

投资者保护系列研究报告之二

# 公司治理与投资者保护

---

研究中心：鹿晓楠

2002年1月



投资者<sup>①</sup>是证券市场的主体，其合法利益能否得到有效保护，将直接影响到证券市场的运行与发展。完善的公司治理不仅关系到公司自身的健康发展，而且与投资者利益的保护和证券市场的规范发展密切相关。

## 1 公司治理与投资者保护

### 1.1 投资者保护是证券市场发展的基石

投资者的保护程度对于公司自身和证券市场的发展具有重要意义。从公司价值的角度来看，其衡量的主要指标是公司的市场价值，而市场价值体现为股权价值和债权价值之和。在投资者权益遭受侵犯的情况下，他们不愿持有公司股票或对公司股票定价较低，导致股票交易低迷，价格低估（债券也是如此），公司的市场价值下跌。另一方面，投资者（股东）之间也存在利益冲突的可能，在存在大股东“掠夺”（expropriation）的公司，不仅中小投资者投资热情不高，经理层的经营管理积极性也往往受到影响。经理层的激励计划多与股价相结合，“掠夺”使他们工作成绩无法通过股价反映出来，从而影响其积极性的发挥。这两个因素都会对公司价值产生负面影响。衡量公司价值的常用指标是 Tobin Q 值，Q 值越高，公司价值也越高。国外实证研究显示，在其他条件不变的情况下，投资者保护较好国家公司的 Tobin Q 值也较高。拉波特、施雷弗尔等经济学家通过对 49 个国家投资者保护机制的研究表明：投资者权益保护机制越差的国家，金融市场越不发达。这进一步说明了保护股东合法利益不仅是公司自身发展的要求，也是一国证券市场健康发展的客观需要。

### 1.2 中小投资者保护难题

股东的话语权通常根据其持股数量多少来分配，但由于中小股东持股数量较少且缺乏一致行动及存在“搭便车”的行为倾向，它们在公司治理中处于不利地位，容易受到损害。这种损害主要来源于两方面：一是管理层的机会主义行为带来的损害，即委托代理成本，这种损害是所有股东包括中小股东在内都要承受的；另一方面的损害来自控股股东，在企业理论中称其为“掠夺”，它是指控股股东利用其控制地位，通过损害小股东利益增加自身利益的行为。代理成本与“掠夺”行为联系密切，当大股东控制管理层或管理层持有较大份额的股权时，二者常常合二为一。在实践中，即使大股东与管理层相分离，为获得大股东的支持，管理层也往往做出有利于大股东的决策，这时代理成本直接体现为大股东的“掠

---

<sup>①</sup> 投资者这一概念一般指企业的借贷人（债权人）和上市公司的股东。在此，我们只将投资者狭义定义为上市公司的持股股东，而不考虑债权人。

夺”。“掠夺”的主要有以下几种表现形式<sup>①</sup>：关键人物在母公司和上市公司双重任职或安排自己的家族成员在公司担任管理职务；奢侈的在职消费；给管理层支取过高的薪水；同业竞争；以不公平价格与上市公司进行关联交易；挤占挪用上市公司资金；为大股东或者其他关联企业提供巨额债务担保；发行股票稀释小股东股份价值；股票发行时作虚假或者误导性陈述等。

从以上分析可见，由于中小投资者在公司治理结构中处于不利地位，各国不仅普遍存在着非法掠夺中小投资者利益的现象(如内部人对利润的侵吞)，而且以合法的程序掠夺投资者的现象也比比皆是<sup>②</sup>，因此，需要有针对性的制度安排才能有效保护中小投资者的利益。从这个意义上说，通过完善公司治理建立保护中小投资者免受内部人“侵犯”的机制是十分必要的（LaPorta 等，1999）。

### 1.3 公司治理结构演进与投资者保护

公司治理结构与投资者保护之间的关系是公司理论的重要组成部分，随着实践的发展，经济学家研究两者关系的视角经历了一个逐步演进的过程。莫迪亚里和米勒的 MM 理论认为企业是投资项目和项目所创造的现金流的集合，债券和股票被认为是对现金流的要求权，但他们没有解释管理者为什么要向投资者分配现金流。代理理论指出，由于内部人可以利用公司资源为自己谋取私利，投资者对现金流的分配要求并不是理所当然全部获得的。Jensen 和 Meckling（1976）将对现金流的要求权视为一系列合约赋予投资者的权利，在他们看来，投资者的现金红利要求权是对内部人代理权利的一种制度制约。Grossman 和 Hart 的产权理论将投资者权力区分为合约性控制权和剩余性控制权。投资者对现金流的要求权同其替换管理者、强制分红、阻止以投资者利益为代价的有利于内部人的投资决策、起诉管理者等权力结合在一起。企业资本结构的变化不仅仅是收入分配结构的变化，而且也是投资者和内部人之间权力结构的调整。公司法人治理结构对于调整外部投资者和公司内部人之间的权力结构起到关键作用，从而直接影响到对于投资者的保护程度。

从公司治理结构嬗变的实践来看，西方国家的公司治理（主要体现为股东在股份有限公司治理结构中的地位和作用）经历了一个从管理层中心主义到股东会中心主义再到董事会中心主义的曲折变化历程，对投资者的保护也历经了一个类似的发展过程。

早期的股份有限公司中，没有股东大会之类的机构，股东权利是没有保障的。18、19 世纪以来，受民主思潮的影响，各国公司立法逐渐开始规定股东大会是

---

<sup>①</sup> 这些掠夺方式在我国上市公司的实践中几乎都存在。

<sup>②</sup> 如以较低的市场价格进行资产替换、在企业管理职位上任人唯亲、过高地支付管理者报酬等行为，这些行为并不违法。

股份有限公司的最高决议机关，与公司有关的重大事项，股东大会均有权决定。股东会中心主义的目的在于通过股东大会的直接干预来实现公司的自我约束与监督，从而保护股东自身的权益不受管理人员的侵犯。从实施效果上来看，这一时期股东在公司治理结构中的地位有较大幅度的提高，对投资者的保护也得到了加强。

进入 20 世纪以来，随着科学技术进步、市场竞争加剧和证券市场的迅速发展，股份有限公司规模不断扩大，公司股份也日益走向分散化，股东会中心主义变得名不符实。股东大会形式化的结果意味着支配公司的权限日益集中于公司经营者手中。相应地，各国股份公司纷纷开始成立董事会，由董事会代表全体股东对经理层进行监督，而各国公司法也转而加强董事会的权限。股东大会的地位开始下降，公司治理经历了一个从股东会中心主义向董事会中心主义的变迁。至此，董事会在公司治理结构中开始处于核心地位。

在股权高度分散、缺乏控股股东的情况下，由于单个股东精力、能力有限，在董事会选聘的环节上存在“搭便车”的难题，没有一个股东有足够的动力去挑选董事，挑选董事的任务便落到了经营者的手中。致使股东选聘董事组成董事会，董事会聘请经理层的法律逻辑，变成了经理层挑选董事、经理层控制董事会的实际运作。这样一来，经理层侵犯投资者的现象便难以杜绝。在股权相对集中和存在控股股东的情况下，控股股东控制了董事的选聘，中小投资者权益受侵犯的现象便以大股东“掠夺”小股东的方式出现。虽然大股东与小股东根本利益具有一致性，但二者也存在很大差别。大股东与小股东相比，在利益享受与风险承担方面有很大的不同，在信息获取程度方面有很大的信息不对称性，在对企业经营影响上有极大的差异，因此，大股东会借助其有利地位损害小股东利益。虽然小股东有维护自身利益的手段（如“用脚投票”），但这只是一种被动性手段。在投资者保护薄弱的国家和地区，两种侵犯中小股东的方式常常交织在一起，小股东处于十分不利的地位。因此，如何通过完善公司治理结构加强对中小投资者的保护便成为当今各国证券市场亟待解决的问题。

## 2 公司治理中的投资者保护机制

现代公司制企业的飞速发展得益于其强大的资本基础和专业的管理职能，但在信息不对称的条件下，如果缺乏健全的公司治理，便容易产生代理人（经营者）侵犯委托人（所有者）利益的问题。这一代理问题或道德风险问题存在于股东和经理层之间，也可以存在于大股东和小股东之间，存在于股东和债权人之间，存在于控股股东和包括供货商和企业的工人等在内的其他相关人之间。

公司治理的任务在于通过促进利益各方（股东、管理层、债权人和金融市场

上潜在的投资者)的协作, 实现利益各方的激励相容, 以达到保护股东的利益和实现其他公司目标<sup>①</sup>。从保护投资者的角度来看, 公司治理可以显著降低内部人“掠夺”的效率: 在完全缺乏公司治理机制的极端情况下, 内部人可以方便地直接窃取公司的利润, 对投资者保护程度等于零。这时, 如果企业缺乏良好的信誉, 任何理性的外部投资者都不会向它融资。随着公司治理的完善和投资者保护程度的提高, 内部人必须通过一些更加巧妙方式, 如建立中介子公司, 来转移和窃取利润。当公司治理相对完善、投资者保护相对充分时, 内部人至多只能通过给自己定高薪酬、将自己的亲朋好友安排在管理层、运营一些低效而又浪费性的工程项目来满足自己的私利 (LLSV, 2000)。当公司治理充分完善时, 各种“掠夺”技术必然失效, 投资者的利益便达到充分保护程度。因此, 坚实的公司治理系统是保护投资者利益所必不可少的因素。

公司治理系统<sup>②</sup>的含义十分广泛, 但其核心部分则主要包括股权结构、董事会制度、债权人监控及保护、信息披露的透明度、经理层的选聘和激励、控制权市场及经理市场等方面。

## 2.1 股权结构

一个公司的股权结构状况将直接决定公司控制权的分布, 决定所有者与经营者之间的委托代理关系性质, 即决定主要的冲突是发生在经理层和股东之间、还是发生在控股股东同小股东之间, 所以股权结构是决定公司治理机制和投资者保护有效性的一个重要因素。

公司股权结构包括股权集中程度和股权构成两个主要方面。股权集中程度决定了经理层和股东之间的权利分配。在股权相对分散的情况下, 公司治理的基本问题是委托代理问题, 即如何加强投资者对经理层的监督; 在股权相对集中的状况下, 公司治理的基本问题在于保护中小股东免受控股股东的掠夺。发达市场经济中公司运作经验表明: 股权集中度同公司治理有效性之间关系的曲线是倒 U 形<sup>③</sup>, 股权过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构, 不利于中小

---

<sup>①</sup> 从投资者的角度看, 公司治理要处理的核心问题是“公司资本的供给者如何确保自己可以得到回报的问题”, 包括“资本供给者如何使管理者将利润的一部分作为回报返还给自己? 他们如何确定管理者不侵吞他们提供的资本或将资本投资于不佳的项目? 资本的提供者如何控制管理者”等问题。

<sup>②</sup> 公司治理系统由以下两个部分构成: 1、确定股东、经理层、债权人、政府及其他相关人关系的准则; 2、直接或间接增强、实现这些准则的机制。公司治理准则和机制在各国之间有很大的差别。这些差别主要由政治、经济、文化、法律和历史因素极其相互作用而引起。

<sup>③</sup> 实证研究表明, 股权集中度同公司绩效之间呈 U 型关系。其原因在于, 当股权集中度从非常低的水平上升时, 股东对经理层监控程度提高, 代理成本下降, 利润水平会上升; 但当股权集中程度上升到一定水平时, 监控成本上升, 收益下降, 成本超过收益, 利润水平趋于下降。

投资者的保护。在避免一股独大的前提之下，公司股权有一定程度的集中，有利于完善公司治理机制和加强对投资者的保护。

股权构成对投资者的保护也有重要影响。公司股权构成是指股东性质，股东可以是个人、家族、持股公司、银行、机构投资者（如财务公司、保险公司、投资公司、养老基金、和共同基金），或非金融公司等等，其中控股股东的性质往往关系到他们参与公司治理的目的及投资者的保护状况。

若控股股东是银行，股权的行使往往与债权结合在一起，对企业形成强烈的控制。若控股股东是非银行的金融机构，股权的行使与它们既是公司的大股东又是分散投资者的代理人的双重身份结合在一起，当二者发生冲突时，要么以大股东的身分向经营者施加影响，使企业做出有利于自己的决策，要么抛售股票，即用手投票和用脚投票并用。若控股股东是工商企业，股权的行使往往和企业间的交易结合在一起，持股的目的主要是为了保护企业间的长期交易，股东和股权结构比较稳定，能防止企业股票流入敌意接管者之手，从而能使经营者避免资本市场施加的短期压力，专注于企业的长期经营。这些大股东平时一般不干预企业经营，只有在企业绩效恶化时才介入。这三类控股股东的性质对公司治理和投资者保护的有效性究竟是产生正面影响还是负面效果，目前尚无定论，要视具体经济、法律等制度环境而定。

若控股股东为家族，这类公司对投资者的保护程度往往最弱。这类企业的大股东往往通过金字塔的控股方法来控制企业，上市公司在最下层，家族企业在最上层，最上层的家族企业常常采取多种方式从最下层的上市公司窃取利润，掠夺中小投资者，这一现象在东亚国家尤为普遍。

对于不同性质的大股东需要不同的公司治理才能更好地保护中小投资者及其它相关主体的利益，目前各国的立法和实践尚未形成针对不同性质的大股东设立不同的公司治理机制的做法。从长远来看，这是完善公司治理和保护投资者利益的一个重要方向。

## **2.2 董事会制度**

董事会保护投资者的力度取决于以下因素：非执行董事和独立董事的代表性；董事会下设独立委员会（如薪酬、提名以及审计委员会）的运作状况；公司的 CEO 同董事长的职位是否分离等。如果这些制度安排有效，客观上有利于对股东，尤其是中小股东的保护。

在西方国家，公司法一般都规定了董事的受托人责任原则，如果董事未能对公司和股东尽责，即使有些具体责任未列出，根据诚信原则，董事仍也将被追究受托人责任。这一原则有助于促使董事在行使其职责时按照股东利益最大化的原则处理事务。

在董事会中，独立董事制度对中小投资者保护具有重要作用。独立董事可以更加超脱地考虑公司决策，减少公司重大决策失误。独立董事还有助于保持董事会独立性，从全体股东利益出发监督公司管理层，并形成对大股东权力的制约。从各国的实践来看，董事会中独立董事的比例越高，对投资者的保护就越完善。

### **2.3 股东权利的法律保障**

公司作为整个宏观经济体系的微观基础，不可避免地会受到来自外部环境的影响和制约。由于公司必须在一定的法律体系下运作，不同的法律体系决定了公司治理的不同模式和特点。因此，有关投资者保护的相关法律既是公司治理的外部环境，其本身对保护投资者权益也发挥重要作用。

各国(地区)法律关于少数股东权益保护的规定从总体上可以分为三类：一是事前预防性的规定，如股东大会召集权、提案权、知情权等；二是事后救济性的规定，即少数股东在其权益受到侵害的情况下可以向法院提起诉讼，以及关于保障少数股东行使上述救济手段的规定；三是在《公司法》、《证券法》等相关法律中规定有关的制度，如股东表决权排除制度、独立董事制度、累积投票权制度等。

### **2.4 经理层激励制度**

公司治理的核心是解决委托—代理问题产生的矛盾。委托者要将代理者的效用函数统一到自己的目标上来，除了运用监督、约束手段外，还需要引入激励机制，使代理者的自利行为符合委托者的利益。这种激励主要体现在经理报酬的构成方式上。从已有的实践来看，股票期权是一种长期性的激励制度，可有效地防止经理人员追求短期利益的现象，有力地约束他们损害公司和投资者利益的行为。

股票期权激励的有效运用有两个重要前提。首先，不能存在“内部人控制”的情况。任何激励计划必须掌握在所有者及其信任的托管者（董事会）手中，否则某些经理人员会利用自己手中的权力，为自己谋取非分的报酬。其次，必须具备有效的证券市场。因为股票期权制度的必要假设是股价必须在相当程度上反映上市公司的基本面，由此才能形成了对高层经理人员业绩的度量评价功能。

### **2.5 信息披露制度**

公司治理的核心就是要对公司业绩进行有效的监督以及当公司业绩出问题监督者能作出迅速的反映。因此，公司治理必须依赖于公司的透明度。为了保证公司及时、真实和全面地向投资者披露公司经营状况等信息，各国的证券管理体制都对上市公司的信息披露提出了强制性要求。

从理论上来说，投资者可以通过契约条款来约束内部人的侵权行为和促使内部人及时披露信息。但是，在证券市场的实践中，公司可从欺诈、公布虚假信息等机会主义行为中获利等现象非常普遍，这种现象产生的原因是：一是因为不可能

制定内部人“侵权”风险得到完全估计的契约；二是因为契约监督机构会因政治压力、能力制约、寻租、自身腐败等因素不可能或不愿意去实施这类复杂的契约。因此，建立以提高公司运作透明度为核心的强制性信息披露制度对完善公司治理机制、有效保护投资者权利乃至证券市场健康发展是必不可少的。

## 2.6 银行的债权治理

企业外部融资的来源，除了直接融资以外，就是以银行为主要筹资对象的间接融资。从现代公司治理结构的理论出发，银行作为企业的主要债权人，可以发挥重要的治理功能，客观上能对股东利益的保护起重要的作用，这是因为：（1）银行具有关注企业生存和发展的动机，银行和股东的利益是相容的，银行参加公司治理，不仅有利于维护银行的权益，也有利于维护股东的权益；（2）由于银行掌握的信息比较充分，具有控制和监督企业资金流的能力，因此银行的监督具有操作性强、效率高等特点；（3）银行的债权约束具有刚性及“相机控制权”，因此银行的监督有利于约束代理人的行为，维护股东权益不受侵蚀；（4）银行具有比较丰富的人力资源和健全的组织管理体系，来保证银行监督的质量。

## 2.7 控制权市场和经理市场

控制权市场和经理市场是指以市场来配置控制权和经理人。公司控制权及代表权只要在公平竞争条件下进行争夺，不论这种争夺成功与否，都有利于目标公司的股东，因为：（1）在既定的股东权益下，在可能由于目前代理人不尽责导致管理不善状况下，公司业绩提高的潜力巨大，管理权和控制权的争夺使这种潜力得以发挥；（2）以公司控制权为目标的代表权争夺增加了将公司资产转向更有价值用途的可能性。

经理人市场的存在也是公司内部控制机制优化的必要条件，这是因为高级管理人员的能力和品质直接关系到最佳治理结构形成，关系到公司经营发展的成败。法马（1980）指出，运作良好的经理人市场可防止经理人员对企业进行无效运作，表现不佳的经理人将面临失去工作的威胁。因此，适当竞争度的经理人市场是保证公司治理机构规范化和有效提高投资者保护程度的重要机制。

# 3 我国上市公司治理的现状、问题与解决途径

## 3.1 我国上市公司治理结构现存的问题

由于存在制度缺陷，我国上市公司治理结构相当不完善。除了国外公司常见的治理缺陷外，我国上市公司治理缺陷形成有深刻的历史背景和鲜明的中国特色。

### 3.1.1 股权结构不合理

我国绝大部分上市公司由国有企业改制而成，尚未上市流通的国家股比重平

均高达 40%（有些上市公司甚至高达 75%以上）。目前，许多上市公司仍然由政府绝对控股（往往由国有独资公司控股），并且第二名的股东持股量同第一大股東相差悬殊，形成国有股股权集中度过高的局面。这种股权结构包含两方面问题：一是股权集中度过高；二是控股股东为政府，存在国有股東所有者缺位的现象。首先，这种股权结构不利于经理阶层在更大范围内接受多元化产权主体对企业经营活动的监督和约束，有可能使中小股東的利益受损。其次，国有股持股東目标多元化的特点使其有可能以政治功利和行政目标的混合物来代替股東财富最大化目标。在实践中，许多上市公司经理层利用政府产权上的超弱控制掌握控制权，使之在经营决策中有机会实现自己的私利，侵蚀投资者的利益，形成事实上的内部人控制；同时，经理层利用政府行政上的超强控制来推脱责任、转嫁自己应承担的责任和风险。第三，相当多国有股为大股東的公司是由母公司资产剥离后上市的，其非主业及辅业人员留在了母公司，这就使得这类上市公司在人员、业务、利益等诸多方面都与其母公司存在千丝万缕的联系，“三分开”无法落到实处，大股東肆无忌惮地行使股权霸权，将上市公司变成为母公司或政府部门的提款机，掏空上市公司。

我国上市公司的股权构成也不合理，突出表现为流通股过于分散，机构投资者比重过小。据统计，截止 2000 年末，上海证券交易所股票帐户总数中，个人投资者的比重高达 99.56%，机构投资者开户数的比重仅占 0.44%。个人投资者持股总数占总股份的比重和持股市值占总市值的比重约为 70%-80%。流通公众股高度分散化，使得公众股東对上市公司缺乏有效的直接控制力。公众股東除了获取影响股价水平的有关信息之外，再无其他投票动机参加股東大会。这导致上市公司治理薄弱，一些上市公司出现严重的内部人控制，不利于中小投资者的保护。

### **3.1.2 董事会制度不完善**

从表面看，我国上市公司治理结构形成了“三会四权”的制衡机制，即股東大会、董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权。从实践情况看，董事会虽然是公司治理三机构的核心，但存在较大的制度缺陷，难以完成其监督经理层、保护中小投资者利益的责任。董事会的制度缺陷主要表现在：

首先，由于股权的过度集中，公众股東的高度分散，董事会由大股東操纵，或由内部人控制，无法形成独立的董事会来保证健全的决策机制。其次，我国是一个有长期家长制传统的国家。在董事会中，董事长似乎高于董事会，尤其在闭会期间代表董事会，代表所有者作出决定，过分突出董事长的地位和作用与董事集体决策的特征相矛盾。第三，当前缺乏必要的机制来保证董事严格履行勤勉义

务和诚信义务，完成受托责任，董事往往并不清楚对自己应负的责任。虽各国（包括中国）的立法中都规定了董事的连带责任，但在我国几乎没有股东诉董事会，更从未未见追究董事的法律责任的案例。第四，独立董事制度刚刚起步，独立董事比例很低。2000年，沪市上市公司独立董事只有68位，数量很少的外部独立董事在公司治理过程中发挥的作用很小。而且，独立董事人才缺乏，知识和能力有限，监督经理层、保护中小股东以及其他利害相关者的权益的能力与动力也不足。正是因为存在这些问题，我国上市公司董事会的制度建设任重而道远。

### **3.1.3 对中小股东利益的法律保障不足**

在目前法律框架下，股东大会是中小股东维护自身权益的重要机制。名义上股东大会是公司的最高权力机构，但在实践中存在股东大会召集人通过设置各种障碍来剥夺股东尤其是中小股东的知情权、质询权现象，股东大会还不足以成为股东行使权力、参与公司治理的主要场所。在国有股或法人股绝对控股的情况下，国有股东和法人股东“一票制胜”，中小股东的权益更得不到切实保护。此外，一旦出现投资失误或者董事和高级管理人员违规和违反公司章程的行为，有关法律和法规方面的处罚还不足以起到警戒作用，尤其是缺乏保护中小股东利益的操作性较强的法规和对股东的民事赔偿制度。

### **3.1.4 债权人对公司实施监控的作用较小**

目前，虽然我国商业银行是国有企业最大的债权人，但其对公司的监控作用还很小。由于现行法律禁止商业银行向证券业和非金融行业进行股权投资，这些行业的企业董事会中没有任何来自商业银行的代表，当企业陷于债务困境时，银行并不能通过改变公司的治理来保护债权人的利益。

### **3.1.5 信息披露的透明度低**

我国上市公司的信息披露存在许多问题。从制度层面来看，我国上市公司会计准则与国际标准相比还有较大差距：公司内部对信息披露的监督机制不健全，监事会未充分发挥作用；部分注册会计师行为不规范，审计的独立性不够，质量不高，未能充分保证信息的可信性；信息披露不充分，对资金投向、企业偿债能力、公司董事、监事及高级管理人员持股变动情况、关联交易、会计政策及其变动对公司影响等方面信息披露不够。从实践层面来看，部分上市公司信息披露不及时，滞后于连续动态的生产经营过程，往往会导致内幕交易。部分上市公司将信息披露看成是累赘或额外负担，处于被动应付状态，披露方式、内容和时机的选择存在很大的随意性，甚至部分公司披露虚假信息，甚至在披露过程中存在操纵信息行为，诱导投资者。

信息披露的不规范和低透明度不仅严重损害了投资者的利益，而且影响了参与投资者参与股票市场的积极性。

### 3.1.6 激励机制扭曲

从总体上看，我国上市公司的薪酬结构比较单一，缺乏动态化、长期化的激励机制，个人收入和公司业绩未建立规范的联系，不能对董事和高级管理人员起到足够的激励作用。我国上市公司对于经理人员的激励存在两种偏向：一种是继续执行国有企业经理原有的工资总额和等级标准，这种薪酬制度不能恰当地估计和承认经理人员的贡献，引发了消极怠工、“59岁现象”，甚至导致优秀企业家流失；另一种是“年薪制”、“经理人员持股制”，在所有者虚位的情况下，经营者自定高额薪酬、浪费性职位消费、腐败等等，明显地损害股东尤其是国有股东和中小股东的利益。

### 3.1.7 公司控制权市场还未形成、经理人市场缺乏

从公司控制权市场看，由于流通股在上市公司总股本中所占比例较小、不流通的国家股和法人股高度集中，由此导致上市公司的经营者与主管部门之间关系特殊，加上证券管理当局对敌意接管的种种限制，因此很难通过在二级市场购买流通股获得对公司的控制权，收购和代理权争夺没有真正起到约束经理层的作用。

此外，由于缺乏一个公开、公平的经理人才市场和评价经营者管理才能的制度，经理人遴选机制无法发挥作用，经理人市场对公司经营的监控作用非常有限。

## 3.2 改革公司治理，加强对投资者保护

完善的公司治理是提高对投资者保护程度的重要条件，也是我国证券市场持续健康发展的基础，因此，必须尽快建立、健全我国上市公司的治理结构。目前，应根据我国的实际情况，借鉴国际成功经验，从以下几个方面探索符合我国国情的公司治理结构和中小投资者权益保护机制。

### 3.2.1 减持国有股，降低股权集中度，建立以市场为基础的公有股权运作机制

根据国有经济由一般竞争性领域向战略领域集中的精神，对于那些处于国民经济命脉行业的上市公司，国有股权可逐步退出，以此来降低国有股权的集中程度和增加非国有股权比重，实现上市公司投资主体多元化。为了优化上市公司的股权结构，我们可考虑引进国内外非国有机构投资者，形成前几名股东拥有较高股权比例、但彼此相差不大的股权格局。上市公司股权结构优化之后，第一大股东与其他股东之间的股权差距将减少，从而形成股东之间互相制约的局面，事先预防大股东侵权行为的发生。

解决国有股所有者代表问题是我国公司治理结构中的另一个特殊问题，关系到我国能否建立有效公司治理和保障投资者权益的机制。其中一个思路是考虑国有资产的商业化管理，即将国有股委托给市场化的投资机构管理，如基金管理公

司，信托公司等等：一方面市场化的投资机构自身产权较为明晰，股东追求资本增值，聘任、监督和激励经理人员的动机强烈；另一方面，市场化的投资机构资本雄厚，形成资本规模化经营，具有专家理财优势。

### **3.2.2 完善董事会结构、强化董事会的独立性**

股东会、董事会、经理和监事会应分权治理。公司内权力机构、决策机构、执行机构和监督机构不是简单的领导与被领导的关系，各个机构应独立运作，各司其职、各负其责，形成可以追溯责任的组织体制。由股东会聘任董事，并可对他们的渎职行为追究法律责任，而董事会任免经理，对经理执行董事会决议情况和对公司的经营管理进行监督。

应强化董事的诚信勤勉义务与责任追究制度。董事对公司经营承担重要责任且承担责任的对象是公司和全体股东。股份制公司特别是上市公司的董事，不应只代表个别股东或大股东的利益，同时必须代表中小股东利益和保护公司相关主体的利益。只有这样，公司和股东才能才长期利益一致基础上建立稳定持久的关系。

建立健全董事会议事规则和决策程序，加强独立董事制度的建设：保证董事会作为集体以会议形式执行职能；要求每个上市公司董事会至少设立 2 名以上与大股东没有关联的独立的外部董事；建立董事会专门委员会，如审计、提名与业绩考核、薪酬、经营战略等专门委员会，在审计、提名与业绩考核和薪酬委员会中，独立董事应占多数并担任负责人；审计委员会中至少有 1 名成员必须是会计专业人士。

### **3.2.3 建立动态化、长期化激励机制**

建立有效的激励约束机制和与此相适应的薪酬制度，是妥善处理公司管理层与股东利益关系的重要内容，也是完善公司法人治理结构的重要环节。因此，我们必须尽快建立市场化的、动态的、长期的激励机制。对高层管理人员实行基本工资与奖励制度的同时，可以考虑试行股票期权计划，给予管理层股票或股票期权，以股权激励的方式使其自身利益与公司股东利益挂钩、与企业的长期发展规划挂钩。

股票期权制度的健康实施，必须有以下制度为基础：第一，减持国家股，改变目前在上市公司中广泛存在的“内部人控制下的一股独大”的状况；第二，改变国有股层层“授权经营”，所有者的代表不代表所有者的现状，建立更高效的国有股权行使制度；第三，完善董事会，使董事们能够诚信勤勉地履行他们的受托责任；第四，提高我国证券市场的价格形成机制有效性，使股票价格反真实映公司价值。

### **3.2.4 强化上市公司信息披露，增强公司运营的透明度**

建立完善的信息披露制度，提高对公司运作和经营透明度的要求，尽量减少经营者与所有者之间的信息不对称，保障外部投资者公平获取信息的权利，这是证券监管部门保护投资者特别是中小投资者利益的核心任务。

首先，进一步明确上市公司应予以披露信息的范围和形式，应确保及时准确披露所有与公司有关的实质性的事项的信息，包括财务状况、业绩、所有权及对其公司的治理结构的影响，特别是上市公司与控股股东之间的关联交易、财务担保关系和同行业竞争情况的披露。其次，要推动会计准则同国际会计准则接轨，采用国际会计准则进行披露，提高信息披露标准，缩短信息披露时间，增加信息披露密度，促进我国信息披露规则的完善。第三，要对上市公司披露实施实时监控，规范上市公司的信息披露行为，追究上市公司因虚假记载、误导性陈述和重大遗漏等不实披露的民事责任和刑事责任，打击相关违法违规行。

### **3.2.5 倡导股东积极主义，保护中小股东权益**

中小股东作为公司的所有者应积极参与公司治理，这对于公司治理的完善以及其自身权益的保护具有重要意义。因此，完善相关法律法规、倡导股东积极主义、提升中小股东对公司治理的参与程度是当前保护投资者利益的一个重要环节。

首先，我国要制定科学的股东大会事规则，明确决策程序。股东大会的过程和程序应考虑所有股东都受到平等的待遇，股东大会决议应该公平、透明。股东大会应当运用现代信息技术手段，以扩大股东参与股东大会的比例，时间、地点的选择也应有利于让尽可能多的股东参加。其次，应完善股东投票制度，包括代理投票、投票权征集、累计投票制。尤其是引入累积投票权制度，赋予少数股东选择累积投票的权利和机会，通过这种方式增大少数股东在股东大会的影响力。第三，建立健全保护分散的中小股东利益的法律体系，包括衍生诉讼、集团诉讼等制度，加强执法力度，以便加强对大股东、董事会和经理人员的监督。此外，组织中小投资者协会，引进为中小股东和独立董事服务的中介机构（如股东投票咨询机构）等做法也值得借鉴。

### **3.2.6 发挥银行和机构投资者的监督作用**

发挥主办银行在上市公司治理结构中的积极作用大有可为。目前，制约我国银行发挥合理的制衡作用最大的障碍在于银行内部治理机构的不完善。因此，在银行改革取得明显进展时，应通过赋予银行更多的监管职能形式，来完善我国上市公司治理和保护投资者利益。

成熟市场的实践证明，机构投资者是经理层重要的监督者。因此，我国要大力推动机构投资者的发展，鼓励机构投资者积极参与公司治理。在培育资本市

场的机构投资者方面，除了发展现有的证券投资基金外，还应引入商业性的养老基金、捐赠基金、社保基金，以及境外机构投资者。

### 3.2.7 培育公司控制权市场和经理人市场

培育公司控制权市场和经理人市场对于改善公司治理结构和保护投资者具有重要意义。完成这一目标包括两个方面内容：一是培育经理人才市场，对经理人员实行公开遴选机制，改变行政任命方式，改变“能上不能下”的状况，将竞争机制引入经理聘选中，对经理进行上岗竞争激励，公司的高级经理要通过内部竞争或通过外部经理市场来选拔；二是培育公司控制权市场，应逐步减持国有股，提高流通股的比例，随着流通股比例的增大应相应放松通过流通市场进行接管的限制，同时尽快修改证券法的不适部分，鼓励那些有实力的公司通过敌意和善意方式在资本市场展开公司收购活动，利用证券市场的控制权竞争机制、收购兼并机制和股东投票机制，对公司董事和经理进行外部监督和约束。

总之，我国证券市场投资者权益缺乏有效保护已经成为制约资本市场健康发展的一个突出问题，解决这一问题的关键是完善上市公司的治理结构。根据我国国情，借鉴国际经验，通过完善公司治理以保护投资者的权益是目前资本市场发展过程中亟待解决的问题。

### 参考文献

- 陈耀先：《中国证券市场的规范与发展》，2001，中国金融出版社
- 陈耀先：《现阶段的我国证券市场及其发展》，1999年4月，《经济学家》
- 刘波：博士论文《资本市场结构——理论与现实选择》
- 屠光绍、朱从玖主编：《公司治理：国际经验与中国实践》，人民出版社2001年。
- 胡汝银，“投资者保护与证券监管架构”，2000年11月，上海证券报。
- 胡汝银，“制度架构与公司治理发展”，2001年8月，海通研究。
- 裴武威，“投资者保护、公司治理与资本市场发展”，2000年，证券市场导报。
- 高西庆：《证券市场强制性信息披露的理论根据》，1996年10月，《证券市场导报》
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1999. “Investor Protection and Corporate Valuation”. Harvard Institute for Economic Research. Discussion Paper 1882
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1997. “Legal determinants of External Finance.” Journal of Finance 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1999, “Law and Finance”
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer, Robert W. Vishny. 1999, “Investor

Protection: Origins, Consequences, Reform”. The World Bank. Financial Sector Discussion Paper No. 1

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifer. 1998. “ Corporate Ownership Around the World”. NBER. Working Paper 6625.

Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi, (1998), “ Why Higher Takover Premia Protect Minority Shareholders.” *Journal of Political Economy* 106, 172-204

Coffee, John C, Jr., 1999, “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”. *Northwestern Law Review*, 93:631-707