司财务负责人、董事会秘书、证券事务代表、高级管理人员及其他工作人员	上市公司应当在投资者问答环节予以说明	《上海证券交易所关于推进上市公司投资者工作的通知》《上市公司现金分红指引》《上市公司公告格式指引第十九号——上市公司利润分配、公积金转增股本公告》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
科创板	根据要求	投资者说明会、公告等形式	上市公司具备条件但未进行现金分红	根据上海证券交易所的要求	在拟召开说明会前，在指定媒体上发布预告事项	【科创板要求】董事会、控股股东及实际控制人（【上海证券交易所总体要求】至少应当包括公司董事会秘书和财务负责人，上海证券交易所鼓励公司董事长、总经理等高级管理人员以及其他具体工作的负责人出席会议）	根据上海证券交易所的要求说明原因	《上海证券交易所科创板股票上市规则》《关于推进上市公司投资者说明会工作的通知》《上市公司现金分红指引》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
重大事项类								
深主板、中小板、创业板	强制	媒体说明会	上市公司的重大资产重组事项涉及《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第3号——重大资产重组》第37条	在发出通知后的两个交易日内召开媒体说明会	1. 属于《上市公司重大资产重组管理办法》第13条规定的交易情形的，上市公司应当披露深圳证券交易所重组问询回复公告； 2. 出现《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第3号——重大资产重组》第2项至第4项情形的，上市公司应当在深交所提出及发出通知	媒体说明会的参会人员应包括上市公司的现任控股股东、实际控制人或其授权代表，上市公司董事、监事及高级管理人员，拟新进入的控股股东、实际控制人(如有)或其授权代表和其他主要交易对方代表，重组标的董事和高级管理人员以及中介机构代表	1. 上市公司现控股股东、实际控制人应充分说明本次交易的必要性、交易作价的合理性、承诺履行和上市公司规范运作等情况； 2. 上市公司董事、监事及高级管理人员应充分说明其对交易标的及其行业的了解情况、重大媒体质疑和投诉举报的主要内容及说明(如有)，以及董事、监事及高级管理人员在本次重大资产重组项目的推进和筹划中是否切实履行了忠实、勤勉义务等； 3. 拟新进入的控股股东、实际控制人应详细说明交易作价的合理性、业绩承诺的合规性和合理性(如有)； 4. 交易对方和重组标的董事及高级管理人员应充分说明重组标的报告	《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第3号——重大资产重组》

续表

适用 板块	是否 强制	会议 类型	事项	召开时间 的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
							<p>期生产经营情况和未来发展规划,以及对相关的重大媒体质疑和投诉举报的说明(如有);</p> <p>5. 中介机构应充分说明核查过程和核查结果,评估机构应说明重组标的的估值假设、估值方法、估值过程的合规性和估值结果的合理性,披露重组预案但未披露交易标的预估值及拟定价的,应当说明原因及影响(如适用);</p> <p>6. 参会人员认为应说明的其他问题;</p> <p>7. 中国证监会及其派出机构和深圳证券交易所要求说明的其他问题;</p> <p>8. 因涉嫌规避重组上市监管要求召开媒体说明会的,上市公司现控股股东、实际控制人以及独立财务顾问应明确说明本次重大资产重组是否构成重组上市</p>	

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
深主板、中小板、创业板	自愿或据要求	投资者说明会	上市公司重组后出现重大市场质疑的披露事项	上市公司在公告披露的同时，应主动召开投资者说明会，澄清公告内容，并可同时召开投资者说明会	无明确规范（在深证交易所提出后发出通知）	投资者的说明会人员至少应包括上市公司董事长、总经理、董事会秘书或其代表、重组的主要高级管理人员、独立财务顾问、主办人	无明确规范（介绍情况、解释原因、回答问题）	《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第3号——重大资产重组》
深主板、中小板、创业板	自愿或据要求	投资者说明会	上市公司重组时间较长，且筹划资产停牌终止重组	交易所鼓励上市公司召开投资者说明会，视情况可召开投资者说明会	无明确规范（在深证交易所提出后发出通知）	参会人员至少应包括上市公司董事长、总经理、董事会秘书或其代表、重组的主要高级管理人员、独立财务顾问、主办人	上市公司应就终止重组事项的具体原因、决策过程以及对公司的影响等内容作出说明，并披露投资者说明会的相关情况	《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第3号——重大资产重组》



续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
深主板、中小板、创业板	根据要求	投资者说明会	上市公司因拟变更公司名称受到重大媒体质疑	无明确规定(在深圳证券交易所提出要求后召开)	无明确规定(在深圳证券交易所提出要求后及时发出召开通知)	无明确规定(根据深圳证券交易所相关要求)	应当及时就更名事项作出补充说明并披露。就更名事项与投资者互动交流。应当在投资者说明会召开后次一交易日披露投资者说明会的召开情况	《深圳证券交易所上市公司规范运作指引(2020年修订)》《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引(2020年修订)》
深主板、中小板、创业板	自愿或根据要求	公开说明会	媒体出现对公司重大质疑时	无明确规定(公开说明会原则上在非交易时间召开)	无明确规定(在深圳证券交易所提出要求后及时发出召开通知)	无明确规定(根据深圳证券交易所相关要求)	无明确规定(对相关事项进行说明)	《深圳证券交易所上市公司规范运作指引(2020年修订)》《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引(2020年修订)》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
沪主板、科创板	强制	媒体说明会、投资者说明会	【媒体说明会】上市公司相关重大事项受到市场高度关注或质疑。【投资者说明会】上海证券交易所《关于进一步加强上市公司投资者关系管理工作的通知》第8条规定	无明确规定(及时召开)	【媒体说明会】及时召开或根据要求；【投资者说明会】在说明会拟召开日前在中国证监会的指定媒体上发布公告,预告说明会的具体事项	【媒体说明会】上市公司董事长、总经理、董事会秘书、财务总监或其他责任人应当参加说明会。【投资者说明会】至少应当包括公司董事会秘书和财务负责人,上海证券交易所鼓励公司董事长、总经理等高级管理人员以及其他具体工作的负责人出席会议	介绍情况、解释原因,并回答相关问题	《上海证券交易所关于推进上市公司召开投资者说明会工作的通知》《关于进一步加强上市公司投资者关系管理工作的通知》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
沪主板、科创板	强制	媒体说明会	按照中国证监会有关规定,上市公司重组上市	<p>1. 上市公司筹划重组上市的,应当在披露重组预案后召开媒体说明会。上市公司披露重组草案后,应当在重组召开媒体说明会。停牌期间,上市公司应当在公告披露之日起 5 个工作日内召开媒体说明会。</p> <p>2. 上市公司应当在召开公告披露之日起 5 个工作日内召开媒体说明会。</p>	上市公司应当在重组预案或收到媒体说明会要求公告披露的 2 个工作日内,公告召开媒体说明会的具体安排	<p>1. 上市公司相关人员,包括实际控制人、上市公司董事、独立董事、董事、总经理、董事会秘书及财务负责人等;</p> <p>2. 标的资产相关人员,包括实际控制人、董事、总经理及财务负责人等;</p> <p>3. 中介机构相关人员,包括会计师、事务所、律师事务所、评估机构的主办人员和签字人等;</p> <p>4. 停牌前 6 个月及停牌期间取得标的资产股权的个人或机构负责人;</p>	<p>1. 上市公司实际控制人应当说明本次重组上市交易的必要性、交易定价原则、标的资产的估值合理性;</p> <p>2. 上市公司独立董事应当对评估机构或者估值机构的独立性、评估或估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表明确意见;</p> <p>3. 标的资产实际控制人应当说明标的资产的行业状况、生产经营情况、未来发展规划、业绩承诺、业绩补偿承诺的可行性及保障措施等;</p> <p>4. 中介机构相关人员应当对其职责范围内的尽职调查、审计、评估等工作发表明确意见;</p> <p>5. 上市公司或重组标的最近五年内因违法违规受到中国证监会行政处罚或交易所自</p>	《上市公司重组上市媒体说明会指引》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
						5. 公司或标的资产相关方认为有必要的, 可以邀请相关行业专家、证券分析师等参会	律监管措施的, 相关人员应当说明整改情况及对本次交易的影响	
沪主板、科创板	根据要求	媒体说明会	按照中国证监会有关规定, 上市公司重大资产重组未构成重大的资产重组	中国证监会或证券交易所根据需要提供召开媒体说明会	无明确规定 (“重组交易构成重组上市”召开媒体说明会的要求)	无明确规定 (“重组交易构成重组上市”召开媒体说明会的要求)	无明确规定 (“重组交易构成重组上市”召开媒体说明会的要求)	《上市公司重组上市媒体说明会指引》
沪主板、科创板	强制	投资者说明会	上市公司重组报告书披露预案、重组报告终止后终止	在董事会审议通过重组议案后, 应当在审议终止重组议案时召开投资者说明会, 并披露相关情况	在说明会召开前, 应当在指定媒体发布预告事项	参加投资者说明会的人员至少应当包括上市公司董事长、总经理、董事会秘书、交易对方或其代表、重组标的董事和高级管理人员、独立财务顾问、主办人	介绍情况、解释原因, 并回答相关问题	《上海证券交易所上市公司重大资产重组信息披露业务指引》《关于推进上市公司投资者工作的通知》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
沪主板、科创板	根据要求	投资者说明会	上市公司变更证券简称公告后,媒体、投资者对上市公司变更证券简称提出质疑	上海证券交易所视情要求上市公司召开投资者说明会	在拟召开说明会前,在指定网站发布预告事项	至少应当包括公司董事会秘书和财务负责人,上海证券交易所鼓励董事长、总经理及其他高级管理人员出席会议	说明变更证券简称的主要情况和理由,并于次日公告	《上市公司变更证券简称业务指引》《关于推进上市公司投资者说明会工作的通知》
创业板	强制	投资者说明会	上市公司股票交易出现深圳证券交易所业务规则规定的严重异常波动的,应当于次日披露核查公告;无合法披露的,应当申请其股票自次一交易日起停牌核查。核查发现存在未披露重大事项	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定	《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年修订)》

续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
其他情况								
沪主板、科创板、深主板、中小板	根据要求	投资者说明会	证券发行人及相关主体出现交易所规定的违规行为	无明确规定 (由交易所向监管对象发出书面决定,告知其召开投资者说明会的事项、时限和 requirements 等) 【上海证券交易所额外要求】并在中国证监会指定媒体或本所网站予以公开	无明确规定 (由交易所向监管对象发出书面决定,告知其召开投资者说明会的事项、时限和 requirements 等) 【上海证券交易所额外要求】并在中国证监会指定媒体或本所网站予以公开	参加投资者说明会的人员至少应当包括上海证券交易所上市公司董事长或总经理、董事会秘书、交易对方或其代表、重组标的主要董事和高级管理人员、独立财务顾问主办人(【深圳证券交易所】无明确规定)	就特定事项公开向投资者作出解释或者说明	《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法(2019年修订)》《关于推进上市公司召开投资者说明会工作的通知》《科创板股票上市规则》《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分实施细则(2018年修订)》
沪主板、深主板、中小板	自愿(应利用多种方式)	投资者座谈会、媒体说明会、网上路演、走访机构投资者、发放征求意见函等多种方式	上市公司股权分置改革	自相关股东大会发布之日起10日内	无明确规定	公司董事会应当协助非流通股股东	与A股市场流通股股东进行充分沟通和协商,同时公布热线电话、传真及电子信箱,广泛征求流通股股东的意见,使改革方案的形成具有广泛的股东基础	《上市公司股权分置改革管理办法》



续表

适用板块	是否强制	会议类型	事项	召开时间的要求	通知时间	参与人	说明会内容	规则依据
沪主板、科创板	根据要求	媒体说明会	上海证券交易所对上市公司披露高送转方案进行审核,发现可能引起市场误解	无明确规定(上海证券交易所认为必要的,还可以要求公司召开媒体说明会)	无明确规定(上海证券交易所认为必要的,还可以要求公司召开媒体说明会)	无明确规定	可以要求公司向投资者作出充分解释并对外披露	《上海证券交易所上市公司高送转信息披露指引》
沪主板	自愿(应利用多种渠道)	“e互动”平台、股东大会、分析师会议、投资者说明会、业绩说明会等多种渠道	沪股通公司应当重视投资者关系管理,充分考虑境外投资者地域的特殊性	无明确规定(可参照《关于推进上市公司投资者说明工作的通知》)	无明确规定(可参照《关于推进上市公司投资者说明工作的通知》)	无明确规定(可参照《关于推进上市公司投资者说明工作的通知》)	与投资者进行交流,并及时回复投资者关注事项	《上海证券交易所关于加强沪港通业务中上海证券交易所上市公司信息披露相关工作的通知》《关于推进上市公司召开投资者说明工作的通知》

### (五)优化营商环境的其他工作成果

除上述中小投资者权益保护方面的制度成果外,上海市积极针对世界银行报告揭示的“短板”,主动作为,制定有关地方性法规。2020年4月,《上海市优化营商环境条例》正式颁行实施,该条例对标国际最高标准的同时突出上海特色,聚焦市场环境、政务服务、公共服务、监督执法、法制保障等当前市场主体反映强烈的营商环境主要问题和关键环节,对优化营商环境有关法律、法规,予以进一步细化、完善。在成熟的配套制度体系下,上海定会在后续的营商环境评价中取得更加辉煌的成绩。

与此同时,北京、天津、广州、深圳、山东、黑龙江、辽宁、吉林、河北、陕西都及时颁

布出台了优化营商环境条例,真正实现了在全国范围内营造更规范、高效营商环境的优良氛围。

#### 四、根据《2020 年营商环境报告》揭示的问题探索我国 中小投资者权益保护的 directions

对于上述 9 个得分为 0 分的问题,我国可对照世界银行在本次调查报告中所展示的中小投资者保护方面的优秀做法检视我国存在的不足之处,并吸收其先进经验完善我国中小投资者保护的制度建设。

诚然,制度建设非一朝一夕之功,需要兼顾连贯性和平稳性,不宜一蹴而就。因此,可探索采用对世界银行的标准和我国现行制度进行折中的方式对我们在中小投资者保护方面存在的上述 9 个问题进行完善。比如,若其他董事对非公允关联交易存在一般过失,则应对此关联交易负责;要求行为人部分返还因非公允关联交易所获利润;发生两次非公允的关联交易即被取消董事资格;法院可部分撤销非公允关联交易的效力(如撤销其中非公允条款的效力);允许原告从被告或证人处当庭获取部分证据(如证明关联交易不公允的直接证据、支持被告辩称观点的证据等);以列举的形式规定非公允关联交易案件的若干待证事项无须原告提出具体诉请,由被告举证,进而适度增加被告人证明关联交易公允有效的举证责任范围;适度降低上市公司公开发行新股再融资的财务指标门槛;规定在一定期限内可兼任同一公司首席执行官和董事会主席;前移股东大会的通知时间等。用更完善的制度设计进一步督促公司董事履行对公司勤勉尽责的法定义务,便捷中小股东行使诉权的流程,保护中小股东对所投资企业的信赖利益。

综上,唯有不断完善我国资本市场的制度建设,补足我国资本市场中小投资者权益保护的制度“短板”,才能更好地适应国际化背景下我国经济发展所面临的新形势,把握经济发展过程中所产生的新机遇,更好地迎接经济发展过程中所面临的新挑战,为国内外中小投资者营造更适宜商业发展的经济投资环境。